

2025 年 05 月 30 日

证券研究报告 | 公募基金深度报告

浮动费率基金的前世今生

公募基金深度报告

分析师：王骅

分析师登记编码：S0890522090001

电话：021-20321067

邮箱：wanghua@cnhbstock.com

分析师：宋逸菲

分析师登记编码：S0890524080003

电话：021-20321087

邮箱：songyifei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《科创 ETF 再扩容，科创 200、科创芯片设计有何不同？——金融产品观察》2025-01-02

2、《美联储降息五大变化，金融产品影响有何不同？——深度点评报告》2024-09-19

3、《跨境固收产品投资手册：QDII 债基和债券型互认基金——公募基金专题报告》2024-08-01

4、《寻找基金中的“Alpha 捕手”，构建股基增强基金组合——基金量化因子探析（四）》2024-07-18

投资要点

① 浮动管理费基金的历史沿革

早期探索：2013 年之前

初具规模：2014 年-2022 年

产品试水：2023 年-2024 年

基本成型：2025 年

② 新型浮动费率基金剖析

首批 26 只新型浮动费率基金产品均为全市场选股的基金，其业绩基准大多对标沪深 300、中证 A500、中证 500 或者中证 800 等主流宽基指数，并部分参与港股和债券投资，权益中枢（A 股和港股）一般在 80% 左右。

价值选手包括招商基金朱红裕、东证资管周云、华夏基金王君正、鹏华基金袁航、安信基金袁玮等。成长选手包括景顺长城基金农冰立、银华基金王晓川、大成基金杜聪等。“另类”选手包括工银瑞信郭雪松、兴证全球基金陈聪、华商基金张明。

③ 重点基金经理的启示

1、长周期跑赢基准的基金是如何炼成的？以东证资管周云为例：东方红京东大数据长周期跑赢基准是周云低估+趋势结合的投资思路，均衡+分散+低相关组合构建方式以及准确的基准选择三者共同结果。

2、选择贴近实际投资情况的业绩比较基准，以汇添富基金卞正为例：立足代表基金产品，本次新型浮动管理费产品中偏成长风格的基金经理其针对业绩基准的超额稳定性也略逊于价值风格，但从准确传递产品特征信息、基金经理超额取得难易程度等角度来看，我们认为未来更多产品或将选择贴近实际投资情况的业绩比较基准。

3、考虑到新型浮动管理费产品“非对称”的收费方式，未来业绩比较基准在产品中的重要性显著提升，甚至可以理解为投资者是在为基于某个指数的“增强收益”付费。作为产品重要的标签，未来基准的选择可能考虑以下几点：（1）指数代表性；（2）指数与基金经理投资策略的适配程度；（3）基金公司内部差异化。

④ 风险提示：基金的过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现；本报告根据历史公开数据及定期报告整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议。

内容目录

1. 公募基金浮动费率发展全梳理	3
1.1. 早期探索：2013 年之前	3
1.2. 初具规模：2014 年-2022 年	3
1.3. 产品试水：2023 年-2024 年	4
1.4. 基本成型：2025 年	5
2. 新型浮动费率基金分析	6
2.1. 新型浮动管理费产品的基准选择	6
2.2. 新型浮动管理费对应基金经理风格分类	8
2.3. 重点基金经理的启示	9
3. 风险提示	12

图表目录

图 1： 东方红京东大数据 A 业绩表现	9
图 2： 东方红京东大数据净值风格考察（3 个月切片分析）	10
图 3： 东方红京东大数据行业配置统计（任职以来全部持仓）	10
图 4： 汇添富民营新动力净值风格考察（3 个月切片分析）	11
图 5： 汇添富民营新动力行业配置统计（任职以来全部持仓）	11
表 1： 首批费率创新产品（2023 年）	5
表 2： 新型浮动管理费基金管理费计提方法	5
表 3： 新型浮动费率基金及基金业绩比较基准	7
表 4： 新型浮动费率基金的基金经理及代表产品历史表现	8

1. 公募基金浮动费率发展全梳理

1.1. 早期探索：2013 年之前

公募基金在二十余年前就开始了浮动费率的探索：2002 年，博时价值增长设计了“价值增长线”（基金管理人通过自身的投资管理与风险管理，创造出一条随时间推移呈现非负增长态势的安全收益增长轨迹），约定在基金单位份额净值跌破价值增长线水平期间，基金管理人将暂停收取基金管理费。2003 年，国泰金龙约定在基金合同生效日起半年后，如当日基金的基金份额累计资产净值低于 1 元时，基金管理人将暂停收取管理费。2004 年，海富通收益增长约定，基金份额净值低于收益增长线，则将从基金份额净值低于收益增长线的下一日开始直至基金份额净值不低于收益增长线的下一日期间暂停收取管理费。

