

相关研究

- 《“基”微成著—主动基金分析框架》
2023.12.01
- 《“基”微成著系列（六）：基于财务报表的债券基金业绩归因模型》
2023.11.24
- 《“基”微成著系列（五）：基金经理选股能力研究》2023.11.02

首席分析师:倪韵婷

Tel:(021)23185605

Email:nityt@haitong.com

证书:S0850511010017

高级分析师:庄梓恺

Tel:(021)23219370

Email:zzk11560@haitong.com

证书:S0850519040002

分析师:张弛

Tel:(021)23185673

Email:zc13338@haitong.com

证书:S0850522110003

分析师:陈林文

Tel:(021)23185678

Email:clw14331@haitong.com

证书:S0850524010004

疾风劲草—2023年权益基金市场回顾

投资要点:

- 逆水行舟—指数基金逆市扩张。**2023年,在权益类基金整体规模下滑的大背景下,指数基金规模及占比快速扩张。其中,宽基指数类基金规模扩张速度更快,跟踪沪深300、中证1000及科创类指数的宽基指数产品规模幅度扩张显著。其原因主要在于(1)机构投资者的配置需求;(2)指数基金相对主动股混基金滚动收益表现较优;(3)投资者的抄底情绪导致资金流入指数ETF。
- 破茧成蝶—量化基金迎来春天。**2023年,不少量化类主动权益基金获得了亮眼的业绩表现。量化产品的单年度业绩在近五年首次整体更优,保持了低波动低回撤的特征。(1)从绩优量化基金的特征来看,小盘风格的量化产品在2023年的业绩表现明显更优,高换手策略的量化基金业绩表现有一定优势。(2)从量化基金发展趋势来看,量化基金近一年规模及占比逆势增长,数量较稳定,上半年存量产品亮眼业绩助力下半年量化产品发行,稳定小盘风格产品平均规模更大。(3)在基金公司的量化产品布局方面,国金和华夏规模领先市场,而博道和西部利得的量化产品占比较高。(4)2023年度绩优产品在2022年的业绩表现曾有较大差异。绩优产品整体保持或转向小盘市值风格,并且个股权重和行业占比层面均较为分散,大多数持仓风格更偏向价值。
- 火引冰薪—主动权益产品亮点回顾。**2023年业绩排名亮眼的基金,主要可分为以下几类:(1)**TMT基金**,2023年初,信创和数字经济等产业政策的支持与CHAT-GPT的横空出世,使AI算力、模型及应用相关的TMT板块成为了全年涨幅最高的行业,重配TMT板块的主动权益基金业绩表现也较优;(2)**红利型基金**,高股息个股能获得稳定的现金分红,同时以传统行业为主,往往拥有低估值特性,具有较强的防御性,2023年期间红利投资表现亮眼;(3)**北交所基金**,2023年9月,证监会提出了关于北交所的19条改革措施,北交所个股在4季度迎来大幅上涨,带动北交所基金整体表现回暖;(4)**小市值基金**,2023年期间,A股市场在市值风格上则明显偏向小盘,共有8只小市值基金的业绩进入了主动权益产品前100名。这批小市值基金的共同特点是,它们均较多持有了一些总市值不足100亿甚至是不足50亿的小盘股,在小市值风格突出的2023年期间表现较优;(5)**医药基金**,2023年,医药行业在经过较长时间的回调后,在9月以来有明显地反弹。而部分医药基金凭借着良好的选股效果,全年同样获得了较高的收益。
- 让利于民—主动基金整体降费,费率创新产品试水。**主动基金整体降费:2023年7月,公募基金费率改革工作正式推行,国内主动权益存量基金纷纷降费,主动权益基金的费率在2023年迎来大幅下降。主动债券基金在23年的费率下降幅度不大,但从近五年来整体费率下降走势明显。**费率创新产品试水**:2023年8月,费率创新产品开始试水,首批共20只与规模挂钩、与业绩挂钩、与持有期挂钩的三大类型浮动费率产品获批。
- 风险提示。**本报告中内容为客观数据的统计结果,所涉及的观点不构成任何投资建议

目 录

1. 逆水行舟—指数基金逆市扩张	5
1.1 指数基金规模逆市提升	5
1.2 指数基金逆市扩张原因分析	5
2. 破茧成蝶—量化基金迎来春天	10
2.1 量化主动权益基金 2023 年业绩表现优秀	10
2.2 量化产品对比：小盘风格产品明显更优，高换手策略有一定优势	11
2.3 量化主动权益基金发展趋势	13
2.4 2023 年度绩优量化主动权益基金分析	15
3. 火引冰薪—主动权益产品亮点回顾	17
3.1 TMT 基金	18
3.2 红利型基金	20
3.3 北交所基金	21
3.4 小市值基金	21
3.5 医药基金	22
4. 让利于民—主动基金整体降费，费率创新产品试水	23
4.1 主动基金费率显著下降	23
4.2 费率创新产品试水	24
4.2.1 费率与持有期挂钩	24
4.2.2 费率与管理规模挂钩	24
4.2.3 费率与业绩挂钩	25
5. 风险提示	26

图目录

图 1	指数基金规模及沪深 300 指数走势变化	5
图 2	指数基金规模及规模占比变化趋势	5
图 3	沪深 300 走势、指数基金及主动股混基金规模变化趋势	6
图 4	行业主题及宽基类指数基金规模比例变化	6
图 5	宽基类指数基金规模变化趋势（按跟踪标的分类）	7
图 6	2023 年净流入资金排名前十的 ETF 产品类型（亿元，按跟踪标的分类）	7
图 7	指数基金及主动权益基金滚动收益率（%）	9
图 8	沪深 300 指数基金及主动权益基金滚动收益率（%）	9
图 9	沪深 300ETF 基金资金净流入流出及指数走势（每周频率）	10
图 10	创业板指 ETF 基金资金流入及指数走势（每周频率）	10
图 11	近五年量化和非量化权益产品收益对比（%）	11
图 12	近五年量化和非量化权益产品年化波动率对比（%）	11
图 13	近五年量化和非量化权益产品最大回撤对比（%）	11
图 14	近五年量化和非量化权益产品夏普比率对比	11
图 15	不同因子风格的量化权益产品 2023 年收益对比（%）	12
图 16	不同交易频率的量化权益产品 2023 年收益对比（%）	12
图 17	不同市值风格的量化权益产品 2023 年收益对比（%）	12
图 18	不同类指数增强量化权益产品 2023 年收益对比（%）	12
图 19	不同市值风格和交易频率的量化权益产品 2023 年收益中位数对比（%）	13
图 20	近五年量化主动权益基金数量和规模变化（截至 23Q3）	13
图 21	2023 年内新发和存量量化权益基金季度变化（存量基金 23 年末规模未公布）	14
图 22	各类量化主动权益产品数量分布（截至 2023-12-31）	14
图 23	各类量化主动权益产品规模分布（截至 2023-09-30）	14
图 24	2023 年主动权益产品业绩前 100 名类型分布	18
图 25	2023 年各行业指数涨跌幅	18
图 26	2023 年 A 股市场主要指数涨跌幅	20
图 27	2023 年 A 股市场不同市值水平指数涨跌幅	22
图 28	主动权益基金费率变化	24
图 29	主动债券基金费率变化	24

表目录

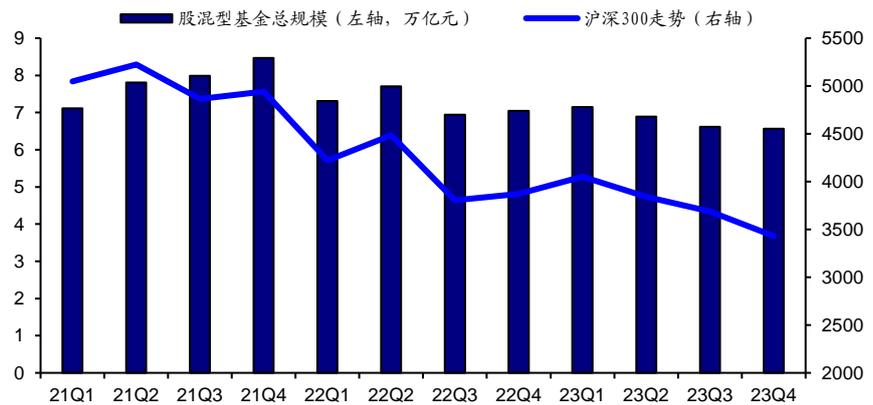
表 1	不同股票 ETF 资产净值及机构配置比例	8
表 2	2023 年半年报中规模较大 ETF 产品持有人明细	8
表 3	量化主动权益基金规模排名前二十的管理人	15
表 4	2023 年量化主动权益产品业绩前 10 名	15
表 5	2023 年业绩前 10 名量化主动权益产品的近两年持仓特征	16
表 6	2023 年重配 TMT 板块的主动权益产品业绩前 10 名	19
表 7	2023 年红利型主动权益产品业绩前 10 名	20
表 8	2023 年业绩位于主动权益产品前 100 名的北交所基金	21
表 9	2023 年业绩位于主动权益产品前 100 名的小市值基金	22
表 10	2023 年业绩位于主动权益产品前 100 名的医药基金	23
表 11	2023 年首批费率与持有期挂钩产品信息	24
表 12	2023 年首批费率与持有期挂钩产品信息	25
表 13	2023 年首批费率与业绩挂钩产品信息	25

2023年，在A股市场整体下行的环境下，权益类基金艰难前行。但在此背景下，市场中依然不乏亮点，如指数基金的逆市扩张，量化基金整体表现亮眼，部分主动权益产品依然取得了不错的正收益等。在行业层面，2023年权益基金费率的整体下降，对公募基金行业的高质量发展起到了促进作用。在此篇报告中，我们将对2023年权益类基金的发展进行回顾和总结。

1. 逆水行舟—指数基金逆市扩张

2023年，由于A股市场整体下行，多数权益型基金同时面临净值下跌以及投资者赎回的压力，股混型基金规模持续下滑。但在此背景下，指数型基金却实现了规模的逆向扩张，全年占比快速提升。在本章节中，我们将对指数基金的逆市规模增长及其原因进行分析。

图1 股混型基金规模及沪深300指数走势变化



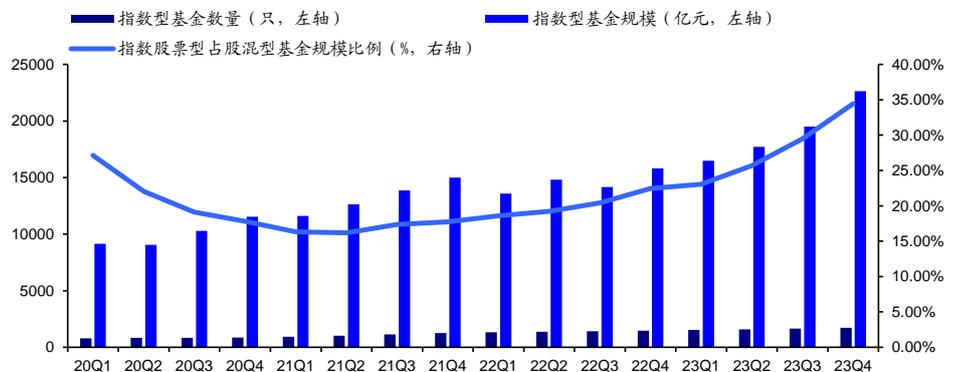
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.1 指数基金规模逆市提升

2023年指数基金规模及占比快速扩张。2021年以来，指数型基金的规模基本保持稳定的持续增长态势，其中2023年扩张速度尤为亮眼，指数型基金规模从2022年末的1.58万亿元增长至2.26万亿元（截止2023年4季度末），年化增长率约为32.23%。

同时，在权益类基金整体规模下滑的大背景下，指数型基金规模的逆市增长意味着其占全部股混型基金的比例大幅跃升，规模占比从22年末的22.45%提升至34.45%，规模扩张速度非常快。

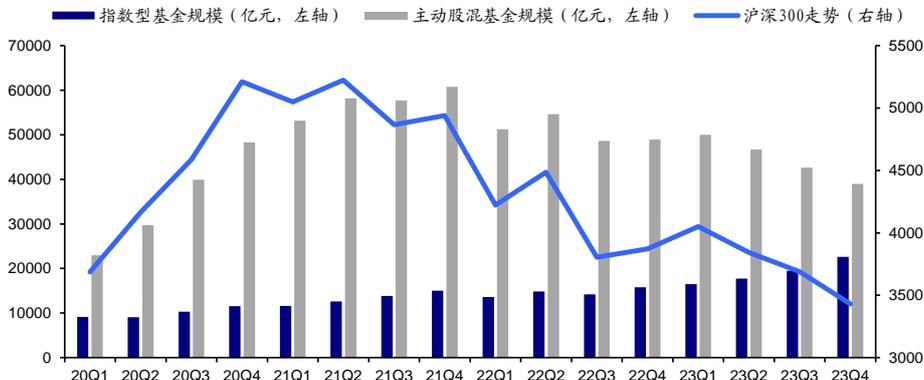
图2 指数基金规模及规模占比变化趋势



资料来源：Wind，海通证券研究所

23年指数基金规模与大盘指数的走势呈负相关关系。我们统计了主动股混基金和

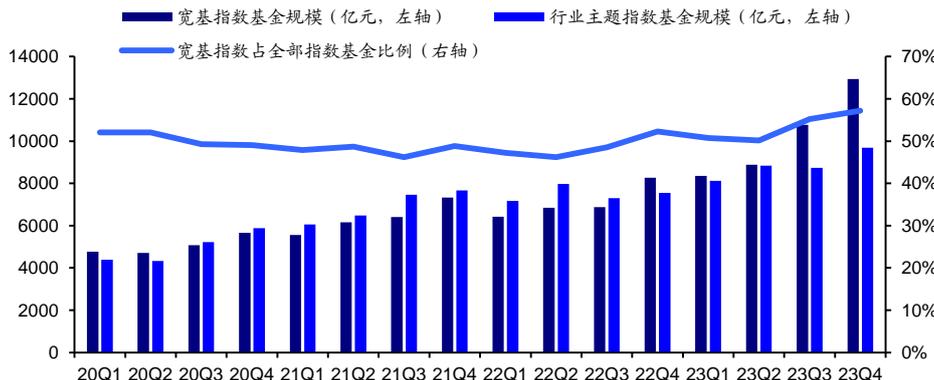
指数型基金两类产品 2020 年以来的规模数据，与沪深 300 指数走势的相关性。从下图中可以直观地看出，主动股混基金的规模变化与沪深 300 指数走势呈现显著的正相关性，2023 年股市持续下行，主动股混基金的规模也出现了明显的缩减。但与之形成鲜明对比的是，指数基金的规模变化与股票指数走势反而呈现负相关关系，23 年指数型基金的规模持续抬升，在业绩下行的同时出现了规模的逆增长，也直接反映了投资者对于指数产品的青睐。

图3 沪深 300 走势、指数基金及主动股混基金规模变化趋势


资料来源：Wind，海通证券研究所

宽基指数类基金规模扩张速度更快。在指数型基金内部，我们以跟踪标的类型作为划分标准，分别统计了宽基类指数基金以及行业主题指数基金的规模变动情况，结果如下图所示。

20 年至 22 年期间，行业指数型及宽基指数类产品规模较为接近，规模增长速度也相差无几，宽基指数类产品规模占比基本保持在 50% 左右。但 2023 年，宽基指数产品规模扩张速度显著超越了行业主题产品，截止 23 年 4 季度宽基指数基金规模已突破 1.2 万亿元，占全部指数基金比例也增长至 57%。我们猜测，宽基指数类产品规模的快速扩张可能是受到投资者抄底情绪的带动。

图4 行业主题及宽基类指数基金规模比例变化


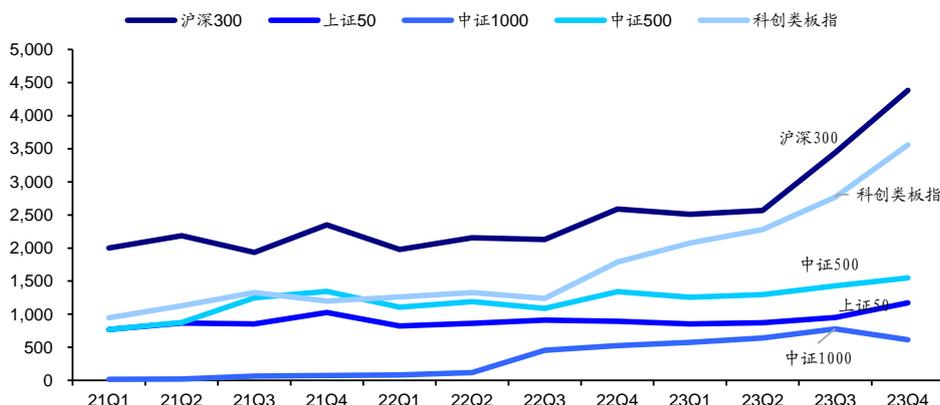
资料来源：Wind，海通证券研究所

跟踪沪深 300、中证 1000 及科创类指数的宽基指数产品规模扩张显著。在宽基指数类产品内部，我们按照跟踪指数进行分类，统计了一些常见宽基指数产品，如沪深 300、中证 500、中证 1000、上证 50、科创类指数产品的规模走势，结果如下图所示。

总体来看，跟踪沪深 300 类指数、科创类指数的产品在 23 年规模扩张均相当显著，年化增长比率超过了 60%，其中科创类指数产品规模由 22 年底的 1787 亿元扩张

至 23 年底的 3558 亿元，年化增长率甚至达到了 99.08%。我们认为，这些指数类产品的规模大幅扩张同样与机构投资者抄底情绪有关。

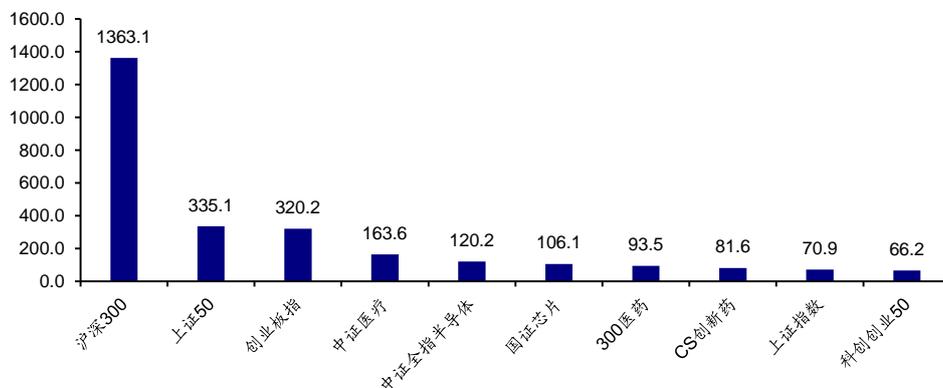
图5 宽基类指数基金规模变化趋势（按跟踪标的分类）



资料来源：Wind，海通证券研究所
注：科创类指数包括创业板、科创板、科创创业 50 指数

沪深 300ETF 产品在 2023 年的资金净流入额远超其他指数 ETF。我们统计了不同股票指数 ETF 产品在 2023 年的资金净流入流出情况，并按净流入资金规模降序筛选出前十类产品，如下图所示。2023 年所有 ETF 产品资金净流入额为 3697.6 亿元，其中沪深 300ETF 产品全年资金净流入额达到 1363 亿元，远高于其他指数 ETF 产品，占全部 ETF 资金净流入额的 36.86%；上证 50、创业板指的资金净流入额也超过了 300 亿元。除此之外，部分医药、TMT 板块细分指数以及上证指数、科创创业 50 指数也有一定资金流入。

图6 2023 年净流入资金排名前十的 ETF 产品类型（亿元，2023.1.1-2023.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 指数基金逆市扩张原因分析

（1）机构投资者的配置需求

指数基金产品，尤其是股票 ETF 的规模逆向增长，与机构投资者的配置需求密不可分。我们统计了 2023 年半年报中前十类合计资产净值最高的 ETF 产品，并根据半年报披露的机构持有人比例分别统计了机构合计配置资产以及机构整体配置比例，如下表所示。

可以发现，除了中证证券公司、科创创业 50 以及中证医疗等细分行业指数外，其余常见宽基指数的 ETF 产品机构配置比例均超过 60%。追踪中证 500、中证 1000 的 ETF 产品机构配置比例均超过了 80%，沪深 300ETF 产品的机构占比也达到了 78%，说明配置这些宽基 ETF 产品的大部分为机构投资者。从近一年的指数机构配置比例变

化来看，大部分宽基指数的机构配置比例变化幅度不大，基本在-5%到 5%之间，中证 1000 及科创创业 50 指数的机构配置比例则提升了超过 10%。

表 1 不同股票 ETF 资产净值及机构配置比例（截止 2023.6.30）

ETF 跟踪指数	全部资产净值 (亿元)	机构配置资产 (亿元)	23H1 机构配置比例	相比 22H2 机构配置比例变化
沪深 300	1561.43	1225.22	78.47%	-2.37%
证券公司	723.04	302.40	41.82%	-2.07%
中证 500	713.29	595.51	83.49%	3.40%
上证 50	607.71	415.59	68.39%	-3.77%
创业板指	549.37	379.56	69.09%	-7.36%
中证 1000	369.07	323.96	87.78%	10.40%
国证芯片(CNI)	320.72	184.16	57.42%	-0.02%
科创创业 50	258.92	92.55	35.74%	12.77%
中证医疗	253.99	94.12	37.06%	-9.47%
中证全指半导体	247.29	115.49	46.70%	7.24%

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，对于机构投资者而言，以沪深 300、中证 500、创业板指为代表的综合性宽基指数成分股票较多，配置相对分散，配置于相关指数 ETF 产品能够起到一定的风险分散效果。此外，沪深 300、中证 500 等指数作为极具代表性的市场指数，基本覆盖了 A 股规模较大、流动性较好的公司股票，能够反映中国股市核心资产的走势，属于大部分机构投资者的底层配置资产之一。2023 年股指大幅下行，沪深 300、中证 500、创业板指等宽基指数的股指水平均降至历史低位，机构投资者在低位加仓配置相关 ETF 产品也符合其配置需求。

另一方面，我们认为汇金公司等大型机构投资者的加持，可能也是股票 ETF 规模大幅提升的原因。我们统计了规模排名前十的宽基 ETF 产品的持有人明细，大部分宽基 ETF 产品的第一大或第二大持有人均为中央汇金公司，且持有比例大多超过 10%。根据 2022 年年报及 2023 年半年报数据显示，中央汇金公司 2023 年中持有的 ETF 基金总份额相对 2022 年底增加了 18.18 亿份。我们认为，在股市持续低迷、投资者信心不足的情况下，为避免极端悲观的市场情绪，汇金公司有较大可能增持沪深 300 等宽基 ETF 产品，以扭转投资者悲观预期，助力股市止跌信号的形成。2023 年 10 月，在沪深 300 指数持续探底后，10 月 23 日汇金发布公告称，“中央汇金公司今日买入交易型开放式指数基金（ETF），并将在未来继续增持。”这一时点也与沪深 300ETF 在 10 月下旬单周流入超 160 亿元的大额资金流相吻合。

表 2 2023 年半年报中规模较大的宽基 ETF 产品持有人明细

基金代码	基金名称	第一大持有人	第一大持有人比例 (%)	第二大持有人	第二大持有人比例 (%)
510300	华泰柏瑞沪深 300ETF	中央汇金投资有限责任公司	13.09	国泰君安证券股份有限公司	4.07
510050	华夏上证 50ETF	中央汇金投资有限责任公司	29.73	国泰君安证券股份有限公司	8.28
510500	南方中证 500ETF	中央汇金投资有限责任公司	24.91	南方中证 500ETF 联接	17.24
159915	易方达创业板 ETF	易方达创业板 ETF 联接	18.51	中国平安人寿保险股份有限公司	4.47
510330	华夏沪深 300ETF	华夏沪深 300ETF 联接	38.91	中央汇金投资有限责任公司	29.11
159919	嘉实沪深 300ETF	嘉实沪深 300ETF 联接	44.48	中央汇金资产管理有限责任公司	11.29
510310	易方达沪深 300ETF	易方达沪深 300ETF 联接	54.32	中国平安人寿保险股份有限公司	5.82
510180	华安上证 180ETF	中央汇金投资有限责任公司	92.74	中国平安人寿保险股份有限公司	1.04
159949	华安创业板 50ETF	华安创业板 50ETF 联接	11.64	中国人寿保险股份有限公司	4.80
159845	华夏中证 1000ETF	中国银河证券股份有限公司	14.17	中信证券股份有限公司	7.41

资料来源：Wind，海通证券研究所

（2）指数基金相对主动股混基金滚动收益表现较优

我们统计了主动权益基金及指数基金 2023 年以来的平均滚动收益率，如下图（左）

所示。总体来看，受到 A 股市场全年大幅下跌的影响，指数基金及主动股混基金的收益均为负值，但指数基金的滚动收益率始终高于主动股混基金，从二季度开始指数基金的相对主动基金的超额收益已相当显著。对比来看，具备较优的业绩表现以及较低管理费率指数基金，显然更易获得投资者青睐，我们推测有相当一部分投资者会赎回主动股混基金，转而购买指数基金。

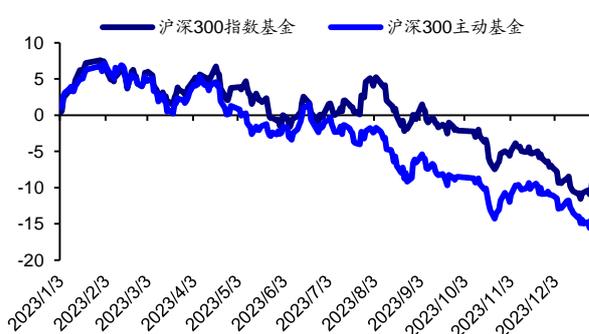
为了更准确地进行比较，我们筛选了追踪沪深 300 的指数基金以及业绩比较基准中沪深 300 权重不低于 60% 的主动股混基金，分别统计其滚动收益率情况，如下图（右）所示。可以发现，在 2023 年上半年，沪深 300 指数基金与主动股混基金的滚动收益率基本持平，但 23 年下半年沪深 300 指数开始大幅下跌，沪深 300 指数基金相对主动股混基金的超额收益一度拉大至 6% 至 8%，同样与沪深 300ETF 的大批资金流入时间相吻合。相对投资于以沪深 300 为基准的主动股混基金，我们认为投资者更倾向于直接投资业绩表现更优的沪深 300 指数基金。

图7 指数及主动权益基金滚动收益率（%，截止 2023.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 沪深 300 指数基金及主动权益基金滚动收益率（%，截止 2023.12.31）

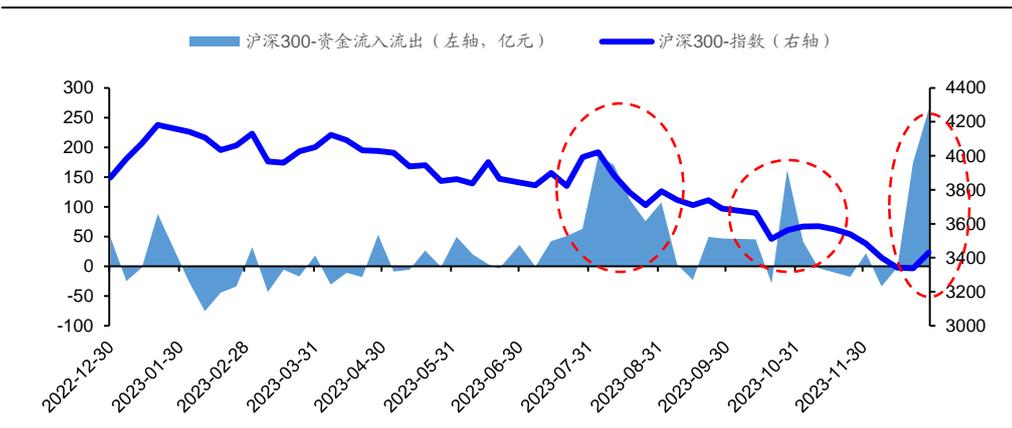


资料来源：Wind，海通证券研究所

（3）投资者的抄底情绪导致资金流入指数 ETF

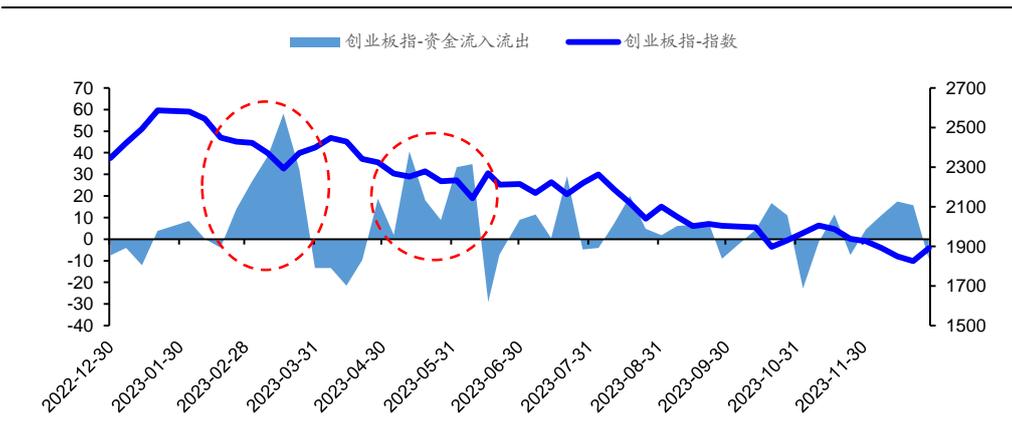
我们统计了 2023 年全年沪深 300ETF 基金的资金流入流出情况，在叠加沪深 300 指数走势的走势后，可以发现：2023 年上半年沪深 300 指数震荡，ETF 资金流入流出基本持平；而下半年指数持续走低，大批资金流入了沪深 300ETF 基金。

在具体节点上，8 月底、10 月底及 12 月底沪深 300 指数连续探底，且指数下行幅度相当大，均创年内新低。同时，这三个阶段恰好是全年内沪深 300ETF 基金的资金净流入量最高的时期，每周 ETF 净流入量均在 100 亿元以上，12 月底甚至达到了 264 亿元。我们推测，市场持续低迷的大环境下，多数核心指数的估值水平均已降至历史低位，大批投资者的抄底情绪浓重，因此选择逆行情买入指数基金。同时沪深 300 指数作为最主流的宽基指数以及 A 股核心资产的代表，也成为了众多投资者抄底的首要选择，资金流入量相当可观。

图9 沪深300ETF基金资金净流入流出及指数走势（每周频率）


资料来源：Wind，海通证券研究所

观察创业板指 ETF 的资金流入流出情况以及指数走势，我们能得到相似的结论。创业板指基本全年保持下跌走势，但资金总流入超过 350 亿元，投资者的抄底情绪同样强烈。在 3 月中旬以及 5 月中下旬，创业板指数大幅下跌，投资者反而加仓购买相关 ETF 产品。我们认为，经过多年教育，投资者或已经形成了逆势布局的投资思路，一般在指数持续下行，且跌幅特别显著时，投资者的抄底心态较为强烈，更容易出现大批资金加仓行为。

图10 创业板指 ETF 基金资金流入及指数走势（每周频率）


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 破茧成蝶—主动量化基金迎来春天

在 A 股市场整体下行的 2023 年，尽管曾阶段性出现过结构性行情，但整体市场机会的把握难度较大。而在此背景下，不少依靠数量化模型进行投资的量化类主动权益基金获得了亮眼的业绩表现。这也使得公募量化策略类产品受到的市场关注度明显提升。在本章节中，我们将关注使用量化投资方法的主动权益基金，对其历史表现情况、规模变化和绩优产品特征进行分析。

下文所定义的量化主动权益基金，是指“采用量化策略和模型进行管理的主动多头股票和偏股基金”，不含量化指数增强型、量化固收+型、对冲策略型和 QDII 量化型等产品。具体包括海通基金分类中，二级分类为主动股票开放型、主动混合开放型和主动混合封闭型，且不包括海通评级分类下的对冲策略混合型、生命周期混合型和偏债混合型。在此基础上，我们根据基金名称含及基金经理从业经历和背景，筛选出量化主动权益基金样本。

2.1 量化主动权益基金 2023 年业绩表现优秀

(1) 量化产品的单年度业绩在近五年首次整体更优。

2023 年，量化主动权益基金的单年度收益分布在近五年中首次整体优于非量化的主动权益基金，且整体收益高出了 5% 左右。量化主动权益基金 2023 年年度收益的平均值和中位数分别为 -7.74% 和 -8.28%，而非量化主动权益基金分别为 -13.00% 和 -13.72%。且量化主动权益基金收益的前 25% 分位点和后 25% 分位点，也显著优于非量化主动权益基金。

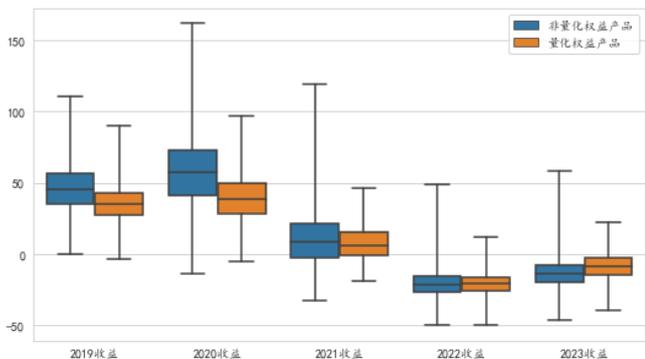
(2) 量化产品保持了低波动低回撤的特征。

在风险指标方面，量化主动权益基金整体的波动和回撤水平在近年来的表现一直是更优的，且在 2023 年期间其风险控制方面的优势有所增强。

量化产品 2023 年度年化波动率和最大回撤的中位数，均优于非量化产品的前 25% 分位点；而其后 25% 分位点，也优于非量化产品的中位数，显示出量化产品在风险控制方面的显著优势。整体来看，在 2023 年期间，量化产品的风险控制更优，同时收益也有优势，因此夏普比率等风险调整收益指标也明显更优。

此外，2023 年期间，量化产品在收益、风险指标上的分化程度也显著低于非量化主动权益产品，因此投资者的产品选择难度会相对较低。

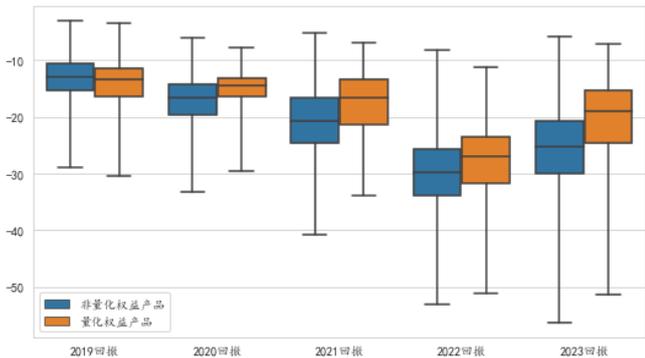
图11 近五年量化和非量化权益产品收益对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：箱线图从上到下 5 跟横线分别表示最大值、上 25% 分位点、中位数、下 25% 分位点和最小值。剔除各年内平均股票仓位低于 50% 的产品。

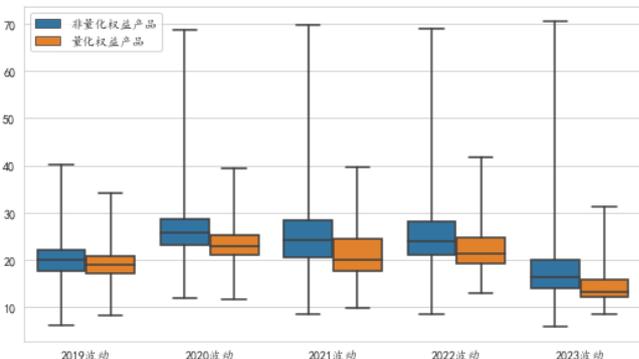
图13 近五年量化和非量化权益产品最大回撤对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：箱线图从上到下 5 跟横线分别表示最大值、上 25% 分位点、中位数、下 25% 分位点和最小值。剔除各年内平均股票仓位低于 50% 的产品。

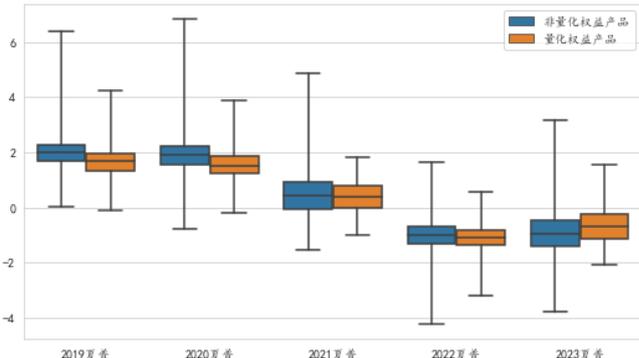
图12 近五年量化和非量化权益产品年化波动率对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：箱线图从上到下 5 跟横线分别表示最大值、上 25% 分位点、中位数、下 25% 分位点和最小值。剔除各年内平均股票仓位低于 50% 的产品。

图14 近五年量化和非量化权益产品夏普比率对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：箱线图从上到下 5 跟横线分别表示最大值、上 25% 分位点、中位数、下 25% 分位点和最小值。剔除各年内平均股票仓位低于 50% 的产品。

2.2 量化产品对比：小盘风格产品明显更优，高换手策略有一定优势

为了解 2023 年量化产品业绩表现优秀的原因，我们对绩优量化基金的特征进行了分析。从结果来看，采用小盘投资风格的量化产品在 2023 年期间的业绩表现明显更优。与此同时，采用高换手策略的量化基金在业绩表现上也有一定优势。

我们筛选成立满 2 年的量化主动权益产品，根据其近两年披露的半年度全部持仓等

数据进行了统计。

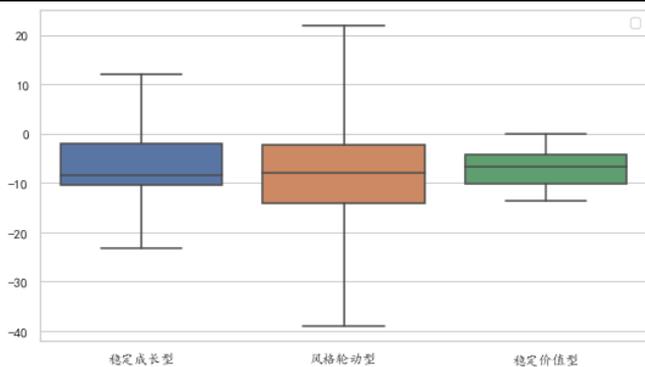
首先，最主要的影响因素是市值风格，小盘风格量化产品的 2023 年收益中位数约-2.60%，而大盘风格则为-8.49%。另外，少部分主动权益产品与宽基指数的跟踪误差较低，若将这些“类指数增强产品”的业绩分类统计，同样呈现出跟踪小盘股指数中证 1000 的产品业绩更优的特征。

在 2023 年，对于价值/成长风格偏好不同的量化产品整体之间没有明显的业绩差异。稳定价值型的平均值和中位数分别为-7.21%和-6.80%，而稳定成长型的平均值的中位数分别为-6.65%和-8.47%。

在交易频率层面，近两年换手率更高的产品整体略优于低换手率的产品。高换手型产品的平均值和中位数分别为-5.89%和-4.75%，而低换手型产品的平均值和中位数分别为-10.46%和-9.57%。

我们认为，上述不同风格的量化产品业绩表现有所区别的原因，是由于在 2023 年中主要是小市值因子和一些技术面因子表现较优。从我们计算的纯因子组合 2023 年收益表现来看，小市值因子的收益最为显著，达 12.63%；而非线性市值因子的收益也达到 5.06%，同样可见中小盘风格在全年的收益明显占优。同时盈利和成长等基本面因子的收益率均不显著，分别为 0.64%和-0.89%。因此一些采用基本面因子加强的量化策略，在 2023 年的收益表现可能并不占优。

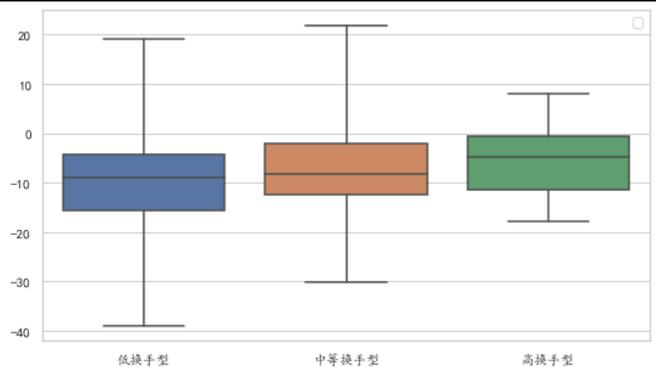
图15 不同因子风格的量化权益产品 2023 年收益对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：近两年持仓 PE(TTM)加权分位点低于 0.45 且极差小于 0.1 的标记为稳定价值型；近两年持仓营收增速(TTM)分位点高于 0.55 且极差小于 0.1 的标记为稳定成长型；其余为风格轮动型。

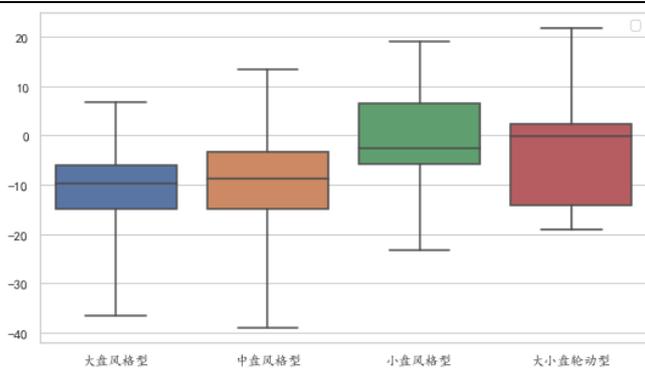
图16 不同交易频率的量化权益产品 2023 年收益对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：将 2022 年全年持仓换手率不低于 10 倍且 2023 年上半年换手率不低于 4 倍的标记为高换手型；2022 年全年持仓换手率不高于 4 倍且 2023 年上半年换手率不高于 2 倍的标记为低换手型；其余为中等换手型。

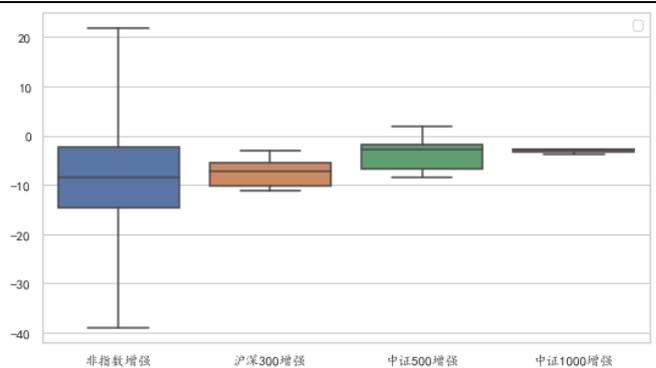
图17 不同市值风格的量化权益产品 2023 年收益对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：近两年持仓个股的总市值加权分位点平均值低于 0.8 且最高不超过 0.85 的标为小盘风格型；平均值高于 0.9 且最低高于 0.85 的标为大盘风格型；平均值在 0.8 到 0.9 之间为中盘风格型；其余为大小盘轮动型。

图18 不同类指数增强量化权益产品 2023 年收益对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：将近两年相对于沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数的年化跟踪误差分别低于 0.05、0.05 和 0.06 的产品划分为对应指数的类指数增强产品，其余标记为非指数增强类。

我们将市值风格和交易频率标签相结合进行分类，可以更清晰的看出小市值和高换手策略的优势。高换手率小市值的量化产品在 2023 年的收益中位数约为-0.83%，为整体表现最优的类型。

图19 不同市值风格和交易频率的量化权益产品 2023 年收益中位数对比 (%)

	大盘风格型	中盘风格型	小盘风格型
低换手型	-9.79	-11.21	-2.49
中等换手型	-9.89	-9.50	-3.08
高换手型	-4.72	-6.17	-0.83

资料来源：Wind，海通证券研究所

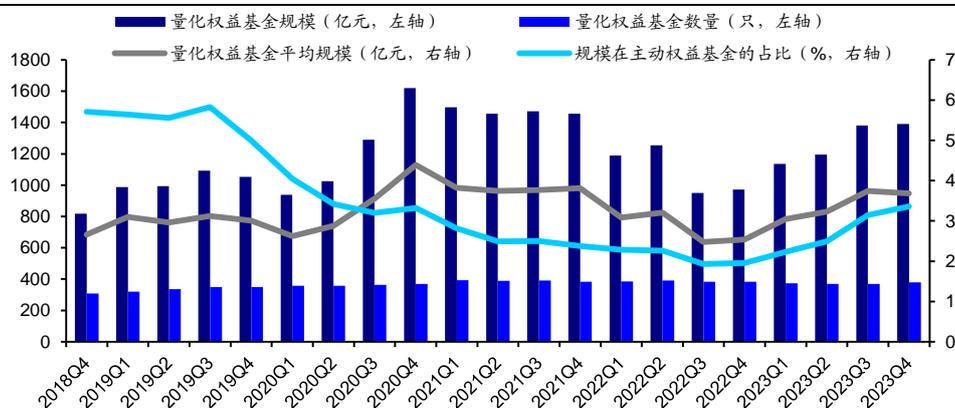
2.3 量化主动权益基金发展趋势

(1) 近一年规模及占比逆势增长，数量较稳定。

从近年的发展情况来看，名称标识为“量化”或由量化基金经理管理的量化主动权益产品数量近五年保持相对稳定，2019 年初从 307 只增至 2019 年末的 350 只，规模曾在 2019 年下半年出现下滑，在主动权益基金整体规模的占比也明显下降，随后在 2020 年下半年尽管总体规模和数量均有提升，但增速并不及主动权益基金整体，2021 年一季度末数量曾达到 392 只，但规模占比进一步下降，直至 2022 年下半年的规模占比仍然保持下降趋势，产品数量也一直没有突破 392 只。

但在 2023 年以来，在主动权益基金规模整体缩减的情况下，量化主动权益基金的规模实现了持续的逆势增长。相较于 2022 年末而言，量化主动权益基金的数量尽管小幅减少至 378 只，但规模从近 972.36 亿元增长至 2023 年末的 1391.97 亿元，在主动权益基金规模中的占比也从约 1.93% 提升至 3.36%，成为主动权益产品中较受市场关注的一类基金。

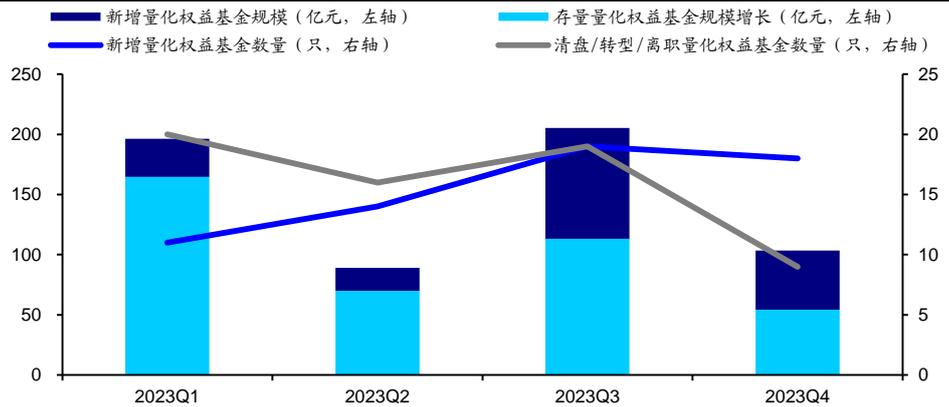
图20 近五年量化主动权益基金数量和规模变化（截至 2023-12-31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

(2) 上半年存量产品亮眼业绩助力下半年量化产品发行。

从 2023 年年内变化情况来看，我们认为 2023 年上半年量化主动权益基金规模的增长主要源于存量产品亮眼业绩，而在 2023 年下半年机构也顺势加大了量化主动权益产品的发行力度，新发产品的募集规模贡献了下半年较多的规模增长。尽管年内共有 64 只量化主动权益产品清盘或转型或不再由量化基金经理接管，但也新增了 63 只量化主动权益产品。

图21 2023年内新发和存量量化权益基金季度变化


资料来源: Wind, 海通证券研究所

(3) 稳定小盘风格产品平均规模更大。

从按照前文标准根据近两年持仓进行分类的结果来看, 持仓的市值风格稳定保持在小盘股的量化主动权益产品数量约占 18%, 但截至 2023 年末的规模占比达到了约 51%, 产品平均规模约达 11.01 亿元, 而稳定在大盘股、中盘股和大小盘轮动的产品平均规模分别约 2.55、2.24 亿元和 4.53 亿元, 可见目前小盘风格的量化产品规模更大。而交易频率方面, 低换手率产品的规模占比更大, 但产品平均规模略小于高换手率的产品。风格因子方面, 稳定成长性产品的规模占比和平均规模均略高于稳定价值型的产品。从相对三大宽基指数的跟踪误差来看, 近两年相对中证 1000 指数的年化跟踪误差小于 6% 的产品仅 3 只, 但平均规模约 9.57 亿元, 高于非指增产品、类沪深 300 增强和类中证 500 增强产品。

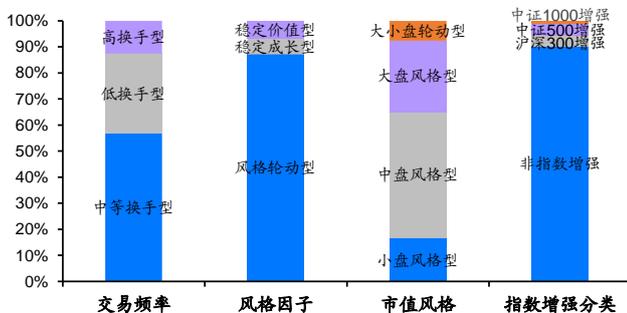
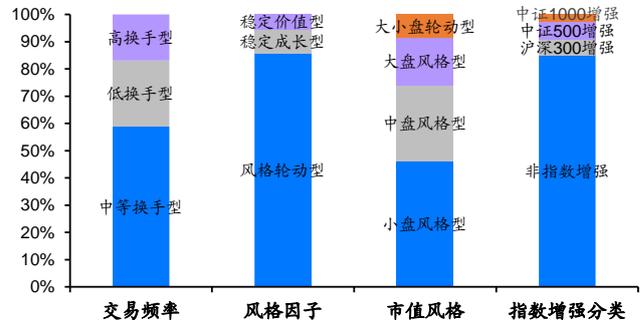
图22 各类量化主动权益产品数量分布 (截至 2023-12-31)

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 根据近两年持仓划分。

图23 各类量化主动权益产品规模分布 (截至 2023-12-31)

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 根据近两年持仓划分。

(4) 国金和华夏规模领先市场, 博道和西部利得等量化产品占比较高

基金公司在量化产品的布局方面, 量化主动权益基金规模前二十的管理人合计规模占全市场约 75.71%, 前十管理人合计约占 56.41%。而主动权益基金整体规模前二十和前十的管理人合计规模占比分别约 63.95%和 42.46%, 量化产品规模的管理人集中度相对更高。

量化主动权益基金规模前三位的管理人分别是国金、华夏和博道, 合计超过 50 亿元的还包括西部利得、景顺长城和中欧。其中, 国金的量化主动权益基金规模近 250 亿元, 遥遥领先于其他管理人, 单只产品的平均规模接近 50 亿元同样排名第一, 并且旗下量化主动权益基金的规模贡献了其主动权益基金规模的 95%以上。此外, 博道和西部利得的主动权益产品也以量化为主要发力方向, 规模占比均超过 50%。

从产品数量来看, 景顺长城、中欧、长信、华泰柏瑞和华商旗下的量化主动权益产

品均不低于 10 只。其中，中欧在近两年明显发力，2022 年新增了 6 只量化主动权益产品。产品平均规模方面，国金、华夏、西部利得和招商的量化主动权益产品平均规模超过 10 亿元，其中招商仅 1 只量化主动权益产品但规模超过 30 亿元。

表 3 量化主动权益基金规模排名前二十的管理人（截至 2023-12-31）

管理人	23 年末量化权益基金规模 (亿元)	23 年末量化权益基金数量 (只)	23 年末量化权益基金平均规模 (亿元)	23 年末量化权益基金规模在主动股混基金占比
国金	246.24	5	49.25	95.71%
华夏	99.34	5	19.87	6.68%
博道	81.28	9	9.03	57.30%
西部利得	62.89	3	20.96	57.10%
景顺长城	59.10	11	5.37	3.65%
中欧	52.66	12	4.39	2.57%
长信	47.39	11	4.31	26.74%
鹏华	43.59	8	5.45	4.84%
华泰柏瑞	37.72	10	3.77	7.55%
大成	36.46	4	9.11	4.56%
招商	34.11	1	34.11	4.76%
万家	34.04	8	4.25	7.47%
中信保诚	29.30	7	4.19	12.70%
广发	28.59	4	7.15	1.35%
国泰君安证券资管	27.13	3	9.04	39.74%
嘉实	25.35	4	6.34	1.80%
华商	22.26	11	2.02	3.93%
中银	21.82	4	5.46	6.62%
光大保德信	21.17	4	5.29	14.19%
申万菱信	18.55	5	3.71	10.26%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2.4 2023 年度绩优量化主动权益基金分析

(1) 2023 年度绩优产品回撤同样较优，在 2022 年的表现曾有较大差异

下表展示了 2023 年度业绩排名前十的量化主动权益基金，它们在权益市场整体下行的环境下均获得了 10% 以上的收益，并且年内最大回撤均控制在 -13% 以内。从过去三年的表现来看，这些产品在 2021 年的结构性行情中也曾获得了较明显的正收益，但部分产品在 2022 年也曾遭遇了业绩大幅下滑。

表 4 2023 年量化主动权益产品业绩前 10 名

简称	成立日期	类型	2023 年基金经理	收益率			2023 年最大回撤
				2023 年	2022 年	2021 年	
南华丰汇	2022/2/28	强股混合型	黄志钢	21.96%	--	--	-8.01%
渤海汇金新动能	2021/3/23	强股混合型	何翔	21.88%	-30.65%	--	-12.64%
大成景恒	2018/6/26	强股混合型	苏秉毅	19.17%	-7.46%	29.83%	-9.67%
渤海汇金量化成长	2021/12/28	强股混合型	何翔	13.78%	-22.66%	--	-9.47%
国金量化多因子	2018/10/31	主动股票开放型	马芳, 姚加红	13.68%	12.23%	18.41%	-9.88%
长城量化小盘	2020/1/10	主动股票开放型	雷俊	13.52%	-19.68%	24.43%	-10.46%
东方量化成长	2018/3/21	灵活策略混合型	盛泽, 王怀勋	13.43%	-15.91%	14.86%	-7.52%
国金量化精选	2022/3/18	强股混合型	马芳	13.39%	--	--	-9.60%
西部利得量化优选一年持有	2021/1/19	强股混合型	盛丰衍, 翟梓舰	12.48%	-25.31%	--	-8.26%
建信灵活配置	2019/10/11	灵活策略混合型	牛兴华, 叶乐天, 郭志腾	11.96%	-12.31%	-1.03%	-11.69%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：量化基金经理叶乐天和郭志腾分别于 2021/9/15 和 2023/12/7 开始管理建信灵活配置，故产品的 2021 年业绩不加入讨论。

(2) 绩优产品整体保持或转向小盘市值风格，并且个股权重和行业占比层面均较为分散，大多数持仓风格更偏向价值。

从这些产品截至 2023 年中报的近两年全部持仓和截至 2023 年四季报的近两年重仓股特征来看，保持或转向小盘市值风格是大多数产品的共同特征。其次，它们共同的特征还包括个股和行业层面的分散配置，前十个股占持股市值的平均权重最高不超过 22%，并且单一行业权重最高平均不超过 21%。此外，这些产品整体在近两年配置了估值水平较低的个股，多数产品持仓风格更偏向价值，10 只产品近两年的持股加权平均 PE_TTM 分位点的平均值均小于 0.6，并且在 2023 年中报的持仓中有 9 只低于 0.5。

表 5 2023 年业绩前 10 名量化主动权益产品的近两年持仓特征

基金简称	2023 年基金经理	持仓风格	截至 23Q4 平均重仓 股集中度 (%)	截至 23H1 平均行业 最大占比 (%)	截至 23H1 平均行业 最大变化 (%)
南华丰汇	黄志钢	小盘、个股等权重	11.1	16.0	16.4
渤海汇金新动能	何翔	中盘转小盘、中高换手率	20.8	20.9	15.1
大成景恒	苏秉毅	小盘、低换手率	17.4	20.1	6.3
渤海汇金量化成长	何翔	小盘、中高换手率、低估值风格	17.2	12.1	8.7
国金量化多因子	马芳, 姚加红	小盘、低估值风格	7.7	12.6	14.2
长城量化小盘	雷俊	小盘、对中证 1000 的年化跟踪误差约 6.5%	14.1	15.8	8.2
东方量化成长	盛泽, 王怀勋	中大盘转小盘、低换手率	18.0	11.3	5.8
国金量化精选	马芳	小盘、低估值风格	8.4	13.4	12.6
西部利得量化优选一年持有	盛丰衍, 翟梓航	小盘、成长风格	17.1	18.1	12.0
建信灵活配置	牛兴华, 叶乐天, 郭志腾	中盘、低估值+成长风格	13.3	11.8	4.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 行业使用申万一级行业。

➤ 南华丰汇——黄志钢

黄志钢先生现任南华基金管理有限公司总经理助理兼量化投资部总经理。南华丰汇的投资策略主要为价值投资与量化相结合，核心模型为 $IR=(1-DR)*ROE+DR*EP+残差项$ ，模型纯量化运行。通过独家模型预测下一个季度的财务数据，进而计算个股的潜在收益率 IR，并挑选 IR 高的个股，加入安全边际因子对模型进行迭代。根据产品三季报的投资策略和运作分析，投资组合采用“动态 EP-ROE”的投资框架，在行业上选择景气度持续向上的顺周期行业；在个股层面，选择行业内具有估值优势的高成长性企业。通过对组合的持续调整优化，从而分享企业高速增长和中国经济高质量发展的红利。从产品持仓来看，近一年整体持仓属于小盘风格，充分分散持股并且个股权重平均分配，但在行业和风格方面有一定的轮动。

➤ 渤海汇金新动能——何翔

何翔先生任渤海汇金证券资管公募投资总监、公募投资部总经理。何翔认为，“从长期视角来看，小盘成长风格有利于穿越牛熊。量化策略在行业、个股上的覆盖广度以及分散化的配置，令其在小盘股的投资上更具优势，能更好地把握小盘股的波段交易机会，创造出更好的收益。”2022 年 10 月，渤海汇金新动能的产品策略调整为新动能主题方向下的量化小盘策略，持仓标的大多为小微盘股。另外，何翔上榜量化业绩前十的两只产品在近两年换手率属于公募基金中高水平，调仓相对频繁。

➤ 大成景恒——苏秉毅

苏秉毅先生现任大成基金混合资产投资部副总监，采用“主观+量化”策略，根据量化因子构建股票初筛池，再结合主观判断选择具体标的。大成景恒是坚定的小盘反转风格，简言之就是坚定均值回归的投资理念，即买跌得多或涨得少的标的。高度关注估值的变化，尤其是市场情绪带来的估值波动，同时严格设置安全边际。持仓方面，产品近两年换手率较低，在行业有一定暴露但近两年的行业配置保持稳定。

➤ 国金量化多因子——马芳

马芳女士拥有7年对冲基金交易系统的开发测试经验，现任国金基金量化投资事业部副总经理。马芳的量化策略借助**AI机器学习技术**“自上而下”构建选股模型，以海量数据为基础，对全市场股票挖掘分析，追求持续稳定的超额收益。国金量化多因子以**中证500**为基准追求超越基准的超额收益，通过机器学习技术来构建选股模型，量化投资组合模型的建立是根据**经济基本面**和**市场情绪面**两大板块指标构建，其中也有热点捕捉的指标。另外，马芳上榜的两只产品近两年的持仓均偏价值风格，个股和行业的分散程度都显著较高。

➤ 长城量化小盘——雷俊

雷俊先生现任长城基金总经理助理、量化与指数投资部总经理，投资方法以量化为基础，同时结合偏主动的研究结论去做微调。投资主框架是纯定量的，其指标构建是在横截面上去得出结论，基于因子分析，因子包括**基本面因子**（市盈率等），**交易行为因子**（资金流向、波动、机构订单、北向资金、分析师预期调整等）。2023年产品**全面拥抱AI**，在网络结构的不同层中自由调整损失函数，以实现控制特定风险下的因子挖掘，力争描述端到端的因子和风险的投资机会。利用**人工智能**实现精细化，降低产品的相对波动。从数据来看，产品除了保持小盘风格和分散配置的特点以外，在近两年相对于**中证1000**指数的年化跟踪误差仅约**6.49%**。

➤ 东方量化成长——盛泽,王怀勋

盛泽先生现任东方基金量化投资部总经理、资产配置部总经理，擅长量化选股和指数增强等策略。王怀勋先生擅长多因子选股模型、AI机器学习等领域。根据产品**2023**年三季报，东方量化成长以**小微市值股票**为主要投资方向，以**中高频调仓**的多因子选股策略为主要投资策略。在多因子模型的大类因子配比上，**2023**年三季度内主要以量价因子为主，其中尤其以**高频交易数据**（例如分钟级的成交、委托、盘口数据）为基础计算的量价因子占据的权重较大，其次是资金流类、舆情类因子和少量基本面类因子。从计算方式的维度来划分，**机器学习类因子**相对权重有所上升，传统因子有所下降。持仓特点方面，产品近两年的换手率相对较低，持股行业分散并保持稳定，但在**2023**年上半年从中大盘风格转向了小盘风格。

➤ 西部利得量化优选一年持有——盛丰衍

盛丰衍先生现任西部利得基金总经理助理、投资总监、主动量化投资部总经理，认为“越高频的交易越依赖于技术和模型，而越低频的投资则越需要主观的判断”，采用**“七分量化、三分主观”**的策略。七分量化主要是指基于大量历史数据进行训练和优化的模型、子策略和AI工具的使用。子策略包括传统多因子策略、AI策略和事件套利策略等。三分主观则是指通过对**宏观中长期的判断**，对不同量化手段进行运用。西部利得量化优选一年持有的量化策略的特点是**分域建模的基本面量化**、专注于能力域、量化为舟主观为舵，努力通过选股获得超额收益，以期打造**成长风格**的优质量化基金。从近两年的持仓特征来看，产品也符合偏成长风格的特征。

➤ 建信灵活配置——叶乐天,郭志腾

叶乐天先生拥有博士学位，现任建信基金数量投资部副总经理。郭志腾先生历任建信基金金融工程及指数投资部助理研究员、数量投资部投资经理等职务。建信灵活配置在**2023**年三季度内主要以**指数增强方式运作**，风格从**中盘成长**转为**小盘成长**，以量化分析研究为基础，利用量化模型进行指数增强和风险管理，在暴露小盘风格的同时，主要在个股选择上进行了一定的主动暴露。从数据来看，产品近两年直至**2023**年6月末整体保持了中盘市值风格，持股兼具低估值和高业绩增速特征，行业也充分分散并稳定。

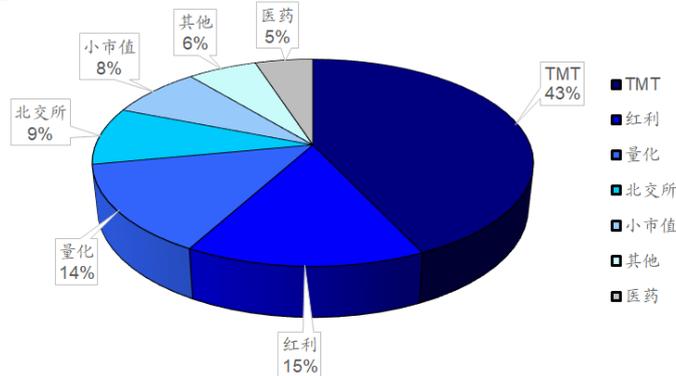
3. 火引冰薪——主动权益产品亮点回顾

2023年，在A股市场整体下行的环境中，主动权益类基金无疑身处寒冬，全年主

动权益产品的平均收益率为-11.97%。但在如此艰难的市场环境中，依然有部分产品获得了亮眼的正收益。

我们对 2023 年主动权益产品的前 100 名进行了回顾，发现 2023 年业绩排名前 100 名的基金，主要可分为以下几类：（1）曾重仓人工智能相关概念的基金，占比 43%；（2）主要投资于高股息资产的红利型产品，占比 15%；（3）量化基金，占比 14%；（4）北交所主题基金，占比 9%；（5）小市值基金，占比 8%；（6）医药主题基金，占比 5%；（7）其他基金，占比 6%。

图24 2023年主动权益产品业绩前100名类型分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

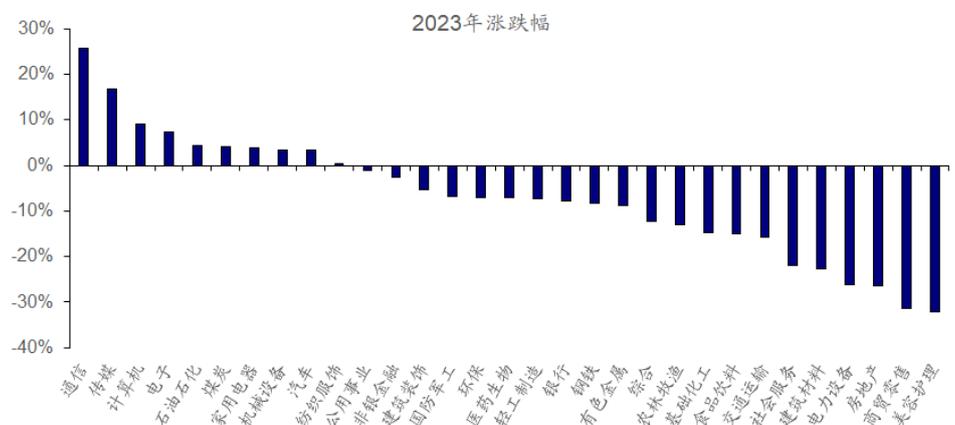
值得注意的是，上述分类是根据量化标准进行筛选而得，但之间不存在互斥的关系。如红利策略的产品，其可能同时投资于小盘股。当产品存在多个标签时，我们将选择其最突出的特点进行标记。

在本章节中，我们将对这几类表现较优的基金进行回顾。由于量化基金在前一章节中已进行过分析，因此在此不再赘述。而其他类基金由于更多是几类策略之间的融合和切换，因此也不单独进行分析。

3.1 重配 TMT 基金

2023 年初，在信创和数字经济等产业政策的支持下，计算机行业已有不错的表现。而 CHAT-GPT 的横空出世，更是引燃了投资者对相关产业的投资热情。与 AI 算力、模型及应用相关的 TMT 板块（通信、传媒、计算机和电子）成为了全年涨幅最高的行业。因此，重配 TMT 板块的主动权益基金，业绩表现也自然更优。

图25 2023年各行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所

在本文中，我们将在 2023 年 TMT 板块持仓比例曾超过 40% 的基金定义为重配

TMT 型基金。这些基金均在 2023 年参与了 TMT 板块的行情，但可能存在行业切换，未必是长期配置 TMT 板块的赛道型基金。只是由于整体来看，TMT 板块为其 2023 年的主要收益来源，因此将这类基金定义为重配 TMT 型基金。重配 TMT 型基金 2023 年业绩的前 10 名如下表所示。

表 6 2023 年重配 TMT 板块的主动权益产品业绩前 10 名（截至 2023/12/31）

简称	成立日期	类型	基金经理	收益率			2023 年最大回撤
				2023 年	2022 年	2021 年	
东方区域发展	2016/9/7	偏股混合型	周思越	55.01%	-42.63%	37.37%	-22.57%
东吴移动互联 A	2015/5/27	灵活策略混合型	刘元海	44.92%	-33.80%	51.06%	-29.01%
东吴新趋势价值线	2015/7/1	灵活策略混合型	刘元海	41.99%	-33.21%	42.92%	-28.44%
金鹰科技创新 A	2015/4/30	主动股票开放型	陈颖	37.70%	-24.79%	40.72%	-17.00%
金鹰核心资源 A	2012/5/23	强股混合型	陈颖	37.25%	-26.12%	42.95%	-16.29%
泰信行业精选 A	2015/3/4	灵活策略混合型	董山青	35.20%	6.19%	-9.53%	-24.63%
金鹰红利价值 A	2008/12/4	灵活混合型	陈颖	34.25%	-5.24%	41.64%	-12.98%
金鹰中小盘精选 A	2004/5/27	偏股混合型	陈颖	31.57%	-22.39%	40.72%	-15.14%
中邮健康文娱	2017/12/13	灵活策略混合型	王瑶, 宫正	31.04%	-45.10%	21.49%	-23.13%
招商优势企业 A	2012/2/1	灵活混合型	翟相栋	27.25%	-17.85%	-4.36%	-28.14%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2023 年重配 TMT 型基金业绩的前 10 名，分别由东方基金周思越、东吴基金刘元海、金鹰基金陈颖、泰信基金董山青、中邮基金王瑶和宫正、招商基金翟相栋管理。虽然他们均重配 TMT 板块，但其全年的投资思路也大不相同。

其中收益率最高的东方区域发展，基金经理周思越采用的是行业轮动框架，结合技术面分析快速轮动，换手率很高。在 2023 年上半年重配信创、云计算和 AI 相关的计算机个股，计算机行业的配置比例超 80%。但在 2 季度末时，其已将持仓完全切换至白酒为主的食品饮料行业。并且从 4 季度末的净值走势来看，基金经理再次切换至光伏行业。

东吴基金刘元海所管理的两只上榜产品则是在 2023 年持续重配 TMT 板块，且持仓会更集中在硬科技领域，主要配置方向包括 AI 算力相关的人工智能芯片、光模块，以及消费电子等。由于其持仓集中在科技领域，同时持股集中度较高，因此其产品在 2023 年的最大回撤也是相对较大的，在上半年快速上涨后，下半年整体处于持续回撤的状态。

金鹰基金陈颖同样是全年重仓了 TMT 板块，不过其在细分行业上较为分散，除了重仓 AI 相关的计算机行业个股外，其还重仓了消费电子、汽车电子及估值较低的影视传媒个股。同时基金经理相对重视风险控制，或是出于对 TMT 板块短期涨幅过大的担忧，基金经理在 2 季度中将部分 TMT 的仓位调整至黄金、船舶等个股上，因此其 2023 年的最大回撤指标在业绩靠前的基金中是相对较优的。

泰信基金董山青所管理的泰信行业精选，在 TMT 基金中属于较为另类的存在。虽然该基金全年同样重配 TMT 板块，但基金经理并非投资于信创、人工智能等科技成长方向，而是根据其困境反转的策略重仓了影视和院线相关个股。2023 年初，其持仓基本就集中在影视和文旅相关个股上。其后在上半年期间，基金经理进一步对影视行业进行集中配置，传媒行业的占比提升至 8 成左右。而影视传媒由于估值较低，同时受益于文娱行业回暖，在 2023 年期间表现良好，因此产品全年的业绩表现较优。

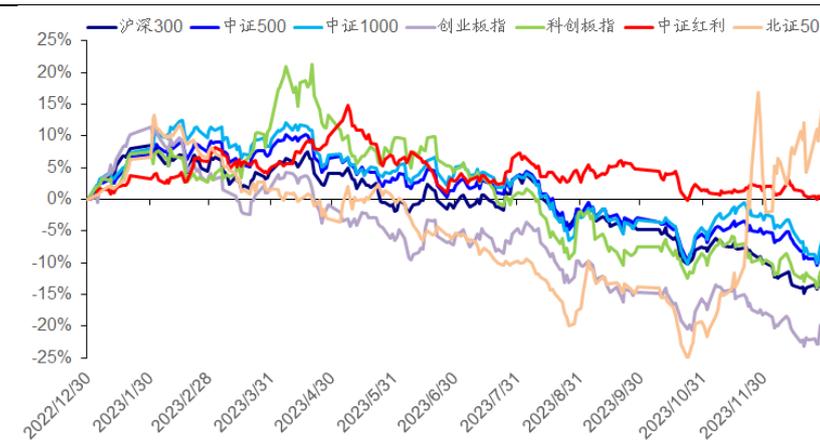
中邮健康文娱 2023 年在 TMT 板块的配置主要集中在消费电子、MR 和游戏相关个股。相比于前面几只 TMT 基金而言，该产品较少配置与 AI 模型、算力直接相关的计算机行业，而是侧重于 AI 应用相关的游戏、影视内容方面。而且在 2023 年下半年，该产品较集中地配置 MR 设备或硬件相关个股，踏对了相应板块的行情，在 4 季度中的业绩表现较为突出。

招商基金翟相栋在 2023 年的行业切换较多，换手率较高，全年持续重配半导体设计和机器人赛道。从其重仓股来看，1 季度较多地配置了 AI 算力相关的 AI 服务器、光通信和光模块板块，2 季度则切换至光伏组件和逆变器领域。全年来看其切换的效果也较优，因此业绩表现良好。

3.2 红利型基金

在 2023 年期间，红利投资是表现最亮眼的投资策略之一，中证红利指数相比于各大主流宽基指数而言表现强势，在 A 股市场整体下行的环境下依然取得了正收益。红利投资表现亮眼的原因，主要是由于高股息个股能获得稳定的现金分红，同时以煤炭、石化、银行和公路铁路等传统行业为主，往往拥有低估值特性，具有较强的防御性，因此在市场下行的环境中往往有较优的表现。

图26 2023 年 A 股市场主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所

在本文中，我们将在 2023 年重仓股加权平均股息率超过 3% 的基金定义为红利型基金。虽然基金经理的投资出发点未必是采用红利投资策略，但不可否认其持股高股息的特点会受益于 2023 年表现强势的红利风格。红利型基金 2023 年业绩的前 10 名如下表所示。2023 年红利型基金业绩的前 10 名分别由融通基金范琨、万家基金黄海和景顺长城鲍无可管理。

表 7 2023 年红利型主动权益产品业绩前 10 名（截至 2023/12/31）

简称	成立日期	类型	基金经理	收益率			2023 年最大回撤
				2023 年	2022 年	2021 年	
融通内需驱动 AB	2009/4/22	强股混合型	范琨	21.73%	-15.33%	32.31%	-10.62%
万家精选 A	2009/5/18	强股混合型	黄海	21.25%	35.50%	-6.69%	-15.51%
万家宏观择时多策略 A	2017/3/30	灵活策略混合型	黄海	21.14%	48.55%	-9.18%	-15.06%
万家新利	2015/5/19	灵活策略混合型	黄海	20.74%	43.65%	-3.18%	-15.58%
融通成长 30A	2015/12/11	灵活策略混合型	范琨	20.02%	-11.60%	3.88%	-10.44%
景顺长城价值稳进三年定开	2020/7/31	主动混合封闭型	鲍无可	16.58%	2.04%	7.40%	-6.50%
景顺长城沪港深精选	2015/4/15	主动股票开放型	鲍无可	16.30%	2.24%	8.43%	-6.41%
景顺长城价值边际 A	2020/8/31	灵活策略混合型	鲍无可	15.97%	2.38%	10.51%	-6.51%
景顺长城能源基建 A	2009/10/20	强股混合型	鲍无可	15.94%	1.09%	18.44%	-6.12%
景顺长城价值领航两年持有期	2020/3/23	强股混合型	鲍无可	15.31%	7.83%	8.33%	-6.49%

资料来源：Wind，海通证券研究所

融通基金范琨为全市场自下而上选股的基金经理，以过往持仓来看并非红利风格。基金经理的投资框架主要分为两个部分，一部分价值投资，或均值回归，捕捉行业或个股的边际变化，要求估值相对合理；另一部分趋势投资，寻找量价体系符合趋势的个股。从历史数据来看，基金经理的换手率相对较高。而在 2023 年期间，或是由于高股息资产同时符合基金经理的价值投资和趋势投资框架，因此基金经理持续重仓

高股息的公用事业、公路铁路和教育出版相关个股。此外基金经理的持仓市值偏小，也契合市场的中小盘风格，因此全年的业绩表现出色。

万家基金黄海则是延续了 2022 年优秀的业绩表现，基金经理根据其对宏观及中观的分析判断，在 2023 年期间持续重配煤炭和石化板块。尤其是煤炭行业，配置权重在 8 成左右。而煤炭行业个股作为高股息资产，在 2023 年期间表现也很好，因此基金经理的业绩表现优秀。

景顺长城鲍无可为鲜明的价值风格基金经理，绝对收益理念，选股重视安全边际，要求个股低估值，高壁垒。基金经理在 2023 年期间主要重仓公用事业、有色金属和石化等传统行业的低估值、高股息标的，同样契合 2023 年的红利风格。

3.3 北交所基金

2023 年 9 月 1 日，在北交所成立满 2 周年之际，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，提出了 19 条改革措施，在北交所的投资者适当性、上市条件执行标准、转板、发行底价、做市交易、融资融券等方面进行了进一步优化。北交所的上市企业迎来重大利好，投资者队伍扩容，优质上市企业增多，市商队伍扩大，市场流动性增强。在此背景下，北交所个股在 4 季度迎来大幅上涨，带动北交所基金整体表现回暖，华夏北交所创新中小企业两年定开更是以全年 58.55% 的收益率位居 2023 年主动权益基金业绩的第一位。

2023 年期间，北交所基金的业绩全面丰收。2023 年前成立的 10 只北交所基金中，有 9 只产品的业绩进入了全年主动权益类产品前 100 名。不过从下表的业绩统计中我们也可以看出，各只北交所基金的业绩分化较大。而且北交所基金 2023 年期间的收益，基本均来自于 2023 年 10 月 24 日北交所行情启动之后，在此期间大部分北交所基金 2023 年以来的收益率为负。同时值得注意的是，虽然 2023 年北交所基金整体业绩表现突出，但部分产品的累计净值依然未回复至 1 以上。

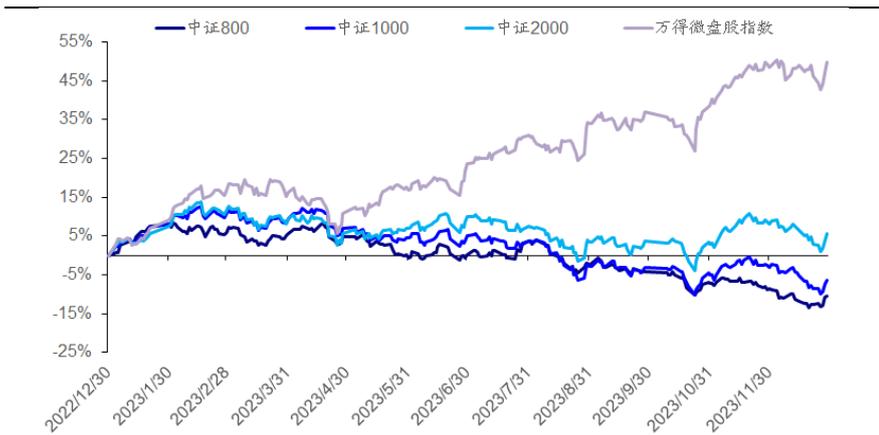
表 8 2023 年业绩位于主动权益产品前 100 名的北交所基金（截至 2023/12/31）

简称	成立日期	类型	基金经理	2023 年收益率			2022 年收益率	2023 最大回撤	2023 年末累计净值
				2023 年全年	2023/10/23 前	2023/10/24 后			
华夏北交所创新中小企业两年定开	2021/11/23	北交所	顾鑫峰	58.55%	10.37%	43.65%	-33.30%	-16.19%	1.05
广发北交所精选两年定开 A	2021/11/23	北交所	吴远怡	35.99%	-5.88%	44.49%	-16.78%	-20.76%	1.11
景顺长城北交所精选两年定开 A	2022/8/23	北交所	张靖	32.64%	-9.49%	46.55%	--	-15.99%	1.26
万家北交所慧选两年定期开放 A	2021/11/23	北交所	叶勇	31.79%	-2.64%	35.37%	-25.84%	-18.56%	0.99
汇添富北交所创新精选两年定开 A	2021/11/23	北交所	马翔	28.42%	-5.95%	36.55%	-28.57%	-14.76%	0.92
中信建投北交所精选两年定开 A	2022/8/16	北交所	周紫光	25.10%	-14.05%	45.54%	--	-20.04%	1.24
南方北交所精选两年定开	2021/11/23	北交所	雷嘉源	24.19%	-6.85%	33.32%	-17.89%	-15.72%	1.02
嘉实北交所精选两年定期 A	2021/11/23	北交所	刘杰,李涛	11.00%	-13.95%	28.99%	-34.62%	-23.81%	0.70
易方达北交所精选两年定期开放 A	2021/11/23	北交所	郑希	10.86%	-13.82%	28.64%	-11.71%	-19.39%	0.98

资料来源：Wind，海通证券研究所

3.4 小市值基金

A 股市场历史上有明显的风格轮动现象，而 2023 年期间，A 股市场在市值风格上则明显偏向小盘。我们可以从中证 800、中证 1000、中证 2000 和万得微盘股指数的走势观察 A 股的市值偏向，这四个指数分别代表了大盘股、中盘股、小盘股和微盘股的表现。从这几个指数在 2023 年的走势分化来看，正好呈现出了市值越小，收益越高的现象。而且微盘股指数的收益率更是明显地与其他指数拉开了较大差距。

图27 2023年A股市场不同市值水平指数涨跌幅


资料来源: Wind, 海通证券研究所

在本文中,我们将在2023年持股总市值加权平均值在A股70%分位点以下的基金定义为小市值基金。2023年共有8只小市值基金的业绩进入了主动权益产品前100名。这8只产品分别由金元顺安周博洋、金元顺安缪玮彬、华夏基金张城源、中信保诚江峰、中邮基金金振振、华夏基金彭海伟、博时基金郭晓林和刘玉强所管理。

这批小市值基金的共同特点是,它们均较多持有了一些总市值不足100亿甚至是不足50亿的小盘股,在小市值风格突出的2023年期间表现较优。但由于小市值策略的资金容量相对较小,因此截至2023年末,除了华夏平稳增长和博时专精特新仍对申购没有限制以外,其余产品均暂停了大额申购或是直接暂停申购。值得注意的是,根据季报披露,张城源所管理的产品主要采用定增策略,及主要是参与上市公司的定向增发项目,基金经理或并非有意对持仓市值进行选择。

表9 2023年业绩位于主动权益产品前100名的小市值基金(截至2023/12/31)

简称	成立日期	类型	基金经理	收益率			2023年最大回撤
				2023年	2022年	2021年	
金元顺安优质精选A	2017/10/10	灵活混合型	周博洋	28.60%	-15.79%	-3.02%	-8.15%
金元顺安元启	2017/11/14	灵活策略混合型	缪玮彬	25.45%	35.60%	39.85%	-8.27%
华夏新锦绣A	2016/8/24	灵活策略混合型	张城源	21.62%	5.65%	8.29%	-10.92%
中信保诚多策略A	2017/6/16	灵活策略混合型	江峰	20.20%	-6.71%	9.24%	-6.89%
中邮未来成长A	2021/4/8	强股混合型	金振振	18.86%	-13.98%	--	-11.49%
华夏平稳增长	2006/8/9	灵活策略混合型	彭海伟	13.91%	-15.78%	-3.13%	-21.12%
博时专精特新主题A	2021/12/6	强股混合型	郭晓林,刘玉强	12.46%	-19.93%	--	-9.97%
华夏磐锐一年定开A	2020/12/22	偏股混合型	张城源	10.25%	-15.24%	29.61%	-14.51%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.5 医药基金

2023年,医药行业在经过较长时间的回调后,在9月以来有明显的反弹。而部分医药基金凭借着良好的选股效果,全年同样获得了较高的收益。

我们将2023年在医药行业的配置比例超过80%的基金定义为医药基金。2023年共有5只医药基金的业绩进入了主动权益产品前100名。这5只产品分别由圆信永丰肖世源、易方达杨桢霄、鹏华金笑非管理。这几位基金经理的持股市值均相对较小,较多持有创新药和创新器械相关个股,在2023年期间均获得了10%-12%左右的正收益。

表 10 2023 年业绩位于主动权益产品前 100 名的医药基金（截至 2023/12/31）

简称	成立日期	类型	基金经理	收益率			2023 年最大回撤
				2023 年	2022 年	2021 年	
圆信永丰兴源 A	2017/6/21	灵活策略混合型	肖世源	12.03%	1.97%	-0.24%	-19.65%
圆信永丰医药健康	2018/11/29	强股混合型	肖世源	10.92%	0.40%	-0.55%	-21.21%
易方达医疗保健 A	2011/1/28	强股混合型	杨桢霄	10.72%	-17.08%	-3.83%	-20.91%
鹏华医药科技 A	2015/6/2	主动股票开放式	金笑非	10.62%	-13.28%	-5.18%	-24.03%
鹏华创新升级 A	2021/6/18	强股混合型	金笑非	10.07%	-15.94%	--	-22.99%

资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 让利于民—主动基金整体降费，费率创新产品试水

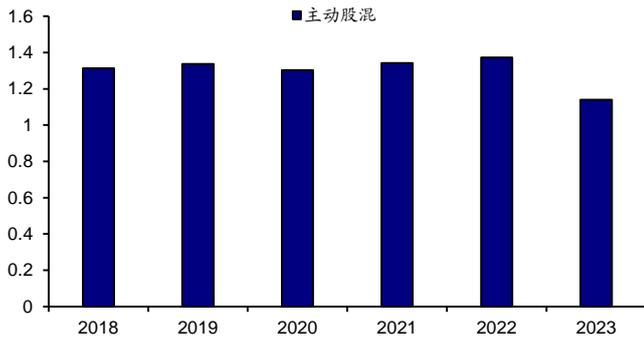
2023 年 7 月 8 日，证监会发布了公募基金费率改革工作安排，具体举措包括推出更多浮动费率产品，降低主动权益类基金费率水平，规范公募基金销售环节收费，完善公募基金行业费率披露机制等。费率改革工作方案提出降低主动权益类基金费率水平，其中，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%；部分头部机构已公告旗下存量产品管理费率、托管费率分别降至 1.2%、0.2%以下；其余存量产品管理费率、托管费率将争取于 2023 年底前分别降至 1.2%、0.2%以下。

我们认为，在过去的十余年间，公募基金的产品数量和规模均实现了高速扩张，同时，基金规模的提升也带动了基金行业管理费用的增长，目前公募基金的管理费用仍存在着较大的让利空间。公募基金费率改革旨在通过降低公募基金产品费率，节省投资者的投资成本，提高投资者的实际收益与投资回报率，让利于投资者。特别的，机构投资者通常拥有大规模资金，费率下降对于其投资收益的影响往往更为显著。总体而言，公募基金的降费改革与机构和个人投资者的利益相互契合，有利于公募基金行业的健康可持续发展。

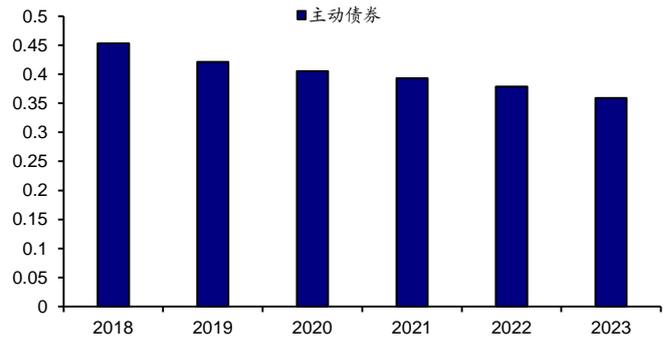
4.1 主动基金费率显著下降

在费率改革的大力推动下，国内主动基金，尤其是主动权益基金的费率在 2023 年迎来大幅下降。我们分别统计了近几年主动权益及主动债券基金的费率变化趋势，主动股混基金在 2022 年前费率下降趋势不明显，但 2023 年基金平均费率出现显著下滑，从 1.37% 跌至 1.14%，降费效果显著。其中 2023 年新发的权益基金平均管理费率为 1.19%，存量权益基金的管理费率则从 2022 年末的 1.37% 下降至了 1.14%，且存量基金的数量及规模均远高于新发产品，说明 2023 年主动权益基金的费率大幅下调主要是受存量基金降费影响。

债券基金方面，由于费率改革暂未对主动债券基金进行强制费率上限规定，主动债券基金在 23 年的费率下降幅度不大，但从 2018 年以来主动债券基金的费率呈现持续下行趋势，整体费率下降走势明显。从长期来看，未来公募基金行业运营费率及管理费率将持续下降，公募基金收费模式也有望不断优化，有利于降低投资者投资成本，提升公募基金行业的综合竞争力。

图28 主动权益基金费率变化


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 主动债券基金费率变化


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 费率创新产品试水

2023年8月26日,随着公募基金降费改革的不断推进,费率创新产品开始试水,首批共20只与规模挂钩、与业绩挂钩、与持有期挂钩的三大类型浮动费率产品获批。

4.2.1 费率与持有期挂钩

关于浮动费率基金费率结构的设计,第一类即为管理费率与投资者持有时间挂钩,根据投资者持有产品份额的时间分档收取管理费,投资者持有基金时间越长,支付的基金管理费率越低。具体来看,目前首批费率与持有期挂钩的基金均设置了A1、A2、A3三类份额,按照持有期限不足一年、一至三年以及三年以上分为三档;管理费率按照持有期限的增加逐档下降,分别为1.2%、0.8%、0.6%。其中,A1类基金开放认购、申购及赎回,投资者在新认购或申购产品时仅可选择A1类基金份额,而A2、A3类基金份额则由满足对应持有期限的相应份额升级而来,仅开放赎回。该类产品的管理费率与持有期挂钩,主要目的在于鼓励投资者长期持有,相对比较适合于长期投资,或对特定基金产品、基金经理、基金公司具有长期信心的投资者。

目前首批费率与持有期挂钩的浮动费率基金共9只,均为权益仓位较高的强股混合型产品,基金管理人分别包括易方达、广发、中欧、华安、景顺长城等头部基金公司,平均发行份额在3亿份左右,其中华夏瑞益基金的发行份额超过了10亿份。

表 11 2023 年首批费率与持有期挂钩产品信息

基金代码	简称	成立日期	类型	基金管理人	发行份额 (亿份)
019521	华夏瑞益 A1	20231204	强股混合型	华夏	13.01
019354	华安远见慧选 A1	20231205	强股混合型	华安	3.90
019617	嘉实创新动力 A1	20231204	强股混合型	嘉实	3.42
019913	易方达平衡视野 A1	20231204	强股混合型	易方达	3.07
019387	博时惠泽 A1	20231204	强股混合型	博时	1.33
019421	广发睿杰精选 A1	20231124	强股混合型	广发	1.15
019374	工银远见共赢 A1	20231204	强股混合型	工银瑞信	0.49
020052	景顺长城价值发现 A1	20231031	强股混合型	景顺长城	0.48
019780	中欧时代共赢 A1	20231128	强股混合型	中欧	0.20

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2.2 费率与管理规模挂钩

第二类浮动费率基金的费用结构,为管理费率与基金管理规模挂钩。首批费率与管理规模挂钩的浮动费率基金按照基金管理规模分档收取管理费,产品管理规模越大,适用的费率水平越低。如果基金规模低于100亿元,则收取固定费率1.2%,如果基金规模超过100亿元,则对不超过100亿元的部分按1.2%的费率收取,对超过100亿元的部分按0.6%收取。该类产品的管理费与管理规模挂钩,鼓励投资者进行大额申购,同

时也能一定程度上发挥基金管理的规模效应，头部公司具有较大优势。

目前首批费率与持有期挂钩的浮动费率基金共 3 只，分别为华夏信兴回报、富国核心优势及招商精选企业；同样均为强股混合型产品，平均发行份额在 3.56 亿份左右。

表 12 2023 年首批费率与规模挂钩产品信息

基金代码	简称	成立日期	类型	基金管理人	发行份额（亿份）
019470	华夏信兴回报 A	20231121	强股混合型	华夏	6.17
019361	富国核心优势 A	20231201	强股混合型	富国	2.10
019352	招商精选企业 A	20231117	强股混合型	招商	2.42

资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2.3 费率与业绩挂钩

第三类浮动费率基金的费率结构，为管理费率与基金业绩表现挂钩，当基金收益低于预期时，管理费适当下调，当收益高于预期时，管理费向上浮动。在首批费率创新产品中，共有 8 只产品启用该类型的浮动费率收费方式，基金管理费率随实际业绩变动。具体来看，基金的管理费用分为固定管理费（0.5%）、或有管理费及业绩报酬三个部分，后两项费用均属于浮动费率部分。或有管理费为 0.5%，仅在基金期末净值高于期初净值时生效，如基金当年收益率为负则或有管理费为 0。业绩报酬在基金年化收益率高于 8% 或高于业绩比较基准时生效，基金管理人对于年化收益率超过业绩报酬计提基准（8% 和同期业绩比较基准年化收益率的孰高者）的部分，按照 20% 的比例计提业绩报酬。此外，如果年化计提业绩报酬比例高于 1%，则按照 1% 比例计提。具体计算公式如下：

$$\text{业绩报酬} = S_0 \times \text{Min}\{(R - 8\%) \times 20\%, (R - R_m) \times 20\%, 1.0\% \} \times \frac{T}{365}$$

总体来看，该类产品的管理费率实际为分档浮动管理费率，业绩共分为三档，管理报酬也随之分档变动。业绩低于 0 时，只收取 0.5% 的固定管理费；业绩高于 0 且低于 8% 或业绩比较基准时，收取 1% 的管理费；业绩超过 8% 或比较基准时，除 1% 固定管理费外，额外计提 20% 的业绩报酬，但总管理费上限不超过 2%。

目前首批费率与持有期挂钩的浮动费率基金共 9 只，均为封闭期内权益仓位在 60%-100% 之间、每三年定期开放的主动混合封闭型产品，基金管理人分别包括汇添富、南方、交银施罗德、富国等头部基金公司，平均发行份额在 4.83 亿份左右，其中交银瑞元三年定开的发行份额最大，为 16.68 亿份。

表 13 2023 年首批费率与业绩挂钩产品信息

基金代码	简称	成立日期	类型	基金管理人	发行份额（亿份）
019401	交银瑞元三年定开	20231027	主动混合封闭型	交银施罗德	16.68
019363	大成至信回报三年定开	20231201	主动混合封闭型	大成	4.55
019384	兴证全球可持续投资三年定开	20231204	主动混合封闭型	兴证全球	3.65
019597	银华惠享三年定开	20231205	主动混合封闭型	银华	3.15
019360	汇添富积极优选三年定开	20231114	主动混合封闭型	汇添富	2.81
019379	南方前瞻共赢三年定开	20231123	主动混合封闭型	南方	2.77
019371	富国远见精选三年定开	20231204	主动混合封闭型	富国	2.76
019351	招商远见回报 3 年定开	20231204	主动混合封闭型	招商	2.29

资料来源：Wind，海通证券研究所

浮动费率与业绩挂钩的模式，在一定程度上可以打破基金管理人“旱涝保收”的收费模式，保护了投资者的利益，也能够激励基金管理人提升业绩，使得基金管理人与投资人的利益更加一致。目前国内采用与业绩挂钩的浮动管理费率的公募基金产品仍相对较少，大部分为券商集合理财转公募产品，后续随着费率改革的持续推进，更多创新型浮动费率产品有望出现。

5. 风险提示

本报告中内容为客观数据的统计结果，所涉及的观点不构成任何投资建议。

信息披露

分析师声明

倪韵婷	金融产品研究团队
庄梓恺	金融产品研究团队
张弛	金融产品研究团队
陈林文	金融产品研究团队

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。

海通证券研究所金融产品研究中心声明

海通证券研究所金融产品研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，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。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），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。