

## 大成基金刘旭：坚守价值 稳中求胜

### 【摘要】

- ✚ 刘旭，管理学硕士，现任大成基金股票投资部总监、董事总经理，截至 2024/11/29，刘旭先生的基金经理年限为 9.35 年，目前在管的基金产品有 7 只，管理规模总计 216.29 亿元。
- ✚ **投资理念：价值投资、长期主义、精选个股。**基金经理坚持价值投资的投资理念，他关注企业的长期价值，用长跑的态度对待投资事业，采用自下而上的方法精选个股。
- ✚ **业绩特点：**在管基金产品走势相似，代表作大成高新技术产业股票超额收益持续增长，其业绩未受到规模扩大影响。与对比基金相比，代表基金既具有进攻性，回撤控制也较优。
- ✚ **投资特点：**
  - 仓位水平：**保持高仓位不择时；
  - 行业配置：**较为集中，能力圈有所扩大；
  - 估值情况：**注重估值合理性；
  - 股票集中度：**重仓股（前十大）集中度高；
  - 个股分析：**投资操作与投资理念契合；
  - 换手率分析：**偏向长期投资。
- ✚ **总结建议与风险分析：**刘旭是一位长期业绩较优的基金经理，与对比基金相比具有攻守兼备的特点。但投资者同时应该注意三方面风险：能力圈拓展失败风险、流动性风险、投资者未能长期持有收益不及预期的风险。
- ✚ **风险提示：**本报告仅对基金经理投资风格和特点进行画像。所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差的风险。

## 目录

一、 基金经理简介 .....	1
1.1 基金经理简介 .....	1
1.2 基金经理投资理念：价值投资、精选个股、长期主义 .....	1
二、 在管产品分析 .....	2
2.1 在管基金产品：复权单位净值走势相似 .....	2
2.2 相对基金公司表现：优中选优 .....	2
三、 代表基金产品分析 .....	4
3.1 代表基金表现：超额收益率持续增长，业绩未受规模影响 .....	4
3.2 对比基金池：风格或持仓具有相似性 .....	6
3.3 与对比基金相比业绩情况：攻守兼备 .....	6
3.4 任一时间内买入持有不同期限情况：持有时间越长，正收益概率越大 .....	8
四、 投资特点 .....	10
4.1 股票仓位水平：高仓位不择时 .....	10
4.2 行业配置情况：较为集中，能力圈有所扩大 .....	10
4.3 估值水平：注重估值合理性 .....	12
4.4 股票集中度：重仓股（前十大）集中度高 .....	13
4.5 个股分析：投资操作与投资理念相契合 .....	14
4.6 换手率情况：偏向长期投资 .....	16
五、 总结建议与风险分析 .....	17

## 一、基金经理简介

### 1.1 基金经理简介

刘旭，管理学硕士，2009年至2010年在毕马威华振会计师事务所任审计师，2011年2月至2013年5月任广发证券研究所研究员，2013年5月加入大成基金管理有限公司，历任研究部助理研究员、基金经理助理、股票投资部副总监，现任股票投资部总监、董事总经理。2015年7月29日起任大成高新技术产业股票型证券投资基金基金经理，该基金也是刘旭先生担任基金经理以来管理时间最久的基金。

截至2024/11/29，刘旭的基金经理年限为9.35年，目前在管的基金产品有7只，类型为标准股票型和积极配置型，管理规模总计216.29亿元。其中规模最大的两只，大成高新技术产业股票（000628.OF）和大成优势企业混合A（008271.OF）机构持有比例较高，分别为50%和70%左右，代表机构投资者对基金经理有较高的认可度。

表 1：刘旭目前在管基金情况概览

基金代码	基金简称	金牛奖分类	管理开始时间	基金规模 (单位: 亿元)	机构持有比例 (截至 2024-06-30 单位: %)
000628.OF	大成高新技术产业股票	标准股票型	2015-07-29	146.47	49.37
008271.OF	大成优势企业混合A	积极配置型	2019-12-24	36.75	76.16
008871.OF	大成睿裕六个月持有期股票A	标准股票型	2020-06-05	3.61	4.85
009069.OF	大成睿鑫股票A	标准股票型	2020-08-11	11.87	30.89
010929.OF	大成核心价值甄选混合A	积极配置型	2021-03-15	7.75	0.53
013853.OF	大成匠心卓越三年持有期混合A	积极配置型	2022-06-07	4.34	1.03
014859.OF	大成慧心优选一年持有期混合A	积极配置型	2023-01-18	5.51	6.64

数据来源：中证报基金研究、iFind；数据截至2024/11/29；

### 1.2 基金经理投资理念：价值投资、精选个股、长期主义

根据基金经理的访谈资料得知，基金经理刘旭坚持的是价值投资的投资理念，他关注企业的长期价值，用长跑的态度对待投资事业，坚持自己的方法论，通过日积月累的努力提高自己的投资能力，不断拓展自己的能力圈。