不过，这类产品创设于市场震荡下行期间，未取得良好的市场反馈，最终未能发展起来。随后，市场陆续出现一些采取浮动管理费的产品，并开始探索体现“多劳多得”原则的浮动管理费设置。2013 年，国内首只浮动费率债券基金富国目标收益一年期纯债发行，在基金开放日根据基金一年的业绩表现，一次性计提费用。基金设置了奖惩对称的浮动费率：即小于或等于 4% 收取零费率，4% 至 5% 之间收取低于同类平均水平的费率，5% 至 7% 之间收取同类标准费率，7% 以上收取高于同类平均水平的费率。

1.2. 初具规模：2014 年-2022 年

2014 年 6 月，证监会发布《关于大力推进证券投资基金业创新发展的意见》，提出“支持设立管理费率与回报挂钩的浮动管理费基金”。

2017 年 6 月，证监会发布《公开募集证券投资基金收取浮动管理费指引（初稿）》。根据该指引，浮动管理费基金的费率规则将得到进一步细化。浮动管理费基金按照收费模式大致分为两种：一种是“支点式”上下浮动管理费基金，当基金业绩表现高于业绩比较基准时，管理费上浮，反之则管理费下调；第二种是提取“业绩报酬”浮动管理费基金，当基金的业绩超越预先设定的基准时，按照超额收益的一定比例收取附加管理费。

2018 年 1 月，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》的规范性文件，自此拉开了券商大集合资管产品公募化改造的序幕，目前存续的部分采用浮动管理费的公募基金多由券商大集合资管产品公募化改造而来。

在此阶段，浮动费率产品的管理费收取方式多样：

分档管理费率：对标绝对收益的浮动管理费模式，以东方红产业升级（000619.OF）为例。基金合同生效满一年后，基金根据基金份额之前一年的绝对收益率，收取不同比例的管理费率。

- （1）当基金份额过去一年收益率 $R < -5\%$ 时，管理费为 0；
- （2）当基金份额过去一年收益率 $-5\% \leq R < 8\%$ 时，管理费为 1.5%/年；
- （3）当基金份额过去一年收益率 $R \geq 8\%$ 时，管理费为 2.5%/年。

支点浮动费率：对标业绩比较基准的浮动管理费模式，以中欧成长优选回报 A（166020.OF）为例。基金合同生效后前三年内，基金的管理费按前一日基金资产净值的 1.50% 年费率计提，基金合同生效满三年后，基金根据基金份额累计净值增长率相对于同期业绩比较基准的超额收益，收取不同比例的管理费率。

- （1）当基金份额过去三年的累计净值增长率高于同期业绩比较基准收益率时，管理费为

2.0%/年；

(2) 当基金份额过去三年的累计净值增长率等于同期业绩比较基准收益率时，管理费为 1.5%/年；

(3) 当基金份额过去三年的累计净值增长率低于同期业绩比较基准收益率时，管理费为 1.0%/年。

固定管理费+对标绝对收益的浮动管理费：该模式结合了固定管理费和分档管理费率，以安信价值精选（000577.OF）为例。基金首先收取 1.0%/年的固定管理费，在此基础上，根据基金份额在持有期内的年化收益率，额外收取浮动管理费率。

(1) 当年化收益率 $R \leq 7\%$ 时，浮动管理费为 0.0%/年（总管理费为 1.0%/年）；

(2) 当年化收益率 $7\% < R \leq 9\%$ 时，浮动管理费为 $0.5 \times (R - 7\%)$ /年；

(3) 当年化收益率 $R > 9\%$ 时，浮动管理费为 1.0%/年（总管理费为 2.0%/年）。

固定管理费+业绩报酬（高水位提成法）：该模式广泛应用于私募基金和专户产品中，公募基金中也有少量产品采用此模式。以东方红睿元三年定期（000970.OF）为例。基金首先收取 1.0%/年的固定管理费；每个提取评价日（即封闭期的最后一个工作日），若基金份额的累计净值高于（1）以往各提取评价日基金份额的最高累计净值（2）开放日基金份额的最高累计净值（3）1 元三者的最高值，则对超出部分按照 15% 的计提比例提取业绩报酬。

也有业绩报酬分段计提的，例如鹏华价值共赢两年持有期（009086.OF），单笔份额年化收益率在 8.0%-12% 的，按照超过年化 8.0% 的部分计提 12% 的业绩报酬；年化收益率大于 12% 时，首先计提 8.0%-12% 部分的 $(12\% - 8\%) \times 12\% = 0.48\%$ 的业绩报酬，超过 12% 的部分计提 20% 的业绩报酬。

1.3. 产品试水：2023 年-2024 年

2023 年 7 月 8 日，中国证监会公布公募基金行业费率改革工作方案。方案提出分阶段推进费率改革，稳步降低公募基金行业综合费率水平。2023 年 8 月 26 日，随着公募基金降费改革的不断推进，费率创新产品开始试水，首批共 20 只与规模挂钩、与业绩挂钩、与持有期挂钩的三大类型浮动费率产品获批。

(1) 管理费率与基金规模挂钩，即按基金管理规模分档收取管理费。如果基金规模低于 100 亿元，则收取固定费率 1.2%，如果基金规模超过 100 亿元，则对不超过 100 亿元的部分按 1.2% 的费率收取，对超过 100 亿元的部分按 0.6% 收取。

