

南方产业智选股票型证券投资基金

2025 年第 2 季度报告

2025 年 06 月 30 日

基金管理人：南方基金管理股份有限公司

基金托管人：中国建设银行股份有限公司

送出日期：2025 年 7 月 21 日

§ 1 重要提示

基金管理人的董事会及董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

基金托管人中国建设银行股份有限公司根据本基金合同规定，于 2025 年 7 月 17 日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。

基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书。

本报告中财务资料未经审计。

本报告期自 2025 年 4 月 1 日起至 6 月 30 日止。

§ 2 基金产品概况

基金简称	南方产业智选股票
基金主代码	003956
交易代码	003956
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2021 年 12 月 28 日
报告期末基金份额总额	1,190,663,041.58 份
投资目标	在严格控制组合风险并保持良好流动性的前提下，通过专业化研究分析，力争实现基金资产的长期稳定增值。
投资策略	本基金通过定性与定量相结合的方法分析宏观经济和证券市场发展趋势，对证券市场当期的系统性风险以及可预见的未来时期内各大类资产的预期风险和预期收益率进行分析评估，并据此制定本基金在股票、债券、现金等资产之间的配置比例、调整原则和调整范围，在保持总体风险水平相对稳定的基础上，力争投资组合的稳定增值。此外，本基金将持续地进行定期与不定期的资产配置风险监控，适时地做出相应的调整。
业绩比较基准	中证 800 指数收益率×65%+中证港股通综合指数（人民币）收益率×20%+中债总指数收益率×15%
风险收益特征	本基金为股票型基金，其长期平均风险和预期收益水平高于混合型基金、债券型基金、货币市场基金。本基金可投资港股通股票，除了需要承担与境内证券投资基金类似的市场波动风险等一般投资风险之外，本基金还面临汇率风险、香港市场风险等境外证券市场投资所面临的特别投资风险。

基金管理人	南方基金管理股份有限公司	
基金托管人	中国建设银行股份有限公司	
下属分级基金的基金简称	南方产业智选股票 A	南方产业智选股票 C
下属分级基金的交易代码	003956	022518
报告期末下属分级基金的份额总额	979,932,565.42 份	210,730,476.16 份

§ 3 主要财务指标和基金净值表现

3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2025 年 4 月 1 日—2025 年 6 月 30 日）	
	南方产业智选股票 A	南方产业智选股票 C
1.本期已实现收益	-19,907,806.93	-699,785.71
2.本期利润	-5,996,225.77	-2,953,395.06
3.加权平均基金份额本期利润	-0.0056	-0.0145
4.期末基金资产净值	1,881,478,622.98	403,659,011.80
5.期末基金份额净值	1.9200	1.9155

注：1、基金业绩指标不包括持有人认（申）购或交易基金的各项费用，计入费用后实际收益水平要低于所列数字；

2、本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入（不含公允价值变动收益）扣除相关费用和信用减值损失后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益。

3、本基金从 2024 年 11 月 5 日起新增 C 类份额，C 类份额自 2024 年 11 月 6 日起存续。

3.2 基金净值表现

3.2.1 本报告期基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

南方产业智选股票 A

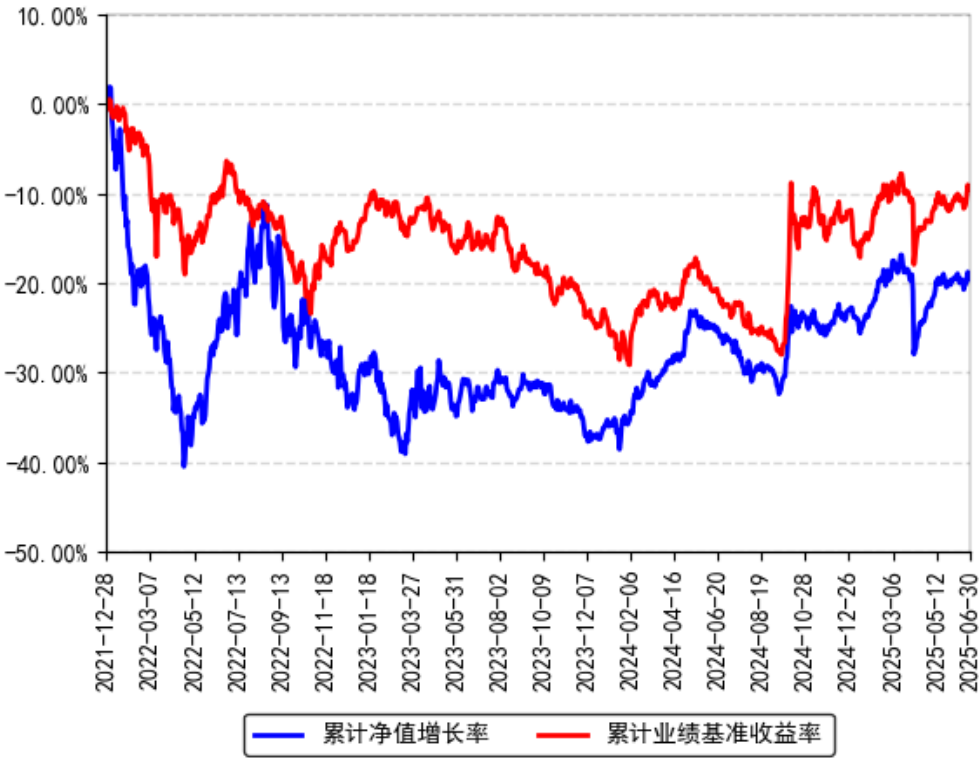
阶段	净值增长率 ①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①-③	②-④
过去三个月	0.05%	1.34%	1.60%	1.15%	-1.55%	0.19%
过去六个月	4.09%	1.09%	3.97%	1.02%	0.12%	0.07%
过去一年	9.35%	1.02%	16.84%	1.17%	-7.49%	-0.15%
过去三年	5.60%	1.34%	-2.75%	0.94%	8.35%	0.40%
自基金合同 生效起至今	-19.65%	1.45%	-9.50%	0.99%	-10.15 %	0.46%

