

2022 年 12 月 27 日

## 金融工程研究团队

**魏建榕（首席分析师）**

证书编号：S0790519120001

**张翔（分析师）**

证书编号：S0790520110001

**傅开波（分析师）**

证书编号：S0790520090003

**高鹏（分析师）**

证书编号：S0790520090002

**苏俊豪（分析师）**

证书编号：S0790522020001

**胡亮勇（分析师）**

证书编号：S0790522030001

**王志豪（分析师）**

证书编号：S0790522070003

**盛少成（研究员）**

证书编号：S0790121070009

**苏良（研究员）**

证书编号：S0790121070008

**何申昊（研究员）**

证书编号：S0790122080094

## 相关研究报告

《日内分钟收益率的时序特征：逻辑讨论与因子增强——市场微观结构研究系列（19）》-2022.12.25

《大小单资金流 alpha 探究 2.0：变量精筛与高频测算——市场微观结构研究系列（18）》-2022.12.18

《机构资金行为画像（2022 年 12 月 16 日）——金融工程定期》-2022.12.16

# 机构行为 alpha 的细分结构：龙虎榜、机构调研、大宗交易

——开源量化评论（69）

**魏建榕（分析师）**

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

**高鹏（分析师）**

gaopeng@kysec.cn

证书编号：S0790520090002

## ● 龙虎榜机构专用与私募席位 alpha

**机构专用分类：**我们按照是否换手交易，将机构专用席位分为不换手机构专用和换手机构专用。逻辑上来讲，不换手机构专用能代表真实机构动向。换手机构专用近几年上榜交易频率增加，交易个股市值相对偏小，换手机构专用的协同营业部中伴随有量化私募身影。

**机构专用事件收益：**我们采用机构专用净流入金额、机构专用净流入占比、机构专用买卖席位数量等指标来刻画机构买入强度。不换手机构专用事件收益相对换手机构专用更优，其行为信息含量更高。在不换手机构专用样本内部，超额收益随交易强度单调变化。

**私募营业部事件收益：**量化私募营业部净流入 2 亿元以上样本，区间正超额收益最高为+4.24%；净流出 1 亿元以上样本，区间负超额收益最低为-5.64%。权益私募营业部国信证券深圳振华路：买入额超过 5000w 样本 20 日超额收益为+4.84%，买入额超过 1 亿样本 20 日超额收益为+7.55%。

## ● 机构调研个股的超额收益

不同机构类型调研样本上，基金公司、投资公司等类型机构参与调研的样本占比靠前，其中基金公司调研样本超额收益表现相对较优。不同调研类型上，特定对象调研、电话会议占比最高，特定对象调研超额收益优于电话会议。

**机构关注度影响机构调研收益水平。**我们使用近期调研数量和机构持仓占比指标衡量被调研个股的机构关注度：近期被调研次数越少，超额收益整体越高；机构持仓占比越低，超额收益整体越高。

## ● 大宗交易信息蕴含的事件收益

**大宗交易机构专用席位：**在机构专用买入和卖出样本中，事件收益随着折溢价水平单调变化：买入样本中，低折溢价组正向超额收益显著，区间最高收益为 2.1%；卖出样本中，折溢价高组负向超额收益显著，区间最低收益为-1.8%。

**国信证券深圳振华路营业部：**事件收益上，营业部 20 交易日整体超额收益为 3.13%，成交额能够对样本进行有效分组：高买入额组 20 交易日超额收益为 4.58%，低买入额组 20 交易日超额收益为 1.67%。

## ● 机构行为的组合收益与景气赛道追踪

**机构行为事件组合收益表现较优。**我们从多头维度出发，构建机构行为事件组合。全时间区间内，组合年化收益率为 30.9%，收益表现优于同期沪深 300 指数（15.2%）和中证 500 指数（20.3%），各净值指标也整体占优。

**如何利用机构行为追踪新兴景气赛道：**以龙虎榜机构专用为例，选择不换手机构专用，动态跟踪机构买入强度高的个股样本。若在特定细分行业出现多个高强度样本，这时辅助以主观信息与判断，则有可能对新兴景气赛道进行提前挖掘和跟踪，例如 2021 年以来的芯片、油运、火电、地产等不同细分赛道。

● **风险提示：**模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、 龙虎榜机构专用与私募席位的 alpha.....           | 4  |
| 1.1、 龙虎榜机构专用席位的 alpha.....            | 4  |
| 1.1.1、 不换手机机构专用 vs 换手机机构专用 .....      | 4  |
| 1.1.2、 龙虎榜机构专用 alpha：不换手机机构专用更优 ..... | 5  |
| 1.2、 龙虎榜私募营业部席位的 alpha.....           | 7  |
| 1.2.1、 量化私募营业部交易行为事件收益显著 .....        | 7  |
| 1.2.2、 权益私募营业部识别：国信证券深圳振华路 .....      | 7  |
| 2、 机构调研个股的超额收益 .....                  | 8  |
| 2.1、 不同类型机构调研事件收益存在差异 .....           | 8  |
| 2.2、 机构关注度影响机构调研收益水平 .....            | 9  |
| 3、 大宗交易信息蕴含的事件收益 .....                | 10 |
| 3.1、 大宗交易机构专用席位：交易行为与超额收益 .....       | 10 |
| 3.2、 大宗交易权益私募席位：国信证券深圳振华路 .....       | 11 |
| 4、 机构行为的组合收益与景气赛道追踪 .....             | 12 |
| 4.1、 机构行为事件组合收益表现较优 .....             | 12 |
| 4.2、 如何追踪新兴景气赛道：以龙虎榜机构专用为例 .....      | 13 |
| 5、 风险提示 .....                         | 13 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1： 机构专用月度上榜个股数量与成交额 .....        | 4  |
| 图 2： 近两年机构专用交易风格相对偏向中小市值个股 .....   | 4  |
| 图 3： 两类机构专用交易占比：换手机机构专用占比提升 .....  | 5  |
| 图 4： 换手机机构专用上榜个股市值相对偏小 .....       | 5  |
| 图 5： 两类机构专用：净流入样本与净流出样本的事件收益 ..... | 6  |
| 图 6： 净流入样本事件收益：随净流入金额单调变化 .....    | 6  |
| 图 7： 净流出样本事件收益：随净流出金额单调变化 .....    | 6  |
| 图 8： 不换手机机构专用买卖数量样本分布 .....        | 6  |
| 图 9： 不换手机机构专用买卖数量事件收益 .....        | 6  |
| 图 10： 随着机构占比提升，超额收益逐渐增加 .....      | 7  |
| 图 11： 调研次数为 0 的样本超额收益最低 .....      | 7  |
| 图 12： 量化私募营业部上榜个股数量与成交额 .....      | 7  |
| 图 13： 量化私募营业部事件收益 .....            | 7  |
| 图 14： 国信证券深圳振华路营业部买入金额样本分布 .....   | 8  |
| 图 15： 国信证券深圳振华路营业部事件收益 .....       | 8  |
| 图 16： 天齐锂业 20210419 龙虎榜买入明细 .....  | 8  |
| 图 17： 天齐锂业 20210419 后处于上涨趋势 .....  | 8  |
| 图 18： 不同机构类型调研：基金公司样本占比最高 .....    | 9  |
| 图 19： 基金公司调研个股超额收益表现相对较优 .....     | 9  |
| 图 20： 不同调研类型：特定对象调研和电话会议占比高 .....  | 9  |
| 图 21： 特定对象调研超额收益优于电话会议调研 .....     | 9  |
| 图 22： 近 3 个月被调研数量的样本分布 .....       | 9  |
| 图 23： 近期被调研 0 次样本的超额收益最高 .....     | 9  |
| 图 24： 机构持仓占比频数分布：均值为 10.8% .....   | 10 |
| 图 25： 机构持仓占比越低，超额收益水平整体越高 .....    | 10 |
| 图 26： 大宗交易中，机构专用月度买入与卖出金额 .....    | 10 |
| 图 27： 机构专用买入和卖出整体处于折价水平 .....      | 10 |
| 图 28： 机构专用大宗买入：折溢价分组事件收益 .....     | 11 |
| 图 29： 机构专用大宗卖出：折溢价分组事件收益 .....     | 11 |
| 图 30： 国信证券深圳振华路营业部大宗交易较为频繁 .....   | 11 |
| 图 31： 营业部大宗交易整体超额收益为 3.13% .....   | 12 |
| 图 32： 机构行为事件组合：收益表现优于主要指数 .....    | 12 |

