

非银金融行业深度报告

财富管理系列报告之二——公募基金改革方案出台，推动行业高质量发展

增持（维持）

2025 年 07 月 24 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 何婷

执业证书：S0600524120009

heting@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **公募基金现状：历经高速发展，进入优化结构稳步增长阶段。**中国公募基金市场在过去 15 年高速发展，资产规模从 2010 年末的 2.5 万亿元扩大近 13 倍至 2025 年上半年末的 33.7 万亿元。行业共经历了三轮发展周期，即货币基金快速发展期、非货公募基金快速扩张期、以 ETF 为代表的被动指数投资兴起期，其中被动投资正在改变行业生态。被动投资的兴起一方面源于政策的有力引导和支持，另一方面是由于受市场波动等影响，2022-2024 年主动权益类基金“赚钱效应”较差，很难跑出相对收益，而被动指数型基金基本跑赢业绩基准。随着被动指数基金产品种类日益丰富、中长期资金持续入市、投资者对指数基金认识的加深，指数产品规模有望持续扩大，被动投资时代已来临。

■ **多项公募基金改革方案出台。**2021 年以来权益市场震荡加剧，赚钱效应显著下滑，公募基金尤其是权益类基金在经历了高速增长后已连续 3 年增长失速。为了推动公募基金的高质量发展，2023 年 7 月以来，监管发布多项政策推动公募基金行业协同发展，主要包括：1）分三阶段推动公募基金费改，降低基金投资者交易成本，促使基金公司及相关代销机构降本增效；2）大力发展权益类公募基金，推动指数化投资发展，构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量；3）优化基金运营模式，推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，强化公募基金与投资者的利益联结。完善行业考核评价制度，改变公募基金行业“重规模轻回报”的现状。

■ **公募基金方兴未艾，被动投资空间广大，主动投资健康发展。**被动投资在美国市场发展迅速，规模已超越主动投资。低费率、高透明度、高便利性的被动产品迅速兴起，获得投资者青睐，美国被动投资规模已超过主动投资规模。2000-2024 年，美国主动型 ETF+主动共同基金、指数 ETF、指数共同基金规模 CAGR 分别为 9%、42%、23%，占比分别由 91%、1%、7%变为 49%、29%、22%，被动投资规模已超越主动投资规模。与国内较为类似的是，美国被动投资的发展也是源于主动难以跑出超额、被动产品费率远低于主动产品这两个因素，略有不同的是，美国被动产品供给更为丰富，并已形成规模的良性循环。我们认为在政策鼓励加大权益投资、发展被动投资的背景下，国内主、被动投资的增长空间广阔。被动投资方面，ETF 基金处于规模迅速上升期，品种逐渐丰富，也开始向海外拓展，增加了跨境 ETF 和港股 ETF 的发行。被动指数基金也经历了超高增长，股票型被动指数基金较 2018 年末增长 5 倍，债券型和 QDII 指数产品增长近 14 倍。主动投资方面，随着监管出台《推动公募基金高质量发展行动方案》，要求强化业绩基准及管理人考核，推动浮动管理基金产品的发行，将有望推动主动投资向更精细化运营。部分主动偏股基金也可能或逐渐演变为指数增强产品，通过更精细化选股实现超额收益。我们认为未来公募基金的转型将着重于主动被动协同发展、聚焦差异化等方面，一方面产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域；另一方面优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间。

■ **公募基金转型：主动被动协同发展，聚焦差异化。**1) **产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域。**建议做优做强核心宽基 ETF 产品，拓展资产类别及策略维度，实现被动投资产品布局多元化。同时，重视“首创”策略，加速细分赛道的特色被动投资产品创设。2) **优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间。**被动投资崛起背景下，主动投资管理能力的价值亦进一步凸显，主动与被动相搭配，可拓宽回报空间。对于非头部公募而言，可回避 ETF 红海竞争，将重点转向指数增强基金。

■ **风险提示：**宏观经济波动加大，监管政策趋严，资管行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

《公募持仓观察：非银板块景气度持续上行，细分行业均获增持——25Q2 非银板块公募持仓分析》

2025-07-22

《券商中报确认高增长，保险业绩亦值得期待》

2025-07-20

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1. 公募基金现状：历经高速发展，进入优化结构稳步增长阶段	4
2. 多项公募基金改革方案出台	6
2.1. 分三阶段推动降费	7
2.2. 大力发展权益类公募基金，推动指数化发展	8
2.3. 强化业绩基准，优化考核	9
3. 公募基金方兴未艾，被动投资空间广大，主动投资健康发展	10
3.1. 他山之石：被动投资在美国市场发展迅速	11
3.1.1. 贝莱德：以权益类、被动投资产品为主，打造全谱系产品	12
3.1.2. Vanguard：通过权益指数型基金满足个人养老资金需求	15
3.1.3. 景顺：被动投资以 ETF 为代表，ETF 规模排名美国第四	16
3.2. 政策加持下，国内被动投资空间广阔	18
3.3. 强化业绩基准及管理人考核，有望推动主动投资更精细化运营	19
4. 公募基金转型：主动被动协同发展，聚焦差异化	21
4.1. 产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域	21
4.2. 优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	2010-2025 年上半年公募基金市场基金数量及规模	4
图 2:	2010-2025 年上半年各类型公募基金规模 (亿元)	5
图 3:	2015-2024 年各类型基金发行规模占比	5
图 4:	2003-2024 年公募基金发行数量	5
图 5:	2022 年以来主动权益基金与被动指数基金超额收益	6
图 6:	公募基金行业费改方案-三阶段	8
图 7:	指数化投资高质量发展行动方案三大框架	9
图 8:	主动投资与被动投资的关系	10
图 9:	2000 年以来美国被动投资规模增速远超主动投资 (万亿美元)	11
图 10:	2001-2024 年美国跑赢标普 500 指数的主动基金占比	11
图 11:	美国主动投资加权平均费率	12
图 12:	美国被动投资加权平均费率	12
图 13:	贝莱德收购 BGI 前后 AUM 变化	14
图 14:	被动指数基金成为贝莱德 AUM 增长的主要驱动力 (万亿美元)	14
图 15:	ETF 产品占美国 ETF 市场份额相对稳定	14
图 16:	2024 年贝莱德主要客户类型的产品偏好	15
图 17:	Vanguard 资产管理规模变化情况	16
图 18:	2019-2024 年被动投资规模增速远超主动投资 (十亿美元)	17
图 19:	2019-2024 年被动投资持续资金净流入 (十亿美元)	17
图 20:	景顺被动投资以 ETF 为代表 (十亿美元)	18
图 21:	2019 年以来 ETF 基金数量及规模	18
图 22:	2015 年以来各类被动指数、指数增强产品规模 (亿元)	19
图 23:	2025H1 被动指数型产品以权益类为主	19
图 24:	25H1 分业绩比较基准看, 主动偏股基金的规模分布	20
图 25:	浮动管理费制度及考核新规下, 主动投资策略的演变逻辑	20
图 26:	2022-2025 年上半年股票型 ETF 规模分布 (亿元)	21
图 27:	2020-2025 年上半年宽基 ETF 规模占比情况	21
图 28:	2020-2025 年上半年债券 ETF 规模变化情况	22
图 29:	2020-2025 年上半年指数增强基金发行规模	23
图 30:	指数 ETF 与增强指数基金特点对比	23
表 1:	2023 年以来公募基金改革相关政策	7
表 2:	贝莱德投资发展历程	13
表 3:	Vanguard 发展历程	15

1. 公募基金现状：历经高速发展，进入优化结构稳步增长阶段

中国公募基金市场在过去 15 年得到了高速发展，资产规模从 2010 年末的 2.5 万亿元扩大近 13 倍至 2025 年上半年末的 33.7 万亿元。目前，国内个人投资者购买基金主要渠道为银行、第三方代销平台、券商机构的代销，以及基金公司直销。公募基金由于具有投资门槛低、透明度高的特点，已成为重要的理财工具之一，而基金公司在财富管理市场中的定位主要以提供资产管理产品为主。公募基金市场的扩容在不同阶段主导因素不同，主要分拆成货币基金和非货币基金两大部分来看。经历了三轮发展周期：

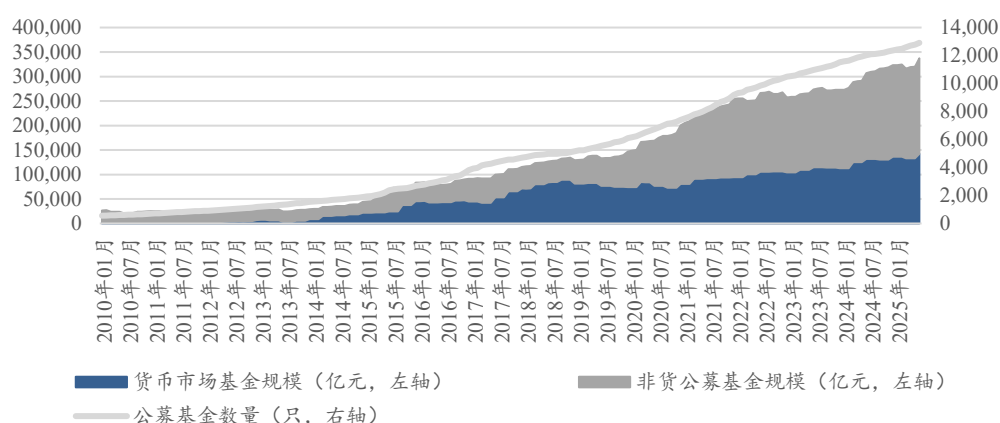
① 货币基金快速发展期

货币基金进入大众视野。2013 年互联网金融兴起，余额宝推出；2015 年股市大跌后的投资者避险情绪，推动了货币基金的扩张。

货币基金规模迎来了又一次的快速扩张。2017-2018 年，MPA 监管趋严下资金面紧张而带来的短端收益率上升，带动货币基金收益率不断走高；同时货币基金具有免税优势，获得大量银行委外投资。