南方产业智选股票 C

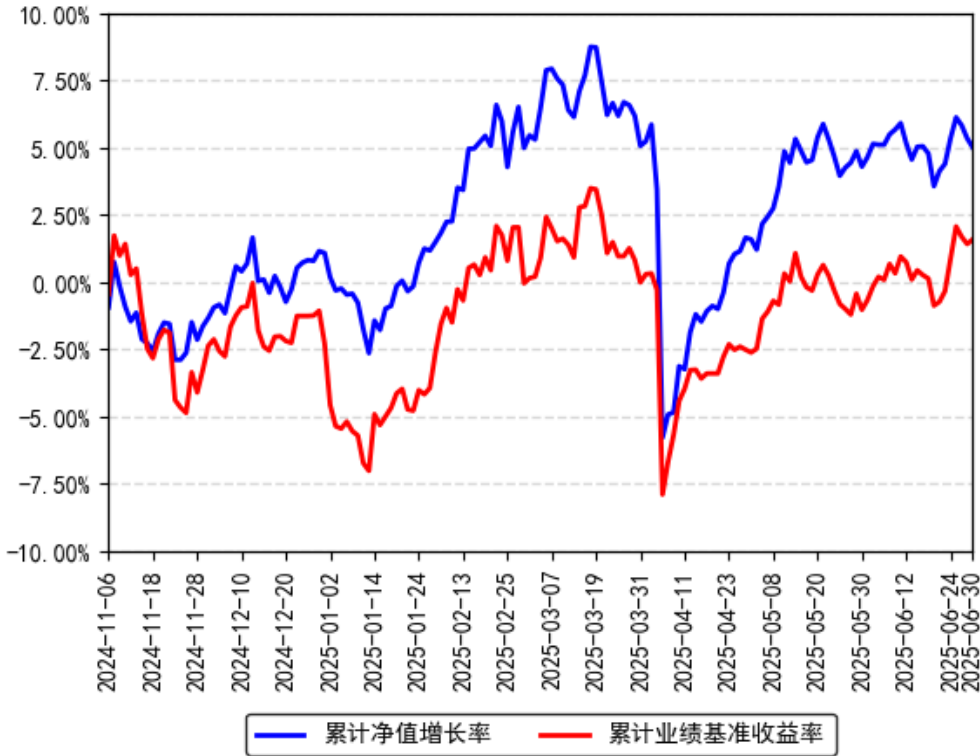
阶段	净值增长率 ①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①-③	②-④
过去三个月	-0.05%	1.34%	1.60%	1.15%	-1.65%	0.19%
过去六个月	3.89%	1.09%	3.97%	1.02%	-0.08%	0.07%
自基金合同 生效起至今	5.02%	1.00%	1.59%	1.00%	3.43%	0.00%

3.2.2 自基金转型以来基金份额累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较

南方产业智选股票A累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



南方产业智选股票C累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



注 1、本基金是根据原南方现代教育股票型证券投资基金(以下简称“南方现代教育股票基金”)基金份额持有人大会表决通过的《关于南方现代教育股票型证券投资基金转型有关事项的议案》，并经中国证监会证监许可[2021]3250 号《关于准予南方现代教育股票型证券投资基金变更注册的批复》注册，由南方现代教育股票基金转型而来。本基金转型日期为 2021 年 12 月 28 日,本基金合同于 2021 年 12 月 28 日生效。

2、本基金从 2024 年 11 月 5 日起新增 C 类份额，C 类份额自 2024 年 11 月 6 日起存续。

§ 4 管理人报告

4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
恽雷	本基金基金经理	2023 年 4 月 14 日	-	10 年	香港中文大学化学博士，具有基金从业资格。2015 年 5 月加入南方基金，历任国际业务部助理研究员、研究员，现任国际业务部部门负责人；2017 年 12 月 30 日至 2018 年 8 月 7 日，任投资经理助理；2018 年 8 月 7 日至 2021 年 11 月 19 日，

					任投资经理；2021 年 11 月 19 日至 2024 年 9 月 13 日，任南方瑞合基金经理；2023 年 4 月 14 日至今，任南方产业智选股票基金经理；2024 年 11 月 8 日至今，兼任投资经理；2024 年 11 月 29 日至今，任南方全球精选配置股票（QDII-FOF）、南方沪港深核心优势混合基金经理。
--	--	--	--	--	--

注：1、本基金首任基金经理的任职日期为本基金合同生效日，后任基金经理的任职日期以及历任基金经理的离任日期为公司相关会议作出决定的公告（生效）日期；

2、证券从业年限计算标准遵从中国证监会《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》中关于证券基金从业人员范围的相关规定。

