

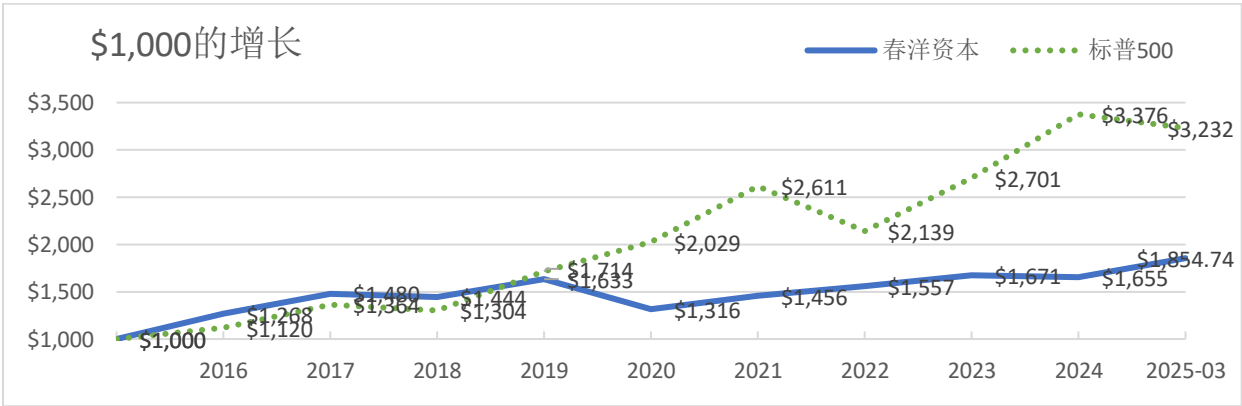
春洋资本 2025 年二季度投资者通讯

投资组合业绩

我们自 2016 年以来的投资组合业绩为：

	标普 500 总回报	春洋资本管理资产 ¹
2016	12.0%	26.8%
2017	21.8%	16.7%
2018	-4.4%	-2.4%
2019	31.5%	13.1%
2020	18.4%	-19.4%
2021	28.7%	10.6%
2022	-18.1%	7.0%
2023	26.3%	7.3%
2024	25.0%	-1.0%
2025 一季度	-4.3%	12.1%
2025 二季度	10.9%	3.3%
2025 一二季度	6.2%	15.8%

假设\$1,000 美元在 2016 年初开始投资，累计的投资收益如下：

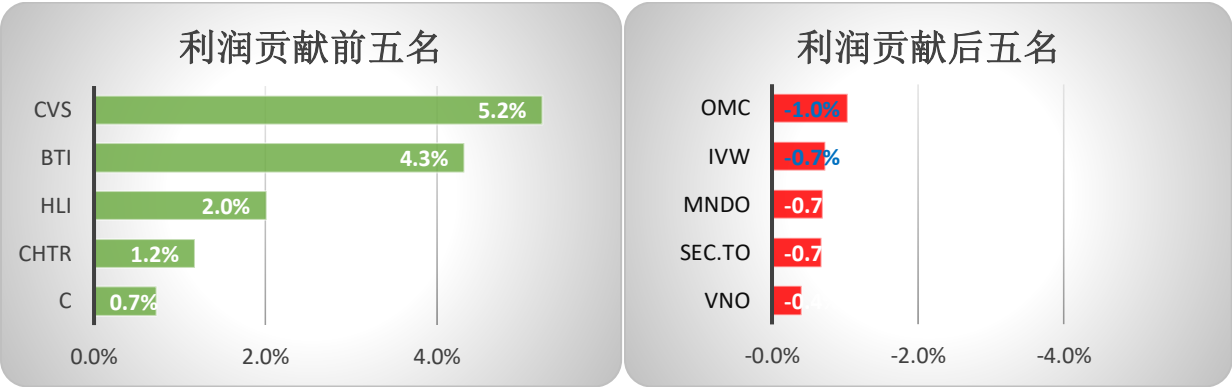


标普 500 总回报指数在第二季度上涨了 10.9%，而我们的投资组合在同期上涨了 3.3%。

尽管我们的投资组合在 2025 年第一季度显著跑赢标普 500 总回报指数，但第二季度的市场环境有所不同。这种反转主要受到投资者对成长型股票（特别是科技和通信行业）热情重燃的推动，从而带动了大盘走高。相比之下，金融、能源和医疗等价值导向型板块的涨幅较为温和。作为一个以价值为核心的投资组合，我们在这一轮由成长股主导的行情中表现相对滞后于大盘。

¹我们使用了盈透证券的投资组合分析数据。包含所有主动管理账户扣除所有费用后的业绩，但不包含被动管理账户。详细的月回报数据请参见另外一个文件（盈透证券业绩月报表）。投资业绩没有审计。单个账户业绩会有所不同。

以下是我们在本季度表现最好和最差的五只股票。前五名共计带来了 13.5%的总利润。后五名的总损失为 3.6%。



前五名股票是：

- 1. **CVS 健康（CVS）** 是美国最大的药品服务和健康保险公司之一。在经历了艰难的 2024 年后，公司在第一季度实现反弹，并在第二季度持续稳定发展，管理层重申了业绩指引，并采取措施提升运营效率。尽管医疗服务板块仍存在不确定性，我们认为其估值仍具吸引力，股票有望进一步复苏
- 2. **英美烟草公司（BTI）** 拥有登喜路、肯特和骆驼等全球知名品牌。凭借稳定的收益和可靠的股息，该公司已成为我们投资组合中最大的持仓之一。在成长股主导的季度中，BTI 的稳健表现再次证明了我们价值型持仓的防御性特质。
- 3. **Helia Group（HLI）**，前身为 **Genworth Mortgage Insurance**，是一家澳大利亚按揭保险公司。公司基本面依然稳健，受益于严格的承保标准和稳定的澳大利亚住房市场。其具有吸引力的股息收益率对总回报仍有显著贡献。
- 4. **Charter Communications（CHTR）** 的股价小幅上涨，因其宽带用户趋势出现企稳迹象。尽管公司面临来自光纤和固定无线的竞争压力，但我们认为其估值已充分反映了诸多风险，基于其长期现金流潜力，我们仍坚定持有该股票。
- 5. **花旗集团（Citigroup, C）** 的表现虽不及大盘，但其估值仍具吸引力。管理层持续专注于成本控制和业务简化，尽管进展缓慢。鉴于其当前低于有形账面价值的股价以及资本回报前景的改善，我们将继续持有。

后五名持仓为：

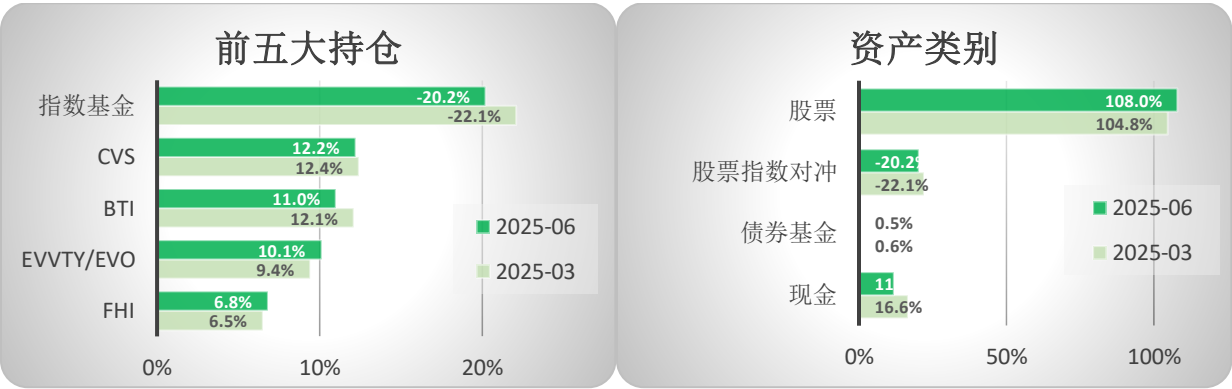
- 1. **Omnicom Group（OMC）** 年初至今下跌了 1.0%，是我们截至 2025 年表现最差的持仓。公司面临来自核心行业广告预算削减的逆风，并发布了较为保守的业绩指引。虽然我们仍看好 Omnicom 的代理网络和客户关系的长期实力，但我们正在密切关注宏观经济疲软对媒体支出的影响。
- 2. **iShares 标普 500 成长型 ETF（IVW）** 是我们的一个空头头寸。在第一季度实现盈利后，该头寸截至第二季度末录得 0.7% 的年初至今亏损。大型科技股的反弹是主要原因。我们仍将其视为对市场中估值过热板块的部分对冲工具。
- 3. **MIND CTI Ltd（MNDO）** 是一家总部位于以色列的小型电信软件提供商，是我们投资组合中的长期持仓。尽管公司仍提供较高的股息收益率，但由于收入预测保守以及该地区的地

缘政治不确定性，投资者情绪依旧疲弱。考虑到其稳定的现金流和利基市场地位，我们选择继续持有。

- 4. **Senvest Capital (SEC.TO)** 年初至今下跌了 0.7%。作为一家加拿大的投资控股公司，其投资组合集中且波动性较大，季度表现可能不均衡。尽管短期波动在所难免，但我们仍认为这是一个具有长期上涨潜力的独特价值机会。
- 5. **Vornado 房地产信托 (VNO)** 是一家房地产投资信托基金 (REIT)，在 2024 年大幅上涨之后，年初至今回调了 0.4%。虽然我们在去年已削减了该持仓，但由于市场持续担忧纽约等城市中心办公地产的需求，股价仍承压。尽管如此，我们认为市场情绪可能过于悲观，因此继续持有该仓位，作为战略性的配置。

主要仓位

我们在 2025 年二季度末的前五大持仓和资产类别如下：



CVS: CVS 健康; BTI: 英美烟草; EVVTY/EVO: Evolution AB; FHI: Federated Hermes Inc;

在第二季度，我们小幅减持了指数型 ETF 和英国美洲烟草公司 (BTI) 的持仓。在资产配置方面，我们将股票敞口增加了 3.2%，同时对冲头寸减少了 1.9%。

尽管本季度跑输大盘，我们的投资组合仍具备良好的长期资本保值和风险调整后回报的潜力。我们持仓的基本面依然稳健，在宏观经济环境日益波动的背景下，我们继续强调严格的估值标准和下行风险控制。

卫华 博士，特许金融分析师 (CFA) 2025 年 8 月 1 日 于俄亥俄 Orange
春洋资本投资经理，创始人
网址: <http://www.SpringOceanCapital.com>

法律信息和披露

本通讯表示作者在指定日期的观点，这些观点如有更改，恕不另行通知。春洋资本没有义务更新此处包含的信息。此外，春洋资本从不表述，并且不应该假设，过去的投资业绩可以预示未来的结果。所有业绩均以税前时间加权收益 (TWR) 为基础计算，并扣除所有已支付的管理费和经纪费用。绩效数据未经审计，并使用托管人的报告功能生成。个人账户的表现可能会有所不同，具体取决于其投资时机，账户增值/取款的影响。本通讯稿仅供参考，不得用于任何其他目的。所提供的信息不应被视为投资建议或购买或出售任何证券的建议。尽管我们尽力使本文提供的信息可靠，但对于所提供的任何数据的准确性均不做任何保证。