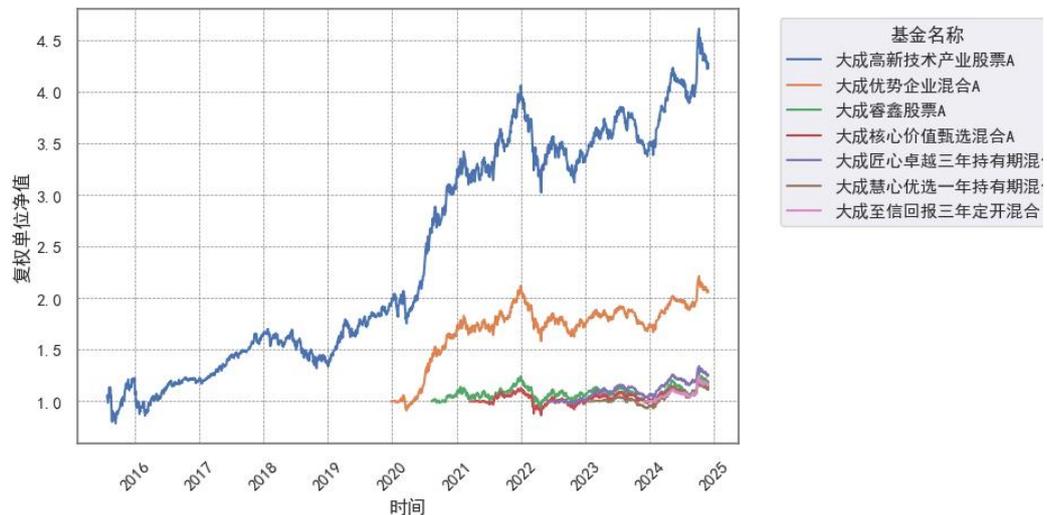
基金经理使用自下而上的投资方法，从企业本身价值出发，采用定性与定量相结合的方式精选个股，选股时既会关注公司的财务指标，关注企业的健康状况，也会看重管理层，重视人发挥的作用。同时，基金经理对估值的合理性尤为关注，偏好在合理的安全边际下进行价值投资。

## 二、在管产品分析

### 2.1 在管基金产品：复权单位净值走势相似

对刘旭管理的所有基金产品进行分析，发现其管理时间最长的两只基金产品——大成高新技术产业股票（基金代码 000628.OF）和大成优势企业混合 A（基金代码 008271.OF）复权单位净值走势呈现出类似特征，其余 5 只产品因成立时间在 2020 年之后，复权单位净值整体走势与前两只略有相似。在 2015 年至 2019 年间，复权单位净值呈现上升趋势，2020 年至 2021 年大幅上涨，2022 年复权单位净值有所回落和震荡，2022 年之后恢复了上升趋势，但期间也有一定回撤发生。总体来看，刘旭管理的基金产品复权单位净值走势基本类似。

图表 1：刘旭在管基金产品复权单位净值走势图



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29；

### 2.2 相对基金公司表现：优中选优

基金经理的投资业绩离不开基金公司投研团队的支持，本研究使用基

基金公司旗下所有基金产品的股票持仓数据编制基金公司权益指数，用以衡量基金公司的投研能力。将大成基金的基金公司权益指数与中证 800 指数相比得到大成基金相对中证 800 相对强弱线，将刘旭管理时间最早的基金——大成高新技术产业股票(000628.OF)和大成优势企业混合 A(008271.OF)的复权单位净值与大成基金权益指数<sup>1</sup>相比得到基金产品相对基金公司权益指数的相对强弱线，其结果如下：

**图表 2：大成高新技术产业股票与大成优势企业混合 A 相对基金公司权益指数相对强弱线及大成基金权益指数相对中证 800 相对强弱线**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29；

由图可知，大成基金权益指数相对中证 800 的相对强弱线呈现稳定增长的趋势，从长期看，大成基金研究团队从市场中择取优秀股票构建基金公司股票池。图中大成高新技术产业股票的相对强弱线呈现波动上升趋势，2020 年之后斜率有所提高。大成优势企业混合 A 成立于 2019 年年末，成立后其相对强弱线与大成高新技术产业股票的相对强弱线走势趋同，上涨斜率相似，均高于基金公司相对中证 800 相对强弱线的斜率。该结果表明从长期看基金经理股票池优于大成基金公司股票池，基金经理优中选优，强中择强，选股能力优于基金公司整体水平，且在 2020 年之后有所提升。

<sup>1</sup> 复权单位净值与基金公司基金权益指数已做标准化处理，期初均为 1。

根据上述分析，大成高新技术产业股票规模较大（已超百亿）、管理时间较长（超过9年）且重仓股票与基金经理刘旭管理的其他基金产品相似度较高，因此在分析业绩表现时，我们选取该基金作为刘旭的代表基金进行具体分析。

### 三、代表基金产品分析

#### 3.1 代表基金表现：超额收益率持续增长，业绩未受规模影响

大成高新技术产业股票（000628）的业绩一直较为稳健，该基金任期回报率高达299.63%，同期业绩比较基准收益率为-13.41%，超额收益率为313.04%，最大回撤率为30.76%，小于同期沪深300的最大回撤（45.60%）。下图是该基金不同期限的收益及回撤表现概览。

表 2：大成高新技术产业股票收益及回撤表现概览（单位：%）

收益/回撤表现	近6个月	近一年	近三年	任职以来
大成高新技术产业股票 收益率	3.18	21.67	29.76	299.63
业绩比较基准收益率	9.95	8.43	-15.95	-13.41
大成高新技术产业股票 超额收益率	-6.77	13.24	45.72	313.04
最大回撤率	8.45	8.45	25.52	30.76
沪深300最大回撤	12.62	14.41	37.86	45.60

数据来源：中证报基金研究、iFind；数据截至2024/11/29；

根据基金合同，大成高新技术产业股票（000628.OF）的业绩比较基准为中证700指数收益率×80%+恒生指数收益率×10%+中证综合债指数收益率×10%。为了更直观的展示基金的业绩表现和基金经理的管理规模，我们将基金经理刘旭代表产品的规模、管理总规模、沪深300指数收益率及代表产品的超额收益率作图展示。