(2) 管理费率与基金业绩挂钩，此类型的浮动费率基金将管理费分为基础管理费和业绩报酬两部分，并设置管理费浮动区间。业绩低于 0 时，只收取 0.5% 的固定管理费；业绩高于 0 且低于 8% 或业绩比较基准时，收取 1% 的管理费；业绩超过 8% 或比较基准时，除 1% 固定管理费外，额外计提 20% 的业绩报酬，但总管理费上限不超过 2%。

(3) 管理费率与持有期挂钩，即按投资者持有产品份额时间分档收取管理费，投资者持有份额的时间越长，支付的费率越低。首批费率与持有期挂钩的基金均设置了 A1、A2、A3 三类份额，按照持有期限不足一年、一至三年以及三年以上分为三档；管理费率按照持有期限的增加逐档下降，分别为 1.2%、0.8%、0.6%。其中，A1 类基金开放认购、申购及赎回，投资者在新认购或申购产品时仅可选择 A1 类基金份额，而 A2、A3 类基金份额则由满足对应持有期限的相应份额升级而来，仅开放赎回。

表 1：首批费率创新产品（2023 年）

基金代码	基金简称	发行时基金经理	现任基金经理	发行份额 (亿份)	25Q1 规模 (亿元)	管理费类型
019521.OF	景顺长城价值发现 A1	鲍无可	王勇	13.01	5.48	管理费率与持有期挂钩
019354.OF	易方达平衡视野 A1	杨嘉文	杨嘉文	3.90	1.58	
019617.OF	工银远见共赢 A1	单文	单文,李乾宁	3.42	0.47	
019913.OF	华夏瑞益 A1	李彦	李彦	3.07	1.43	
019387.OF	中欧时代共赢 A1	刘伟伟	刘伟伟	1.33	0.53	
019421.OF	华安远见慧选 A1	万建军	万建军	1.15	0.16	
019374.OF	广发睿杰精选 A1	蒋科	蒋科	0.49	0.18	
020052.OF	博时惠泽 A1	陈伟	陈伟	0.48	0.11	
019780.OF	嘉实创新动力 A1	杨欢	杨欢	0.20	0.18	
019470.OF	华夏信兴回报 A	王君正	王君正	6.17	2.00	管理费率与规模挂钩
019361.OF	富国核心优势 A	孙彬,吴栋栋	吴栋栋	2.10	3.04	
019352.OF	招商精选企业 A	侯杰	侯杰,滕越	2.42	0.60	
019401.OF	交银瑞元三年定开	杨金金	杨金金	16.68	18.98	管理费率与业绩挂钩
019363.OF	大成至信回报三年定开	刘旭	刘旭	4.55	5.92	
019384.OF	兴证全球可持续投资三年定开	何以广	何以广	3.65	3.95	
019597.OF	银华惠享三年定开	方建	方建	3.15	3.39	
019360.OF	汇添富积极优选三年定开	张朋	张朋	2.81	3.09	
019379.OF	南方前瞻共赢三年定开	张延闽	张延闽	2.77	3.16	
019371.OF	富国远见精选三年定开	蒲世林	蒲世林	2.76	3.01	
019351.OF	招商远见回报 3 年定开	陆文凯	陆文凯	2.29	2.57	

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2023 年行情低迷，主动权益基金发行遇冷，20 只浮动管理费率基金也并没有引发认购热情，且随着这批基金的业绩波动及鲍无可等具备号召力的基金经理离任，大部分开放式产品遭遇了大比例赎回。不过，创新费率产品的本意是探索更多差异化的计费方式，使得基金持有人与基金管理人、基金经理间的长期业绩保持一致，优化运作机制，激励基金公司注重长期投资并且提升自身的投资能力，体现了行业生态的良性趋势。

1.4. 基本成型：2025 年

证监会于 2025 年 5 月 7 日发布《推动公募基金高质量发展行动方案》（以下简称《行动方案》），提出了推进公募行业高质量发展的七大项 25 项具体举措。《行动方案》进一步引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的 60%，即未来头部机构新发权益基金中将有大量产品采用业绩挂钩的浮动费率机制。

《行动方案》发布后不久，共 26 只浮动管理费基金于 2025 年 5 月 16 日上报，并于 5 月 23 日获批，5 月 24 日上午开始，浮动管理费率基金陆续披露基金合同、招募说明书和基金公告。

新型浮动管理费基金的费用计提方法按照持有期限和超额收益率两个维度，将费率细化至“单客户、单份额”。每个投资者申购赎回时点各异，实际投资收益也各不相同，自然形成了差异化的管理费率浮动场景，直接体现管理费收取与投资者利益的关联。

表 2：新型浮动管理费基金管理费计提方法

基金持有期限	分档情形	合计管理费率/年
--------	------	----------

敬请参阅报告结尾处免责声明

基金持有期限	分档情形	合计管理费率/年
持有不满一年	均适用 1.2%/年的管理费率	1.2%
持有一年及以上	当每笔基金份额持有期年化收益率远小于业绩比较基准 (小于等于同期业绩比较基准年化收益率 3%)	0.6%
	当每笔基金份额持有期年化收益率为正且大幅超过业绩比较基准 (大于同期业绩比较基准年化收益率 6%)	1.5%
	其他情形	1.2%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

