

# 基金研究

## 主动权益类基金持仓解析：

### 2025Q1 主动权益类基金又加配了哪些行业？

#### 2025Q1 主动权益类基金的数量和规模变化分析

**基金数量方面**，主动权益类基金数量持续增长。截至 2025 年一季度末，全市场共有 4536 只主动权益类基金。其中，普通股票型基金有 575 只、偏股混合型基金有 2572 只、灵活配置型基金有 1363 只、平衡混合型基金有 26 只。**基金新发数量方面**，主动权益类基金新发数量较上季度有所回升。截至 2025 年一季度末，全市场共新成立 52 只主动权益类基金。其中，普通股票型基金有 6 只、偏股混合型基金有 43 只、灵活配置型基金有 2 只、平衡混合型基金有 1 只。

**基金规模方面**，主动权益类基金整体规模较上季度有小幅提升。截至 2025 年一季度末，全市场主动权益类基金合计规模达到了 34862.38 亿元，较上季度增加 577.22 亿元。其中，普通股票型基金合计规模增加 173.90 亿元至 5222.69 亿元、偏股混合型基金合计规模增加 491.76 亿元至 20688.93 亿元、灵活配置型基金合计规模减少 88.65 亿元至 8653.23 亿元、平衡混合型基金合计规模增加 0.21 亿元至 297.53 亿元。**基金新发规模方面**，主动权益类基金新发规模较上季度有所下滑。截至 2025 年一季度末，全市场主动权益类基金新成立规模达到了 139.10 亿元。其中，普通股票型基金合计规模为 3.73 亿元、偏股混合型基金合计规模为 126.83 亿元、灵活配置型基金合计规模为 2.46 亿元、平衡混合型基金合计规模为 6.09 亿元。

#### 2025Q1 主动权益类基金的仓位变化分析

**在基金仓位方面**，各类型主动权益基金股票仓位涨跌互现。2025 年一季度相比于上个季度，普通股票型基金减仓 0.17pct 至 89.49%，偏股混合型基金加仓 0.05pct 至 86.68%，灵活配置型基金加仓 0.24pct 至 73.50%，平衡混合型基金加仓 1.55pct 至 59.02%。

#### 2025Q1 主动权益类基金的重仓股变化分析

**在重仓股数量方面**，2025 年一季度主动权益类基金重仓股总数量连续两个季度现显著回升。本季度最新重仓股数量为 2639 只；重仓股平均集中度较上季度有所下降，最新重仓股平均集中度为 52.8%。**被新纳入重仓股较多的 A 股**是比亚迪、紫金矿业、恒力液压、九号公司-WD、芯原股份等等；**被新纳入重仓股较多的港股**是阿里巴巴-W、腾讯控股、中芯国际、泡泡玛特、小米集团-W 等等。

#### 2025Q1 主动权益类基金的配置偏好变化分析

**在重仓股行业配置方面**，2025Q1 主动权益类基金在传媒、商贸零售、汽车、电子、有色金属等行业加仓；在电力设备及新能源、通信、煤炭、电力及公用事业、石油石化等行业减仓。引入重仓股补全法，我们可以得到更加有效的基金模拟全持仓信息。进一步分析发现，模拟全持仓在汽车、电子、计算机、有色金属、传媒等行业加仓；在通信、电力及公用事业、银行、医药、电力设备及新能源等行业减仓。

**在板块配置方面**，主动权益类基金重仓股在科技、消费以及医药板块分别加仓 1.81pct、1.07pct 以及 0.65pct；在周期和金融板块分别减仓 2.90pct 以及 0.64pct。模拟全持仓在消费和科技板块分别加仓 1.43pct 以及 0.88pct；在周期、金融以及医药板块分别减仓 0.94pct、0.89pct 以及 0.49pct。

**风险提示：**本报告为基于历史数据统计结果，市场风格变换和基金风格调整等风险均可能使得模型失效。

#### 作者

**吴先兴** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120001  
wuxianxing@tfzq.com

**韩乾** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522100001  
hanqian@tfzq.com

#### 相关报告

- 1 《金融工程：金融工程-大模型总结和解读行业研报（2025W16）》  
2025-04-21
- 2 《金融工程：金融工程-量化择时周报：继续跟踪趋势信号》 2025-04-20
- 3 《金融工程：金融工程-净利润断层本周超额基准 1.22%》 2025-04-20

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 2025Q1 主动权益类基金的数量和规模变化分析 ..... | 3  |
| 2. 2025Q1 主动权益类基金的仓位变化分析 .....    | 5  |
| 3. 2025Q1 主动权益类基金的重仓股变化分析 .....   | 6  |
| 4. 2025Q1 主动权益类基金的配置偏好变化分析 .....  | 9  |
| 风险提示 .....                        | 11 |

## 图表目录

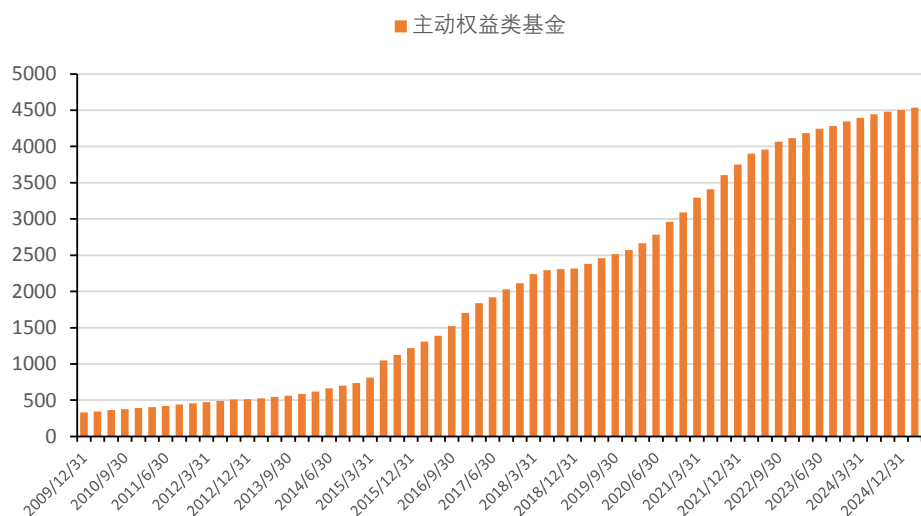
|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1：主动权益类基金数量变化（单位：只） .....                   | 3  |
| 图 2：普通股票型基金和偏股混合型基金数量变化（单位：只） .....           | 3  |
| 图 3：灵活配置型基金和平衡混合型基金数量变化（单位：只） .....           | 3  |
| 图 4：主动权益类基金规模变化（单位：亿元） .....                  | 4  |
| 图 5：普通股票型基金和偏股混合型基金规模变化（单位：亿元） .....          | 4  |
| 图 6：灵活配置型基金和平衡混合型基金规模变化（单位：亿元） .....          | 4  |
| 图 7：普通股票型基金和偏股混合型基金的新成立数量（单位：只） .....         | 5  |
| 图 8：灵活配置型基金和平衡混合型基金的新成立数量（单位：只） .....         | 5  |
| 图 9：普通股票型基金和偏股混合型基金的新成立规模（单位：亿元） .....        | 5  |
| 图 10：灵活配置型基金和平衡混合型基金的新成立规模（单位：亿元） .....       | 5  |
| 图 11：普通股票型基金和偏股混合型基金平均仓位变化 .....              | 5  |
| 图 12：灵活配置型基金和平衡混合型基金平均仓位变化 .....              | 5  |
| 图 13：主动权益类基金的重仓股总数量变化（单位：只） .....             | 6  |
| 图 14：主动权益类基金的重仓股平均集中度变化 .....                 | 6  |
| 图 15：主动权益类基金重仓股的行业配置信息 .....                  | 9  |
| 图 16：重仓股补全法的流程图 .....                         | 9  |
| 图 17：主动权益类基金模拟持仓的行业配置信息 .....                 | 10 |
| 图 18：主动权益类基金重仓股的板块配置信息 .....                  | 11 |
| 图 19：主动权益类基金模拟持仓的板块配置信息 .....                 | 11 |
| 表 1：2025Q1 主动权益类基金重仓持有的 A 股总市值 TOP20 信息 ..... | 6  |
| 表 2：2025Q1 主动权益类基金重仓持有的港股总市值 TOP20 信息 .....   | 7  |
| 表 3：2025Q1 主动权益类基金新进 A 股重仓股 TOP20 信息 .....    | 7  |
| 表 4：2025Q1 主动权益类基金新进港股重仓股 TOP20 信息 .....      | 8  |
| 表 5：行业的大类板块划分结果 .....                         | 10 |