**图表 3：大成高新技术产业股票超额收益率、沪深 300 收益率与基金经理管理规模走势图**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29，左轴为收益率，右轴为规模（单位亿元）

数据显示，大成高新技术产业股票自刘旭任职以来长期跑赢业绩基准，超额收益率持续增长。基金经理自 2015 年下半年熊市入场，基金规模此时不足三亿，从 2015 年 7 月至 2020 年上半年，基金规模一直较小，同期沪深 300 收益率有起有伏，但超额收益率一直呈现平稳增长的趋势。基金经理的管理规模自 2020 年下半年开始有明显增长，有大成高新技术产业股票规模增长原因，也有开始管理其他基金的原因。2020 年下半年至 2021 年末，对比沪深 300 指数收益率，大成高新技术产业股票的超额收益率涨幅明显，规模也明显扩大，2021 年末管理总规模在 60 亿左右，其中大成高新技术产业股票约占一半。

后续市场进入下跌区间，2022 年至 2024 年上半年，沪深 300 收益率整体下行，大成高新技术产业股票的超额收益率在 2022 年上半年和 2023 年底有所波动，但回撤控制在较小幅度，超额收益率整体仍然是上升态势。与此同时，在市场下行环境下，基金规模及基金经理管理总规模却逐年增长，截至 2024 年三季度，大成高新技术产业股票的基金规模接近 150 亿元，基金经理的管理公募总规模超过 200 亿元。这表明基金经理在管理规模不断扩大的同时，依然保持业绩的持续增长，其业绩尚未受到规模影响。

对于刘旭的代表作大成高新技术产业股票，值得注意的一点是该基金合同中对高新技术产业有界定，但现有的某些持仓超过了既有行业范围。该基金成立于 2015 年 2 月 3 日，徐彦是该基金首任基金经理，刘旭任职时间是 2015 年 7 月 29 日，从产品设计角度分析，该基金可能并不是为刘旭定制，因此刘旭的能力圈可能与合同界定投资范围并不完全一致。从规模看，该基金规模增速较快，可见市场认可度较高，但大部分投资者可能忽略了基金经理能力圈与投资范围不一致的风险。近期该基金发起持有人大会，拟修正该基金的基金名称和投资范围，使之更加契合刘旭的风格和能力。

### 3.2 对比基金池：风格或持仓具有相似性

为了更加清楚的刻画基金经理刘旭的风格和特点，本研究根据投资风格、基金类型、存续年限、持仓特点等方面选取了具有代表性的 6 只基金作为对比基金池样本，其中徐彦、姜诚、曹名长、林英睿、杨鑫鑫是自述认可价值投资理念的基金经理，周寒颖的持仓与刘旭有一定相似。

**表 3：对比基金池样本概况**

基金代码	基金简称	金牛奖分类	成立日期	基金经理	基金规模 (单位：亿)
090013.OF	大成竞争优势A	标准股票型	2014-04-22	徐彦	32.84
006567.OF	中泰星元价值优选A	积极灵活型	2018-12-05	姜诚	71.28
166005.OF	中欧价值发现A	标准股票型	2009-07-24	曹名长	29.27
005233.OF	广发睿毅领先A	积极配置型	2017-12-14	林英睿	28.33
000893.OF	工银创新动力股票	标准股票型	2014-12-11	杨鑫鑫	57.79
000418.OF	景顺长城成长之星股票A	标准股票型	2013-12-13	周寒颖	29.18

数据来源：中证报基金研究、iFind；数据截至 2024/11/29；

### 3.3 与对比基金相比业绩情况：攻守兼备

对比大成高新技术产业股票及对比基金的复权单位净值，本研究发现，刘旭的风格相较其他基金经理有较强的进攻性。由于对比基金池中多为价值投资理念基金经理，大部分基金的复权单位净值走势较为平缓，波动性较小，但大成高新技术产业股票的复权单位净值在 2019 年至 2021 年明显涨幅较大，与对比基金池基金相比涨幅仅次于林英睿的广发睿毅领先 A，高

于其他所有对比基金。经历了 2022 年的回撤，2023 年大成高新技术产业股票再次恢复上升态势，而对比基金虽然大部分也有一定涨幅，但从上涨幅度看弱于大成高新技术产业股票。

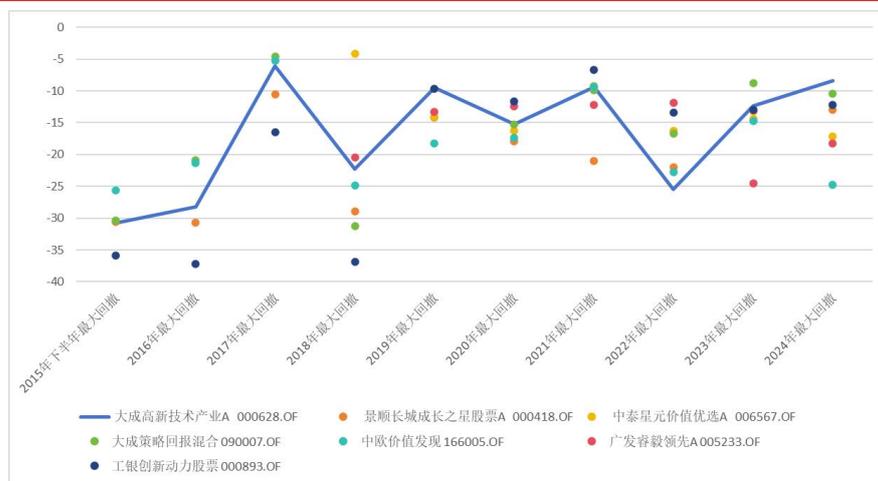
**图表 4：大成高新技术产业股票与对比基金池基金复权单位净值走势对比**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29；