可以看出，本次的浮动费率产品结合了早期支点式浮动管理费以及 2023 年与基金业绩挂钩的费率设计，同时放大了基金管理人和投资者的不对称性，即对于持有超过一年的情况，让利部分可以达到一半，即从 1.2% 降至 0.6%，而计提部分最多只能上浮至 1.5%，即增加 0.3%。这也体现了《行动方案》“以投资者为本”的主旨，主动基金经理存在的价值就是为投资者提供相对业绩基准的超额回报，创造一定幅度的超额收益是对评价主动基金经理是否合格的基本要求，因此惩罚幅度大于奖励幅度，并非难以理解。

同时，不管是《行动方案》还是本次新发的浮动管理费产品，都强化业绩比较基准作用，基金公司不仅需要迎合市场变化前瞻性地对产品进行设计布局，还需要对基金经理投资策略或方法画像进行刻画，有效选取业绩比较基准。

2. 新型浮动费率基金分析

2.1. 新型浮动管理费产品的基准选择

“单客户、单份额”的差异化场景意味着基金管理人要对不同时间点申购、赎回的投资者考察其相对业绩比较基准的超额收益。对于基金经理，由于完全无法影响投资者的申购行为，管理费和客户超额收益最优的操作模式应该是尽量紧贴业绩比较基准，在无较大偏离的基础上进行超额收益的持续累积，从而最大化每笔申购都跑赢指数的概率。这一变化将改变过去主动权益基金经理通过集中持股或较大偏离以获得超额收益地快速提升，例如短期波动较大的产业趋势投资或者主题投资很难保证在一年维度之上一定能战胜业绩基准，反而可能导致超额分布与投资者申购节奏不匹配，继而导致投资者份额持有期超额收益的波动以及对应管理费的减少。

未来产品本质上是基于业绩比较基准的“指数增强基金”，因此，新型浮动管理费产品的业绩基准选择就非常重要。基金经理选择适合自己投资风格的指数作为基准，既可以减少或有的偏离，也能为投资者提供相对准确的风格定位，例如均衡风格的基金经理可以选择宽基指数作为基准，成长/价值风格基金经理选择更偏成长/价值的指数作为基准。

已经披露业绩比较基准的 21 只新型浮动费率基金产品均为全市场选股，其业绩基准为复合基准，权益中枢（A 股和港股）一般在 80% 左右 A 股占比在 55-80% 之间，大多对标沪深 300（11 只）、中证 800（8 只）、中证 A500（1 只）、中证 500（1 只）等主流宽基指数，港股部分占比在 5-25% 之间，主要对标恒生指数或中证港股通指数。

对于 A 股部分，绝大部分基金管理人还是将运用最广泛的沪深 300 作为业绩比较基准。部分基金管理人将中证 800 作为基准的考虑可能是中证 800 可投范围更大、行业分布更均衡以及覆盖股票分化程度更高，可能更加有利于全市场选股的基金经理捕捉超额收益。部分基金管理人在选择基金经理或者确定业绩比较基准时已经充分考虑了基金经理本身的风格，例如易方达成长进取的基金经理刘健维长期进行成长股投资，其业绩比较基准就以中证 500 为主，中欧基

