

策略专题

证券研究报告

2025 年 09 月 16 日

牛市中的 ETF 资金变聪明了吗？

核心结论：受宽基 ETF 的影响，股票型 ETF 的整体资金流入与大盘走势呈反向。剔除宽基 ETF 后，ETF 资金流入的拐点滞后于大盘走势一个月，背后反映的是居民入场时的“钝感力”与主升浪中后段形成的“肌肉记忆”。拆解至具体结构看，科技成长、非银和部分底仓资产，年初以来净流入额相对领先。整体口径下，高 ETF 资金流入水平的个股涨幅并没有明显优势，甚至呈现微弱负相关。但是 ETF 定价权在 5-9 月边际有上升，ETF 资金在本轮牛市逐渐变得更加“聪明”。权重股赔率最高，ETF 流入资金水平在 0.3% 以上时，流通市值在 10-50 亿的样本平均涨幅显著低于流通市值大于 50 亿的样本。

ETF 资金流入情况观察：

受宽基 ETF 的影响，股票型 ETF 的整体资金流入与大盘走势呈反向。年初以来股票型 ETF 仅在 1 月和 4 月实现净流入。剔除宽基 ETF 后，ETF 资金流入的拐点滞后于大盘走势一个月，背后反映的是居民入场时的“钝感力”与主升浪中后段形成的“肌肉记忆”。如 6-8 月大盘快速上攻突破 3800 点，期间行业主题 ETF 净流入分别为 70、274、484 亿，9 月以来科技波动放大，大盘收益率转负，但散户借助 ETF 参与科技成长行情热情不灭，行业与主题 ETF 净流入仍达到 358 亿。

拆解至具体结构看，科技成长、非银和部分底仓资产，年初以来净流入额相对领先。年初以来挂钩 ETF 净流入超过 20 亿的指数可以简单分成三类，一是以 AI、机器人为代表的科技成长；二是以券商、金融科技为代表的“牛市旗手”非银；三是部分以宽基、红利低波、现金流为代表的底仓资产。ETF 投资者理念行为分化更多体现在上涨初期，而在行情更聚焦、主线更明显的 8 月，ETF 净流入更偏向弹性更大的科技成长和惯常认知下的“牛市旗手”——非银。

ETF 资金定价权的边际变化：

整体口径下，高 ETF 资金流入水平的个股涨幅并没有明显优势，甚至呈现微弱负相关。按季度拆解，ETF 资金净流入水平与个股涨跌幅相关性不明显，从趋势线上看，4-6 月、7-9 月 ETF 资金净流入水平与个股涨跌幅甚至呈现微弱的负相关关系。

指数拾级而上过程中，ETF 资金追涨现象明显，流入节奏更偏右侧。1) ETF 资金在确定性的上涨行情中，流入节奏更偏右侧。7-8 月组内样本平均涨幅最高的组别恰好是 ETF 资金流出比例最大的两组；而到了 9 月，上述现象出现逆转。2) 年初以来，“上个月涨得好”的行业或赛道，往往在下个月迎来更多 ETF 配置和交易资金的青睐。

但是 ETF 定价权在 5-9 月边际有上升，ETF 资金在本轮牛市逐渐变得更加“聪明”。指数“拾级而上”的过程中，收益率最高组别对应的 ETF 资金流入水平也“拾级而上”。权重股赔率最高，ETF 流入资金水平在 0.3% 以上时，流通市值在 10-50 亿的样本平均涨幅显著低于流通市值大于 50 亿的样本。

风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

王澄睿 联系人
wangchengrui@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-09-15
- 2 《投资策略：投资策略-牛市的下一程：大类资产联动的信号》 2025-09-14
- 3 《投资策略：国家发改委推动 REITs 常态化申报-周观 REITs》 2025-09-13

内容目录

1. ETF 定价权	3
1.1. ETF 资金流入情况	3
1.2. 定价权的边际变化	4
2. 风险提示	6

图表目录

图 1：今年股票型 ETF 月度净流入资金与上证指数收益率	3
图 2：今年以来挂钩 ETF 净流入额大于 20 亿指数（亿元）	3
图 3：8 月挂钩 ETF 净流入额大于 10 亿指数（亿元）	4
图 4：9 月挂钩 ETF 净流入额大于 5 亿指数（亿元）	4
图 5：今年 Q1-Q3 的个股 ETF 资金净流入/流通市值与涨跌幅	4
图 6：2025 年 1-9 月 ETF 资金净流入/流通市值与涨跌幅	5
图 7：每月 ETF 资金净流入/流通市值与前后 1 个月涨跌幅关系	5
图 8：每月 ETF 资金净流入/流通市值与当月涨跌幅关系（分市值组）	6

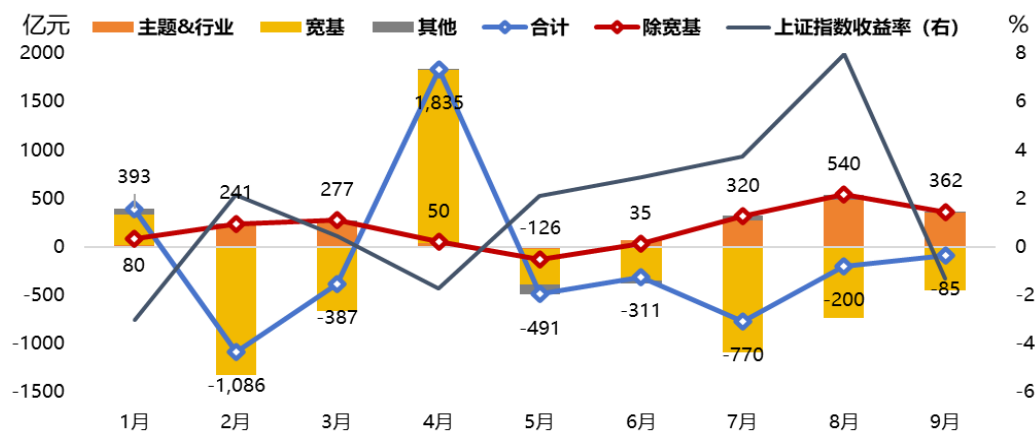
1. ETF 定价权

1.1. ETF 资金流入情况

受宽基 ETF 的影响，股票型 ETF 的整体资金流入与大盘走势呈反向。我们将 ETF 拆分成宽基 ETF、行业主题 ETF 和其他 ETF，将三类 ETF 月度净流入进行加总，不难发现，股票型 ETF 整体流入方向与大盘当月走势相反，年初以来股票型 ETF 仅在 1 月和 4 月实现净流入，上述月份上证指数收益率均小于 0（1 月为-3.02%、4 月为-1.7%）。从具体的驱动因素上看，宽基 ETF 对股票型 ETF 整体流入流出起决定性作用，在 DeepSeek 快速出圈，科技成长快速走强的 2 月，宽基 ETF 净流出 1327 亿，完全覆盖掉其余类别 ETF 241 亿的净流入；而在 4 月市场快速下跌期间，“抄底资金”通过宽基 ETF 入市，当月 1835 亿的 ETF 净流入中宽基 ETF 占局超过 1785 亿，贡献率超过 97%。6-8 月市场加速上涨过程中，宽基 ETF 分别流出 346 亿、1090 亿和 739 亿，尽管科技类 ETF 持续贡献流入额，但整体流入规模无法对冲宽基 ETF 流出带来的影响，6-8 月股票型 ETF 整体流出 1280.64 亿。

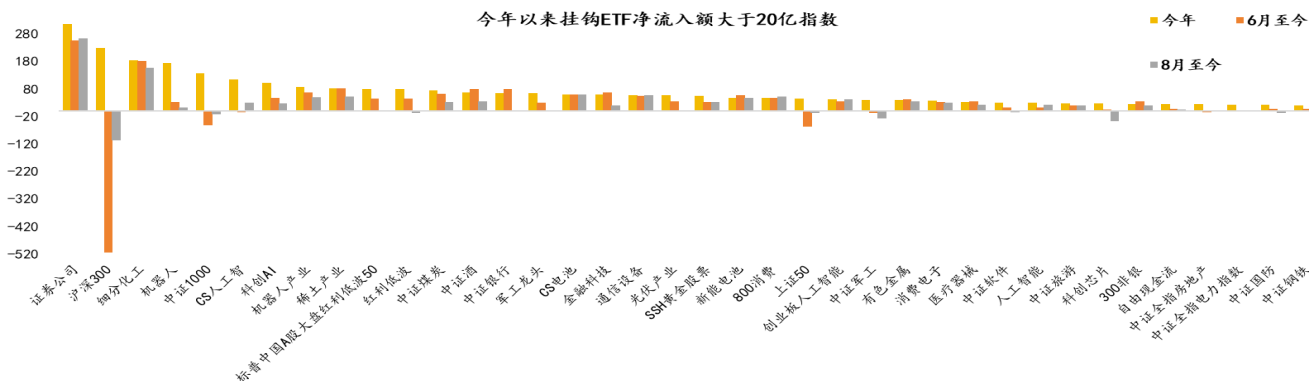
剔除宽基 ETF 后，ETF 资金流入的拐点滞后于大盘走势一个月，背后反映的是居民入场时的“钝感力”与主升浪中后段形成的“肌肉记忆”。1) 在 1 月下旬-2 月下旬“DeepSeek”技术突破引领的科技成长主升行情中，行业&主题 ETF 小幅流入，3 月科技成长板块结束升势，主题&行业 ETF 净流入达到 256 亿，较 2 月进一步提升 37 亿；2) 6-8 月大盘快速上攻突破 3800 点，单月收益率拾级而上（2.90%→3.74%→7.97%），期间行业主题 ETF 净流入分别为 70、274、484 亿，9 月以来科技波动放大，大盘收益率转负，但散户借助 ETF 参与科技成长行情热情不灭，行业与主题 ETF 净流入仍达到 358 亿。

图 1：今年股票型 ETF 月度净流入资金与上证指数收益率



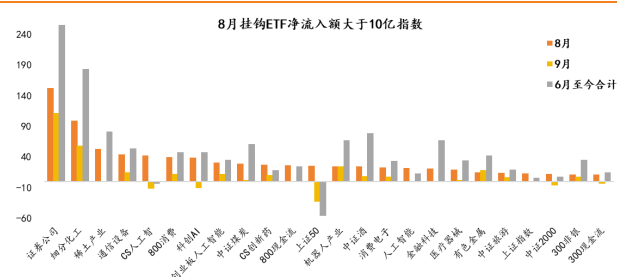
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

图 2：今年以来挂钩 ETF 净流入额大于 20 亿指数（亿元）



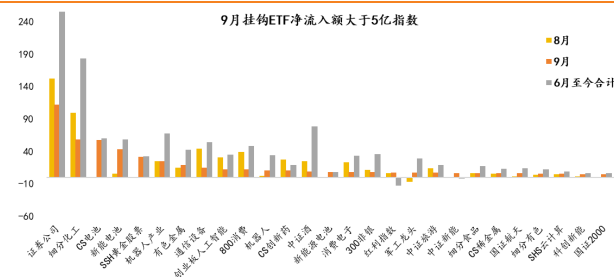
拆解至具体结构看，科技成长、非银和部分底仓资产，年初以来净流入额相对领先。1）从年初以来挂钩 ETF 净流入额超过 20 亿的指数共有 38 个，其中证券公司、沪深 300、细分化工、机器人、中证 1000 净流入额领先，分别达到 318、230、184、174 和 137 亿；2）年初以来挂钩 ETF 净流入超过 20 亿的指数可以简单分成三类，一是科技成长（包括机器人、人工智能、科创 AI、军工、通信设备、光伏产业、创业板人工智能、软件等）、二是非银（包括证券公司、金融科技、300 非银等）、三是部分底仓资产（包括沪深 300、中证 1000、800 消费、红利低波、自由现金流、电力指数、细分化工等）；3）从 6 月至今 ETF 净流入情况看，既有券商、稀土、人工智能、机器人等右侧品种快速流入，也有以中证酒指数为代表的左侧品种实现超过 75 亿的净流入，背后反映的是 ETF 投资者理念与行为分化明显，而这种分化更多体现在上涨初期，如中证酒指数 79 亿的净流入中，有近 45 亿来自于 6-7 月，而在行情更聚焦、主线更明显的 8 月，ETF 净流入更偏向弹性更大的科技成长和惯常认知下的“牛市旗手”——非银。

图 3：8 月挂钩 ETF 净流入额大于 10 亿指数（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：9 月挂钩 ETF 净流入额大于 5 亿指数（亿元）

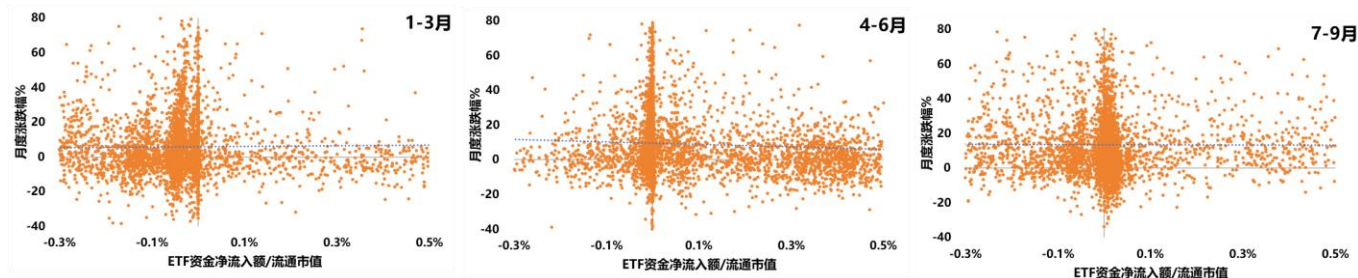


资料来源：Wind，天风证券研究所 注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

1.2. 定价权的边际变化

整体口径下，高 ETF 资金流入水平的个股涨幅并没有明显优势，甚至呈现微弱负相关。我们基于指数权重与 ETF 资金净流入对 ETF 资金之于个股的流向情况进行穿透，定义 ETF 资金净流入/流通市值为“ETF 净流入水平”。按季度拆解 ETF 定价权与个股涨跌幅之间的关系，不难发现，ETF 净流入水平与个股涨跌幅相关性不明显，从趋势线上看，4-6 月、7-9 月 ETF 资金净流入水平与个股涨跌幅甚至呈现微弱的负相关关系。

图 5：今年 Q1-Q3 的个股 ETF 资金净流入/流通市值与涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

本轮指数拾级而上过程中，ETF 资金追涨现象明显，流入节奏更偏右侧。1）ETF 资金在确定性的上涨行情中，流入节奏更偏右侧。我们将 ETF 净流入水平与个股当月平均涨幅进行分组观测，发现 7 月、8 月，ETF 净流入水平在 1% 以上的个股样本平均涨幅仅为 1.32%、6.23%，显著低于 ETF 净流入水平在 -0.5% 以下的样本。纵观 ETF 净流入水平由高至低的 10 个分组，7-8 月组内样本平均涨幅最高的组别恰好是 ETF 流出比例最大的两组。而到了 9 月，上述

现象出现逆转，ETF 净流入水平大于 1%的组别，平均涨幅达到 11.38%，而 ETF 净流入水平在 -1%到 -0.5%、-1%以下的两个组别内的样本个股平均涨幅分别仅为 -5.47%和 -9.07%。2) 为进一步验证 ETF 资金流入节奏上的领先滞后情况，我们梳理了 ETF 各流入水平组别样本上月与下月的涨跌幅，从结果上看，当月 ETF 资金流入额/流通市值大于 0.1%的三个组别，上月的平均涨幅为 4.44%；而上述指标小于 0.1%的七个组别，上月的平均涨跌幅仅为 3.80%。年初以来，符合“上个月涨得好”的行业或赛道，往往在下个月迎来更多 ETF 配置和交易资金的青睐。

图 6：2025 年 1-9 月 ETF 资金净流入/流通市值与涨跌幅

ETF 资金净流入额/ 流通市值	月平均涨跌幅%								
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
大于1%	-2.58	12.07	-7.19	-3.47	-7.44	-0.67	1.32	6.23	11.38
0.5%至1%	-3.24	27.88	-3.62	-3.30	-2.85	-0.44	4.94	12.27	2.00
0.1%至0.5%	-1.62	5.31	-1.92	-3.01	-0.64	6.18	6.31	10.51	0.38
0.05%至0.1%	-2.52	6.12	-0.93	-2.40	1.83	14.70	4.36	8.89	-1.11
0至0.05%	-1.39	8.38	1.89	-1.98	2.78	4.24	4.11	7.69	0.22
-0.05%至0	-1.20	8.55	0.30	-0.46	6.62	6.57	5.18	9.33	-0.28
-0.1%至-0.05%	-2.93	8.11	1.01	-5.45	2.75	5.39	5.01	7.22	-2.84
-0.5%至-0.1%	-2.00	3.34	0.01	-3.85	2.63	5.65	8.09	9.06	-4.03
-1%至-0.5%	-	8.82	-1.86	-	4.17	1.78	14.10	14.47	-5.47
小于-1%	-	10.17	-0.23	-	1.90	-3.80	13.12	14.94	-9.07

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

图 7：每月 ETF 资金净流入/流通市值与前后 1 个月涨跌幅关系

ETF 资金净流入额/ 流通市值	下月平均涨跌幅%							
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
大于1%	-0.32	-1.98	-8.60	2.60	11.70	3.30	0.80	-0.40
0.5%至1%	-1.91	-5.58	-2.71	1.99	4.03	0.42	7.72	-2.03
0.1%至0.5%	6.16	-0.60	-2.90	3.00	7.16	3.15	9.27	-1.76
0.05%至0.1%	5.83	0.25	-3.76	5.37	6.34	2.44	12.13	0.18
0至0.05%	8.31	-0.33	-1.01	6.78	5.35	4.67	7.41	-0.07
-0.05%至0	8.79	0.59	-2.09	8.98	6.92	4.65	7.91	-0.51
-0.1%至-0.05%	7.20	0.04	-3.99	4.76	6.10	6.03	8.41	-1.46
-0.5%至-0.1%	11.23	0.82	-2.53	5.17	4.27	10.04	11.67	-2.30
-1%至-0.5%	-	-1.73	-3.62	-	1.22	7.35	12.66	-4.89
小于-1%	-	-2.76	-3.15	-	0.53	8.70	11.34	-2.83

ETF 资金净流入额/ 流通市值	上月平均涨跌幅%							
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
大于1%	5.40	11.02	-0.70	-7.53	3.51	-0.33	8.10	13.37
0.5%至1%	2.64	11.51	0.15	-0.83	2.19	10.20	5.67	11.57
0.1%至0.5%	-4.74	10.80	0.16	-2.20	2.97	6.15	5.67	11.72
0.05%至0.1%	-3.79	6.54	1.65	-3.27	4.08	4.96	5.41	9.33
0至0.05%	-0.92	8.45	0.28	-3.59	5.72	6.72	4.45	8.01
-0.05%至0	-1.38	8.08	0.08	-2.04	6.29	5.97	5.79	7.86
-0.1%至-0.05%	-2.04	7.22	-0.14	-2.88	3.32	4.58	8.91	7.57
-0.5%至-0.1%	-1.81	5.39	-1.05	-3.34	2.21	6.23	11.77	11.46
-1%至-0.5%	-2.43	8.11	-	-0.87	0.30	4.27	2.53	19.84
小于-1%	-0.92	5.68	-	-4.94	1.95	9.51	3.80	16.43

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

但是 ETF 定价权在 5-9 月边际有上升，ETF 资金在本轮牛市逐渐变得更加“聪明”。考虑到大数样本下 ETF 定价权规律不够明显，我们进一步分市值组对 ETF 流入水平和组内样本当月平均涨幅进行观测。从结果上看，各市值组下较为一致的规律是 ETF 定价权在 5-9 月有边际提升，指数在“拾阶而上”的过程中，收益率最高组别对应的 ETF 资金流入水平也“拾阶而上”。权重股赔率最高，体现为 100 亿以上、50-100 亿、10-50 亿三个不同自由流通市值组中，ETF 流入资金水平在 0.3%以上时，流通市值在 10-50 亿的样本平均涨幅显

著低于流通市值大于 50 亿的样本。

图 8：每月 ETF 资金净流入/流通市值与当月涨跌幅关系（分市值组）

ETF 资金净流入额/ 流通市值	月平均涨跌幅%（流通市值大于 100 亿元样本）								
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
大于 0.5%	-2.40	26.58	-1.99	-3.09	-4.38	6.22	3.78	13.45	3.37
0.4%至 0.5%	0.36	4.53	-4.45	-4.34	-4.03	1.53	8.63	19.23	3.90
0.3%至 0.4%	-0.98	10.13	-9.85	-2.93	1.59	1.93	7.88	11.92	6.58
0.2%至 0.3%	-2.63	10.62	-2.84	-2.47	0.48	10.29	5.56	18.33	0.53
0.1%至 0.2%	-1.58	7.71	-2.24	-3.88	-3.22	6.10	4.13	11.01	-3.57
0%至 0.1%	-0.36	12.29	-0.56	-2.77	-1.86	8.29	4.69	18.35	-2.15
-0.1%至 0	-2.53	13.26	0.45	-3.28	2.25	7.31	7.41	12.30	-0.38
-0.2%至 -0.1%	2.85	3.48	0.06	-2.77	2.14	3.71	8.68	10.29	-2.17
-0.3%至 -0.2%	2.78	3.79	0.31	-9.28	0.61	5.80	4.92	13.69	-6.26
-0.4%至 -0.3%	-	0.40	0.21	-	1.24	6.56	5.58	13.85	-6.39
-0.5%至 -0.3%	-	4.05	2.36	-	2.89	3.69	6.03	13.55	0.00
小于 -0.5%	-	11.13	1.52	-	3.98	2.57	7.45	16.41	-5.94
ETF 资金净流入额/ 流通市值	月平均涨跌幅%（流通市值介于 50-100 亿元样本）								
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
大于 0.5%	-4.20	24.08	-5.37	-3.86	0.78	-1.43	5.28	10.00	1.99
0.4%至 0.5%	-3.08	2.91	-0.57	-3.23	-1.74	0.03	7.73	15.27	11.23
0.3%至 0.4%	1.12	4.50	-2.31	-4.31	-0.32	4.59	3.53	8.04	5.61
0.2%至 0.3%	0.65	8.28	4.87	-2.57	-1.06	2.73	10.51	12.00	1.04
0.1%至 0.2%	-4.01	2.30	-4.63	-3.57	-1.15	8.97	10.31	8.14	-1.21
0%至 0.1%	-0.68	11.44	-0.59	1.48	-0.17	8.57	7.97	13.14	-1.13
-0.1%至 0	0.22	12.59	1.49	-1.64	4.91	5.95	6.02	11.07	-1.34
-0.2%至 -0.1%	-2.35	3.63	-0.03	-10.72	3.42	6.94	10.45	10.27	-6.61
-0.3%至 -0.2%	2.40	0.69	1.42	-	1.78	4.67	12.45	6.24	-3.77
-0.4%至 -0.3%	-5.94	6.73	0.24	-	7.22	2.92	1.10	10.05	-1.85
-0.5%至 -0.3%	-	5.80	-1.67	-	5.25	5.86	3.39	3.52	-6.50
小于 -0.5%	-	5.95	-1.13	-	3.91	-1.51	47.29	9.71	-7.32
ETF 资金净流入额/ 流通市值	月平均涨跌幅%（流通市值介于 10-50 亿元样本）								
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
大于 0.5%	-2.52	14.23	-5.38	-3.19	-2.63	-1.13	4.57	6.73	0.08
0.4%至 0.5%	-5.63	-0.70	4.31	-4.93	-1.52	1.88	5.68	5.74	0.80
0.3%至 0.4%	-0.91	1.46	0.21	-1.23	0.29	-0.85	4.26	4.89	2.55
0.2%至 0.3%	4.00	4.20	-3.14	-2.01	-1.37	3.62	3.60	8.01	1.58
0.1%至 0.2%	-2.85	3.71	-0.58	-1.38	3.39	10.61	6.47	6.28	-1.58
0%至 0.1%	-2.12	6.59	2.96	-2.16	4.63	5.03	3.63	6.12	0.43
-0.1%至 0	-1.50	8.33	0.41	-0.65	6.25	6.65	4.77	7.94	-0.57
-0.2%至 -0.1%	-5.59	3.99	0.51	-2.81	1.79	7.48	9.44	2.15	-5.08
-0.3%至 -0.2%	-5.87	-0.56	0.06	-4.89	5.79	5.87	11.22	5.64	-4.17
-0.4%至 -0.3%	-10.62	1.74	-0.59	-	2.15	3.61	5.49	2.17	-4.78
-0.5%至 -0.3%	-	9.51	-1.48	1.99	10.50	2.61	2.08	5.72	-6.74
小于 -0.5%	-	8.86	-1.63	-	2.91	1.94	5.50	7.59	-8.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：9 月数据截止 2025/9/9，下同

2. 风险提示

1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

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