如果以最大回撤作为基金经理防守性的衡量指标，从下图可以得知，基金经理具有较强的防守性。与对比基金相比，大成高新技术产业股票的最大回撤在 2015 年下半年以来相对控制较好，仅在 2022 年位于垫底位置，但基金经理经过调整后迅速找回状态，2023 和 2024 年最大回撤均处于较低水平。

**图表 5：大成高新技术产业股票与对比基金池基金最大回撤对比<sup>2</sup>（单位：%）**



<sup>2</sup> 其中 2024 年最大回撤指 2024-01-01 至 2024-11-29 区间内最大回撤。

数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29；

### 3.4 任一时间内买入持有不同期限情况：持有时间越长，正收益概率越大

现实情况中，很少有投资者能够将一只基金从成立持有至今。因此，本研究计算了任一时间买入持有不同期限的年化收益率，代表不同情况下投资者的收益情况。我们统计了刘旭管理大成高新技术产业股票以来，任一时点买入该基金或对比基金池任意基金，持有 6 个月/1 年/2 年/3 年的收益情况，得到结果如下：

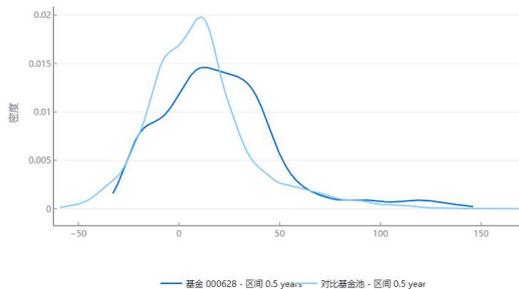
**表 4：大成高新技术产业股票及对比基金池基金任一时间买入持有不同期限年化收益率概览（单位：%）**

年化收益率 单位（%）	6个月		1年		2年		3年	
	000628	对比基金池	000628	对比基金池	000628	对比基金池	000628	对比基金池
最小值	-32.88	-59.09	-19.62	-37.82	-7.53	-28.12	0.38	-28.87
最大值	146.03	170.53	82.51	100.87	53.99	77.62	44.75	52.09
平均值	20.53	10.47	19.04	10.18	18.51	10.49	18.48	10.35
标准差	30.33	26.51	19.91	21.47	14.29	17.19	9.16	13.54
中位数	17.60	8.06	16.35	6.93	12.61	7.07	18.84	7.15
25%分位点	0.70	-6.57	5.07	-2.49	7.99	0.09	11.89	2.30
75%分位点	35.80	21.60	29.39	18.53	31.41	16.87	24.55	18.33

数据来源：中证报基金研究、聚源数据库；数据区间：2015/07-2024/11；

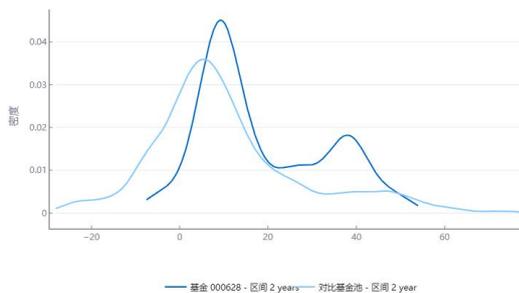
根据计算结果，无论何时买入大成高新技术产业股票，持有 6 个月/1 年/2 年/3 年化收益率的平均数和中位数均高于对比基金池基金，在不利市场环境（最小值和 25%分位点）下，大成高新技术产业股票也有更优的收益表现。值得一提的是持有 3 年期的情况，持有 3 年的大成高新技术产业股票年化收益率的最小值为 0.38%，这意味着投资者在基金经理刘旭任职的九年多的时间中，任一时点买入该基金持有三年，都会获得正的收益，相较对比基金池基金最小值-28.87%差距明显。

**图表 6：大成高新技术产业股票及对比基金池基金任一时点买入持有半年年化收益率分布**



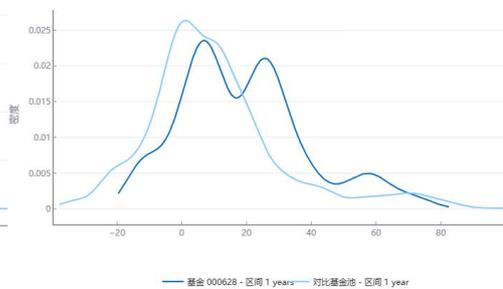
数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

**图表 8：大成高新技术产业股票及对比基金池基金任一时点买入持有 2 年年化收益率分布**



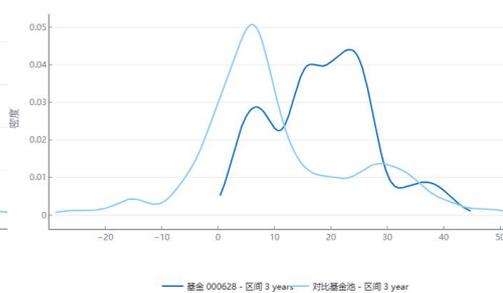
数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