金沈悦、招商基金朱红裕、平安基金何杰等价值风格基金经理的比较基准以沪深 300 为主。

表 3：新型浮动费率基金及基金业绩比较基准

基金简称	基金经理	基金基准
易方达成长进取 A	刘健维	中证 500 指数收益率*65%+中债总指数收益率*20%+中证港股通综合指数收益率*15%
富国均衡配置 A	孙彬	沪深 300 指数收益率*70%+中债-国债总全价(1-3 年)指数收益率*15%+恒生指数收益率(使用估值汇率折算)*10%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
广发价值稳进 A	王明旭	中证 800 指数收益率*70%+中债-新综合全价(总值)指数收益率*20%+中证港股通综合指数收益率(使用估值汇率折算)*10%
中欧大盘智选 A	沈悦	沪深 300 指数收益率*80%+中债综合指数收益率*15%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*5%
景顺长城成长同行	农冰立	中证 A500 指数收益率*60%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*20%+中证综合债指数收益率*20%
嘉实成长共赢 A	李涛	中证 800 成长指数收益率*70%+中债综合财富指数收益率*20%+恒生指数收益率*10%
汇添富均衡潜力优选 A	卞正	中证 800 指数收益率*55%+中债综合指数收益率*25%+恒生指数收益率(使用估值汇率折算)*20%
华夏瑞享回报 A	王君正	中证 800 指数收益率*60%+中证港股通综合指数收益率*20%+中债综合全价指数收益率*20%
工银泓裕回报	郭雪松	中证 800 指数收益率*60%+中债-综合全价(总值)指数收益率*25%+恒生中国企业指数收益率(经汇率调整)*15%
兴证全球合熙 A	陈聪	沪深 300 指数收益率*60%+恒生指数收益率(使用估值汇率折算)*20%+中债综合全价指数收益率*20%
南方瑞享 A	李锦文、袁立	沪深 300 指数收益率*60%+中债总指数收益率*25%+恒生指数(使用估值汇率折算)收益率*15%
华安竞争优势 A	栾超	中证 800 指数收益率*65%+中债综合全价指数收益率*20%+中证港股通综合指数收益率*15%
招商价值严选	朱红裕	沪深 300 指数收益率*60%+恒生综合指数收益率(经估值汇率调整后)*20%+中债综合(全价)指数收益率*20%
博时卓睿成长 A	田俊维	中证 800 指数收益率*70%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*15%+中债综合财富(总值)指数收益率*15%
东方红核心价值 A	周云	沪深 300 指数收益率*60%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*20%+中债综合指数收益率*20%
交银瑞安 A	黄鼎	沪深 300 指数收益率*70%+中证综合债券指数收益率*25%+恒生指数收益率(人民币计价)*5%
银华成长智选 A	王晓川	中证 800 成长指数收益率*60%+中证港股通综合指数(人民币)收益率*20%+中债综合指数(全价)收益率*20%
万家新机遇同享 A	束金伟	沪深 300 指数收益率*60%+中债新综合全价(总值)指数收益率*25%+恒生指数收益率*15%
天弘品质价值 A	贾腾	沪深 300 指数收益率*60%+中证港股通综合指数收益率(经汇率估值调整)*20%+中债综合指数收益率*20%
宏利睿智领航	孟杰	沪深 300 指数收益率*70%+中债综合全价指数收益率*20%+恒生指数收益率(使用估值汇率折算)*10%
平安价值优享 A	何杰	沪深 300 指数收益率*70%+中证全债指数收益率*25%+恒生指数收益率(经汇率调整)*5%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 新型浮动管理费对应基金经理风格分类

具体来看，管理新型浮动管理率产品的基金经理风格多元，偏好成长和价值的基金经理兼而有之，还有小部分均衡型基金经理和“另类”基金经理：

价值选手方面，招商基金朱红裕是当之无愧的“价值老将”，逆向投资、追求长期确定性；东证资管周云秉承“好公司+低估值”的价值选股理念；华夏基金王君正坚守基本盘（金融地产、医药、食品饮料），并逐步向外推移，精选“高 ROE+高盈利增速”个股长期持有；鹏华基金袁航旨在寻找“恒星式”企业穿越牛熊，敢于重仓能力圈（先进制造、大消费、大金融）；安信基金袁玮践行深度价值投资理念，以 DCF 模型为核心，自下而上精研企业现金流与自上而下研判宏观周期挖掘价值错配机会相结合。

成长选手方面，景顺长城基金农冰立偏爱科技成长、以自下而上选股为主，精选产业趋势下越来越好的优质公司，以重仓泡泡玛特在市场“一炮打响”；银华基金王晓川，新锐泛科技成长基金经理，擅长景气度趋势投资，注重业绩增速与估值的匹配度；嘉实基金李涛是典型的“学研投”型基金经理，入行成为全市场最早一批买方 TMT 研究员，旨在寻找具备良好商业模式、显著竞争优势、能够持续提升内在价值、长期空间巨大的优质成长公司；大成基金杜聪，科技新贵，基于曲率和预期回报定价、自下而上选股 alpha 突出。