公募基金作为 A 股市场重要的机构投资者,在信息获取和投研能力等方面有明显优势,使其已经成为 A 股投资的风向标。以股票投资为主的非指数型公募基金产品,包括:主动偏股型基金(包含普通股票型基金和偏股混合型基金)、灵活配置型基金、平衡混合型基金。机构投资者的增减股票、仓位变化、配置变化等行为都备受市场关注。因此,本报告将对 2025Q1 主动权益类基金的持仓特征进行分析。

## 1. 2025Q1 主动权益类基金的数量和规模变化分析

基金数量方面,主动权益类基金数量持续增长。截至 2025 年一季度末,全市场共有 4536 只主动权益类基金。其中,普通股票型基金有 575 只、偏股混合型基金有 2572 只、灵活配置型基金有 1363 只、平衡混合型基金有 26 只。

图 1: 主动权益类基金数量变化(单位:只)

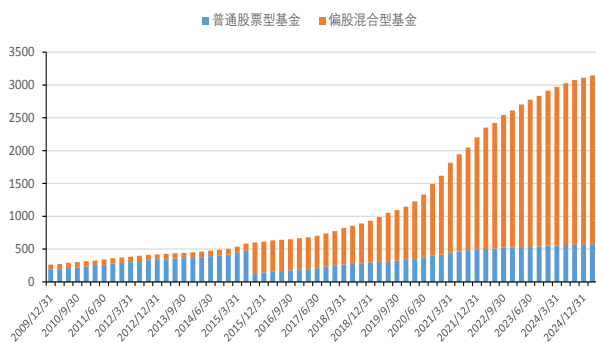


注: 主动权益类基金包括普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金; 剔除封闭式基金、FOF 基金、国家队基金、联接基金、分级子基金等, 不同份额基金仅统计初始份额基金。下同。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

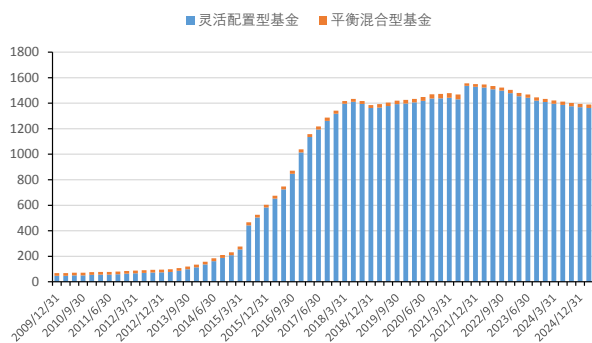
可以发现,在 2015 年二季度及以前,普通股票型基金数量最多,其他类型基金数量较少;2015 年末至 2018 年间,由于股票市场不景气,仓位较为灵活的灵活配置型基金数量增长较快;2019 年至 2021 年末,随着股票市场持续上涨,仓位较高的普通股票型基金和偏股混合型基金数量增长较快。2022 年以来,由于我国权益市场表现波动较大,普通股票型基金和偏股混合型基金数量增速有所放缓,灵活配置型基金数量连续十四个季度出现负增长。

图 2: 普通股票型基金和偏股混合型基金数量变化(单位:只)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

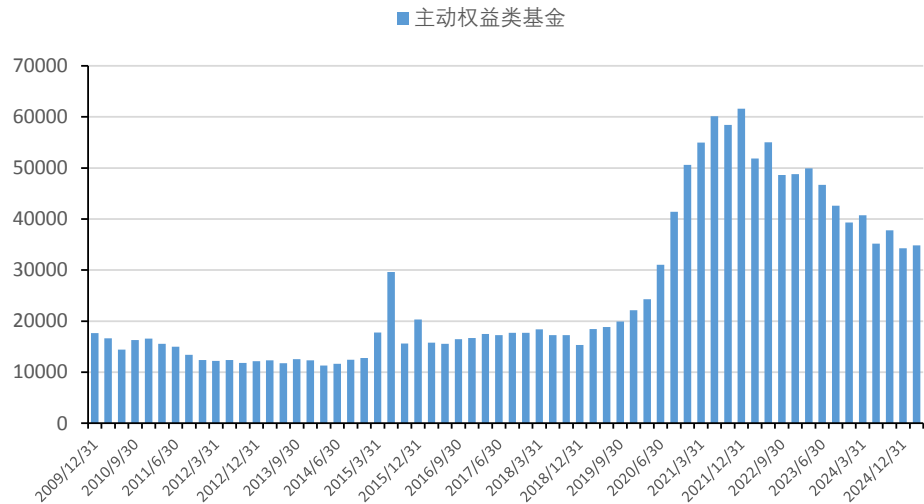
图 3: 灵活配置型基金和平衡混合型基金数量变化(单位:只)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**基金规模方面，主动权益类基金整体规模较上季度有小幅提升。**截至 2025 年一季度末，全市场主动权益类基金合计规模达到了 34862.38 亿元，较上季度增加 577.22 亿元。其中，普通股票型基金合计规模增加 173.90 亿元至 5222.69 亿元、偏股混合型基金合计规模增加 491.76 亿元至 20688.93 亿元、灵活配置型基金合计规模减少 88.65 亿元至 8653.23 亿元、平衡混合型基金合计规模增加 0.21 亿元至 297.53 亿元。

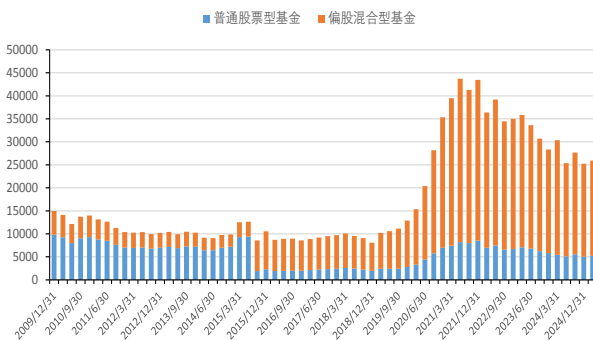
图 4：主动权益类基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