**图表 7：大成高新技术产业股票及对比基金池基金任一时点买入持有 1 年年化收益率分布**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

**图表 9：大成高新技术产业股票及对比基金池基金任一时点买入持有 3 年年化收益率分布**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

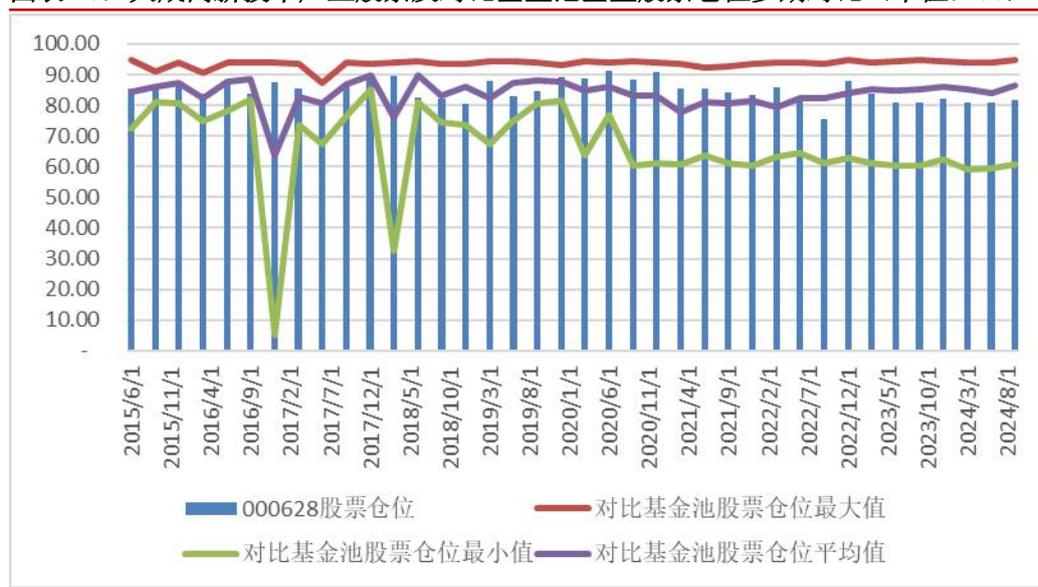
以上分布图展示的是任一时间买入持有不同期限时大成高新技术产业股票与对比基金池中任意基金简单收益率的概率密度图。结果显示，随着持有时间的增加，大成高新技术产业股票的收益率分布展现出明显的右移，表 4 的平均数和中位数也展示了相同的数据特征，即持有时间越长，年化收益率的最小值和 25%分位点数值越大。对比基金池的收益率分布并没有相似的特征，以年化收益率中位数为例，任一时间买入持有 6 个月，对比基金池年化收益率的中位数为 8.06%，但如果持有 1 年，中位数却下降为 6.93%。这表明如果随着持有时间延长，投资大成高新技术产业股票获得正收益的概率更大，投资者体验更优。

## 四、投资特点

### 4.1 股票仓位水平：高仓位不择时

相比于对比基金池中基金，大成高新技术产业股票的股票仓位一直稳定在较高水平，并不进行市场择时。自刘旭任职以来，股票仓位一直保持在80%以上，其多期仓位平均为84.81%，与对比基金池基金的多期仓位平均83.79%近似。在对比基金中，有一只较为明显的产品，徐彦的大成竞争优势混合A，该基金的股票仓位在多个报告期位于对比基金池最小范畴，2021年之后仓位保持在60%左右。根据刘旭的访谈得知，刘旭师从徐彦，但他的仓位却明显高于徐彦，如果细观持仓，刘旭的重仓股与徐彦也并不相同，可见刘旭对于投资有自己的理解，也勇于用仓位进行表达。

图表 10：大成高新技术产业股票及对比基金池基金股票仓位多期对比（单位：%）



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07/29-2024/11/29；

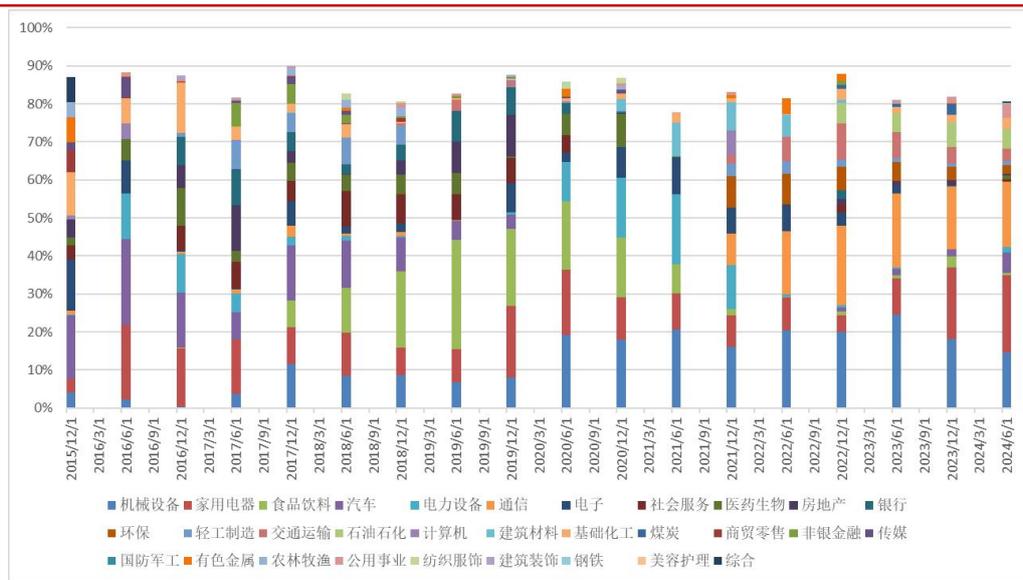
### 4.2 行业配置情况：较为集中，能力圈有所扩大

我们使用申万一级行业分类对大成高新技术产业股票的行业配置情况进行详细分析（选用年报和半年报中披露的所有持仓股票数据）。大成高新技术产业股票配置比例较高的行业为机械设备（历史平均 12.48%）、家用电器（历史平均 12.04%）、食品饮料（历史平均 7.59%）、汽车（历史平均 6.42%），2021 年之后通明显提高了通信行业配置比例，2022 年至今