“另类”选手方面，工银瑞信郭雪松擅长固收+投资，兴证全球基金陈聪专注港股投资，华商基金张明昕有着丰富的保险资管产品运作经验。

表 4：新型浮动费率基金的基金经理及代表产品历史表现

基金名称	基金经理	公募投资年限（年）	在管规模（亿元）	代表公募基金产品（权益类）	任职以来年化收益率	滚动 1 年超越基准比率	基金经理风格标签
易方达成长进取混合型证券投资基金	刘健维	5.83	73.30	110029.OF 易方达科讯	6.99%	71.15%	成长
富国均衡配置混合型证券投资基金	孙彬	6.00	46.53	002340.OF 富国价值优势 A	13.96%	64.34%	均衡
广发价值稳进混合型证券投资基金	王明旭	6.58	106.56	270022.OF 广发内需增长 A	13.92%	48.89%	均衡
中欧大盘智选混合型发起式证券投资基金	沈悦	5.00	46.69	166005.OF 中欧价值发现 A	6.92%	73.16%	价值
景顺长城成长同行混合型证券投资基金	农冰立	6.92	67.18	010350.OF 景顺长城品质长青 A	21.74%	100.00%	成长
嘉实成长共赢混合型证券投资基金	李涛	4.50	34.24	017488.OF 嘉实信息产业 A	12.61%	51.30%	成长
汇添富均衡潜力优选混合型证券投资基金	卞正	3.25	6.38	001541.OF 汇添富民营新动力	-3.18%	58.58%	成长
华夏瑞享回报混合型证券投资基金	王君正	11.75	236.03	002001.OF 华夏回报 A	-3.39%	26.28%	价值
工银瑞信泓裕回报混合型证券投资基金	郭雪松	5.67	7.36	001650.OF 工银丰收回报 A	6.90%	61.11%	偏债混+均衡
兴证全球合熙混合型证券投资基金	陈聪	2.50	13.46	009007.OF 兴全沪港深两年持有	3.09%	9.78%	港股
南方瑞享混合型证券投资基金	李锦文/袁立	6.42	77.41	004357.OF 南方智慧精选	16.64%	70.77%	价值
华安竞争优势混合型证券投资基金	荣超	9.50	27.38	519089.OF 新华优选成长	13.67%	71.83%	成长
鹏华共赢未来混合型证券投资基金	袁航	10.50	56.38	160627.OF 鹏华策略优选	7.23%	63.12%	价值
招商价值严选混合型证券投资基金	朱红裕	14.00	50.80	014412.OF 招商核心竞争力 A	12.92%	45.70%	价值
博时卓睿成长股票型证券投资基金	田俊维	9.92	5.94	010994.OF 博时创新经济 A	1.93%	53.63%	成长
东方红核心价值混合型证券投资基金	周云	9.67	132.75	001564.OF 东方红京东大数据 A	11.76%	85.67%	价值
大成至臻回报混合型证券投资基金	杜聪	4.75	33.74	010371.OF 大成成长进取 A	18.43%	96.86%	成长
交银施罗德瑞安混合型证券投资基金	黄鼎	3.58	31.52	519732.OF 交银定期支付双息平衡	5.84%	39.22%	成长
银华成长智选混合型证券投资基金	王晓川	3.00	21.26	015641.OF 银华数字经济 A	10.49%	38.65%	成长
万家新机遇同享混合型证券投资基金	束金伟	5.42	36.64	005821.OF 万家新机遇龙头企业 A	13.42%	54.51%	成长

天弘品质价值混合型证券投资基金	贾腾	6.25	4.73	688888.0F 浙商聚潮产业成长 A	6.44%	69.30%	均衡
宏利睿智领航混合型证券投资基金	孟杰	4.67	54.29	003501.0F 宏利睿智稳健 A	7.26%	51.17%	成长
安信价值共赢混合型证券投资基金	袁玮	9.08	12.41	001583.0F 安信新常态沪港深精选 A	9.02%	83.08%	价值
平安价值优享混合型证券投资基金	何杰	7.08	18.82	009878.0F 平安低碳经济 A	-4.27%	28.54%	价值
华商致远回报混合型证券投资基金	张明昕	0.17	48.56				公募新人
信澳优势行业混合型证券投资基金	吴清宇	6.33	13.86	013721.0F 信澳景气优选 A	-5.19%	54.95%	价值

资料来源：Wind，华宝证券基金投研平台，华宝证券研究创新部

注：在管规模截至 2025.03.31；代表基金产品为基金经理任职时间最长的产品，时长相同的情况下选取其中规模更大的产品，优先选取由单一基金经理任职的产品；由于贾腾和栾超当前任职时间相对较短（未满一年），代表性基金产品选取此前在浙商基金、新华基金管理时间最久的产品；由于张明昕公募投资年限尚短，因此暂无代表性公募基金产品；

任职以来收益率和滚动持有 1 年超越基准比率的起始时间为基金经理任职日，截止时间为 2025.05.27 或基金经理卸任日；

滚动 1 年超越基准比率的基准选择为产品自身业绩比较基准，和基金资产配置及投资风格可能不同，例如华夏回报的基准为一年期定存利率，数值仅供参考不涉及基金经理能力评价；

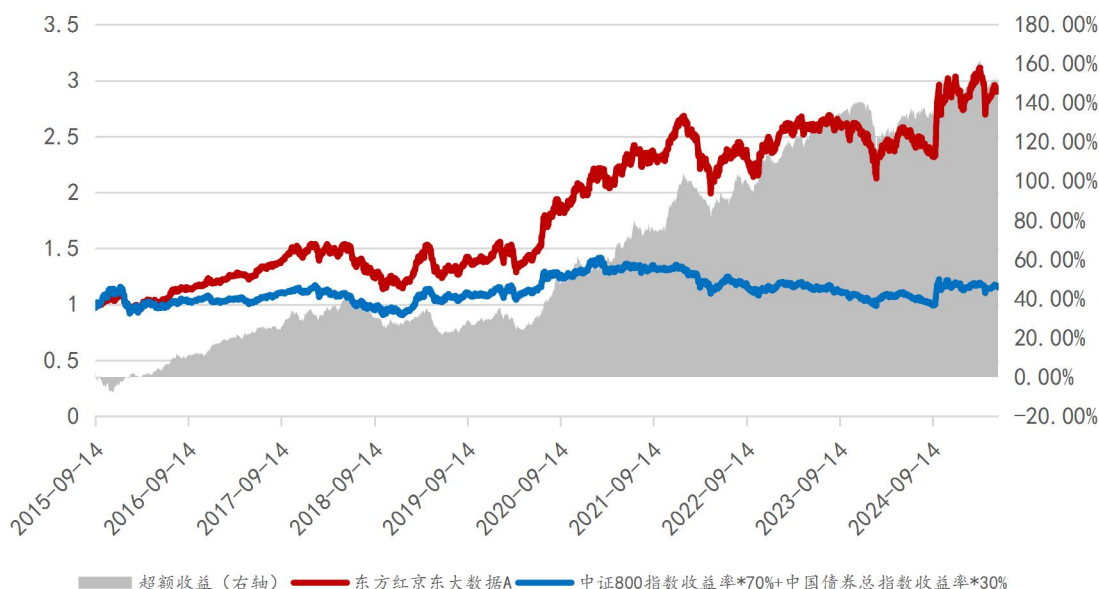
基金经理风格采用夏普模型净值回归法计算，以 3 个月为一个切片周期，从 2025.05.27 或基金经理卸任日倒推，每日滚动切片计算价值/成长维度的多期风格分析，当某一风格的期数占比大于等于多期风格阈值 0.66 时，归为该风格。