4.1.1 期末兼任私募资产管理计划投资经理的基金经理同时管理的产品情况

姓名	产品类型	产品数量（只）	资产净值(元)	任职时间
恽雷	公募基金	3	4,160,273,612.99	2021 年 11 月 19 日
	私募资产管理计划	1	74,282,629.60	2025 年 03 月 17 日
	其他组合	1	1,113,104,162.66	2024 年 03 月 20 日
	合计	5	5,347,660,405.25	-

4.2 管理人对报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

本报告期内，本基金管理人严格遵守《中华人民共和国证券投资基金法》等有关法律法规、中国证监会和本基金基金合同的规定，本着诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，在严格控制风险的基础上，为基金份额持有人谋求利益。本报告期内，本基金运作整体合法合规，没有损害基金份额持有人利益。基金的投资范围、投资比例及投资组合符合有关法律法规及基金合同的规定。

4.3 公平交易专项说明

4.3.1 公平交易制度的执行情况

本报告期内，本基金管理人严格执行《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》，完善相应制度及流程，通过系统和人工等各种方式在各业务环节严格控制交易公平执行，公平对待旗下管理的所有基金和投资组合。

4.3.2 异常交易行为的专项说明

本基金于本报告期内不存在异常交易行为。本报告期内基金管理人管理的所有投资组合参与的交易所公开竞价同日反向交易成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5% 的交易次数为 95 次，是由于指数投资组合的投资策略导致。

4.4 报告期内基金投资策略和运作分析

回顾 2025 年第二季度，A 股市场以及港股市场主要指数表现：A 股以及港股市场中主要基准指数多数上涨，其中上证指数上涨 3.26%，沪深 300 指数上涨 1.25%，创业板综指上涨 5.80%，中证 1000 指数上涨 2.08%，科创 50 指数下跌 1.89%，市场呈现出明显的结构化特征，低估值的银行股表现突出，除银行之外的板块表现为成长优于价值，中小盘好于大盘的风格表现，主题轮动活跃。港股市场主要基准指数收益水平跑输全球主要基准指数，二季度恒生指数上涨 4.12%，恒生国企指数上涨 1.90%，恒生科技指数下跌 1.70%。港股市场二季度表现明显弱于一季度，主要源于一季度 Deepseek 等事件对市场上行的催化逐渐消散，而国内经济指标表现和政策预期相对平稳，同时，贸易战引发的不确定性影响了市场预期。

回顾海外市场，第二季度全球主要指数表现：全球股市普遍上涨，美股及新兴市场主要基准指数表现较好，欧洲主要市场基准指数当中德国市场表现较为优异，德国 DAX30 指数上涨 6.08%，富时 100 指数上涨 1.46%，法国 CAC40 指数下跌 2.67%。十年期美债利率横盘震荡，利率水平从 4.2% 微幅上升至 4.3% 左右的水平。标普 500 指数上涨 10.15%，纳斯达克指数上涨 16.68%。MSCI 发达国家指数美元计价上涨 10.33%，MSCI 新兴市场指数美元计价上涨 10.09%，印度 CNX

Nifty 指数美元计价上涨 9.93%，日经 225 指数美元计价上涨 17.82%。从全球市场 4.2 关税战之后的整体表现来看，一季度被广泛讨论的“美股例外论”是否终结依然没有明确的答案。在笔者看来，尽管“例外”二字确实符合宏大叙事，也确实容易抓住眼球，但是作为投资者而言，更应该理性客观地把焦点专注在是什么原因产生了所谓的“例外”，而不是只要有例外就一定会打破。

复盘 2025 年第二季度 A 股和港股市场的行业表现，A 股市场中第二季度表现最好的五个申万一级行业分别是国防军工（+15.01%），银行（+10.85%），通信（+10.69%），传媒（+8.32%），综合（+8.20%）；而表现最差的五个申万一级行业分别是食品饮料（-6.22%），家用电器（-5.32%），钢铁（-4.40%），建筑材料（-3.06%），汽车（-2.24%）；港股市场中二季度表现最好的三个恒生一级行业分别是原材料（+19.75%），医疗保健（+16.68%）以及金融（+13.39%），而表现最差的三个恒生一级行业分别是非必需性消费（-6.76%），能源（+0.15%）以及必需性消费（1.12%）。从行业表现中可以看到传

统内需消费和海外市场敞口较大的行业表现较为落后，而具有景气成长预期的主题型行业、银行业以及以黄金为代表的原材料行业表现较好。

二季度无论是以 A 股为主的南方产业智选基金，还是港股通为主的南方沪港深核心优势表现都差强人意。在和机构客户路演产品的时候，不少客户会有疑问为什么沪港深核心优势业绩会比产业智选要好一些。主要还是与两只基金的投资范围有关系，产业智选是以 A 股为主的基金产品，沪港深核心优势是本人于去年 11 月 29 日接手的一只老基金产品，这是一支以港股通标的为主要投资方向的基金产品。今年上半年两只基金在收益率上的差异，主要来源于港股市场无论从宽基的整体表现还是价值风格的表现，相较 A 股市场收益更为突出。仔细分析两只基金的持仓，依然可以相对清晰的观察到这两只基金产品都采用了专注在各自市场中价值型的投资策略。