持仓占比均值为 18.12%。

如图表 11 所示，大成高新技术产业股票的行业配置较为集中，自始至终制造业和家电的占比始终较大，也会涉足不同领域，食品饮料行业在 2018 至 2020 年持仓较多，2021 年之后降低了仓位，2022 年刘旭提高了在通信行业的持仓。

图表 11：大成高新技术产业股票多期行业配置比例（单位：%）<sup>3</sup>



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/12-2024/06；

从行业配置比例的变化来看，刘旭对自己熟悉的行业节奏把握较好，食品饮料行业是刘旭一直跟踪的行业，该行业在 2018 至 2020 年有较大涨幅，此时也是刘旭对该行业股票仓位较高的时期。2021 年食品饮料行业到达顶点后一路向下，刘旭也在 2021 年进行减仓，避开行业的下行区间。

此外，制造业可以算是刘旭最为熟悉的行业，机械设备行业是他任职以来平均持仓比例最高的行业，但是刘旭并不是一直坚守在相同的领域，2022 年他重仓了通信行业的龙头中国移动，后续又买入了中国联通，这些高股息股票在后续下跌市场中提供了较为可观的收益，可见随着投资年限的增加，刘旭的能力圈在不断扩大。

<sup>3</sup> 为了统计有效持仓数量，本研究去掉了占比在 0.01% 以下的股票。

图表 12：通信行业和食品饮料行业收盘价走势（单位：%）

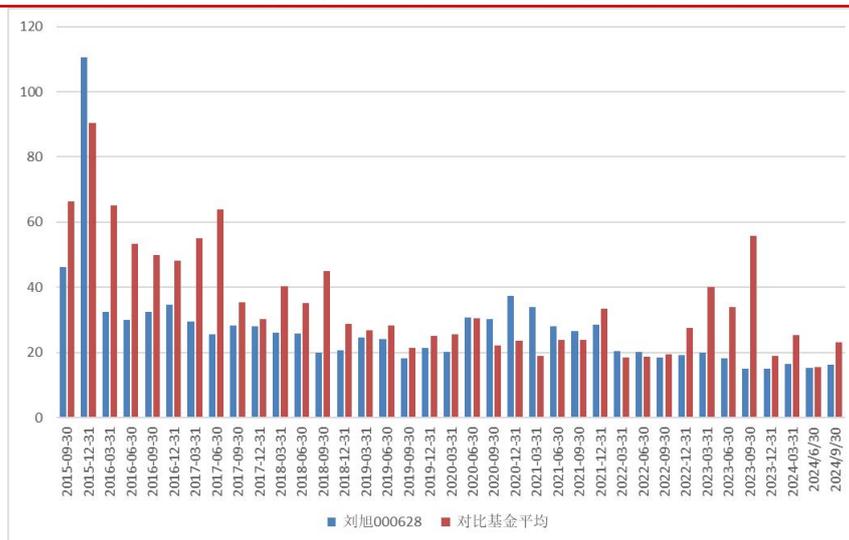


数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/12-2024/11；

### 4.3 估值水平：注重估值合理性

为了研究基金经理的选股特点，我们对大成高新技术产业股票及对比基金池的重仓股（前十大，下同）估值水平展开分析。我们选取市盈率<sup>4</sup>作为估值水平的参考指标，将 2015 年 7 月以来每季度两个股票池的重仓股市盈率<sup>5</sup>均值进行对比。

图表 13：大成高新技术产业股票及对比基金池基金重仓股各期市盈率对比



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/09-2024/09；

<sup>4</sup> 此处市盈率的分子使用的是最近 12 个月（4 个季度）的每股盈利，下同。

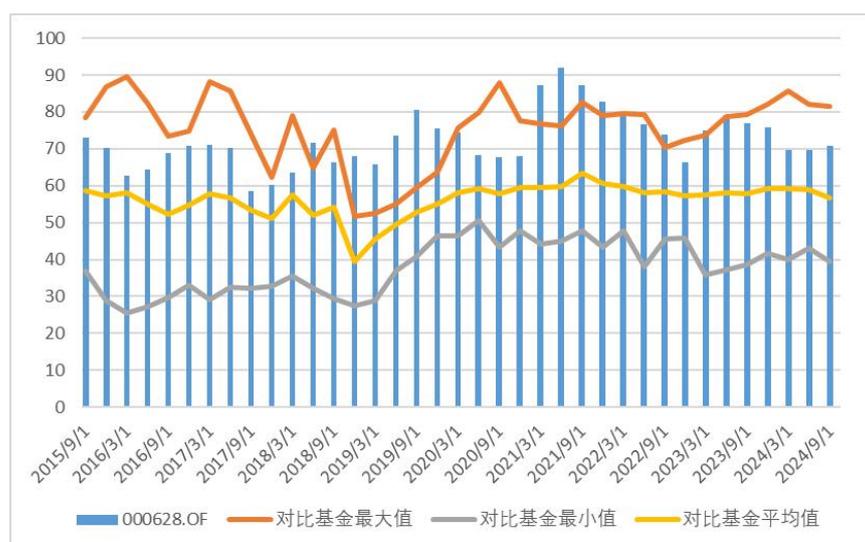
<sup>5</sup> 此处市盈率（PE）仅使用大于 0 的数据，小于 0 的市盈率不参与计算。

我们发现大成高新技术产业股票和对比基金池基金估值均不高且整体有下降趋势，这可能与多位基金经理均秉承价值投资理念，对安全边际较为看重所致。从趋势看，刘旭的重仓股估值呈现下降趋势，但在 2020 和 2021 年有所提升，而此时对比基金池重仓股的市盈率维持在 20 左右。从持仓角度分析，较高的市盈率由部分消费行业股票所致，从结果看，2022 年至 2021 年也是大成高新技术产业股票涨幅较为显著的区间。由此可见，在刘旭的投资中，低估值并不是绝对标准，合理的估值才是他的原则，这也与他投资理念中对估值合理性较为关注相符。

#### 4.4 股票集中度：重仓股（前十大）集中度高

由于大成高新技术产业股票的行业配置较为集中，我们进一步从前十大重仓股集中度角度对其分析。由下图可知，大成高新技术产业股票自刘旭任职以来，前十大重仓股票占股票市值的比例一直保持在较高水平且呈现上升趋势，历史平均值为 72.30%，在 2019 年之后多个报告期超过对比基金池的最大值。刘旭的大成高新技术产业股票并没有像中欧价值发现 A（曹名长）和工银创新动力股票（杨鑫鑫）一样，通过分散投资控制波动，而是“集中火力”，重仓买入看好个股以保持组合的进攻性。

图表 14：大成高新技术产业股票及对比基金池基金前十大重仓股票占比多期对比（单位：%）



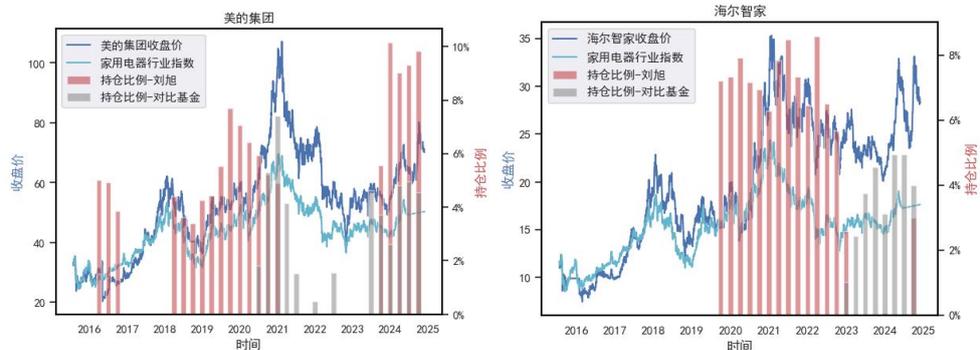
数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/09-2024/09；

#### 4.5 个股分析：投资操作与投资理念相契合

为了更好的分析基金经理的投资风格，我们选取基金经理持仓期数较多的家用电器及机械设备行业个股进行具体分析。

美的集团和海尔智家是刘旭任大成高新技术产业股票基金经理以来，持仓期数最多（18 期与 13 期）的两只家用电器行业重仓股，我们对这两只股票的收盘价、家用电器行业指数收盘价、大成高新技术产业股票持仓比例（个股占净值比例），对比基金池中某基金持仓比例作图比较，结果如下：

**图表 15：大成高新技术产业股票及对比基金池基金家用电器行业个股收盘价、行业指数收盘价及持仓比例对比图**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

基金经理所选的家用电器行业重仓股——美的集团与海尔智家，在 2020 年之前，个股的走势与行业指数较为类似，但在 2020 年之后走势明显拉开差距，在上涨区间涨幅高于行业指数，在下跌区间美的集团价格跌落至 2018 年下半年低位 40 左右，海尔智家震荡下跌至前期最高价的二分之一左右。

对美的集团的持仓时间和比例进行具体分析，发现基金经理在 2016 年就曾重仓持有美的集团，持仓时间横跨整个任期，持仓比例从 2018 年一季度的 4.40% 逐渐加仓到 2019 年三季度仓位的 7.70%，之后仓位随着股价的上涨有所下调，在股价顶点的 2020 年末清仓，直到 2023 年三季度再次买入，至 2024 年三季度持仓比例为 9.82%。反观对比基金的操作，在 2020 年中报时仓位不足 2%，2020 年底时仓位已经近 7.5%，之后仓位随着股价回

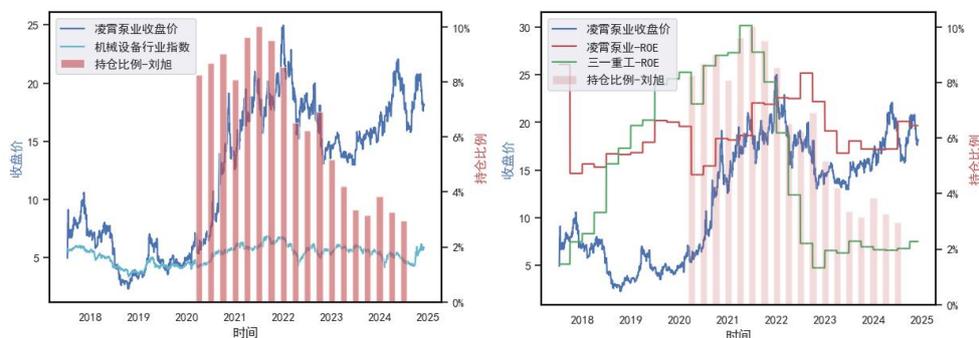
落大幅下降，2021年中报时已不足2%，在2023年对比基金才再次重仓，持有比例维持在5%左右。

