

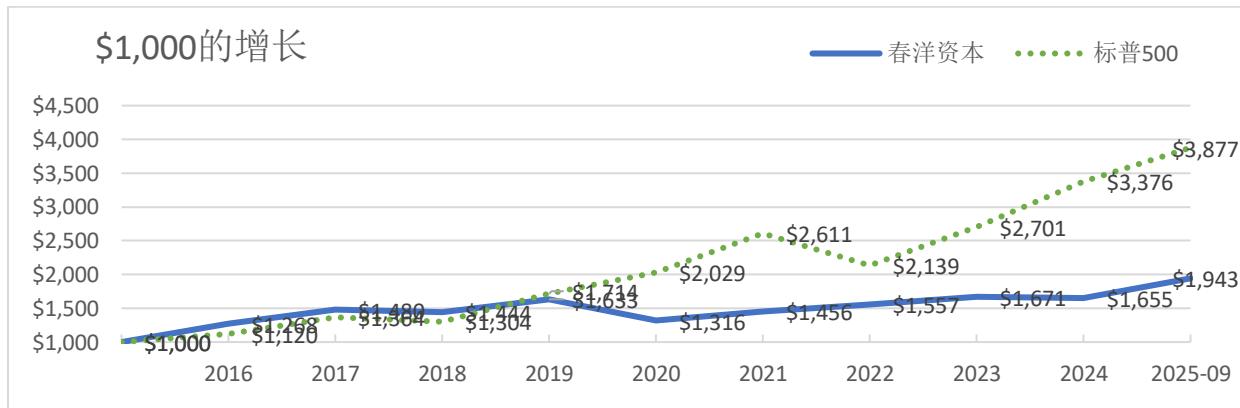
春洋资本 2025 年三季度投资者通讯

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%
<u>2025 三季度</u>	<u>8.1%</u>	<u>1.4%</u>
2025 一二三季度	14.8%	17.5%

假设 \$1,000 美元在 2016 年初开始投资，累计的投资收益如下：

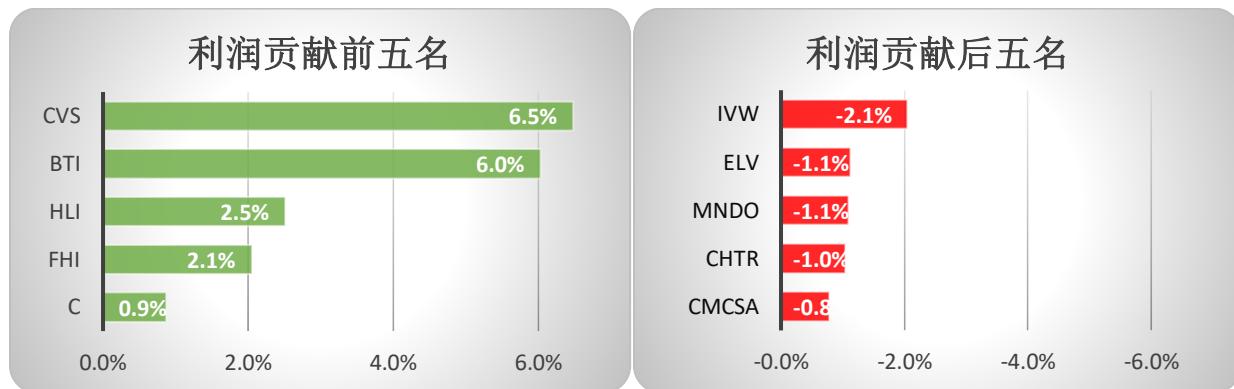


标普 500 总回报指数在第三季度上涨了 8.1%，而我们的投资组合在同期上涨了 1.4%。

虽然我们的投资组合在 2025 年第一季度显著跑赢标普 500 总回报指数，但第二，第三季度的市场环境却截然不同。投资者对成长型股票（特别是科技和通信行业）热情持续升温，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。