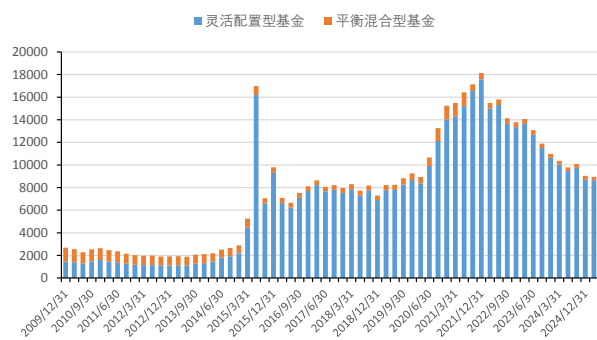
可以发现，在 2018 年及以前主动偏股型基金（普通股票型基金+偏股混合型基金）的规模并没有发生较大变化，主要是从 2019 年到 2021 年末随着股票市场持续上涨，迎来了大幅增长，规模增长了两倍多。在 2014 年及以前灵活配置型基金的规模都比较小，主要在 2015 年牛市中出现跳跃式增长，但很快回落；2019 至 2021 年，灵活配置型基金和平衡混合型基金的规模同样大幅增长，规模增长了接近一倍。2022 至今，由于 A 股市场整体波动较大、各行业主题轮动速度加剧，导致各类型权益基金规模均出现不同程度下滑。

图 5：普通股票型基金和偏股混合型基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

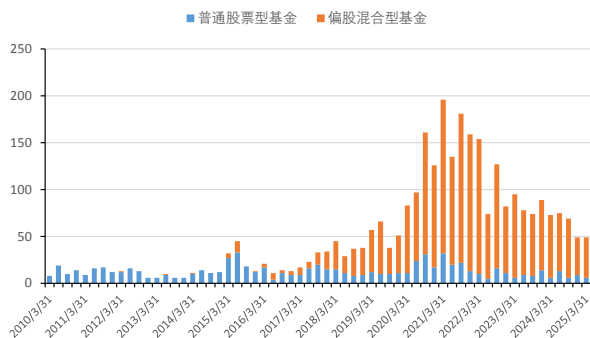
图 6：灵活配置型基金和平衡混合型基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

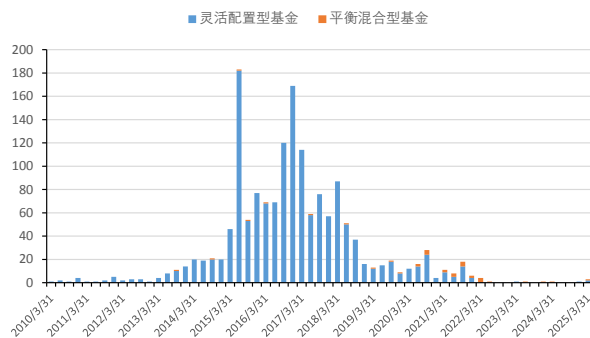
基金数量的变化，可能受到新发、转型、清盘等因素的影响，其中新发基金是市场重要的增量信息。**基金新发数量方面，主动权益类基金新发数量较上季度有所回升。**截至 2025 年一季度末，全市场共新成立 52 只主动权益类基金。其中，普通股票型基金有 6 只、偏股混合型基金有 43 只、灵活配置型基金有 2 只、平衡混合型基金有 1 只。

图 7：普通股票型基金和偏股混合型基金的新成立数量（单位：只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

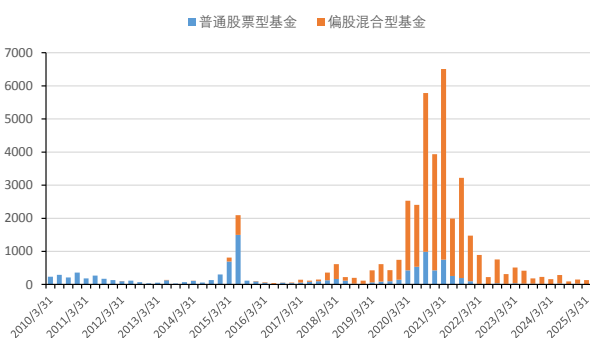
图 8：灵活配置型基金和平衡混合型基金的新成立数量（单位：只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

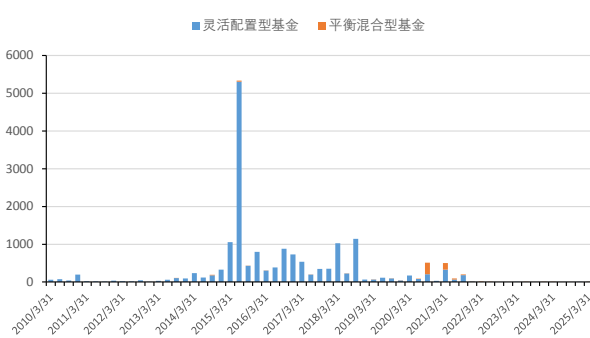
基金新发规模方面，主动权益类基金新发规模较上季度有所下滑。截至 2025 年一季度末，全市场主动权益类基金新成立规模达到了 139.10 亿元。其中，普通股票型基金合计规模为 3.73 亿元、偏股混合型基金合计规模为 126.83 亿元、灵活配置型基金合计规模为 2.46 亿元、平衡混合型基金合计规模为 6.09 亿元。

图 9：普通股票型基金和偏股混合型基金的新成立规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：灵活配置型基金和平衡混合型基金的新成立规模（单位：亿元）

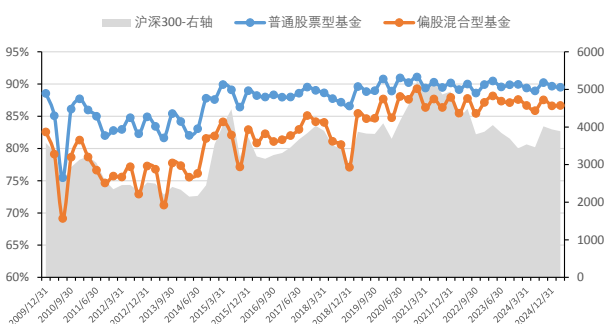


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 2025Q1 主动权益类基金的仓位变化分析

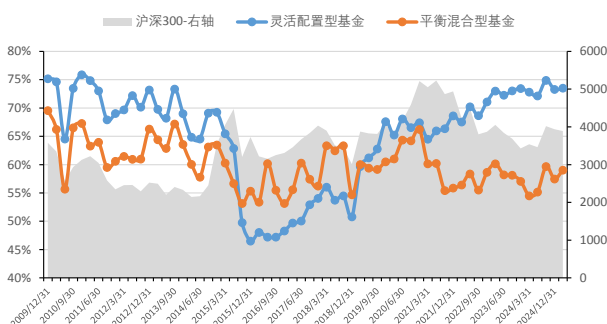
在基金仓位方面，各类型主动权益基金股票仓位涨跌互现。2025 年一季度相比于上个季度，普通股票型基金减仓 0.17pct 至 89.49%，偏股混合型基金加仓 0.05pct 至 86.68%，灵活配置型基金加仓 0.24pct 至 73.50%，平衡混合型基金加仓 1.55pct 至 59.02%。