2.3. 重点基金经理的启示

（1）长周期跑赢基准的基金是如何炼成的？以东证资管周云为例

统计 2016-2024 年周云独自管理的 9 个完整年度内东方红京东大数据相比基准的超额收益，除了 2018 年基金略跑输基准约 4% 外，其余 8 个完整年度均战胜了基准。根据表 4 中统计的滚动 1 年超越基准比率，东方红京东大数据这一数据高达 85.67%。从超额收益曲线上看，基金整体也呈现缓步积累的特征。

图 1：东方红京东大数据 A 业绩表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，截至 2025.05.27

周云早期更偏向传统价值投资框架，采用“低估值+逆向投资”策略，习惯于偏静态评估企业价值，重仓被市场冷落的公司。根据净值风格的回归数据，早期基金的风格也更偏价值。2019-2020 年，虽然基金继续跑赢基准，但是在权益基金内部，以低估值为底色的价值风格却遭遇巨大挑战，东方红京东大数据连续两年跑输偏股基金指数。2021 年开始，周云逐渐形成了结

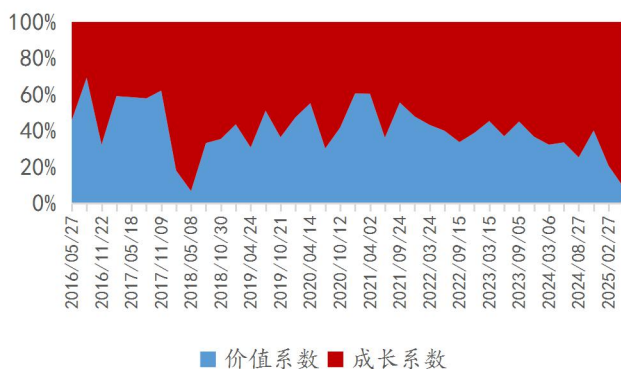
合宏观、产业趋势和市场趋势的多元框架，2021 年四季报中，周云作出总结：“过去我们更加偏重于自下而上的选股，未来我们会尝试加入自上而下的宏观与产业趋势视角来完成组合的构建”。

在组合构建层面，周云旨在构建均衡、分散和低相关性的组合，主要基于三个原则：一是基于周期进行思考，观察产业周期和市场情绪周期；二是构建从底层逻辑上低相关性的组合，包括股票风格、公司所处周期位置、风险暴露上的分散；三是通过胜率和赔率的评估，重仓持有一些收益率可能不高、但长期胜率较高、流动性好的个股，小仓位参与一些波动率较大、较高赔率的个股。从结果上看，周云的组合长期维持分散均衡的状态，历史上基金单一行业占比鲜有超过 15%，根据 2024 年末的全部持仓，配置最重的前三大行业化工、电力设备和新能源和电子的比例分别为 13.09%、12.13%和 11.39%。

从基准角度看，东方红京东大数据的业绩比较基准为中证 800 指数收益率*70%+中国债券总指数收益率*30%。中证 800 虽然也是简单市值排序，但其市值结构、行业分散程度以及成分股收益分化程度相比沪深 300 也都更贴合周云的投资框架。

可以说，东方红京东大数据长周期跑赢基准是周云“低估+趋势结合”的投资思路，“均衡+分散+低相关”组合构建方式以及准确的基准选择三者共同结果。

图 2：东方红京东大数据净值风格考察（3 个月切片分析）



资料来源：Wind，华宝证券基金投研平台，华宝证券研究创新部

图 3：东方红京东大数据行业配置统计（任职以来全部持仓）



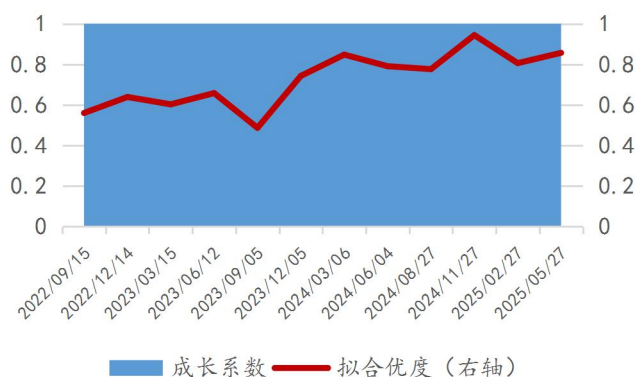
资料来源：Wind，华宝证券基金投研平台，华宝证券研究创新部

（2）选择贴近实际投资情况的业绩比较基准，以汇添富基金卞正为例

汇添富基金卞正的代表产品为汇添富民营新动力，该基金的业绩比较基准为“中证民营企业综合指数*80%+中债综合指数*20%”。中证民企指数是一个类似上证综指的宽基指数，选取沪深 A 股和红筹企业发行的存托凭证中所有民营企业上市公司的证券作为指数样本。该基金创设的背景是 2015 年牛市期间，民营经济展现了较强活力，民营企业又是互联网、新能源等新兴行业的主力军。但是，随着时代变迁以及基金经理更迭，当时的基准并不能很好反映当前基金经理卞正的投资框架和偏好，这也导致了基金经理任期内滚动 1 年超越基准比率不高。

从投资风格看，在 9 年多的投研经历中，卞正一直坚持寻找真正能长大的公司，换手率相对较低，赚成长的钱，而不是做景气度的博弈。同时，卞正偏好左侧投资，希望在行业比较差的时候或者说行业由差转好的阶段去买入一些优质的股票，在行业整体向上周期或者发展阶段进入到一个新的增长阶段的时候，根据股价位置进行兑现。卞正相对偏好制造业，相对关注制造业的国产化，以及中国制造品牌走向全球的发展机会。

图 4：汇添富民营新动力净值风格考察（3 个月切片分析）



资料来源：Wind，华宝证券基金投研平台，华宝证券研究创新部

图 5：汇添富民营新动力行业配置统计（任职以来全部持仓）



资料来源：Wind，华宝证券基金投研平台，华宝证券研究创新部

根据净值风格数据，汇添富民营新动力在下正上任后始终维持成长风格，其行业布局也以电子、汽车、新能源、军工等制造产业为主，一定程度上与相对宽泛的基准并不相符。如果将基金的业绩比较基准调整部分成长风格基金选择的“中证 800 成长指数收益率*80%+中债综合指数*20%”，那么基金滚动 1 年超越基准比率将提升至 63.87%。进一步将基准放宽至成分股数量更多、平均自由流通市值更低的“国证成长指数收益率*80%+中债综合指数*20%”，滚动 1 年超越基准比率将进一步提升至 68.07%。

考虑国内成长股同时受到业绩兑现与增长预期变化、技术迭代或竞争格局变化以及市场情绪变化的影响，通常波动较大。立足代表基金产品，本次新型浮动管理费产品中偏成长风格的基金经理其针对业绩基准的超额稳定性也略逊于价值风格，但从准确传递产品特征信息、基金经理超额取得难易程度等角度来看，我们认为未来更多产品或将选择贴近实际投资情况的业绩比较基准。

（3）《行动方案》下的基准选择

《行动方案》进一步引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的 60%，即未来头部机构新发权益基金中将有大量产品采用业绩挂钩的浮动费率机制。同时，《行动方案》也提到制定业绩比较基准监管指引，明确基准的设定、修改、披露、持续评估和纠偏机制。

考虑到新型浮动管理费产品“非对称”的收费方式，未来业绩比较基准在产品中的重要性显著提升，甚至可以理解为投资者是在为基于某个指数的“增强收益”付费。作为产品重要的标签，未来基准的选择可能考虑以下几点：

- （1）**指数代表性：**根据本轮新型浮动管理费率的业绩比较基准的选择情况，沪深 300、中证 800 等传统宽基指数还是首选。一方面知名度较高的指数利于投资者定位，另一方面沪深 300 配置结构与价值风格主动权益基金贴近，中证 800 更适合均衡风格基金经理发挥。
- （2）**指数与基金经理投资策略的适配程度：**本文统计基金经理的过往超额胜率，但考虑到公募基金过往不重视基准，且基金经理的管理时间普遍不长，该数据不能直接线性外推。分析周云等过往超额胜率高的基金经理以及下正等基准与实际投资有一定差异的案例也不难发现，选择与基金经理投资风格更适配的指数作为基准，获取超额收益的概率相对更高。另外，考虑到主动基金经理的任职时间，基金公司也应充分考虑拟任基金经理与产品的匹配度，避免新任基金经理与产品自身风格和业绩比较基准偏离较大情况。

- (3) **基金公司内部差异化**：不管是围绕绩优或者明星基金经理，根据他们的投资框架设定或修改业绩比较基准，还是围绕具备市场代表性或者长期生命力的指数创设或改造产品，未来基金公司内部都将形成更加清晰化、差异化的业绩比较基准矩阵，这样的设计才能够提高超额管理费的获取概率以及旗下产品的市场区分度。

3. 风险提示

基金的过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现；本报告根据历史公开数据及定期报告整理，存在失效风险，不代表对基金未来资产配置情况的预测，不构成投资建议。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。