坦率地说，二季度上述两只基金产品业绩都低于我们自身预期。因此，我们也更愿意花比较长的篇幅去总结和讨论在这个季度中我们做的比较欠缺的地方，以及在此过程中是如何应对和调整的。二季度，两支基金组合暴露的问题主要集中在两方面。第一个问题是前十大持仓中，某全球公司对组合整体收益造成了约两个百分点左右的拖累。我们并不想把亏损的原因归结在 4.2 关税战后所带来的黑天鹅事件，具备全球化敞口的公司受到了更为明显的冲击。在该公司的基本面研究上面，我们的确花了不少时间，在买入的时候也秉承着一以贯之的自由现金流收益率水平相对较高的定价逻辑。在去年的定期报告中，我们曾分享过选择这一类标的主要原因——高利润率，低周转，低频消费的可选消费公司往往是我们认为更为稳健的生意模型，这类型的公司也是通过时间的累积可以使得品牌逐步具备用户心智。但是，通过过去一年时间对该公司的持仓和跟踪，无论是从印度市场不断受到竞争对手去库存的冲击，还是欧美市场在高通胀的环境下消费承压，以及中国市场消费力不足所带来的潜在影响，让我们越来越清楚的认识到，该公司的经营数据的好坏更多依赖于宏观环境的强弱以及出行行业恢复的景气度，而并非像一些多品牌运营的公司面临宏观环境承压的背景下，依然能够通过自身的精细化运营来降本增效，维持住公司经营业绩的稳定。第二个问题则是，在 4.2 关税战所带来的全球市场的大幅回调，组合中持有较多具备全球敞口的公司，因此回撤幅度超过了价值风格本身回撤的幅度。在今年市场流动性相对充沛，投资者更有信心的环境中，组合相对保守风格也使得净值在回撤之后的修复速度呈现出偏慢的态势。在反思和解决第二个问题的时候，我们把该问题拓展成价值投资者可能所面临的更为广谱的问题——假如身处 19-21 年价值风格同样承压的背景下，作为组合管理人在坚持自身风格的基础上，如何进一步的迭代，即使身处逆境也能表现得更好？为此，我们找到的三篇文章，获得了一定的启发——如何改善价值型组合的风险收益特征，第一篇文章来自于 AQR 的《Is

systematic value investing dead?》，第二篇文章来自于 Visible alpha 的《Finding

value in analyst estimates for systematic value

investors》，第三篇文章来自于华泰证券的《价值策略表现分析与结合动量的优化》。在这里也一并分享给大家，从文章中我们找到了一些提升组合“有效前沿”的方式，尽管可能对于股票型的基金经理来说，很少会用到这个思维方式，但就好像 DCF 一样，重要的不是计算出一个精确的企业内在价值的结果，而是 DCF 本身是一种思考公司内在价值的方式。同样，对于组合的有效前沿，重要的并非是在静态的有效前沿曲线上找到最优解（因为历史的资产收益率，波动率水平以及相关性在新的宏观范式以及市场环境中会发生突变），而是通过组合底层资产的调整以及组合中资产相关性的调整，使得组合整体上的有效前沿能往“左上方”移动。同时，我们也非常欢迎对上述问题感兴趣的投资者朋友们一起相互探讨，共同进步。我们非常感谢给我们团队提出问题以及宝贵建议的投资者，这都是作为初级基金经理来说，值得去反思和改进的地方。

除了对过去一个季度组合的反思和总结之外，我们当前仍然需要“不合时宜”地提醒市场中以新消费和创新药为代表的热门股票存在着估值过高以及资金抱团风险，建议投资者逐步止盈。当然不少投资者也会质疑，这些公司依然处在收入增速逐步加快，第二增长曲线让人期待，并且如果采用通常的 PE（市盈率）或者 PEG 进行估值的时候，似乎看 Forward

PE（前瞻性市盈率）以及 PEG 的水平还能接受。看过我们过去定期报告的投资者朋友们一定会知道，PEG 是一个我们从来都不敢苟同的估值方式，因为 PEG 的中枢并不稳定，并且 PEG 高度依赖于公司永续阶段所产生的内在价值。其次，在公司经营的基本面处于景气高点的时候，用 Forward

PE（前瞻性市盈率）去进行估值会由于线性外推导致人为压低公司的估值水平，产生让自己被动接受高估值的心理学谬误。当公司的经营环境处于景气高点之时，除了公司的利润率水平之外，周转率同样处于较高水平，甚至公司为了应对终端的缺货，充分满足消费者的需求，会增加生产端的排产水平，增加经销商数量以及开店力度，从而进一步提升公司的经营杠杆。利润率和周转率“双击”的时候，也是公司产生利润增速最快的时候，这也是为什么 Forward

PE（前瞻性市盈率）存在一定线性外推的强假设，认为公司的景气度可以不断持续。

读到此处，大家一定会提出“当下我们应该如何衡量这些公司的估值水平？”这样的问题。在此分享一家之言，与读者朋友们共同探讨。在我们看来，真正观察公司是否处于低估值只有两种方式，第一种是 PB（市净率水平），第二种是 FCF

yield（自由现金流收益率），当然 EV/EBITDA 本质是自由现金流收益率的变种形式，只不过有些公司还处于资本开支的投入期。举个例子，投资者们都喜欢 ROE 水平比较好的高

质量公司，追求美好事物也的确顺应人性特征。假设一家公司的 ROE 水平是 40%，如果当下该公司处于 10x

PB（市净率水平），对于你的资本成本来说回报约为 4%，为了满足二级市场的系统回报（二级市场贴现率水平约为 7-8%，金融类等高杠杆的公司则需要更高的贴现率水平），那么该公司必须展现出来一定的增长，才能满足二级市场的平均回报水平。因此，当我们看到不少“新消费”公司的 PB 估值水平处于 20-30x