观察海尔智家的持仓时间和比例，发现在2019年三季度股价尚未发生大幅上涨时，基金经理就开始重仓持有海尔智家，持仓比例一直维持在较高水平，直到2022年四季度仓位有所下降，2023年持仓比例已经在0.1%以下，持仓期间经历了股价大幅上涨的整个时期和大幅回落的部分时期。对比基金在2022年底开始有1%左右持仓，之后仓位逐渐增长到5%左右。

通过分析美的集团与海尔智家的持仓情况，我们发现基金经理的投资有善于自下而上挖掘优质个股、敢于重仓的特点。在其持有期间，基金经理所选个股涨幅显著，明显超过行业指数，且较对比基金而言，基金经理的初次买入时间早、持仓时间久、持仓比例高。在股价尚未发生大幅变化前已经重仓持有，两只股票均经历了完整的上涨区间，为基金带来较好的收益。美的集团与海尔智家的案例说明刘旭的投资操作与其自下而上精选个股的投资理念相符。

进一步对基金经理历史持仓期数较多（17期）的制造业个股——凌霄泵业进行分析，我们对凌霄泵业的收盘价、净资产收益率（ROE）、机械制造行业指数收盘价、大成高新技术产业股票持仓比例（个股占净值比例）作图分析如下：

**图表 16：大成高新技术产业股票机械设备行业个股收盘价、ROE、行业指数收盘价及持仓比例图**



数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

与美的集团、海尔智家等家用电器行业的龙头股票不同，凌霄泵业的

市值在机械制造行业不算大，因此其价格走势与行业指数走势较为不同。相对行业指数而言，该股票的震荡幅度更大。如果我们把净资产收益率（ROE）作为公司盈利能力的参考指标，通过对比行业内不同企业的 ROE 走势，或许能揭示基金经理的选股偏好。与大市值的机械制造业股票——三一重工相比，凌霄泵业的 ROE 一直在较高水平，基本处于 15 以上，而三一重工的 ROE 则有过大起大落。基金经理于 2020 年初开始持仓凌霄泵业并不断加仓，经过两年的大幅上涨，2021 年底股价达到最高点。2022 年之后，该公司的股价出现一定回落，但 ROE 仍然处于较高水平，基金经理维持持仓数量不变，持仓比例由于规模扩张有所下降，但该股票仍然属于前十大重仓股之列。在 2023 年下半年股价开始回升时，基金经理仍继续持有该股票，再一次获得了股价上升的收益。

凌霄泵业的案例也从一定程度反映了基金经理价值投资的理念和“看得准、拿得住”的操作特点。基金经理所选个股长期盈利能力稳定，凌霄泵业从 2020 年开始持仓，截止到 2024 年 6 月持有时间已经超过四年，在 2022 年股价回落期间并未选择卖出，而是选择继续持有，基金经理获得的是企业价值增长带来的股价增长，凌霄泵业的案例说明刘旭的实际操作与其价值投资、长期主义的投资理念相符合。

#### 4.6 换手率情况：偏向长期投资

将大成高新技术产业股票的年度换手率与对比基金池基金进行对比，发现除基金经理刚开始任职时期前两年，大成高新技术产业股票的整体换手率始终低于对比基金池。且大成高新技术产业股票的换手率出现明显下降趋势，从 2015 年下半年的 300.51% 一路降至 2024 年上半年的 57.60%。这表明随着基金经理管理经验的增加，其投资稳定性有所提高，对看好的股票长期持有，投资风格越来越偏向长期投资。

**图表 17：大成高新技术产业股票及对比基金池基金年度换手率对比（单位：%）**


数据来源：中证报基金研究、iFind；数据区间 2015/07-2024/11；

## 五、总结建议与风险分析

综合上述分析，刘旭是一位长期业绩较优的基金经理，其在管基金产品净值波动幅度相仿，重仓股类似。以其代表作大成高新技术产业股票为例分析，该基金超额收益率持续增长。与对比基金相比，大成高新技术产业股票具有攻守兼备的特点。从投资特点分析，基金经理保持高仓位，对于重仓个股敢于表达，在选股时注重企业质量和估值合理性，买入后长期持有换手率低，基金经理的投资操作与其投资理念较为契合。

结合刘旭的投资理念及投资特点，投资者同样需要关注三个方面风险。第一，能力圈拓展失败风险。刘旭的投资虽然偏向长期持有，但他的持仓并不是局限于固定几类行业，而是会逐渐扩大自己的研究范围，多行业选股。在覆盖新行业时，基金经理可能难以达到较高胜率。

第二，流动性风险。刘旭的基金产品非常受机构青睐，截止到 2024 年 6 月，大成高新技术产业股票的 A 份额机构持有比例为 49.37%，C 份额机构持有比例为 74.04%。过高的机构持有比例意味着如果机构批量赎回，基金可能面临较高流动性风险。

第三，“拿不住”的风险。从上述分析可以看出，对于投资者而言，

任一时间买入大成高新技术产业股票，持有时间越长，获得更高收益的概率更大，持有体验也越好。根据对历史数据分析，持有大成高新技术产业股票三年以上，收益率的最小值为正。但是持有时间较长意味着投资者需要忍受更多的波动，持有一只开放式基金三年期以上，需要投资者对基金经理有一定的了解和足够的信心，投资者不妨将该类基金产品作为投资组合的底仓，给与更多耐心，以期实现长期投资目标。

## 风险提示与免责声明

本报告仅对基金经理投资风格和特点进行画像。原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。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。