图 11：普通股票型基金和偏股混合型基金平均仓位变化



资料来源：Wind，天风证券研究所  
注：针对新成立基金剔除 6 个月建仓期。

图 12：灵活配置型基金和平衡混合型基金平均仓位变化



资料来源：Wind，天风证券研究所



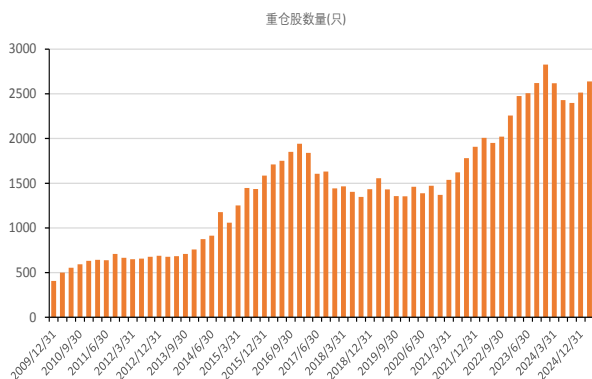
事实上，主动偏股型基金的仓位变化与市场行情相关度较高，2023 年以来受主题投资以及各板块走势影响，多数基金经理选择顺势而为根据市场整体情况改变自身产品的权益仓位。

### 3. 2025Q1 主动权益类基金的重仓股变化分析

在重仓股数量方面，2025 年一季度主动权益类基金重仓股总数量连续两个季度现显著回升。2024 年四季度主动权益类基金共将 2639 只股票纳入重仓股。可以发现，2016 年及以前，主动权益类基金的重仓股总数量逐年增加，最高超过 1900 多只；2017 年，主动权益类基金的重仓股总数量迅速减小；2018 年后，主动权益类基金的重仓股总数量整体变化不大，基本维持在 1400 只左右；2021 年以来重仓股数量再度增加，2023 年四季度持续刷新至历史最高水平。

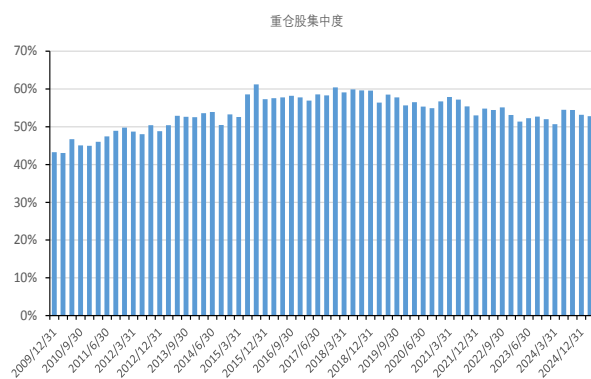
在重仓股集中度方面，2025 年一季度重仓股平均集中度较上季度有所下降。2025 年一季度主动权益类基金的重仓股平均集中度为 52.8%。可以发现，2018 年以来，主动权益类基金的重仓股平均集中度整体变化不大，基本维持在 55% 左右。

图 13：主动权益类基金的重仓股总数量变化（单位：只）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：主动权益类基金的重仓股平均集中度变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

在重仓股方面，主动权益类基金主要重仓持有电子、食品饮料、家电等行业的 A 股股票。其中，重仓持有总市值较高的为宁德时代、贵州茅台、美的集团、立讯精密、比亚迪等等。

表 1：2025Q1 主动权益类基金重仓持有的 A 股总市值 TOP20 信息

| 股票代码      | 股票名称 | 所属中信行业   | 重仓持有总市值(亿元) | 重仓基金数(只) |
|-----------|------|----------|-------------|----------|
| 300750.SZ | 宁德时代 | 电力设备及新能源 | 546.19      | 1083     |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 食品饮料     | 375.35      | 628      |
| 000333.SZ | 美的集团 | 家电       | 330.87      | 747      |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 电子       | 309.34      | 666      |
| 002594.SZ | 比亚迪  | 汽车       | 233.44      | 602      |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 有色金属     | 215.31      | 598      |
| 000858.SZ | 五粮液  | 食品饮料     | 200.63      | 308      |
| 002371.SZ | 北方华创 | 电子       | 177.29      | 357      |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 食品饮料     | 159.20      | 168      |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 医药       | 156.64      | 292      |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 食品饮料     | 136.60      | 173      |
| 600036.SH | 招商银行 | 银行       | 135.21      | 359      |

|           |         |    |        |     |
|-----------|---------|----|--------|-----|
| 603259.SH | 药明康德    | 医药 | 129.17 | 223 |
| 000651.SZ | 格力电器    | 家电 | 121.32 | 383 |
| 688981.SH | 中芯国际    | 电子 | 105.02 | 297 |
| 688041.SH | 海光信息    | 电子 | 96.57  | 288 |
| 689009.SH | 九号公司-WD | 机械 | 94.80  | 211 |
| 603986.SH | 兆易创新    | 电子 | 91.62  | 180 |
| 688256.SH | 寒武纪-U   | 电子 | 90.99  | 221 |
| 688012.SH | 中微公司    | 电子 | 86.21  | 124 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

主动权益类基金主要重仓持有信息技术、可选消费、电信服务行业的港股股票。其中，重仓持有总市值较高的为腾讯控股、阿里巴巴-W、中芯国际、小米集团-W、中国移动等等。

表 2：2025Q1 主动权益类基金重仓持有的港股总市值 TOP20 信息

| 股票代码    | 股票名称     | 所属 Wind 港股行业 | 重仓持有总市值(亿元) | 重仓基金数(只) |
|---------|----------|--------------|-------------|----------|
| 0700.HK | 腾讯控股     | 香港信息技术       | 683.44      | 1027     |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 香港可选消费       | 336.28      | 581      |
| 0981.HK | 中芯国际     | 香港信息技术       | 205.33      | 416      |
| 1810.HK | 小米集团-W   | 香港信息技术       | 185.73      | 319      |
| 0941.HK | 中国移动     | 香港电信服务       | 105.51      | 161      |
| 0883.HK | 中国海洋石油   | 香港能源         | 96.51       | 115      |
| 3690.HK | 美团-W     | 香港可选消费       | 95.42       | 164      |
| 9992.HK | 泡泡玛特     | 香港可选消费       | 86.40       | 168      |
| 2015.HK | 理想汽车-W   | 香港可选消费       | 51.31       | 106      |
| 9868.HK | 小鹏汽车-W   | 香港可选消费       | 46.73       | 111      |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 香港医疗保健       | 43.45       | 84       |
| 0762.HK | 中国联通     | 香港电信服务       | 43.36       | 67       |
| 0175.HK | 吉利汽车     | 香港可选消费       | 39.26       | 116      |
| 1801.HK | 信达生物     | 香港医疗保健       | 38.45       | 104      |
| 1024.HK | 快手-W     | 香港信息技术       | 35.01       | 83       |
| 2899.HK | 紫金矿业     | 香港材料         | 28.15       | 60       |
| 9926.HK | 康方生物     | 香港医疗保健       | 26.72       | 57       |
| 2333.HK | 长城汽车     | 香港可选消费       | 26.65       | 34       |
| 2367.HK | 巨子生物     | 香港日常消费       | 26.04       | 46       |
| 9987.HK | 百胜中国     | 香港可选消费       | 24.66       | 9        |

资料来源：Wind，天风证券研究所

在新进重仓股方面，主动权益类基金的新进重仓股主要是有色金属、机械、汽车等行业的 A 股股票。其中，被主动权益类基金新纳入重仓股较多的是比亚迪、紫金矿业、恒立液压、九号公司-WD、芯原股份等等。