PB（市净率水平），不妨冷静下来理性想一想，如果还要持续买入的话，需要公司当前的利润增长多少倍才能满足二级市场的系统平均回报水平。同时，若要达到该利润水平，需要公司满足怎样的经营假设，而这种经营假设达成是否又是小概率事件？同样反向思考，如果以 0.2 或者 0.3x

PB 水平去买入一个 ROE 只有 8-10% 的资产，尽管从资产本身的 ROE 水平不够迷人，但胜在买的便宜，这依然是一笔回报有吸引力的投资。

我们仍然想提醒各位投资者，市场中只有新的故事，而没有新的事情。二季度，一位卖方分析师在路演的时候给本人展示过一张图，即港股市场的做空比例在趋势性减少，因此认为港股市场开启了新的时代。不可否认，自 2014 年港股通开埠以来，南下资金持续不断地流入港股市场，尤其是过去的两三年时间使得港股市场的定价效率在提升，生态环境在发生系统性的变化。但市场中做空比例在趋势性的减少，除了和市场整体情绪回暖有关之外，在本人看来也和最近一年新登录市场的公司在资本市场的“IPO 技巧”有关，只发行 5% 左右的流通股股份，因此市场中流通股有限，想要借券做空的成本极高。因此，这些公司的股票从本质来说像 A 股的“微盘股”，和市场的流动性水平密切相关，而市场中的流动性短期往往更容易被景气度高的公司所吸引。

当下这些以店铺数为主要增长手段的新消费公司，让本人回想起了 19 年上市的一家以“服务著称，供应链强大”为核心竞争力，并且号称学不会的某公司（备注：后来的公司也都学会了，资本市场往往故事性很重要，以至于达摩达兰要写一本书《故事与估值》）。当时上市的时候，这家公司也是发行了极少数量的流通股，投资者同样也是对该公司趋之若鹜，估值一度非常昂贵。但当同店翻台率开始下滑，同时市场流动性开始减少之后，公司的股价从高点回落了 80-90%。当时，市场上研究这家公司的范式基本上和如今看新消费公司的研究范式类似，公司的空间市值等于单店 DCF（单店铺自由现金流贴现）乘以店铺数。因此，大家研究的焦点主要集中在这家公司在全国到底能开 1800 家门店，2500 家门店还是 3000 家门店，甚至不少研究做得细致的卖方研究员，把大众点评网上的门店数据以及排队等候时间用爬虫技术分析了一遍，把全国的一二线以及核心三四线的商业地产都研究了一遍来论证公司仍然有不少的门店可以拓展。除了店铺数之外，大家似乎对社交型餐饮生意的本质并没

有给予足够的重视，（1）门店开多了，开密了，是否对翻台率，对同店数据会造成影响？

（2）具备社交属性的餐饮本质还是一种流行文化，当流行趋势过去之后，热闹是否还能持续？当时，本人刚开始管理实盘组合，“欺骗”自己的心里暗示是，（1）他以服务著称并且是中式餐饮里最为标准化的火锅形式，是食客在没有选择的时候不会出错的选择，尽管门店数增加之后，会对同店的翻台率有影响，但公司应该是有韧性的；（2）该公司供应链能力强大，依托强大的供应链一定能拓展出第二增长曲线。这是本人在投资过程中一个真实的失败案例，可能对投资来说回归常识，才能让自己保持一份理性和清醒。分享这个案例，想说明资本市场从来都有新的故事，但较少有新的事情。上面案例中的公司依然是本人很喜欢的一家公司，每隔一段时间也会去尝尝新的口味，确实每次和朋友聚餐的时候是不出错的选择。但是，人性大体还是吃着碗里的，想着锅里的，有新的餐厅也总想去试试。写到这里的时候，笔者似乎明白了为什么往往餐饮企业的回本周期如此快，可能短则 6 个月到长则 2 年就已经回本，并不是这门生意有多好，而是对未来“过气”之后，随着同店收入，翻台率，复购率的下滑，回报率水平出现断崖式下跌的一种补偿吧。投资或者人生亦如此，光彩绚烂之后终将回归于平淡。

聊完了新消费，让我们再来把目光转向创新药。在笔者看来，依旧是新一轮周期故事，而非资本市场上新的事情。笔者对于市场上所形成的共识逻辑表示认同。国内药品集采制度的优化以及创新药企业 license

out 的金额屡创新高，确实使得创新药企业在经历了三四年的低谷期之后迎来了行业上的边际改善。但是，我们认为除了中国创新药企业自身努力之外，也与当前行业所处的发展环境息息相关——即全球医药跨国企业以及创新药企业研发进程中遇到了基础科学的瓶颈。回顾以 PD-1 为代表的肿瘤免疫疗法的发展历程，也许能让我们更加客观理性的评估本轮创新药行业的投资机会。2002 年，耶鲁大学的教授陈列平在 Nature

Medicine 上发表文章《Tumor-associated B7-H1 promotes T-cell apoptosis: a potential mechanism

of immune evasion》指出，不少肿瘤细胞通过表达 PD-L1 来实现免疫逃逸，这一理论为后续 PD-1/PD-L1 抗肿瘤药物的研发提供了关键的理论依据，让人们清晰地认识到阻断 PD-1/PD-L1 细胞信号通路在肿瘤治疗中的潜在价值，从而开启了继跨膜受体蛋白 CTLA-4 抑制 T 细胞实现免疫逃逸机制被发现之后肿瘤免疫疗法领域的新篇章。从此，全球科研人员围绕 PD-1

展开了大量深入研究。2014 年是 PD-1 研究历程中的一个重要里程碑，全球第一个由百时美施贵宝公司研制的 PD-1 抗癌药物纳武利尤单抗（Opdivo，简称

O 药）在日本获批上市，并于次年在美国上市。同年，默沙东公司的帕博利珠单抗（Keytruda，简称 K 药）也在美国获批上市。这两款药物的成功上市标志着

PD-1 抑制剂正式从实验室走向临床，为癌症的广谱治疗方法带来了新的希望，也掀起了全球范围内 PD-1/PD-L1 抑制剂研发的热潮。因此，当基础科学在新的领域中有突破性进展之后，新的重磅药物上市获批使得全球的跨国药企以及创新药企业找到了新的方向。2015 年之后，肿瘤免疫治疗以及相关领域投入了大量的研发费用，不少科研服务型的企业（CRO, CDMO）由于能及时把客户的想法落地成型，因此订单一直处于相对饱和的水平，药明生物，三星生物等新贵企业也都得益于该背景下的快速发展。而当下的环境恰恰相反，近些年在基础领域研究进展没有显著突破后，众多海外的跨国药企在新冠疫情后为了维持业绩的增长，除了依然在新的疾病领域中投入较高的研发费用，还把一部分精力专注在现有领域里面是否存在 me-better 的分子结构。而中国的创新药企业由于生物合成科学家人力成本相对海外药企便宜，工作更为勤奋，同时分子的工程化能力水平较高（比如，把小分子结构中的官能团转移位置或者用其他空间位阻以及电荷属性相类似的基团来替代，把两个单克隆抗体连接成双抗，亦或是把单抗和小分子通过连接子链接起来变成 ADC），大量的生物合成科学家使得中国企业无论是在 me

better 的小分子领域，双克隆抗体以及 ADC 领域都具备了扎实的基础和长足的进步。但是，我们也要谨慎地看待资本市场往往容易高估短期企业所取得的进步，线性外推中国创新药企业的实际研发能力。在过去两年众多的中国创新药企业 BD 项目的时候，我们不仅仅需要关注里程碑金额的绝对值，更加需要关注海外的跨国药企 license in 的这些项目中，有多少是真金白银真正投入在海外展开多适应症临床二期，三期工作，而不是拿 1-2 个适应症先尝试尝试。我们不否认中国的创新药企业在这些年，依然有一些企业做出了非常漂亮的工作。但是，当前整个二级市场中的医药企业，只要有创新药管线的公司，股价都能鸡犬升天一定不是这个行业客观的发展状态。同时，质量较好的创新药企业在当前市值中也基本上 Price

in 的绝大部分管线价值。那么，这时候我们可能需要冷静下来想一想，创新药管线的估值具备了高度的波动性，管线中药物分子临床的成功率，适应症的广谱程度，并发症的人群以及发病率水平，药物是一线，二线还是三线用药，分子临床上市后的商业政策等等参数都将使得管线的估值差之毫厘，谬以千里。因此，我们才会在谈到创新药的时候，认为上一个周期的医药行情是研发外包型企业给海外的这些跨国药企提供了把想法落地的服务，而本轮医药行业的周期是中国的创新药企业给海外的这些跨国药企充当了实验室的功能。这也是我们所说的新一轮周期故事，而非新的故事。

与当前市场中投资者一致看好港股市场不同的是，我们仍然需要“不合时宜”地给二级市场中的投资者泼一盆冷水，需要关注港股市场中部分热门公司存在的估值泡沫风险以及市场整体估值水平已经修复到了合理水平。当前市场整体估值水平要进一步上行需要宏观基本面数据触底回升，或者在一个基本面“比烂”的世界中，出台更多基本面预期改善的政策。

否则，配置港股宽基指数的性价比正在逐步降低，需要主动管理的基金经理在指数成分股以外挖掘到更多的投资机会。

在投资港股市场的时候，需要考虑港股市场作为整体系统存在着两大脆弱之处，这与市场本身的特征以及投资者配置该市场的投资方式紧密相关。第一个特征是由于港股市场相对 A 股市场是缺流动性的市场，因此往往市场中存在不少公司的定价不够充分，长年处在非常便宜的水平，尤其是基本面略有瑕疵或者景气度不够高的公司，估值水平常常可以深不见底。第二个特征是港股市场作为离岸市场来说，无论是对于南下投资者还是外资投资者都是收益增强型市场，即战术性配置（TAA）或者卫星配置，投资者往往通过买入市场中景气度最高的公司或者直接配置恒生科技指数 ETF，港股通互联网 ETF 或者创新药 ETF 等 beta 各向同性的高弹性工具来增强收益。因此，我们通过基本面量化对港股市场有效投资行为进行归因分析的时候，也得出了比较有意思的结论——港股市场最有效的因子是动量，只不过往往提供动量的底层标的会不同，有的时候是成长股提供动量，有的时候则是价值股提供动量。在动量因子的底层标的进行转换的时候，该风格往往会产生较大的回撤。回想过去四年港股市场的运行走势，也确实证明了上述基本面量化分析下的结论。从基本面量化的分析结果来看，尽管动量因子是该市场中最有效的投资方式，但是深度价值策略，高股息策略在中长期依然取得了良好的收益水平，只是相比动量策略来说，短期表现略显平淡，波澜不惊。

同时，在这里我们也想提醒配置港股市场的投资者们关注几个比较有意思的数字，恒生指数成分股数量截止最新是 85 只，恒生科技指数的成分股数量截止最新是 30 只，并且两大宽基指数存在不少重合的标的，而恒生港股通的标的则有 500 多只。对于配置离岸市场的投资者往往会采用宽基指数进行配置，因此原本有限的流动性会淤积在指数成分股中，即指数成分股中的定价相对更为充分（好消息以及坏消息都会反应在资产定价中）。同时，由于 420 多只港股通内的股票由于没有足够多的 ETF 覆盖，使得这些公司中除了景气度高的公司之外，其余公司都或多或少缺少流动性的“浸润”。流动性分配不均所形成的市场不充分定价反而给了非指数成分股潜在投资机会。这也是一个经典的实证案例，当一个市场的 ETF 深度和广度不足的时候，提供给了主动管理人深度挖掘公司的机会。举个例子，在 2025 年年初的时候，我们做了一个简单的统计数据，港股通成分股中 PB 水平低于 0.5，高于零的股票数量是 91 只。截止到年中，减少到了 77 只。港股通成分股中 PB 水平低于 1，高于零的股票数量是 249 只。截止到年中，减少到了 223 只。伴随着港股市场从离岸市场向在岸市场转变的过程中，叠加国内的资产收益率显著下行的背景下，往往不那么拥挤的地方，反而可能给投资者提供意外的惊喜。笔者从去年 11.29 日开始接管南方全球精选（QDII-FOF）基金，在过去的半年时间里和团队一起共同深度思考了关于资产配置的一系列问题。因此，在这里也从资产配置者的角度来简单谈谈市场中这一类差异化的投资策略意义所在。资产配置者往往执

着于组合的有效前沿基于历史的数据，例如资产的预期收益率，资产之间的历史相关性如何能组合在一起优化到一个波动率尽可能小，收益率尽可能高的组合。或者说对于不少资产配置者而言，所谓的资产组合的有效前沿是一个静态的概念。但我们认为真正有意义的资产配置的难点和意义在于（1）是否能够找到底层更高收益率的资产去替代现有的资产，例如能否找到一个 ETF 与标普 500 高度相关，同时收益水平好于标普 500；（2）是否能够找到新的弱相关或者负相关的资产放在组合中，使得组合的波动率进一步降低。因此我们理解资产配置的意义并非在原有组合有效前沿曲线上进行优化，而是尽可能让组合的有效前沿曲线能够向“左上方”去进行推进。历史上，耶鲁捐赠基金的首席投资官大卫·斯文森就是首先把另类资产（私募股权基金，房地产，对冲基金等）引入到了资产配置中，而这些资产与传统资产（如股票和债券）的相关性较低，能够提供更好的多元化效果，并且由于较少人关注，因此存在资产定价不充分的情况，提供了较高的预期收益率水平。回到港股市场，笔者认为港股市场中非指数成分股中或者恒生指数中不那么性感的价值型标的由于长期缺乏投资者的关注，当前仍然具备了较高的收益率水平，这也是下半年笔者认为置信度较高的投资机会。

4.5 报告期内基金的业绩表现

截至报告期末，本基金 A 份额净值为 1.9200 元，报告期内，份额净值增长率为 0.05%，同期业绩基准增长率为 1.60%；本基金 C 份额净值为 1.9155 元，报告期内，份额净值增长率为-0.05%，同期业绩基准增长率为 1.60%。

4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

报告期内，本基金未出现连续二十个交易日基金份额持有人数量不满二百人或者基金资产净值低于五千万元的情形。

§ 5 投资组合报告

5.1 报告期末基金资产组合情况

金额单位：人民币元

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	2,128,093,261.34	91.82
	其中：股票	2,128,093,261.34	91.82
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	-	-
	其中：债券	-	-
	资产支持证券	-	-
4	贵金属投资	-	-

5	金融衍生品投资	-	-
6	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	182,895,762.31	7.89
8	其他资产	6,748,014.78	0.29
9	合计	2,317,737,038.43	100.00

注：本基金本报告期末通过沪港通交易机制投资的港股市值为人民币 93,688,681.68 元，占基金资产净值比例 4.10%；通过深港通交易机制投资的港股市值为人民币 837,697,823.60 元，占基金资产净值比例 36.66%。

5.2 报告期末按行业分类的股票投资组合

5.2.1 报告期末按行业分类的境内股票投资组合

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
A	农、林、牧、渔业	-	-
B	采矿业	-	-
C	制造业	563,737,672.06	24.67
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	46,746,756.00	2.05
E	建筑业	69,217,830.00	3.03
F	批发和零售业	-	-
G	交通运输、仓储和邮政业	107,956,260.00	4.72
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	-	-
J	金融业	359,538,746.00	15.73
K	房地产业	-	-
L	租赁和商务服务业	-	-
M	科学研究和技术服务业	-	-
N	水利、环境和公共设施管理业	49,509,492.00	2.17
O	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	-	-
R	文化、体育和娱乐业	-	-
S	综合	-	-
	合计	1,196,706,756.06	52.37

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

行业类别	公允价值（人民币）	占基金资产净值比例（%）
能源	-	-
材料	-	-
工业	76,012,068.48	3.33

非必需消费品	300,392,864.60	13.15
必需消费品	-	-
医疗保健	-	-
金融	279,724,238.28	12.24
科技	-	-
通讯	230,537,950.57	10.09
公用事业	-	-
房地产	44,719,383.35	1.96
政府	-	-
合计	931,386,505.28	40.76

注：以上分类采用彭博行业分类标准（BICS）。

5.3 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的股票投资明细

5.3.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	000333	美的集团	1,439,819	103,954,931.80	4.55
2	600690	海尔智家	4,193,429	103,913,170.62	4.55
3	00005	汇丰控股	1,165,600	100,928,898.95	4.42
4	02020	安踏体育	1,161,200	100,071,374.13	4.38
5	600901	江苏金租	16,207,140	98,215,268.40	4.30
6	00700	腾讯控股	208,000	95,411,856.80	4.18
7	00941	中国移动	1,179,500	93,688,681.68	4.10
8	06110	滔搏	32,597,000	90,964,112.50	3.98
9	00267	中信股份	8,141,000	80,032,713.76	3.50
10	02888	渣打集团	644,100	76,888,957.65	3.36

注：对于同时在 A+H 股上市的股票，合并计算公允价值参与排序，并按照不同股票分别披露。

5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

无。

5.5 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名债券投资明细

无。

5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前十名资产支持证券投资明细

本基金本报告期末未持有资产支持证券。

5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名贵金属投资明细

无。

5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名权证投资明细

无。

5.9 报告期末本基金投资的股指期货交易情况说明

5.9.1 报告期末本基金投资的股指期货持仓和损益明细

无。

5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

本基金在进行股指期货投资时,将根据风险管理原则,以套期保值为主要目的,采用流动性好、交易活跃的期货合约,通过对证券市场和期货市场运行趋势的研究,结合股指期货的定价模型寻求其合理的估值水平,与现货资产进行匹配,通过多头或空头套期保值等策略进行套期保值操作。基金管理人将充分考虑股指期货的收益性、流动性及风险性特征,运用股指期货对冲系统性风险、对冲特殊情况下的流动性风险,如大额申购赎回等,利用金融衍生品的杠杆作用,以达到降低投资组合的整体风险的目的。

5.10 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

5.10.1 本期国债期货投资政策

本基金在进行国债期货投资时,将根据风险管理原则,以套期保值为主要目的,采用流动性好、交易活跃的国债期货合约,通过对债券市场和期货市场运行趋势的研究,结合国债期货的定价模型寻求其合理的估值水平,与现货资产进行匹配,通过多头或空头套期保值等策略进行套期保值操作。基金管理人将充分考虑国债期货的收益性、流动性及风险性特征,运用国债期货对冲系统性风险、对冲特殊情况下的流动性风险,如大额申购赎回等,利用金融衍生品的杠杆作用,以达到降低投资组合的整体风险的目的。

5.10.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

无。

5.10.3 本期国债期货投资评价

无。

5.11 投资组合报告附注

5.11.1 声明本基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。如是，还应对相关证券的投资决策程序做出说明

本基金投资的前十名证券的发行主体中，江苏金融租赁股份有限公司在报告编制日前一年内曾受到国家金融监督管理总局江苏监管局的处罚。除上述证券的发行主体外，本基金投资的前十名证券的发行主体本期未有被监管部门立案调查，不存在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。

对上述证券的投资决策程序的说明：本基金投资上述证券的投资决策程序符合相关法律法规和公司制度的要求。

5.11.2 声明基金投资的前十名股票是否超出基金合同规定的备选股票库。如是，还应对相关股票的投资决策程序做出说明

本基金投资的前十名股票（如有）没有超出基金合同规定的备选股票库，本基金管理人从制度和流程上要求股票必须先入库再买入。

5.11.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
1	存出保证金	184,280.79
2	应收证券清算款	-
3	应收股利	5,707,358.70
4	应收利息	-
5	应收申购款	856,375.29
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	6,748,014.78

5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

本基金本报告期末未持有处于转股期的可转换债券。

5.11.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

无。

§ 6 开放式基金份额变动

单位：份

项目	南方产业智选股票 A	南方产业智选股票 C
报告期期初基金份额总额	1,183,205,828.14	188,785,003.33
报告期期间基金总申购份额	47,222,274.48	84,450,214.48

减：报告期期间基金总赎回份额	250,495,537.20	62,504,741.65
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	-	-
报告期期末基金份额总额	979,932,565.42	210,730,476.16

§ 7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况

7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况

本报告期末，基金管理人未持有本基金份额。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

本报告期内，基金管理人不存在申购、赎回或买卖本基金的情况。

§ 8 影响投资者决策的其他重要信息

8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

投资者类别	报告期内持有基金份额变化情况					报告期末持有基金情况	
	序号	持有基金份额比例达到或者超过 20%的时间区间	期初份额	申购份额	赎回份额	持有份额	份额占比
机构	1	20250401-20250630	306,462,135.93	-	-	306,462,135.93	25.74%
产品特有风险							
本基金存在持有基金份额超过 20%的基金份额持有人，在特定赎回比例及市场条件下，若基金管理人未能以合理价格及时变现基金资产，将会导致流动性风险和基金净值波动风险。							

8.2 影响投资者决策的其他重要信息

无。

§ 9 备查文件目录

9.1 备查文件目录

- 1、《南方产业智选股票型证券投资基金基金合同》；
- 2、《南方产业智选股票型证券投资基金托管协议》；
- 3、南方产业智选股票型证券投资基金 2025 年 2 季度报告原文。

9.2 存放地点

深圳市福田区莲花街道益田路 5999 号基金大厦 32-42 楼。

9.3 查阅方式

网站：<http://www.nffund.com>