

## 相关研究

- 《量化这一年：希望、考验、突破》  
2023.12.11
- 《创业板综指：量化的下一站星光？》  
2023.11.24
- 《选股因子系列研究（九十）——理解红利投资，加入红利投资，超越红利投资》  
2023.11.19

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@haitong.com

证书:S0850512080006

分析师:黄雨薇

Tel:(021)23185655

Email:hyw13116@haitong.com

证书:S0850522070001

# 从质疑到成为：微盘股行情的逻辑和本质

## 投资要点:

- 2021年以来，A股开启了新一轮小盘行情，业绩突出的万得微盘股指数备受市场关注。不仅连续五年（2019年起）的年收益为正，且2023年累计收益一度超越50%。事实上，早期默默无闻的万得微盘股指数，自基日（1999.12.30）起，至今已累积了较高的收益，净值曲线几乎持续稳步向上。在此背景下，本文将从微盘股特征出发，尝试理解微盘股的收益来源、潜在风险及其绝对收益属性，并提供可操作的微盘股投资思路。
- **关于微盘股指数的两点质疑。** 1) 交易成本影响：假设交易费用为单边千三、千五，费后年化收益分别下降6%和10%，年化影响比例约20-30%；2) 调仓频率影响：调仓频率降为月频后收益影响较为有限，但是进一步降低到季频以上则有明显的削弱。
- **微盘股指数的收益来源。** 可能三个方面：1) 小市值溢价显著，市值最小的100-200只股票贡献较高；2) 高系统波动风险补偿，股价变动对成交量敏感；3) 反转特征明显，每日进行止盈交易。此外，微盘股基本面弱、机构关注度低、估值并不便宜。
- **公募微盘股投资现状。** 考虑到冲击成本在内的影响，万得微盘股指数成分股、新微盘股股票池的策略容量上限分别为1400亿和2000亿左右（假设年单边换手5倍、成交占比15%）。以万得微盘股指数成分股为例，公募主动权益基金2023年中报持有微盘股总市值为73.81亿，占全部微盘股流通市值之比为1.22%。截至2023三季度末，重仓股中微盘股权重合计占比超过20%的产品新增6只，这16只产品2023Q3的合计规模为145.41亿元。
- **季度调仓的微盘股策略实践。** 如果从新微盘股股票池中优选高波动风险暴露的股票进行季度换仓，Top50和Top100组合的年化收益分别为26.23%和21.73%。在此基础上，若叠加季内止盈交易，Top50和Top100组合的年平均收益可进一步提升5.00%和3.61%，最终实现追平或超越指数费后表现，且排除2015年表现后结论依然成立。另外，所有组合的年单边换手均较万得微盘股指数有所下降。
- **微盘股策略的潜在风险。** 万得微盘股指数在大消费、TMT和金融地产板块上的持仓相对偏少，且近年来日度成交总额中枢并未显著上行。我们认为，当市场仍处于存量博弈阶段，若领涨市场的热点题材又属于微盘股覆盖较低的板块时，微盘股投资者的资金和注意力可能会被“转移”，导致成交额迅速萎缩。再叠加微盘股的非流动性暴露较高，股价变动幅度会被显著放大。
- **从绝对收益角度思考微盘股。** 我们认为，虽然微盘股每天暴露的系统波动风险更高，但是长期累积的最大回撤并没有显著放大。可能原因有三点：1) 单位价格更低的股票可下跌的客观空间更小。2) 万得微盘股指数重仓板块的交易拥挤度合理，或可免于下跌市中因抱团快速瓦解引发的回撤。3) 微盘股组合的本质接近于一种“低胜率、高赔率”的“彩票型”组合，与私募中较为流行的“垃圾债策略”相似。
- **风险提示。** 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；权益产品收益波动较大，适合具备一定风险承受能力的投资者持有。

## 目 录

1. 质疑微盘股 .....	6
1.1 微盘股指数表现: 超越小盘的存在 .....	6
1.2 关于微盘股指数的两点质疑 .....	7
2. 理解微盘股 .....	8
2.1 小市值溢价显著 .....	8
2.2 高波动风险补偿 .....	9
2.3 强反转交易止盈 .....	10
2.4 其他特征 .....	11
2.5 小结 .....	12
3. 成为微盘股 .....	12
3.1 策略容量 .....	12
3.2 季度调仓: 技术因子+止盈交易 .....	13
4. 防范微盘股 .....	15
5. 从绝对收益角度思考微盘股 .....	16
5.1 低胜率、高赔率的“彩票型”组合 .....	16
5.2 “固收+”组合应用 .....	18
6. 总结 .....	19
7. 风险提示 .....	20

## 图目录

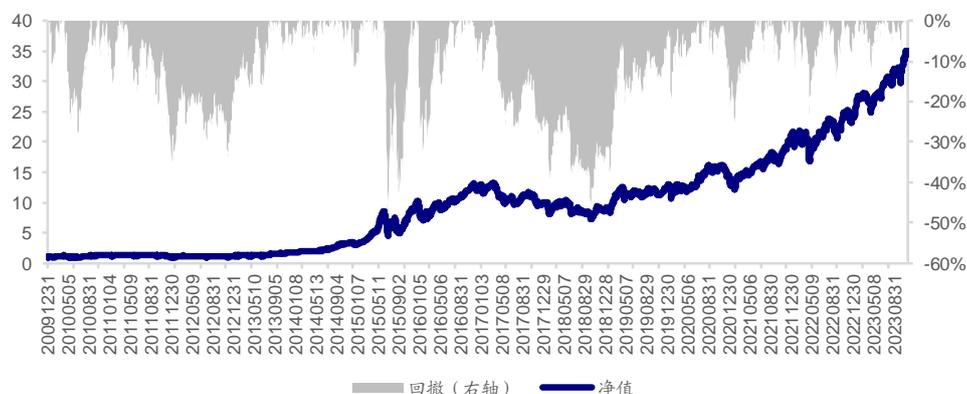
图 1	万得微盘股指数净值走势及动态回撤（2009.12.31-2023.11.24）	6
图 2	主要宽基指数及万得微盘股指数年度收益（截至 2023.11.24）	6
图 3	万得微盘股指数日频换仓扣费前后对比（截至 2023.10.31）	7
图 4	万得微盘股指数日频、月频、季频、半年频换仓扣费前对比（截至 2023.10.31）	8
图 5	主要宽基指数及万得微盘股指数的季度平均风格暴露（2016Q1-2023Q3）	8
图 6	万得微盘股指数成分股的流通市值分布及在全 A 流通市值中的占比（亿元，2009Q4-2023Q3）	9
图 7	万得微盘股指数剔除市值最小的 100、200、300 只成分股后净值走势（截至 2023.10.31）	9
图 8	主要宽基指数及万得微盘股指数在三个风险因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）	10
图 9	主要宽基指数及万得微盘股指数在反转类因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）	10
图 10	主要宽基指数及万得微盘股指数的成分股调仓换手对比（年单边，倍，2009.12.31-2023.11.24）	10
图 11	万得微盘股指数月度换仓调入股票与调出股票近一个月收益对比（2010.01-2023.10）	11
图 12	主要宽基指数及万得微盘股指数在基本面和分析师覆盖度因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）	11
图 13	主要宽基指数及万得微盘股指数的年末 PB（截至 2023.11.24）	12
图 14	季度调仓的微盘股交易方案	13
图 15	季度调仓的 50 只微盘股组合 vs 万得微盘股指数（扣费后，截至 2023.10.31）	14
图 16	万得微盘股指数的季度平均行业分布（2016Q1-2023Q3）	15
图 17	万得微盘股指数的日度成交总额和动态回撤（2009.12.31-2023.10.31）	16
图 18	万得微盘股指数 vs 食品饮料行业成交额（亿元，2017.04-2018.02）	16
图 19	万得微盘股指数 vs 传媒行业成交额（亿元，2023.01-2023.10）	16
图 20	主要宽基指数及万得微盘股指数收益回撤比散点图（2009.12.31-2023.11.24）	17

图 21	主要宽基指数及万得微盘股指数成分股的后复权收盘价中位数 (2014Q4-2023Q3) .....	17
图 22	万得微盘股指数的板块分布 vs 主动权益重仓板块分布 (截至 2023.10.31) ...	18
图 23	万得微盘股指数个股月度截面胜率 (2010.01-2023.10) .....	18
图 24	万得微盘股指数个股月度收益截面分位数 (2010.01-2023.10) .....	18
图 25	股票端采用微盘股策略的 10-90 中枢月度再平衡组合 (2009.12.31-2023.10.31)	19
图 26	股票端采用微盘股策略的 20-80 中枢月度再平衡组合 (2009.12.31-2023.10.31)	19

## 表目录

表 1	主要宽基指数及万得微盘股指数区间年化收益（2009.12.31-2023.11.24）	7
表 2	主要宽基指数及万得微盘股指数日频年化波动率（2009.12.31-2023.11.24）	9
表 3	万得微盘股指数 vs 新微盘股股票池的平均股票数量、个股流通市值、日均成交总额对比（亿元，2009.12.31-2023.10.31）	12
表 4	不同换手率、成交占比假设下全市场微盘股策略的容量（亿元）	12
表 5	公募主动权益基金 2023Q3 重仓持有微盘股比例最高的 5 只产品	13
表 6	季度调仓的微盘股组合扣费后分年度收益（2009.12.31-2023.10.31）	14
表 7	季度调仓的微盘股组合扣费后最大回撤（2009.12.31-2023.10.31）	15
表 8	主要宽基指数及万得微盘股指数区间最大回撤（2009.12.31-2023.11.24）	17
表 9	股票端采用微盘股策略在 10-90 和 20-80 中枢下月度再平衡的量化固收+组合（2009.12.31-2023.10.31）	19

2021 年以来，A 股开启了新一轮小盘行情，业绩突出的万得微盘股指数备受市场关注。不仅连续五年（2019 年起）的年收益为正，且 2023 年累计收益一度超越 50%。事实上，早期默默无闻的万得微盘股指数，自基日（1999.12.30）起，至今已累积了较高的收益，净值曲线几乎持续稳步向上。在此背景下，本文将从微盘股特征出发，尝试理解微盘股的收益来源、潜在风险及其绝对收益属性，并提供可操作的微盘股投资思路。

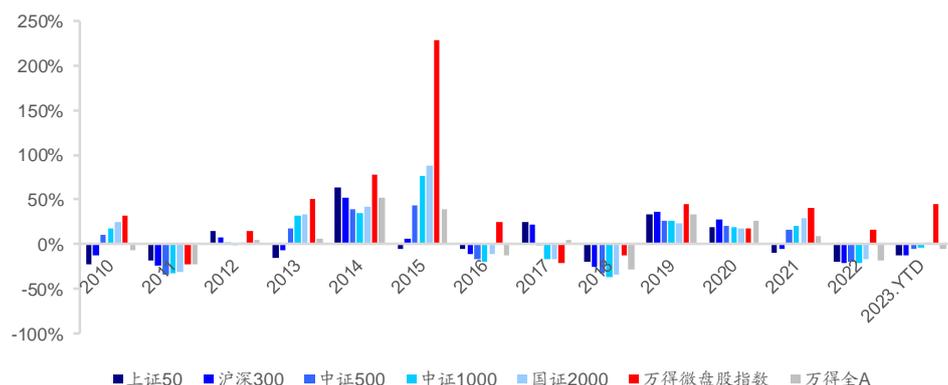
**图1 万得微盘股指数净值走势及动态回撤（2009.12.31-2023.11.24）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1. 质疑微盘股

### 1.1 微盘股指数表现：超越小盘的存在

根据编制方案，万得微盘股指数包含全部 A 股（不含北交所）中市值最小的 400 只个股，剔除 ST、\*ST、退市整理股、首发连板未打开的标的，每日更新成分并等权再平衡。2010 年以来，万得微盘股指数平均年度收益为 38%。剔除 2015 年后，平均年度收益为 23%，显著优于其他主要宽基指数。尽管万得微盘股指数近三年走出了“独立”行情，但是在大盘风格强势的 2017 年也遭遇了不小的困境。

**图2 主要宽基指数及万得微盘股指数年度收益（截至 2023.11.24）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

如下表所示，无论从短、中、长期来看，万得微盘股指数年化收益均稳定在 30% 以上。不仅跑赢上证 50、沪深 300 等大盘风格指数，也显著优于中证 500、中证 1000 和国证 2000 等中小盘风格指数。由此可见，万得微盘股指数已不仅仅是“小盘”，更是超越“小盘”的存在。

**表 1 主要宽基指数及万得微盘股指数区间年化收益 (2009.12.31-2023.11.24)**

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	国证 2000	万得微盘股	万得全 A
最近一年	-5.28%	-5.99%	-9.23%	-7.36%	-2.90%	43.20%	-3.30%
最近三年	-11.75%	-11.03%	-5.03%	-3.61%	1.57%	30.08%	-4.21%
最近五年	-0.07%	2.46%	5.10%	5.84%	8.82%	32.90%	6.91%
最近十年	3.93%	4.07%	3.88%	3.27%	7.80%	36.41%	7.23%
全区间	-0.49%	-0.08%	1.62%	2.48%	6.58%	30.06%	3.53%

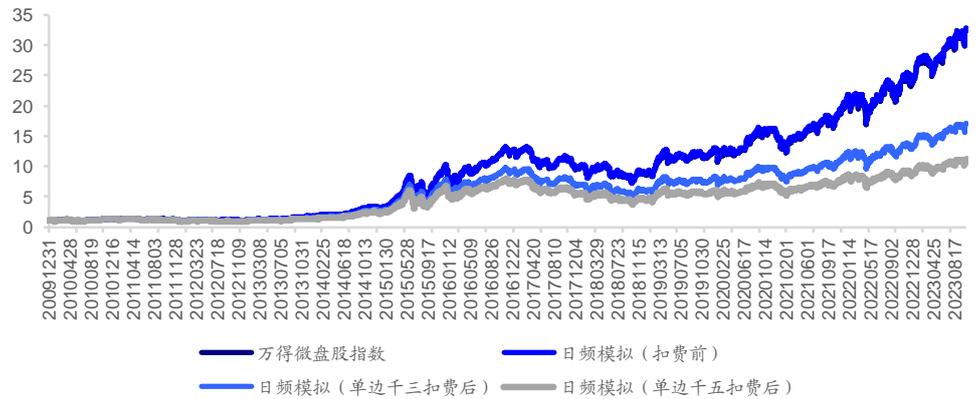
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 1.2 关于微盘股指数的两点质疑

观察指数编制方案, 大家或许会对万得微盘股指数的超高收益提出两点质疑: 1) 每日更新成分股是否会产生不可忽视的交易成本, 指数暂未计入这部分磨损; 2) 是否是日频换手导致了收益放大, 如果降低调仓频率, 会有什么样的影响?

### ➤ 质疑一: 交易成本

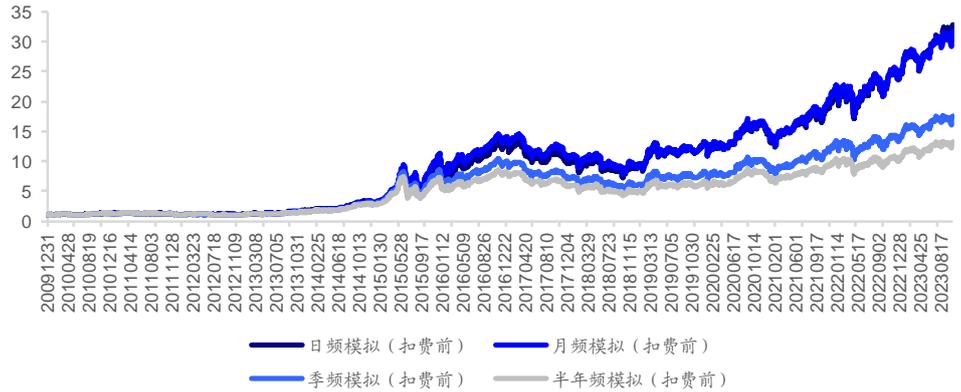
为与编制方案保持一致, 我们首先模拟了扣费前的日频换仓净值, 测试结果与万得微盘股指数基本无异。接着, 考虑到指数纳入了全 A 中市值最小的股票, 交易过程中难免遇到冲击成本在内的各种磨损, 本文假设单边千三、千五的交易费用进行粗略估算。如图 3 所示, 2010 年以来, 扣费后的年化收益约 24%、20%, 较扣费前下降 6%、10%。即, 年化后, 交易成本的影响比例大约为 20-30%, 在实际投资过程中的确不容忽视。但不可置否, 扣费后的微盘股组合依然保持较高的超额收益。

**图 3 万得微盘股指数日频换仓扣费前后对比 (截至 2023.10.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### ➤ 质疑二: 调仓频率

由于 A 股不能 T+0 交易, 编制方案中的“今买明卖”在实际投资过程中难以实现。为了测试交易频率带来的影响, 我们将调仓周期从日频降低到月频、季频甚至半年频。如图 4 所示, 2010 年以来, 月频、季频、半年频换仓可分别实现 96%、52%、38% 的日频换仓全区间累计收益。由此可见, 调仓频率降为月频对微盘股组合的收益影响较为有限, 但是进一步降低到季频以上则有明显的削弱。

**图4 万得微盘股指数日频、月频、季频、半年频换仓扣费前对比（截至 2023.10.31）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 理解微盘股

由前文可知，虽然交易成本和调仓频率确有一定影响，但是考虑这些因素后的微盘股指数收益依然丰厚。既然如此，我们不妨尝试去理解微盘股背后的收益来源。首先，从因子角度出发，我们计算万得微盘股指数在 2016Q1-2023Q3（避免 2015 年极端行情影响）区间内的季度平均风格暴露，并与其他主要宽基指数对比。

如图 5 所示，万得微盘股指数整体呈现四个鲜明特征：1) 小市值溢价显著；2) 高波动风险；3) 反转效应较强；4) 基本面偏弱且关注度低。接下来，我们将逐一深入分析微盘股的上述四个特征。

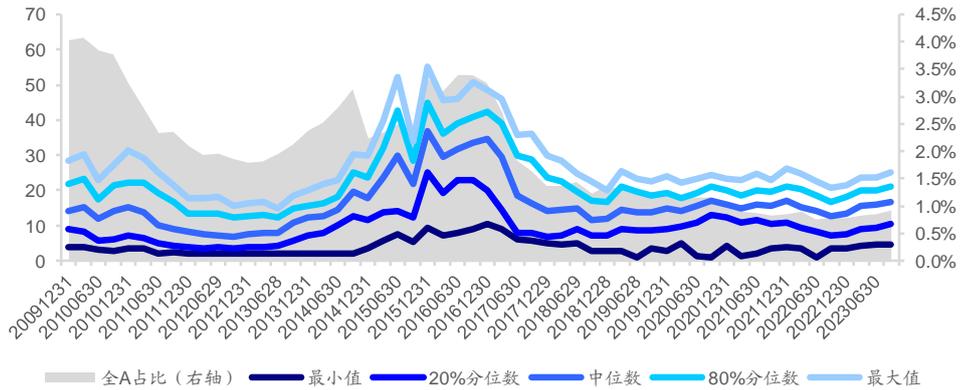
**图5 主要宽基指数及万得微盘股指数的季度平均风格暴露（2016Q1-2023Q3）**

	小市值溢价显著		高波动风险			强反转		基本面偏弱		
	市值	估值	换手	非流动性	系统波动	近一个月收益	特质波动	盈利	成长	分析师覆盖度
上证50	3.22	0.06	-1.05	-0.78	-0.20	0.05	-0.72	0.84	0.28	1.30
沪深300	2.76	0.15	-0.83	-0.75	-0.14	0.07	-0.48	0.74	0.27	1.18
中证500	0.99	-0.10	-0.33	-0.59	-0.09	0.08	-0.12	0.30	0.16	0.52
中证1000	0.30	0.09	-0.03	-0.41	0.05	0.06	0.07	0.18	0.14	0.27
国证2000	-0.06	-0.04	-0.10	-0.19	-0.02	0.09	0.07	0.07	0.09	0.03
万得微盘股指数	-1.20	0.05	0.15	0.81	0.25	-0.13	-0.14	-0.40	-0.24	-0.56
万得全A	1.84	0.03	-0.66	-0.57	-0.17	0.08	-0.32	0.45	0.19	0.80

资料来源：Wind，海通证券研究所

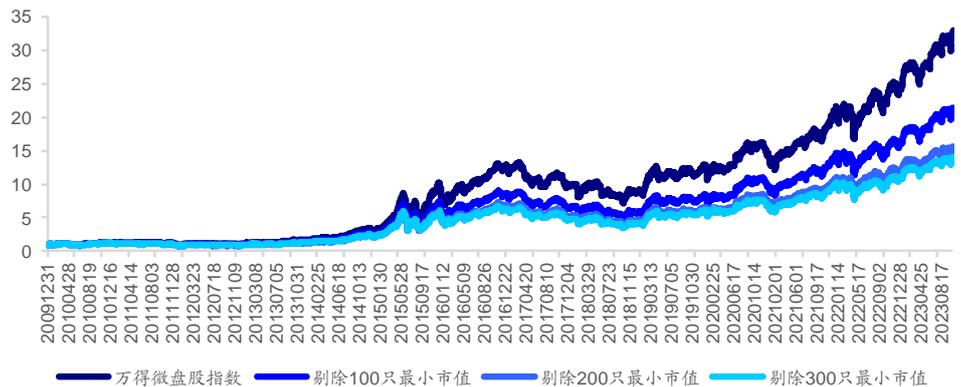
### 2.1 小市值溢价显著

除 2015-2016 年以外，万得微盘股指数成分股的流通市值基本位于 3-20 亿之间，中位数约 14 亿，低于中证 1000（64 亿）和国证 2000（38 亿）指数。截至 2023 年三季度末，万得微盘股指数成分股的流通市值之和在全 A 中的占比约为 1%。由此可见，400 只微盘股等权组合的小市值因子暴露颇为显著。而且，我们认为，随着 A 股公司数量逐步扩充，指数始终选取市值最小的 400 只股票，更是进一步强化了相对全 A 平均水平的小盘暴露。

**图6 万得微盘股指数成分股的流通市值分布及在全 A 流通市值中的占比（亿元，2009Q4-2023Q3）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

为了进一步体现小市值因子发挥的作用，我们从指数中依次剔除市值最小的部分成分股后，观察剩余微盘股等权组合的净值走势。如图 7 所示，剔除市值最小的 100 只、200 只、300 只成分股后，仅能实现原先 64%、46%和 41%的全区间收益。即，市值最小的 100-200 只股票对指数的收益贡献较大。

**图7 万得微盘股指数剔除市值最小的 100、200、300 只成分股后净值走势（截至 2023.10.31）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

尽管小市值溢价是微盘股收益的重要来源，但也仅仅是其一部分。因为小市值因子在 A 股市场依然是风险因子，而非 alpha 因子，大小盘风格有明显的周期轮回。然而，万得微盘股指数的长期收益却远高于中证 1000 和国证 2000 这样的小盘指数。

## 2.2 高波动风险补偿

从指数日频年化波动率来看，万得微盘股指数在短、中、长期维度下皆高于其他主要宽基指数，可能意味着其每天交易存在更高的波动风险。如表 2 所示，万得微盘股指数年化波动率稳定高于万得全 A 约 5-6%。

**表 2 主要宽基指数及万得微盘股指数日频年化波动率（2009.12.31-2023.11.24）**

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	国证 2000	万得微盘股	万得全 A
最近一年	14.67%	13.75%	13.04%	14.93%	15.62%	18.04%	12.99%
最近三年	18.26%	17.71%	17.31%	20.25%	20.51%	22.52%	16.91%
最近五年	19.27%	19.28%	20.51%	22.85%	22.77%	23.83%	19.22%
最近十年	22.30%	21.94%	24.88%	26.83%	26.25%	28.99%	24.22%
全区间	22.38%	22.02%	24.98%	26.62%	26.01%	28.32%	23.30%

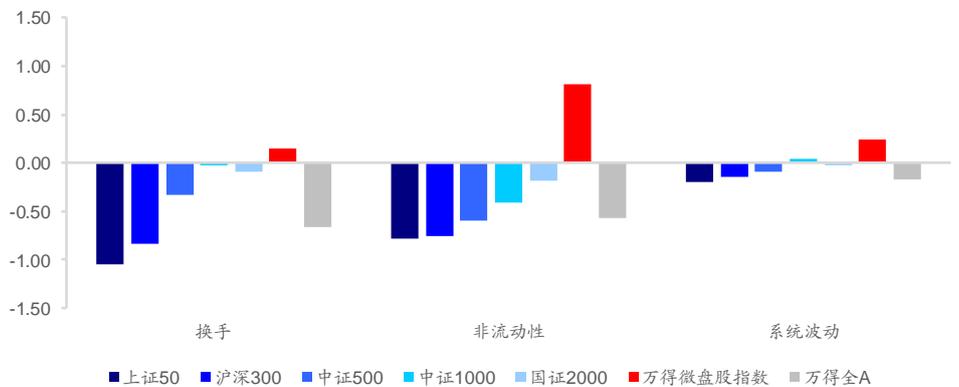
资料来源：Wind，海通证券研究所

进一步从成分股的加权风险暴露来看，我们认为，微盘股的短期交易风险可从换手、非流动性和系统波动因子上的高暴露这三方面来举证。主观层面，大家或许会觉得微盘股因为流通市值小且关注度低，所以交易很难活跃。事实上，如图 8 所示，A 股市场的微盘股换手率显著高于全 A 平均水平，尤其是和上证 50、沪深 300、中证 500 等大中盘股相比。但是，在更加遵循基本面投资的港股市场中，超小盘股反而可能因面临折价困境或被贴上“仙股”的标签，使得投资者“敬而远之”，故交易活跃度通常较低。

虽然微盘股在 A 股市场的流动性好于港股，但是这不意味着其交易或流动性风险小。恰恰相反，由于微盘股的机构关注度低、以个人投资者为主，因此，高换手反而体现了其交易的不确定性。反映到股价层面，我们发现，微盘股的非流动性因子暴露显著高于其他主要宽基指数。即，微盘股股价变动对成交量极为敏感，交易过程中更有可能产生超预期的冲击成本。

最后，我们用总波动扣除特质波动后的系统波动，来观察微盘股的整体风险。可以发现，微盘股比其他大中盘股甚至是小盘股都承担了更高的系统波动风险。我们认为，微盘股的收益或许有一部分来自高系统波动的风险补偿，本文后续第 3.2 节的内容也可佐证这一点。

图8 主要宽基指数及万得微盘股指数在三个风险因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）

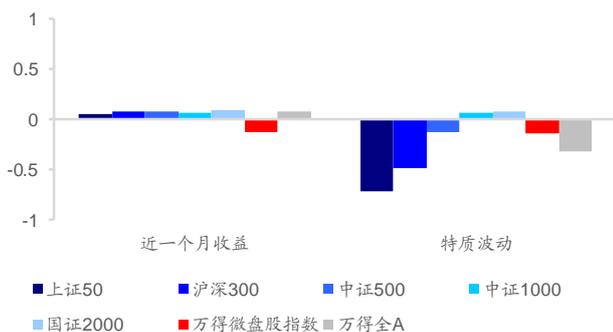


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 2.3 强反转交易止盈

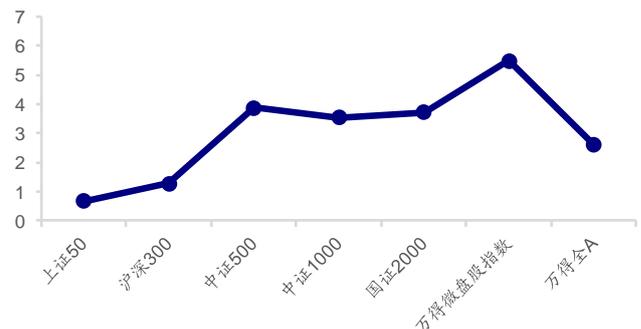
从反转类低频量价因子来看，万得微盘股指数在近一个月收益和特质波动因子上均有负向暴露，呈现较强的反转特征。根据编制方案，万得微盘股指数每日选取 A 股市场市值最小的股票，近似于，纳入近期涨幅较低的股票同时调出近期涨幅较高的股票。再对比其他主要宽基指数的成分股调仓换手，万得微盘股指数明显更高，年单边近 6 倍。因此，我们认为，万得微盘股指数利用成分股反转特征搭配高换手实现了“高抛低吸”，也是其获取收益的重要手段。

图9 主要宽基指数及万得微盘股指数在反转类因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）



资料来源：Wind，海通证券研究所

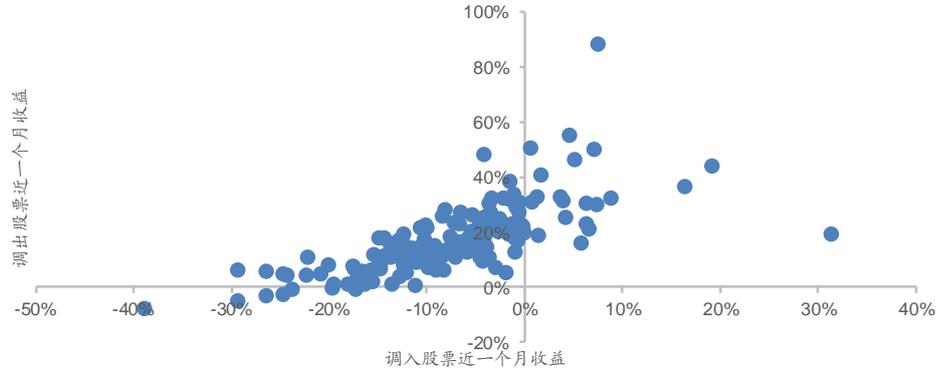
图10 主要宽基指数及万得微盘股指数的成分股调仓换手对比（年单边，倍，2009.12.31-2023.11.24）



资料来源：Wind，海通证券研究所

由前文可知，日频和月频换仓带来的收益差异较小，背后或许正是因为微盘股近一个月的短期收益反转效果较好，月频窗口恰好能捕捉到“高抛低吸”的价差。如图 11 所示，大部分点都位于左上方的第二象限，即，月末调出股票近一个月的平均收益为正，而调入股票为负，平均值分别为 16.87%和-7.80%，差异十分明显。

图11 万得微盘股指数月度换仓调入股票与调出股票近一个月收益对比（2010.01-2023.10）



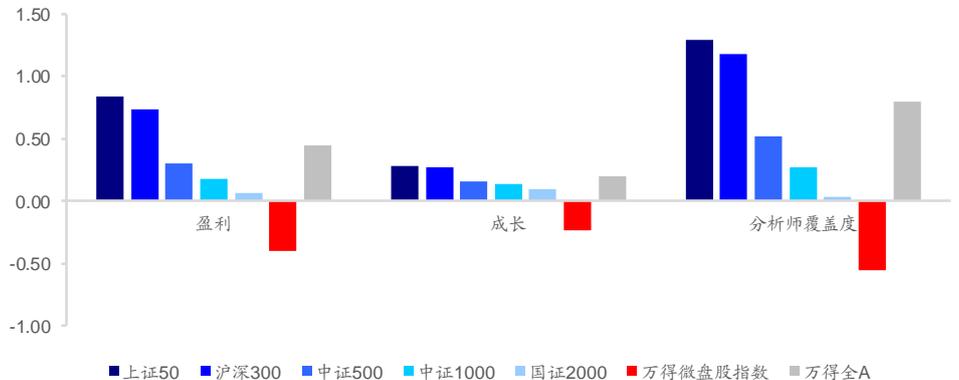
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.4 其他特征

### ➤ 基本面偏弱、关注度低

从基本面角度来看，微盘股的经营风险高于市值更大的股票。无论是盈利还是成长，万得微盘股指数在这两大因子上的暴露均显著低于其他主要宽基指数。此外，微盘股的分析师覆盖度的暴露也显著为负，进一步体现了机构的低关注度。

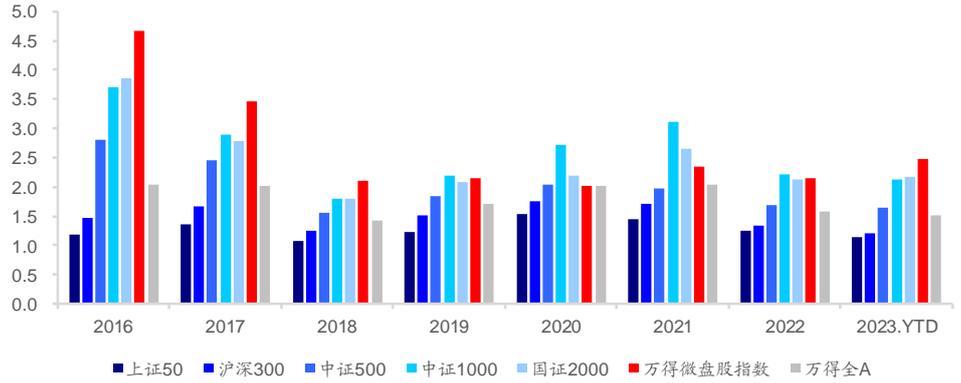
图12 主要宽基指数及万得微盘股指数在基本面和分析师覆盖度因子上的季度平均暴露（2016Q1-2023Q3）



资料来源：Wind，海通证券研究所

### ➤ 估值不便宜

不仅微盘股的高换手令人意外，其估值水平也并没有因为机构关注度低，而像大家想象中的那么便宜。如下图所示，2016年以来，万得微盘股指数的估值水平始终高于万得全A。而且，除2020和2021年以外，万得微盘股指数几乎是主流宽基指数中，估值水平最高的。因此，我们认为，微盘股的收益并不能用低估值溢价来解释。

**图13 主要宽基指数及万得微盘股指数的年末 PB (截至 2023.11.24)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.5 小结

综上所述,我们认为,万得微盘股指数的收益来源可能包括三个方面:1)小市值溢价显著,市值最小的100-200只股票贡献较高;2)高系统波动风险补偿,股价变动对成交量敏感;3)反转特征明显,每日进行止盈交易。

## 3. 成为微盘股

### 3.1 策略容量

尽管万得微盘股指数收益颇丰,但是在实际投资过程中存在诸多障碍。例如,流通市值过小的股票很难交易,每日换仓频率过高、持仓股票数量过多等。为克服上述问题,我们首先重新定义微盘股股票池,将全A(不含北交所)中总市值分位数处于5-20%的股票看作微盘股。与万得微盘股指数相比,新微盘股股票池的个股流通市值和日均成交总额均有一定提升。值得注意的是,新微盘股股票池的个股数量不再像指数那样固定在400只,而是选择全市场市值较小的15%股票。近两年来,入池的股票接近800只。

**表 3 万得微盘股指数 vs 新微盘股股票池的平均股票数量、个股流通市值、日均成交总额对比 (亿元, 2009.12.31-2023.10.31)**

	流通市值中位数	流通市值最大值	流通市值最小值	入选股票数量(只)	日均成交总额
万得微盘股指数	16.12	27.44	3.78	固定 400	178
新微盘股股票池	19.68	30.46	4.99	200-800	262

资料来源: Wind, 海通证券研究所

接着,我们测算在不同换手率和成交占比假设下的全市场微盘股策略容量。考虑到冲击成本在内的影响,万得微盘股指数成分股、新微盘股股票池的策略容量上限分别为1400亿和2000亿左右。若年单边换手升至年10倍,则策略容量将分别降至500亿和700亿左右。

**表 4 不同换手率、成交占比假设下全市场微盘股策略的容量 (亿元)**

成交占比	年单边换手 5 倍		年单边换手 10 倍		年单边换手 15 倍		年单边换手 20 倍	
	万得微盘股指数	新微盘股股票池	万得微盘股指数	新微盘股股票池	万得微盘股指数	新微盘股股票池	万得微盘股指数	新微盘股股票池
5%	445	655	223	328	148	218	111	164
10%	890	1310	445	655	297	437	223	328
15%	1335	1965	668	983	445	655	334	491

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 策略容量上限约等于股票池日均成交总额\*成交占比/(年单边换手/250)

以万得微盘股指数成分股为例，公募主动权益基金 2023 年中报持有微盘股总市值为 73.39 亿，占全部微盘股流通市值之比为 1.22%。其中，2023 年中报持有微盘股比例超过 20% 的产品数量为 10 只，2023Q3 合计规模为 117.66 亿元。截至 2023 三季度末，重仓股中微盘股权重合计占比超过 20% 的产品新增 6 只，这 16 只产品 2023Q3 的合计规模为 145.41 亿元。

表 5 公募主动权益基金 2023Q3 重仓持有微盘股比例最高的 5 只产品

代码	简称	基金类型	现任基金经理	2023Q3 合计规模 (亿元)	2023Q3 重仓股中微盘股权重合计占比
000270.OF	建信灵活配置	灵活配置型	牛兴华,叶乐天,郭志腾	0.34	100.00%
320016.OF	诺安多策略	偏股混合型	王海畅,孔宪政	1.02	89.73%
003147.OF	大成动态量化 A	灵活配置型	夏高	0.19	84.26%
165531.OF	中信保诚多策略 A	灵活配置型	江峰	7.96	80.61%
620007.OF	金元顺安优质精选 A	灵活配置型	周博洋	17.52	59.29%

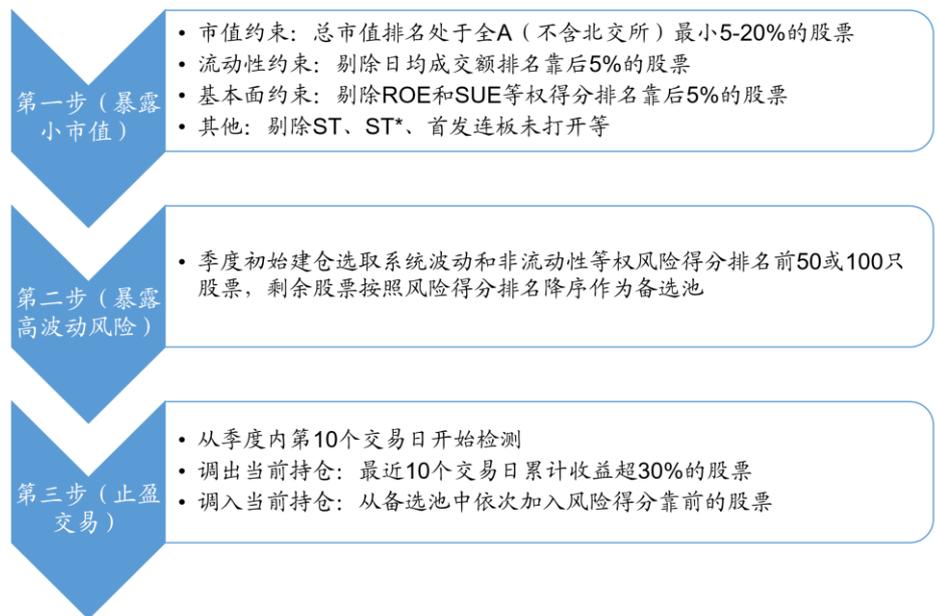
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 主动权益基金样本池为 2023Q2-Q3 股票仓位均大于 50% 的普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金, 微盘股定义为万得微盘股指数成分股

### 3.2 季度调仓: 技术因子+止盈交易

由于日频交易在实际投资过程中存在较大难度, 因此我们将调仓频率降低为季频。对 3.1 节重新划分的微盘股股票池进行初步过滤后, 我们选取波动风险暴露得分最高的 50 或 100 只股票 (等权) 作为季度初始建仓名单, 其余作为备选池。接着, 模仿万得微盘股指数“高抛低吸”的做法, 从季度第 10 个交易日起, 滚动调出最近 10 个交易日累计收益超过 30% 的股票。同时, 从备选池中优选波动风险暴露靠前的股票进行补仓。考虑到微盘股潜在的冲击成本影响, 假设交易费用为单边千三。

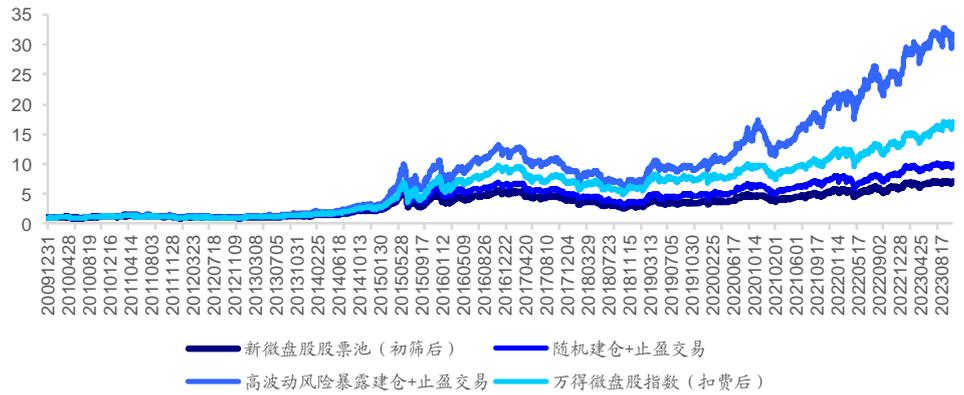
图 14 季度调仓的微盘股交易方案



资料来源: 海通证券研究所

若在第一步初筛后的微盘股股票池中随机选取 50 只股票建仓, 即, 跳过第二步的高波动风险暴露, 且止盈交易时, 也从备选池中随机挑选股票补仓。那么经过多次模拟取平均后, 年化收益高于初筛池约 3%, 但仍逊于扣费后的万得微盘股指数约 6%。

若在初筛后的微盘股股票池中, 根据波动风险暴露选取最高的 50 只股票建仓, 且止盈交易时也从备选池中优选波动风险暴露靠前的股票。那么, 年化收益高于扣费后的万得微盘股指数约 6%, 基本追平指数费前业绩。由此可见, 暴露高波动风险是微盘股组合重要的收益来源, 进一步佐证了前文的观点。

**图15 季度调仓的 50 只微盘股组合 vs 万得微盘股指数 (扣费后, 截至 2023.10.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 交易费用假设单边千三, 随机建仓测试为多次取平均后的结果

若只优选高波动风险暴露的股票进行季度换仓, Top50 和 Top100 组合的年化收益分别为 26.23% 和 21.73%。若在此基础上叠加季内止盈交易, Top50 和 Top100 组合的年平均收益可进一步提升 5.00% 和 3.61%, 最终实现追平或超越指数扣费后表现, 且排除 2015 年后, 结论依然成立。另外, 所有组合的年单边换手均较万得微盘股指数有所下降。

分年度来看, 高波动风险+止盈交易 Top50 组合在 2016-2018 年间未能战胜指数扣费后表现, 但跑输幅度均在 5% 以内。自 2019 年以来, 高波动风险+止盈交易 Top50 组合持续战胜指数扣费后表现, 平均跑赢幅度约 15%。

**表 6 季度调仓的微盘股组合扣费后分年度收益 (2009.12.31-2023.10.31)**

	万得微盘股指数 (扣费后)	国证 2000	高波动风险 (Top50)	高波动风险+止盈交易 (Top50)	高波动风险 (Top100)	高波动风险+止盈交易 (Top100)
2010	26.56%	24.37%	32.91%	33.13%	29.26%	28.11%
2011	-26.16%	-30.91%	-18.67%	-16.24%	-21.67%	-21.41%
2012	10.13%	0.76%	7.07%	8.83%	6.62%	8.40%
2013	45.01%	33.34%	65.51%	54.31%	49.41%	47.58%
2014	71.34%	42.40%	55.80%	55.00%	56.38%	60.41%
2015	204.94%	88.14%	209.50%	263.60%	156.88%	191.71%
2016	18.52%	-12.14%	11.76%	14.14%	6.74%	10.69%
2017	-24.54%	-16.90%	-27.84%	-27.40%	-27.47%	-26.32%
2018	-17.51%	-33.77%	-22.25%	-22.49%	-22.34%	-21.77%
2019	37.06%	23.45%	42.20%	46.10%	46.12%	45.59%
2020	12.24%	16.87%	25.26%	35.74%	23.15%	29.45%
2021	33.02%	29.19%	50.26%	55.31%	42.30%	41.51%
2022	9.47%	-17.20%	3.56%	12.80%	4.30%	7.45%
2023.YTD	32.99%	-1.28%	42.48%	34.76%	34.91%	33.73%
全区间	23.55%	6.32%	26.23%	29.35%	21.73%	24.22%
年单边换手(倍)	5.48	3.72	3.41	4.76	3.00	4.01

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 假设交易费用为单边千三

从风险指标来看, 高波动风险+止盈交易 Top50 和 Top100 组合全区间最大回撤约 54%, 略高于万得微盘股指数 (49.82%), 但显著低于国证 2000 指数 (66.75%)。

表 7 季度调仓的微盘股组合扣费后最大回撤 (2009.12.31-2023.10.31)

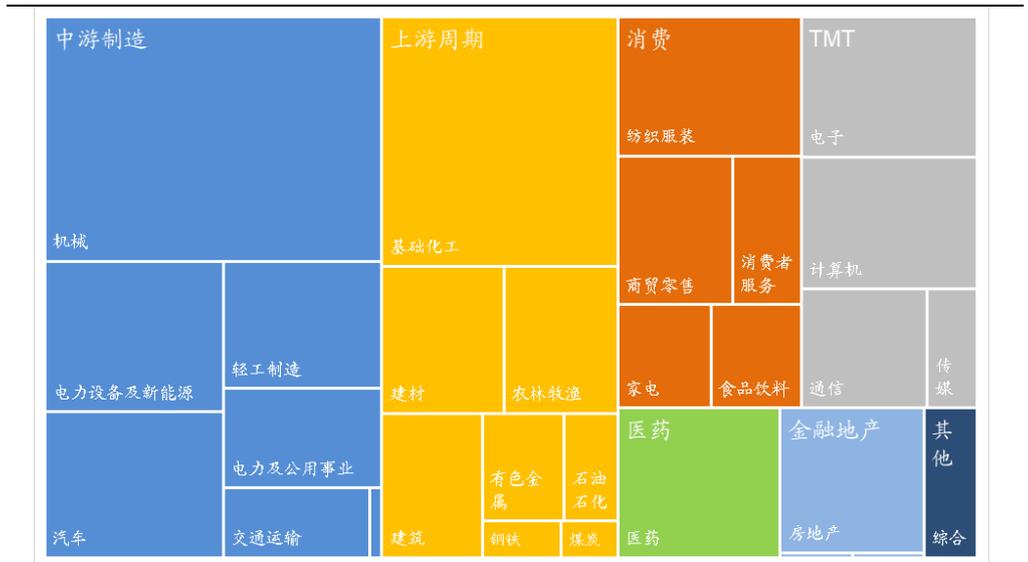
	万得微盘股指数 (扣费后)	国证 2000	高波动风险 (Top50)	高波动风险+止盈交易 (Top50)	高波动风险 (Top100)	高波动风险+止盈交易 (Top100)
2010	28.25%	27.68%	27.24%	28.20%	27.88%	28.81%
2011	32.81%	35.16%	30.99%	30.05%	32.88%	33.47%
2012	25.06%	27.59%	25.55%	24.39%	26.65%	25.72%
2013	15.14%	14.96%	16.08%	16.36%	15.96%	16.46%
2014	11.73%	11.89%	14.14%	14.52%	14.33%	13.54%
2015	48.46%	52.16%	51.81%	49.57%	53.30%	49.26%
2016	31.69%	31.70%	35.42%	35.42%	33.91%	33.74%
2017	30.35%	19.73%	32.35%	32.62%	31.14%	30.41%
2018	32.38%	39.50%	33.39%	32.62%	33.08%	33.27%
2019	16.94%	23.10%	19.08%	18.64%	19.83%	18.48%
2020	18.05%	13.12%	23.93%	24.22%	20.49%	18.03%
2021	17.28%	12.72%	17.19%	16.16%	17.15%	16.80%
2022	23.90%	31.86%	23.28%	20.61%	22.14%	23.66%
2023.YTD	12.02%	18.22%	11.25%	11.51%	11.89%	11.57%
全区间	49.82%	66.75%	54.82%	54.36%	54.24%	54.01%
年平均	24.58%	25.67%	25.84%	25.35%	25.76%	25.23%

资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 假设交易费用为单边千三

## 4. 防范微盘股

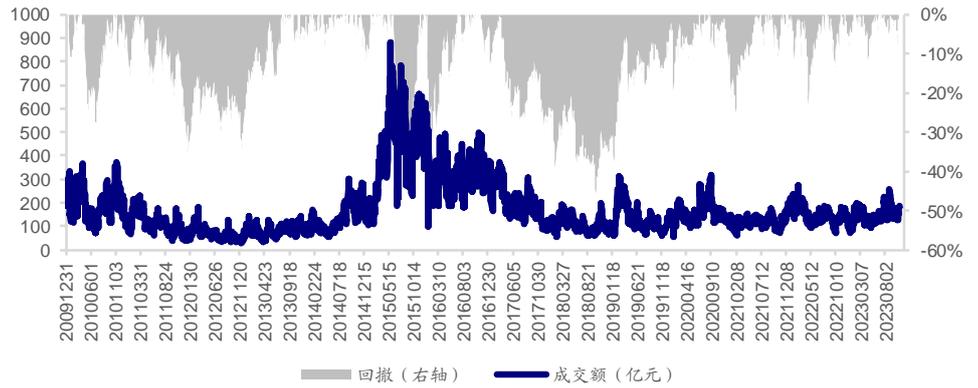
尽管万得微盘股指数长期表现较好,但是在某些存量博弈时点也可能发生超额回撤风险,例如,前文提到表现最糟的 2017 年。为了寻找这些潜在风险,我们不妨先观察万得微盘股指数在 2016Q1-2023Q3 期间的季度平均行业分布。如下图所示,指数主要聚焦中游制造和上游周期板块,合计占比约 60%。此外,指数在大消费、TMT 和金融地产板块上的持仓相对偏少,尤其是食品饮料、传媒、银行等大市值行业。

图16 万得微盘股指数的季度平均行业分布 (2016Q1-2023Q3)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

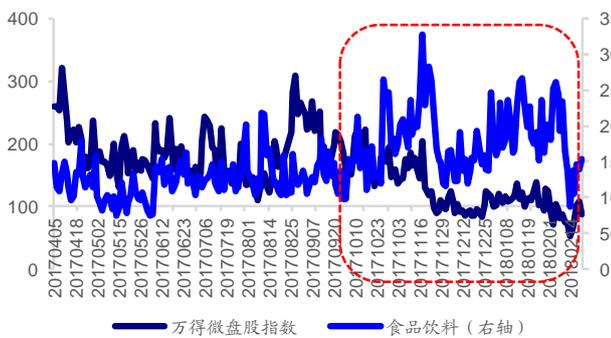
如下图所示,除 2015-2016 年,万得微盘股指数日度成交总金额大多介于 100-200 亿之间。近年来,中枢也并未显著上移。我们猜测,当市场资金处于存量博弈,且领涨市场的热点题材又属于微盘股覆盖较低的板块时,微盘股投资者的资金和注意力可能会被“转移”,导致成交额迅速萎缩。再叠加微盘股的非流动性暴露较高,股价变动幅度会被显著放大。

**图17 万得微盘股指数的日度成交总额和动态回撤（2009.12.31-2023.10.31）**


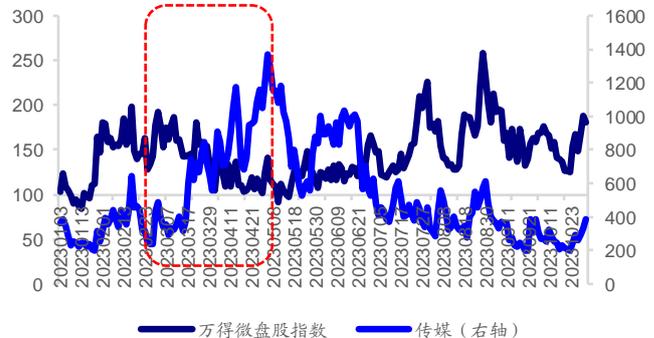
资料来源：Wind，海通证券研究所

若聚焦万得微盘股指数的超额回撤时段，我们发现有多时点符合上述特征。例如，2017年的“盈利为先”和2023年4月的AI行情。这两年，全市场成交总额较上一年基本持平或略有下滑，整体处于存量博弈状态。2017年，以食品饮料为代表的大市值、高盈利行业下半年领涨市场，微盘股整体成交额从单日300亿的高峰迅速下滑至100亿附近。2017.10.16-2018.02.08期间，万得微盘股指数录得-29%的区间收益，显著跑输万得全A约20%。

类似地，2023年4月，AI行情再度吸引了市场交易型资金。一边是传媒行业单日成交额从50亿迅速扩张至250亿，另一边是微盘股整体成交额从单日200亿高峰迅速下滑至100亿附近。2023.03.24-2023.04.25期间，万得微盘股指数录得-11%的区间收益，显著跑输万得全A约8%。

**图18 万得微盘股指数 vs 食品饮料行业成交额（亿元，2017.04-2018.02）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图19 万得微盘股指数 vs 传媒行业成交额（亿元，2023.01-2023.10）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 从绝对收益角度思考微盘股

### 5.1 低胜率、高赔率的“彩票型”组合

3.2节中，我们对比了主要宽基指数和万得微盘股指数短、中、长期下的日频年化波动率，并得到结论：微盘股每天暴露的系统波动风险更高，股价变动对成交量更敏感。然而，从长期累积结果来看，万得微盘股指数的回撤甚至要小于多数主要宽基指数。

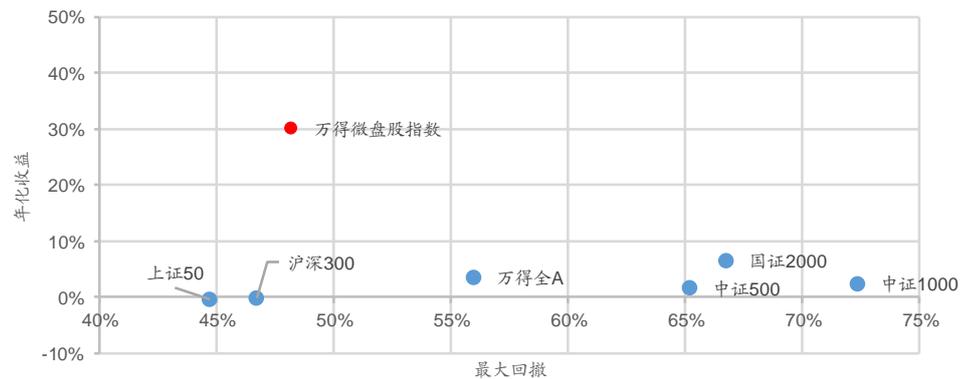
最近五年，万得微盘股指数的最大回撤仅为25%，低于上证50%、沪深300、中证500、中证1000、国证2000、万得全A的幅度分别约18%、15%、7%、10%、7%、3%。即便拉到十年的维度，万得微盘股指数的最大回撤也基本与上证50、沪深300相当，且仍然显著低于其他中小盘风格的宽基指数。

**表 8 主要宽基指数及万得微盘股指数区间最大回撤 (2009.12.31-2023.11.24)**

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	国证 2000	万得微盘股	万得全 A
最近一年	16.53%	17.31%	18.16%	20.18%	18.22%	11.66%	15.30%
最近三年	43.01%	40.18%	31.57%	34.62%	31.86%	24.38%	28.00%
最近五年	43.01%	40.18%	31.57%	34.62%	31.86%	25.04%	28.00%
最近十年	44.70%	46.70%	65.20%	72.35%	66.75%	48.17%	55.99%
全区间	44.70%	46.70%	65.20%	72.35%	66.75%	48.17%	55.99%

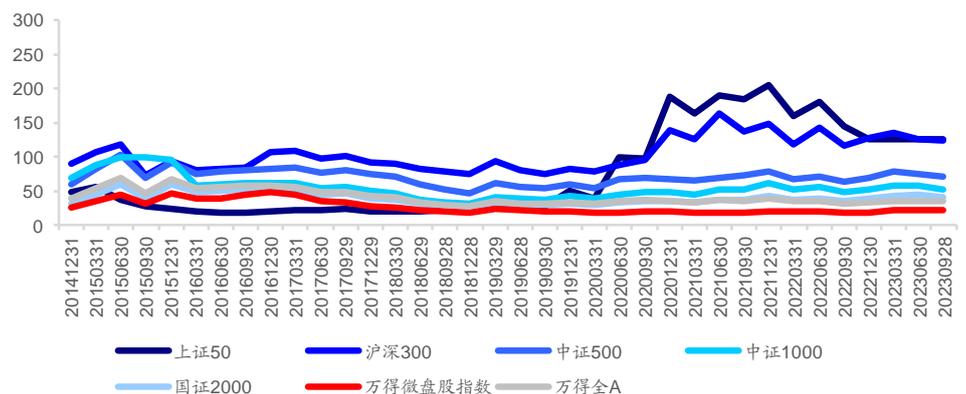
资料来源: Wind, 海通证券研究所

因此, 万得微盘股指数的收益回撤比显著优于其他主要宽基指数, 最近一年更是高达 3.71。我们认为, 若站在风险调整后收益的角度, 万得微盘股指数展现出较为鲜明的绝对收益特征。

**图 20 主要宽基指数及万得微盘股指数收益回撤比散点图 (2009.12.31-2023.11.24)**


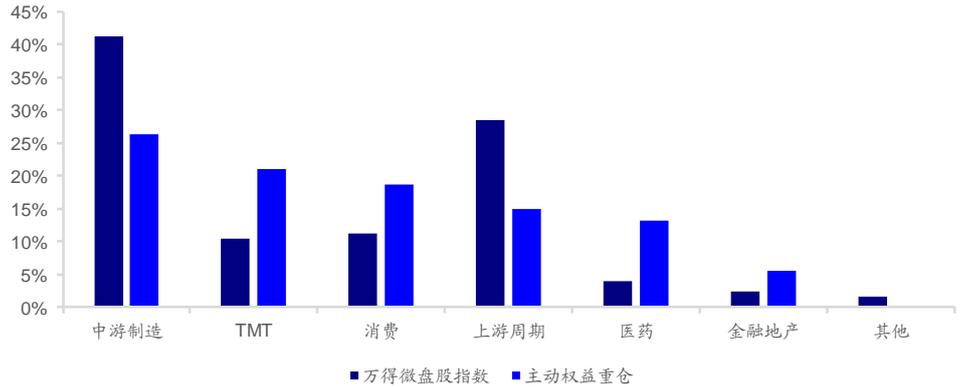
资料来源: Wind, 海通证券研究所

这不禁让人思考, 为什么每日暴露更高系统波动风险的微盘股, 长期来看回撤却并没有放大? 我们认为, 背后可能有三点原因。第一, 单位价格更高的股票可下跌的客观空间更大。如图 21 所示, 万得微盘股指数成分股的股价中位数显著低于其他主要宽基指数, 这意味着其最大可下跌幅度反而更小。

**图 21 主要宽基指数及万得微盘股指数成分股的后复权收盘价中位数 (2014Q4-2023Q3)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

第二, 万得微盘股指数重仓板块的交易拥挤度合理, 可免于下跌市中的大资金抱团回撤。以最新一期持仓为例, 万得微盘股指数在公募主动权益重仓的消费、医药和 TMT 板块上配置更低, 但在公募低配的上游周期板块上配置更高。2021 年以来, 以茅指数为代表的公募抱团板块发生持续回调, 显著拖累上证 50、沪深 300 等核心资产指数的表现。相较之下, 万得微盘股指数的重仓板块刚好避开市场下跌的“主要赛道”, 在 A 股下跌市中展现了较好的防御性, 连续五年录得两位数正收益。

**图22 万得微盘股指数的板块分布 vs 主动权益重仓板块分布（截至 2023.10.31）**


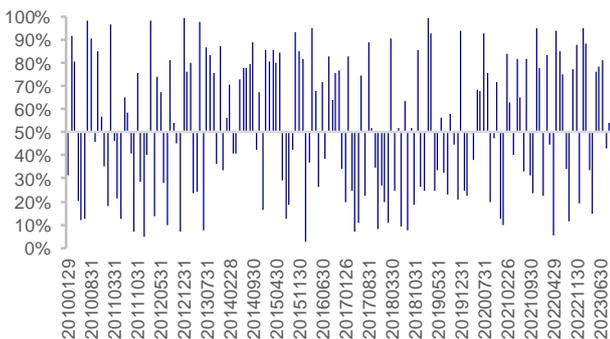
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：公募主动权益重仓指普通股票型、偏股混合型和灵活配置性基金的重仓股

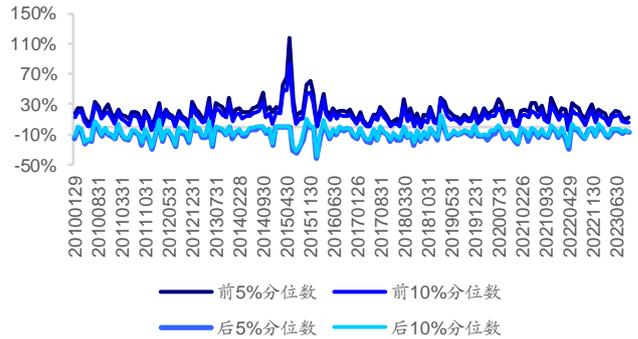
第三，微盘股组合本质上类似于一种低胜率、高赔率的“彩票型”组合。如以下两图所示，以月频调仓为例，万得微盘股指数个股月度截面胜率（月度绝对收益大于0的股票数量占比）仅52%，且波动较大。另一方面，个股月度收益前5%、10%分位数的平均值高达20%、14%，后5%、10%分位数平均为-10%、-7%。这表明，组合中不仅有5%-10%的股票具备“彩票”效应，同时下跌的股票还有“托底”，赔率高达2倍。

不过，也正是因为胜率不高，微盘股组合通常需要持有较多数量的股票，以保证“押中”几个“彩票”股。但持股数量多，又会使得少数“彩票”股较难在短时间内对组合净值产生突出贡献。而这种分散的持仓特征，又恰恰为组合的下行风险提供了重要保护。于是，在这种看似矛盾却又十分顺畅的逻辑的指导下，微盘股组合通过“细水长流”的方式积累下了相当可观的收益，绘制出较为优异的净值曲线。

事实上，这种低胜率、高赔率的策略，并不鲜见，私募中较为流行的“垃圾债策略”就与之神似。例如，挑选10只大幅折价的垃圾债分散配置，并期望其中1-2只债券的主体在未来能够修复信用。一般而言，垃圾债投资的赔率较高，价格回升带来的收益也比较丰厚，如，从30元涨至60元甚至以上。剩余债券即使赚不到钱，但由于折价程度较高，继续下跌的空间也有限。整个组合便展现出收益平稳、回撤较小的绝对收益属性。

**图23 万得微盘股指数个股月度截面胜率（2010.01-2023.10）**


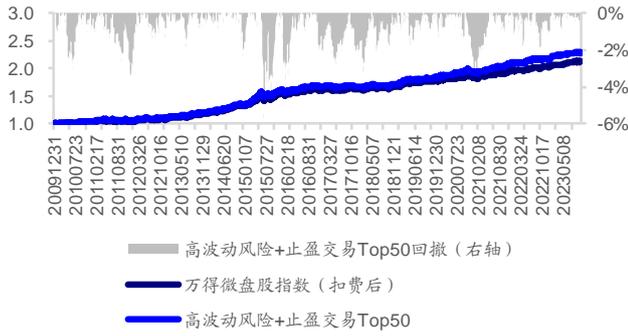
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图24 万得微盘股指数个股月度收益截面分位数（2010.01-2023.10）**


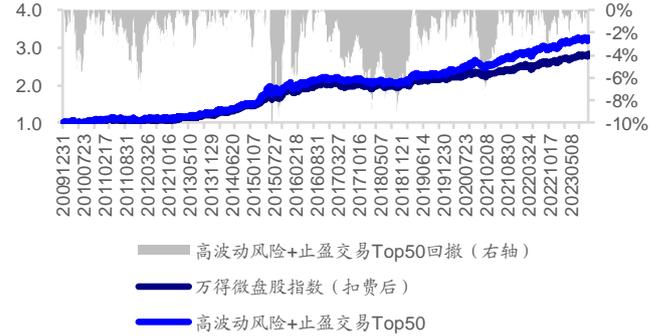
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5.2 “固收+”组合应用

既然微盘股组合拥有较好的绝对收益特征，我们尝试在量化“固收+”组合中的股票端采用该策略，并搭配万得短债基金指数进行回测。以下两图分别展示了10-90和20-80固定中枢下，月度再平衡的“固收+”组合净值与回撤。

**图25 股票端采用微盘股策略的 10-90 中枢月度再平衡组合 (2009.12.31-2023.10.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图26 股票端采用微盘股策略的 20-80 中枢月度再平衡组合 (2009.12.31-2023.10.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

10-90 中枢组合自 2010 年以来, 几乎每年都能取得绝对正收益, 全区间年化收益约 6%, 最大回撤约 5.5%, 年均回撤约 2.4%。20-80 中枢组合在大盘风格强势的 2017 年表现欠佳, 年度亏损约 3%。2019 年以来, 若股票端采用高波动风险+止盈交易 Top50 策略, “固收+”组合年化收益可接近 10%, 年平均回撤不到 4%。

**表 9 股票端采用微盘股策略在 10-90 和 20-80 中枢下月度再平衡的量化固收+组合 (2009.12.31-2023.10.31)**

	10-90 中枢				20-80 中枢			
	万得微盘股指数 (扣费后)		高波动风险+止盈交易 (Top50)		万得微盘股指数 (扣费后)		高波动风险+止盈交易 (Top50)	
	收益	回撤	收益	回撤	收益	回撤	收益	回撤
2010	4.31%	2.94%	4.84%	3.04%	6.90%	6.07%	7.98%	6.15%
2011	-1.13%	3.32%	0.07%	3.04%	-3.98%	6.86%	-1.63%	6.29%
2012	6.44%	1.50%	6.23%	1.39%	7.25%	3.44%	6.84%	3.24%
2013	7.52%	1.89%	8.29%	1.94%	11.55%	3.34%	13.14%	3.43%
2014	11.65%	1.98%	10.58%	2.30%	17.37%	3.07%	15.13%	3.66%
2015	18.65%	5.51%	21.23%	5.69%	33.34%	11.11%	39.08%	11.45%
2016	3.56%	3.07%	3.40%	3.44%	5.86%	6.25%	5.49%	7.00%
2017	0.24%	2.50%	-0.21%	2.31%	-2.68%	5.42%	-3.53%	5.36%
2018	2.89%	2.06%	2.19%	2.07%	0.64%	5.63%	-0.71%	5.68%
2019	6.78%	1.74%	7.50%	1.76%	10.09%	3.56%	11.58%	3.59%
2020	3.47%	1.64%	5.61%	2.46%	4.56%	3.55%	8.90%	5.09%
2021	6.16%	1.68%	7.91%	1.56%	9.06%	3.48%	12.68%	3.24%
2022	3.24%	2.06%	3.59%	1.88%	4.27%	4.54%	4.97%	3.93%
2023.YTD	5.43%	0.91%	5.62%	0.91%	8.28%	2.17%	8.66%	2.11%
全区间	5.80%	5.51%	6.35%	5.69%	8.03%	11.11%	9.15%	11.45%
年平均	5.66%	2.34%	6.20%	2.41%	8.04%	4.89%	9.18%	5.02%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 股票端组合交易费用均假设单边千三, 债券组合用万得短债基金指数收益模拟

## 6. 总结

2021 年以来, A 股开启了新一轮小盘行情, 业绩突出的万得微盘股指数备受市场关注。不仅连续五年 (2019 年起) 的年收入为正, 且 2023 年累计收益一度超越 50%。事实上, 早期默默无闻的万得微盘股指数, 自基日 (1999.12.30) 起, 至今已累积了较高的收益, 净值曲线几乎持续稳步向上。在此背景下, 本文将从微盘股特征出发, 尝试理解微盘股的收益来源、潜在风险及其绝对收益属性, 并提供可操作的微盘股投资思路。

关于微盘股指数的两点质疑。1) 交易成本影响: 假设交易费用为单边千三、千五, 费后年化收益分别下降 6% 和 10%, 年化影响比例约 20-30%; 2) 调仓频率影响: 调仓频率降为月频后收益影响较为有限, 但是进一步降低到季频以上则有明显的削弱。

微盘股指数的收益来源。可能三个方面：1) 小市值溢价显著，市值最小的 100-200 只股票贡献较高；2) 高系统波动风险补偿，股价变动对成交量敏感；3) 反转特征明显，每日进行止盈交易。此外，微盘股基本面弱、机构关注度低、估值并不便宜。

公募微盘股投资现状。考虑到冲击成本在内的影响，万得微盘股指数成分股、新微盘股股票池的策略容量上限分别为 1400 亿和 2000 亿左右（假设年单边换手 5 倍、成交占比 15%）。以万得微盘股指数成分股为例，公募主动权益基金 2023 年中报持有微盘股总市值为 73.81 亿，占全部微盘股流通市值之比为 1.22%。截至 2023 三季度末，重仓股中微盘股权重合计占比超过 20% 的产品新增 6 只，这 16 只产品 2023Q3 的合计规模为 145.41 亿元。

季度调仓的微盘股策略实践。如果从新微盘股股票池中优选高波动风险暴露的股票进行季度换仓，Top50 和 Top100 组合的年化收益分别为 26.23% 和 21.73%。在此基础上，若叠加季内止盈交易，Top50 和 Top100 组合的年平均收益可进一步提升 5.00% 和 3.61%，最终实现追平或超越指数费后表现，且排除 2015 年表现后结论依然成立。另外，所有组合的年单边换手均较万得微盘股指数有所下降。

微盘股策略的潜在风险。万得微盘股指数在大消费、TMT 和金融地产板块上的持仓相对偏少，且近年来日度成交总额中枢并未显著上行。我们认为，当市场仍处于存量博弈阶段，若领涨市场的热点题材又属于微盘股覆盖较低的板块时，微盘股投资者的资金和注意力可能会被“转移”，导致成交额迅速萎缩。再叠加微盘股的非流动性暴露较高，股价变动幅度会被显著放大。

从绝对收益角度思考微盘股。我们认为，虽然微盘股每天暴露的系统波动风险更高，但是长期累积的最大回撤并没有显著放大。可能原因有三点：1) 单位价格更低的股票可下跌的客观空间更小。2) 万得微盘股指数重仓板块的交易拥挤度合理，或可免于下跌市中因抱团快速瓦解引发的回撤。3) 微盘股组合的本质接近于一种“低胜率、高赔率”的“彩票型”组合，与私募中较为流行的“垃圾债策略”相似。

## 7. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；权益产品收益波动较大，适合具备一定风险承受能力的投资者持有。

## 信息披露 分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队  
黄雨薇 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

涂力鑫 所长助理  
021-23185710 tll5535@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
联系人  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
卓伊莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
马毓婕 myj15669@haitong.com  
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
联系人  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com  
赵佳俊 zjj15910@haitong.com

### 固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgc13735@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

### 策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23185660 wz13978@haitong.com  
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
联系人  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
王国圆(021)23185667 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com  
何韫露 hyl15943@haitong.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
肖键铨(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
江珅(021)23185638 js15833@haitong.com  
陈铭 cm15886@haitong.com

### 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com  
潘若婵 prc15750@haitong.com

### 公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fyf11758@haitong.com  
联系人  
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com  
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@haitong.com

**互联网及传媒**

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

**有色金属行业**

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**房地产行业**

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

**电子行业**

张晓飞 zxf15282@haitong.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com  
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com  
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com  
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com  
 联系人  
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com  
 张幸 zx15429@haitong.com

**煤炭行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com  
 联系人  
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

**电力设备及新能源行业**

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com  
 徐柏乔(021)23219171 xqb6583@haitong.com  
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com  
 胡惠民 hhm15487@haitong.com  
 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
 联系人  
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com  
 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com  
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com  
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com  
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com  
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com  
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com  
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com  
 联系人  
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com  
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com  
 联系人  
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com  
 徐卓 xz14706@haitong.com

**非银行金融行业**

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 曹银 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 联系人  
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)58067993 ljy12399@haitong.com  
 联系人  
 吕春雨 lcy15841@haitong.com  
 杜清丽 18019031023

**纺织服装行业**

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com  
 联系人  
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com  
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

**机械行业**

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com  
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 联系人  
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com  
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

**建筑工程行业**

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com  
 联系人  
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com  
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

**农林牧渔行业**

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com  
 冯鹤 fh15342@haitong.com  
 联系人  
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

**食品饮料行业**

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com  
 苗欣 mx15565@haitong.com

**军工行业**

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com  
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

**银行行业**

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com  
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com  
 联系人  
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com  
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com  
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com  
 联系人  
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq13820@haitong.com  
 高翩然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com  
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com  
 联系人  
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

**研究所销售团队**

## 深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚 (0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚 (010)58067851 gjy12727@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.com  
董晋 dj15843@haitong.com  
王勇 wy15756@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com