表 3：2025Q1 主动权益类基金新进 A 股重仓股 TOP20 信息

| 股票代码      | 股票名称 | 所属中信行业 | 新进重仓基金数(只) |
|-----------|------|--------|------------|
| 002594.SZ | 比亚迪  | 汽车     | 224        |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 有色金属   | 193        |
| 601100.SH | 恒立液压 | 机械     | 115        |

|           |         |      |    |
|-----------|---------|------|----|
| 689009.SH | 九号公司-WD | 机械   | 90 |
| 688521.SH | 芯原股份    | 电子   | 80 |
| 600031.SH | 三一重工    | 机械   | 80 |
| 603259.SH | 药明康德    | 医药   | 73 |
| 000807.SZ | 云铝股份    | 有色金属 | 69 |
| 603501.SH | 韦尔股份    | 电子   | 69 |
| 600988.SH | 赤峰黄金    | 有色金属 | 67 |
| 000975.SZ | 山金国际    | 有色金属 | 65 |
| 000568.SZ | 泸州老窖    | 食品饮料 | 61 |
| 688608.SH | 恒玄科技    | 电子   | 59 |
| 300454.SZ | 深信服     | 计算机  | 58 |
| 688235.SH | 百济神州-U  | 医药   | 56 |
| 603596.SH | 伯特利     | 汽车   | 56 |
| 300476.SZ | 胜宏科技    | 电子   | 55 |
| 600036.SH | 招商银行    | 银行   | 52 |
| 600809.SH | 山西汾酒    | 食品饮料 | 49 |
| 300395.SZ | 菲利华     | 国防军工 | 49 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

**主动权益类基金的新进重仓股主要是信息技术、可选消费、医疗保健等行业的港股股票。其中，被主动权益类基金新纳入重仓股较多的是阿里巴巴-W、腾讯控股、中芯国际、泡泡玛特、小米集团-W 等等。**

表 4：2025Q1 主动权益类基金新进港股重仓股 TOP20 信息

| 股票代码    | 股票名称     | 所属 Wind 港股行业 | 新进重仓基金数(只) |
|---------|----------|--------------|------------|
| 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 香港可选消费       | 415        |
| 0700.HK | 腾讯控股     | 香港信息技术       | 343        |
| 0981.HK | 中芯国际     | 香港信息技术       | 253        |
| 9992.HK | 泡泡玛特     | 香港可选消费       | 73         |
| 1810.HK | 小米集团-W   | 香港信息技术       | 62         |
| 1024.HK | 快手-W     | 香港信息技术       | 56         |
| 9868.HK | 小鹏汽车-W   | 香港可选消费       | 53         |
| 2015.HK | 理想汽车-W   | 香港可选消费       | 45         |
| 1530.HK | 三生制药     | 香港医疗保健       | 43         |
| 1211.HK | 比亚迪股份    | 香港可选消费       | 40         |
| 6160.HK | 百济神州     | 香港医疗保健       | 39         |
| 2899.HK | 紫金矿业     | 香港材料         | 38         |
| 6990.HK | 科伦博泰生物-B | 香港医疗保健       | 29         |
| 1585.HK | 雅迪控股     | 香港可选消费       | 27         |
| 1787.HK | 山东黄金     | 香港材料         | 26         |
| 1385.HK | 上海复旦     | 香港信息技术       | 24         |
| 1070.HK | TCL 电子   | 香港可选消费       | 23         |
| 1347.HK | 华虹半导体    | 香港信息技术       | 23         |
| 3988.HK | 中国银行     | 香港金融         | 22         |
| 3993.HK | 洛阳钼业     | 香港材料         | 21         |

资料来源：Wind，天风证券研究所



## 4. 2025Q1 主动权益类基金的配置偏好变化分析

在重仓股行业配置方面，主动权益类基金行业配置依旧较为分散，仅在电子、医药、电力设备及新能源、食品饮料、汽车等行业上的配置权重相对较高。2025 年一季度相比于去年四季度，主动权益类基金在传媒、商贸零售、汽车、电子、有色金属等行业加仓；在电力设备及新能源、通信、煤炭、电力及公用事业、石油石化等行业减仓。

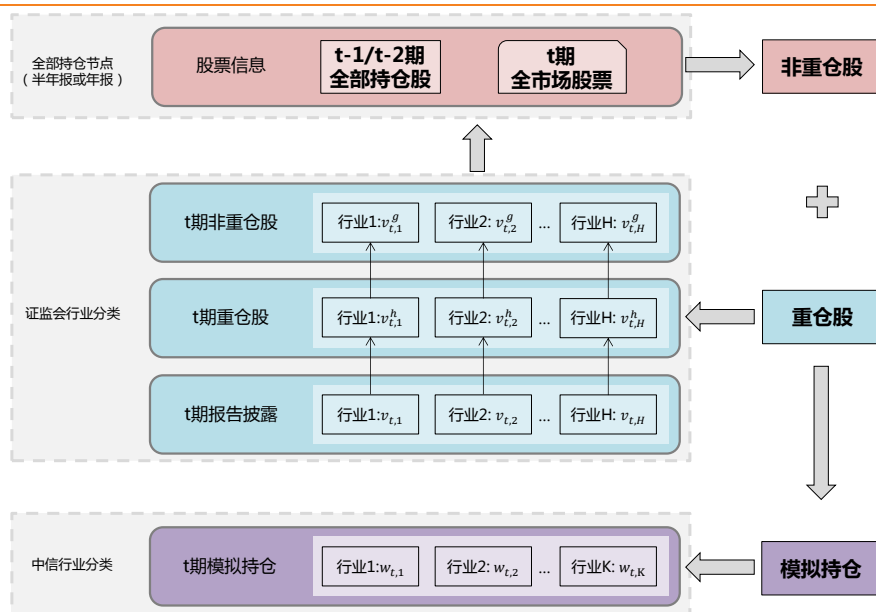
图 15：主动权益类基金重仓股的行业配置信息

| 行业       | 主动权益类基金 |        |        | 普通股票型基金 |        |        | 偏股混合型基金 |        |        | 灵活配置型基金 |        |        | 平衡混合型基金 |        |        |
|----------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
|          | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     |
| 石油石化     | 1.59%   | 1.05%  | -0.54% | 1.41%   | 1.10%  | -0.31% | 1.66%   | 1.08%  | -0.57% | 1.55%   | 0.97%  | -0.58% | 0.91%   | 0.15%  | -0.76% |
| 煤炭       | 0.80%   | 0.43%  | -0.37% | 0.64%   | 0.29%  | -0.35% | 0.69%   | 0.34%  | -0.35% | 1.22%   | 0.80%  | -0.42% | 0.22%   | 0.20%  | -0.01% |
| 有色金属     | 3.30%   | 4.28%  | 0.98%  | 2.26%   | 2.65%  | 0.39%  | 3.00%   | 3.99%  | 0.99%  | 4.61%   | 6.14%  | 1.53%  | 10.55%  | 10.82% | 0.28%  |
| 电力及公用事业  | 1.91%   | 1.37%  | -0.55% | 1.79%   | 1.07%  | -0.72% | 1.81%   | 1.24%  | -0.57% | 2.30%   | 1.96%  | -0.34% | 0.83%   | 0.71%  | -0.13% |
| 钢铁       | 0.46%   | 0.50%  | 0.04%  | 0.52%   | 0.52%  | 0.00%  | 0.43%   | 0.41%  | -0.02% | 0.45%   | 0.63%  | 0.19%  | 2.75%   | 5.54%  | 2.78%  |
| 基础化工     | 4.03%   | 3.78%  | -0.25% | 3.92%   | 3.15%  | -0.77% | 3.88%   | 3.70%  | -0.18% | 4.49%   | 4.46%  | -0.03% | 3.85%   | 3.57%  | -0.28% |
| 建筑       | 0.61%   | 0.50%  | -0.12% | 0.80%   | 0.72%  | -0.08% | 0.51%   | 0.39%  | -0.13% | 0.77%   | 0.66%  | -0.11% | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
| 建材       | 0.40%   | 0.40%  | 0.00%  | 0.19%   | 0.24%  | 0.05%  | 0.27%   | 0.29%  | 0.02%  | 0.90%   | 0.82%  | -0.08% | 0.07%   | 0.20%  | 0.13%  |
| 轻工制造     | 0.90%   | 0.73%  | -0.17% | 0.55%   | 0.43%  | -0.12% | 0.90%   | 0.77%  | -0.13% | 1.18%   | 0.89%  | -0.29% | 0.05%   | 0.02%  | -0.03% |
| 机械       | 4.71%   | 5.35%  | 0.64%  | 4.72%   | 4.88%  | 0.16%  | 4.75%   | 5.53%  | 0.78%  | 4.63%   | 5.19%  | 0.56%  | 3.45%   | 5.22%  | 1.77%  |
| 电力设备及新能源 | 9.85%   | 7.94%  | -1.91% | 11.69%  | 9.49%  | -2.20% | 9.42%   | 7.52%  | -1.89% | 9.96%   | 8.07%  | -1.89% | 3.26%   | 6.31%  | 3.06%  |
| 国防军工     | 2.56%   | 2.22%  | -0.34% | 1.07%   | 0.87%  | -0.20% | 2.28%   | 2.02%  | -0.25% | 4.37%   | 3.78%  | -0.59% | 0.11%   | 0.44%  | 0.33%  |
| 汽车       | 5.81%   | 6.89%  | 1.09%  | 6.15%   | 7.11%  | 0.96%  | 5.79%   | 6.87%  | 1.08%  | 5.55%   | 6.83%  | 1.28%  | 8.60%   | 6.35%  | -2.25% |
| 商贸零售     | 1.11%   | 2.60%  | 1.49%  | 1.00%   | 2.64%  | 1.64%  | 1.26%   | 2.93%  | 1.67%  | 0.79%   | 1.66%  | 0.87%  | 0.08%   | 0.35%  | 0.27%  |
| 消费者服务    | 1.67%   | 1.27%  | -0.40% | 1.03%   | 0.72%  | -0.31% | 2.16%   | 1.57%  | -0.59% | 0.79%   | 0.83%  | 0.04%  | 0.09%   | 0.21%  | 0.12%  |
| 家电       | 4.58%   | 4.09%  | -0.49% | 5.75%   | 5.27%  | -0.48% | 4.44%   | 3.87%  | -0.56% | 4.05%   | 3.73%  | -0.32% | 9.13%   | 8.71%  | -0.42% |
| 纺织服装     | 0.66%   | 0.48%  | -0.17% | 0.47%   | 0.40%  | -0.07% | 0.69%   | 0.48%  | -0.21% | 0.62%   | 0.47%  | -0.15% | 3.68%   | 3.50%  | -0.19% |
| 医药       | 9.54%   | 10.19% | 0.65%  | 15.86%  | 17.31% | 1.45%  | 8.68%   | 8.97%  | 0.29%  | 7.68%   | 8.56%  | 0.88%  | 6.39%   | 6.63%  | 0.24%  |
| 食品饮料     | 7.44%   | 7.33%  | -0.11% | 7.65%   | 7.73%  | 0.08%  | 8.51%   | 8.14%  | -0.36% | 4.58%   | 4.85%  | 0.27%  | 0.39%   | 1.48%  | 1.09%  |
| 农林牧渔     | 1.23%   | 1.07%  | -0.17% | 1.06%   | 0.99%  | -0.07% | 1.36%   | 1.15%  | -0.20% | 1.05%   | 0.89%  | -0.16% | 0.08%   | 0.07%  | 0.00%  |
| 银行       | 3.82%   | 3.50%  | -0.33% | 3.46%   | 2.88%  | -0.58% | 3.72%   | 3.62%  | -0.10% | 4.32%   | 3.58%  | -0.74% | 5.39%   | 3.92%  | -1.48% |
| 非银行金融    | 1.41%   | 1.20%  | -0.21% | 0.84%   | 0.78%  | -0.06% | 1.20%   | 0.97%  | -0.24% | 2.16%   | 1.97%  | -0.19% | 8.78%   | 8.43%  | -0.34% |
| 房地产      | 1.17%   | 1.09%  | -0.09% | 0.80%   | 0.91%  | 0.11%  | 0.98%   | 0.96%  | -0.01% | 1.66%   | 1.27%  | -0.39% | 12.62%  | 12.80% | 0.18%  |
| 交通运输     | 2.12%   | 1.61%  | -0.50% | 1.29%   | 0.87%  | -0.42% | 1.98%   | 1.56%  | -0.42% | 3.04%   | 2.34%  | -0.70% | 2.39%   | 0.97%  | -1.42% |
| 电子       | 16.96%  | 18.00% | 1.04%  | 14.04%  | 15.73% | 1.69%  | 17.83%  | 18.75% | 0.93%  | 16.78%  | 17.73% | 0.95%  | 8.65%   | 9.03%  | 0.38%  |
| 通信       | 4.83%   | 3.22%  | -1.62% | 5.46%   | 4.21%  | -1.25% | 4.57%   | 2.85%  | -1.72% | 5.16%   | 3.56%  | -1.60% | 2.94%   | 1.88%  | -1.05% |
| 计算机      | 2.46%   | 2.78%  | 0.32%  | 2.19%   | 1.99%  | -0.20% | 2.52%   | 2.82%  | 0.30%  | 2.56%   | 3.32%  | 0.77%  | 0.02%   | 0.08%  | 0.06%  |
| 传媒       | 4.05%   | 6.11%  | 2.06%  | 3.32%   | 5.05%  | 1.73%  | 4.71%   | 7.15%  | 2.44%  | 2.74%   | 4.02%  | 1.28%  | 4.74%   | 2.41%  | -2.33% |
| 综合       | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
| 综合金融     | 0.03%   | 0.03%  | 0.00%  | 0.07%   | 0.00%  | -0.07% | 0.03%   | 0.03%  | 0.00%  | 0.02%   | 0.03%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到，重仓股信息并不完整，非重仓股可能也会影响到基金的行业配置信息。因此，在此前的报告中，我们提出了重仓股补全法，在保证准确度的同时兼顾时效性，可以作为公募基金配置偏好分析的有效工具。（详情可见《20181102 天风证券-基金研究：基于模拟全持仓的基金配置偏好分析：2018Q3 主动权益类基金加仓金融板块大幅减仓医药行业》）

图 16：重仓股补全法的流程图



资料来源：天风证券研究所

具体的，重仓股补全法，即在证监会行业配置约束下，利用上期持仓股票和全市场其

他股票补全本期行业配置缺失的部分，模拟本期全部持仓，进而估计基金的中信行业配置信息。其中，在三季度（或三季度）节点使用的是上期的年报（或半年报）的真实持仓信息，在二季度（或四季度）节点使用的是上期的一季报（或三季报）的模拟持仓信息。该方法前提假设条件为基金经理配置偏好具有延续性，其管理的基金在前后期非重仓股的行业配置比例不变。

以主动权益类基金进行实证研究发现，重仓股补全法估计的行业配置信息与真实行业配置信息的整体相关性在 0.99 以上，平均行业偏离在 0.15% 以下，远优于传统的净值回归法和重仓股单位化法。

在模拟持仓行业配置方面，主动权益类基金模拟持仓的行业配置较为分散，在电子、医药、电力设备及新能源、机械、汽车等行业的配置权重较高。2025 年一季度相比于去年四季度，主动权益类基金在汽车、电子、计算机、有色金属、传媒等行业加仓；在通信、电力及公用事业、银行、医药、电力设备及新能源等行业减仓。

图 17：主动权益类基金模拟持仓的行业配置信息

| 行业       | 主动权益类基金 |        |        | 普通股票型基金 |        |        | 偏股混合型基金 |        |        | 灵活配置型基金 |        |        | 平衡混合型基金 |        |        |
|----------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
|          | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     |
| 石油石化     | 1.05%   | 0.82%  | -0.24% | 0.91%   | 0.78%  | -0.13% | 0.91%   | 0.67%  | -0.25% | 1.34%   | 1.08%  | -0.26% | 1.84%   | 1.30%  | -0.55% |
| 煤炭       | 1.09%   | 0.86%  | -0.23% | 0.85%   | 0.70%  | -0.14% | 0.97%   | 0.69%  | -0.28% | 1.40%   | 1.22%  | -0.18% | 1.11%   | 1.34%  | 0.22%  |
| 有色金属     | 3.73%   | 4.31%  | 0.59%  | 3.03%   | 3.55%  | 0.52%  | 3.67%   | 4.23%  | 0.55%  | 4.12%   | 4.77%  | 0.64%  | 2.52%   | 4.28%  | 1.75%  |
| 电力及公用事业  | 2.50%   | 1.95%  | -0.55% | 2.01%   | 1.50%  | -0.50% | 2.23%   | 1.65%  | -0.59% | 3.16%   | 2.65%  | -0.51% | 2.22%   | 1.41%  | -0.81% |
| 钢铁       | 0.56%   | 0.62%  | 0.06%  | 0.53%   | 0.55%  | 0.02%  | 0.50%   | 0.56%  | 0.06%  | 0.66%   | 0.75%  | 0.08%  | 0.69%   | 1.06%  | 0.37%  |
| 基础化工     | 4.90%   | 4.97%  | 0.07%  | 4.38%   | 4.57%  | 0.20%  | 5.10%   | 5.17%  | 0.07%  | 4.79%   | 4.77%  | -0.01% | 4.43%   | 5.14%  | 0.71%  |
| 建筑       | 0.84%   | 0.74%  | -0.09% | 0.76%   | 0.82%  | 0.06%  | 0.73%   | 0.63%  | -0.10% | 1.06%   | 0.91%  | -0.14% | 0.43%   | 0.16%  | -0.28% |
| 建材       | 0.64%   | 0.71%  | 0.06%  | 0.50%   | 0.58%  | 0.08%  | 0.60%   | 0.64%  | 0.04%  | 0.76%   | 0.86%  | 0.10%  | 1.13%   | 1.25%  | 0.12%  |
| 轻工制造     | 1.30%   | 1.40%  | 0.10%  | 1.08%   | 1.14%  | 0.06%  | 1.33%   | 1.46%  | 0.13%  | 1.33%   | 1.40%  | 0.07%  | 0.97%   | 1.74%  | 0.77%  |
| 机械       | 7.39%   | 7.36%  | -0.03% | 6.53%   | 6.42%  | -0.11% | 7.81%   | 7.83%  | 0.02%  | 6.98%   | 6.93%  | -0.06% | 9.18%   | 7.86%  | -1.32% |
| 电力设备及新能源 | 8.75%   | 8.30%  | -0.45% | 9.27%   | 8.38%  | -0.89% | 9.32%   | 8.87%  | -0.45% | 7.59%   | 7.32%  | -0.26% | 7.20%   | 6.68%  | -0.52% |
| 国防军工     | 2.62%   | 2.83%  | 0.21%  | 2.18%   | 2.41%  | 0.23%  | 2.32%   | 2.58%  | 0.25%  | 3.32%   | 3.45%  | 0.13%  | 1.89%   | 1.78%  | -0.11% |
| 汽车       | 5.09%   | 6.25%  | 1.15%  | 4.80%   | 5.62%  | 0.82%  | 5.25%   | 6.57%  | 1.32%  | 4.95%   | 5.98%  | 1.03%  | 4.79%   | 4.17%  | -0.62% |
| 商贸零售     | 0.73%   | 0.98%  | 0.25%  | 0.60%   | 0.77%  | 0.17%  | 0.74%   | 1.05%  | 0.31%  | 0.76%   | 0.97%  | 0.20%  | 0.50%   | 0.36%  | -0.14% |
| 消费者服务    | 0.75%   | 0.77%  | 0.02%  | 0.60%   | 0.71%  | 0.11%  | 0.75%   | 0.75%  | 0.01%  | 0.83%   | 0.83%  | -0.01% | 0.58%   | 0.31%  | -0.27% |
| 家电       | 3.97%   | 4.05%  | 0.08%  | 4.38%   | 4.21%  | -0.16% | 4.04%   | 4.13%  | 0.09%  | 3.65%   | 3.85%  | 0.20%  | 5.54%   | 4.47%  | -1.08% |
| 纺织服装     | 0.91%   | 0.90%  | -0.01% | 0.63%   | 0.66%  | 0.04%  | 0.99%   | 0.97%  | -0.02% | 0.89%   | 0.89%  | 0.00%  | 1.01%   | 0.69%  | -0.32% |
| 医药       | 10.21%  | 9.72%  | -0.49% | 14.39%  | 13.92% | -0.46% | 10.33%  | 9.71%  | -0.62% | 8.40%   | 8.14%  | -0.25% | 5.84%   | 6.04%  | 0.20%  |
| 食品饮料     | 5.97%   | 5.90%  | -0.07% | 7.06%   | 7.15%  | 0.09%  | 5.88%   | 5.84%  | -0.03% | 5.65%   | 5.42%  | -0.23% | 7.73%   | 10.14% | 2.41%  |
| 农林牧渔     | 1.40%   | 1.28%  | -0.12% | 1.53%   | 1.37%  | -0.16% | 1.47%   | 1.35%  | -0.12% | 1.24%   | 1.15%  | -0.09% | 0.82%   | 0.69%  | -0.13% |
| 银行       | 4.14%   | 3.63%  | -0.51% | 4.01%   | 3.47%  | -0.55% | 3.64%   | 3.17%  | -0.47% | 4.99%   | 4.46%  | -0.53% | 8.23%   | 5.05%  | -3.18% |
| 非银行金融    | 1.80%   | 1.62%  | -0.17% | 1.56%   | 1.67%  | 0.11%  | 1.52%   | 1.27%  | -0.25% | 2.34%   | 2.17%  | -0.17% | 4.18%   | 4.37%  | 0.20%  |
| 房地产      | 1.03%   | 0.85%  | -0.18% | 0.81%   | 0.69%  | -0.12% | 0.93%   | 0.76%  | -0.17% | 1.22%   | 0.98%  | -0.24% | 5.04%   | 5.36%  | 0.32%  |
| 交通运输     | 2.32%   | 1.98%  | -0.34% | 2.03%   | 1.75%  | -0.28% | 2.02%   | 1.75%  | -0.26% | 2.95%   | 2.49%  | -0.47% | 3.14%   | 1.20%  | -1.94% |
| 电子       | 15.83%  | 16.56% | 0.73%  | 15.63%  | 16.92% | 1.30%  | 16.47%  | 17.14% | 0.67%  | 14.88%  | 15.46% | 0.57%  | 11.01%  | 14.05% | 3.04%  |
| 通信       | 4.78%   | 3.96%  | -0.82% | 4.27%   | 3.41%  | -0.85% | 4.94%   | 3.95%  | -0.99% | 4.73%   | 4.23%  | -0.50% | 3.27%   | 2.71%  | -0.56% |
| 计算机      | 4.17%   | 4.79%  | 0.62%  | 4.20%   | 4.65%  | 0.45%  | 4.18%   | 4.81%  | 0.64%  | 4.18%   | 4.81%  | 0.64%  | 2.13%   | 3.71%  | 1.58%  |
| 传媒       | 1.48%   | 1.82%  | 0.34%  | 1.41%   | 1.58%  | 0.16%  | 1.30%   | 1.74%  | 0.45%  | 1.79%   | 2.03%  | 0.24%  | 2.53%   | 2.70%  | 0.17%  |
| 综合       | 0.01%   | 0.03%  | 0.01%  | 0.02%   | 0.03%  | 0.01%  | 0.01%   | 0.03%  | 0.02%  | 0.01%   | 0.01%  | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
| 综合金融     | 0.04%   | 0.02%  | -0.02% | 0.06%   | 0.02%  | -0.04% | 0.04%   | 0.02%  | -0.03% | 0.02%   | 0.02%  | 0.00%  | 0.04%   | 0.00%  | -0.04% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

进一步的，我们从行业间的内在属性和差异性出发，参考行业指数涨跌幅表现，将中信行业划分为周期、消费、医药、金融、科技、其他六大板块。下面我们将从板块的视角分析主动权益类基金的配置偏好及变动情况进行分析。

表 5：行业的大类板块划分结果

| 板块 | 中信行业                                                     |
|----|----------------------------------------------------------|
| 周期 | 石油石化、煤炭、有色金属、电力及公用事业、钢铁、基础化工、建筑、建材、机械、电力设备及新能源、国防军工、交通运输 |
| 消费 | 轻工制造、汽车、商贸零售、消费者服务、家电、纺织服装、食品饮料、农林牧渔                     |
| 医药 | 医药                                                       |
| 金融 | 银行、非银行金融、房地产、综合金融                                        |
| 科技 | 电子、通信、计算机、传媒                                             |
| 其他 | 综合                                                       |

资料来源：Wind，天风证券研究所

在重仓股板块配置方面，主动权益类基金重仓股的板块配置较为集中，在科技、周期以及消费板块上的配置权重超过 20%。2025 年一季度相比于去年四季度，在科技、消费以及医药板块分别加仓 1.81pct、1.07pct 以及 0.65pct；在周期和金融板块分别减仓 2.90pct 以及 0.64pct。

图 18：主动权益类基金重仓股的板块配置信息

| 板块 | 主动权益类基金 |        |        | 普通股票型基金 |        |        | 偏股混合型基金 |        |        | 灵活配置型基金 |        |        | 平衡混合型基金 |        |        |
|----|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
|    | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     |
| 周期 | 32.34%  | 29.44% | -2.90% | 30.31%  | 25.83% | -4.47% | 30.67%  | 28.08% | -2.59% | 38.30%  | 35.82% | -2.48% | 28.39%  | 34.14% | 5.75%  |
| 消费 | 23.38%  | 24.46% | 1.07%  | 23.65%  | 25.29% | 1.64%  | 25.10%  | 25.79% | 0.69%  | 18.62%  | 20.14% | 1.53%  | 22.09%  | 20.68% | -1.41% |
| 医药 | 9.54%   | 10.19% | 0.65%  | 15.86%  | 17.31% | 1.45%  | 8.68%   | 8.97%  | 0.29%  | 7.68%   | 8.56%  | 0.88%  | 6.39%   | 6.63%  | 0.24%  |
| 金融 | 6.44%   | 5.80%  | -0.64% | 5.17%   | 4.57%  | -0.59% | 5.93%   | 5.58%  | -0.35% | 8.16%   | 6.85%  | -1.31% | 26.79%  | 25.15% | -1.64% |
| 科技 | 28.30%  | 30.11% | 1.81%  | 25.01%  | 26.98% | 1.97%  | 29.62%  | 31.57% | 1.95%  | 27.25%  | 28.63% | 1.38%  | 16.34%  | 13.40% | -2.94% |
| 其他 | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

在模拟持仓板块配置方面，主动权益类基金模拟持仓的板块配置较为集中，在周期、科技以及消费板块上的配置权重均超过 20%。2025 年一季度相比于去年四季度，在消费和科技板块分别加仓 1.43pct 以及 0.88pct；在周期、金融以及医药板块分别减仓 0.94pct、0.89pct 以及 0.49pct。

图 19：主动权益类基金模拟持仓的板块配置信息

| 板块 | 主动权益类基金 |        |        | 普通股票型基金 |        |        | 偏股混合型基金 |        |        | 灵活配置型基金 |        |        | 平衡混合型基金 |        |        |
|----|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
|    | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     | 2024Q4  | 2025Q1 | 差值     |
| 周期 | 37.30%  | 36.36% | -0.94% | 33.60%  | 32.68% | -0.91% | 37.18%  | 36.23% | -0.95% | 39.02%  | 38.08% | -0.93% | 36.80%  | 34.13% | -2.67% |
| 消费 | 19.22%  | 20.64% | 1.43%  | 20.05%  | 20.96% | 0.92%  | 19.46%  | 21.16% | 1.70%  | 18.42%  | 19.60% | 1.18%  | 20.94%  | 21.88% | 0.94%  |
| 医药 | 10.21%  | 9.72%  | -0.49% | 14.39%  | 13.92% | -0.46% | 10.33%  | 9.71%  | -0.62% | 8.40%   | 8.14%  | -0.25% | 5.84%   | 6.04%  | 0.20%  |
| 金融 | 7.01%   | 6.12%  | -0.89% | 6.44%   | 5.84%  | -0.61% | 6.13%   | 5.22%  | -0.91% | 8.57%   | 7.63%  | -0.94% | 17.48%  | 14.78% | -2.70% |
| 科技 | 26.25%  | 27.13% | 0.88%  | 25.50%  | 26.56% | 1.06%  | 26.89%  | 27.65% | 0.76%  | 25.58%  | 26.53% | 0.95%  | 18.94%  | 23.16% | 4.22%  |
| 其他 | 0.01%   | 0.03%  | 0.01%  | 0.02%   | 0.03%  | 0.01%  | 0.01%   | 0.03%  | 0.02%  | 0.01%   | 0.01%  | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 风险提示

本报告为基于历史数据统计结果，市场风格变换和基金风格调整等因素均可能使得模型失效。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |