



公募基金季报透析专题

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

联系人：李超

zhangchil@gjzq.com.cn

lichao5@gjzq.com.cn

防御性配置增强，但尚未形成主线——公募基金一季度持仓分析

一、公募基金持股结构三大变化：弱减持、转被动、转债券

2024年Q1主动偏股型基金的持股市值和定价权均延续明显下滑态势，分别降至28677.6亿元和4.2%，较前一季度分别下降了2366亿元和0.4%；相比之下，全部公募基金的持股市值和定价权较为稳定，持股市值小幅上升至52428.7亿元，环比增加465亿元，定价权略微降至7.68%，环比降低了0.02%。表明公募基金总盘子变化不大，但呈现从“主动权益”向“被动权益”转移，从权益向债券转移的态势。主动偏股型基金的股票仓位微降，其中灵活配置型基金和平衡混合型基金开始降低仓位。板块配置方面，主板、港股仓位提高，科创板、创业板、北证仓位下降。

二、主动偏股基金资金流向：仅净流入上游+周期

板块视角来看，主动偏股型基金对周期和上游板块由小额净流出转为小额净流入，对成长和TMT的净流出规模明显扩大。一级行业来看，主动偏股型基金净买入居前的依次为有色、公用事业和家电，净卖出居前的依次为医药、计算机和电子。二级行业来看，主动偏股型基金净买入居前的行业有白电、电力和工业金属，净卖出居前的行业有医疗服务、半导体和软件开发。主动偏股型基金净流入规模居前的个股分别是美的集团、宁德时代、洛阳钼业、紫金矿业和长江电力，其中宁德时代由上季度明显减仓转为明显加仓，净流出规模居前的个股分别是药明康德、贵州茅台、宝信软件、海康威视和智飞生物。

三、2024年一季度主动偏股基金行为启示：大盘价值防御

综合考虑主动偏股基金的资金流入、定价权、仓位和超配，我们可以得到以下发现：

1、指数层面，主动偏股基金“偏爱”大盘指数，“冷落”小盘指数。其在沪深300的定价权较高且下降最少，仓位长期位于60%以上且提升最多，超配在主要宽基规模指数中居首，表明公募基金主力仓位一直在沪深300为代表的大盘蓝筹股，对其青睐程度最高。主动偏股基金在中证1000的定价权较低且下降较多，仓位长期位于15%以下且下降最多，超配在主要宽基规模指数中排名垫底且本季转为欠配，表明公募基金本季度“冷落”中证1000为代表的小盘股。

2、板块层面，主动偏股基金“偏爱”周期板块，“冷落”成长和金融，年初的“哑铃策略”特征弱化，转向防御。其在周期板块本季度转为明显净流入，定价权虽不高但环比上升，仓位连续多季趋势向上且本季环比大幅提升，超配比例也趋势向上，考虑到其仍处明显欠配状态，后续增配空间依然广阔。主动偏股基金在成长和金融板块的定价权、仓位、超配均明显处于下行趋势且环比下降，同时连续2个季度净流出，表明公募基金对成长和金融的不看好。

3、行业层面，主动偏股基金“偏爱”有色、家电、通信，“冷落”医药、电子、非银。有色、家电、通信均符合以下特征：净流入规模居前、基金定价权较大且趋势明显上升、仓位较高且趋势向上、超配水平较高且趋势持续向上，这从多维度验证了如上3个行业备受基金追捧，有望继续强势；医药、电子、非银均符合以下特征：净流出规模居前、基金定价权、仓位和超配环比均明显下降，但医药和电子的仓位、超配仍处长周期的上升趋势，后续仍需保持追踪。

4、个股层面，主动偏股基金“偏爱”立讯精密、美的集团、紫金矿业、迈瑞医疗、恒瑞医药、海康威视、通富微电、恒瑞医药、温氏股份、巨星农牧、北方华创等，基金在如上这些股票的超配比例较高且环比上升最多，表明基金较为看好其后续表现。

综上，无论A股市场，抑或港股市场，主动偏股型基金均明显减仓成长（如科技、医药），尤其是中小盘，加仓上游和周期（有色、公用事业、能源、原材料），尤其是大盘股，反映在市场波动加大的时期，机构明显降低风险偏好，青睐“大盘价值”防御型配置。但同时观察到主动偏股基金在A股上游和周期板块的配置虽然趋势上持续小幅上行，仍然处于明显欠配状态，故若未来A股市场波动加剧，主动偏股基金仍有较大概率增配A股防御风格板块，贵金属、公用事业等行业值得投资者持续追踪。此外，基金定价权较大且趋势明显上升、仓位和超配较高且趋势向上、基本面逻辑顺畅的家电、通信行业亦值得关注。

四、基于机构配置行为对当前防御策略的影响展望

我们认为公募基金在防御板块仓位提升空间的排序为红利>出海>困境反转>贵金属。1、主动偏股基金在中证红利成分股的定价权为0.72%，且趋势自2021年Q1见顶后持续大幅回落，相比其在全A约4%的定价权水平，其在高股息股票的定价权依然明显偏低；其中证红利的仓位达到5.54%，趋势小幅上行，但超配比例仅为-12%，且趋势持续下行，表明红利股票依然严重欠配，尤其欠配银行、石油石化和煤炭，后续仓位提升的空间广阔。2、主动偏股基金在出海板块的仓位和超配已然不低，但其定价权仅为2.9%，相比其在全A约4%的定价权水平依然偏低，且趋势小幅下行，考虑到中国企业出海是长期战略方向，基金在出海板块的增配空间仍然较大。

风险提示

基金持仓数据滞后、重仓股数据不能完全代表基金全部持股情况



内容目录

1、 公募基金持股结构三大变化：弱减持、转被动、转债券.....	6
2、 主动偏股基金配置情况.....	7
2.1 主动偏股基金的资金流向：上游+周期.....	7
2.2 主动偏股基金定价权：周期风格定价权上升.....	9
2.2.1 宽基指数定价权剖析：沪深 300 环比下降最少.....	9
2.2.2 定价权横向剖析：有色、通信、家电的定价权进一步得到巩固.....	10
2.2.3 定价权纵向剖析：关注定价权较强且趋于上升的行业.....	12
2.2.4 个股定价权一览：公募在哪些股票影响力最大？.....	13
2.3 主动偏股基金的持仓特征：减仓成长，加仓上游周期.....	15
2.3.1 宽基指数仓位剖析：机构资金并无主动配置意愿.....	15
2.3.2 仓位横向剖析：有色、家电、公用事业与交运环比改善明显.....	15
2.3.3 仓位纵向剖析：重视防御方向.....	17
2.3.4 个股仓位一览：持股集中度明显提高.....	18
2.4 机构资金偏好（超配比例）：明显青睐防御配置.....	20
2.4.1 宽基指数：机构偏好大市值成长方向.....	20
2.4.2 超配横向剖析：机构偏好有色、通信、电力设备及家电.....	20
2.4.3 超配纵向剖析：重视机构资金明显偏好，且持续性追加资金的方向.....	22
2.4.4 个股超配比例一览：哪些股票最受公募青睐？.....	23
2.5 主动偏股基金港股持仓剖析：青睐能源业、原材料业.....	25
2.5.1 港股定价权：总体上升，在原材料业定价权明显上升.....	25
2.5.2 港股仓位：重仓并加仓能源业，减仓医疗保健、非必需消费、资讯科技.....	26
2.5.3 港股超配比例（偏好）：青睐能源业、原材料业.....	27
2.5.4 主动偏股基金港股持仓 TOP20：小幅加仓美团、快手.....	28
3、 2024 年一季度主动偏股基金行为启示：大盘价值防御.....	28
4、 基于机构配置行为对当前防御策略的影响展望.....	29
4.1 红利板块：仓位提升空间广阔.....	29
4.2 出海板块：增配空间仍然较大.....	30
4.3 困境反转板块：增配空间仍在.....	31
4.4 贵金属行业：机构资金青睐有望中长期支撑股价.....	32
风险提示.....	32



图表目录

图表 1: 股票类公募基金分类一览.....	6
图表 2: 主动偏股型基金的持股市值和定价权明显下降.....	6
图表 3: 全部公募基金的持股市值和定价权较为稳定.....	6
图表 4: 主动偏股型基金的股票仓位微降.....	7
图表 5: 主板、港股仓位提高, 科创板、创业板、北证仓位下降.....	7
图表 6: 主动偏股型基金小额净流入周期.....	8
图表 7: 主动偏股型基金小额净流入上游.....	8
图表 8: 主动偏股型基金一季度大幅流入有色、公用事业和家电.....	8
图表 9: 主动偏股型基金大额流入白电、电力.....	8
图表 10: 主动偏股型基金大额流出医疗服务、半导体.....	8
图表 11: 主动偏股型基金一季度净流入和净流出金额 TOP50 个股.....	9
图表 12: 主动偏股型基金重仓股所在指数定价权: 沪深 300 环比下降最少.....	10
图表 13: 主动偏股型基金定价权较高的一级行业: 餐饮、医药、电子.....	10
图表 14: 主动偏股型基金定价权上升较多的一级行业: 通信、有色、轻工.....	11
图表 15: 主动偏股型基金定价权较高的二级行业: 贵金属、油气开采、电池.....	11
图表 16: 主动偏股型基金定价权上升较多的二级行业: 文娱用品、白电、影视院线.....	12
图表 17: 周期板块基金定价权上升.....	12
图表 18: 上游板块基金定价权上升.....	12
图表 19: 成长板块的基金定价权: 通信、美容护理有企稳并形成上升趋势的迹象.....	13
图表 20: 消费板块的基金定价权: 家电上升, 餐饮下降.....	13
图表 21: 周期板块的基金定价权: 有色、公用事业上升.....	13
图表 22: 金融板块的基金定价权: 仍处下降通道.....	13
图表 23: 主动偏股型基金一季度定价权 TOP50 个股.....	14
图表 24: 主动偏股型基金重仓股所在指数分布: 沪深 300 环比上升.....	15
图表 25: 主动偏股型基金仓位上升较多的一级行业: 有色、通信和家电.....	16
图表 26: 主动偏股型基金仓位较高的一级行业: 餐饮、电子和医药.....	16
图表 27: 主动偏股型基金仓位上升较多的二级行业: 白电、工业金属和电力.....	16
图表 28: 主动偏股型基金仓位较高的二级行业: 白酒、半导体和电池.....	17
图表 29: 周期和消费板块仓位环比上升.....	17
图表 30: 上游仓位继续明显上升.....	17
图表 31: 成长板块的基金仓位: 电力设备、通信明显上升.....	18
图表 32: 消费板块的基金仓位: 家电明显上升.....	18
图表 33: 周期板块的基金仓位: 有色、公用事业明显上升.....	18



图表 34:	金融板块的基金仓位: 银行明显上升	18
图表 35:	主动偏股型基金一季度重仓 TOP50 个股	19
图表 36:	主动偏股型基金重仓股所在指数超配比例: 宁组合环比下降最少	20
图表 37:	主动偏股型基金超配比例上升较多的一级行业: 有色、通信、电力设备	21
图表 38:	主动偏股型基金超配比例较高的一级行业: 食品饮料、电力设备、电子	21
图表 39:	主动偏股型基金超配比例上升较多的二级行业: 白电、工业金属、通信设备	21
图表 40:	主动偏股型基金超配比例较高的二级行业: 白酒、半导体、电池	22
图表 41:	消费板块超配环比上升	22
图表 42:	上游板块超配继续上升	22
图表 43:	成长板块的基金超配: 通信、电力设备明显上升	23
图表 44:	消费板块的基金超配: 家电继续提升	23
图表 45:	周期板块的基金超配: 有色、公用事业继续提升	23
图表 46:	金融板块的基金超配: 银行明显下降	23
图表 47:	主动偏股型基金一季度超配 TOP50 个股	24
图表 48:	主动偏股基金重仓的港股定价权环比上升	25
图表 49:	主动偏股基金重仓占有所有重仓股的比例上升	25
图表 50:	主动偏股型基金港股定价权较高的行业: 能源、原材料、医疗保健	25
图表 51:	主动偏股型基金港股定价权上升较多的行业: 原材料业	26
图表 52:	主动偏股型基金港股仓位较高的行业: 资讯科技业、能源业、非必需消费	26
图表 53:	主动偏股基金港股仓位上升较多的行业: 能源业、原材料业	27
图表 54:	主动偏股型基金港股超配较多的行业: 能源业、资讯科技业、医疗保健	27
图表 55:	主动偏股基金港股超配上升较多的行业: 能源业、原材料业	28
图表 56:	主动偏股型基金港股持仓 TOP20	28
图表 57:	主动偏股基金在中证红利的超配继续下降	29
图表 58:	主动偏股基金在中证红利的定价权明显偏低	29
图表 59:	主动偏股基金在中证红利的行业仓位分布	30
图表 60:	主动偏股基金在中证红利的行业超配比例	30
图表 61:	主动偏股基金在中证红利的行业仓位趋势 (持仓市值最多的 TOP6 行业)	30
图表 62:	主动偏股基金在中证红利的行业超配趋势 (持仓市值最多的 TOP6 行业)	30
图表 63:	主动偏股基金在中证红利的行业仓位分布 (持仓市值最多的 TOP7-10 行业)	30
图表 64:	主动偏股基金在中证红利的行业超配比例 (持仓市值最多的 TOP7-10 行业)	30
图表 65:	主动偏股基金重仓出海板块的仓位持续上升	31
图表 66:	主动偏股基金在出海板块的定价权上升	31
图表 67:	主动偏股基金重仓纺织服饰的仓位持续上升	31
图表 68:	主动偏股基金在纺织服饰的定价权继续上升	31



图表 69: 主动偏股基金重仓困境反转的仓位持续上升.....	32
图表 70: 主动偏股基金在困境反转板块的定价权上升.....	32
图表 71: 主动偏股基金重仓贵金属的超配持续上升.....	32
图表 72: 主动偏股基金在贵金属的定价权较高.....	32

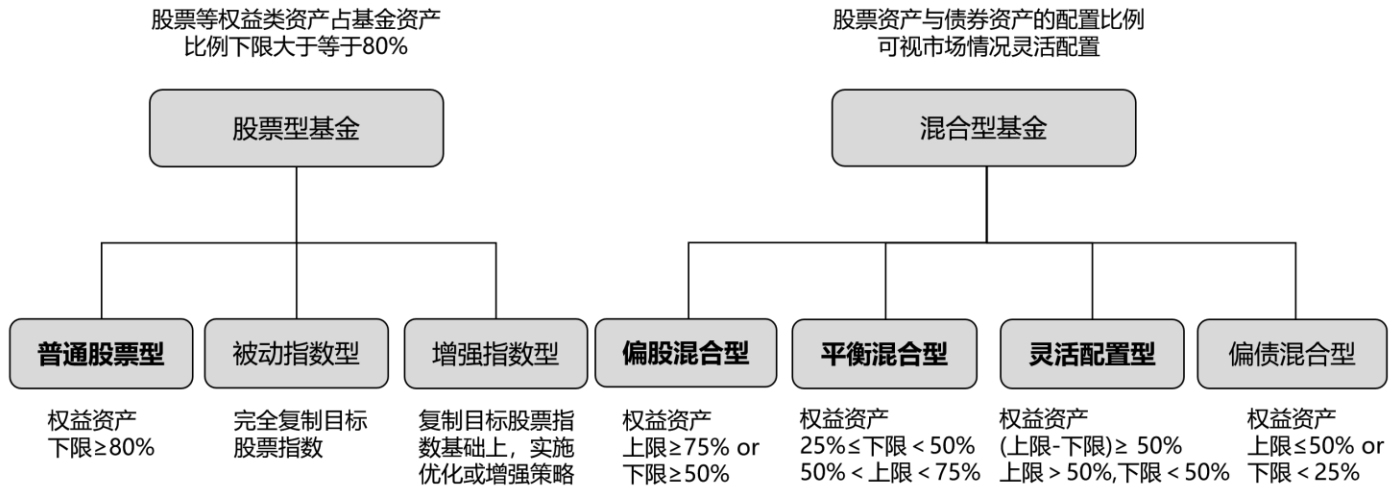


1、公募基金持股结构三大变化：弱减持、转被动、转债券

本篇报告的研究样本选自主动偏股型基金，包括：普通股票型+偏股混合型+灵活配置型+平衡混合型，即为了更准确地观察公募基金对股票“主动配置”的情况，分别从股票型基金剔除了指数类基金，以及从混合型基金中剔除了偏债混合类，以减少两者可能造成的扰动影响。

图表1：股票类公募基金分类一览

股票类公募基金分类



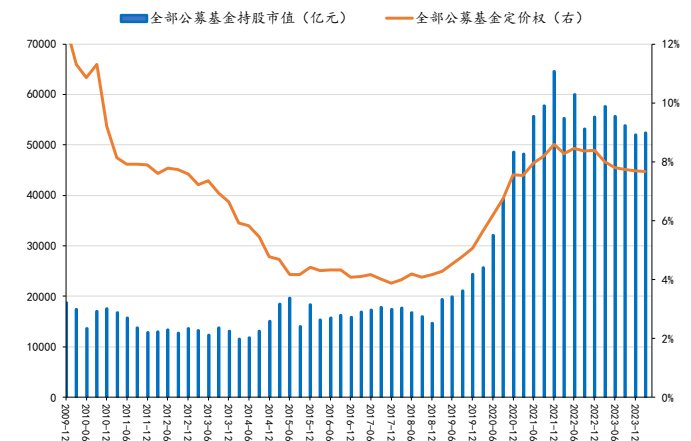
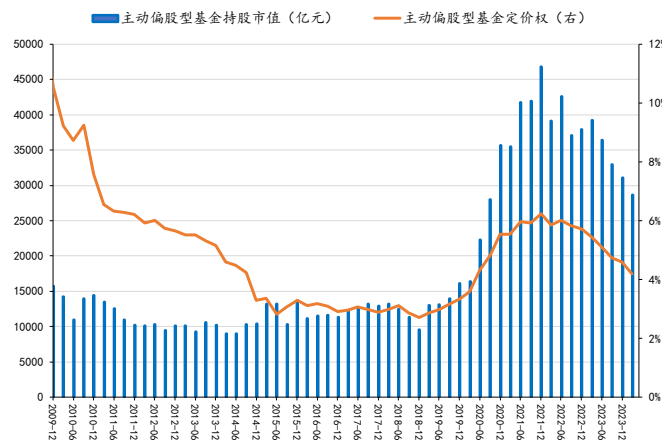
来源：Wind、国金证券研究所

注：根据公募基金实际资产配置情况，定义图中加粗的基金类型为主动偏股型公募基金

2024年Q1主动偏股型基金的持股市值和定价权¹均延续明显下滑态势，分别降至2.87万亿元和4.2%，较前一季度分别下降了2,366亿元（降幅为7.6%）和0.4pct。相比之下，全部公募基金的持股市值和定价权较为稳定，持股市值小幅上升至5.2亿元，环比增加465亿元，定价权环比略微下降0.02pct至7.68%。这意味着，公募基金总盘子变化不大，但结构调整呈现两类趋势：一是配置从“主动权益”向“被动权益”转移；二是配置从权益向债券转移。

图表2：主动偏股型基金的持股市值和定价权明显下降

图表3：全部公募基金的持股市值和定价权较为稳定



来源：Wind、国金证券研究所

注：定价权=基金持股市值/A股流通市值，下同

来源：Wind、国金证券研究所

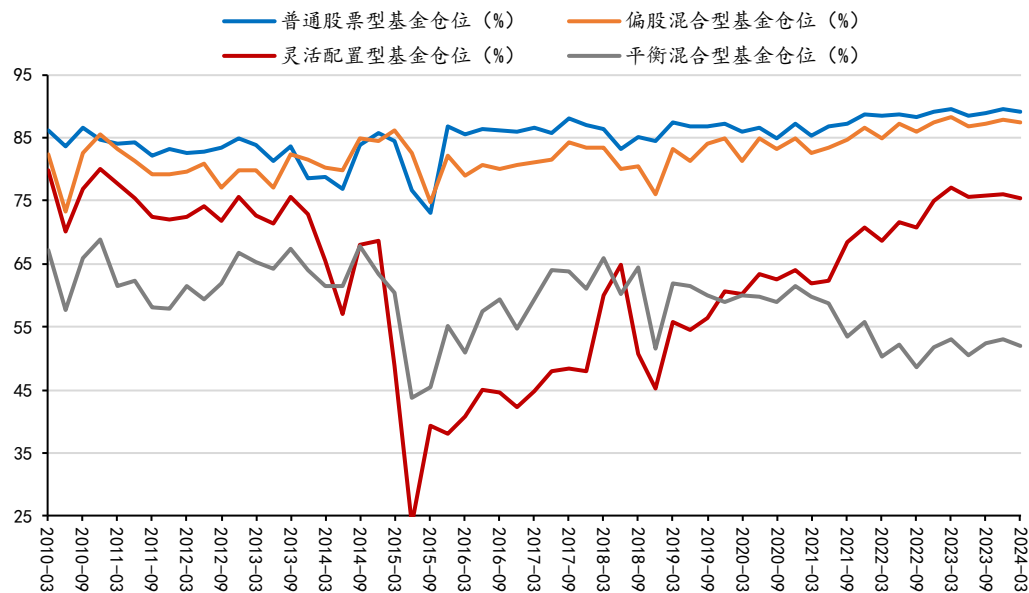
主动偏股型基金“权益减持”结构排序：平衡混合>灵活配置>偏股混合>普通股票型。具体来看：普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金和平衡混合型基金的股票仓位按季环比分别降至89.13%(-0.36pct)、87.38%(-0.5pct)、75.47%(-0.53pct)和52.05%

¹ 定价权：基金持股市值/A股流通市值。



(-0.99pct)。这意味着，一是可投资范围较广且无持股下限要求的基金类型更偏向于切换“非权益类”资产防御；二是“纯股票”型或仍有持股下限要求的基金亦未出现类似“2015年”、“2018年”期间的“恐慌性减持”。

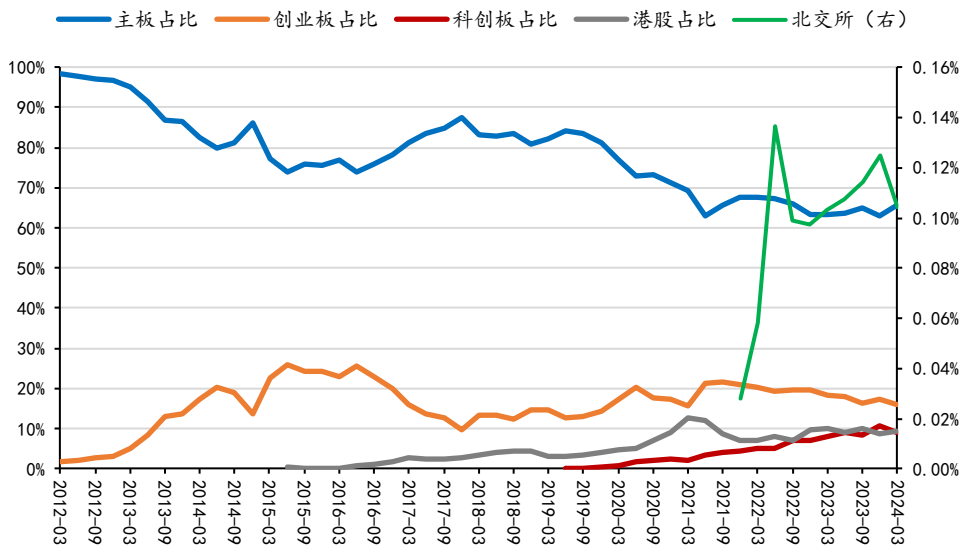
图4：主动偏股型基金的股票仓位微降



来源：Wind、国金证券研究所

主要板块配置情况：主板、港股仓位提高；科创板、创业板、北证仓位下降。主板、港股配置按季环比分别上升至 65.6% (+2.6pct) 和 9.3% (+0.6pct)，创业板、科创板、北证配置比重分别下降至 16.1% (-1.4pct)、8.9% (-1.8pct)、0.10% (-0.02pct)。这意味着：成长获利了结，并转向低估值方向防御。

图5：主板、港股仓位提高，科创板、创业板、北证仓位下降



来源：Wind、国金证券研究所

注：这里采用的是全部持股市值口径，而非重仓市值口径

2、主动偏股基金配置情况

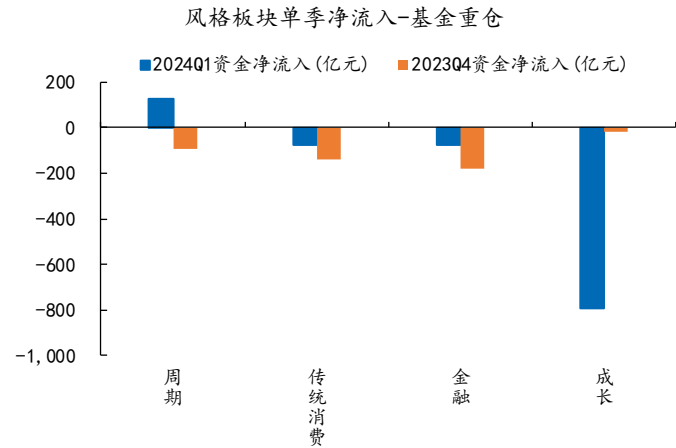
2.1 主动偏股基金的资金流向：上游+周期

主动偏股型基金“钟爱”上游+周期。风格视角来看，主动偏股型基金净流出多数板块，对周期由小额净流出转为小额净流入，对成长的净流出规模明显扩大；产业链视角来看，主动偏股型基金净流出多数板块，对上游由小额净流出转为小额净流入，对TMT和下游的



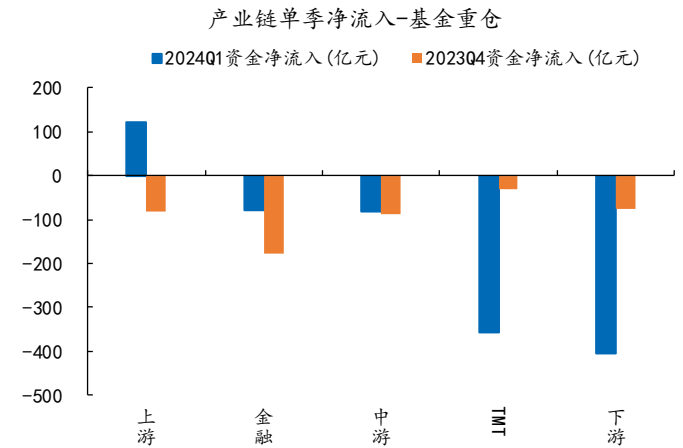
净流出规模明显扩大。

图表6: 主动偏股型基金小额净流入周期



来源: Wind、国金证券研究所

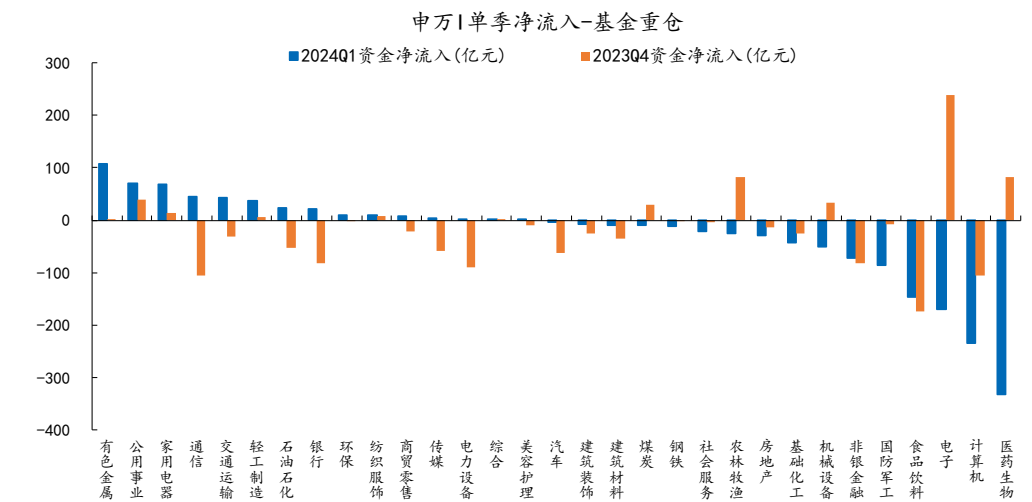
图表7: 主动偏股型基金小额净流入上游



来源: Wind、国金证券研究所

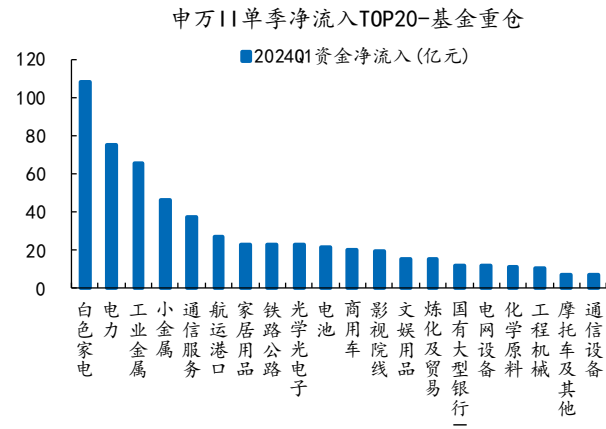
一级行业来看,主动偏股型基金净流入资金规模 Top3 为:有色、公用事业和家电;Bottom3 为:医药、计算机和电子。二级行业来看,主动偏股型基金净买入资金规模 Top3 为:白电、电力和工业金属;Bottom3 为:医疗服务、半导体和软件开发。

图表8: 主动偏股型基金一季度大幅流入有色、公用事业和家电



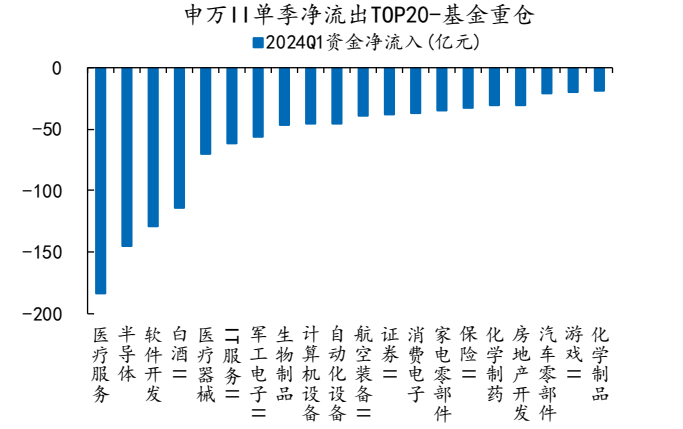
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 主动偏股型基金大额流入白电、电力



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 主动偏股型基金大额流出医疗服务、半导体



来源: Wind、国金证券研究所



个股来看，主动偏股型基金净流入规模居前的分别是美的集团、宁德时代、洛阳钼业、紫金矿业和长江电力，其中宁德时代由上季度明显减仓转为明显加仓；净流出规模居前的分别是药明康德、贵州茅台、宝信软件、海康威视和智飞生物，海康威视和智飞生物由上季度的明显加仓转为明显减仓。

图表11：主动偏股型基金一季度净流入和净流出金额 TOP50 个股

2024Q1 个股净流入Top50：基金重仓						2024Q1 个股净流出Top50：基金重仓					
序号	一级行业	代码	简称	2024Q1 资金净流入(亿元)	2023Q4 资金净流入(亿元)	序号	一级行业	代码	简称	2024Q1 资金净流出(亿元)	2023Q4 资金净流入(亿元)
1	家用电器	000333.SZ	美的集团	50.36	37.33	1	医药生物	603259.SH	药明康德	-103.2	-24.6
2	电力设备	300750.SZ	宁德时代	49.9	-53.4	2	食品饮料	600519.SH	贵州茅台	-93.8	-81.6
3	有色金属	603993.SH	洛阳钼业	39.36	-2.35	3	计算机	600845.SH	宝信软件	-41.7	8.7
4	有色金属	601899.SH	紫金矿业	39.34	31.35	4	计算机	002415.SZ	海康威视	-37.3	32.1
5	公用事业	600900.SH	长江电力	34.36	5.3	5	医药生物	300122.SZ	智飞生物	-34.4	27.0
6	通信	600941.SH	中国移动	24.24	-17.9	6	家用电器	002050.SZ	三花智控	-33.0	4.7
7	通信	600522.SH	中天科技	23.36	2.0	7	医药生物	600276.SH	恒瑞医药	-28.2	15.2
8	家用电器	000651.SZ	格力电器	22.32	-28.6	8	医药生物	300760.SZ	迈瑞医疗	-27.7	16.7
9	轻工制造	603816.SH	顾家家居	20.39	-0.12	9	医药生物	300015.SZ	爱尔眼科	-25.3	-22.1
10	电子	002371.SZ	北方华创	20.35	17.3	10	食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	-23.5	-37.3
11	汽车	000338.SZ	潍柴动力	18.38	9.7	11	医药生物	600085.SH	同仁堂	-22.5	-4.9
12	家用电器	600690.SH	海尔智家	17.38	5.0	12	电子	688008.SH	澜起科技	-22.5	35.2
13	交通运输	600026.SH	中远海能	17.35	2.9	13	汽车	603596.SH	伯特利	-20.4	-1.5
14	轻工制造	603899.SH	晨光股份	16.31	3.3	14	煤炭	601225.SH	陕西煤业	-20.3	21.0
15	医药生物	000423.SZ	东阿阿胶	16.30	0.0	15	电子	002475.SZ	立讯精密	-19.9	44.4
16	电子	000100.SZ	TCL科技	15.37	12.3	16	计算机	300033.SZ	同花顺	-19.3	3.8
17	电力设备	603806.SH	福斯特	15.36	-1.10	17	医药生物	002821.SZ	凯莱英	-19.1	-12.0
18	电子	688036.SH	传音控股	15.34	-10.4	18	医药生物	600129.SH	太极集团	-19.1	-8.5
19	计算机	000977.SZ	浪潮信息	15.34	-9.7	19	电力设备	300037.SZ	新宙邦	-18.6	-0.4
20	电子	688012.SH	中微公司	15.30	-0.35	20	电子	300782.SZ	卓胜微	-18.4	11.6
21	煤炭	601918.SH	新集能源	14.35	0.0	21	电力设备	688390.SH	固德威	-17.9	1.4
22	食品饮料	600809.SH	山西汾酒	14.33	15.1	22	医药生物	000661.SZ	长春高新	-16.8	4.0
23	电力设备	300274.SZ	阳光电源	13.32	9.5	23	电子	002156.SZ	通富微电	-16.0	30.4
24	电子	002916.SZ	深南电路	13.35	0.7	24	电子	600584.SH	长电科技	-16.0	-1.6
25	计算机	300017.SZ	网宿科技	13.32	3.9	25	通信	000063.SZ	中兴通讯	-15.8	-70.5
26	有色金属	000933.SZ	神火股份	13.31	-7.38	26	电子	688981.SH	中芯国际	-15.5	25.5
27	医药生物	002422.SZ	科伦药业	12.36	14.36	27	交通运输	002352.SZ	顺丰控股	-15.2	5.7
28	基础化工	600309.SH	万华化学	12.32	-26.2	28	食品饮料	603345.SH	安井食品	-14.9	-1.1
29	有色金属	600489.SH	中金黄金	11.34	-5.38	29	农林牧渔	300498.SZ	温氏股份	-14.6	25.9
30	电子	601138.SH	工业富联	11.32	-46.8	30	非银金融	601318.SH	中国平安	-14.5	-40.0
31	汽车	600660.SH	福耀玻璃	10.39	0.7	31	电子	002241.SZ	歌尔股份	-14.5	20.9
32	公用事业	003816.SZ	中国广核	10.39	0.3	32	传媒	002555.SZ	三七互娱	-14.0	-11.3
33	家用电器	000921.SZ	海信家电	10.38	-2.35	33	电子	603501.SH	韦尔股份	-13.3	15.4
34	公用事业	600886.SH	国投电力	10.38	6.3	34	计算机	300454.SZ	深信服	-13.2	-4.3
35	基础化工	002648.SZ	卫星化学	10.35	-3.34	35	医药生物	300832.SZ	新产业	-13.2	27.7
36	机械设备	000528.SZ	柳工	9.32	-2.10	36	电子	002049.SZ	紫光国微	-12.9	-6.8
37	通信	601728.SH	中国电信	9.32	-4.8	37	非银金融	601601.SH	中国太保	-12.8	-13.5
38	石油石化	601857.SH	中国石油	9.32	-11.7	38	非银金融	600030.SH	中信证券	-12.6	-7.2
39	电子	688256.SH	寒武纪-U	9.32	8.0	39	国防军工	002179.SZ	中航光电	-12.4	1.1
40	通信	300502.SZ	新易盛	9.32	7.3	40	计算机	600570.SH	恒生电子	-12.2	-2.8
41	电子	002273.SZ	水晶光电	9.32	2.2	41	煤炭	600546.SH	山煤国际	-12.1	-14.5
42	交通运输	601872.SH	招商轮船	9.32	-0.35	42	房地产	600048.SH	保利发展	-11.8	-8.4
43	电子	000725.SZ	京东方A	9.32	6.0	43	建筑装饰	002541.SZ	鸿路钢构	-11.7	-2.3
44	建筑装饰	603979.SH	金诚信	9.32	2.1	44	基础化工	300910.SZ	瑞丰新材	-11.6	9.4
45	食品饮料	603369.SH	今世缘	9.32	-10.3	45	机械设备	688017.SH	绿的谐波	-11.0	20.2
46	传媒	002739.SZ	万达电影	8.32	-0.11	46	医药生物	600079.SH	人福医药	-10.8	4.6
47	农林牧渔	002714.SZ	牧原股份	8.32	26.2	47	医药生物	603882.SH	金城医药	-10.8	-3.1
48	传媒	300251.SZ	光线传媒	8.32	-0.35	48	医药生物	002044.SZ	美年健康	-10.8	-3.3
49	交通运输	601006.SH	大秦铁路	8.32	-1.10	49	基础化工	600426.SH	华鲁恒升	-10.1	-12.4
50	银行	600036.SH	招商银行	7.32	-14.3	50	电力设备	300568.SZ	星源材质	-10.1	3.6

来源：Wind、国金证券研究所

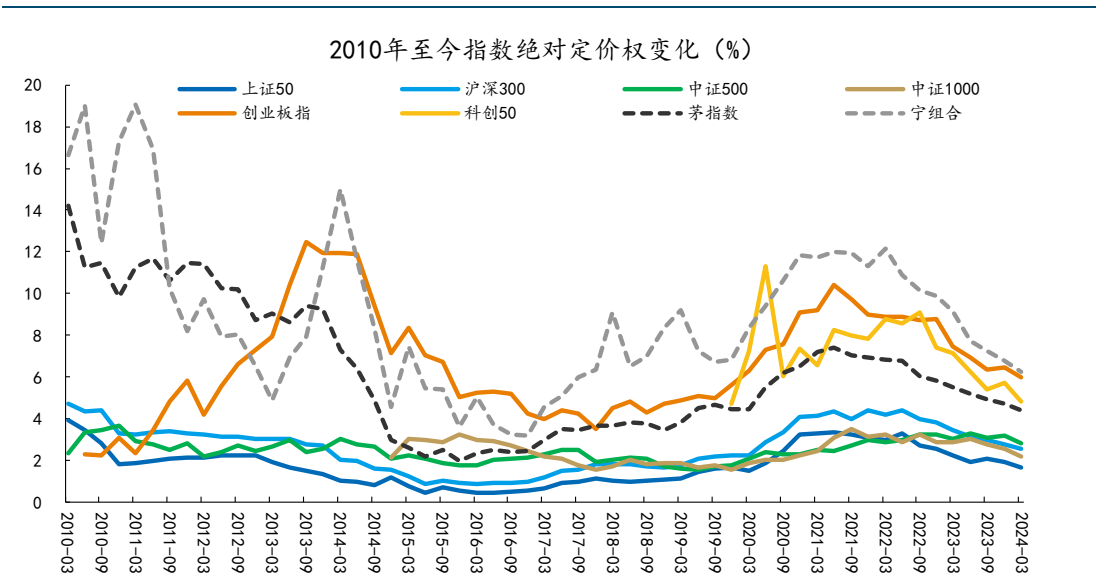
2.2 主动偏股基金定价权：周期风格定价权上升

2.2.1 宽基指数定价权剖析：沪深300环比下降最少

主动偏股基金重仓股所在指数的定价权降序排列：宁组合>创业板指>科创50>茅指数>中证500>沪深300>中证1000>上证50。各指数的定价权环比均下降，其中科创50下降最多，至4.83%（-0.87pct），沪深300下降最少，至2.56%（-0.22pct）。



图表12: 主动偏股型基金重仓股所在指数定价权: 沪深300环比下降最少



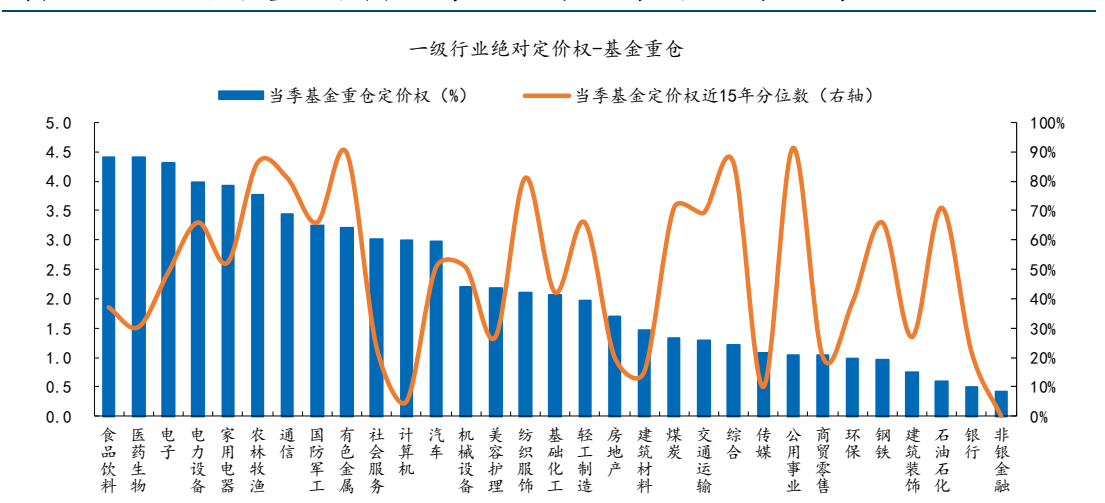
来源: Wind、国金证券研究所

2.2.2 定价权横向剖析: 有色、通信、家电的定价权进一步得到巩固

从定价权的绝对水平来看, 主动偏股型基金定价权较高的一级行业是**食品饮料、医药、电子和电力设备** (均在 4%-4.4%左右), 定价权较低的一级行业是非银、银行和石油石化, 排序相比上季基本不变; 定价权较高的二级行业是**贵金属、油气开采、电池**。主动偏股型基金定价权分位数处于近 15 年来高位的一级行业依次为**公用事业 (92%)、有色金属 (90%)、农林牧渔 (86%)、通信 (81%)、纺织服饰 (81%)**, 处于近 15 年低位的依次为**非银 (0%)、计算机 (5%)、传媒 (10%)、建材 (15%)、商贸零售 (20%)**; 定价权分位数处于近 15 年来高位的二级行业依次为**工业金属 (100%)、航运港口 (100%)、小金属 (98%)、金属新材料 (97%)、造纸 (93%)**, 处于近 15 年来低位的重点二级行业依次为**保险 (0%)、股份制银行 (1.6%)、饮料饮品 (1.6%)、证券 (3.3%)、IT 服务 (3.3%)**。

从定价权的变化水平来看, 主动偏股型基金定价权较大且上升的一级行业是**通信、有色、家电**, 定价权进一步得到巩固; 定价权较大且下降较多的一级行业是**计算机、军工、社服、医药、电子**, 定价权明显削弱; 定价权较小但上升较多的一级行业是**轻工、公用事业、交运**, 定价权提高并仍有进一步上升空间; 值得注意的是, **计算机、社服、食品饮料**的定价权连续 2 个季度明显下降。主动偏股型基金定价权上升较多的二级行业是**文娱用品 (2.13%)、白电 (1.33%) 和影视院线 (1.28%)**, 定价权下降较多的二级行业是**医疗服务 (-3.02%)、家电零部件 (-2.45%) 和军工电子 (-1.83%)**。

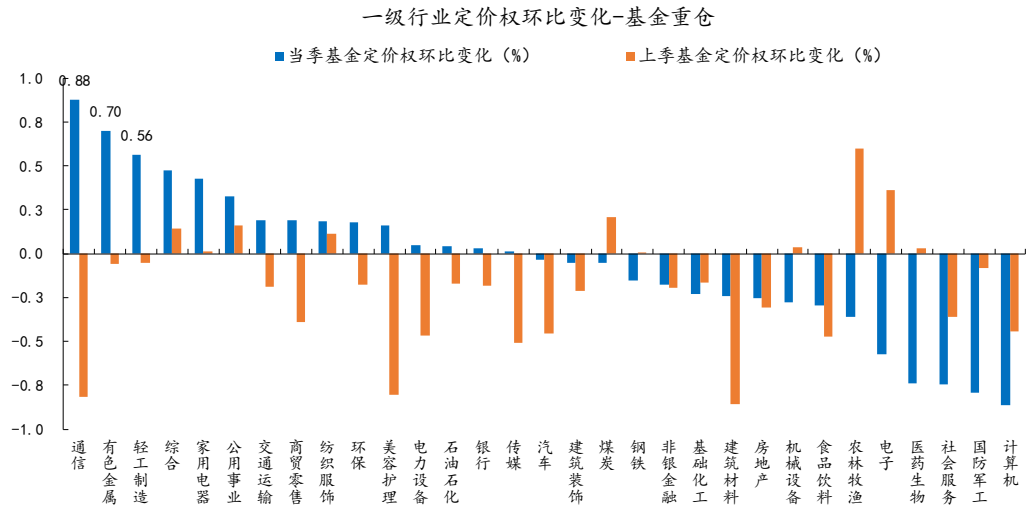
图表13: 主动偏股型基金定价权较高的一级行业: 食品饮料、医药、电子



来源: Wind、国金证券研究所

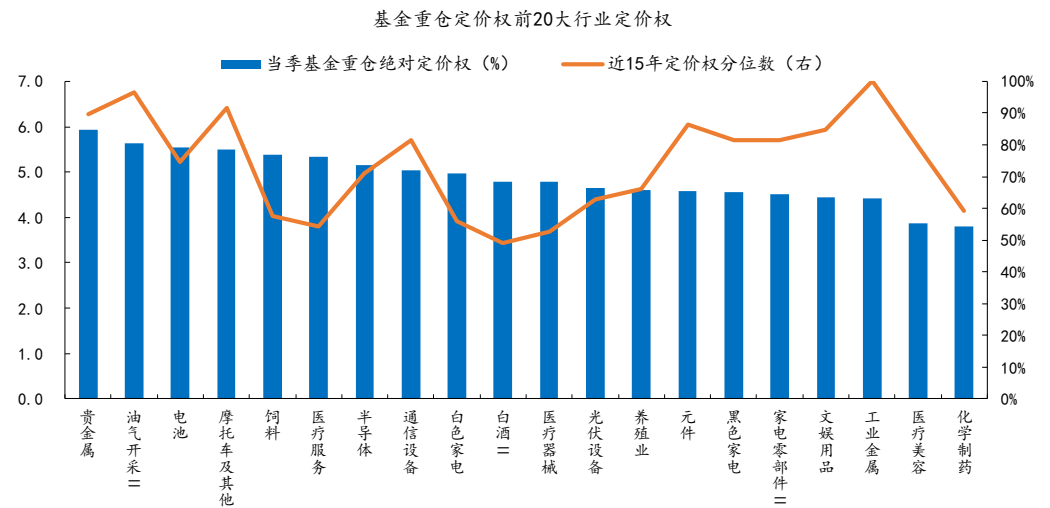


图表14: 主动偏股型基金定价权上升较多的一级行业: 通信、有色、轻工



来源: Wind、国金证券研究所

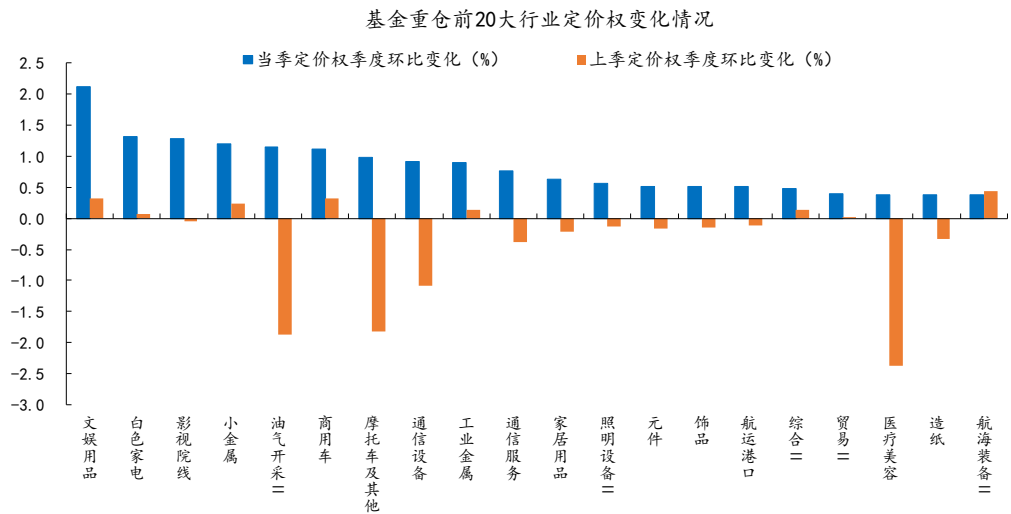
图表15: 主动偏股型基金定价权较高的二级行业: 贵金属、油气开采、电池



来源: Wind、国金证券研究所



图表16: 主动偏股型基金定价权上升较多的二级行业: 文娱用品、白电、影视院线



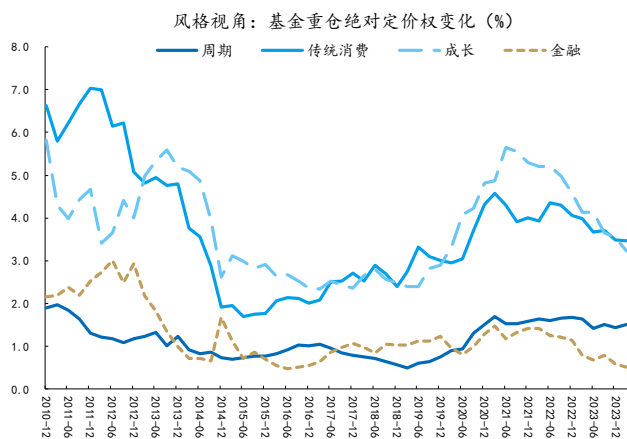
来源: Wind、国金证券研究所

2.2.3 定价权纵向剖析: 关注定价权较强且趋于上升的行业

板块层面, 主动偏股型基金仅在周期和上游板块的定价权上升, 其中在成长和 TMT 下降最多; 在成长和消费的定价权较高, 但已连续多个季度处于下行通道, 在周期的定价权位列第三且近期小幅上行, 在金融的定价权排名第四且持续下行。

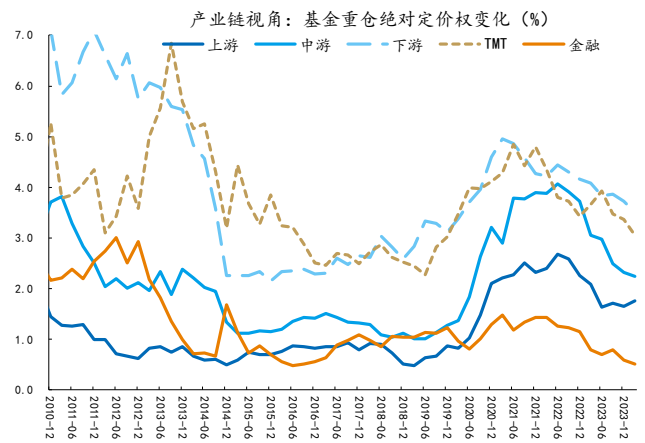
行业层面, 主动偏股型基金定价权上升较多的行业依次为通信、有色、轻工、家电、公用事业; 成长板块中, 在通信的定价权有筑底企稳且连续上升的迹象, 首次位列成长板块定价权第一, 在电力设备和传媒的定价权处于近 2 年较低位, 值得关注; 消费板块中, 在餐饮的定价权持续回落, 而在家电的定价权连续 5 个季度上升; 周期板块中, 在有色的定价权连续 3 个季度上升, 在公用事业的定价权连续 2 个季度上升, 在煤炭的定价权小幅下滑; 金融板块中, 在银行定价权微升, 但在地产、银行和非银的定价权仍处于下降通道。

图表17: 周期板块基金定价权上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 上游板块基金定价权上升

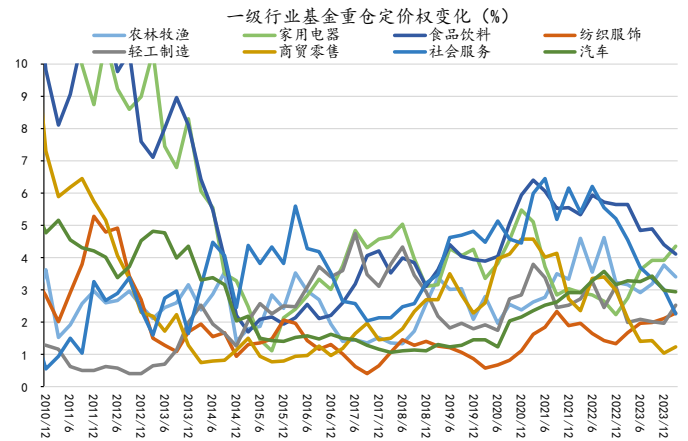
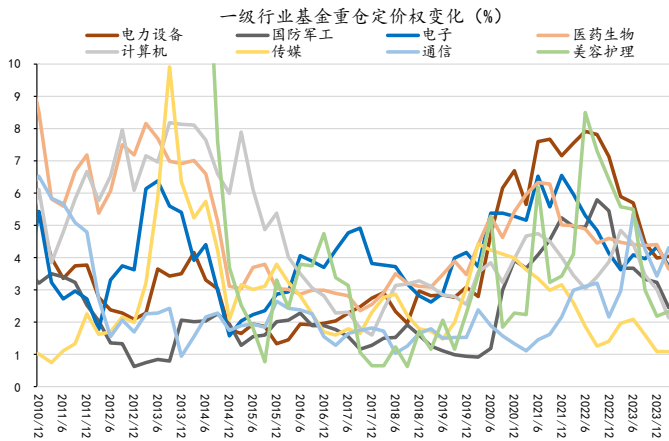


来源: Wind、国金证券研究所



图表19: 成长板块的基金定价权: 通信、美容护理有企稳并形成上升趋势的迹象

图表20: 消费板块的基金定价权: 家电上升, 餐饮下降

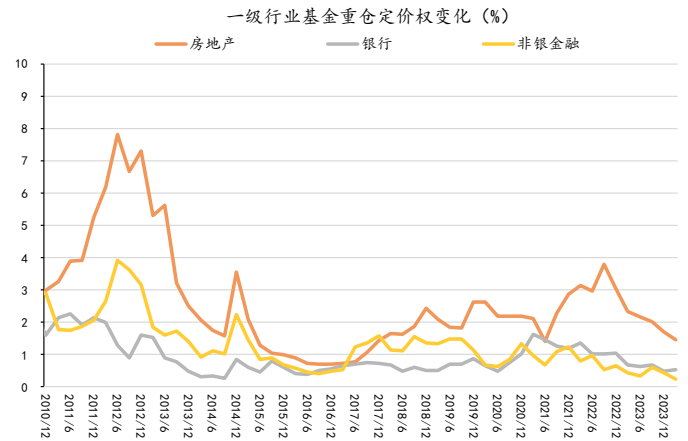
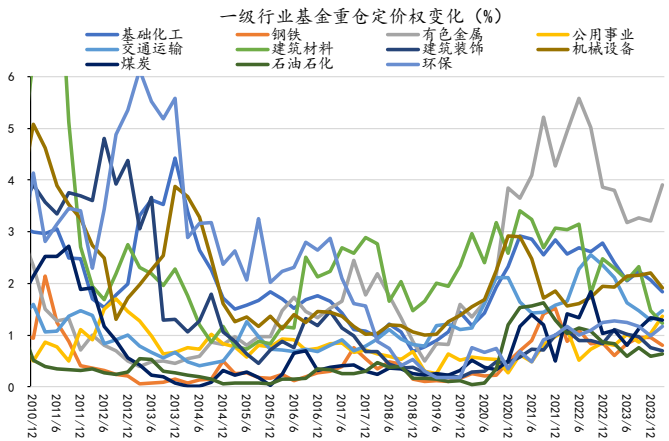


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 周期板块的基金定价权: 有色、公用事业上升

图表22: 金融板块的基金定价权: 仍处下降通道



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.2.4 个股定价权一览: 公募在哪些股票影响力最大?

主动偏股型基金一季度重仓股中, 定价权最高的依次为: 九典制药、微电生理-U、百洋医药、中科飞测-U、科达利、迈威生物-U、润丰股份、华恒生物、精测电子、悦康药业, 其中九典制药、微电生理-U、百洋医药、迈威生物-U、悦康药业定价权创近5年新高; 定价权环比上升最多的个股依次为: 罗曼股份、臻镭科技、微电生理-U、巨星农牧、迈威生物-U。



图表23: 主动偏股型基金一季度定价权 TOP50 个股

2024Q1 个股定价权Top50: 基金重仓						
序号	一级行业	代码	简称	定价权	定价权环比变动	近5年仓位变动
1	医药生物	300705.SZ	九典制药	32.41%	5.43%	
2	医药生物	688351.SH	微电生理-U	31.74%	11.48%	
3	医药生物	301015.SZ	百洋医药	31.42%	6.75%	
4	电子	688361.SH	中科飞测-U	31.13%	2.08%	
5	电力设备	002850.SZ	科达利	31.08%	5.97%	
6	医药生物	688062.SH	迈威生物-U	29.22%	10.50%	
7	基础化工	301035.SZ	润丰股份	28.92%	-0.88%	
8	基础化工	688639.SH	华恒生物	28.22%	4.39%	
9	机械设备	300567.SZ	精测电子	27.28%	-0.96%	
10	医药生物	688658.SH	悦康药业	26.48%	3.93%	
11	电子	688279.SH	峰昭科技	23.25%	6.83%	
12	电子	300661.SZ	圣邦股份	21.68%	1.00%	
13	医药生物	688212.SH	澳华内镜	21.64%	-3.20%	
14	机械设备	688628.SH	优利德	21.45%	-2.94%	
15	电力设备	605117.SH	德业股份	21.44%	1.89%	
16	农林牧渔	603477.SH	巨星农牧	21.36%	11.33%	
17	农林牧渔	605296.SH	神农集团	21.13%	10.24%	
18	纺织服饰	002832.SZ	比音勒芬	20.84%	-0.88%	
19	建筑装饰	605289.SH	罗曼股份	20.56%	16.98%	
20	机械设备	688630.SH	芯碁微装	20.56%	7.77%	
21	医药生物	688331.SH	荣昌生物	20.03%	6.61%	
22	机械设备	688596.SH	正帆科技	19.78%	2.78%	
23	食品饮料	002840.SZ	华统股份	19.74%	10.29%	
24	医药生物	688076.SH	诺泰生物	19.47%	2.39%	
25	电子	002463.SZ	沪电股份	19.26%	2.32%	
26	有色金属	300855.SZ	图南股份	19.21%	-1.29%	
27	医药生物	301096.SZ	百诚医药	18.93%	1.08%	
28	电子	688332.SH	中科蓝讯	18.91%	-2.64%	
29	通信	300502.SZ	新易盛	18.80%	2.68%	
30	电子	688270.SH	臻镭科技	18.76%	14.15%	
31	机械设备	300354.SZ	东华测试	18.35%	3.68%	
32	医药生物	688235.SH	百济神州-U	18.16%	0.39%	
33	计算机	301391.SZ	卡莱特	17.74%	-2.57%	
34	医药生物	688443.SH	智翔金泰-U	17.68%	7.95%	
35	医药生物	605266.SH	健之佳	17.60%	-9.36%	
36	汽车	601058.SH	赛轮轮胎	17.18%	-1.07%	
37	医药生物	688617.SH	惠泰医疗	16.54%	1.24%	
38	医药生物	300049.SZ	福瑞股份	16.52%	1.03%	
39	电力设备	002028.SZ	思源电气	16.51%	-2.55%	
40	医药生物	603882.SH	金城医学	16.50%	-1.10%	
41	电子	300679.SZ	电连技术	16.49%	6.93%	
42	计算机	688232.SH	新点软件	16.47%	0.43%	
43	机械设备	002884.SZ	凌霄泵业	16.33%	0.25%	
44	基础化工	300858.SZ	科拓生物	16.31%	7.05%	
45	医药生物	688575.SH	亚辉龙	16.18%	4.85%	
46	国防军工	688281.SH	华泰科技	16.14%	-9.39%	
47	电力设备	688223.SH	晶科能源	16.00%	-0.07%	
48	通信	600941.SH	中国移动	15.89%	-2.53%	
49	电子	688120.SH	华海清科	15.86%	-0.75%	
50	机械设备	688383.SH	新益昌	15.80%	7.76%	

来源: Wind、国金证券研究所

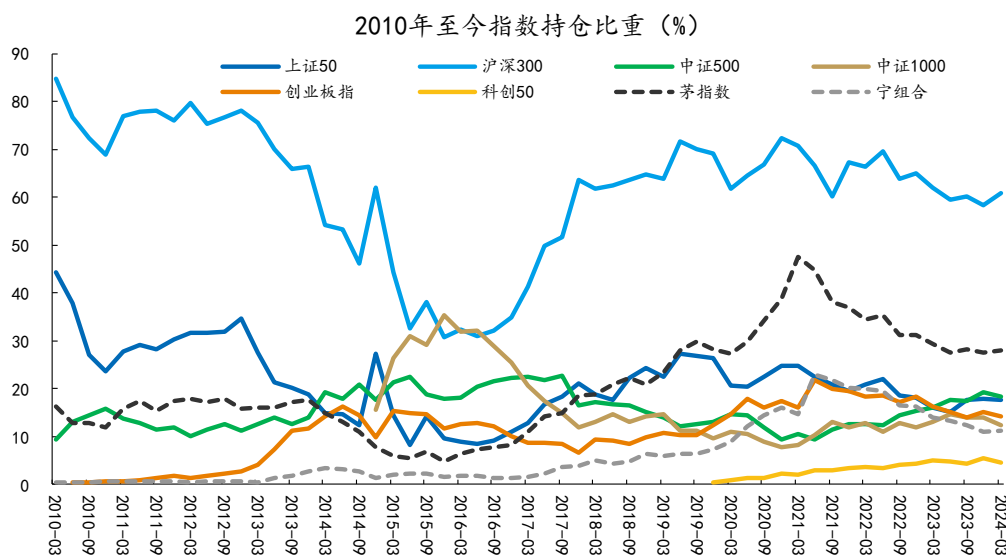


2.3 主动偏股基金的持仓特征：减仓成长，加仓上游周期

2.3.1 宽基指数仓位剖析：机构资金并无主动配置意愿

主动偏股基金重仓股所在指数的仓位降序排列：沪深300>茅指数>中证500>上证50>创业板指>中证1000>宁组合>科创50。仓位环比明显增加的仅有沪深300，仓位增至60.87% (+2.59pct)，中证1000的仓位则明显下降至12.35% (-1.65pct)。值得注意的是，公募对于沪深300持仓占比虽然有所上升，但定价权依然不高，且偏好甚至还在下降，意味着主动配置意愿依然不足。

图24：主动偏股型基金重仓股所在指数分布：沪深300环比上升



来源：Wind、国金证券研究所

2.3.2 仓位横向剖析：有色、家电、公用事业与交运环比改善明显

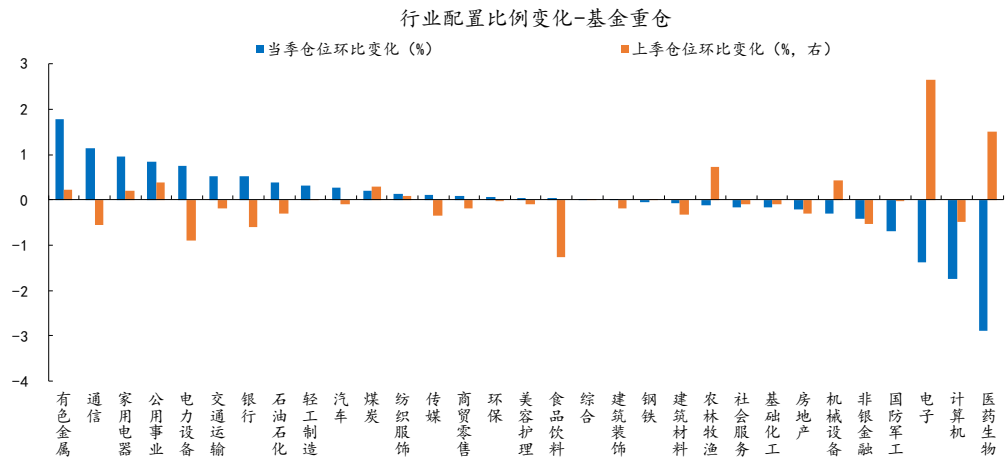
从仓位（配比）的变化水平来看，仓位上升较多的一级行业是有色、通信和家电，仓位下降最多的一级行业有医药、计算机和电子；仓位上升较多的二级行业有白电、工业金属和电力，仓位下降最多的二级行业有医疗服务、半导体和软件开发。

从仓位（配比）的绝对水平来看，仓位最高的一级行业有食品饮料（13.2%）、电子（11.9%）和医药（11.7%），分别环比变化0.03%、-1.4%和-2.9%，三者仓位合计占比不到40%，明显低于上季的40%以上，表明医药、电子和食品饮料虽仍是主动偏股基金的主流配置方向，但地位下滑较多；仓位最低的一级行业有美容护理、环保和钢铁，和上季排序相同，仓位变化不大。仓位最高的二级行业有白酒、半导体、电池、医疗器械和光伏设备。

显然，在绝对仓位最高的四大行业中，电力设备仓位环比明显回升，食品饮料环比变化不大；电子+医药均遭到机构资金明显减持，与上季仓位大幅上升截然相反，或表明电子行业一季度迎来淡季、医药行业受美国政策影响较大，公募减仓较为突然。

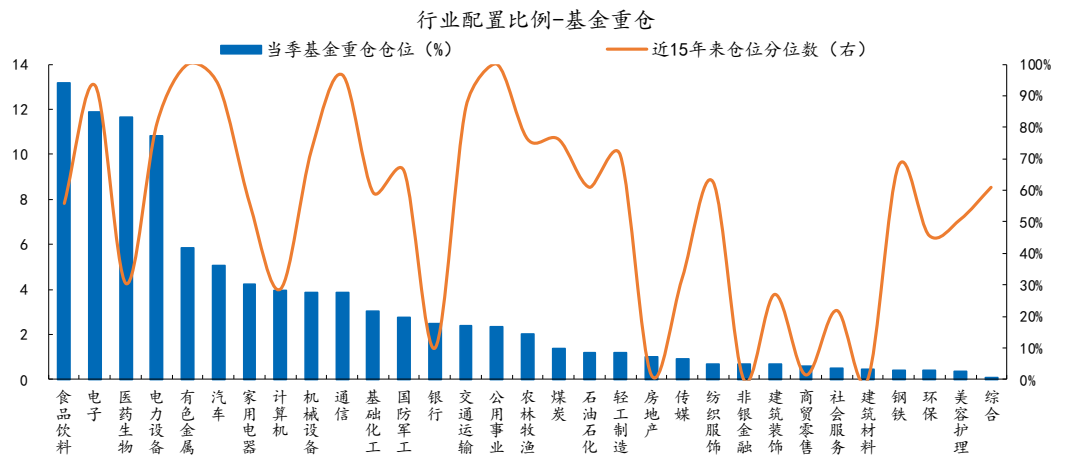


图表25: 主动偏股型基金仓位上升较多的一级行业: 有色、通信和家电



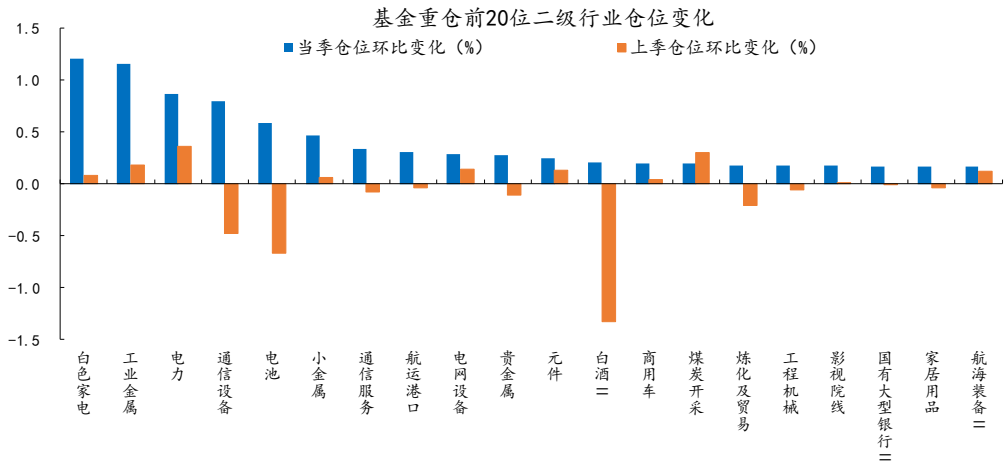
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 主动偏股型基金仓位较高的一级行业: 食品饮料、电子和医药



来源: Wind、国金证券研究所

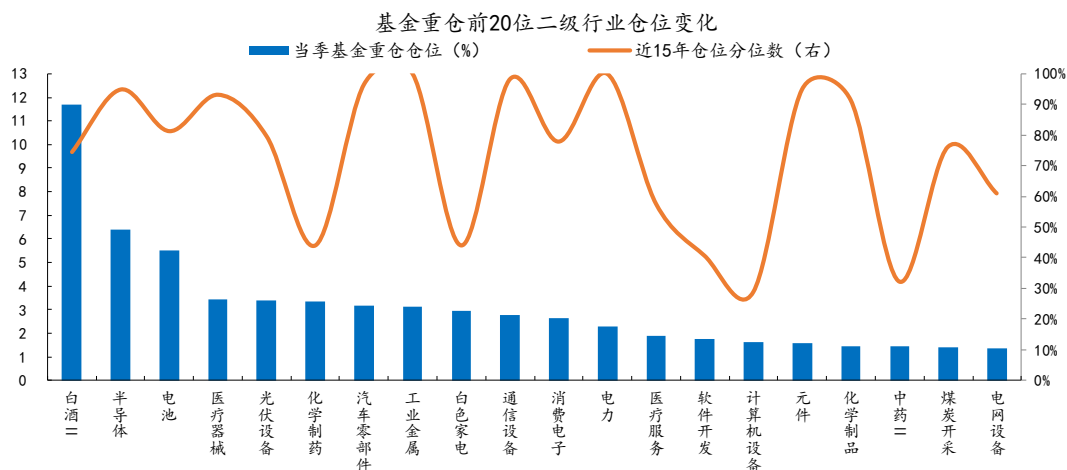
图表27: 主动偏股型基金仓位上升较多的二级行业: 白电、工业金属和电力



来源: Wind、国金证券研究所



图表28：主动偏股型基金仓位较高的二级行业：白酒、半导体和电池



来源：Wind、国金证券研究所

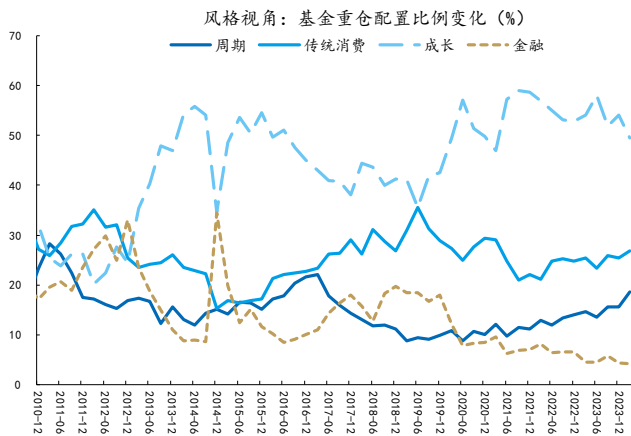
2.3.3 仓位纵向剖析：重视防御方向

风格持仓情况：1、周期的仓位大幅提升至 18.6%，处于明显的上升趋势；2、消费仓位保持第二且趋势较为稳定，仓位占比约为 26.8%；3、成长的仓位环比明显下降，由 54.1% 降至 49.5%，其中 TMT 仓位由 22.5% 降至 20.6%；4、金融仓位环比小幅下滑，且继续处于下降趋势。

行业层面，1、高仓位+上升趋势+仓位环比提升的行业：有色金属、汽车、家电、通信，其中有色仓位环比增加 1.8%，增幅高达 43.9%，且连续 3 个季度加仓；家电仓位环比增加约 1%，增幅达 29.4%，且连续 5 个季度加仓；汽车仓位过去 5 个季度有 4 个季度上升；通信仓位环比增加 1.1%，增幅高达 41.5%，有继续向上的趋势。2、高仓位+上升趋势+仓位环比下降的行业：医药、电子、机械，其中电子和医药生物的仓位连续 5 个季度上升的趋势终结；机械仓位结束连续 6 个季度上升态势；3、高仓位+下降趋势+仓位环比上升的行业：电力设备，电力设备仓位于 2022 年 Q2 见顶后（该季仓位达 20.6%），连续 6 个季度下降后首次回升；4、高仓位+下降趋势+仓位环比下降的行业：计算机、化工；5、低仓位+仓位环比上升的行业：公用事业、交运、石油石化、轻工、纺织服装等，公用事业连续 2 个季度大幅加仓。

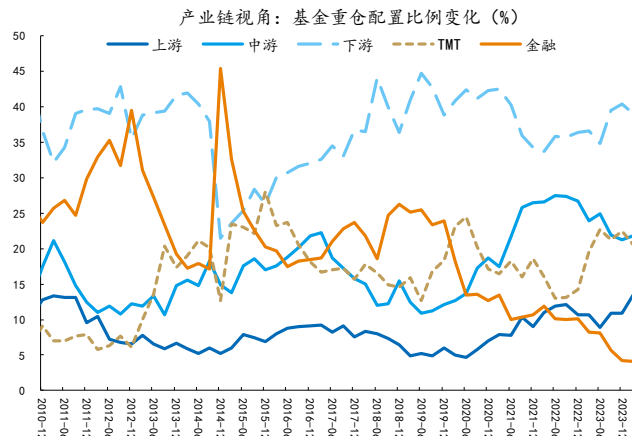
总结：基于横向与纵向的持仓比较，我们发现：一是风格方面，年初的“哑铃策略”特征弱化，转向防御；二是高仓位中可以重视有色、家电；低仓位中重视公用事业、交运，纵横比较下来机构资金连续、明显增持，具备一定趋势；三是关注医药和电子上升趋势是否依然能够保持，二者一季度持仓虽然回落，但整体仍处于上行趋势。

图表29：周期和消费板块仓位环比上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：上游仓位继续明显上升

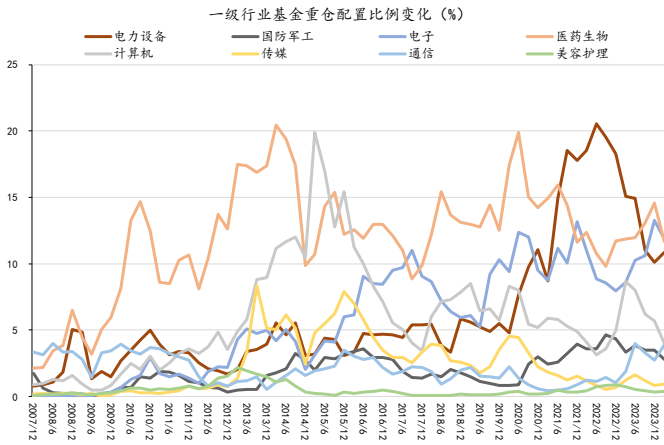


来源：Wind、国金证券研究所

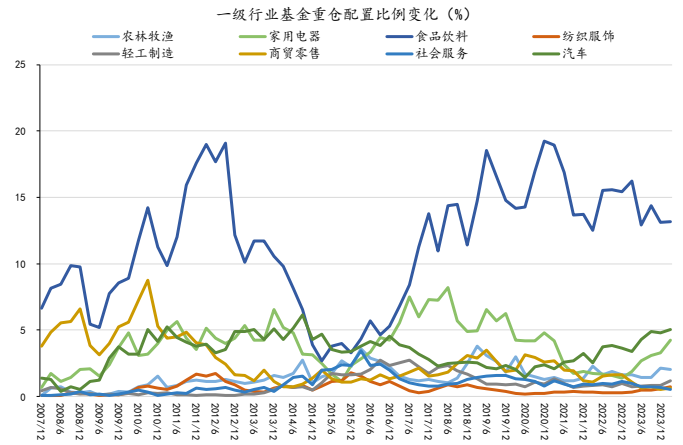


图表31: 成长板块的基金仓位: 电力设备、通信明显上升

图表32: 消费板块的基金仓位: 家电明显上升



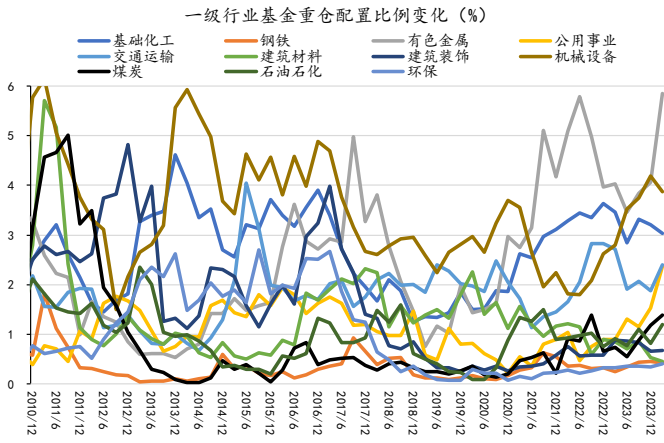
来源: Wind、国金证券研究所



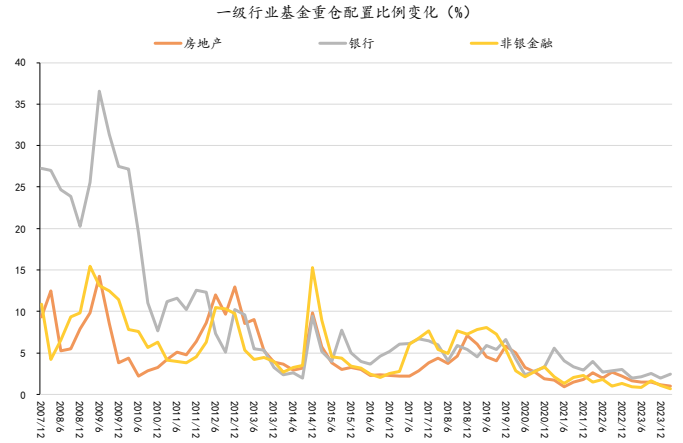
来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 周期板块的基金仓位: 有色、公用事业明显上升

图表34: 金融板块的基金仓位: 银行明显上升



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

2.3.4 个股仓位一览: 持股集中度明显提高

主动偏股型基金一季度重仓股中, 仓位最高的依次为: 贵州茅台、宁德时代、泸州老窖、五粮液、紫金矿业、美的集团、恒瑞医药、山西汾酒、立讯精密、迈瑞医疗, 其中紫金矿业仓位创近5年新高, 美的集团仓位也连续多季走高; 仓位环比上升最多的个股依次为: 宁德时代、紫金矿业、美的集团、洛阳钼业、北方华创。主动偏股型基金一季度重仓 TOP50 个股合计仓位达到 42%, 环比上季上升 3.5%, 表明持股集中度明显提高。



图表35: 主动偏股型基金一季度重仓TOP50个股

2024Q1个股仓位Top50: 基金重仓							
序号	一级行业	代码	简称	持股总市值(亿元)	仓位占比	仓位环比变动	近5年仓位变动
1	食品饮料	600519.SH	贵州茅台	651.73	4.12%	-0.42%	
2	电力设备	300750.SZ	宁德时代	553.99	3.51%	0.95%	
3	食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	334.15	2.11%	0.01%	
4	食品饮料	000858.SZ	五粮液	330.56	2.09%	0.31%	
5	有色金属	601899.SH	紫金矿业	298.60	1.89%	0.78%	
6	家用电器	000333.SZ	美的集团	242.32	1.53%	0.57%	
7	医药生物	600276.SH	恒瑞医药	232.76	1.47%	-0.08%	
8	食品饮料	600809.SH	山西汾酒	220.34	1.39%	0.24%	
9	电子	002475.SZ	立讯精密	211.04	1.34%	-0.29%	
10	医药生物	300760.SZ	迈瑞医疗	210.24	1.33%	-0.14%	
11	通信	300308.SZ	中际旭创	174.26	1.10%	0.35%	
12	电力设备	300274.SZ	阳光电源	172.72	1.09%	0.30%	
13	电子	002371.SZ	北方华创	163.81	1.04%	0.36%	
14	食品饮料	000596.SZ	古井贡酒	159.36	1.01%	0.15%	
15	通信	600941.SH	中国移动	127.49	0.81%	0.23%	
16	电子	688012.SH	中微公司	119.25	0.75%	0.12%	
17	家用电器	600690.SH	海尔智家	111.67	0.71%	0.24%	
18	电子	002463.SZ	沪电股份	111.07	0.70%	0.25%	
19	基础化工	600309.SH	万华化学	101.53	0.64%	0.15%	
20	银行	600036.SH	招商银行	93.97	0.59%	0.15%	
21	公用事业	600900.SH	长江电力	93.22	0.59%	0.26%	
22	计算机	002415.SZ	海康威视	89.61	0.57%	-0.25%	
23	有色金属	603993.SH	洛阳钼业	84.03	0.53%	0.41%	
24	汽车	601058.SH	赛轮轮胎	82.92	0.52%	0.10%	
25	电力设备	300014.SZ	亿纬锂能	82.39	0.52%	0.00%	
26	通信	300394.SZ	天孚通信	81.27	0.51%	0.20%	
27	国防军工	600150.SH	中国船舶	79.18	0.50%	0.13%	
28	农林牧渔	002714.SZ	牧原股份	77.93	0.49%	0.10%	
29	通信	300502.SZ	新易盛	77.81	0.49%	0.20%	
30	家用电器	000651.SZ	格力电器	76.19	0.48%	0.22%	
31	基础化工	600426.SH	华鲁恒升	73.39	0.46%	-0.07%	
32	电子	601138.SH	工业富联	69.15	0.44%	0.21%	
33	房地产	600048.SH	保利发展	65.53	0.41%	-0.09%	
34	有色金属	000975.SZ	银泰黄金	65.39	0.41%	0.08%	
35	家用电器	002050.SZ	三花智控	65.03	0.41%	-0.32%	
36	医药生物	603259.SH	药明康德	64.99	0.41%	-1.03%	
37	石油石化	600938.SH	中国海油	63.93	0.40%	0.16%	
38	电子	300661.SZ	圣邦股份	63.13	0.40%	-0.13%	
39	电子	688036.SH	传音控股	61.99	0.39%	0.17%	
40	电力设备	002028.SZ	思源电气	59.31	0.38%	0.10%	
41	农林牧渔	002311.SZ	海大集团	59.04	0.37%	0.02%	
42	计算机	688111.SH	金山办公	57.88	0.37%	-0.07%	
43	汽车	002594.SZ	比亚迪	56.12	0.36%	0.05%	
44	有色金属	000933.SZ	神火股份	55.44	0.35%	0.14%	
45	食品饮料	603369.SH	今世缘	54.77	0.35%	0.13%	
46	医药生物	000423.SZ	东阿阿胶	54.55	0.35%	0.17%	
47	公用事业	601985.SH	中国核电	53.81	0.34%	0.11%	
48	医药生物	002422.SZ	科伦药业	52.63	0.33%	0.11%	
49	电力设备	002459.SZ	晶澳科技	51.76	0.33%	-0.04%	
50	煤炭	601225.SH	陕西煤业	51.60	0.33%	-0.04%	

来源: Wind、国金证券研究所

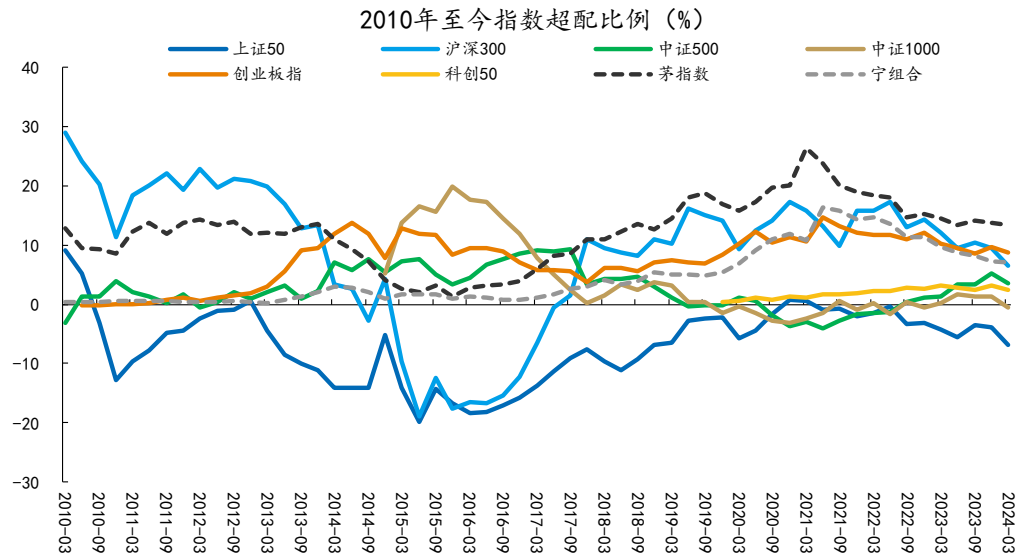


2.4 机构资金偏好（超配比例）：明显青睐防御配置

2.4.1 宽基指数：机构偏好大市值成长方向

主动偏股基金对主要指数的偏好情况，按照超配降序排序：茅指数>创业板指>宁组合>沪深300>中证500>科创50>中证1000>上证50。除上证50明显欠配，中证1000小幅欠配外，其他指数均处超配状态。2024Q1期间各主要指数的偏好程度均环比下降，其中上证50偏好程度环比下降2.9pct至-6.78%，降幅最为明显，且自2020H2持续处于机构低配区间；宁组合的偏好程度环比仅下调0.11pct至7.1%，降幅最少，依然维持机构资金的超配区间。值得注意的是“茅指数”依然是机构偏好程度最高的指数。

图36：主动偏股型基金重仓股所在指数超配比例：宁组合环比下降最少



来源：Wind、国金证券研究所

2.4.2 超配横向剖析：机构偏好有色、通信、电力设备及家电

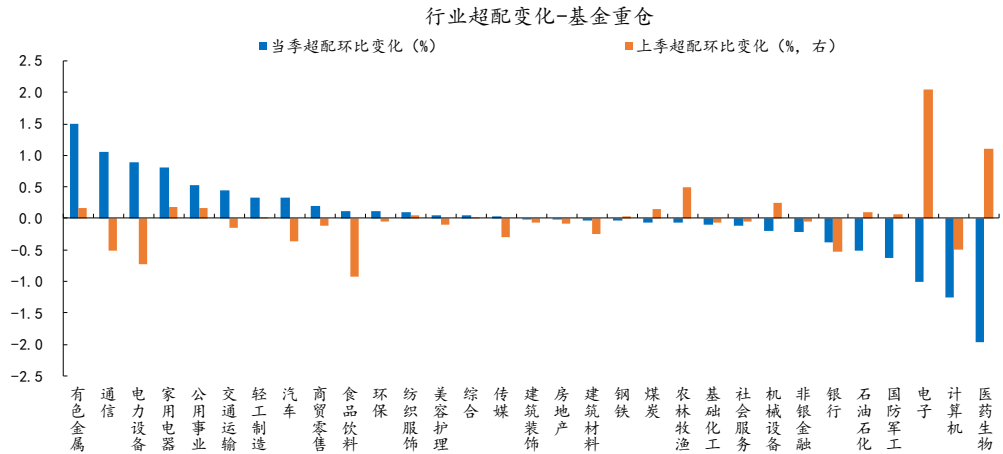
从超配（偏好）的变化水平来看，超配上升较多的一级行业是有色、通信、电力设备，超配下降最多的一级行业有医药、计算机、电子；超配上升较多的二级行业是白电、工业金属、通信设备，超配下降最多的二级行业有医疗服务、半导体、软件开发。

从超配（偏好）的绝对水平来看，基金最偏爱的三大行业分别为食品饮料（5.9%）、电力设备（4.7%）、电子（4.6%），低配的一级行业是银行（-8.3%）、非银金融（-5.5%）和石油石化（-3.1%）。超配最多的二级行业有白酒、半导体、电池、医疗器械、光伏设备。超配水平处于近15年来高位的二级行业有工业金属、油气开采II、小金属、贸易II、航运港口等，超配水平处于近15年来低位的二级行业有IT服务II、非金属材料II、数字媒体、饮料乳品、工程咨询服务II。

显然，在公募资金绝对超配水平较高的行业中：1、机构资金对有色、通信、电力设备及家电的偏好明显提升，超配比例上升幅度位居全行业前列；2、食品饮料超配比例小幅上升，受到资金追加的程度有限。3、电子+医药则遭到机构资金减配，超配比例明显下降。同时，我们也留意到公用事业、交运两个长期被低配的行业在本季亦开始受到资金青睐。

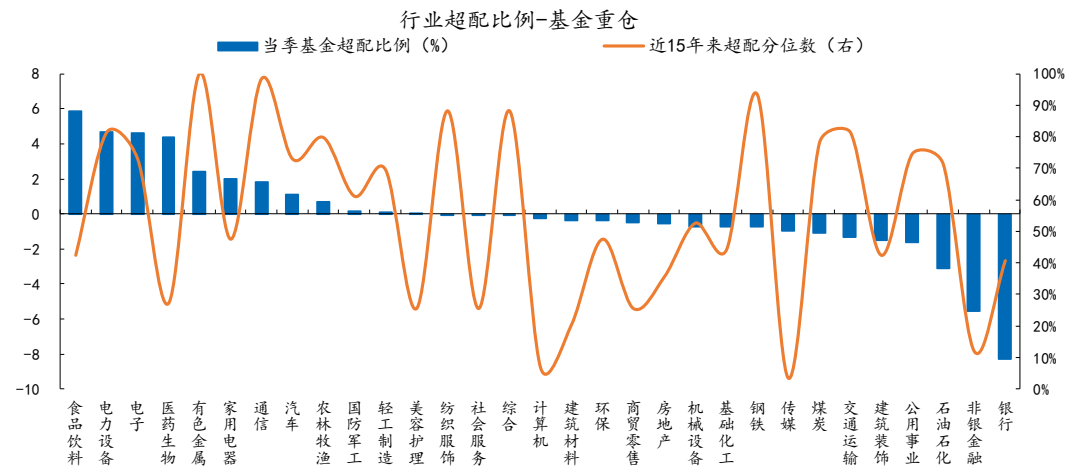


图37: 主动偏股型基金超配比例上升较多的一级行业: 有色、通信、电力设备



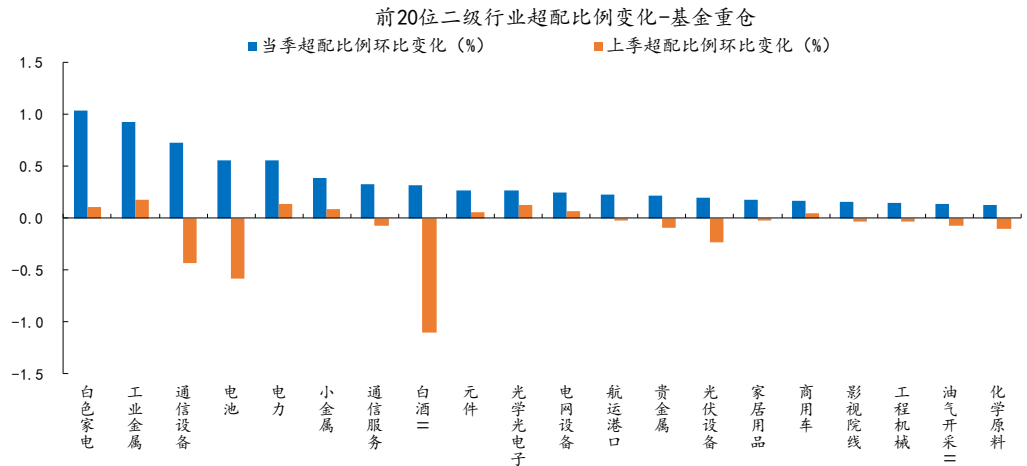
来源: Wind、国金证券研究所

图38: 主动偏股型基金超配比例较高的一级行业: 食品饮料、电力设备、电子



来源: Wind、国金证券研究所

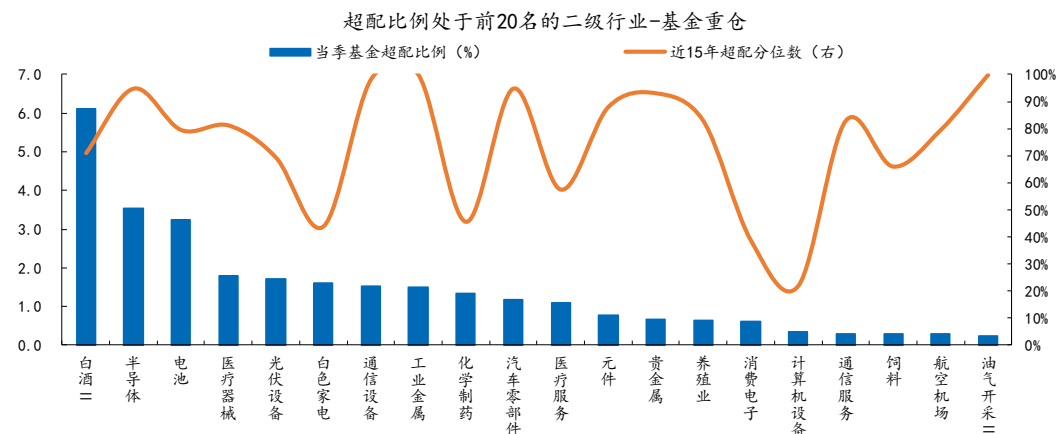
图39: 主动偏股型基金超配比例上升较多的二级行业: 白电、工业金属、通信设备



来源: Wind、国金证券研究所



图40：主动偏股型基金超配比例较高的二级行业：白酒、半导体、电池



来源：Wind、国金证券研究所

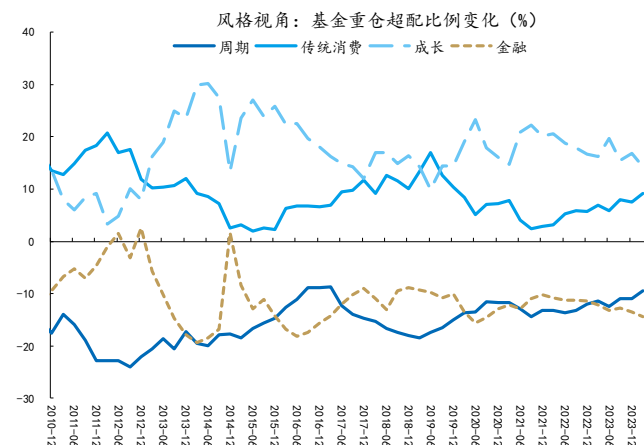
2.4.3 超配纵向剖析：重视机构资金明显偏好，且持续性追加资金的方向

板块层面，风格板块中成长的超配明显下降至约 14.4%，依然位居绝对超配比例中第一（其中 TMT 超配为 5.2%），消费绝对超配比例为第二，且呈现趋势性上升，约为 9.2%；周期的超配整体处于持续上升趋势，金融的超配持续下降；产业链板块中，上游和中游的超配比例明显改善，且整体处于上升趋势。

行业层面，超配处于明显上升趋势且环比增加的行业是有色、家电、通信、公用事业、汽车，其中有色超配环比明显增加，且连续 3 个季度上升，超配达 2.4%，在周期行业中最受公募青睐；家电超配环比明显增加，且连续 5 个季度上升；公用事业超配环比明显提升，但仍欠配-1.6%；汽车连续 2 个季度超配提升。值得注意的是，石油石化超配明显呈下降趋势，煤炭超配环比减少且趋势几乎走平，但二者仓位环比均增加，原因在于一季度石油石化和煤炭的股价明显上涨，而全 A 整体小幅下跌，前两者在全 A 的市值占比明显提升，且升幅超过二者在公募持仓中的仓位升幅，表明公募在石油石化和煤炭的仓位没有跟上市场。

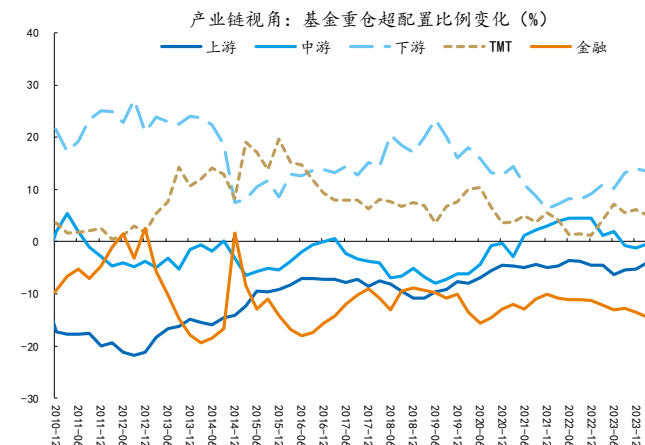
综上，结合超配横向与纵向比较，2024Q1 机构资金明显偏好，且持续性追加资金的方向包括：有色、家电和通信。另外，留意机构对于电力设备的资金追加是否具备持续性。

图41：消费板块超配环比上升



来源：Wind、国金证券研究所

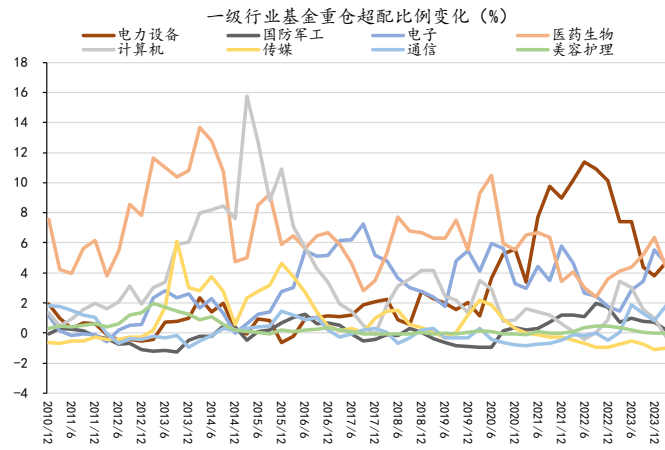
图42：上游板块超配继续上升



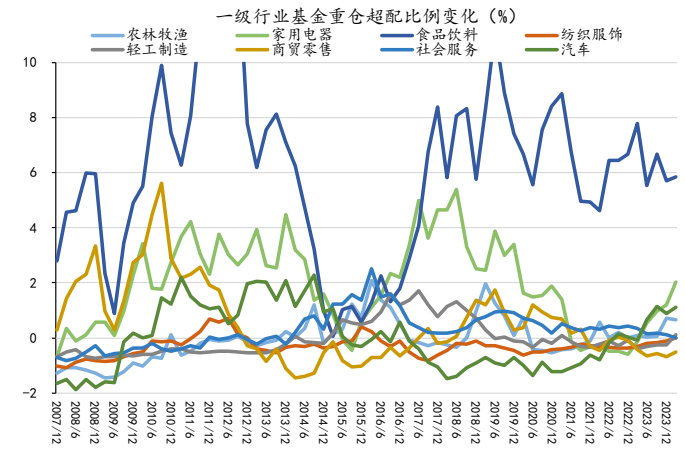
来源：Wind、国金证券研究所



图表43: 成长板块的基金超配: 通信、电力设备明显上升



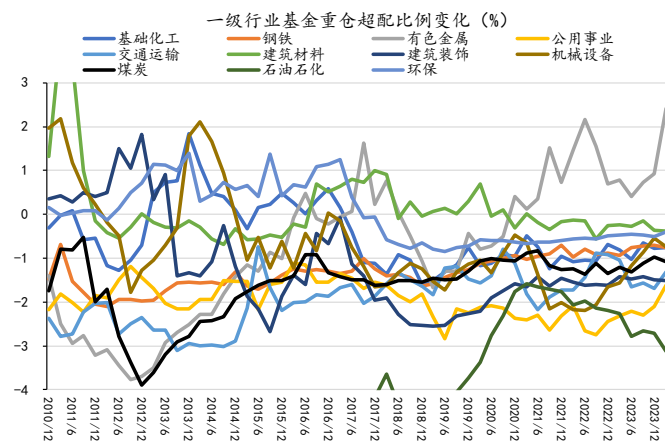
图表44: 消费板块的基金超配: 家电继续提升



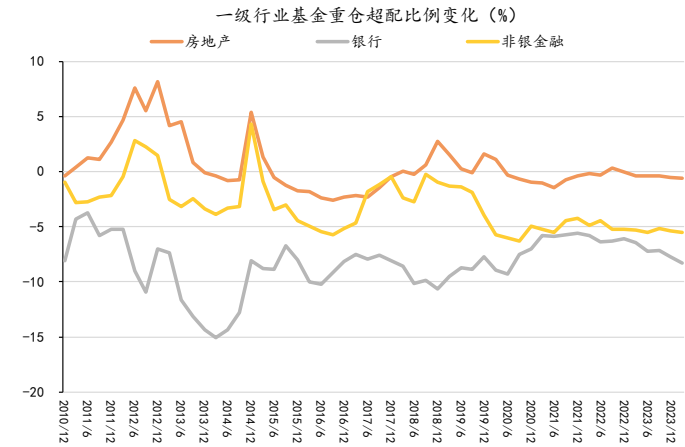
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 周期板块的基金超配: 有色、公用事业继续提升



图表46: 金融板块的基金超配: 银行明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.4.4 个股超配比例一览: 哪些股票最受公募青睐?

主动偏股型基金一季度重仓股中, 超配比例最高的依次为: 宁德时代、泸州老窖、紫金矿业、五粮液、贵州茅台、恒瑞医药、立讯精密、山西汾酒、中际旭创、美的集团, 其中紫金矿业、中际旭创超配创近5年新高, 美的集团超配也连续多季走高; 超配比例环比上升最多的个股依次为: 立讯精密、美的集团、紫金矿业、迈瑞医疗、恒瑞医药。



图表47: 主动偏股型基金一季度超配TOP50个股

2024Q1个股超配Top50: 基金重仓						
序号	一级行业	代码	简称	超配比例	超配环比变动	近5年超配趋势
1	电力设备	300750.SZ	宁德时代	2.50%	-0.53%	
2	食品饮料	000568.SZ	泸州老窖	1.75%	-0.40%	
3	有色金属	601899.SH	紫金矿业	1.42%	0.27%	
4	食品饮料	000858.SZ	五粮液	1.28%	-0.09%	
5	食品饮料	600519.SH	贵州茅台	1.22%	-0.25%	
6	医药生物	600276.SH	恒瑞医药	1.08%	0.20%	
7	电子	002475.SZ	立讯精密	1.05%	0.50%	
8	食品饮料	600809.SH	山西汾酒	0.99%	0.14%	
9	通信	300308.SZ	中际旭创	0.94%	0.04%	
10	家用电器	000333.SZ	美的集团	0.94%	0.27%	
11	电力设备	300274.SZ	阳光电源	0.93%	0.10%	
12	医药生物	300760.SZ	迈瑞医疗	0.87%	0.25%	
13	食品饮料	000596.SZ	古井贡酒	0.86%	-0.16%	
14	电子	002371.SZ	北方华创	0.82%	0.15%	
15	通信	600941.SH	中国移动	0.70%	-0.05%	
16	电子	688012.SH	中微公司	0.63%	0.05%	
17	电子	002463.SZ	沪电股份	0.62%	0.08%	
18	家用电器	600690.SH	海尔智家	0.49%	0.03%	
19	汽车	601058.SH	赛轮轮胎	0.46%	-0.02%	
20	通信	300394.SZ	天孚通信	0.44%	-0.02%	
21	通信	300502.SZ	新易盛	0.44%	0.08%	
22	电力设备	300014.SZ	亿纬锂能	0.42%	0.01%	
23	基础化工	600426.SH	华鲁恒升	0.39%	-0.10%	
24	电子	300661.SZ	圣邦股份	0.36%	0.11%	
25	有色金属	000975.SZ	银泰黄金	0.35%	-0.01%	
26	有色金属	603993.SH	洛阳钼业	0.33%	-0.01%	
27	电力设备	002028.SZ	思源电气	0.33%	-0.02%	
28	家用电器	002050.SZ	三花智控	0.29%	0.07%	
29	石油石化	600938.SH	中国海油	0.29%	-0.06%	
30	医药生物	000423.SZ	东阿阿胶	0.29%	0.01%	
31	有色金属	000933.SZ	神火股份	0.29%	-0.03%	
32	基础化工	600309.SH	万华化学	0.29%	-0.15%	
33	电力设备	002850.SZ	科达利	0.29%	0.04%	
34	医药生物	002422.SZ	科伦药业	0.28%	0.10%	
35	农林牧渔	002714.SZ	牧原股份	0.28%	0.00%	
36	国防军工	600150.SH	中国船舶	0.28%	0.07%	
37	农林牧渔	002311.SZ	海大集团	0.27%	0.03%	
38	房地产	600048.SH	保利发展	0.27%	-0.11%	
39	家用电器	600060.SH	海信视像	0.26%	0.00%	
40	医药生物	688617.SH	惠泰医疗	0.26%	0.04%	
41	医药生物	603259.SH	药明康德	0.25%	-0.23%	
42	电力设备	002459.SZ	晶澳科技	0.25%	-0.06%	
43	食品饮料	603369.SH	今世缘	0.25%	-0.17%	
44	机械设备	300567.SZ	精测电子	0.24%	0.01%	
45	交通运输	601021.SH	春秋航空	0.24%	-0.02%	
46	医药生物	603882.SH	金域医学	0.24%	0.01%	
47	轻工制造	002078.SZ	太阳纸业	0.24%	0.00%	
48	交通运输	600026.SH	中远海能	0.23%	0.02%	
49	农林牧渔	603477.SH	巨星农牧	0.23%	0.16%	
50	电力设备	688223.SH	晶科能源	0.23%	0.07%	

来源: Wind、国金证券研究所

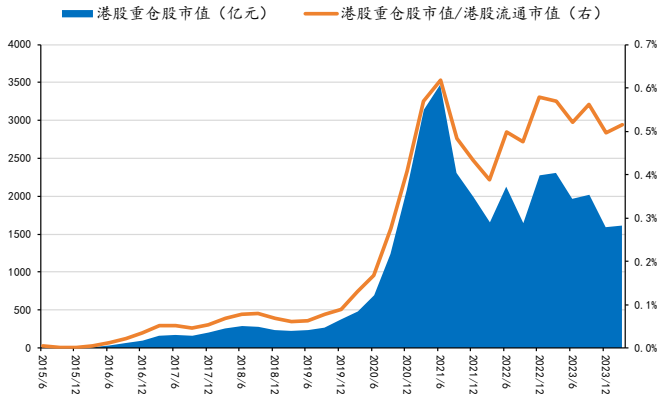


2.5 主动偏股基金港股持仓剖析：青睐能源业、原材料业

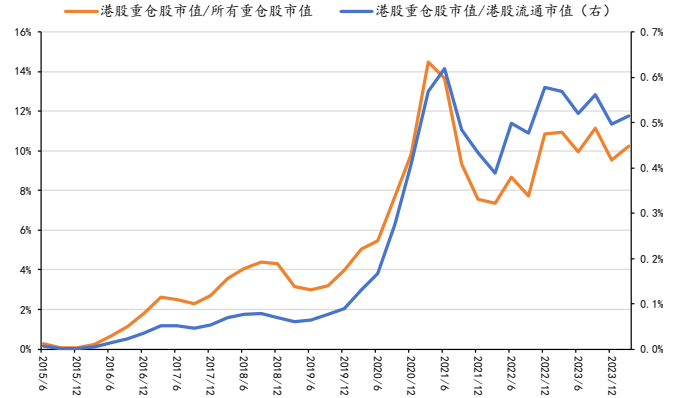
2.5.1 港股定价权：总体上升，在原材料业定价权明显上升

主动偏股型基金对港股的持股市值和定价权均呈上升态势，分别升至1614.6亿元和0.51%，较前一季度分别增加了26.2亿元（升幅为1.7%）和0.02%。此外，主动偏股基金重仓股市值占有重仓股市值的比重也略有增加。

图表48：主动偏股基金重仓的港股定价权环比上升



图表49：主动偏股基金重仓占有所有重仓股的比例上升



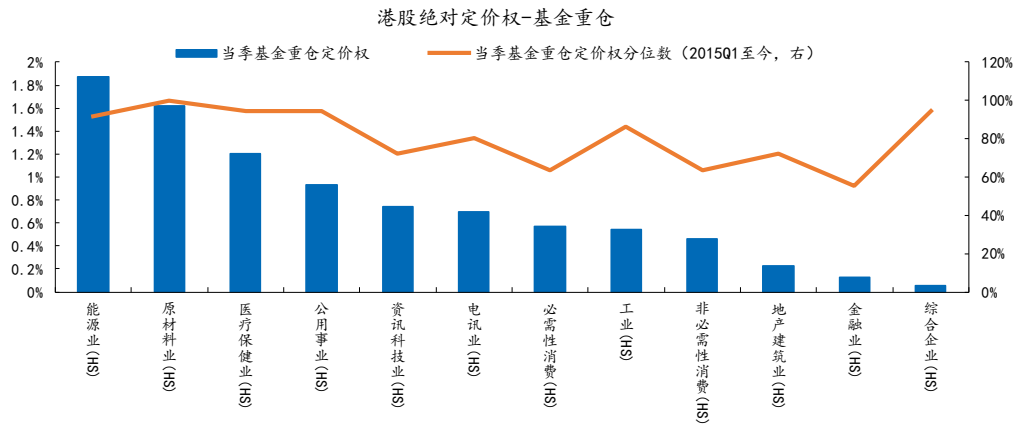
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

从定价权的绝对水平来看，主动偏股型基金定价权较高的行业是能源、原材料、医疗保健，定价权较低的一级行业是金融、地产建筑、非必需性消费。

从定价权的变化水平来看，定价权较高且继续上升的行业是原材料、能源业，定价权较高但下降较多的是医药保健。

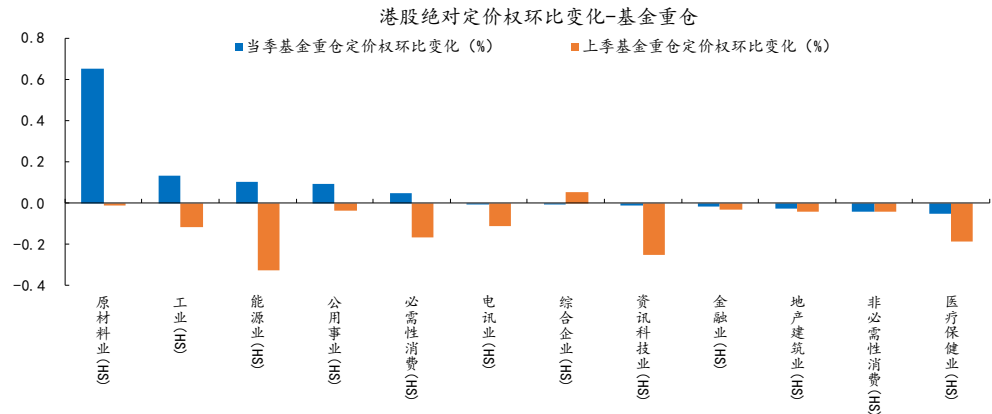
图表50：主动偏股型基金港股定价权较高的行业：能源、原材料、医疗保健



来源：Wind、国金证券研究所



图表51: 主动偏股型基金港股定价权上升较多的行业: 原材料业

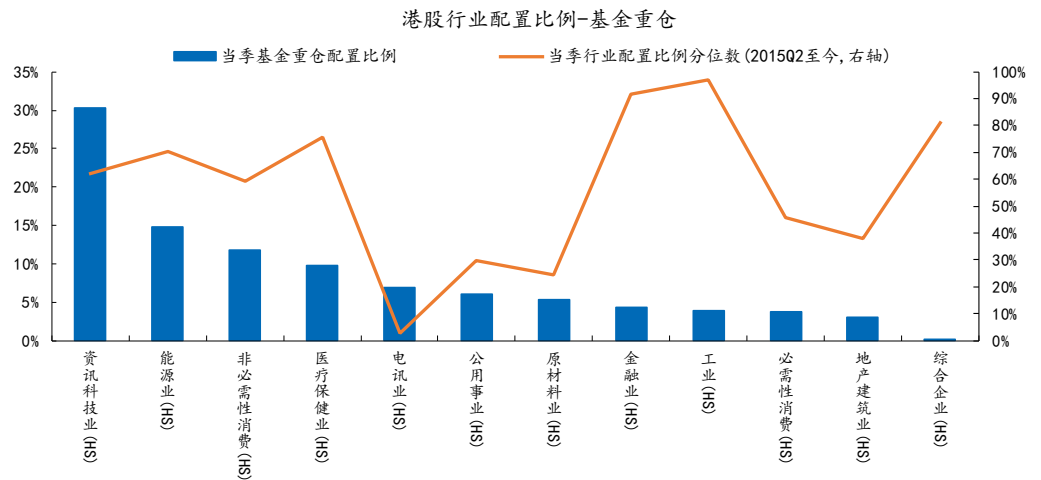


来源: Wind、国金证券研究所

2.5.2 港股仓位: 重仓并加仓能源业, 减仓医疗保健、非必需消费、资讯科技

主动偏股基金重配的行业有资讯科技业、能源业、非必需消费。仓位较高且上升较多的行业是能源业, 仓位较高且被基金明显减仓的行业是医疗保健、非必需消费、资讯科技业。仓位不高, 但提升较快的是原材料。

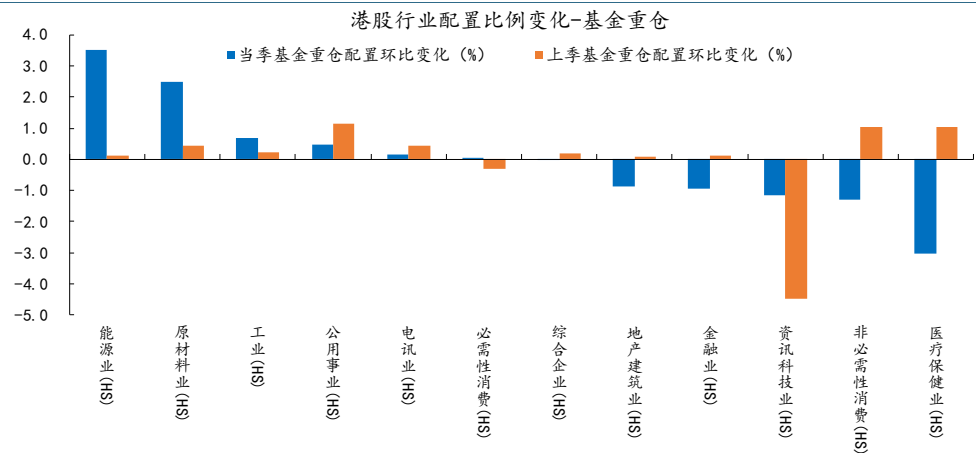
图表52: 主动偏股型基金港股仓位较高的行业: 资讯科技业、能源业、非必需消费



来源: Wind、国金证券研究所



图53: 主动偏股基金港股仓位上升较多的行业: 能源业、原材料业



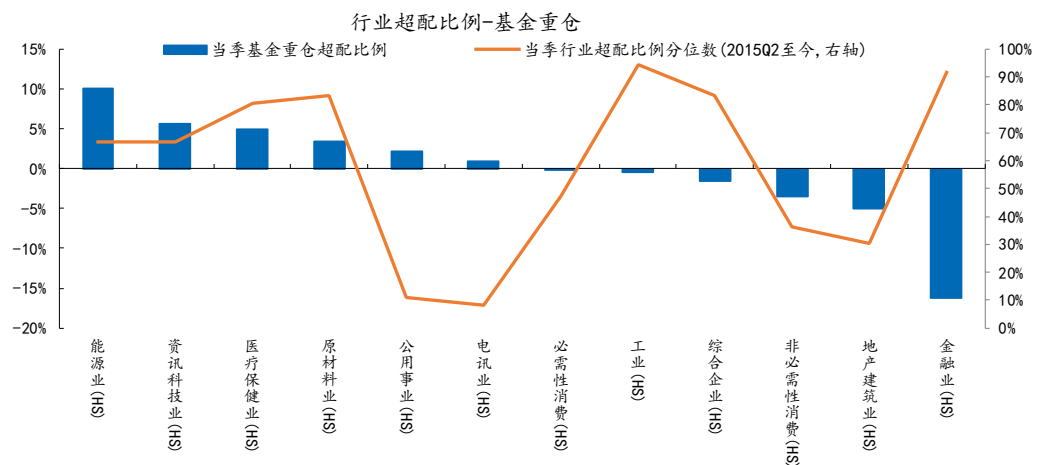
来源: Wind、国金证券研究所

2.5.3 港股超配比例 (偏好): 青睐能源业、原材料业

主动偏股基金超配最多的一级行业有能源业、资讯科技业、医疗保健, 超配最少的行业有金融、地产建筑和非必需性消费。超配比例较高且连续 2 个季度上升的行业有能源业、原材料业; 超配比例较高且连续 3 个季度明显下滑的行业是以科技互联网龙头为代表的资讯科技业。

主动偏股型基金偏好的方向有二: 一是绝对优势行业。定价权居前且上升, 超配且超配比例持续上升的行业, 包括: 能源业、原材料业、公用事业; 二是相对优势行业。工业虽然定价权、仓位和超配不高, 但环比都有不小上升。

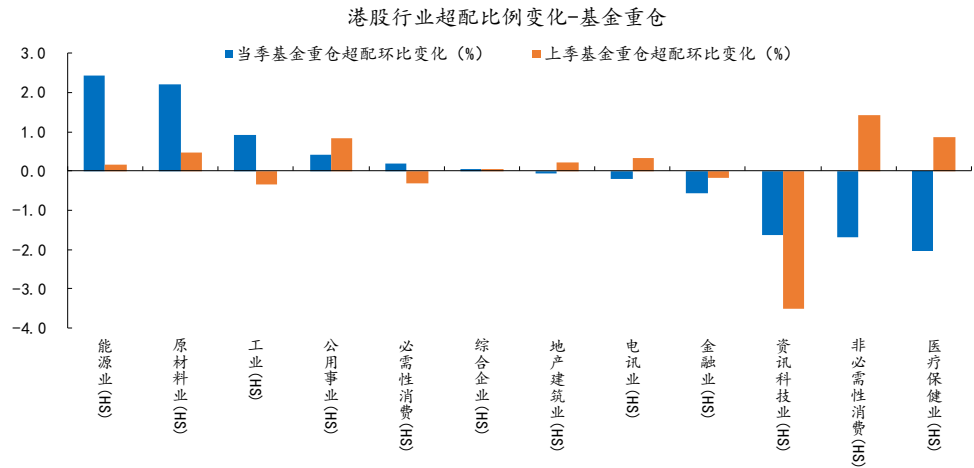
图54: 主动偏股型基金港股超配较多的行业: 能源业、资讯科技业、医疗保健



来源: Wind、国金证券研究所



图表55：主动偏股基金港股超配上升较多的行业：能源业、原材料业



来源：Wind、国金证券研究所

2.5.4 主动偏股基金港股持仓 TOP20：小幅加仓美团、快手

2024年Q1主动偏股基金持仓TOP10股票中，美团、快手获小幅加仓。主动偏股基金净买入比例最高的股票依次为洛阳钼业(5.02%)、巨子生物(1.88%)、美团(0.42%)；洛阳钼业获南向资金大幅加仓，重仓股排名相比上季上升63位，巨子生物加仓幅度位居第二，重仓股排名相比上季上升12位；净卖出比例最高的股票依次为长城汽车(-2.87%)、金蝶国际(-1.31%)、兖矿能源(-1.16%)。

图表56：主动偏股型基金港股持仓 TOP20

2024Q1 港股持股市值TOP20：基金重仓										
序号	一级行业	代码	简称	持股总市值(亿元)	持股总市值环比变动(亿元)	定价权	净流入(亿元)	净流入/流通市值	相比上季排名上升	
1	资讯科技业(HS)	0700.HK	腾讯控股	262.38	-17.84	1.0%	-29.14	-0.11%	0	
2	能源业(HS)	0883.HK	中国海洋石油	187.62	50.29	2.6%	-3.67	-0.05%	0	
3	资讯科技业(HS)	3690.HK	美团-W	102.21	35.24	2.1%	20.71	0.42%	1	
4	电讯业(HS)	0941.HK	中国移动	96.62	1.42	0.8%	-0.05	0.00%	-1	
5	资讯科技业(HS)	1024.HK	快手-W	51.65	-0.89	3.2%	3.09	0.19%	1	
6	金融业(HS)	0388.HK	香港交易所	33.18	-17.40	1.3%	-11.47	-0.44%	1	
7	必需性消费(HS)	0291.HK	华润啤酒	32.51	3.57	3.1%	1.91	0.18%	3	
8	资讯科技业(HS)	0268.HK	金蝶国际	24.98	-11.65	8.7%	-3.78	-1.31%	0	
9	公用事业(HS)	0836.HK	华润电力	24.65	0.81	3.1%	-3.26	-0.41%	4	
10	非必需性消费(HS)	2015.HK	理想汽车-W	24.13	1.35	1.2%	6.61	0.34%	6	
11	公用事业(HS)	0902.HK	华能国际电力股份	23.40	0.39	11.9%	-1.96	-1.00%	4	
12	能源业(HS)	1171.HK	兖矿能源	21.28	-1.87	5.0%	-4.94	-1.16%	2	
13	公用事业(HS)	2380.HK	中国电力	21.28	-0.48	5.9%	-3.26	-0.90%	5	
14	医疗保健业(HS)	1801.HK	信达生物	20.34	-2.30	3.7%	0.41	0.07%	3	
15	必需性消费(HS)	0168.HK	青岛啤酒股份	20.26	-0.79	6.3%	-1.12	-0.35%	4	
16	非必需性消费(HS)	2333.HK	长城汽车	19.52	-8.78	10.7%	-5.24	-2.87%	-5	
17	医疗保健业(HS)	2367.HK	巨子生物	18.62	9.36	4.9%	7.22	1.88%	12	
18	原材料业(HS)	1378.HK	中国宏桥	18.44	1.01	2.4%	-4.73	-0.63%	2	
19	原材料业(HS)	3993.HK	洛阳钼业	17.73	14.86	7.5%	11.91	5.02%	63	
20	医疗保健业(HS)	9926.HK	康方生物	16.31	0.35	4.5%	0.28	0.08%	1	

来源：Wind、国金证券研究所

3、2024年一季度主动偏股基金行为启示：大盘价值防御

综合考虑主动偏股基金的资金流入、定价权、仓位和超配，我们可以得到以下发现：

1、指数层面，主动偏股基金“偏爱”大盘指数，“冷落”小盘指数。其在沪深300的定价权较高且下降最少，仓位长期位于60%以上且提升最多，超配在主要宽基规模指数中位列第一，表明公募基金主力仓位一直在沪深300为代表的大盘蓝筹股，对其青睐程度最高。主动偏股基金在中证1000的定价权较低且下降较多，仓位长期位于15%以下且下降最多，超配在主要宽基规模指数中排名垫底且本季转为欠配，表明公募基金本季度“冷落”中证1000为代表的小盘股。



2、板块层面，主动偏股基金“偏爱”周期板块，“冷落”成长和金融，年初的“哑铃策略”特征弱化，转向防御。其在周期板块本季度转为明显净流入，定价权虽不高但环比上升，仓位连续多季趋势向上且本季环比大幅提升，超配比例也趋势向上，考虑到其仍处明显欠配状态，后续增配空间依然广阔。主动偏股基金在成长和金融板块的定价权、仓位、超配均明显处于下行趋势且环比下降，同时连续2个季度净流出，表明公募基金对成长和金融的不看好。

3、行业层面，主动偏股基金“偏爱”有色、家电、通信，“冷落”医药、电子、非银。有色、家电、通信均符合以下特征：净流入规模居前、基金定价权较大且趋势明显上升、仓位较高且趋势向上、超配水平较高且趋势持续向上，这从多维度验证了如上3个行业备受基金追捧，有望继续强势；医药、电子、非银均符合以下特征：净流出规模居前、基金定价权、仓位和超配环比均明显下降，但医药和电子的仓位、超配仍处长周期的上升趋势，后续仍需保持追踪。

4、个股层面，主动偏股基金“偏爱”立讯精密、美的集团、紫金矿业、迈瑞医疗、恒瑞医药、海康威视、通富微电、恒瑞医药、温氏股份、巨星农牧、北方华创等，基金在如上这些股票的超配比例较高且环比上升最多，表明了基金的强烈看好。

综上，无论A股市场，抑或港股市场，主动偏股型基金均明显减仓成长（如科技、医药），尤其是中小盘，加仓上游和周期（有色、公用事业、能源、原材料），尤其是大盘股，反映在市场波动加大的时期，机构明显降低风险偏好，青睐“大盘价值”防御型配置。但同时观察到主动偏股基金在A股上游和周期板块的配置虽然趋势上持续小幅上行，仍然处于明显欠配状态，故若未来A股市场波动加剧，主动偏股基金仍有较大概率增配A股防御风格板块，贵金属、公用事业等行业值得投资者持续追踪。此外，基金定价权较大且趋势明显上升、仓位和超配较高且趋势向上、基本面逻辑顺畅的家电、通信行业亦值得关注。

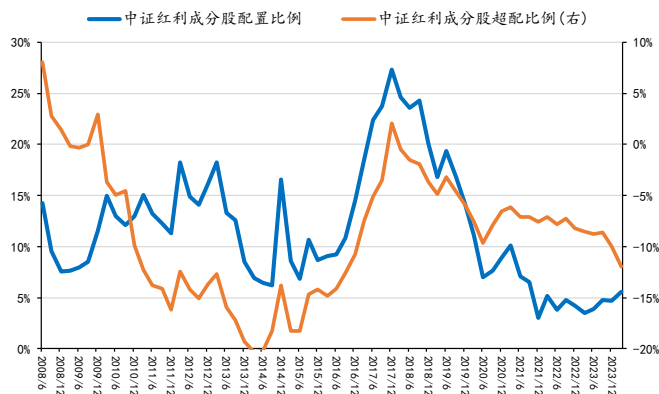
4、基于机构配置行为对当前防御策略的影响展望

4.1 红利板块：仓位提升空间广阔

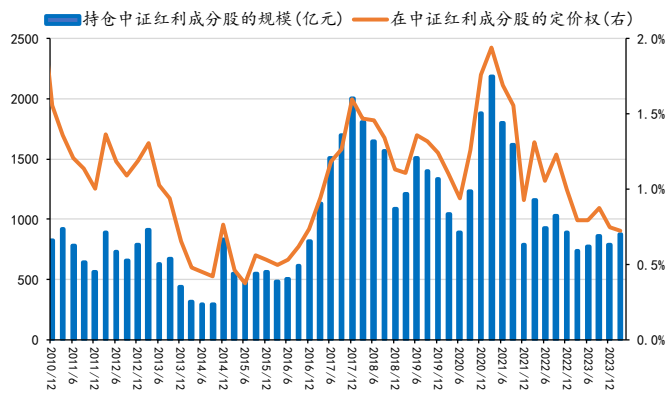
2024年Q1主动偏股基金重仓中证红利成分股的规模达到876亿元，而中证红利成分股的流通市值达到1.2W亿左右，故主动偏股基金在中证红利成分股的定价权为0.72%，环比微降0.02%，相比于主动偏股基金在全A约4%的定价权水平，其在高股息股票的定价权依然明显偏低，且趋势自2021年Q1见顶后持续大幅回落；主动偏股基金在中证红利成分股的仓位达到5.54%，环比增加0.84%，趋势小幅上行，但仓位仍处于2008年以来极低水平，且超配比例仅为-12%，环比明显下降-2%，表明红利股票依然严重欠配，后续仓位提升的空间广阔。

具体来看，将主动偏股基金在中证红利成分股的重仓市值，以行业口径加总，得到基金在高股息行业的持股市值（仓位）降序排列依次为：煤炭>银行>公用事业>房地产>家电>石油石化>交通运输>建筑装饰>纺织服饰>建筑材料。本季度，基金在公用事业、家电、环保的仓位和超配上升最多，在房地产、煤炭、非银的仓位下降最多。值得注意的是，基金在红利成分股的超配明显偏低，与其在银行、石油石化和煤炭的欠配有很大关系。

图表57：主动偏股基金在中证红利的超配继续下降



图表58：主动偏股基金在中证红利的定价权明显偏低



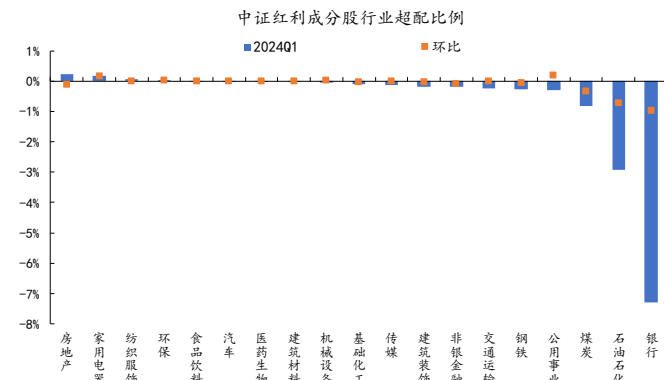
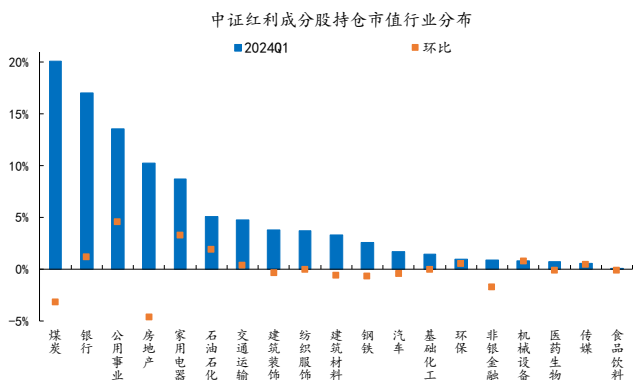
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



图表59: 主动偏股基金在中证红利的行业仓位分布

图表60: 主动偏股基金在中证红利的行业超配比例

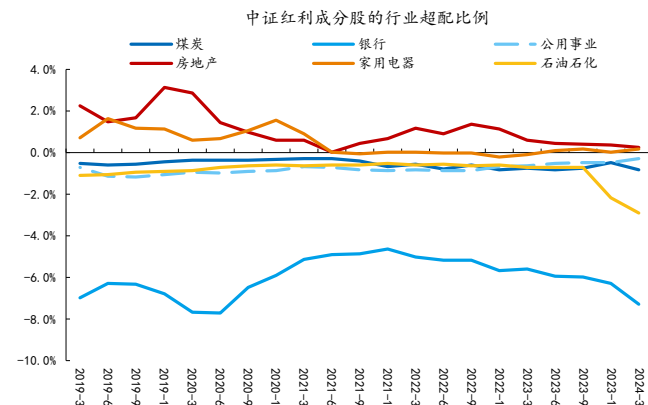
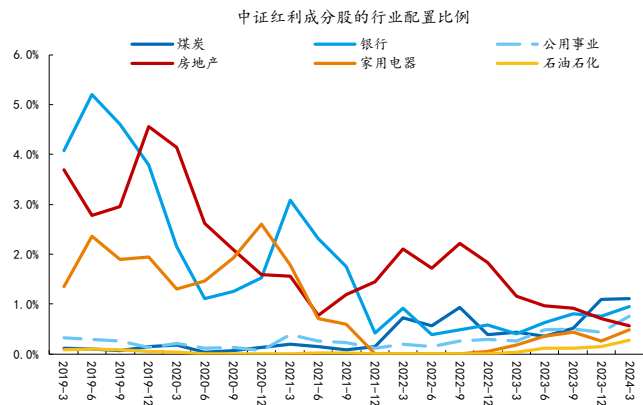


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 主动偏股基金在中证红利的行业仓位趋势(持仓市值最多的TOP6行业)

图表62: 主动偏股基金在中证红利的行业超配趋势(持仓市值最多的TOP6行业)

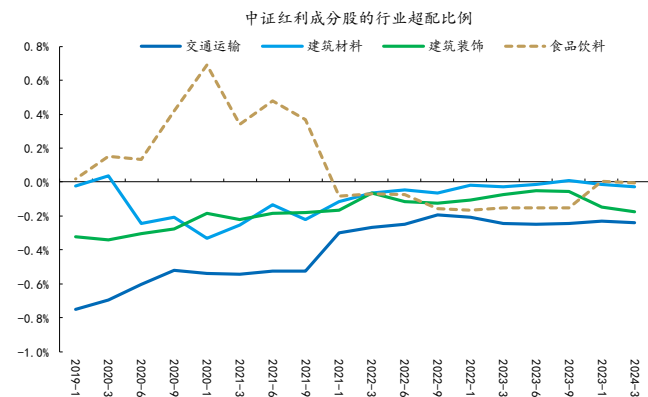
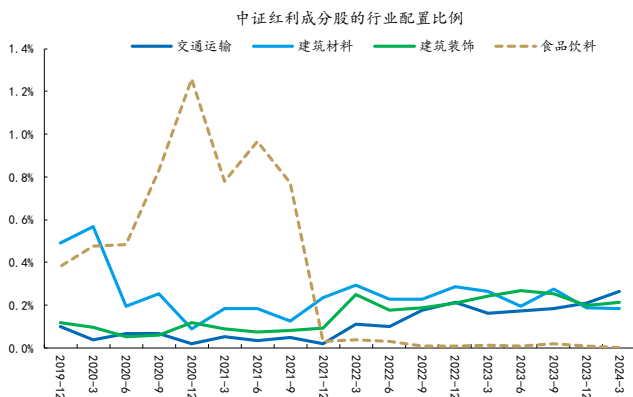


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表63: 主动偏股基金在中证红利的行业仓位分布(持仓市值最多的TOP7-10行业)

图表64: 主动偏股基金在中证红利的行业超配比例(持仓市值最多的TOP7-10行业)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

4.2 出海板块: 增配空间仍然较大

在前期专题报告《投资我国出海机遇的三条线索》中,我们筛选出了3条出海投资的机会,尤其是建议关注(1)海外业务占比高+海外营收连续增长+净利率提升的行业: 家电(白色



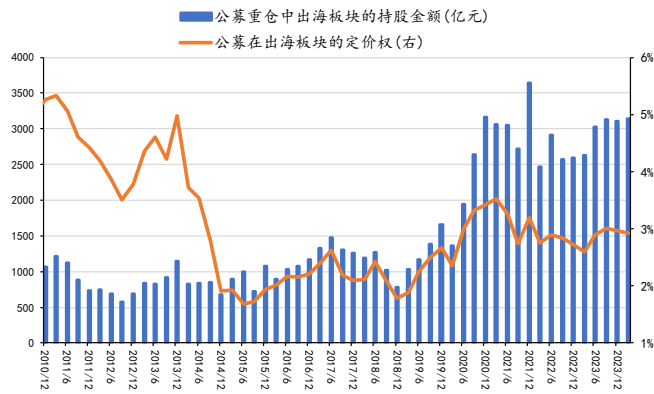
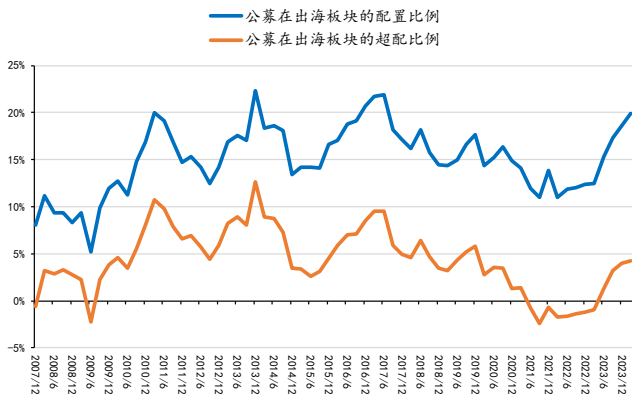
家电、家电零部件)、轻工(家居用品)、纺织服装、汽车(汽车零部件、商用车)、机械设备(工程机械)、军工(航海装备)等;(2)全球竞争力+海外业务占比高+能够较为顺利实现出海的行业:电子(元件、消费电子)、化工(化学制品、农化制品、化学纤维、橡胶、塑料等)、机械设备(专用设备、通用设备)、汽车(乘用车)等。

2024年Q1主动偏股基金重仓出海板块的规模达到3140亿元,而出海板块的流通市值达到10.8W亿左右,故主动偏股基金在出海板块的定价权为2.9%,环比微降0.04%,相比于主动偏股基金在全A约4%的定价权水平,其在出海板块股票的定价权偏低;主动偏股基金在出海板块的仓位达到19.9%,环比增加1.22%,且超配比例为4.29%,环比明显上升0.32%,配比和超配均连续多季度上升,表明偏股基金持续青睐该板块。考虑到中国“新航海时代”已来,企业出海是长期战略方向,主动偏股基金在出海板块的增配空间仍然较大。

具体来看,以出海板块的代表之一纺织服装行业为例,2024年Q1主动偏股基金重仓纺织服装的金额达到112亿元,仓位连续6个季度上升,达0.71%,超配比例连续5个季度上升,目前恰好达到平配,即公募重仓中纺织服装的持仓占比,等于全A中纺织服装行业的市值占比,公募在纺织服装的仓位仍有进一步提升空间。

图表65: 主动偏股基金重仓出海板块的仓位持续上升

图表66: 主动偏股基金在出海板块的定价权上升

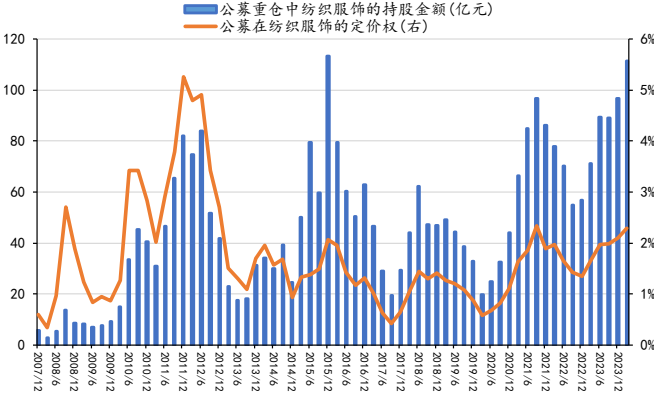
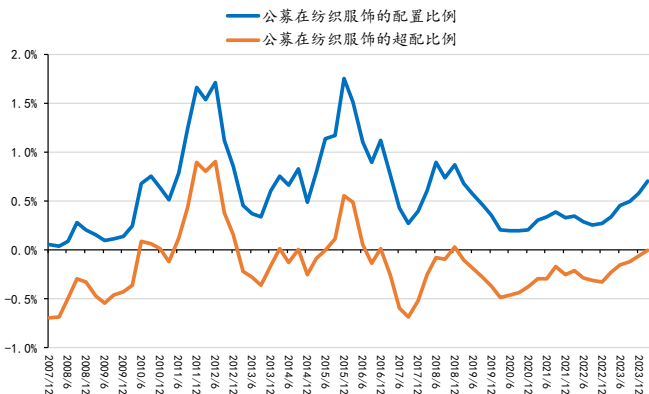


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表67: 主动偏股基金重仓纺织服装的仓位持续上升

图表68: 主动偏股基金在纺织服装的定价权继续上升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

4.3 困境反转板块: 增配空间仍在

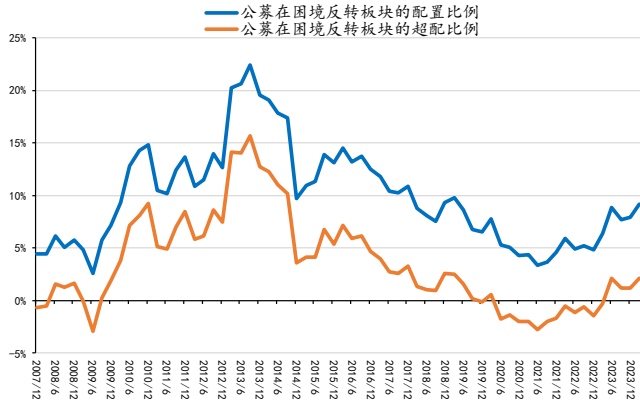
在前期周报《十字路口: 总量趋势》边际变化, 构建“困境反转”防御策略》中, 我们构建了“困境反转”策略, 建议关注供给出清、需求稳定甚至回升的行业: 通信、农林牧渔、环保、中药、旅游及景区、饮料乳品、黑色家电和面板。

2024年Q1主动偏股基金重仓困境反转板块的规模达到1455亿元, 而困境反转板块的流通市值达到4.87W亿左右, 故主动偏股基金在困境反转板块的定价权为3%, 环比上升0.24%,



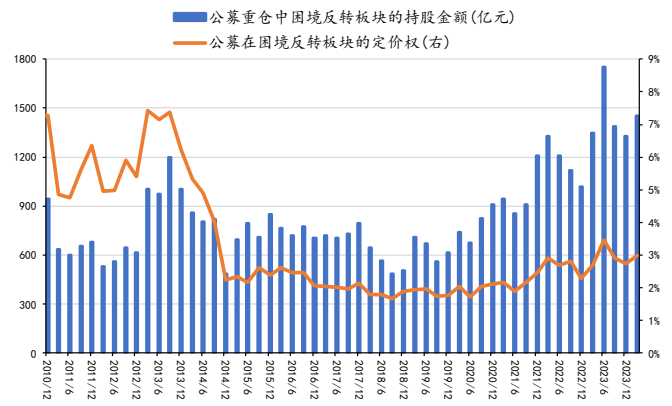
相比于主动偏股基金在全 A 约 4% 的定价权水平，其在困境反转板块股票的定价权偏低。主动偏股基金在困境反转板块的仓位达到 9.2%，环比增加 1.24%，且超配比例为 2.15%，环比明显上升 0.93%，配比和超配均连续多季度上升，表明偏股基金持续青睐该板块。考虑到主动偏股基金在困境反转板块的配比、超配、定价权均趋势向上，且距离历史高位均有较大空间，后续增配空间仍在。

图表69：主动偏股基金重仓困境反转的仓位持续上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表70：主动偏股基金在困境反转板块的定价权上升

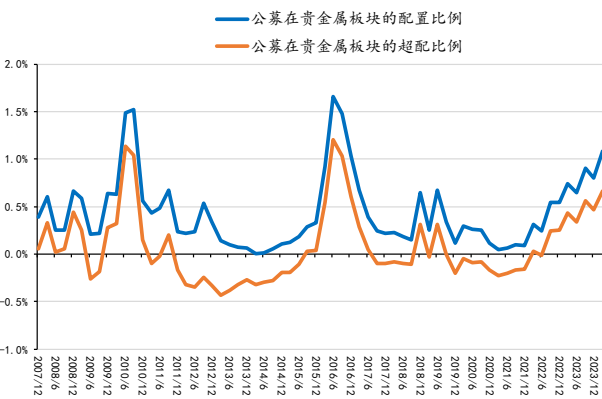


来源：Wind、国金证券研究所

4.4 贵金属行业：机构资金青睐有望中长期支撑股价

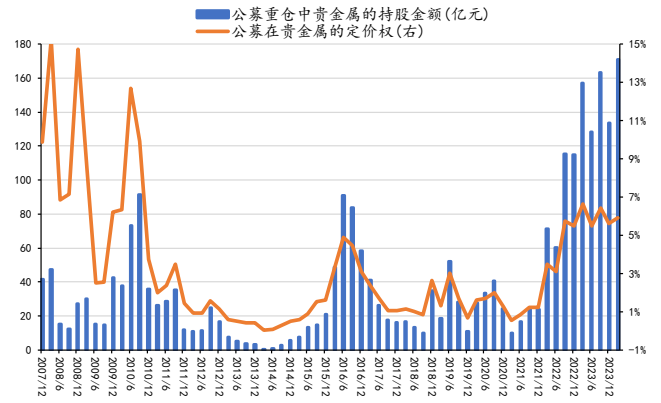
2024 年 Q1 主动偏股基金重仓贵金属行业成分股的规模达到 171 亿元，而贵金属行业成分股的流通市值达到 2889 亿左右，故主动偏股基金在贵金属成分股的定价权为 5.93%，环比上升 0.34%，相比于主动偏股基金在全 A 约 4% 的定价权水平更具优势，表明主动偏股基金对贵金属相关公司的“定价”有较强的影响力。考虑到：一是主动偏股基金在贵金属成分股的仓位及超配比例均趋于上升，意味着贵金属受到机构资金青睐，相关公司股价依然具备长期上涨动力；二是虽然基金对贵金属超配比例已经升至历史较高的分位数水平，但相比有色约 2.4% 的超配比例，依然具备空间。

图表71：主动偏股基金重仓贵金属的超配持续上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表72：主动偏股基金在贵金属的定价权较高



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- (1) 基金持仓数据滞后（基金季报一般于当季结束后的第 13-15 个交易日披露）。
- (2) 重仓股数据不能完全代表基金全部持股情况（基金季报仅披露前十大重仓股的持股数据）。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究