下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

长线资金再度拥抱高股息
——26Q2 长线资金持仓透视

华泰研究

2026 年 9 月 07 日 | 中国内地　　专题研究

王伟光* 研究员
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com +(86) 21 2897 2228

闫萌* 研究员
SAC No. S0570525120001 yanmeng@htsc.com +(86) 21 2897 2228

孙瀚文 研究员
SAC No. S0570524040002 sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302 +(86) 21 2897 2228

核心观点

26Q2，各类长线资金呈现以下特征：①与公募基金配置科技不同，长线资金关注性价比：26Q2，公募基金科技持仓占比达 60%以上历史高位、外资同步加仓，但长线资金持仓报告显示，险资逆势减仓电子，社保基金对科技关注度偏低，或表明部分长线资金在 Q2 季度末对科技已有所减仓、其相对更关注高性价比的方向，如险资加仓高股息，社保基金加仓有色、工程机械等；②红利或仍是后续的主要配置方向：26Q2 险资加仓电力及消费类红利，但考虑到其上半年净投资收益率仍偏低，后续红利配置价值或仍较高；③汇金连续两个季度净减持，26Q2 持仓进一步集中至金融，非金融领域规模及占比均降至 2015Q3 以来最低水平，后续可减持的存量空间已明显缩小。

险资：逆势减仓电子，持续关注电力及消费红利方向

规模：26Q2 财产险公司、人身险公司权益资产占资金运用余额比例分别升至 18.45%、16.08%，较 26Q1 分别提高 0.90pct、0.69pct。

内部配置比例：1H26 上市保险公司二级权益仓位达到 19.4%，为历史最高水平，FVOCI 股票占比 6.3%，较年初提升 96bps；FVTPL 股票占比 6.9%，较年初下降 25bps；基金占比 6.1%，较年初上升 82bps。

净投资收益率：上半年险企净投资收益率约 2.8%，或已经接近保证成本线，显示现金收益面临压力（华泰保险 8 月 30 日《1H26 险资持续加码红利股》）。

配置策略：逆势减仓电子板块，加仓高股息配置

延续高股息配置逻辑，左侧布局低位板块：26Q2 加仓 A 股高股息（垄断型红利为主），此外险资左侧布局消费类资产（白酒、家电等）；

汇金：延续净减持，仓位向银行集中

规模：26Q2 末，汇金披露持股市值降至 3.33 万亿元，环比下降 12.46%；

配置策略：26Q2 无明显加仓，主要减仓非银、食品饮料等

26Q2 在 A 股无明显加仓：26Q2 汇金主要减仓非银、食品饮料、煤炭等方向，其中非银行持股数量较去年末减少约三分之二，剩余规模降至 2015 年以来低位，银行底仓变化相对有限；

持仓进一步集中于金融，非金融领域后续可减持的存量空间已明显缩小：26Q2 末，银行持股占比近 89%，金融合计占约 98%，非金融行业仅余约 674 亿元，规模及占比均降至 2015Q3 以来最低水平，较 25Q4 下降 86%，此前，在 2023—2025 年的减仓阶段，非金融持仓仍有约 4800—5600 亿元，因此当前已明显低于过去的低位区间。

社保基金：配置高性价比方向

规模：26Q2 社保基金前十大股东持股规模小幅回落至 5362 亿元；

配置策略：更重视景气与配置性价比

主要加仓基本面有改善预期的方向：从资源品与制造业中寻找景气改善机会，增持铜、工程机械和部分小金属。

外资：外资对科技成长更为积极

规模：26Q2 北向持股市值提升至 3.1 万亿元；QFII 回升至 2679 亿元；

配置策略：北向与 QFII 共同增持电力设备、电子和机械，锂电池、集成电路、消费电子组件是交集，科技制造成为外资增配的主线。其中北向资金更多增持半导体设备，QFII 同时增持输变电设备和铜。

风险提示：测算结果出现误差；数据统计口径有误。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

险资、汇金、社保基金、QFII/RQFII 持仓分析 4
险资：26Q2 逆势减持科技，高股息配置向公用事业和家电延伸 4
A 股：险资对稳定现金流的偏好延续，同时增加了消费类资产的配置 5
汇金：各行业延续减持，白酒为减持主力 7
A 股：非银、食品饮料减持居前 8
社保基金：不追逐科技集中配置，转向景气改善方向 11
A 股：避开集中配置方向，增持资源与制造业细分行业 11
外资：加仓科技制造，北向与 QFII 配置方向趋同 12
风险提示 17

图表目录

图表 1： 26Q2 险资权益配置比例继续提升（单位，%） 5
图表 2： 26Q2 险资主板超配比例回升 5
图表 3： 26Q2 险资创业板低配程度加深 5
图表 4： 26Q2 险资相对公募偏重非银、银行、公用事业 6
图表 5： 26Q2 险资行业超（低）配比例变化 7
图表 6： 26Q2 险资主要加仓的三级行业 7
图表 7： 26Q2 险资主要减仓的三级行业 7
图表 8： 26Q2 汇金披露持股市值回落至 3.33 万亿元 8
图表 9： 26Q2 汇金主板超配比例回升 8
图表 10： 26Q2 汇金创业板低配程度加深 8
图表 11： 26Q2 汇金相对公募显著偏重银行 9
图表 12： 26Q2 汇金行业超（低）配比例变化 9
图表 13： 26Q2 汇金主要减仓的三级行业 10
图表 14： 26Q2 汇金银行持股数量小幅回落（亿股） 10
图表 15： 26Q2 社保基金主板超配比例回升 11
图表 16： 26Q2 社保基金创业板低配程度加深 11
图表 17： 26Q2 社保基金相对公募偏重银行、非银、交通运输 11
图表 18： 26Q2 社保基金行业超（低）配比例变化 12
图表 19： 26Q2 社保基金主要加仓的三级行业 12
图表 20： 26Q2 社保基金主要减仓的三级行业 12
图表 21： 26Q2 QFII/RQFII 持仓规模回升（剔除涨跌幅后，亿元） 13
图表 22： QFII 机构国家分布（截至 26Q2） 13
图表 23： 26Q2 QFII 主板超配比例回升 14
图表 24： 26Q2 QFII 创业板超配比例小幅回升 14
图表 25： 26Q2 QFII 相对公募偏重银行、电力设备、机械 14
图表 26： 26Q2 北向资金主板低配程度收窄 15
图表 27： 26Q2 北向资金创业板超配比例小幅回落 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28： 26Q2 北向资金相对公募偏重电力设备及新能源 15
图表 29： 26Q2 QFII 行业超（低）配比例变化 16
图表 30： 26Q2 QFII 主要加仓的三级行业 16
图表 31： 26Q2 QFII 主要减仓的三级行业 16
图表 32： 26Q2 北向资金行业超（低）配比例变化 17
图表 33： 26Q2 北向资金主要加仓的三级行业 17
图表 34： 26Q2 北向资金主要减仓的三级行业 17

下载日志已记录，仅供内部参考

险资、汇金、社保基金、QFII/RQFII 持仓分析

在《如何看待 TMT 高仓位？——2026 年二季度持仓分析》（2026 年 7 月 27 日）中，根据主动偏股型基金 2026 年二季报披露的重仓股情况，我们得到以下结论：

① 风格角度，26Q2 公募基金整体风格向成长偏移；
② 主动偏股型基金仓位环比回升，处于相对高位，其中港股仓位连续三个季度回落；
③ 行业中，A 股建筑材料（电子布）、电子、机械设备配置系数提升幅度居前，传媒、银行、非银金融等板块配置系数下降幅度居前；
④ 筹码分布视角，26Q2 配置系数分位数（2016 年以来，后同）处于低位的资产或集中在消费、出口链、医药、制造链中，如白酒、饮料乳品、光伏设备、航空装备、小家电等。

而在本篇报告中，我们将关注其他四类机构（社保基金、QFII、险资、汇金）的持仓情况，并通过搭建四类机构的历史持仓数据库，分析其在近两个季度的仓位变化及互相的配置差异。

险资：26Q2 逆势减持科技，高股息配置向公用事业和家电延伸

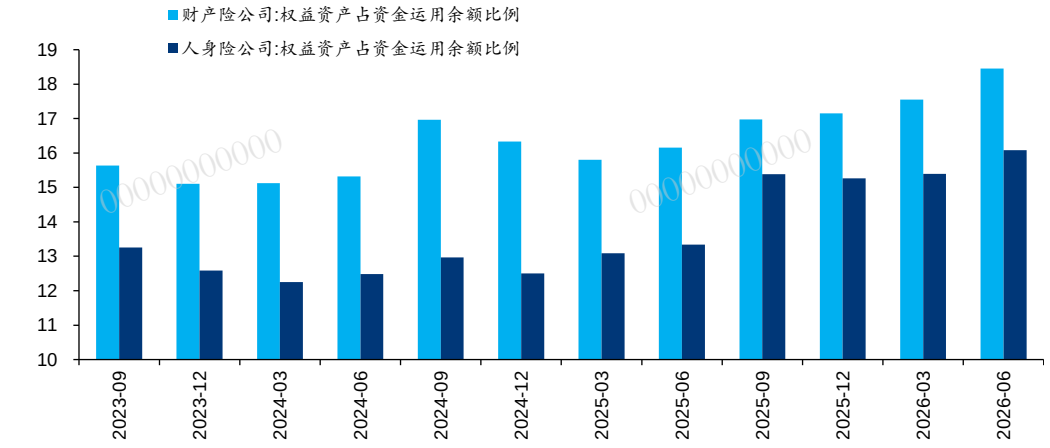
保险资金主要来自于商业保险公司保费收入提取的准备金，是保险公司为承担未到期责任和处理未决赔款而从保费收入中提存的一种资本准备额度，其本质不是作为保险公司的营业收入，而是属于保险公司的或有负债。险资的负债性决定了其在投资的时候要更加稳健、安全，也是险资一直是政策强监管领域的重要原因。

分析险资持仓，第一个问题在于如何定义险资？根据银保监会 2018 出台的《保险资金运用管理办法》，险资定义为保险集团（控股）公司、保险公司以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项准备金以及其他资金，与之相对的概念有社会保障基金（主要来源为中央财政拨款，设立目的在于弥补远期养老金缺口）、社会保险基金（主要来源为企业及个人日常缴纳的五险一金）。基于上述对险资的定义，我们在统计样本时，剔除掉了 Wind 保险公司重仓股专题中，持股公司名称为基本养老保险基金组合的样本。

26Q2，险资权益配置比例继续提升，红利股为主要增持方向，但增配红利并未完全抵消现金收益压力。财产险公司、人身险公司权益资产占资金运用余额比例分别升至 18.45%、16.08%，较 26Q1 分别提高 0.90pct、0.69pct，均高于 2022Q2 以来的其他季度。根据华泰证券保险组测算 1H26 上市保险公司二级权益仓位达到 19.4%，为历史最高水平，其中红利配置比例显著上升，FVOCI 股票（基本代表红利股）占比 6.3%，较年初提升 96bps；FVTPL 股票（基本代表成长股）占比 6.9%，较年初下降 25bps；基金（计入 FVTPL 科目）占比 6.1%，较年初上升 82bps。但增配红利仍未完全抵消现金收益压力。华泰保险《1H26 险资持续加码红利股》测算，上半年净投资收益率约 2.8%，FVOCI 股票贡献的股息仍不足一半。利息和交易性资产股息减少、分红时点变化，使红利增配效果尚未充分体现。部分险企减配交易性股票，也有为高股息配置腾出仓位、平抑利润波动的考虑（华泰保险组 2026 年 8 月 30 日《1H26 险资持续加码红利股》）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：26Q2 险资权益配置比例继续提升（单位，%）

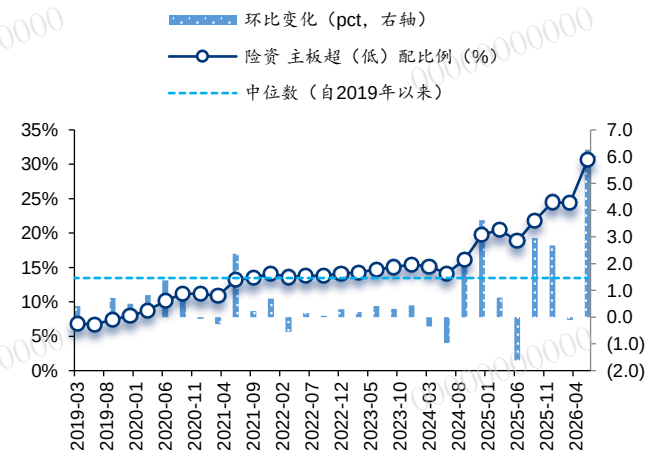


资料来源：Wind，华泰研究

A 股：险资对稳定现金流的偏好延续，同时增加了消费类资产的配置

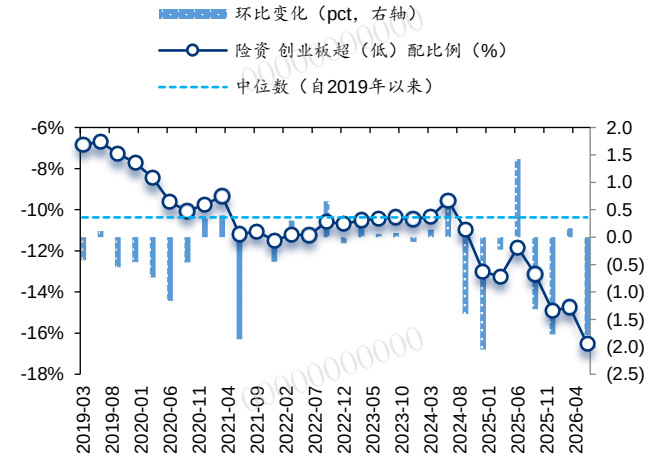
26Q2，险资主板超配比例回升，创业板、科创板低配程度加深。对主板、创业板、科创板的超（低）配比例分别为 30.63%、-16.53%、-13.39%，环比变化分别为+6.25pct、-1.79pct、-4.49pct，分别位于可得历史样本的 97.8%、2.1%、2.1%分位。

图表2：26Q2 险资主板超配比例回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：26Q2 险资创业板低配程度加深

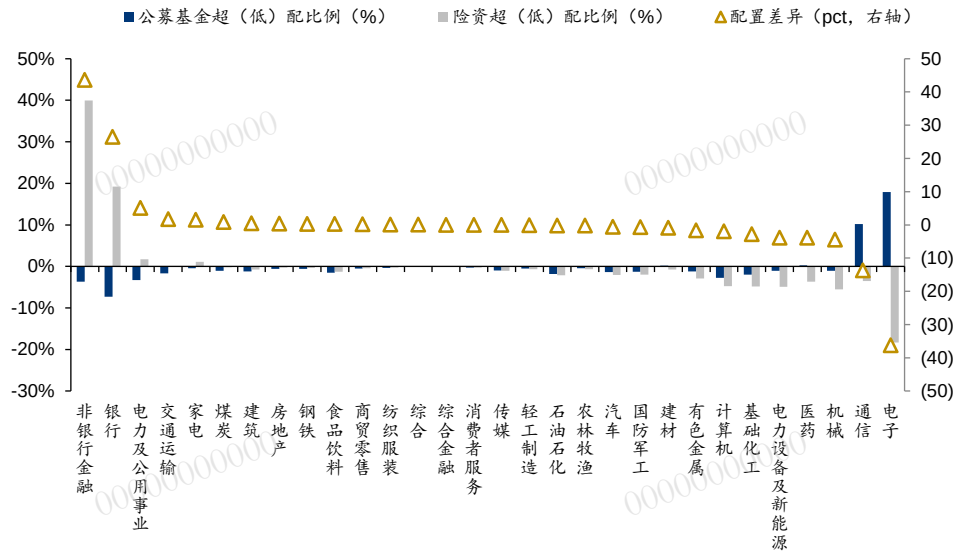


资料来源：Wind，华泰研究

持仓结构上，26Q2 险资相较公募仍偏重金融和高股息资产。非银行金融、银行、电力及公用事业的超（低）配比例分别高于公募 43.65pct、26.51pct、5.03pct；电子、通信、机械、医药则分别低于公募 36.29pct、13.74pct、4.46pct、3.91pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：26Q2 险资相对公募偏重非银、银行、公用事业



注：公募与各类资金均采用 26Q2 行业超（低）配比例。
资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，险资延续高股息配置。剔除涨跌幅后，电力及公用事业、银行、家电行业增持居前，食品饮料、有色金属、通信亦获增持；电子、建材、房地产行业净减持居前。三级行业中，白色家电、其他发电、全国性股份制银行、国有大型银行、白酒增持居前，消费电子组件、风电、住宅物业开发、玻璃及基础件净减持居前。从银行向公用事业、家电延伸，险资对稳定现金流的偏好延续，同时增加了消费类资产的配置。

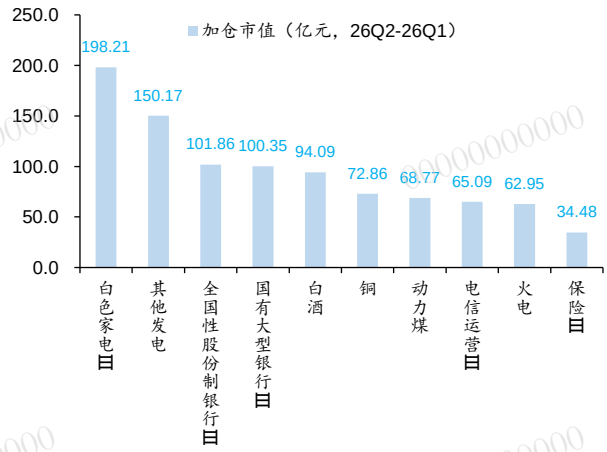
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：26Q2 险资行业超（低）配比例变化

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势	26Q2相比26Q1
石油石化	-4.1%	-3.4%	-3.3%	-3.1%	-3.1%	-2.6%	-2.8%	-3.2%	-2.1%		↗
煤炭	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.2%		↗
有色金属	-2.5%	-2.6%	-2.3%	-2.4%	-2.5%	-2.8%	-3.2%	-4.0%	-2.9%		↗
电力及公用事业	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.4%	-1.4%	-1.1%	-0.4%	-0.1%	1.7%		↗
钢铁	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.4%		↗
基础化工	-4.1%	-4.2%	-4.0%	-4.2%	-4.3%	-4.4%	-4.7%	-4.9%	-4.8%		↗
建筑	-1.4%	-1.5%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-1.0%	-1.0%	-0.8%		↗
建材	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.8%		↘
轻工制造	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.7%		↗
机械	-4.1%	-4.4%	-4.6%	-5.0%	-4.8%	-5.1%	-5.6%	-5.1%	-5.5%		↘
电力设备及新能源	-4.6%	-4.8%	-4.5%	-4.6%	-4.5%	-5.2%	-5.3%	-5.7%	-4.9%		↗
国防军工	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-1.7%	-2.1%	-2.0%	-2.5%	-2.4%	-2.0%		↗
汽车	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.6%	-3.4%	-3.1%	-3.2%	-2.8%	-2.1%		↗
商贸零售	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.4%		↗
消费者服务	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%		↗
家电	-2.1%	-2.0%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-1.6%	-1.5%	-0.3%	1.1%		↗
纺织服装	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%		↗
医药	-6.3%	-6.6%	-5.8%	-5.7%	-5.9%	-5.6%	-5.1%	-4.7%	-3.7%		↗
食品饮料	-4.7%	-5.6%	-5.0%	-5.3%	-4.7%	-4.0%	-3.2%	-2.6%	-1.3%		↗
农林牧渔	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-0.7%		↗
银行	15.8%	13.5%	13.8%	15.9%	15.8%	18.4%	17.0%	20.1%	19.2%		↘
非银行金融	45.6%	49.6%	48.6%	45.5%	45.8%	44.0%	46.9%	41.1%	40.0%		↘
房地产	0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%		↗
交通运输	-2.6%	-2.3%	-1.7%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.9%	-0.3%	0.0%		↗
电子	-6.6%	-6.9%	-7.9%	-8.0%	-8.2%	-9.9%	-10.4%	-9.9%	-18.4%		↘
通信	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.9%	-1.7%	-2.4%	-3.5%		↘
计算机	-3.4%	-3.7%	-4.2%	-4.4%	-4.4%	-5.4%	-5.2%	-4.8%	-4.7%		↗
传媒	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	-1.0%		↗
综合	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%		↘
综合金融	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		↗

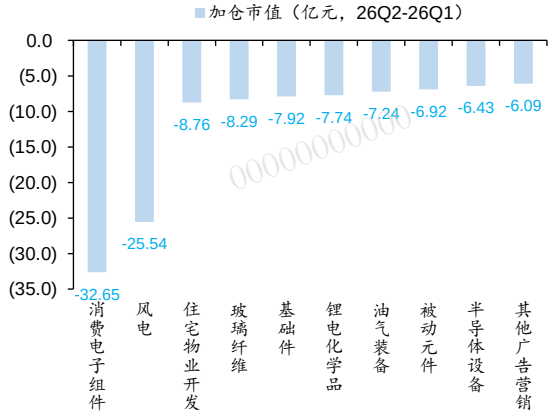
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：26Q2 险资主要加仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：26Q2 险资主要减仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

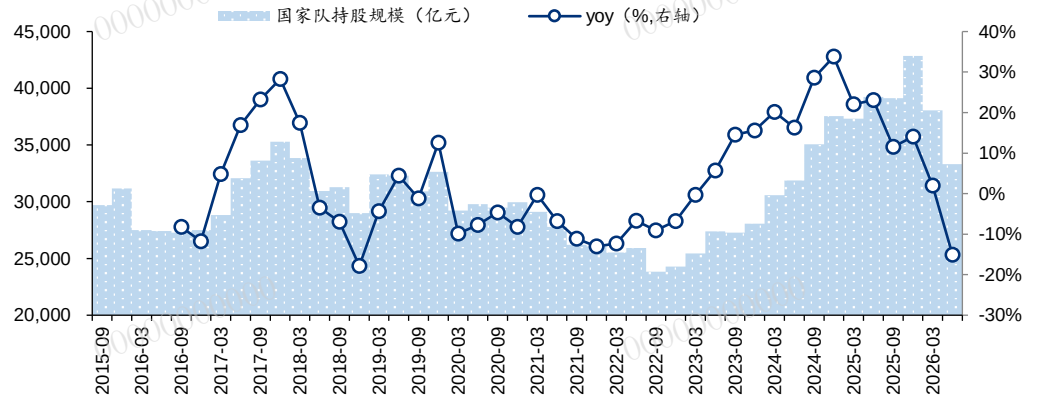
汇金：各行业延续减持，白酒为减持主力

汇金资金可以分为以下四个来源：①汇金公司下属的两个账户，分别为中央汇金资产管理有限公司、中央汇金投资有限公司；②证金公司下属的 16 个账户，分别为中国证券金融股份有限公司及 15 个中证金融资产管理计划；③外管局下属的三个投资平台，分别为梧桐树投资平台有限责任公司、北京凤山投资有限责任公司、北京坤藤投资有限责任公司；④5 支汇金基金，分别是招商丰庆灵活配置混合型基金、易方达瑞惠灵活配置混合型基金、南方消费活力灵活配置混合型基金、嘉实新机遇灵活配置混合型基金和华夏新经济灵活配置混合型基金，目前均已清盘，不在本次统计范围内。

下载日志已记录，仅供内部参考

26Q2，汇金各行业延续减持，持股市值连续两个季度回落。截至 26Q2 末，持股市值降至 3.33 万亿元，较 26Q1 下降 12.46%，较 25Q4 高点下降 22.23%。持股数量同步降至 4931.68 亿股，为 2015Q3 以来最低水平。

图表8：26Q2 汇金披露持股市值回落至 3.33 万亿元

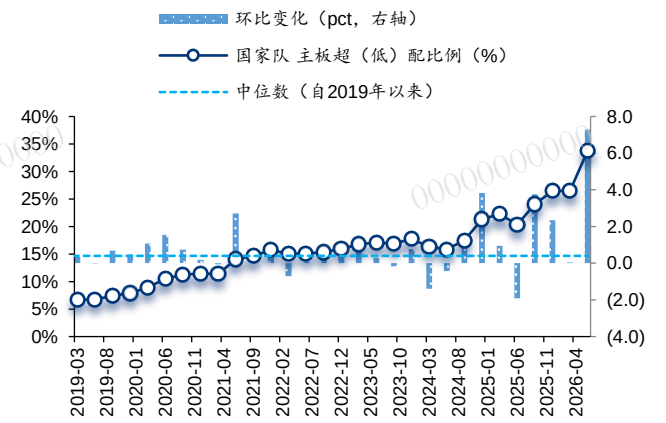


资料来源：Wind，华泰研究
注：上述规模仅基于上市企业前十大股东口径测算

A 股：非银、食品饮料减持居前

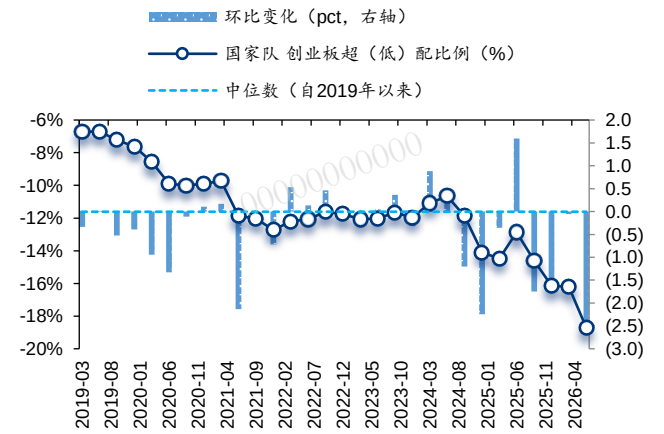
26Q2，汇金主板超配比例回升，创业板、科创板低配程度加深。对主板、创业板、科创板的超（低）配比例分别为 33.76%、-18.71%、-14.34%，环比变化分别为+7.28pct、-2.51pct、-4.79pct，分别位于可得历史样本的 97.7%、2.2%、2.2%分位。

图表9：26Q2 汇金主板超配比例回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：26Q2 汇金创业板低配程度加深

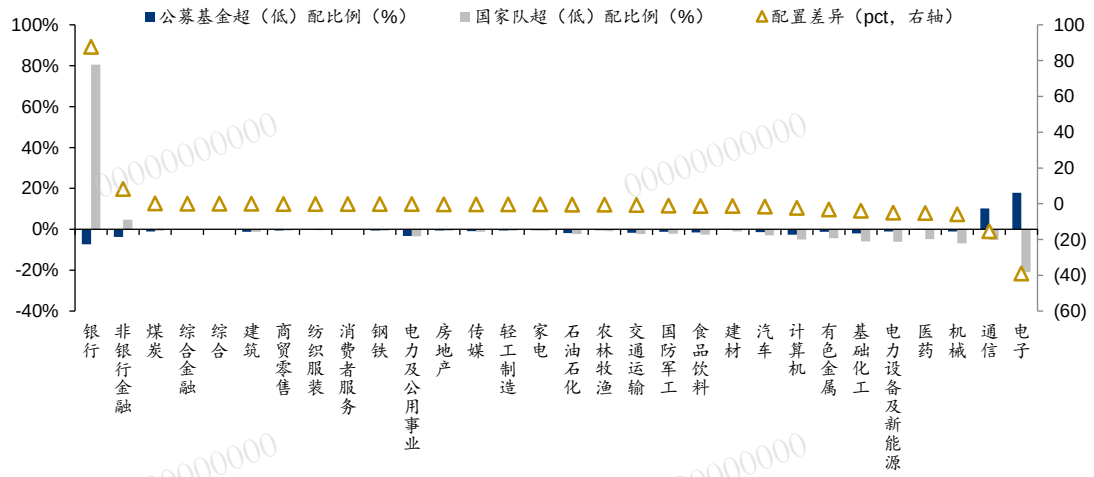


资料来源：Wind，华泰研究

持仓结构上，26Q2 汇金与公募的差异主要集中于银行。银行、非银行金融的超（低）配比例分别高于公募 87.78pct、8.33pct；电子、通信、机械、医药分别低于公募 38.95pct、15.35pct、5.83pct、5.06pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：26Q2 汇金相对公募显著偏重银行



注：公募与各类资金均采用 26Q2 行业超（低）配比例。

资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，汇金各一级行业均减持，非银、食品饮料减持居前。剔除涨跌幅后，非银行金融、食品饮料、煤炭、有色金属、石油石化行业净减持居前，各一级行业均未出现净增持；三级行业中，白酒、证券、保险、动力煤、铜净减持居前。

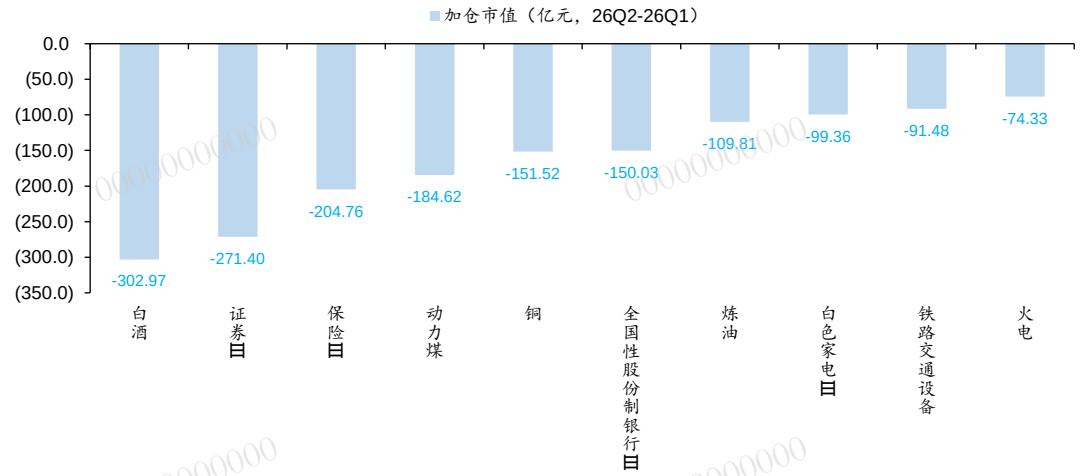
图表12：26Q2 汇金行业超（低）配比例变化

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势	26Q2相比26Q1
石油石化	-3.6%	-2.9%	-2.8%	-2.6%	-2.5%	-2.1%	-2.3%	-2.8%	-2.3%		
煤炭	-1.3%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.8%		
有色金属	-2.7%	-2.5%	-2.4%	-2.6%	-2.6%	-3.2%	-3.4%	-4.5%	-4.3%		
电力及公用事业	-3.6%	-3.2%	-3.2%	-3.1%	-3.1%	-2.6%	-2.8%	-3.9%	-3.5%		
钢铁	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-0.8%		
基础化工	-4.7%	-4.7%	-4.5%	-4.6%	-4.7%	-4.9%	-5.3%	-5.7%	-5.9%		
建筑	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-1.4%	-1.3%		
建材	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-1.1%		
轻工制造	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.8%		
机械	-3.8%	-3.8%	-4.0%	-4.5%	-4.4%	-4.8%	-5.5%	-5.9%	-6.9%		
电力设备及新能源	-4.6%	-5.1%	-5.1%	-5.2%	-5.1%	-6.1%	-5.8%	-6.6%	-6.1%		
国防军工	-2.1%	-2.0%	-2.1%	-2.0%	-2.4%	-2.2%	-2.6%	-2.5%	-2.2%		
汽车	-2.9%	-2.9%	-3.2%	-3.5%	-3.3%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-2.9%		
商贸零售	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.6%		
消费者服务	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%		
家电	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.8%		
纺织服装	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%		
医药	-6.4%	-6.6%	-6.0%	-6.0%	-6.2%	-6.1%	-5.5%	-5.6%	-4.8%		
食品饮料	-4.7%	-4.7%	-4.4%	-4.3%	-3.9%	-3.2%	-2.7%	-2.7%	-2.7%		
农林牧渔	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-0.9%		
银行	62.6%	62.3%	64.1%	64.6%	65.1%	67.1%	68.2%	73.3%	80.5%		
非银行金融	3.3%	3.3%	2.7%	3.5%	3.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.6%		
房地产	-1.0%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.8%	-0.9%	-0.8%		
交通运输	-2.8%	-2.7%	-2.8%	-2.6%	-2.8%	-2.3%	-2.3%	-2.5%	-2.3%		
电子	-7.1%	-7.2%	-8.3%	-8.6%	-8.5%	-11.0%	-11.4%	-11.5%	-21.0%		
通信	-1.9%	-1.9%	-2.1%	-2.6%	-2.7%	-3.1%	-3.3%	-3.5%	-5.2%		
计算机	-4.0%	-4.2%	-4.6%	-4.8%	-4.7%	-5.8%	-5.4%	-5.0%	-5.0%		
传媒	-1.6%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.7%	-1.6%	-1.2%		
综合	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
综合金融	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

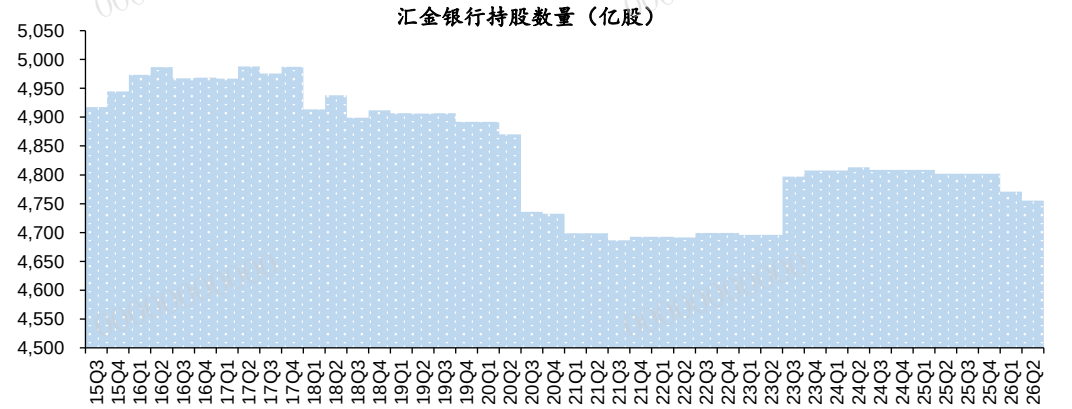
图表13：26Q2 汇金主要减仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

持仓进一步集中于金融，非金融领域后续可减持的存量空间已明显缩小。 26Q2 末，银行持股占比占近 89%，金融合计占约 98%，非金融行业仅余约 674 亿元，规模及占比均降至 2015Q3 以来最低水平，较 25Q4 下降 86%，此前，在 2023—2025 年的减仓阶段，非金融持仓仍有约 4800—5600 亿元，因此当前已明显低于过去的低位区间。

图表14：26Q2 汇金银行持股数量小幅回落（亿股）



注：基于汇金前十大股东持股数量加总统计
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

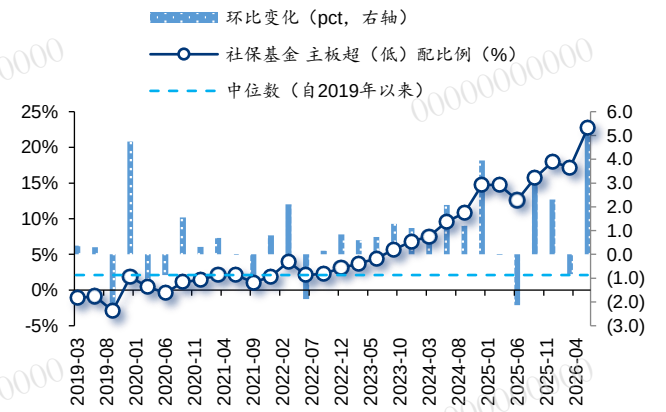
社保基金：不追逐科技集中配置，转向景气改善方向

全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指全国社会保障基金理事会负责管理的由国有股转持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的社会保障基金。

A 股：避开集中配置方向，增持资源与制造业细分行业

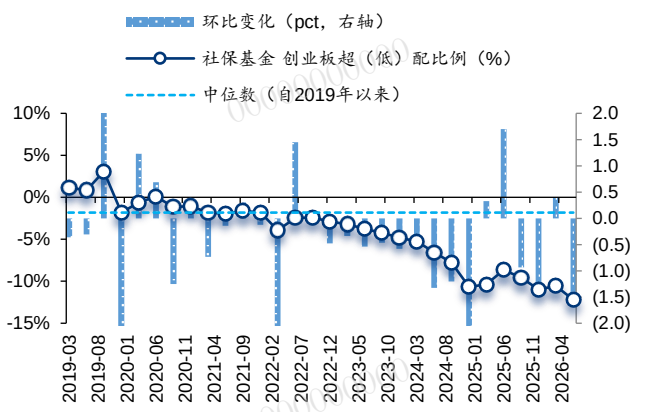
26Q2，社保基金主板超配比例回升，创业板、科创板低配程度加深。对主板、创业板、科创板的超(低)配比例分别为 22.67%、-12.20%、-9.78%，环比变化分别为+5.50pct、-1.62pct、-3.91pct，分别位于可得历史样本的 97.8%、2.1%、2.1%分位。

图表15：26Q2 社保基金主板超配比例回升



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：26Q2 社保基金创业板低配程度加深



资料来源：Wind，华泰研究

持仓结构上，26Q2 社保基金相对公募更偏重银行、非银行金融和交通运输。三者超（低）配比例分别高于公募 45.83pct、9.66pct、2.98pct，基础化工高于公募 1.62pct；电子、通信、电力设备及新能源、医药分别低于公募 32.43pct、13.97pct、2.93pct、2.53pct。

图表17：26Q2 社保基金相对公募偏重银行、非银、交通运输



注：公募与各类资金均采用 26Q2 行业超（低）配比例。

资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，社保基金未跟随公募进一步集中配置电子、通信，增持转向资源和制造业细分行业。剔除涨跌幅后，有色金属、消费者服务、计算机、国防军工行业增持居前，电力设备及新能源、基础化工、医药、机械、传媒行业净减持居前；三级行业中，铜、工程机械、镍钴锡锑、旅游零售、乘用车增持居前，风电、电力电子及自动化、合成树脂、医疗器械、输变电设备净减持居前。与公募配置继续向电子、通信集中的变化相比，社保更倾向于在热门科技之外寻找机会。

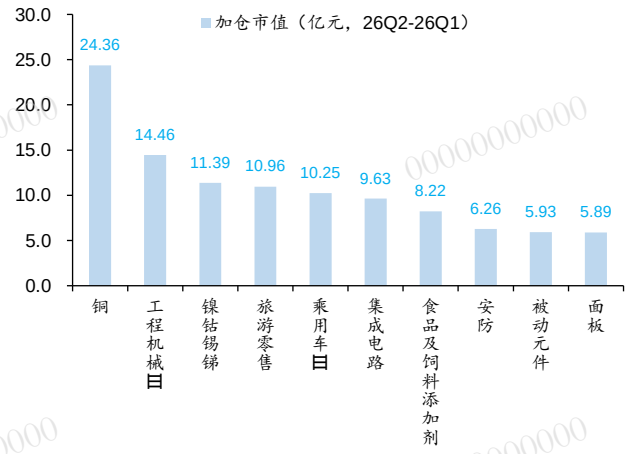
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：26Q2 社保基金行业超（低）配比例变化

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势	26Q2相比26Q1
石油石化	-3.8%	-3.2%	-2.8%	-2.3%	-2.7%	-2.3%	-2.5%	-2.7%	-2.0%		
煤炭	-1.2%	-1.0%	-1.2%	-1.5%	-1.6%	-1.3%	-1.3%	-1.2%	-1.1%		
有色金属	0.0%	0.2%	0.2%	-0.3%	-0.7%	-1.5%	-1.7%	-2.7%	-1.9%		
电力及公用事业	-3.6%	-3.2%	-2.8%	-3.0%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-3.2%	-2.7%		
钢铁	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%		
基础化工	-0.5%	-1.0%	-1.5%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	0.0%	0.6%	-0.4%		
建筑	-1.4%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.2%	-1.4%	-1.4%	-1.0%		
建材	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.8%		
轻工制造	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
机械	-1.7%	-1.9%	-2.2%	-2.4%	-2.2%	-2.3%	-2.7%	-2.1%	-2.3%		
电力设备及新能源	-3.1%	-3.6%	-3.7%	-2.9%	-2.6%	-3.3%	-3.7%	-3.3%	-4.0%		
国防军工	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-1.0%	-1.5%	-1.2%	-1.4%	-1.6%	-0.9%		
汽车	-1.0%	-2.0%	-1.8%	-2.5%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-1.2%	-0.9%		
商贸零售	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%		
消费者服务	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.1%		
家电	-1.2%	-1.2%	-1.3%	-1.6%	-1.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	0.8%		
纺织服装	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%		
医药	-3.6%	-4.2%	-3.6%	-3.6%	-3.7%	-3.7%	-2.8%	-2.2%	-2.3%		
食品饮料	-5.8%	-5.8%	-5.1%	-4.8%	-4.0%	-4.0%	-3.2%	-3.1%	-2.3%		
农林牧渔	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.1%		
银行	35.4%	35.6%	37.0%	37.4%	35.8%	38.7%	38.6%	36.3%	38.5%		
非银行金融	4.3%	5.6%	4.6%	4.5%	5.4%	5.2%	5.6%	5.0%	6.0%		
房地产	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.2%		
交通运输	0.9%	1.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%		
电子	-5.2%	-5.1%	-5.8%	-6.1%	-5.6%	-7.6%	-8.5%	-8.0%	-14.5%		
通信	-0.7%	-1.2%	-1.4%	-2.0%	-2.1%	-2.2%	-2.3%	-2.7%	-3.8%		
计算机	-3.2%	-3.2%	-3.6%	-3.9%	-3.8%	-4.7%	-4.5%	-4.1%	-3.8%		
传媒	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.7%		
综合	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
综合金融	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		

资料来源：Wind，华泰研究

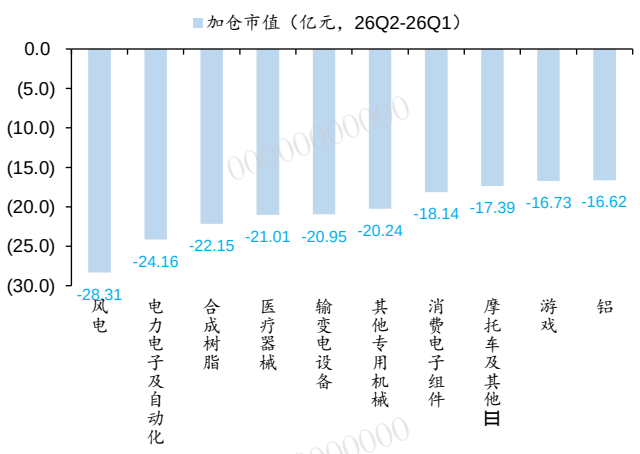
图表19：26Q2 社保基金主要加仓的三级行业



注：天蓝色柱状代表该行业为资金主动加仓/减仓

资料来源：Wind，华泰研究

图表20：26Q2 社保基金主要减仓的三级行业



注：天蓝色柱状代表该行业为资金主动加仓/减仓

资料来源：Wind，华泰研究

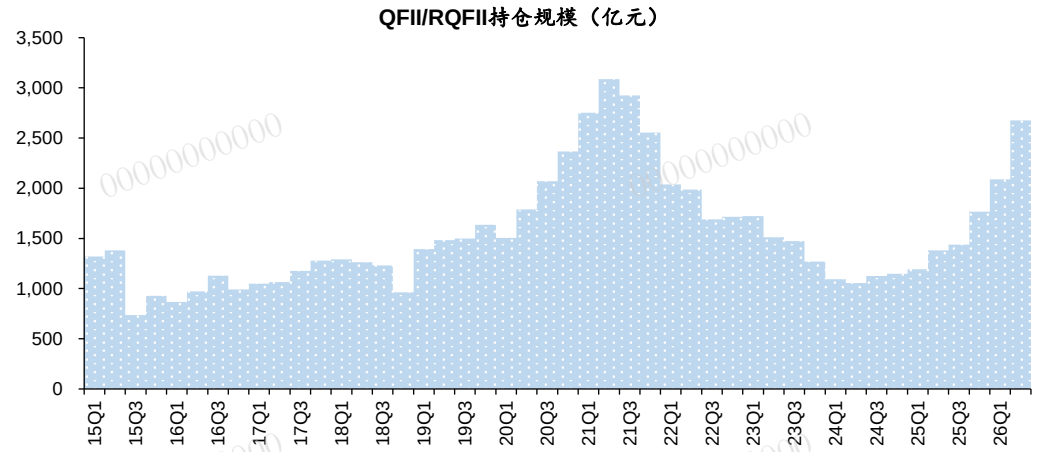
外资：加仓科技制造，北向与 QFII 配置方向趋同

QFII 是合格的境外机构投资者的英文简称，是除了陆股通外，外国资金配置中国权益资产的三个主要途径之一（陆股通、QFII/RQFII、H 股）。截至 26Q1 末，拥有 QFII/RQFII 资金资格的机构达 897 家，总额度约 1162 亿美元，此外拥有合格境外投资者托管行资格的银行有 22 家。

26Q2，QFII/RQFII 加仓 A 股。剔除涨跌幅后，持仓规模环比增长 28.10%，增量主要投向电力设备、电子和机械，科技制造成为主要加仓方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

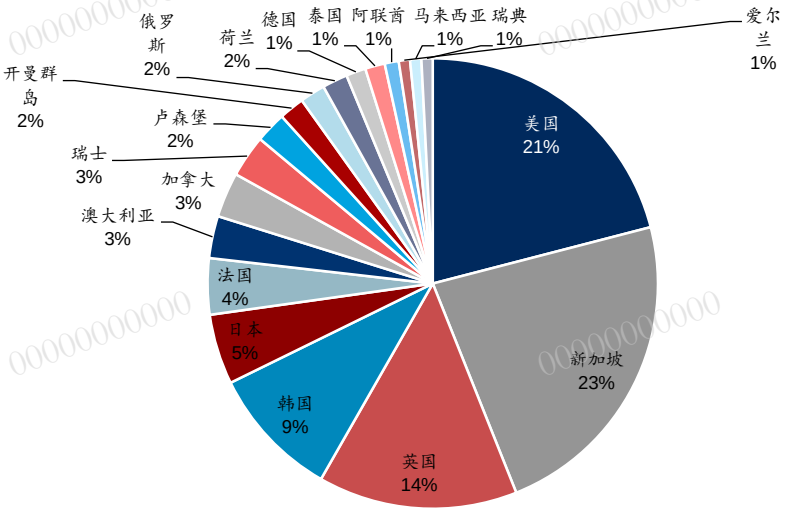
图表21：26Q2 QFII/RQFII 持仓规模回升（剔除涨跌幅后，亿元）



注：26Q2 持仓剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

我们同时对截至 26Q2 末的 QFII/RQFII 进行了简单统计，从 QFII/RQFII 的国家分布上来看，在剔除掉中外合资（38 家）、中国香港（309 家）及中国台湾（44 家）机构后，来自美国、新加坡、英国、韩国的 QFII/RQFII 机构数目较多，分别占比 21.0%、23.0%、14.3%及 9.5%。

图表22：QFII 机构国家分布（截至 26Q2）

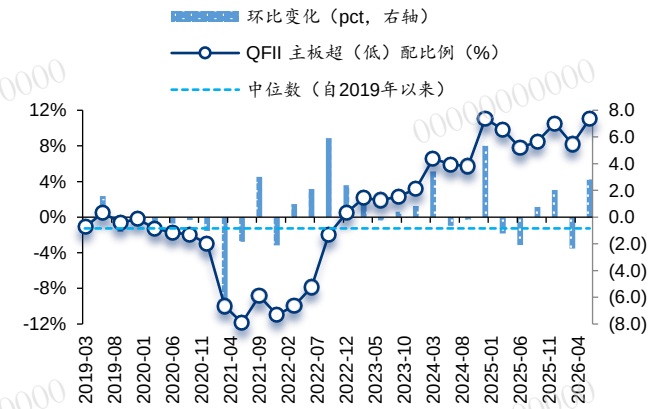


注：占比小于 1%的国家未显示图例，样本中除去属于合资、中国台湾、中国香港的 QFII 机构
资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，QFII/RQFII 主板、创业板超配比例回升，科创板低配程度加深。对主板、创业板、科创板的超（低）配比例分别为 11.04%、0.14%、-10.47%，环比变化分别为+2.83pct、+0.18pct、-3.04pct，分别位于可得历史样本的 95.7%、63.8%、2.1%分位。

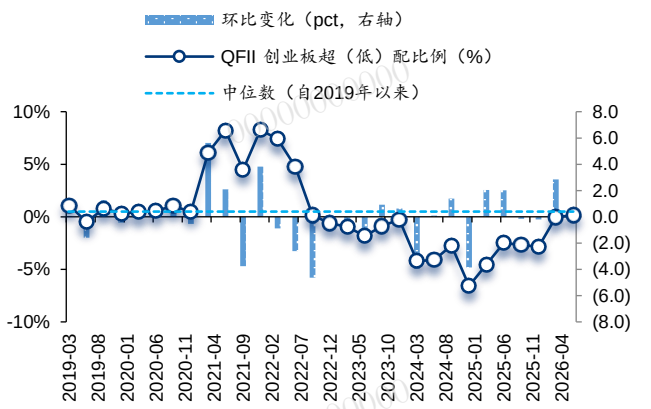
下载日志已记录，仅供内部参考

图表23： 26Q2 QFII 主板超配比例回升



注：QFII 持仓已剔除涨跌幅影响；
资料来源：Wind，华泰研究

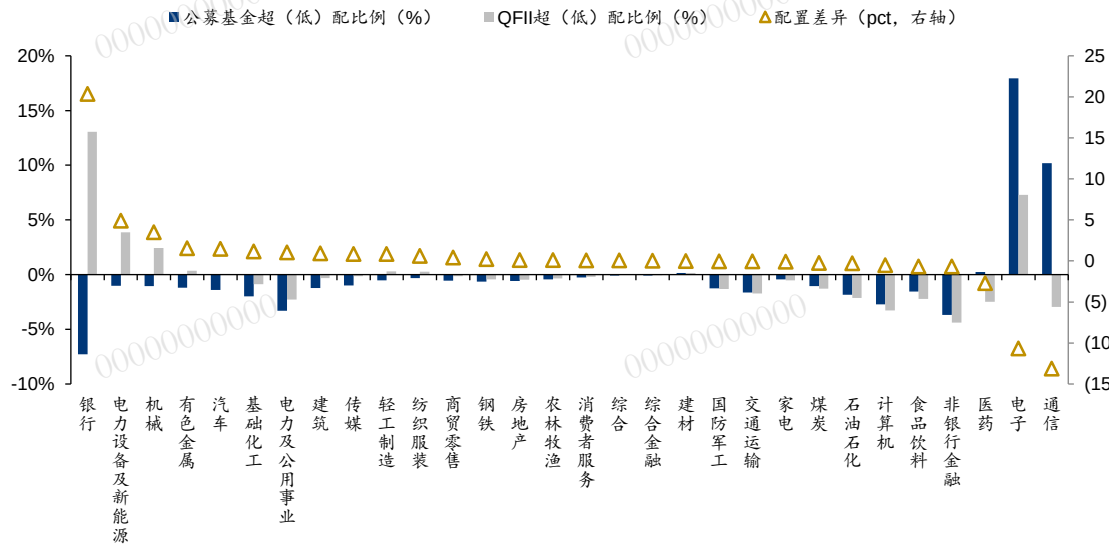
图表24： 26Q2 QFII 创业板超配比例小幅回升



注：QFII 持仓已剔除涨跌幅影响；
资料来源：Wind，华泰研究

持仓结构上，26Q2 QFII/RQFII 相对公募更偏重银行、电力设备及新能源和机械。三者超（低）配比例分别高于公募 20.35pct、4.89pct、3.48pct，有色金属高于公募 1.55pct；通信、电子、医药分别低于公募 13.15pct、10.66pct、2.73pct。

图表25： 26Q2 QFII 相对公募偏重银行、电力设备、机械

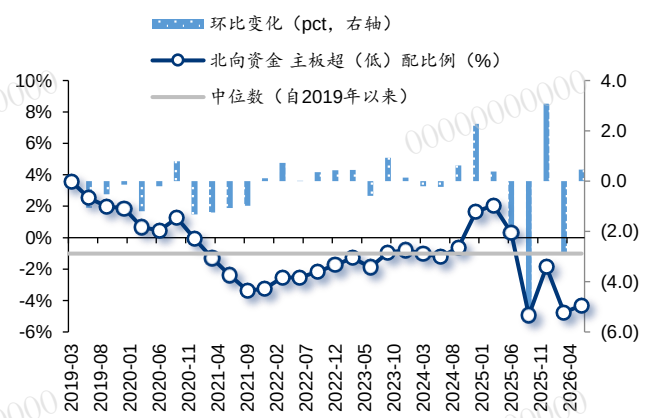


注：公募与各类资金均采用 26Q2 行业超（低）配比例。QFII 持仓已剔除涨跌幅影响。
资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，北向资金主板低配程度收窄，创业板超配比例小幅回落。对主板、创业板、科创板的超（低）配比例分别为-4.30%、7.87%、-2.86%，环比变化分别为+0.46pct、-0.41pct、-0.07pct，分别位于可得历史样本的 7.1%、95.2%、9.5%分位。

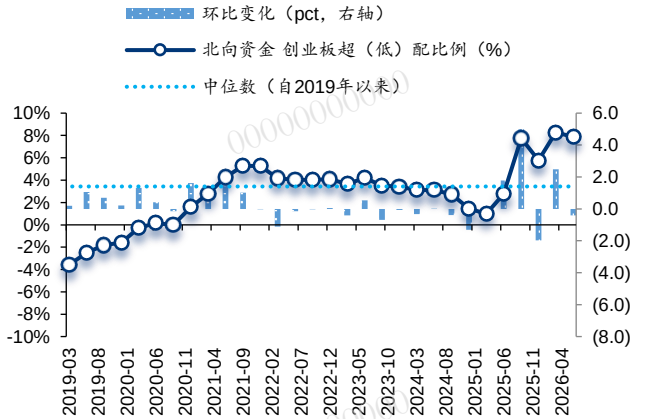
下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：26Q2 北向资金主板低配程度收窄



资料来源：Wind，华泰研究

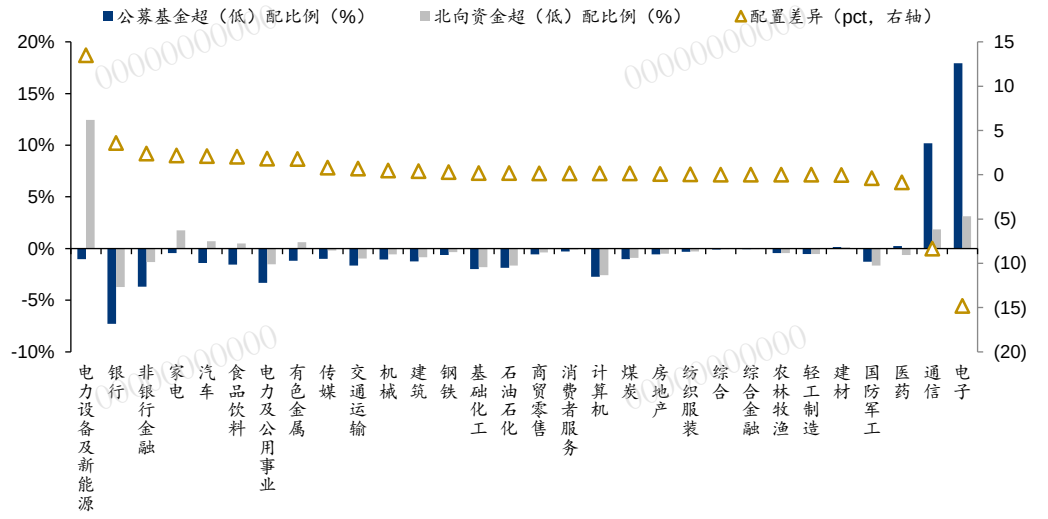
图表27：26Q2 北向资金创业板超配比例小幅回落



资料来源：Wind，华泰研究

持仓结构上，26Q2 北向资金相对公募最明显的配置差异在电力设备及新能源。该行业超（低）配比例高于公募 13.48pct，银行、非银行金融、家电分别高于公募 3.57pct、2.39pct、2.18pct；电子、通信分别低于公募 14.82pct、8.35pct。

图表28：26Q2 北向资金相对公募偏重电力设备及新能源



注：公募与各类资金均采用 26Q2 行业超（低）配比例。

资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，QFII/RQFII 加仓科技制造，电力设备、电子和机械增持居前。剔除涨跌幅后，电力设备及新能源、电子、机械、有色金属、汽车行业增持居前，通信、食品饮料、传媒行业净减持居前；三级行业中，锂电池、输变电设备、铜、消费电子组件、集成电路增持居前，网络接配及塔设、线缆、船舶制造、面板、被动元件净减持居前。

下载日志已记录，仅供内部参考

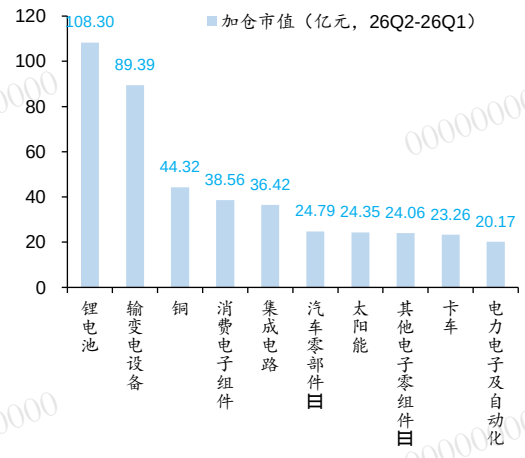
图表29： 26Q2 QFII 行业超（低）配比例变化

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势	26Q2相比26Q1
石油石化	-4.6%	-3.8%	-3.6%	-3.3%	-3.2%	-2.7%	-2.7%	-3.1%	-2.1%		↗
煤炭	-1.7%	-1.4%	-1.2%	-1.4%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.7%	-1.3%		↗
有色金属	-0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%	-1.3%	-2.4%	0.1%	0.4%		↗
电力及公用事业	-4.8%	-4.0%	-4.2%	-3.9%	-3.7%	-3.0%	-2.8%	-2.8%	-2.3%		↗
钢铁	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.4%		↗
基础化工	0.7%	0.0%	-1.6%	-1.2%	-1.1%	-1.3%	-2.2%	-0.8%	-0.9%		↘
建筑	-1.8%	-1.4%	-1.2%	-1.7%	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	-0.3%		↗
建材	2.2%	1.5%	1.6%	2.2%	1.4%	1.2%	1.1%	0.5%	0.1%		↘
轻工制造	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.6%	0.2%	1.1%	1.2%	0.3%		↘
机械	1.4%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	1.5%	2.0%	1.2%	2.4%		↗
电力设备及新能源	-3.4%	-3.8%	-1.9%	-1.4%	-2.6%	-1.6%	-1.1%	-3.8%	3.9%		↗
国防军工	-2.2%	-2.0%	-2.0%	-1.7%	-1.9%	-1.8%	0.2%	-2.2%	-1.3%		↗
汽车	-1.4%	-2.2%	-2.3%	-1.8%	-1.2%	-2.4%	-2.6%	-1.6%	0.1%		↗
商贸零售	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.3%	-0.1%	-0.1%		↘
消费者服务	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%		↗
家电	-1.4%	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-1.2%	-1.1%	-0.8%	-1.0%	-0.5%		↗
纺织服装	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.3%		↘
医药	-1.5%	-1.7%	-2.4%	-2.6%	-2.6%	-3.8%	-3.3%	-2.5%	-2.5%		↗
食品饮料	-5.4%	-5.3%	-4.5%	-4.4%	-4.3%	-3.5%	-2.7%	-2.4%	-2.2%		↗
农林牧渔	-0.2%	0.2%	0.4%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%		↗
银行	36.2%	39.3%	37.6%	37.2%	35.8%	35.0%	29.3%	25.0%	13.1%		↘
非银行金融	-5.9%	-7.3%	-7.2%	-6.6%	-6.2%	-5.9%	-5.6%	-4.9%	-4.4%		↗
房地产	-0.8%	-1.3%	-1.2%	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.5%		↘
交通运输	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-1.7%		↗
电子	2.4%	0.6%	2.1%	2.5%	2.9%	4.5%	3.8%	1.8%	7.3%		↗
通信	-1.0%	-1.3%	-1.2%	-2.4%	-1.9%	-1.4%	-1.3%	2.7%	-3.0%		↘
计算机	-1.8%	-0.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-2.5%	-3.1%	-2.6%	-3.3%		↘
传媒	-0.3%	-1.2%	-0.9%	-1.3%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	0.6%	-0.2%		↘
综合	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%		↘
综合金融	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%		↗

注：QFII 持仓已剔除涨跌幅影响；

资料来源：Wind，华泰研究

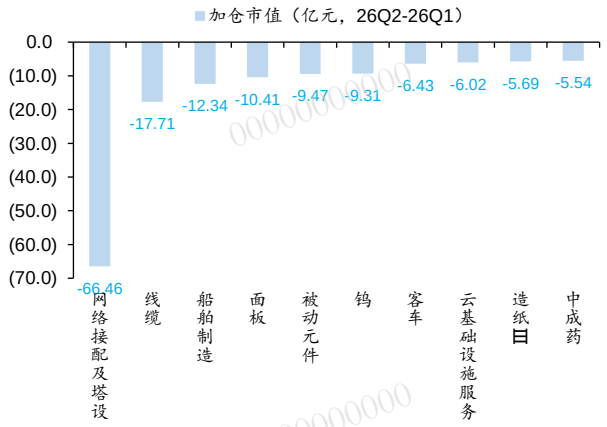
图表30： 26Q2 QFII 主要加仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；

资料来源：Wind，华泰研究

图表31： 26Q2 QFII 主要减仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；

资料来源：Wind，华泰研究

26Q2，北向资金加仓科技制造，与 QFII 的配置方向趋同。剔除涨跌幅后，电力设备及新能源、电子、机械、汽车行业增持居前，银行、食品饮料、建材、计算机、商贸零售行业净减持居前；三级行业中，锂电池、半导体设备、集成电路、卡车、消费电子组件增持居前，被动元件、PCB、白酒、玻璃、镍钴锡锑净减持居前。两类外资共同增持锂电池、集成电路和消费电子组件，北向资金更侧重半导体设备，QFII 则同时增持输变电设备与铜。

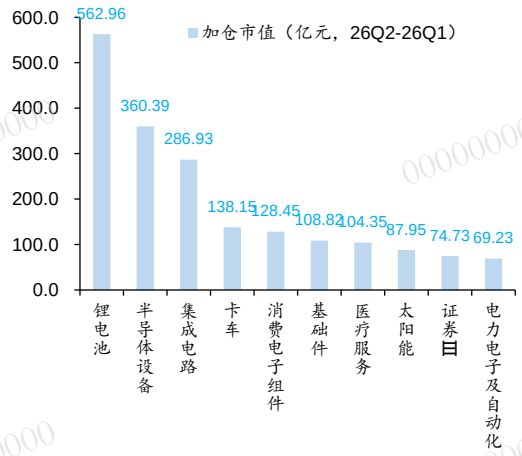
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：26Q2 北向资金行业超（低）配比例变化

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	趋势	26Q2相比26Q1
石油石化	-2.9%	-2.3%	-2.4%	-2.3%	-2.3%	-2.1%	-2.1%	-2.5%	-1.7%		
煤炭	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-1.2%	-0.9%		
有色金属	1.0%	0.7%	0.1%	0.3%	0.7%	1.0%	2.6%	1.7%	0.6%		
电力及公用事业	-0.5%	-0.1%	-0.7%	-1.2%	-0.9%	-1.6%	-1.6%	-1.9%	-1.5%		
钢铁	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%		
基础化工	-0.7%	-1.2%	-1.5%	-1.8%	-2.0%	-1.9%	-1.7%	-1.5%	-1.8%		
建筑	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.8%		
建材	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%		
轻工制造	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.5%		
机械	-0.6%	-1.2%	-1.2%	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.6%		
电力设备及新能源	6.0%	6.9%	7.9%	7.5%	7.5%	11.1%	11.5%	13.2%	12.5%		
国防军工	-1.6%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.9%	-1.6%		
汽车	0.9%	0.8%	0.9%	1.8%	1.7%	1.2%	0.7%	0.5%	0.7%		
商贸零售	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%		
消费者服务	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
家电	5.1%	4.4%	4.3%	4.3%	3.3%	2.5%	2.6%	2.3%	1.7%		
纺织服装	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%		
医药	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	-0.2%	-0.7%	-0.6%		
食品饮料	3.9%	4.1%	3.7%	3.7%	3.1%	1.6%	1.4%	1.5%	0.5%		
农林牧渔	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%		
银行	-2.8%	-2.2%	-2.1%	-1.7%	-1.4%	-3.4%	-3.5%	-3.6%	-3.7%		
非银行金融	-1.8%	-1.7%	-0.5%	-0.5%	0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.4%	-1.3%		
房地产	-0.7%	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.5%		
交通运输	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-1.0%		
电子	0.7%	0.3%	0.3%	0.9%	0.6%	2.7%	2.1%	1.9%	3.1%		
通信	0.1%	-0.1%	-0.1%	-1.0%	-0.6%	-0.3%	0.2%	1.3%	1.8%		
计算机	-1.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.7%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.6%		
传媒	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.2%		
综合	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
综合金融	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		

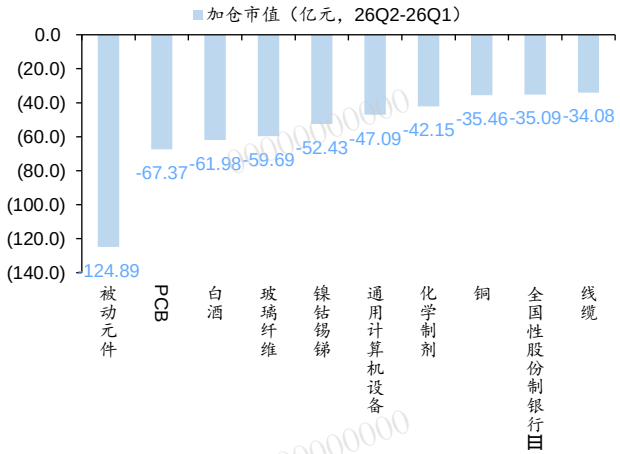
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：26Q2 北向资金主要加仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

图表34：26Q2 北向资金主要减仓的三级行业



注：剔除涨跌幅后；
资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

测算结果出现误差：基金重仓股、财报为滞后数据，且仅为持仓占比前 20 的股票、前十大股东，会导致测算结果同实际情况存在差异。

数据统计口径有误：若所采用数据的统计口径出现偏差，将引发相应数据的代表性及准确性不足风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王伟光、闫萌、孙瀚文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王伟光、闫萌、孙瀚文本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司