以下是在前三季度表现最好和最差的五只股票。前五名共计带来了 18%的总利润。后五名的总损失为 6.9%。



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，第三季度持续稳定恢复。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，股票有望继续回升。
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做出显著贡献。
4. **Federated Hermes (FHI)** 是一家以固定收益策略见长的资产管理公司。其收入主要来自管理费，因此与市场表现及管理资产规模密切相关。本季度受益于市场状况改善以及收益型产品的资金流入，股价表现稳健。
5. **花旗集团 (C)**：我们在第二季度结束后不久便卖出了该仓位，其收益基本上来自于上半年。

后五名持仓为：

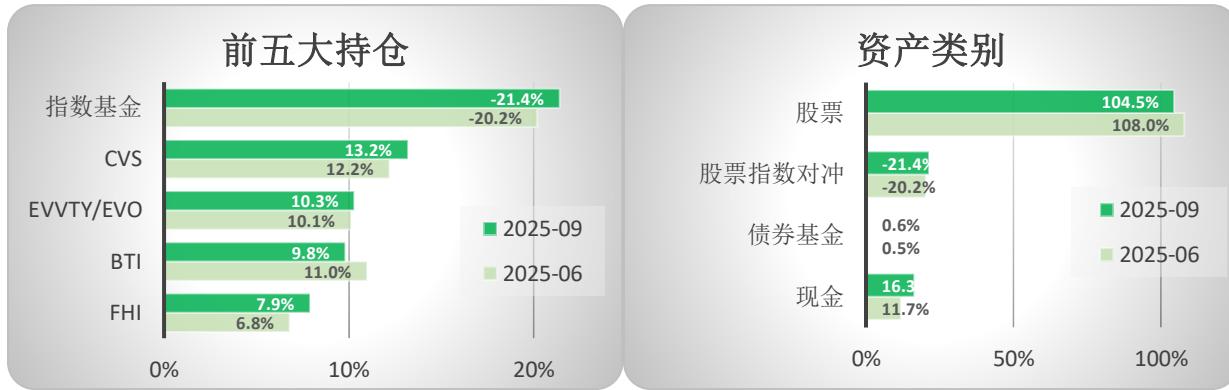
1. **iShares 标普 500 成长型 ETF (IVW)** 是我们的一个空头头寸。在第一季度实现盈利后，该头寸的年初至今亏损扩大至 2.1%。大型科技股强劲反弹是主要原因。我们仍将此头寸视为对市场中估值过热板块的部分对冲工具。
2. **Elevance Health (ELV)** 是美国主要的健康保险公司之一。我们在去年第四季度开始建立仓位。虽然健康保险行业在 2025 年第一季度表现强劲，但由于医疗成本上升以及监管不确定性，其后续表现出现回调。
3. **MIND CTI Ltd (MNDO)** 是一家总部位于以色列的小型电信软件提供商，是我们投资组合中的长期持仓。由于收入下降，投资者情绪有所减弱，但鉴于其低估值、稳健的资产负债表以及利基市场定位，我们选择继续持有。
4. **Charter Communications (CHTR)** 在上半年取得小幅上涨后，随着用户数量持续小幅流失，整个有线电视行业在第三季度承压。同时，公司还面临来自光纤及固定无线服务商的

竞争压力。我们认为这些风险已大部分反映在当前估值中，并继续基于其长期现金流潜力而持有该股票。

5. 康卡斯特（Comcast, CMCSA）是全球最大的有线、宽带及媒体公司之一，业务涵盖 Comcast Cable、NBCUniversal 的媒体网络、电影制片厂、主题公园，以及欧洲的 Sky 网络。有线与媒体业务仍面临压力，主要来自“剪线潮”以及固定无线与光纤宽带建网方的竞争。

主要仓位

我们在 2025 年三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;

在第三季度，我们小幅减持了英美烟草公司（BTI）的持仓。从资产配置的角度来看，我们也将整体股票仓位下调了 3.5%。

虽然本季度的表现落后于基准指数，且当前市场持续偏好成长型股票，但我们认为投资组合仍然在长期资本保值和风险调整后回报方面具备良好的定位。我们核心持仓的基本面依然稳健。在当前宏观环境日益波动的背景下，我们将继续坚持以估值纪律、稳健的现金流和下行保护为核心的投资框架。

卫华博士，特许金融分析师（CFA）

2025 年 11 月 18 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。