|   |    |
|---|----|
| 表 1：换手机构专用协同次数靠前的营业部.....                 | 5  |
| 表 2：国信证券深圳振华路营业部：大宗交易成交额 top20 个股明细 ..... | 11 |
| 表 3：机构行为事件组合净值指标整体优于主要指数.....             | 13 |
| 表 4：龙虎榜机构专用交易：辅助跟踪挖掘景气赛道.....             | 13 |

在股票市场中，各类机构参与者往往资金规模较大，相对具有投研能力优势和信息优势。机构行为动向中往往蕴含着丰富的 alpha 信息，因此如何跟踪和研究机构行为动向至关重要。目前市场上关于机构行为的各类研究中：基于公募基金持仓和个股机构股东信息的研究较多，但数据发布频率低且相对滞后；基于北向资金的研究已比较全面，开源金融工程团队领先市场推出了北向资金系列专题；基于大单资金流的指标，可用于监测机构交易行为，开源金工资金流系列专题已推出了大量独家的因子研究。本文的动机在于拓展信息和数据源，从龙虎榜、机构调研和大宗交易数据出发，进一步挖掘机构行为中的 alpha 信息。

## 1、龙虎榜机构专用与私募席位的 alpha

龙虎榜能够反映当前市场热点的交易动向，各大上榜席位汇聚了市场上最活跃的资金力量。这其中也不乏各类机构资金的身影，包括机构专用席位、各类私募营业部席位等。我们以机构专用和私募营业部为例，分析机构交易行为和事件收益。

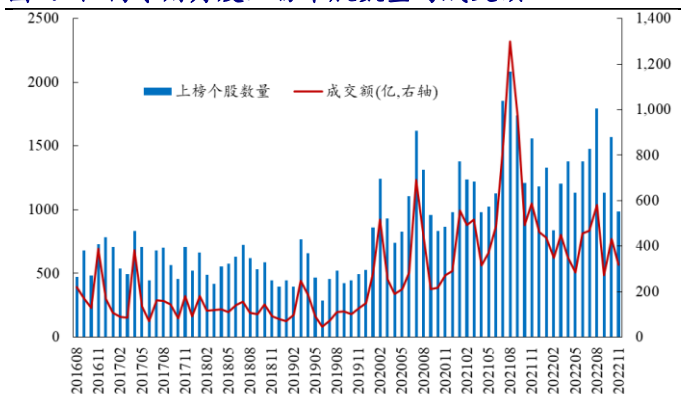
### 1.1、龙虎榜机构专用席位的 alpha

#### 1.1.1、不换手机构专用 vs 换手机构专用

机构专用席位是公募基金、保险等机构的专用交易席位，在龙虎榜买卖席位明细中，不同机构不作区分均以“机构专用”列示。2016 年 8 月份之后，机构专用席位的交易活跃度逐渐提升。从机构专用席位月度上榜个股数量和成交额来看（图 1），机构专用月均上榜个股数量为 870 只，月均成交额 280 亿，可以发现：机构专用是龙虎榜上活跃的交易席位。

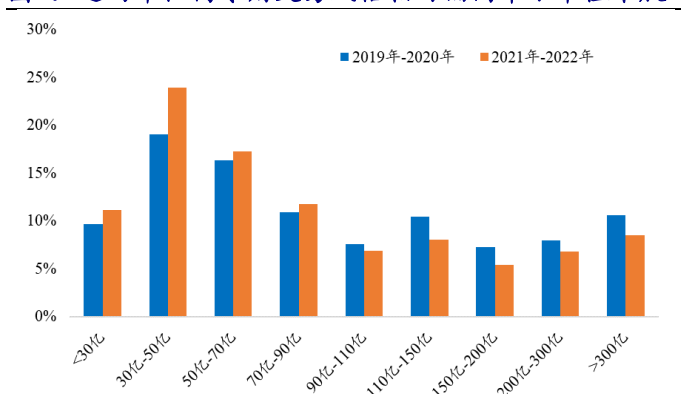
2021 年以来机构专用交易风格相对偏向中小市值个股。从不同年份机构专用交易个股市值分布来看（图 2），近两年高市值个股占比降低，中小市值个股占比提升，机构专用交易风格 2021 年以来相对偏向中小市值个股。

图1：机构专用月度上榜个股数量与成交额



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近两年机构专用交易风格相对偏向中小市值个股

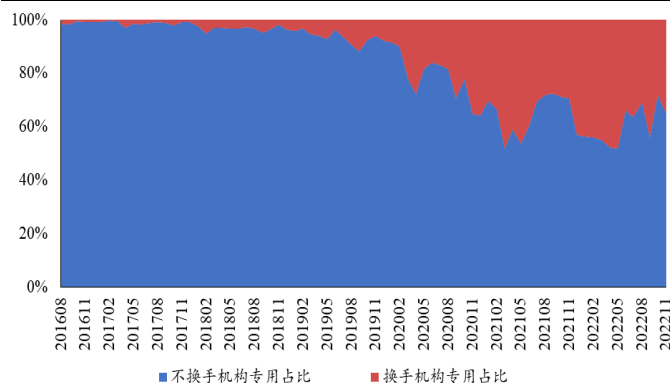


数据来源：Wind、开源证券研究所

进一步，我们尝试对机构专用进行分类。机构一般被限制日内反向交易，理论上龙虎榜上交易呈现为单向交易（只买入或只卖出）。但我们观察到部分机构专用席位在日内存在换手交易的情形。我们按照当日是否换手交易，将机构专用分为**不换手机构专用**和**换手机构专用**。逻辑上来讲，不换手机构专用能代表真实机构动向。