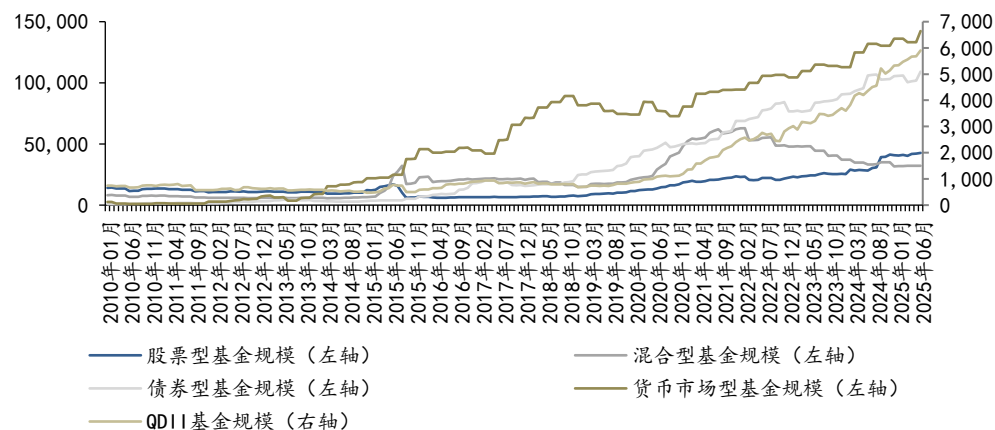
货币基金规模进入平稳化阶段。为了防范货币基金因规模膨胀暗藏的流动性风险，证监会在 2017 年 8 月公布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，通过流动性和风险准备金的要求来约束摊余成本法核算的货基规模，限制货币基金规模无序扩张。同时 2018 年 6 月，证监会发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，对货币基金互联网“T+0 赎回提现”实施限额管理。

图1：2010-2025 年上半年公募基金市场基金数量及规模



数据来源： ， 东吴证券研究所

图2：2010-2025 年上半年各类型公募基金规模（亿元）



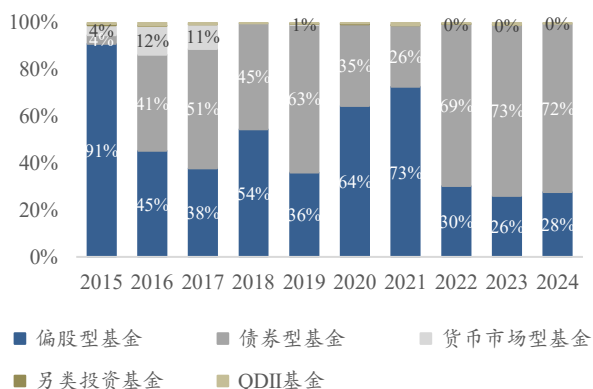
数据来源：，东吴证券研究所

②非货币基金快速扩张

从 2019 年开始，公募基金规模的快速上升主要来源于非货币基金规模的增长。2019 年开始资本市场改革政策不断落地，如并购重组有所松绑，两融机制提升、创业板注册制、再融资新规、公募产品注册提速等，使权益市场吸引力大大增加。

同时，2019-2021 年资本市场出现结构性行情，股市收益分化明显，对投资者投资能力的要求提高，主动股混型基金相对股市赚钱效应更明显，基金极端回撤风险控制较好，这让越来越多的投资者逐渐意识到“炒股不如买基金”，选择将资金交给专业的投资机构，另外在互联网代销平台的助推下，公募基金市场规模快速扩张。2020-2021 年，公募基金天量发行，创历史新高，平均年新发基金数量 1657 只，平均年新发规模 3.05 万亿元，平均规模较 2019 年增长 116%。其中，发行主力为偏股型基金，平均新发数量 1162 只，平均新发行规模高达 2.06 万亿元，规模较 2019 年大增 304%，新发规模超过 2016 年至 2019 年发行之和，占公募基金新发行规模的 67%。

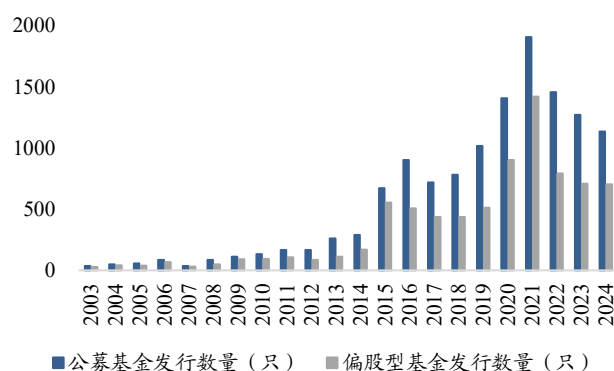
图3：2015-2024 年各类型基金发行规模占比



数据来源：，东吴证券研究所

注：偏股型基金包括股票、混合型基金

图4：2003-2024 年公募基金发行数量



数据来源：，东吴证券研究所

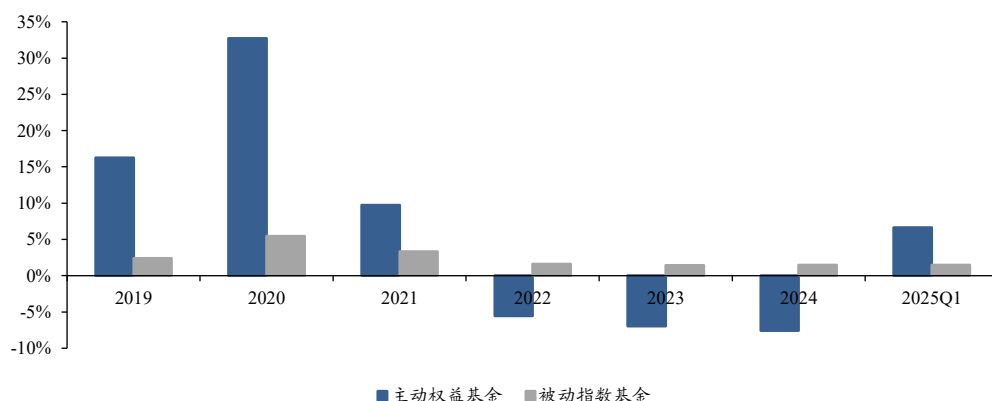
注：偏股型基金包括股票、混合型基金

③以 ETF 为代表的被动指数投资兴起

被动投资的兴起一方面源于政策的有力引导和支持。2024 年 4 月发布的新“国九条”提出，大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。2024 年 9 月 24 日，证监会主席在国新办发布会上表示，将进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基 ETF 等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘 ETF 在内的基金产品。2025 年以来发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》、《推动公募基金高质量发展行动方案》进一步细化及深化了被动投资的发展框架。

另一方面是由于受市场波动等影响，2022-2024 年主动权益类基金“赚钱效应”较差，很难跑出相对收益，而被动指数型基金基本跑赢业绩基准。随着被动指数基金产品种类日益丰富、中长期资金持续入市、投资者对指数基金认识的加深，指数产品规模有望持续扩大，被动投资时代已来临。

图5：2022 年以来主动权益基金与被动指数基金超额收益



数据来源： ， 东吴证券研究所

2. 多项公募基金改革方案出台

2021 年以来权益市场震荡加剧，赚钱效应显著下滑，公募基金尤其是权益类基金在经历了高速增长后已连续 3 年增长失速。为了推动公募基金的高质量发展，2023 年 7 月以来，监管发布多项政策推动公募基金行业协同发展，主要包括：1）分三阶段推动公募基金费改；2）大力发展权益类公募基金，推动指数化投资发展；3）优化基金运营模式，完善行业考核评价制度。

表1：2023 年以来公募基金改革相关政策

时间	相关会议或政策名称	具体内容与导向
2023 年 7 月	证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》	正式启动行业费改，按照“管理费率、托管费率 — 交易费率 — 销售费率”的实施路径分三个阶段推进改革，稳步降低公募基金行业综合费率水平。第一阶段自 2023 年 7 月 7 日起，公募基金主动权益类新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%。
2024 年 4 月	证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本，自 2024 年 7 月 1 日起正式实施，内容包括调降基金股票交易佣金费率、降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限、明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求等。
2024 年 4 月	国九条	大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会	进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基 ETF 等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘 ETF 在内的基金产品。
2024 年 11 月 19 日	第三届国际金融领袖投资峰会	稳步推进公募基金行业费率等改革，大力发展权益类基金特别是指数化投资。
2025 年 1 月	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	目标推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。
2025 年 5 月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	稳步降低基金投资者成本；大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金，研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品；优化权益类基金注册安排。 优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制。完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制。大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥

数据来源：证监会，东吴证券研究所

2.1. 分三阶段推动降费

2022 年 9 月 15 日，国务院办公厅印发《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，其中提到“鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用”。2023 年 7 月 8 日，中国证监会启动了公募基金行业费率改革工作，印发了《公募基金行业费率改革工作方案》，计划在两年内分三个阶段采取 15 项举措，全面优化公募基金费率模式，即以“管理费—交易费—销售费”的路径推进改革。2024 年 4 月，证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，落实第二阶段“基金证券交易佣金制度”的改革，降低基金投资者交易成本。

图6：公募基金行业费改方案-三阶段

	第一阶段 管理费、托管费	第二阶段 机构交易佣金	第三阶段 基金销售费率
主动权益基金	- 自2023年7月起，新注册的主动权益类基金统一执行“管理费率不超过1.2%、托管费率不超过0.2%”的上限标准 2023年内，存量主动权益类基金的管理费率、托管费率也统一下调至1.2%、0.2%以下。 - 推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式。	- 自2024年7月起实施，调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限 - 其他类型基金不得超过行业平均佣金率的2倍（万分之5.24），交易佣金分配比例的上限从30%调降至15%。	
被动权益基金	- 下调ETF管理费及托管费。 ✓ 管理费年费率由0.5%调低至0.15% ✓ 托管费年费率由0.1%调低至0.05%。	- 被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过行业平均佣金的一倍（万分之2.62） - 下调ETF等指数使用费。基点费率普遍下调20%（调降前普遍为3个点）、季度下限调降至2万元、取消部分产品下限等下调年化基点费率。 - 指数使用费调整为基金管理人承担	2025年起将进一步降低基金销售费率。

数据来源：证监会，国务院，东吴证券研究所

第一阶段：下调存量及新注册主动管理权益类基金的管理费及托管费，分别下调至 1.2% 及 0.2%以下，涉及基金超过 3000 只。并试点浮动费率产品，注册首批 20 只浮动管理费率试点产品，包括与投资者持有时长挂钩、与投资业绩挂钩、与产品规模挂钩 3 种类型，更好满足投资者需求。按照静态规模测算，2024 年主动管理权益类基金管理费约减少 93 亿元，托管费约减少 15 亿元。

第二阶段：规范公募基金交易佣金。证监会出台《关于加强公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》，进一步规范公募基金证券交易行为，降低公募基金证券交易佣金费率，完善佣金分配制度。机构交易佣金降费自 2024 年 7 月 1 日实施，2024 年下半年分仓佣金同比下滑 41%，2024 年全年分仓佣金下滑 35%。

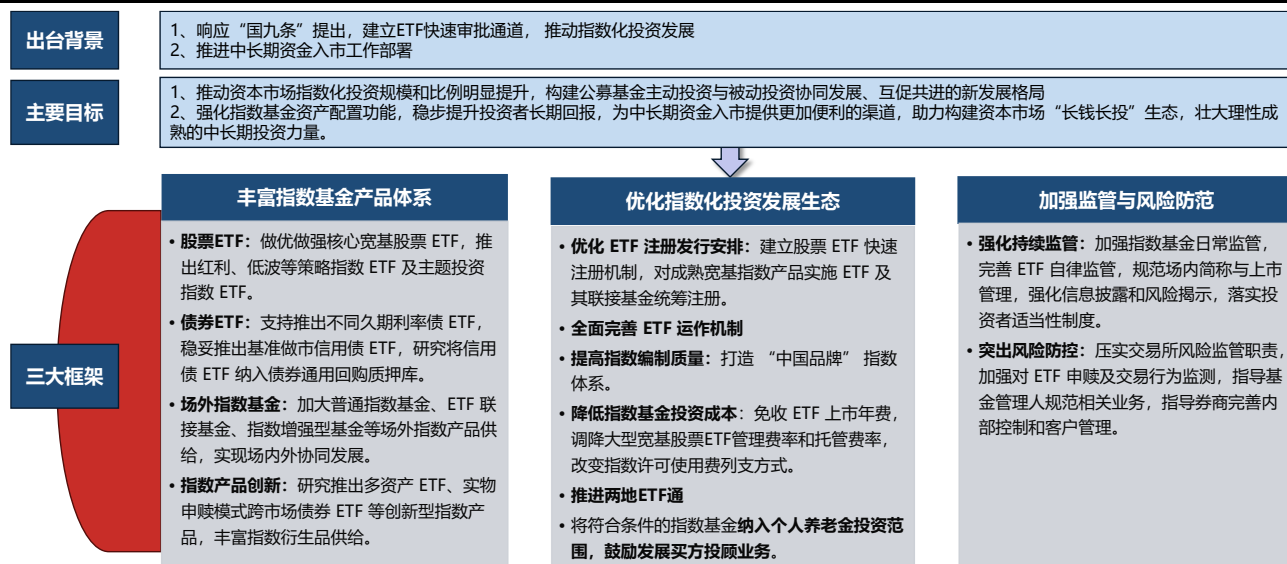
第三阶段：进一步降低基金销售费率，目前方案细节暂未明确。随着第三阶段规范基金销售环节收费及其他配套措施逐步落地，将降低投资者基金投资成本，推动行业机构更加关注投资者服务和回报，聚焦投研能力建设，专注提升客户服务能力。同时，基金公司及相关代销机构也需要降本增效，在行业变化中保持竞争力。

2.2. 大力发展权益类公募基金，推动指数化发展

2025 年 1 月，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，从三大框架定调指数化发展。该政策的出台一方面是响应“国九条”提出的要大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展；另一方面是为了继续推进中长期资金入市工作部署。政策的出台有助于：1) 推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，构建公募基金主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局。参照美国基金市场的发展，2000-2024 年，美国主动型 ETF+主动共同基金、

指数 ETF、指数共同基金规模 CAGR 分别为 9%、42%、23%，占比分别由 91%、1%、7%变为 49%、29%、22%，被动投资规模已超越主动投资规模。2) 更重要的是有助于强化指数基金资产配置的功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。

图7：指数化投资高质量发展行动方案三大框架



数据来源：证监会，东吴证券研究所

2.3. 强化业绩基准，优化考核

2025年5月7日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，聚焦投资者回报与行业长期发展，落实新“国九条”要求，提出25条举措。主要包括：1) 优化主动管理权益类基金收费模式；2) 强化基金公司与投资者的利益绑定；3) 提升行业服务投资者的能力；4) 提高公募基金权益投资的规模和稳定性；5) 一体推进强监管防风险促高质量发展。

推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，强化公募基金与投资人的利益联结。对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率。业绩明显低于比较基准的，须少收管理费。截至2025年5月9日，市场共有238只浮动费率基金，超半数均为股票、混合型产品。推行基于业绩比较基准的浮动管理费产品有望进一步平衡公募基金与投资人的利益。首批26家基金公司已上报浮动费率基金。

优化考核机制，有利于改变“重规模轻回报”的现状。方案提出全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系，相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的

考核权重。提高基金公司高管、基金经理跟投本公司管理产品的比例和锁定期要求。督促基金公司建立健全与基金投资收益挂钩的薪酬管理制度，对产品中长期业绩差的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降。

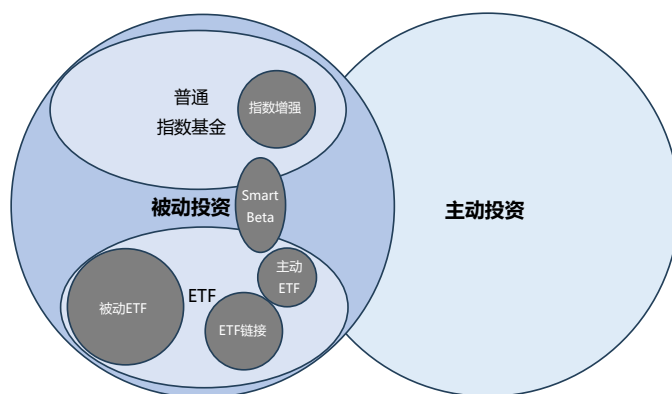
提高公募基金权益投资的规模和稳定性，推动权益类基金产品创新。方案通过简化基金注册安排，鼓励推出更多场内外指数基金和中低波动含权型产品，促进权益类基金创新发展。我们认为鼓励基金公司加大产品创新力度，有助于提升权益基金占比，为市场持续带来活水，增强市场的活跃度与稳定性；有助于丰富基金公司产品库，满足投资者多元化的投资需求。

提升行业服务投资者的能力。抓紧出台公募基金投资顾问管理规定，促进基金投顾业务规范发展，为投资者提供适配其特点和需求的组合投资服务。加快推出机构投资者直销服务平台，便利各类机构投资者参与基金投资。

3. 公募基金方兴未艾，被动投资空间广大，主动投资健康发展

被动投资主要指通过投资特定指数成分股以复刻指数表现，主要有两大投资工具：普通指数基金和ETF。两者的主要区别在于，ETF能同时在一二级市场申赎和二级市场交易，而普通指数基金则一般仅限于申赎。相应的，这两类工具派生出的指数增强基金和ETF联接基金也可属于被动投资。但ETF与被动投资并不能完全等同，ETF也可以划分为主动ETF与被动ETF，只是主动ETF占比非常小，美国的主动ETF占比不足10%。部分投资策略也属于被动投资的范畴，如Smart Beta策略，Smart Beta主要是通过投资特定因子来实现收益，这种策略更多的通过ETF作为载体，也有少部分通过普通指数基金作为载体。此外，部分投资者自行配置指数成分股进行投资在一定意义上也在被动投资的范畴。

图8：主动投资与被动投资的关系

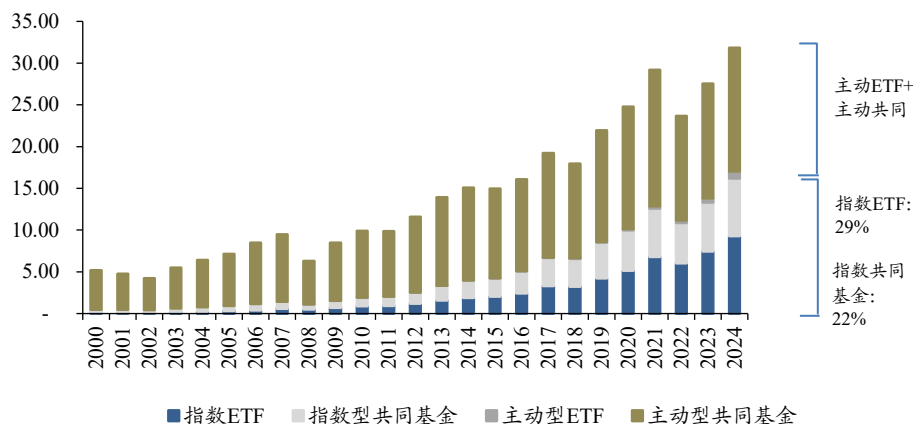


数据来源：东吴证券研究所

3.1. 他山之石：被动投资在美国市场发展迅速

低费率、高透明度、高便利性的被动产品迅速兴起，获得投资者青睐，美国被动投资规模已超过主动投资规模。2000-2024 年，美国主动型 ETF+主动共同基金、指数 ETF、指数共同基金规模 CAGR 分别为 9%、42%、23%，占比分别由 91%、1%、7%变为 49%、29%、22%，被动投资规模已超越主动投资规模。

图9：2000 年以来美国被动投资规模增速远超主动投资（万亿美元）

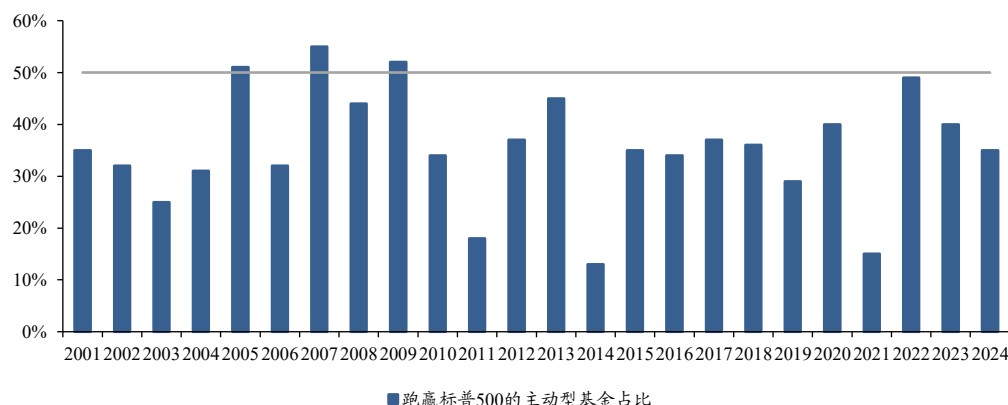


数据来源：ICI，东吴证券研究所

被动投资的快速发展主要源于几个因素：

1) **主动管理类产品难以跑出超额收益。**美国股市遭遇 2001 年互联网泡沫破裂以及 2008 年次贷危机两次重创，主动管理产品收益下滑，跑赢大盘指数难度增加。根据标普道琼斯指数公司发布的基金绩效评分报告，2001-2023 年，主动管理型基金跑赢标普 500 指数比例仅在 2005、2007、2009 年超过 50%。

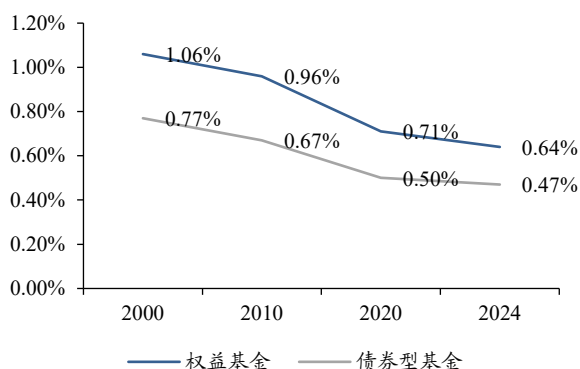
图10：2001-2024 年美国跑赢标普 500 指数的主动基金占比



数据来源：标普道琼斯指数有限公司，东吴证券研究所

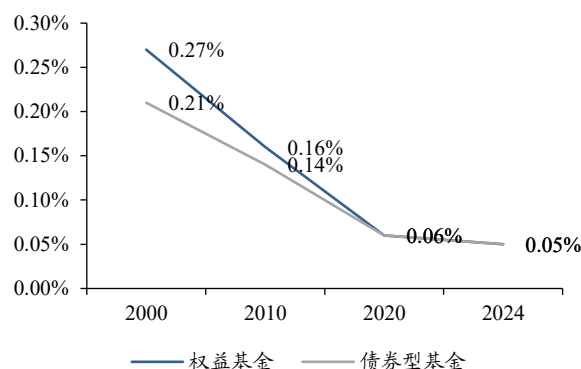
2) 被动投资费率远低于主动投资费率。2024 年美国权益类基金主动投资平均费率为 0.64%，而被动投资平均费率仅为 0.05%，十分之一不到；债券类基金主动投资平均费率为 0.47%，被动投资平均费率为 0.05%。正是由于费率低、透明度高、流动性好等优点，机构投资者（如养老金、保险资金）更是将 ETF 作为核心资产配置工具。

图11：美国主动投资加权平均费率



数据来源：ICI，东吴证券研究所

图12：美国被动投资加权平均费率



数据来源：ICI，东吴证券研究所

3) 产品供给丰富，并形成规模的良性循环。美国 ETF 市场从宽基指数扩展到行业主题、跨境资产等，产品种类丰富，可以满足各类投资者的配置需求。随着被动产品规模逐步扩大，流动性进一步提升，互联网券商以及智能投顾平台的普及进一步降低 ETF 交易的门槛，从而吸引更多资金流入，形成规模增长的良性循环。

3.1.1. 贝莱德：以权益类、被动投资产品为主，打造全谱系产品

贝莱德创立于 1988 年，是全球最大的资产管理集团。贝莱德拥有比较全面的投资谱系比较全面，2024 年末，传统主动管理型资产（包括股票、固定收益、混合型等）占管理资产总额的 25%，被动管理型资产（主要包括 ETF 及其他指数基金）占 67%，另类投资占 8%。从地域分布来看，布局同样非常均衡，其中 65% 的收入来自美洲，30% 的收入来自欧洲，5% 的收入来自亚太。公司发展历程可分为四个阶段：

表2：贝莱德投资发展历程

阶段	年化复合增速	大事件
1988-1994 年： 脱胎于黑石集团，奠定风控基因	65%	1988 年：前身黑石集团资管部 1989 年：风险管理系统技术开发 1992 年：独立更名贝莱德
1995-2004 年： 开发风险管理系统，积淀核心竞争力	23%	1995 年：黑石持有的贝莱德股份被 PNC 金融服务集团收购，PNC 向贝莱德提供其大型分销网络并注入股权、流动资产、共同基金等业务 2000 年：推出 BlackRock Solutions® 风险管理及技术服务 2002 年：Aladdin 交易前分析工具 AnSer 诞生
2005-2009 年： 通过资本运作成为全球最大资管机构	65%	2005 年：收购道富研究与管理部（SSRM）和投资顾问团队，实现从固收类产品拓展到权益类产品；提升 AUM520 亿美元 2006 年：与美林资管（MLIM）合并，引入大量机构投资者，资产规模翻倍；提升 AUM5390 亿美元 2007 年：斥资 17 亿美元收购全球最大 FOF 管理人 Quellos，提升 FOF 基金的规模及相应投资管理能力 2008 年：次贷危机使众多大型金融机构深陷破产之际，贝莱德不但免受波及，而且还成为美国政府清理有毒资产的专家顾问，名声大振 2009 年：斥资 135 亿美元收购巴克莱全球投资者公司（BGI），获得旗下全球最大的 ETF 交易平台 iShares，从主动管理转移到被动投资，AUM 从 1.3 万亿跌至 3 万亿美元，成为全球第一大资产管理公司
2010 年至今： 借被动投资崛起之势迅速扩张，坐稳龙头巩固护城河	9%	2011 年：向卖方业务延伸，如成立小型资本市场、启动内部交易平台以降低对经纪商依赖、启用人工智能、积极在 ESG 领域开展投资； 2012 年：收购 Claymore，加强在加拿大的零售业业务，补充现有 ETF 产品线 2015 年：斥资 2.73 亿美元收购业内领先智能投顾 Future Advisor，支持 BlackRock Solutions 平台的发展，将机器人投顾打造为 ETF 的一个分销渠道 2016 年：创建财富管理平台 Aiaddin Welath；投资金融科技平台 iCapital Network，为高净值投资者及其顾问提供对冲基金 2017 年：收购领先金融技术提供商 Cachematrix，提升现金管理流程技术 2018 年：斥资 13 亿美元收购法国另类投资综合技术解决方案公司 eFront

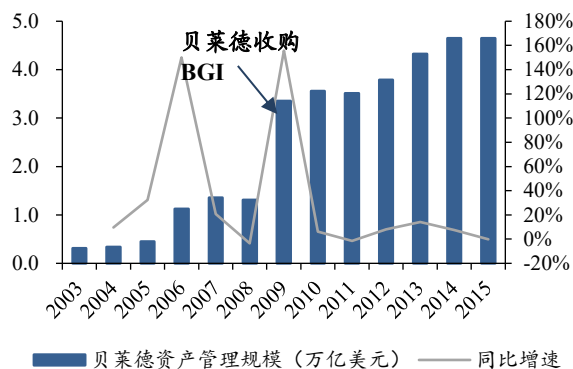
数据来源：公司官网或公告，东吴证券研究所

贝莱德瞄准被动投资市场机遇，通过收购 BGI 布局 ETF 条线。2009 年，贝莱德收购巴克莱全球投资者（BGI），在实现自身管理资产规模跃升的同时，借力 BGI 旗下 ETF 旗舰产品 iShares，被动投资 ETF 产品线得到大力扩充。截至 2024 年，贝莱德非 ETF 指数基金规模达到 3.5 万亿美元，较 2010 年增长 141%；ETF 产品规模达到 4.2 万亿元，较 2010 年增长 617%；被动投资类产品（非 ETF 指数基金+ETF）占公司长期资产比重由 2010 年的 62%提升至 2023 年的 73%。

收购完成后，贝莱德的策略结构更加完善，积极打造具有较强规模效应的被动产品、高收益的另类型产品以及能够满足客户多样化投资需求的多资产方案型产品，有效降低市场策略和资产类别表现轮动与波动对公司管理资产规模的影响，也使得贝莱德成为全

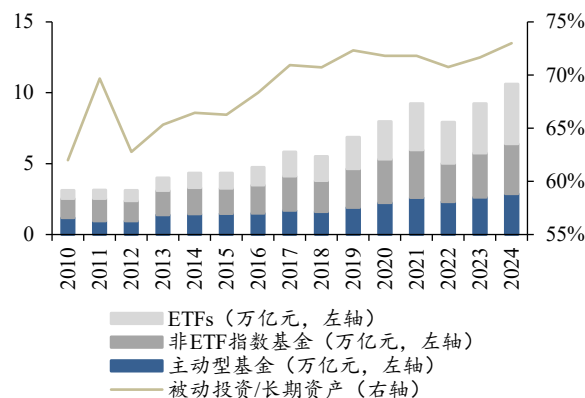
球最大的资管公司。

图13: 贝莱德收购 BGI 前后 AUM 变化



数据来源: 公司官网或公告, 东吴证券研究所

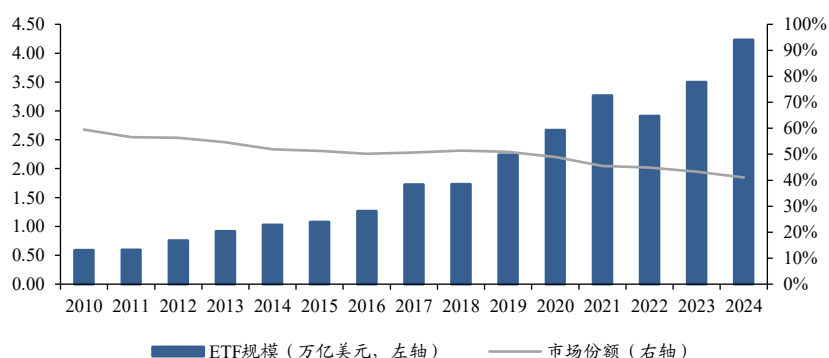
图14: 被动指数基金成为贝莱德 AUM 增长的主要驱动力 (万亿美元)



数据来源: 公司官网或公告, 东吴证券研究所

积极打造拳头产品 iShare, 充分受益于被动投资赛道马太效应。贝莱德 iShare 为投资者提供的 ETF 产品覆盖各地区、各种产品、各种策略、各行业的指数, 并且在简单宽基指数外积极开发 Smart Beta、多因子等策略。同时, 在被动投资浪潮中, 具备先发优势的被动产品由于知名度高、流动性好以及规模大而形成了“赢者通吃、强者恒强”的局面。2010 年以来, 贝莱德 ETF 平均市场份额在 50% 左右, 稳居第一。2024 年, 贝莱德实现 3900 亿美元的 ETF 净流入。

图15: ETF 产品占美国 ETF 市场份额相对稳定

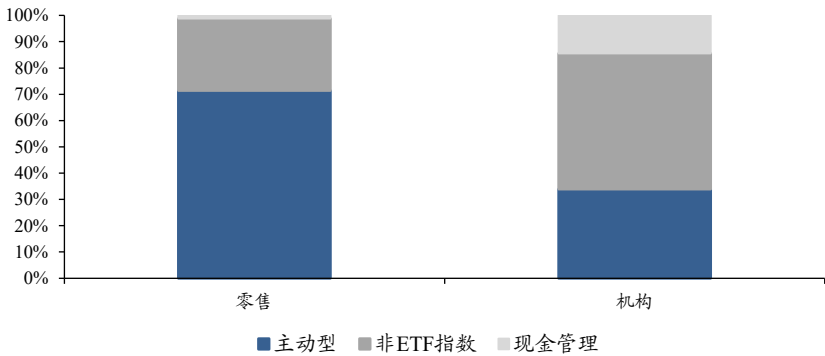


数据来源: 公司官网或公告, 东吴证券研究所

零售客户为以主动为导向, 机构客户以被动为导向。据贝莱德 2024 年年报, 除去 ETFs 外, 贝莱德零售客户的资产大部分由主动型共同基金组成, 主动型和指数型共同基金合计约 1 万亿美元, 其中主动型共同基金约占零售端资产管理规模的 71%, 指数型共同基金约占 27%。而机构端客户对主动型基金的偏好程度低于零售端客户, 主动型和

指数型共同基金合计约 5.4 万亿美元，其中主动型及指数型共同基金占机构端资产管理规模比分别为 34%和 52%。

图16: 2024 年贝莱德主要客户类型的产品偏好



数据来源：公司官网或公告， ，东吴证券研究所

3.1.2. Vanguard: 通过权益指数型基金满足个人养老资金需求

先锋基金成立于 1975 年，前身为威灵顿管理公司旗下基金子公司，目前公司在全球建立 20 个办事处、共服务全球超 5000 万投资者。公司采取客户所有制的股权架构，发展期间不断推陈出新，在美国共同基金发展浪潮中抓住时代机遇，实现规模快速扩张，逐步确立行业领先地位。

Vanguard 的成功得益于三点：1）通过架构与维护低费率护城河，成为指数化投资巨头；2）下决心进军 ETF，赶上 ETF 发展大潮；3）发挥自身低费率和指数化产品的优势，通过养老产品实现规模跃迁。

表3: Vanguard 发展历程

发展阶段	具体事件
第一阶段：建立公司客户所有制	Vanguard 公司刚成立时，仅负责 11 只基金的经营业务，投资咨询和分销业务仍由惠灵顿管理公司掌控。1975 年集团创始人约翰伯格申请将 Vanguard 公司重组为 Vanguard 投资集团，旨在逐渐接管投资咨询和分销业务并且降低基金管理总成本。
第二阶段：积极扩大管理规模	在 70 年代通货膨胀恶化的背景下，货币基金市场快速发展，而 Vanguard 借助客户所有制新推出的 GNMA 收入基金产品等，快速积累了大量客户，Vanguard 集团整体资产管理规模迅速壮大，逐步形成了较为丰富的共同基金产品系列框架。
第三阶段：正式进入无佣金时代	1981 年 2 月 25 日，证券交易委员会正式允许 Vanguard 公司称其基金为无溢价销售型基金，标志着 Vanguard 公司正式收回了分销权，也拥有了与咨询管理公司谈判费用的能力。
第四阶段：大力发展指数化投资	1976 年公司发行了第一只指数基金先锋领航 500 指数基金，随后 1986 年第一只债券市场指数基金发行，1987 年第一只扩展市场指数基金发行，1992 年第一只股票市场总指数基金和第一只平衡指数基金发行。

1987 年，Vanguard 改进了计算机技术，使 Vanguard 指数基金在跟踪市场基准方面的能力有了显著提高，从 1984 年到 1994 年，标普 500 指数基金的十年业绩表现超过 78% 的普通股票基金

第五阶段：通过养老产品快速拓展管 美国 1974 年和 1978 年推出的 IRA 和 401(K)养老金制度，在 1981 年陆续入市，成为了共同基金最主要的资金来源，其体量大、持续时间长，推动了美国共同基金的长期稳定发展。

第六阶段：进军 ETF 领域

2001 年，Vanguard 集团推出了第一只 ETF 产品，当时 ETF 市场仍处于发展早期。在集团过去 10 年基金产品的优良业绩和良好信誉推动下，Vanguard ETF 产品资产规模迅速扩大。2004 年紧跟市场潮流，推出了包括科技、保健、金融、地产等行业在内的 11 只行业 ETF。

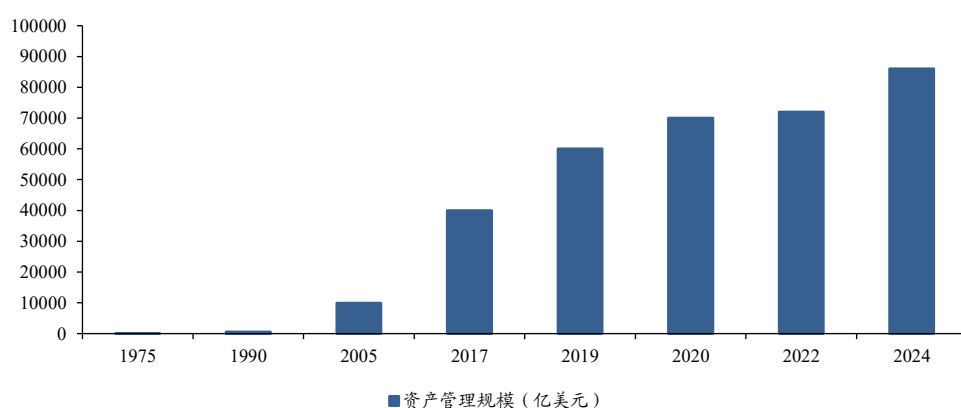
第七阶段：开发智能投顾业务

2015 年 5 月，Vanguard 集团推出其智能投顾业务（VPAS），将智能投顾和传统人工投顾相结合，以算法和人工智能技术代替相对更昂贵的人工服务；降低了基金投资的准入门槛，扩大了基金规模，进一步降低了单位总成本。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

先锋领航作为指数型基金的鼻祖，通过权益指数型基金满足个人养老资金需求，管理规模迎来快速提升。1976 年，为摆脱威灵顿资产管理公司的控制，先锋领航推出了美国第一支面向个人投资者的指数型基金，First Index Investment Trust（如今的 Vanguard 500 Index Fund），跟踪标普 500 指数。指数基金成立之初，规模增长较慢，随后先锋领航不断推出新的指数产品，如在 1986 年推出债券市场指数基金，1987 年推出拓展市场指数基金，1992 年推出整体股票市场指数基金、成长和价值指数基金，1996 年推出全球股票指数基金，2001 年推出首只 ETF 产品 Vanguard Total Stock Market ETF 等。得益于被动指数型产品的增长，公司管理规模增长迅速，从 1990 年底的 558 亿美元提升到 2024 年底的 8.6 万亿美元，年复合增长率达 15.97%。

图17: Vanguard 资产管理规模变化情况



数据来源：公司官网或公告，东吴证券研究所

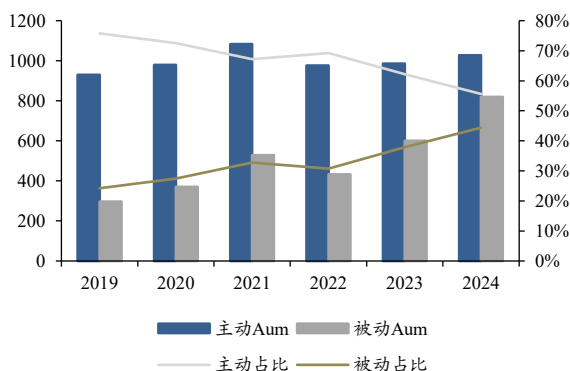
3.1.3. 景顺：被动投资以 ETF 为代表，ETF 规模排名美国第四

公司从 2006 年收购 PowerShares 开启 ETF 业务，后来通过不断的收购进行横向整合，如 2017 年收购欧洲 ETF 提供商 Source，2018 年收购投资公司 Guggenheim 的

ETF 业务,也是通过此次收购,景顺在全球管理的 ETF 资产总规模达到 1998 亿美元,成为第四大 ETF 提供商,2019 年完成了对 MassMutual 管理子公司 Oppenheimer Funds 的收购进一步整合 ETF 业务。

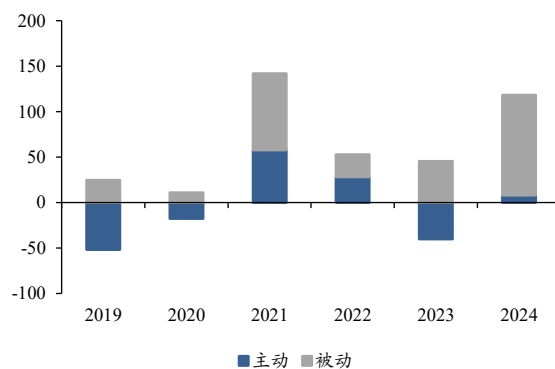
截至 2024 年末,景顺集团的被动投资规模为 8195 亿元,较 2019 年增长 176%,远高于主动投资规模增速的 10%;被动投资占管理资产比重由 2019 年的 24%提升至 44%。2019-2024 年,被动投资持续净流入,累计净流入 2998 亿美元,同期主动管理规模累计净流出 155 亿美元。

图18: 2019-2024 年被动投资规模增速远超主动投资(十亿美元)



数据来源: 公司官网或公告, 东吴证券研究所

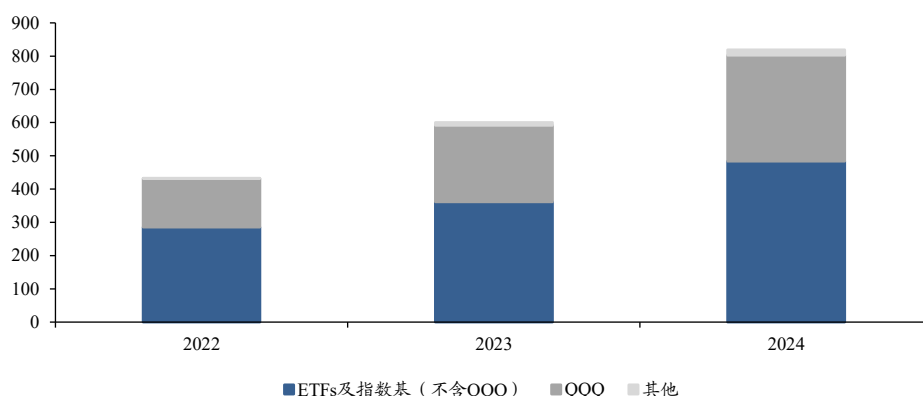
图19: 2019-2024 年被动投资持续资金净流入(十亿美元)



数据来源: 公司官网或公告, 东吴证券研究所

被动投资以 ETF 为代表,其中 2024 年末 ETF 及指数基金(不含 QQQ)规模 4840 亿美元,QQQ 规模为 4189 亿美元。Invesco QQQ 是景顺在被动投资业务领域的明星产品,Invesco QQQ 追踪纳斯达克 100 指数,包括在纳斯达克上市的市值排名前 100 的非金融公司。Invesco QQQ 流动性非常好,根据截至 2024 年末的日均交易量,Invesco QQQ 为美国交易量排名第二的 ETF。同时,从 Invesco QQQ 的业绩表现来看,由于纳斯达克 100 指数已经成为全球最为重要的大盘成长型企业指数,主要追踪苹果、微软、亚马逊等科技公司,因此业绩非常靓丽,过去 3 年期年化收益率达到 18.81%,5 年期年化收益率达到 9.81%。景顺集团规模第二大的 ETF 产品是 Invesco S&P 500 Equal Weight ETF,2024 年末管理规模为 719 亿美元。

图20: 景顺被动投资以 ETF 为代表 (十亿美元)

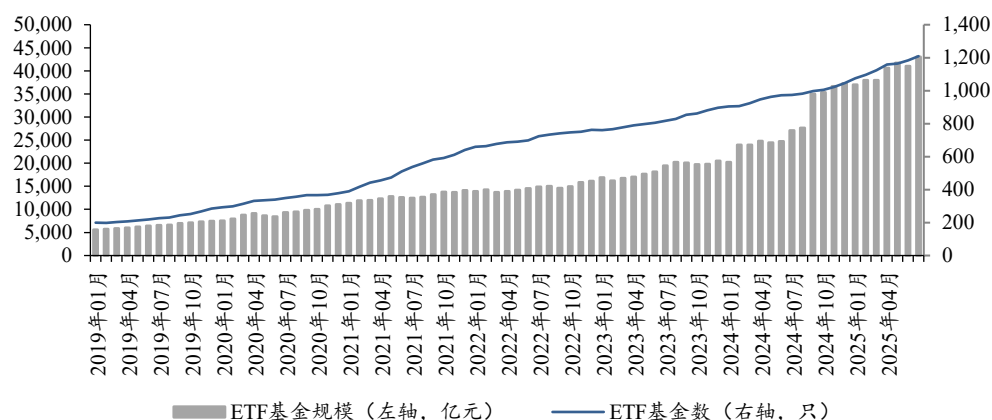


数据来源：公司官网或公告，东吴证券研究所

3.2. 政策加持下，国内被动投资空间广阔

ETF 基金市场进入规模迅速上升期，品种逐渐丰富。产品数量和发行速度大幅增加，ETF 数量从 2018 年的 198 支快速增长至 2025 年 6 月的 1209 支，复合增速 32%，资产净值从 5082 亿元增长至 4.3 万亿元，复合增速 39%。产品类型也开始创新，除了宽基指数外，还出现了行业主题、Smart Beta、跨境、债券、商品等多样化的 ETF 产品，满足了投资者的不同需求和风险偏好。同时，ETF 也受到了政策的支持和推动，如创业板、沪港通、深港通、MSCI 纳入 A 股等利好消息，提升了 ETF 的市场影响力和吸引力。尤其是行业主题 ETF 成为发行市场的主旋律，迎合了 A 股市场的行业轮动行情，为投资者提供了更灵活的投资工具。此外，ETF 基金市场也开始向海外拓展，增加了跨境 ETF 和港股 ETF 的发行，为投资者提供了更广阔的投资空间和机会。

图21: 2019 年以来 ETF 基金数量及规模

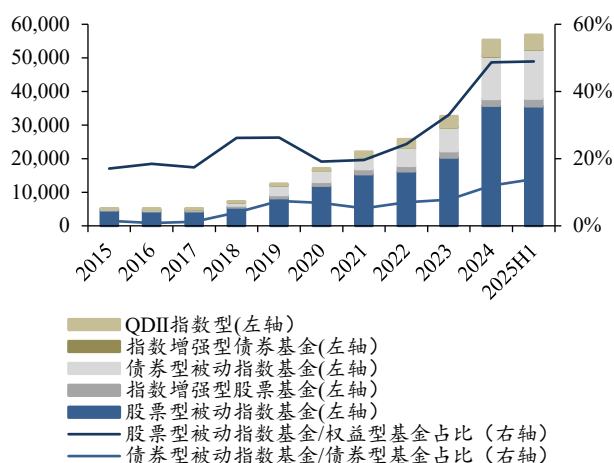


数据来源：，东吴证券研究所 注：数据截至 2025 年 6 月 30 日

被动指数基金超高增长。2019 年以来，国内各类指数基金规模快速增长，截至 2025 年上半年末，股票型被动指数基金较 2018 年末增长 543%，债券型被动指数产品较 2018 年末增长 14 倍，QDII 类指数产品增长 14 倍。

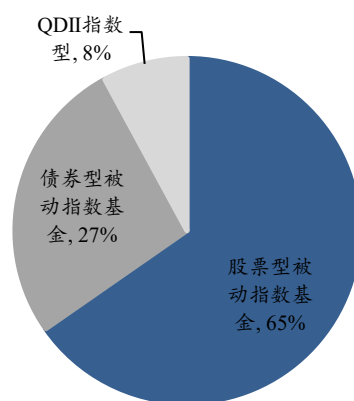
权益类基金中被动指数型基金占比近一半。截至 2025H1，股票型被动指数基金规模达 3.6 万亿元，占权益类产品规模的 49%；债券类指数基金规模 1.5 万亿元，占债券类产品规模的 14%。目前市场上的指数型产品以权益类为主，占比 65%。

图22: 2015 年以来各类被动指数、指数增强产品规模(亿元)



数据来源：，东吴证券研究所 注：权益类基金包括股票型基金、混合基金中的偏股混合及灵活配置基金

图23: 2025H1 被动指数型产品以权益类为主



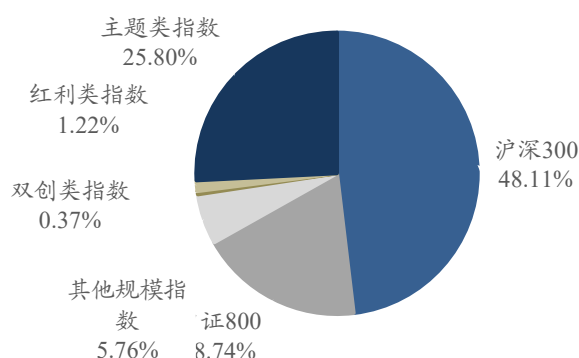
数据来源：，东吴证券研究所

3.3. 强化业绩基准及管理人考核，有望推动主动投资更精细化运营

主动偏股基金或逐渐演变为指数增强产品，通过更精细化选股实现超额收益。过去公募行业为实现规模增长的目的追求弹性，与监管层所倡导的理念存在偏离。浮动管理费机制及考核新规之下，基金持仓结构的调整是必然趋势，以往依赖押注高弹性赛道获取超额收益的策略，将逐步转型为以基准指数为核心的配置体系，即以 60%-80%左右仓位紧密跟踪基准指数，剩余仓位通过精细化选股捕捉超额收益，推动主动投资向指数增强模式运作。

当前，以中大盘宽基指数为基准的主动偏股基金占比超 70%。截至 2025H1，沪深 300 和中证 800 是主动偏股基金的两大主要基准指数，相关产品规模分别达 1.7 万亿、6545 亿元，占比为 48.1%、18.7%；以其他规模指数（如中证 500、中证 A500、中证 1000 等）为基准的主动偏股基金规模则为 2010 亿元，占比 5.8%。此外，约有 1.6%左右的产品对标双创类、红利类指数。其余 25.8%的主动偏股基金为赛道型产品，以 TMT、医药、消费等主题指数为基准。

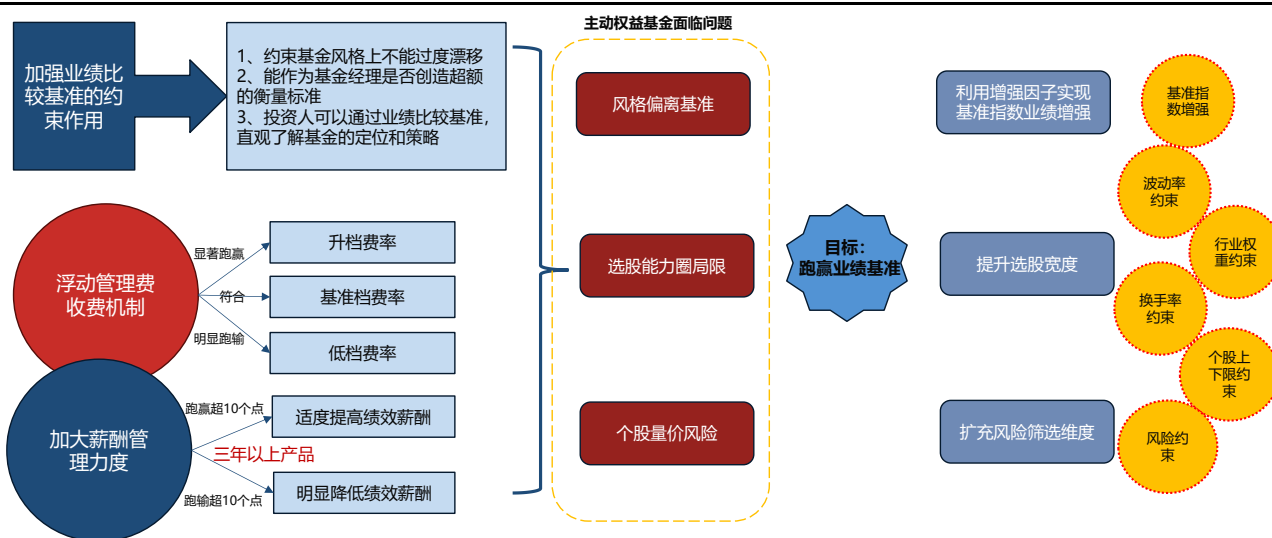
图24：25H1 分业绩比较基准看，主动偏股基金的规模分布



数据来源： ，东吴证券研究所（截至 2025H1）

浮动管理费制度及考核新规下，主动投资需要更精细化的运营。自5月起在未来一年内，行业头部机构发行浮动费率基金的数量将不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%，并在试行一年后，逐步全面推开。浮动管理费制度将基金管理费与业绩表现、持有时间挂钩，形成动态收费机制。新推出的浮动管理费产品普遍采用0.6%-1.5%三级分档费率，通过业绩比较基准实现管理人与投资者利益绑定。同时对于基金经理加大薪酬管理力度，对于跑赢比较基准的适当提高绩效薪酬，对于跑输比较基准的明显降低绩效薪酬。此外，在长周期考核机制下，新规要求基金经理的考核中，三年以上中长期收益权重不低于80%，并纳入投资者盈亏占比、持有期收益稳定性等非财务指标。在跑赢业绩基准的核心诉求下，基金经理将更关注精细化运营，利用增强因子实现基准指数业绩增强，并提升选股宽度，扩充风险筛选维度。

图25：浮动管理费制度及考核新规下，主动投资策略的演变逻辑



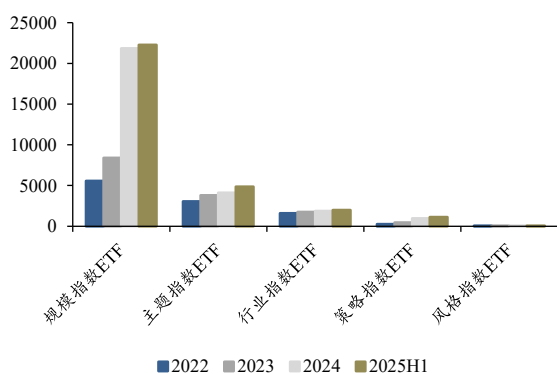
数据来源：东吴证券研究所

4. 公募基金转型：主动被动协同发展，聚焦差异化

4.1. 产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域

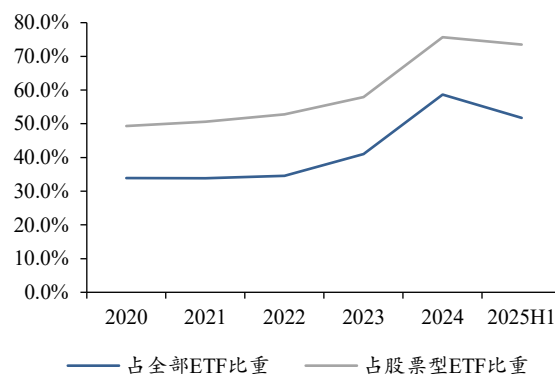
做优做强核心宽基 ETF 产品。从总量角度看，截至 2025 年上半年末，全市场股票 ETF 规模由 2022 年末的 1.05 万亿元增长至 3.03 万亿元，其中宽基指数 ETF 规模由 5569 亿元增加至 2.23 万亿元，贡献了 85% 的增量。从结构角度看，宽基指数 ETF 占全部 ETF 规模比重达到 52%，占股票型 ETF 比重达到 74%，远高于其他类型 ETF。当前市场上规模最大的 ETF 以跟踪沪深 300、上证 50 等指数为主，指数成分股覆盖了 A 股市场上规模最大、流动性最好的一批股票，且行业分布分散程度高，是中长线资金入市的主要途径。未来宽基 ETF 的主导地位将进一步稳固，成为推动 ETF 规模增长的主要力量。

图26：2022-2025 年上半年股票型 ETF 规模分布（亿元）



数据来源：，东吴证券研究所

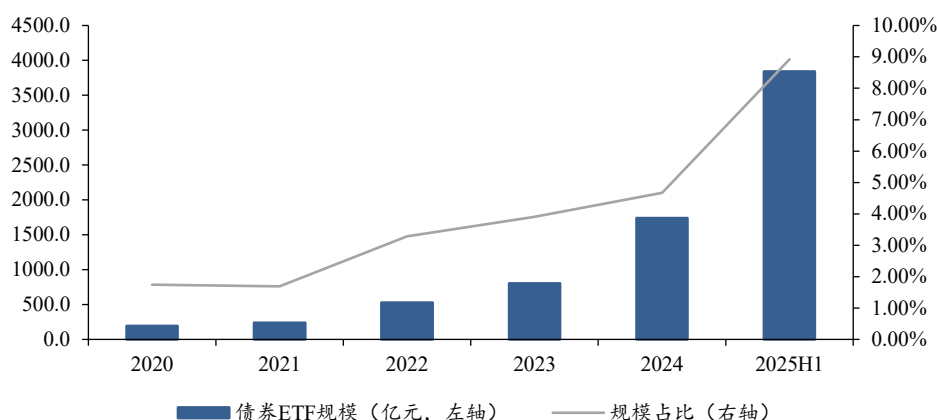
图27：2020-2025 年上半年宽基 ETF 规模占比情况



数据来源：，东吴证券研究所

拓展资产类别及策略维度，实现被动投资产品布局多元化。1) 资产类别维度。对于被动投资领域的后进入者而言，可开拓国内被动投资市场尚未充分开发的领域，如跨境资产、债券和商品等。以固收类 ETF 为例，目前规模相对较小，未来有广阔发展空间。截至 2025 年上半年末，国内债券 ETF 产品数量仅为 29 只占比为 2.5%，规模为 3840 亿元，占比为 8.9%，仍有较大发展空间。未来政策有望在债券 ETF 的产品创设、运作机制等方面给予更多支持，改善债券基金主被动投资失衡的局面。2) 策略维度，推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数 ETF，进一步提升 ETF 产品多样性和可投性。

图28: 2020-2025 年上半年债券 ETF 规模变化情况



数据来源： ， 东吴证券研究所

重视“首创”策略，加速细分赛道的特色被动投资产品创设。在被动投资崛起的过程中，头部公募在一些重要宽基与行业主题赛道中已抢占先机。在此背景下，部分基金公司另辟蹊径，加速向细分领域和创新策略延伸，以“首创”产品开辟新战场。对于基金公司而言，“首创”型产品能够抢占市场空白，快速积累规模，同时也可以为机构自身构建品牌壁垒与客户黏性。

4.2. 优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间

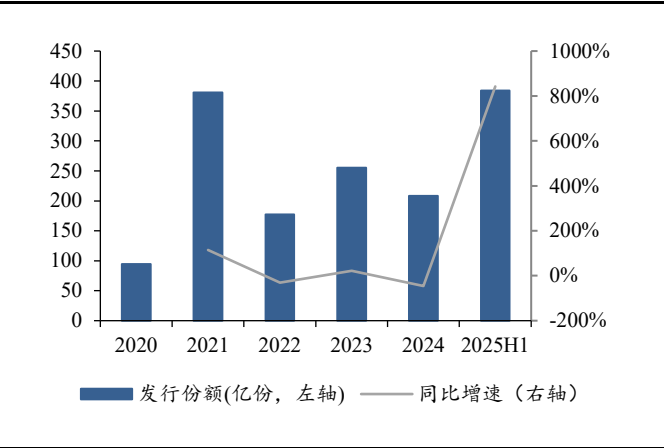
被动投资崛起背景下，主动投资管理能力的价值亦进一步凸显。在被动指数基金占比超越主动型基金的趋势下，并不意味着“阿尔法收益”的完全消失。在竞争更为激烈且透明的环境下，能长期保持竞争力的主动权益基金经理及相应长期提供稳定 alpha 收益的主动产品实际上都会变得极为稀缺。从供需的两个视角来看，被动化投资程度不断加深的过程中，一方面市场对优质 alpha 定价能力的需求越来越大，一方面能提供优质 alpha 定价的难度越来越高，提供优质 alpha 定价能力的供给较为稀缺。

主动与被动相搭配，可拓宽回报空间。若单独使用被动投资，市场整体向上时，或能保持长期稳定盈利，但回报可能有限。而单独使用主动投资，则有机会获取超额收益，但难度较高。因此，相对有利的策略是将两者结合，并根据市场情况灵活调整仓位，从而拓宽回报空间。

对于非头部公募而言，可回避 ETF 红海竞争，将重点转向指数增强基金。指数增强基金指的是在被动跟踪指数的基础上，加入增强型的主动投资手段，对投资组合进行适当调整，从而追求相对基准指数超额收益的基金产品。2025 年指数增强基金的发行呈现爆发式增长，体现出市场对“被动投资+主动增强”策略的认可。截至 2025 年上半年

末，年内全市场已发行指数增强基金产品 82 支，发行份额 384 亿份，较上年同期增长超 8 倍。对于非头部公募而言，选择以场外指数增强产品为突破口，既可避开与头部机构的直接竞争，同时也能发挥自身在量化模型构建上的差异化优势。后续伴随新指数推出、策略创新及投资者需求多元化，指数增强基金或将成为公募行业未来扩容的重要方向。

图29：2020-2025 年上半年指数增强基金发行规模



数据来源：，东吴证券研究所

图30：指数ETF与增强指数基金特点对比

	指数ETF	增强指数基金
是否上市交易	是	否
投资者参与方式	一级市场申购/二级市场买卖	场外现金申购
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化	在严格控制与目标指数偏离风险的前提下，力争获得超越指数的投资收益
年化跟踪误差目标	一般为2-4%	一般为6-8%
管理费率	集中于0.15-0.6%	0.5-1.2%
持仓披露频率	每日通过PCF披露持仓	每季度披露前十大股票持仓，每半年披露全部股票持仓
优点	1) 盘中实时买卖 2) 一、二级市场套利 3) 接近满仓运作，跟踪误差小 4) 总费率低	1) 盘中实时买卖 2) 一、二级市场套利 3) 力争获取超越指数的收益

数据来源：，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动加大，可能造成资本市场波动加大，影响财富管理需求端；
- 2) 监管政策趋严，可能拖累行业财富管理转型进程；
- 3) 资管行业竞争加剧，可能造成行业利润率下降。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>