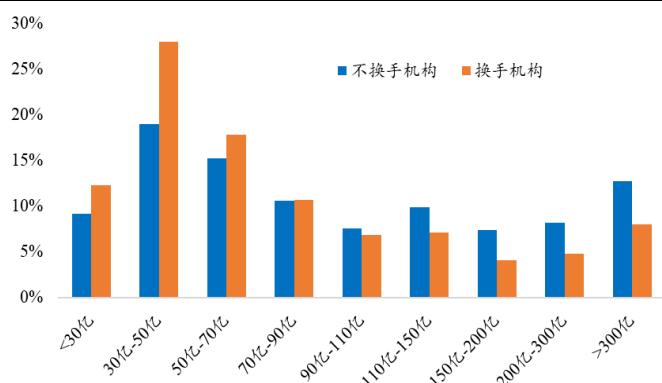
换手机构专用近几年上榜交易频率增加，交易个股市值相对偏小。从两类机构专用交易占比来看（图 3），近几年换手机构专用交易占比提升。机构专用上榜个股市值分布上（图 4），换手机构专用相对不换手机构专用交易个股市值相对偏小。

图3：两类机构专用交易占比：换手机机构专用占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：换手机机构专用上榜个股市值相对偏小



数据来源：Wind、开源证券研究所

换手机机构专用的协同营业部中伴随有量化私募身影。我们在报告《量化私募交易行为识别：龙虎榜营业部的新视角》中，识别出了若干量化私募营业部交易席位。我们列示了与换手机机构专用同时上榜次数靠前的营业部情况（表1），可以发现：排名靠前的部分营业部中，出现有量化私募营业部的身影。

表1：换手机机构专用协同次数靠前的营业部

| 营业部名称                     | 协同次数 |
|---------------------------|------|
| 中国国际金融股份有限公司上海分公司         | 2033 |
| 华鑫证券有限责任公司上海分公司           | 1836 |
| 中国中金财富证券有限公司北京宋庄路证券营业部    | 1137 |
| 中国银河证券股份有限公司北京中关村大街证券营业部  | 875  |
| 招商证券股份有限公司深圳招商证券大厦证券营业部   | 737  |
| 中国国际金融股份有限公司上海黄浦区湖滨路证券营业部 | 721  |
| 招商证券股份有限公司深圳深南东路证券营业部     | 715  |
| 财通证券股份有限公司杭州上塘路证券营业部      | 617  |
| 中信证券股份有限公司深圳分公司           | 480  |
| 中国银河证券股份有限公司绍兴证券营业部       | 458  |
| 中泰证券股份有限公司上海花园石桥路证券营业部    | 437  |
| 东莞证券股份有限公司北京分公司           | 428  |
| 招商证券股份有限公司上海牡丹江路证券营业部     | 403  |

数据来源：Wind、开源证券研究所

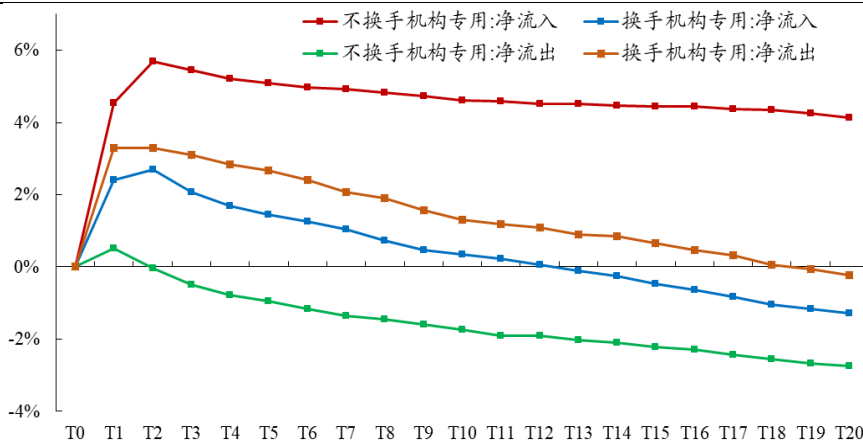
### 1.1.2、龙虎榜机构专用 alpha：不换手机机构专用更优

事件收益的核心在于如何刻画机构专用的买入强度，我们采用机构专用净流入金额、机构专用净流入占比、机构专用买卖席位数量等指标来刻画机构买入强度。样本划分上，首先区分不换手机机构专用与换手机机构专用，进一步将两类样本分为净流入和净流出，分别进行测试。

不换手机机构专用事件收益更优，其行为信息含量更高。从测试结果来看（图5）：在净流入样本中，不换手机机构专用的正向超额收益水平相对更高；在净流出样本中，不换手机机构专用的负向超额收益水平相对更高。在两类机构专用中，不换手机机构专用更能代表真实机构动向，其行为信息含量更高，事件收益相对更优。不换手机机构专用的行为动向更值得关注。



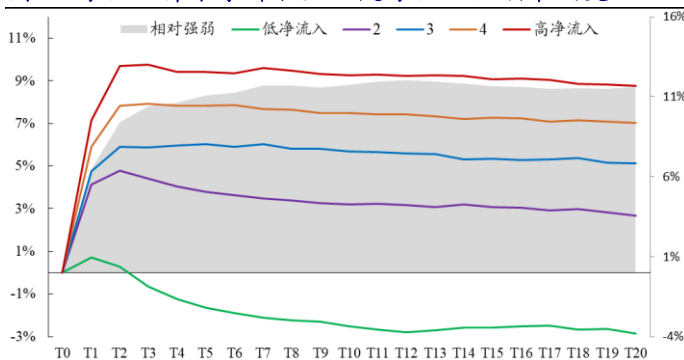
图5：两类机构专用：净流入样本与净流出样本的事件收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

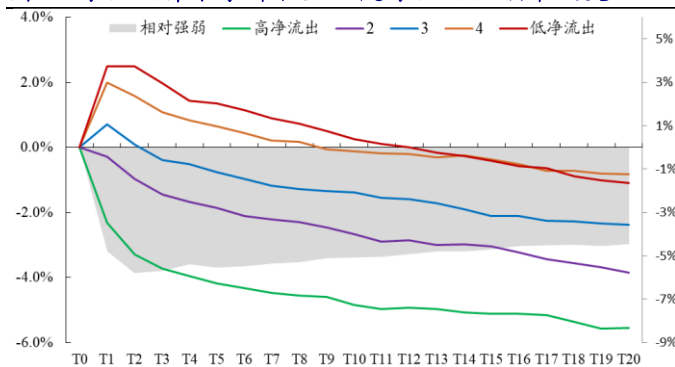
不换手机构专用事件超额收益随净流入金额单调变化。我们对不换手机构专用净流入样本和净流出样本，分别进一步进行5分组测试（图6，图7；其中相对强弱为多头组合空头组的相对收益差，下同）。在净流入和净流出样本中，随着净流入金额增加，超额收益呈现单调变化：净流入最高组20日累计正向超额收益为+8.76%，净流出最高组20日累计负向超额收益为-5.56%。

图6：净流入样本事件收益：随净流入金额单调变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

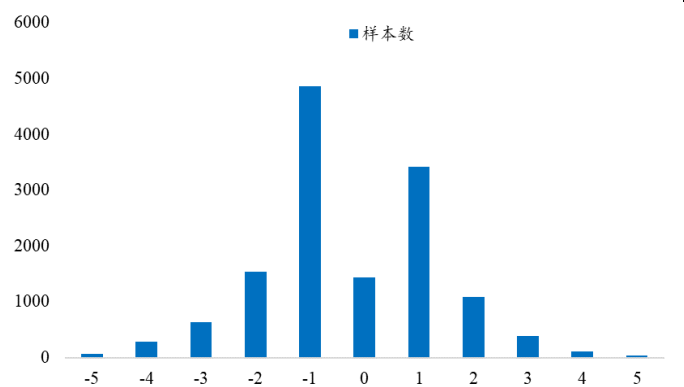
图7：净流出样本事件收益：随净流出金额单调变化



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：相对强弱调整为负向）

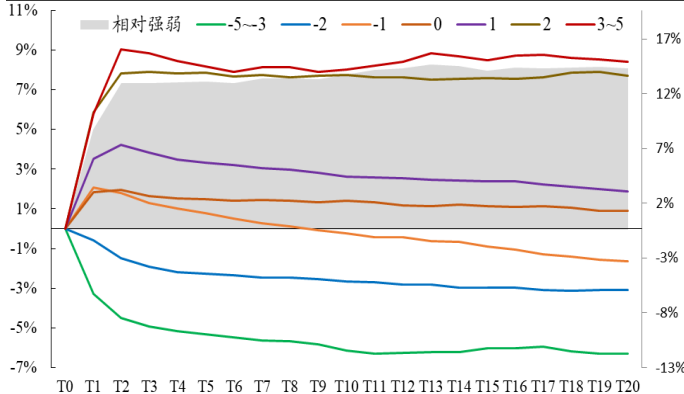
我们使用机构专用买卖席位数量衡量机构买卖强度。从不换手机构专用买卖数量的样本分布上看（图8），买入/卖出1个席位样本占比最高。我们按照机构专用买卖数量分组测试事件收益（图9）。随着机构专用买卖席位由负转正逐渐增大，不同分组超额收益整体单调变化。机构专用买卖数量能够很好的衡量机构买卖强度。

图8：不换手机构专用买卖数量样本分布



数据来源：Wind、开源证券研究所

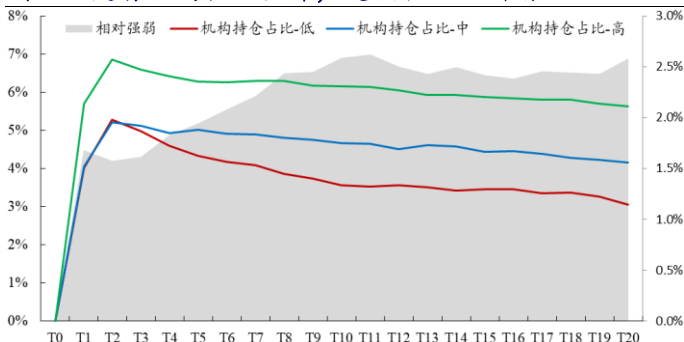
图9：不换手机构专用买卖数量事件收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

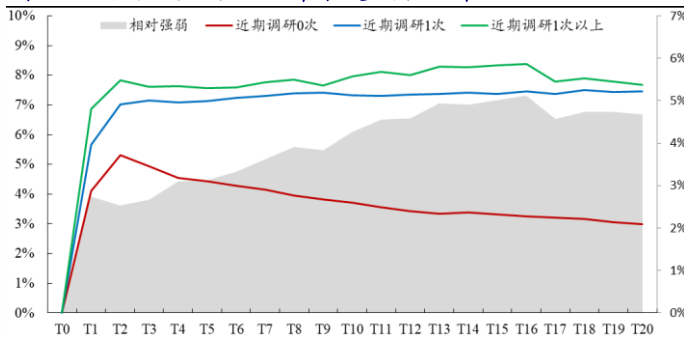
机构关注度越高，机构专用事件超额收益整体越强。我们使用近期调研数量和机构持仓占比指标，来衡量个股的机构关注度，并按照不同指标进行分组，测试事件收益（图 10，图 11）。机构持仓占比方面，在不换手机构专用净流入样本中，随着机构占比提升，超额收益逐渐增加。近期调研数量方面，在不换手机构专用净流入样本中，调研次数为 0 的样本超额收益最低。

图10：随着机构占比提升，超额收益逐渐增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：调研次数为 0 的样本超额收益最低



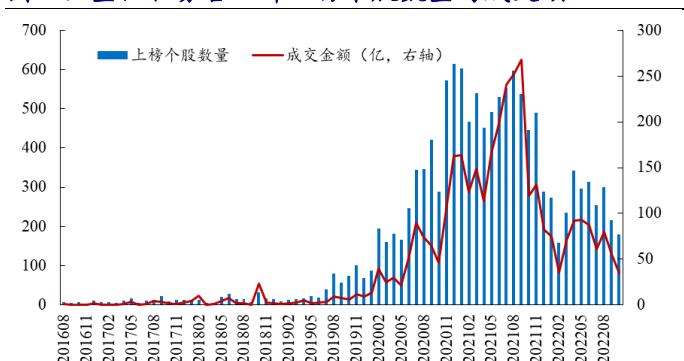
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、龙虎榜私募营业部席位的 alpha

### 1.2.1、量化私募营业部交易行为事件收益显著

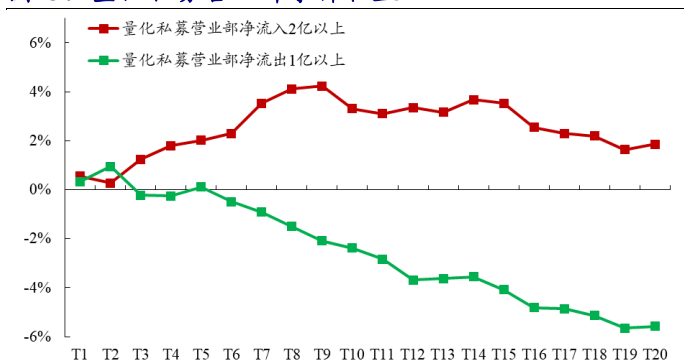
上文说到，我们在报告《量化私募交易行为识别：龙虎榜营业部的新视角》中，识别出了量化私募营业部。从量化私募营业部上榜个股数量与成交额上看（图 12），2020 年以后量化私募营业部交易活跃度提升，2021 年下半年以来交易活跃度有所回落。从事件收益上看：量化私募营业部净流入 2 亿元以上样本，区间正超额收益最高为+4.24%；量化私募营业部净流出 1 亿元以上样本，区间负超额收益最低为-5.64%。量化私募营业部交易行为事件收益显著。

图12：量化私募营业部上榜个股数量与成交额



数据来源：Wind、开源证券研究所

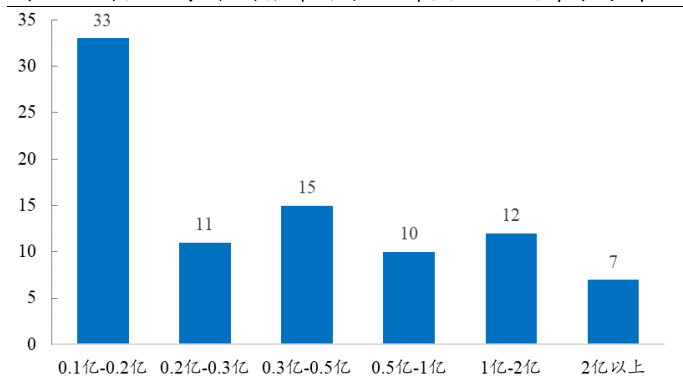
图13：量化私募营业部事件收益



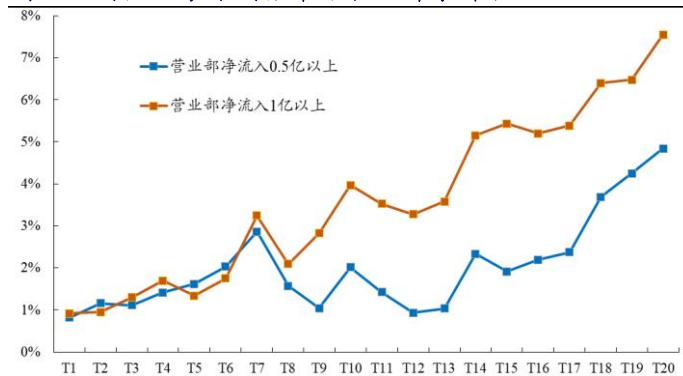
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2.2、权益私募营业部识别：国信证券深圳振华路

我们通过比对个股季报前十大股东和大宗交易明细，匹配出国信证券深圳振华路营业部为知名私募基金经理 GY\_FL 的交易席位。从 2017 年以来国信证券深圳振华路买入金额样本分布上看（图 14，剔除 1000w 以下样本），营业部交易较为活跃，买入额超过 5000w 样本为 29 次。从事件收益上看（图 15），营业部买入额超过 5000w 样本 20 日超额收益为+4.84%，营业部买入额超过 1 亿样本 20 日超额收益为+7.55%。我们也看了具体各个样本的收益情况，整体超额收益较为均匀。国信证券深圳振华路营业部买入行为超额收益显著。

**图14：国信证券深圳振华路营业部买入金额样本分布**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：国信证券深圳振华路营业部事件收益**


数据来源：Wind、开源证券研究所

举例来看，从龙虎榜买入明细可以发现，国信证券深圳振华路营业部在20210419大笔买入天齐锂业（002466.SZ）买入金额为4.2亿元。这表明该席位背后机构看好新能源上游锂资源行情。以20210419收盘价42.19计算，股价后续最高涨到143.17，最大涨幅为239.3%。

**图16：天齐锂业 20210419 龙虎榜买入明细**

天齐锂业(SZ002466)

上榜日期：2021-04-19

买入榜 2021-04-19

上榜理由：日涨幅偏离值达7%的证券

| 机构名称             | 买入金额     | 卖出金额     | 净额       | 买入占比   |
|------------------|----------|----------|----------|--------|
| 国信证券深圳振华路        | 4.21亿    | 63.88万   | 4.21亿    | 10.75% |
| 招商证券交易单元(353800) | 5680.22万 | 6320.20万 | -639.98万 | 1.45%  |
| 中国银河证券成都建设路      | 5329.41万 | 33.35万   | 5296.05万 | 1.36%  |
| 广发证券郑州农业路营业部     | 4668.88万 | 101.86万  | 4567.02万 | 1.19%  |
| 申万宏源证券武汉新华路      | 4222.23万 | 3948.00  | 4221.83万 | 1.08%  |
| 合计               | 6.20亿    | 6519.68万 | 5.55亿    | 15.82% |

数据来源：雪球、开源证券研究所

**图17：天齐锂业 20210419 后处于上涨趋势**


数据来源：雪球、开源证券研究所

## 2、机构调研个股的超额收益

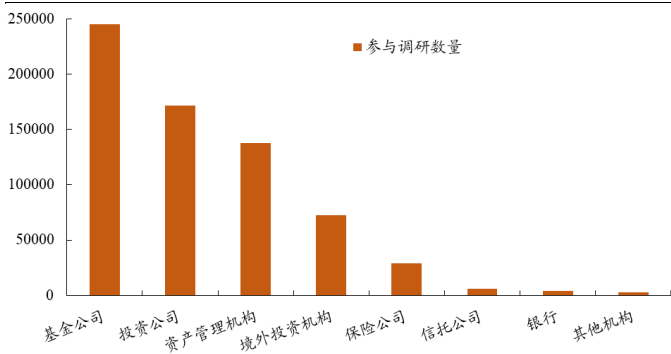
### 2.1、不同类型机构调研事件收益存在差异

我们在专题报告《机构调研个股的潜在超额收益的挖掘》中，对不同分类机构调研数据的alpha进行了事件收益测试。

从不同机构类型调研样本占比上看（图18），基金公司、投资公司等类型机构参与调研的样本占比靠前。不同机构类型调研事件收益表现上（图19），不同类型机构超额收益存在差异，其中基金公司调研样本超额收益表现相对较优。我们认为背后原因可能和不同机构的定价权差异有关：考虑到基金公司整体规模相对较大，假设在认可被调研公司逻辑的基础之上，其资金规模会对个股产生相对更大的正向冲击。

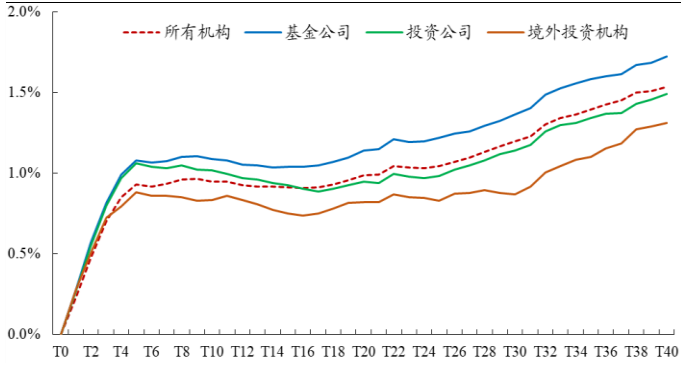


图18：不同机构类型调研：基金公司样本占比最高



数据来源：通联数据、开源证券研究所

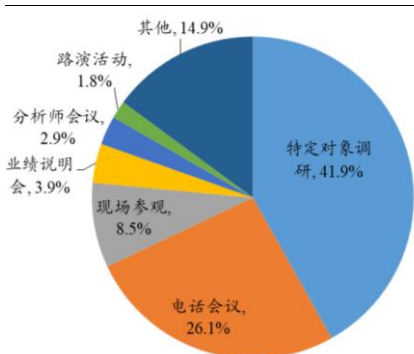
图19：基金公司调研个股超额收益表现相对较优



数据来源：通联数据、开源证券研究所

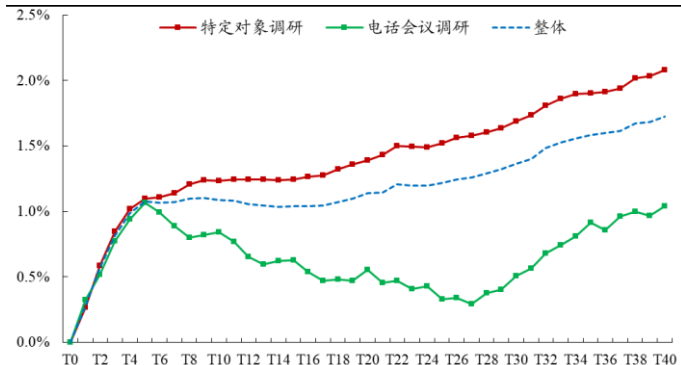
从不同调研类型占比来看（图 20），特定对象调研、电话会议调研占比最高，占比分别为 41.9%和 26.1%。我们对比了特定对象调研和电话会议调研的事件收益差异（图 21），特定对象调研超额收益优于电话会议调研。同时，电话会议调研超额收益显著低于机构调研整体收益水平。

图20：不同调研类型：特定对象调研和电话会议占比高



数据来源：通联数据、开源证券研究所

图21：特定对象调研超额收益优于电话会议调研

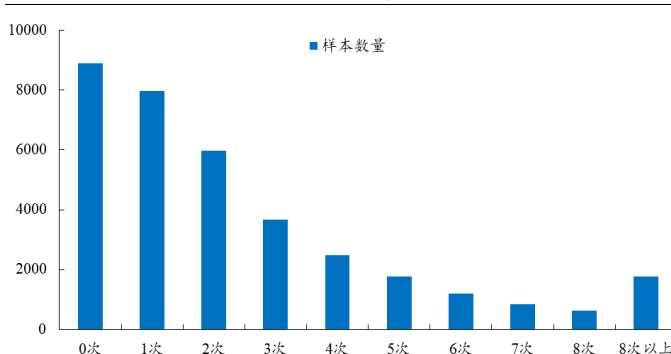


数据来源：通联数据、开源证券研究所

## 2.2、机构关注度影响机构调研收益水平

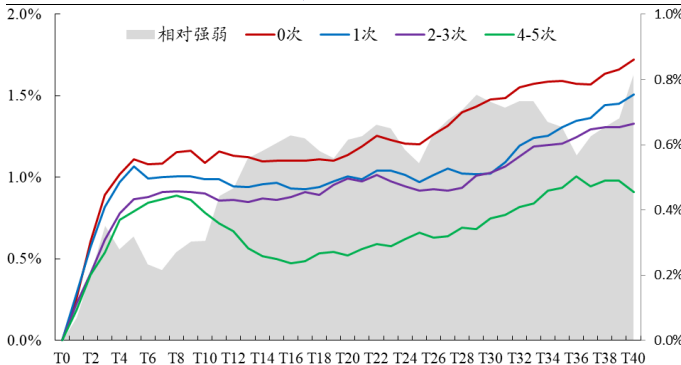
我们同样使用近期调研数量和机构持仓占比这两个指标，来衡量被调研个股的机构关注度。从近 3 个月被调研数量的样本分布上（图 22），主要样本集中在 0、1、2 次。事件收益上，整体上被调研次数越少超额收益越高，调研 0 次样本超额收益最高为 1.72%（图 23）。

图22：近 3 个月被调研数量的样本分布



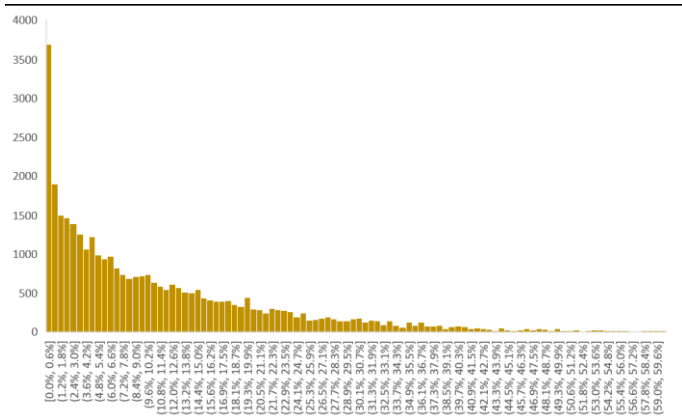
数据来源：通联数据、Wind、开源证券研究所

图23：近期被调研 0 次样本的超额收益最高

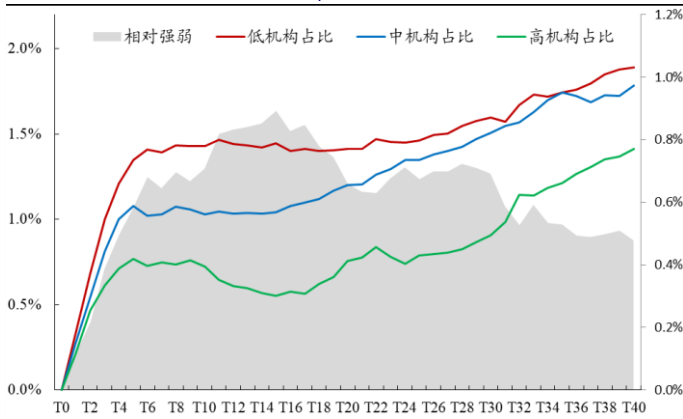


数据来源：通联数据、Wind、开源证券研究所

从机构持仓占比维度来看，所有样本的平均机构持仓占比水平为 10.8%。我们按照机构持仓占比，对样本进行分组，并分组测算事件收益（图 25）。机构持仓占比越低，个股超额收益水平整体越高，其中高机构占比组超额收益水平显著降低。结合上文近期调研数量分组的结论，我们可以大致得出结论：机构关注度低的个股在被调研后，可能蕴含更高的 alpha。

**图24：机构持仓占比频数分布：均值为 10.8%**


数据来源：通联数据、Wind、开源证券研究所

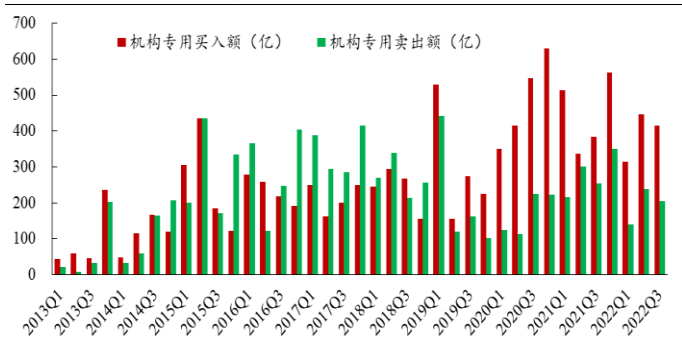
**图25：机构持仓占比越低，超额收益水平整体越高**


数据来源：通联数据、Wind、开源证券研究所

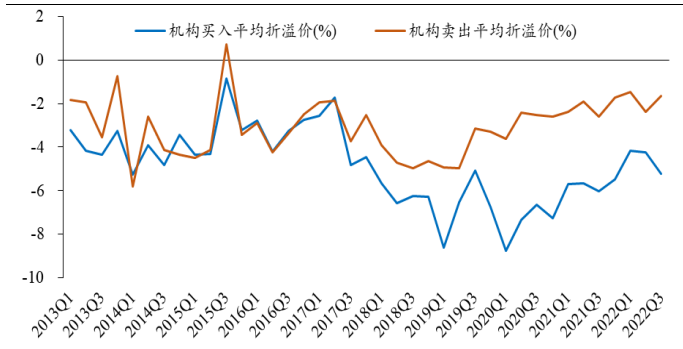
### 3、大宗交易信息蕴含的事件收益

#### 3.1、大宗交易机构专用席位：交易行为与超额收益

机构专用作为大宗交易中比较活跃的席位，能够代表机构在大宗交易上的行为动向。在大宗交易中，机构专用月度买卖成交额水平较高（图 26）。在大宗交易折溢价水平上，机构专用买入和卖出整体处于折价水平（图 27）。

**图26：大宗交易中，机构专用月度买入与卖出金额**


数据来源：Wind、开源证券研究所

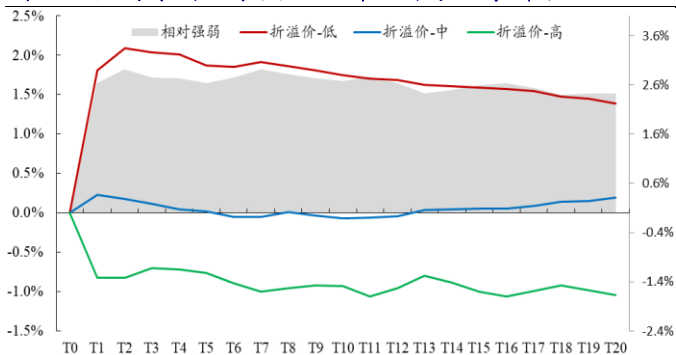
**图27：机构专用买入和卖出整体处于折价水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

事件收益测算上，我们可以参考龙虎榜机构专用的买卖强度刻画方法，比如：机构专用数量、净买卖金额等指标，进一步进行分组测试。由于思路方法比较一致，这里不再赘述。我们从交易折溢价水平出发，对机构专用买入和卖出样本分别进行分组，测试不同样本事件收益（图 28，图 29）。

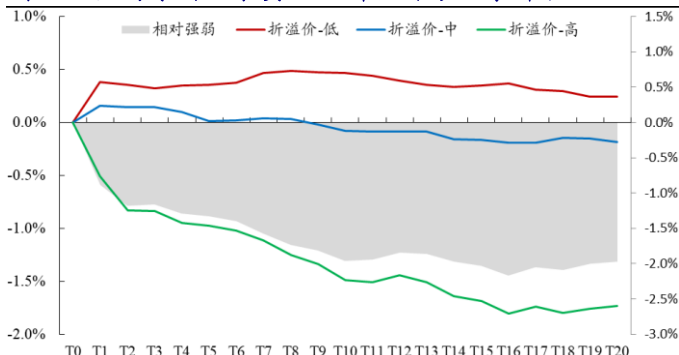
在机构专用买入和卖出样本中，事件收益水平随着折溢价水平单调变化。在机构专用大宗买入样本中，低折溢价组正超额收益显著，区间最高收益为 2.1%；在机构专用大宗卖出样本中，折溢价高组负超额收益显著，区间最低收益为 -1.8%。

图28：机构专用大宗买入：折溢价分组事件收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：机构专用大宗卖出：折溢价分组事件收益

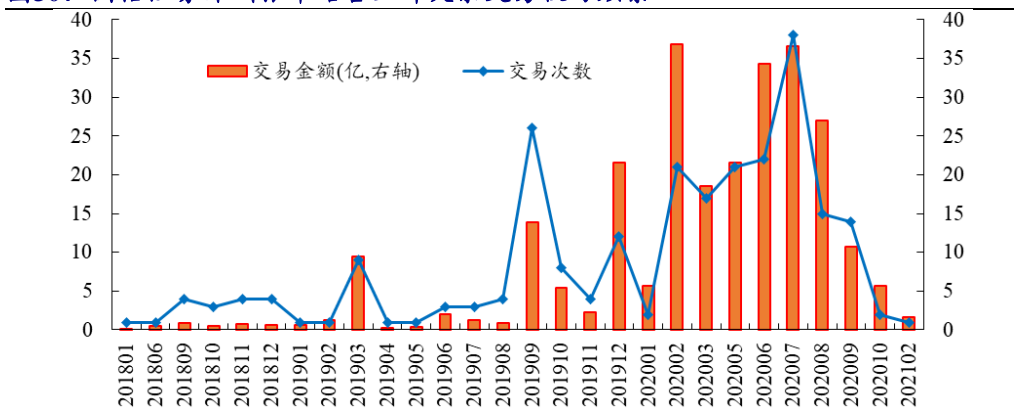


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：相对强弱调整为负向）

### 3.2、大宗交易权益私募席位：国信证券深圳振华路

在大宗交易中，知名私募基金经理 GY\_FL 席位国信证券深圳振华路营业部交易较为频繁。我们统计了该营业部 2017 年以来大宗交易买入情况（图 30），主要交易发生在 2019 年以后。特别是在 2020 年，营业部某些月份成交额甚至超过 30 亿。

图30：国信证券深圳振华路营业部大宗交易较为频繁



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们列示了营业部买入额靠前的 20 只股票明细，以及对应平均买入折溢价水平。从折溢价水平上看，不同个股买入均处于折价水平，因此营业部通过大宗交易买入的目的可能是低价获取个股筹码。例如中兴通讯的平均折价水平为-17.7%，整体买入成本要显著低于市场价格。

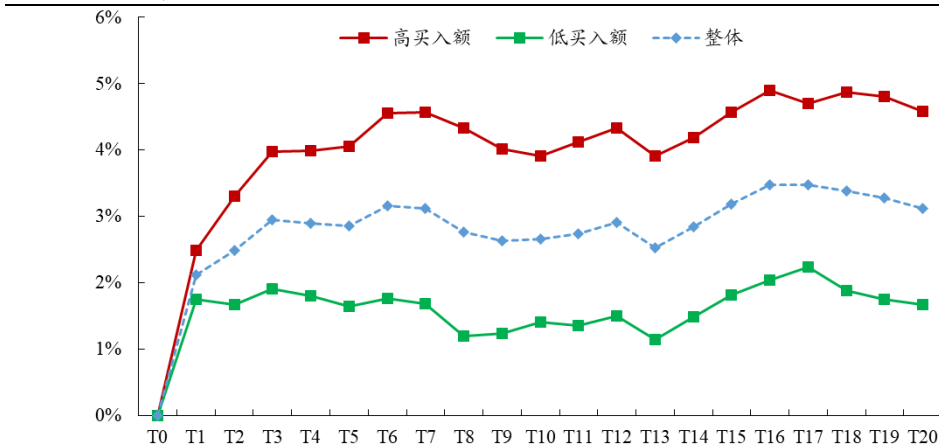
表2：国信证券深圳振华路营业部：大宗交易成交额 top20 个股明细

| 股票代码      | 股票名称 | 平均折溢价 (%) | 总成交额 (亿) | 股票代码      | 股票名称 | 平均折溢价 (%) | 总成交额 (亿) |
|-----------|------|-----------|----------|-----------|------|-----------|----------|
| 002602.SZ | 世纪华通 | -13.0     | 25.7     | 300418.SZ | 昆仑万维 | -14.1     | 6.6      |
| 002624.SZ | 完美世界 | -12.5     | 25.6     | 603882.SH | 金域医学 | -9.5      | 6.4      |
| 000938.SZ | 紫光股份 | -9.0      | 20.1     | 300207.SZ | 欣旺达  | -8.0      | 6.0      |
| 600085.SH | 同仁堂  | -3.5      | 18.7     | 300770.SZ | 新媒股份 | -10.4     | 6.0      |
| 002558.SZ | 巨人网络 | -13.1     | 15.6     | 002382.SZ | 蓝帆医疗 | -14.8     | 5.9      |
| 002625.SZ | 光启技术 | -13.7     | 15.1     | 600297.SH | 广汇汽车 | -5.1      | 5.7      |
| 002555.SZ | 三七互娱 | -11.6     | 8.5      | 601615.SH | 明阳智能 | -10.4     | 3.7      |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | -9.9      | 8.4      | 002085.SZ | 万丰奥威 | -13.7     | 2.8      |
| 300294.SZ | 博雅生物 | -11.0     | 7.4      | 600057.SH | 厦门象屿 | -6.3      | 2.8      |
| 000063.SZ | 中兴通讯 | -17.7     | 7.2      | 002456.SZ | 欧菲光  | -15.8     | 2.8      |

数据来源：Wind、开源证券研究所

事件收益上，我们测算了营业部买入的整体收益，并按照成交额分为高买入额和低买入额两组进行事件收益测试（图 31）。营业部 20 交易日整体超额收益为 3.13%，成交额能够对样本进行有效区分：高买入额组 20 日超额收益为 4.58%，低买入额组 20 日超额收益为 1.67%。

图31：营业部大宗交易整体超额收益为 3.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

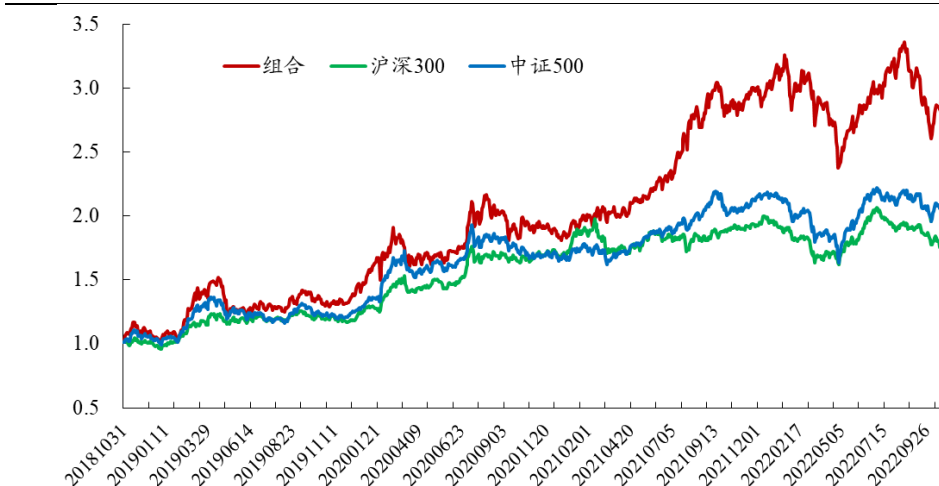
## 4、机构行为的组合收益与景气赛道追踪

### 4.1、机构行为事件组合收益表现较优

我们可以基于不同机构的交易行为，多重思路构建机构行为事件组合。多头维度上，龙虎榜机构专用买入、龙虎榜私募买入（量化+主动）、机构调研、大宗交易机构专用买入、大宗交易私募席位买入事件均具有正向超额收益；空头维度上，龙虎榜机构专用卖出、龙虎榜量化私募卖出、大宗交易机构专用卖出事件均具有负向超额收益。

这里我们从多头维度出发，构建机构行为事件组合。我们将上述具有正向超额收益行为事件进行简单筛选与叠加，其中龙虎榜机构专用买入样本持仓 10 交易日，其余样本持仓 20 交易日。组合内不同个股交易考虑了不同事件次日的可交易性、次日收益用日内收益率代替以及资金在个股间分配的成本等因素。

图32：机构行为事件组合：收益表现优于主要指数



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20181031-20221030）

从机构行为事件组合收益上看（图 32，表 3）：全时间区间内，组合年化收益率为 30.9%，收益表现优于同期沪深 300 指数（15.2%）和中证 500 指数（20.3%），各净值指标也整体占优。但从不同时间区间来看，相对超额水平存在波动，这与事件收益类策略的样本分布和风格偏离有关。

**表3：机构行为事件组合净值指标整体优于主要指数**

|        | 年化收益率 | 年化波动率 | 收益波动比 | 最大回撤  | 胜率    |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 组合收益   | 30.9% | 26.9% | 1.15  | 28.8% | 55.5% |
| 沪深 300 | 15.2% | 17.5% | 0.87  | 19.1% | 51.8% |
| 中证 500 | 20.3% | 20.1% | 1.01  | 25.5% | 54.7% |

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：20181031-20221030）

## 4.2、如何追踪新兴景气赛道：以龙虎榜机构专用为例

最后我们尝试提出一种量化与主动结合的思路。以龙虎榜机构专用为例：我们选择代表真实机构的不换手机构专用，动态跟踪机构买入强度高的个股样本，这里的高强度可以从净买入额、买入席位数量、净买入成交额占比等维度刻画。若在特定行业或赛道出现多个高强度样本，这时辅助以主观信息与判断，则有可能对新兴景气赛道进行提前挖掘和跟踪。下表列举了 2021 年以来的部分案例，主要包括芯片、油运、火电、地产等不同板块和细分赛道。虽然不同阶段识别需要结合主观，但我们觉得这为景气赛道的判断和把握提供了一个重要的参考维度。

**表4：龙虎榜机构专用交易：辅助跟踪挖掘景气赛道**

| 景气赛道 | 股票名称 | 日期       | 机构专用净买入额 | 机构专用买卖席位 | 净买入金额占成交额比例 |
|------|------|----------|----------|----------|-------------|
| 芯片   | 全志科技 | 20210331 | 1.4 亿    | 3        | 15.5%       |
|      | 富满电子 | 20210512 | 0.5 亿    | 2        | 8.8%        |
| 油运   | 招商南油 | 20220517 | 1.2 亿    | 2        | 7.4%        |
| 火电   | 青达环保 | 20220906 | 1.0 亿    | 4        | 45.4%       |
|      | 盛德鑫泰 | 20220915 | 0.4 亿    | 4        | 13.2%       |
| 地产   | 新城控股 | 20221109 | 1.9 亿    | 3        | 19.1%       |
|      | 万科 A | 20221111 | 1.8 亿    | 1        | 4.1%        |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、风险提示

模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级             | 说明                    |
|------|----------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn