

## 中信证券研究部

**赵乃乐**  
量化策略分析师  
S1010521050001

**王兆宇**  
首席量化策略分析师  
S1010514080008

**赵文荣**  
首席量化与配置分析师  
S1010512070002

**马普凡**  
量化策略分析师  
S1010520030001

**张依文**  
量化策略分析师  
S1010517080004

联系人：汪洋

联系人：李炜烨

## 核心观点

随着经济逐步恢复，核心资产业绩确定性溢价或边际降低，预期未被透支的“黑马”成长股或更有看点。本文以长期业绩稳定性一般、但短期业绩明显提升的黑马股为研究样本，从业绩增长的持续性、业绩预期透支幅度对黑马股进行精选。2012 年以来，黑马成长股精选组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 32.3%，信息比率 3.2。

■ **投资聚焦：关注业绩改善，精选黑马成长股。**（1）2021 年：从业绩确定性到业绩边际改善。随着疫情得到有效控制，经济逐步修复，预计业绩确定性溢价将略有降低，而业绩边际改善个股将呈现更高的配置价值。（2）获取超额收益新路径：精选“黑马”成长股。核心资产确定性溢价边际降低的背景下，预期未被透支、景气向上的黑马成长股或更有看点。

■ **策略框架：寻找预期未被透支的黑马股。**本文精选黑马成长股的过程分三个步骤：（1）定位黑马成长股。定位长期业绩稳定性一般或较差，但短期业绩明显提升的个股。（2）过滤成长持续性较弱的个股。长期业绩稳定性一般的个股成长持续性通常较弱，需优选未来业绩能够持续增长的个股。（3）精选业绩预期未被透支的个股。超额收益更多来源于未被市场充分预期的信息，预期、以及预期透支幅度的刻画对成长股投资至关重要。

■ **定位层：黑马成长股的刻画。**（1）定义黑马成长股为长期（3-5 年）业绩稳定性一般或较弱，但短期（MRQ、TTM）业绩显著提升的个股。（2）黑马成长股蕴含更多的超预期信息，其长期表现往往优于长期业绩稳定性强、同时短期业绩明显提升的白马成长股。（3）2012 年以来，黑马成长股组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 13.1%，组合股票平均数量为 258 只。

■ **过滤层：过滤成长持续性较弱的个股。**（1）长期业绩稳定性一般或较弱的个股成长持续性相对较弱，需优选未来业绩能够持续增长的个股。（2）主营业务快速扩张、成长趋势加速向上、长线投资者认可的个股未来业绩持续增长的可能性较高。（3）综合营收增速、成长趋势、外资观点刻画个股的业绩增长持续性，在黑马成长股组合中进一步优选成长持续性较高的 50 只股票，等权构建潜在业绩持续增长的黑马股组合。2012 年以来，组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 26.5%，信息比率为 2.8。

■ **精选层：多维度精选业绩预期未被透支的个股。**（1）量价特征：估值相对合理、财报发布前后市场反应积极的个股表现更优。（2）分析师行为：财报披露后分析师上调盈利预测从分析师的角度说明前期业绩预期未被大幅透支。（3）上市公司行为：上市公司可以在规定时间内自主选择业绩披露时间，选择较早披露的公司或对自己的业绩更有信心，能够从上市公司角度说明个股业绩可能超预期。（4）策略构建：从量价特征、分析师行为、上市公司行为多角度综合评价个股业绩预期透支幅度，在潜在业绩持续增长的黑马股组合中进一步精选预期透支幅度较低的 30 只个股。2012 年以来，组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 32.3%，信息比率为 3.2。

■ **结论与投资建议：**（1）随着经济逐步恢复，核心资产的业绩确定性溢价或边际降低，预期未被透支的黑马成长股或更有看点。（2）以长期业绩稳定性一般、但短期业绩大幅增长的黑马成长股为研究样本，从业绩增长的持续性、预期透支幅度对黑马成长股进行精选，构建黑马成长股精选组合。自 2012 年以来，组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 32.3%，信息比率 3.2。

■ **风险因素：**经济修复不及预期，模型风险。

## 目录

■ 投资聚焦：关注业绩边际改善，精选黑马成长股 .....	1
2021 年：从业绩确定性到业绩边际改善 .....	1
获取超额收益新路径：精选黑马成长股 .....	2
■ 策略框架：寻找预期未被透支的黑马股 .....	4
■ 定位层：黑马成长股的刻画 .....	5
长期业绩稳定性一般、但短期业绩显著增长的黑马股超额收益较高 .....	5
2012 年以来，黑马成长股组合相对中证 500 指数年化超额收益约 13% .....	7
■ 过滤层：过滤增长持续性较弱的个股 .....	9
营收增速：主营业务扩张带来的净利润增长更容易持续 .....	9
成长趋势：加速成长的个股业绩增长持续性或更强 .....	9
外资观点：财报外的信息增量 .....	10
潜在业绩持续增长的黑马股组合构建 .....	10
■ 精选层：精选业绩预期未被透支的个股 .....	11
量价特征：估值相对合理、财报发布后市场反应积极的个股表现更优 .....	11
分析师行为：财报披露后分析师上调盈利预测说明前期业绩预期未被透支 .....	13
上市公司行为：预计披露时点的增量信息 .....	14
黑马成长股精选组合构建 .....	14
■ 结论与投资建议 .....	15
■ 风险因素 .....	15

## 插图目录

图 1：全球主要经济体 2020 年 GDP 实际增速 .....	1
图 2：中信一级行业指数 2020 年收益率（单位：%） .....	1
图 3：全 A 滚动一致预期净利润增速中位数（%） .....	2
图 4：茅指数（8841415.WI）2020 年以来走势 .....	3
图 5：2019 年以来北向资金配置于沪深 300、中证 500、中证 1000 指数成份股的规模占比 .....	3
图 6：2019 年以来北向资金累计流入沪深 300、中证 500、中证 1000 指数成份股的规模占比 .....	4
图 7：黑马成长股精选策略构建框架 .....	4
图 8：基础空间内长期业绩稳定性因子分组表现 .....	6
图 9：基础空间内长期业绩稳定性因子分组年化收益率 .....	6
图 10：基础空间内短期业绩增长因子分组表现 .....	6
图 11：基础空间内短期业绩增长因子分组年化收益率 .....	6
图 12：同时按长期业绩稳定性、短期业绩增长分组各组合表现 .....	7
图 13：黑马成长股组合各期成份股数量统计 .....	8
图 14：黑马成长股组合历史净值 .....	8
图 15：黑马成长股组合空间内营收增速因子分组表现 .....	9
图 16：黑马成长股组合空间内营收增速因子分组年化收益率 .....	9

图 17: 黑马成长股组合空间内成长趋势因子分组表现 .....	10
图 18: 黑马成长股组合空间内成长趋势因子分组年化收益率 .....	10
图 19: 黑马成长股组合空间内外资观点因子分组表现 .....	10
图 20: 黑马成长股组合空间内外资观点因子分组年化收益率 .....	10
图 21: 潜在业绩持续增长的黑马股组合历史净值.....	11
图 22: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 相对估值因子分组净值情况 .....	12
图 23: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 相对估值因子分组年化收益率情况 ....	12
图 24: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 财报披露后首日超额收益因子分组净值情况 .....	12
图 25: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 财报披露后首日超额收益因子分组年化收益率情况.....	12
图 26: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 财报披露前放量因子分组净值情况 ....	13
图 27: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 财报披露前放量因子分组年化收益率情况 .....	13
图 28: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 分析师上调盈利预测占比因子分组净值情况 .....	14
图 29: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 分析师上调盈利预测占比因子分组年化收益率情况.....	14
图 30: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 预计披露时点因子分组净值情况 .....	14
图 31: 潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内, 预计披露时点因子分组年化收益率情况 .....	14
图 32: 黑马成长股精选组合历史净值.....	15

## 表格目录

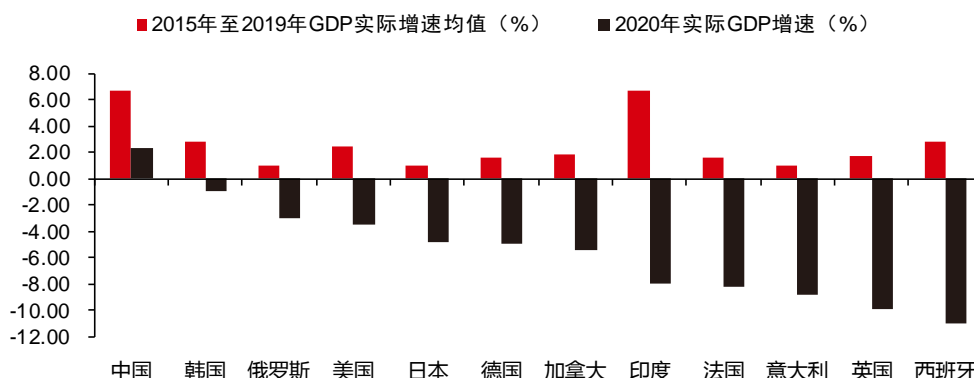
表 1: 公募主动股基 2020Q4 重仓股持仓市值前 10 家公司.....	2
表 2: 个股长期业绩稳定性与短期业绩增长的因子刻画方式 .....	5
表 3: 同时按长期业绩稳定性、短期业绩增长分组各组合 2011 年以来年化收益率 .....	7
表 4: 黑马成长股组合历史表现统计 .....	8
表 5: 潜在业绩持续增长的黑马股组合历史表现统计 .....	11
表 6: 黑马成长股精选组合历史表现统计 .....	15

## ■ 投资聚焦：关注业绩边际改善，精选黑马成长股

### 2021 年：从业绩确定性到业绩边际改善

2020 年，疫情的出现导致全球宏观经济环境不确定性增大。全球主要经济体 2020 年实际 GDP 增速均出现一定幅度下滑。其中，我国是唯一实现经济正增长的主要经济体，但实际 GDP 增速仍由 2015 年至 2019 年的年均 6.68% 下降至 2020 年的 2.27%；而印度、西班牙、英国 2020 年的实际 GDP 增速相较 2015 年至 2019 年的年均增速下滑超 10 个百分点。

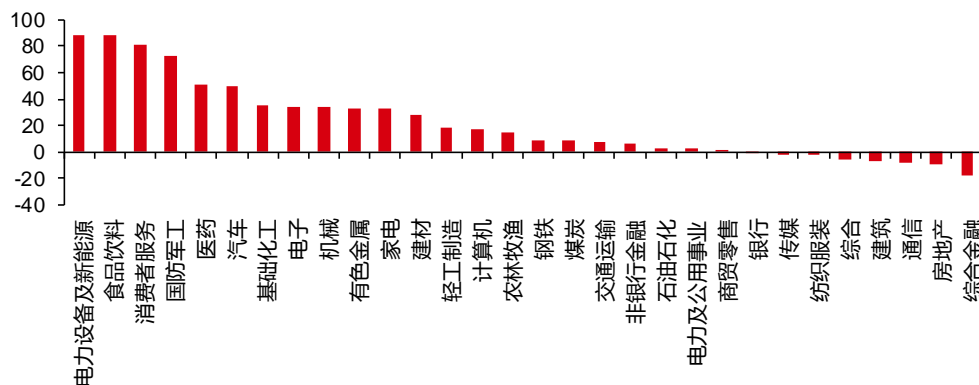
图 1：全球主要经济体 2020 年 GDP 实际增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

这一背景下，业绩确定性较强的板块受到投资者青睐。从 2020 年中信一级行业指数收益率看，电力设备及新能源（88.34%）、食品饮料（88.06%）、消费者服务（81.06%）收益率远高于沪深 300、中证 500 等宽基指数。而 A 股市场机构化程度提升、叠加新发基金的正反馈效应，则进一步推动“核心资产”获得更高确定性溢价。

图 2：中信一级行业指数 2020 年收益率（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

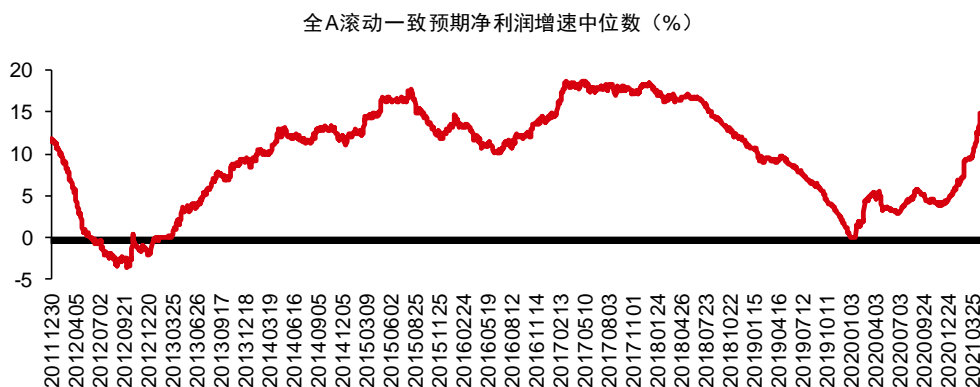
表 1：公募主动股基 2020Q4 重仓股持仓市值前 10 名公司

股票代码	股票名称	所属中信证券一级行业	持仓市值（亿元）	2020 年涨跌幅（%）
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	866.3	70.9
000858.SZ	五粮液	食品饮料	714.1	122.4
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	387.6	164.2
601888.SH	中国中免	消费者服务	359.3	218.7
300750.SZ	宁德时代	电力设备及新能源	343.7	230.5
601318.SH	中国平安	非银行金融	299.6	4.7
300760.SZ	迈瑞医疗	医药	292.4	135.5
601012.SH	隆基股份	电力设备及新能源	274	274.7
002475.SZ	立讯精密	电子	246.4	100.3

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：仅统计成立满 3 个月的普通股票型、偏股混合型公募基金（不包含行业、主题型基金）重仓股持仓

而今年以来，伴随疫情逐步得到控制，全球经济修复预期或将进一步被强化。A 股上市公司角度，由于国内疫情更早得到有效控制，A 股上市公司的滚动一致预期净利润增速中位数相对去年低点提升超 10%。随着 A 股上市公司业绩大幅改善，预计业绩确定性溢价将边际降低，而业绩改善个股将呈现更高的配置价值。

图 3：全 A 滚动一致预期净利润增速中位数（%）



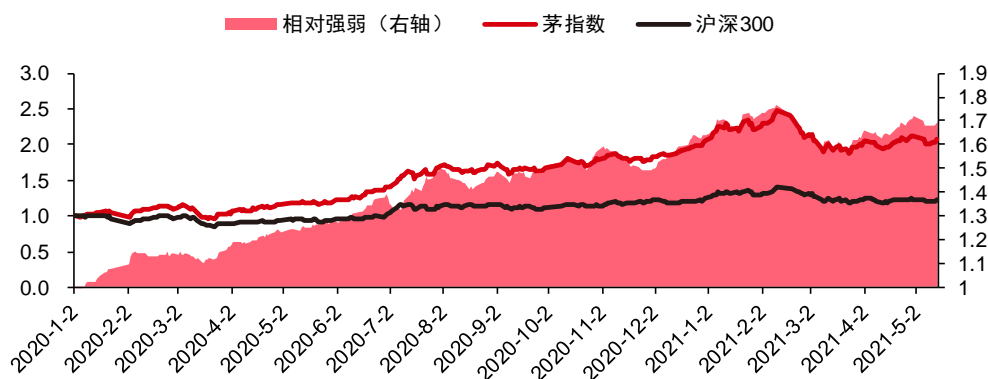
资料来源：朝阳永续一致预期，中信证券研究部 注：数据截至 2021 年 4 月 30 日

## 获取超额收益新路径：精选黑马成长股

业绩确定性溢价边际降低的判断在今年春节后的市场中得到验证，茅指数春节后波动幅度明显提升。2020 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 10 日期间，茅指数的收益率高达 147.1%，同期沪深 300 指数的收益率仅 39.9%；而 2021 年 2 月 18 日至 2021 年 5 月 14 日期间，茅指数跑输沪深 300 指数 3.8%，相对收益的最大回撤幅度高达 9.1%。



图 4：茅指数（8841415.WI）2020 年以来走势



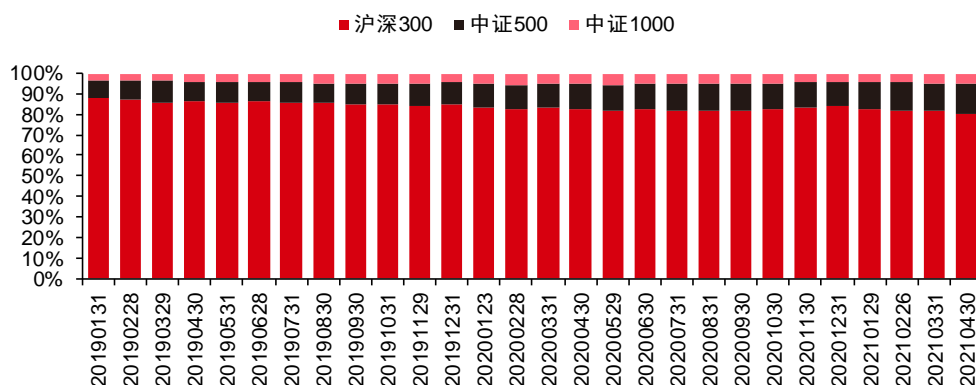
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2021 年 5 月 14 日

面对大盘成长风格股票波动加剧，投资者获取低频超额收益的路径或有两个方向：1）持仓下沉至中盘成长风格，寻找预期未被透支、景气向上的黑马成长股；2）持仓切换至低估值风格，在核心资产波动提升的环境下寻求一定安全边际。

由于 A 股市场近年来机构化程度已显著提升，同时企业成长空间通常是机构投资者选股时关注的重点，所以我们认为，相较于低估值风格股票，预期未被透支的黑马成长股更具配置价值。

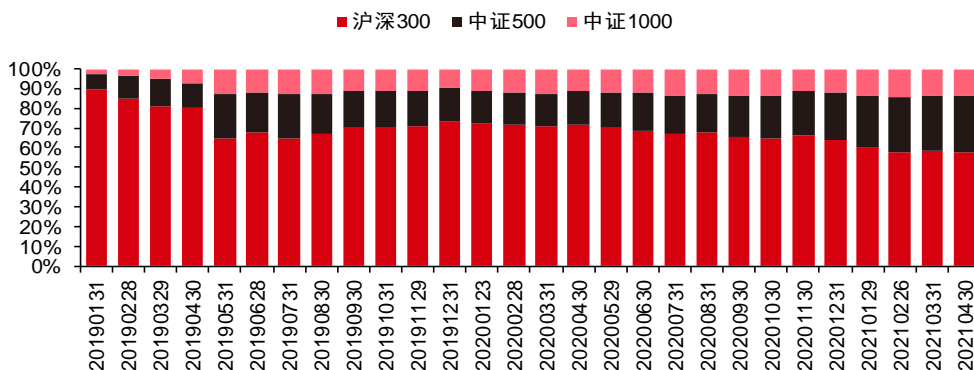
这一判断在北向资金近期的配置行为中得到印证。今年以来，北向资金相对更多地流入中小盘成长风格股票。存量资金角度，北向资金配置于沪深 300、中证 500、中证 1000 成份股的比例由 2020 年末的 83.7%、12.3%、4.0%变化为 2021 年 4 月末的 80.2%、14.9%、4.9%；增量资金角度，北向资金 2019 年以来累计流入沪深 300、中证 500、中证 1000 成份股的比例由 2020 年末的 64.0%、24.0%、12.0%变化为 2021 年 4 月末的 58.0%、28.1%、13.9%。

图 5：2019 年以来北向资金配置于沪深 300、中证 500、中证 1000 指数成份股的规模占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2021 年 4 月 30 日

图 6：2019 年以来北向资金累计流入沪深 300、中证 500、中证 1000 指数成份股的规模占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2021 年 4 月 30 日

## 策略框架：寻找预期未被透支的黑马股

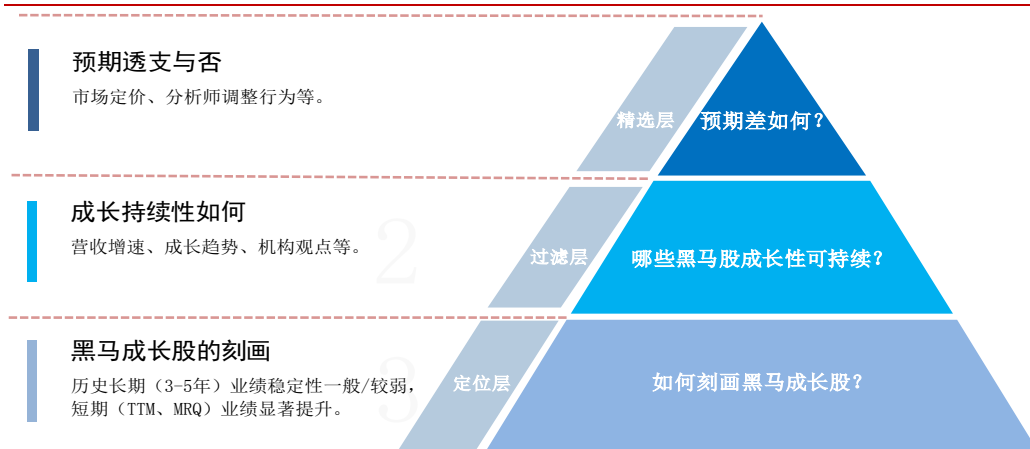
本文精选黑马成长股的框架可分为定位层、过滤层、精选层三部分，具体而言：

**1、定位层：定位黑马成长股。**定位长期（3-5 年）业绩稳定性一般或较弱，但短期业绩（MRQ、TTM）显著提升的个股。

**2、过滤层：过滤成长持续性较弱的个股。**长期业绩稳定性一般或较弱的个股业绩持续性相对较弱，需优选未来业绩能够持续增长的个股。

**3、精选层：精选预期未被透支的个股。**超额收益更多来源于未被市场充分预期的信息，业绩预期、以及业绩预期透支幅度的刻画对成长股投资至关重要。尤其是近年来，在极致成长风格的推动下，部分股票估值或已提前反映未来 3-5 年的成长性预期，短期内很难实现较高超额收益。

图 7：黑马成长股精选策略构建框架



资料来源：中信证券研究部绘制

## ■ 定位层：黑马成长股的刻画

### 长期业绩稳定性一般、但短期业绩显著增长的黑马股超额收益较高

我们定义黑马成长股为长期业绩稳定性一般或较弱，但短期业绩显著提升的个股。本文刻画个股长期业绩稳定性/短期业绩增长的因子如下表所示，具体而言，使用过去 4 年年报 ROE 稳定性、ROA 稳定性刻画个股长期业绩稳定性，使用季度、TTM 的净利润同比增速以及 ROE 同比变化刻画个股短期业绩增长。因子合成时，首先对子项因子值进行 zscore 标准化处理，然后按等权方式进行合成。

表 2：个股长期业绩稳定性与短期业绩增长的因子刻画方式

	因子名称	因子含义	因子算法
长期业绩稳定性	roestable4y	过去 4 年 roe 稳定性	过去 4 年年报 ROE 的均值/过去 4 年年报 ROE 的标准差
	roastable4y	过去 4 年 roa 稳定性	过去 4 年年报 ROA 的均值/过去 4 年年报 ROA 的标准差
短期业绩增长	yoyntp	季度净利润同比增速	(MRQ 净利润-去年同季净利润)/abs(去年同季净利润)
	yoyntptm	TTM 净利润同比增速	(TTM 净利润-去年同季 TTM 净利润)/abs(去年同季 TTM 净利润)
	deltaroe	季度 ROE 同比变化	当季 ROE-去年同季 ROE
	deltaroettm	TTMROE 同比变化	TTMROE-去年同季 TTMROE

资料来源：中信证券研究部

因子测试以及策略构建的基础空间如下所示：

1、每年 1 月、4 月、7 月、8 月、10 月末，选取已披露最新报告期业绩的个股。其中，1 月末对应的最新报告期为前 1 年 Q4，4 月末对应的最新报告期为当年 Q1，7、8 月末对应的最新报告期为当年 Q2，10 月末对应的最新报告期为当年 Q3。

2、剔除上市不满 1 年、过去 1 个月存在停牌、过去 1 个月日均成交额不足 1000 万元的个股。

3、为避免净利润增速因子受低基数影响，剔除去年同季单季净利润不足 500 万元、去年年报扣非净利润不足 1000 万元的个股。

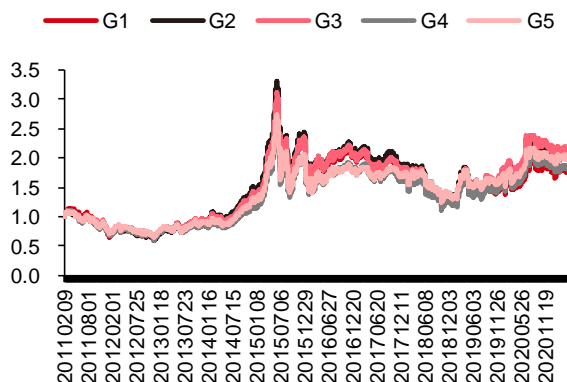
在因子分组测试时，每年 1 月、4 月、7 月、8 月、10 月末按因子值将股票由小至大分为 5 组，分别为 G1、G2、G3、G4、G5，并按等权方式构建组合。调仓交易费用按双边千分之三进行计算。

### 长期业绩稳定性因子：2017 年以来有效性大幅提升

长期业绩稳定性因子对个股相对收益的预测能力较弱，但因子有效性近年来逐渐提升。2011 年以来，长期业绩稳定性因子多空组合年化相对收益仅 1.2%，分组单调性亦相对较弱。但 2017 年以来，随着 A 股市场机构化程度提升，长期业绩稳定性因子有效性大幅提升，多空组合年化相对收益提升至 5.7%。

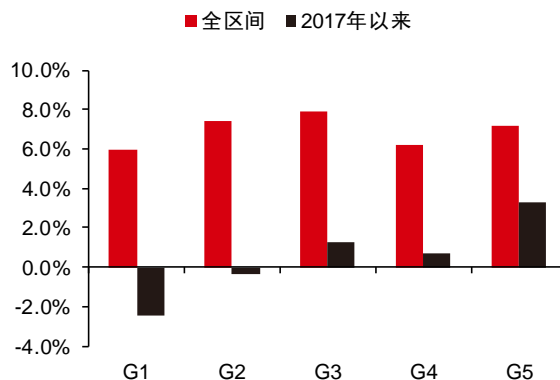


图 8：基础空间内长期业绩稳定性因子分组表现



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 9：基础空间内长期业绩稳定性因子分组年化收益率

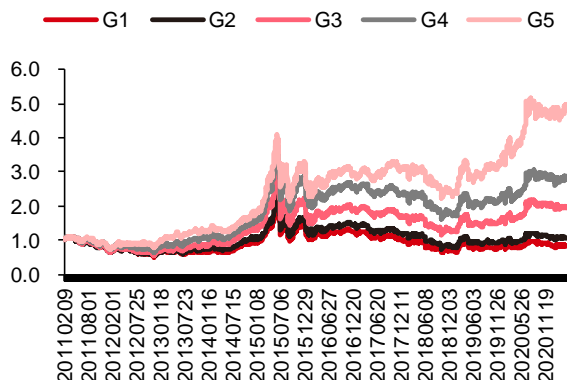


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

### 短期业绩增长因子：多空年化相对收益达 18.4%

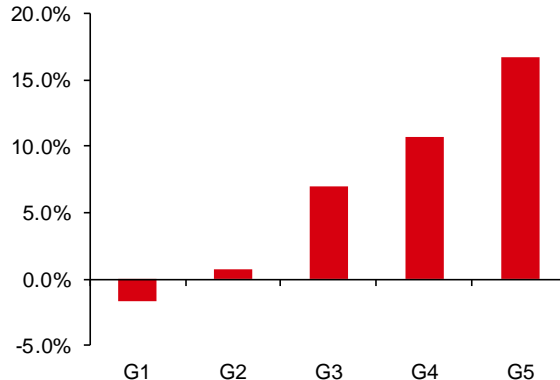
投资者对上市公司业绩的短期边际变化更敏感，短期业绩增长因子的收益预测能力较优，其多空组合年化相对收益往往高于长期业绩稳定性因子。2011 年以来，因子多空组合年化相对收益达 18.4%，分组收益单调性较强。

图 10：基础空间内短期业绩增长因子分组表现



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 11：基础空间内短期业绩增长因子分组年化收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

### 长期业绩稳定性一般或较差、但短期业绩显著增长的黑马股超额收益较高

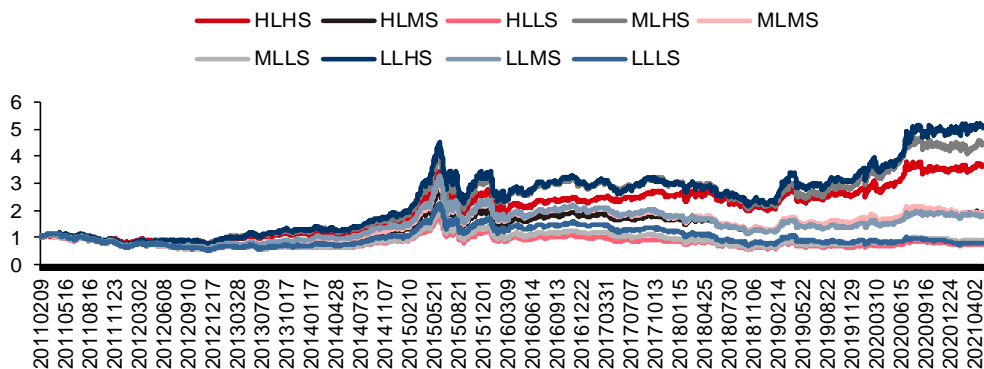
基础空间中，分别按短期业绩增长（S: Short）、长期业绩稳定性（L: Long）因子将个股等分为高（H: High, 25%）、中（M: Middle, 50%）、低（L: Low, 25%）三个组别。取交集可划分为九个组合，将组合按照“长期业绩稳定性组别-短期业绩增长组别”的方式命名。例如“HL-HS”表示长期业绩稳定性较优，且短期业绩增长性同样较优。

从九个组合的历史表现看，可以发现：

1) 无论长期业绩稳定性如何，短期业绩增长幅度较高的组合均表现相对较优（HL-HS、ML-HS、LL-HS）。

2) 长期业绩稳定性一般或较差、但短期业绩增长幅度较高的组合 (ML-HS、LL-HS, 定义为“黑马成长股”) 优于长期业绩稳定性较优、同时短期业绩增长幅度较高的组合 (HL-HS, 定义为“白马成长股”)。具体而言, 2011 年以来, HL-HS、ML-HS、LL-HS 组合的年化收益率分别为 13.6%、15.8%、17.3%, 或说明黑马成长股蕴含更多的超预期信息。

图 12: 同时按长期业绩稳定性、短期业绩增长分组各组合表现



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 时间截至 20210514

表 3: 同时按长期业绩稳定性、短期业绩增长分组各组合 2011 年以来年化收益率

		短期业绩增长		
		高	中	低
长期业绩稳定性	高	13.6%	6.7%	-2.8%
	中	15.8%	6.6%	-0.9%
	低	17.3%	6.0%	-2.2%

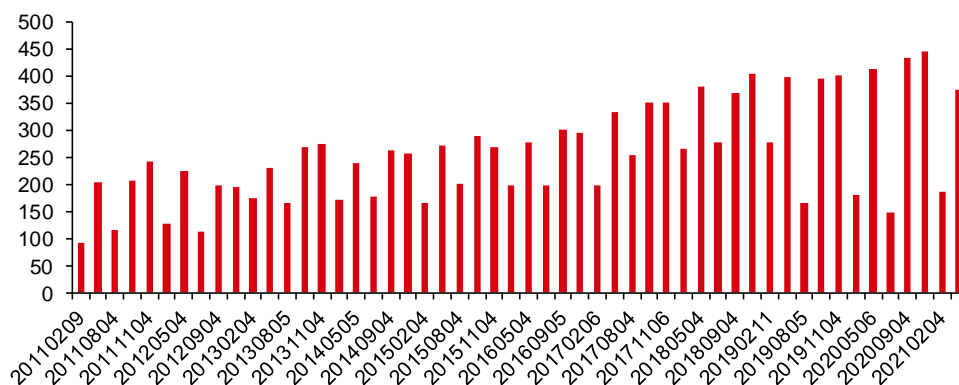
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 时间截至 20210514

## 2012 年以来, 黑马成长股组合相对中证 500 指数年化超额收益约 13%

基础空间中, 每年 1 月、4 月、7 月、8 月、10 月末, 选取长期业绩稳定性一般或较差、但短期业绩增长幅度较高的组合中 (ML-HS、LL-HS) 股票作为黑马成长股组合成份股。

2011 年以来, 黑马成长股组合股票平均数量为 258 只, 依赖业绩预告数据的 1 月末、7 月末成份股数量相对较少, 而依赖正式财报数据的 4 月、8 月、10 月末成份股数量较多。

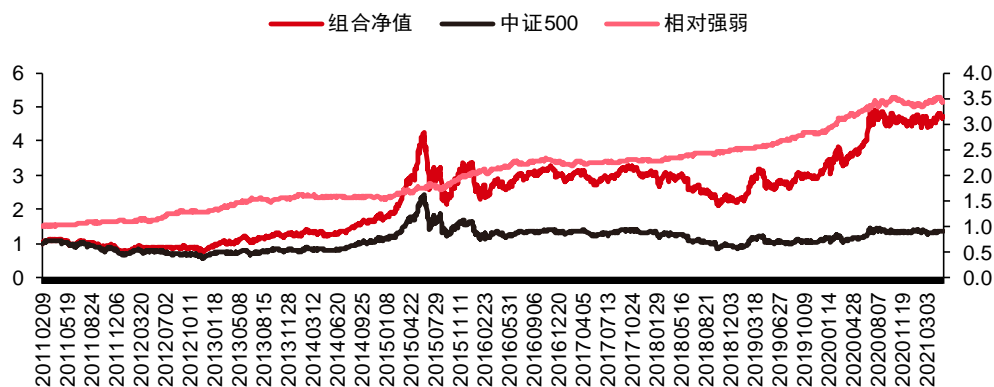
图 13：黑马成长股组合各期成份股数量统计



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

2012 年至 2021 年 5 月 14 日期间，黑马成长股组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 13.1%，信息比率为 2.4，相对收益的最大回撤幅度为 7%。

图 14：黑马成长股组合历史净值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

表 4：黑马成长股组合历史表现统计

年份	区间收益	区间中证 500 指数收益	区间超额收益	年化超额收益	跟踪误差	信息比率	相对收益最大回撤
2012	17.0%	0.3%	16.7%	16.7%	5.5%	3.0	4.6%
2013	41.9%	16.9%	25.0%	25.0%	6.3%	4.1	5.4%
2014	35.5%	39.0%	-3.5%	-3.5%	5.2%	-0.7	4.9%
2015	90.0%	43.1%	46.9%	46.9%	8.8%	5.4	7.0%
2016	-9.6%	-17.8%	8.2%	8.2%	5.3%	1.6	4.2%
2017	1.2%	-0.2%	1.4%	1.4%	3.6%	0.4	3.3%
2018	-26.8%	-33.3%	6.5%	6.5%	3.7%	1.8	2.0%
2019	43.2%	26.4%	16.8%	16.8%	3.9%	4.3	1.6%
2020	43.6%	20.9%	22.7%	22.7%	5.4%	4.2	4.1%
2021	4.1%	2.5%	1.6%	4.7%	6.3%	0.7	2.7%
全部	367.9%	37.9%	330.0%	13.1%	5.4%	2.4	7.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## ■ 过滤层：过滤增长持续性较弱的个股

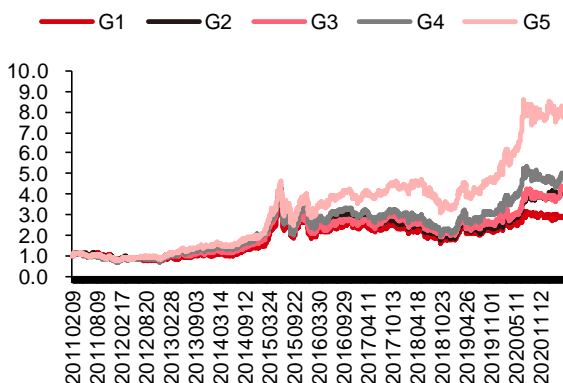
长期业绩稳定性一般或较弱的个股业绩持续性相对较弱，需优选未来业绩能够持续增长的个股。本文通过三个维度刻画个股增长持续性：1) 营收增速：主营业务扩张带来的净利润增长更容易持续；2) 成长趋势：加速增长的个股更有可能处于景气向上周期，其业绩更容易持续增长；3) 外资观点：长线机构投资者的投资行为依赖对个股的长期投资价值判断，配置比例更高、资金净流入的个股，未来成长持续性或更强。

本部分因子测试时，我们仍沿用每年 1 月、4 月、7 月、8 月、10 月末进行调仓的方式，在黑马成长股组合空间内，进一步进行分组测试。

### 营收增速：主营业务扩张带来的净利润增长更容易持续

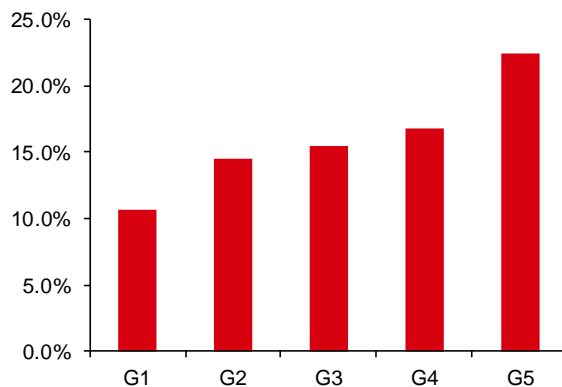
以单季度营收同比增速衡量主营业务扩张幅度。2011 年以来，黑马成长股组合空间内，单季度营收同比增速因子具有很好的区分效果，因子多空组合年化相对收益率为 11.7%，或说明主营业务扩张带来的净利润增长更容易持续。

图 15：黑马成长股组合空间内营收增速因子分组表现



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 16：黑马成长股组合空间内营收增速因子分组年化收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

### 成长趋势：加速成长的个股业绩增长持续性或更强

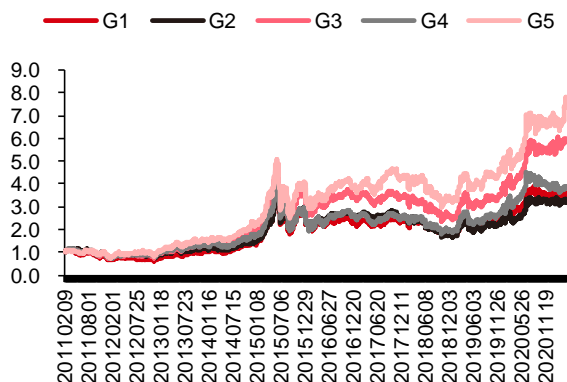
加速增长的个股更有可能处于景气向上周期，其业绩更容易持续增长。本文以净利润成长趋势因子、营收成长趋势因子等权合成个股的成长趋势因子。具体定义如下：

$$\text{净利润成长趋势} = \frac{\text{单季净利润同比增速分位点} - \text{过去 8 个季度单季净利润同比增速分位点的均值}}{\text{过去 8 个季度单季净利润同比增速分位点的标准差}}$$

$$\text{营收成长趋势} = \frac{\text{单季营收同比增速分位点} - \text{过去 8 个季度单季营收同比增速分位点的均值}}{\text{过去 8 个季度单季营收同比增速分位点的标准差}}$$

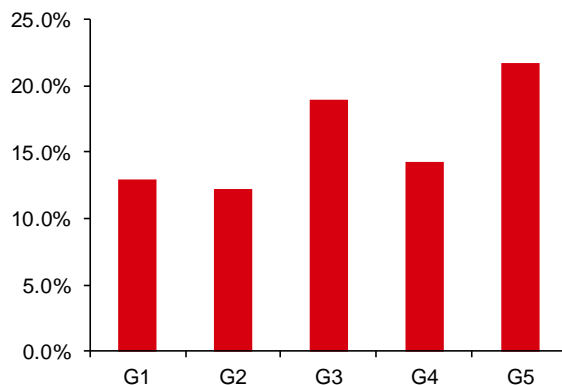
2011 年以来，黑马成长股组合空间内，成长趋势因子的分组单调性稍弱于营收增速，但因子多空组合年化相对收益率达到 8.7%。

图 17：黑马成长股组合空间内成长趋势因子分组表现



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 18：黑马成长股组合空间内成长趋势因子分组年化收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 外资观点：财报外的信息增量

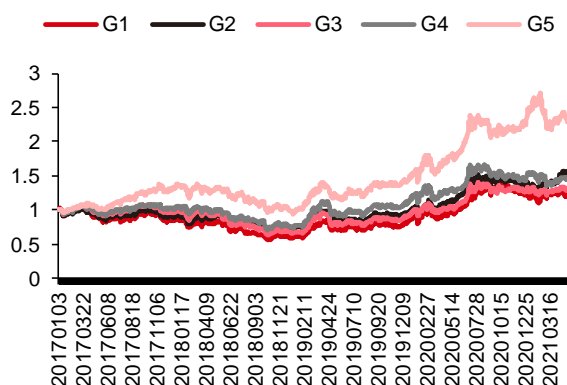
长线机构投资者的投资行为依赖对个股的长期投资价值判断，配置比例更高、资金净流入的个股未来成长持续性或更强。本文从静态、动态两个维度刻画外资观点，使用北向资金持股占比因子刻画外资的静态观点，使用北向资金持股占比月度变动因子刻画外资的动态观点。并使用上述两因子等权合成外资买入行为因子。

$$\text{北向资金持股占比} = \text{北向资金持股数量} / \text{A 股股本数量}$$

$$\text{北向资金持股占比月度变动} = \text{北向资金最新持股占比} - \text{北向资金上月持股占比}$$

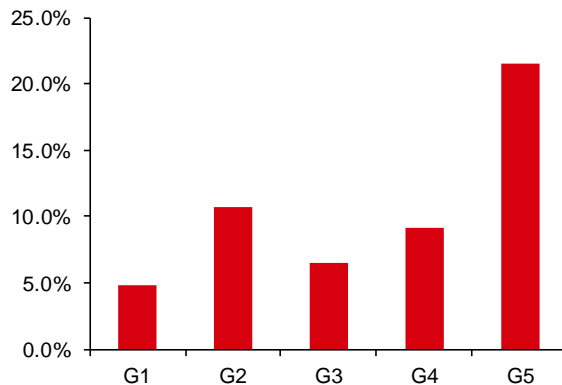
2017 年以来，黑马成长股组合空间内，外资观点因子分组后多头组合年化收益率高达 21.5%，远高于其他四个组合。

图 19：黑马成长股组合空间内外资观点因子分组表现



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 20：黑马成长股组合空间内外资观点因子分组年化收益率



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 潜在业绩持续增长的黑马股组合构建

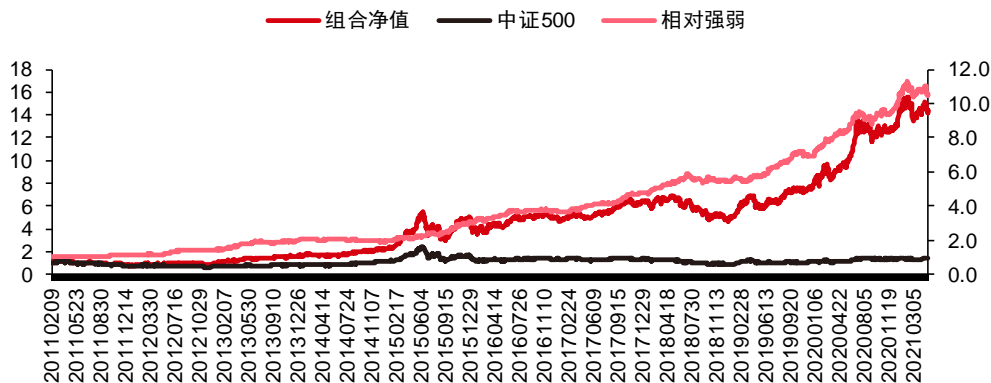
根据上述因子分析结果，以营收增速、成长趋势、外资观点因子等权合成，综合评价个股的业绩持续性，选取业绩持续性排名前 50 的个股等权构建潜在业绩持续增长的黑马



股组合。

2012 年至 2021 年 5 月 14 日期间，潜在业绩持续增长的黑马股组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 26.5%，信息比率为 2.8，相对收益的最大回撤幅度为 10%。

图 21：潜在业绩持续增长的黑马股组合历史净值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

表 5：潜在业绩持续增长的黑马股组合历史表现统计

年份	区间收益	区间中证 500 指数收益	区间超额收益	年化超额收益	跟踪误差	信息比率	相对收益最大回撤
2012	24.6%	0.3%	24.3%	24.4%	8.8%	2.8	6.4%
2013	62.0%	16.9%	45.1%	46.6%	11.6%	4.0	7.8%
2014	35.1%	39.0%	-3.9%	-3.9%	8.4%	-0.5	9.9%
2015	127.2%	43.1%	84.0%	84.0%	13.9%	6.1	5.5%
2016	1.0%	-17.8%	18.8%	18.8%	8.0%	2.4	4.6%
2017	27.1%	-0.2%	27.3%	27.3%	6.1%	4.5	3.3%
2018	-23.5%	-33.3%	9.8%	9.8%	8.3%	1.2	8.4%
2019	59.7%	26.4%	33.3%	33.3%	7.7%	4.3	4.6%
2020	75.8%	20.9%	54.9%	55.3%	9.6%	5.8	7.4%
2021	6.6%	2.5%	4.1%	12.6%	13.7%	0.9	8.1%
全部	1324.5%	37.9%	1286.6%	26.5%	9.3%	2.8	9.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## ■ 精选层：精选业绩预期未被透支的个股

超额收益更多来源于未被市场充分预期的信息，业绩预期、以及业绩预期透支幅度的刻画对成长股投资至关重要。本文通过量价特征、分析师行为、上市公司行为三个角度对预期透支幅度进行刻画。

### 量价特征：估值相对合理、财报发布后市场反应积极的个股表现更优

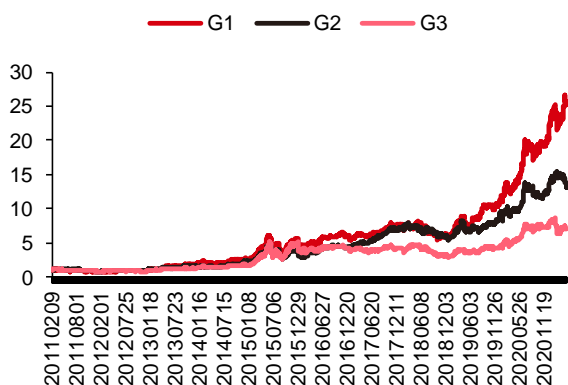
#### 估值过高或说明成长性预期已被大幅透支

股票估值过高或说明成长性预期已被大幅透支。由于传统市盈率指标并不完全适用于成长股估值，本文使用相对估值因子衡量个股估值。相对估值因子定义如下：

相对估值因子 = PETTM 截面分位点 - 净利润 TTM 同比增速截面分位点

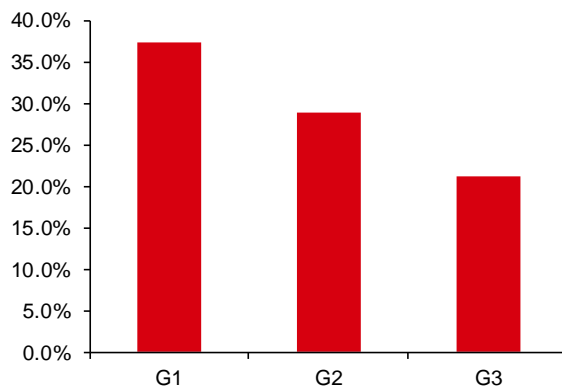
2011 年以来，潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，进一步按相对估值因子进行分组测试。估值相对较低的组合表现较优，G1 组年化收益率达到 37.4%，而 G3 组年化收益率仅 21.1%，多空组合年化相对收益率达 16.2%。

图 22：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，相对估值因子分组净值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 23：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，相对估值因子分组年化收益率情况



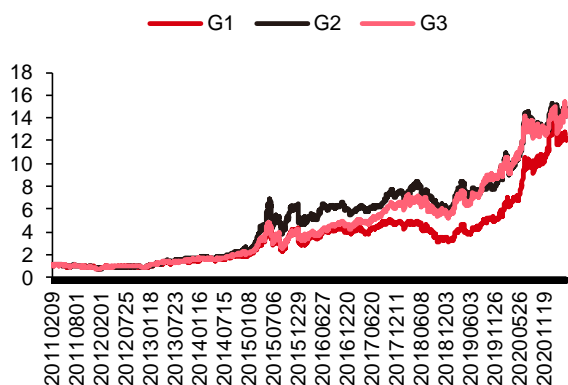
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 财报披露后首日超额收益能够体现投资者对财报信息的真实反应

财报披露后首日超额收益能够体现投资者对财报信息的真实反应，如股价表现较强则说明财报中存在超预期信息，从侧面证明个股业绩预期未被大幅透支。

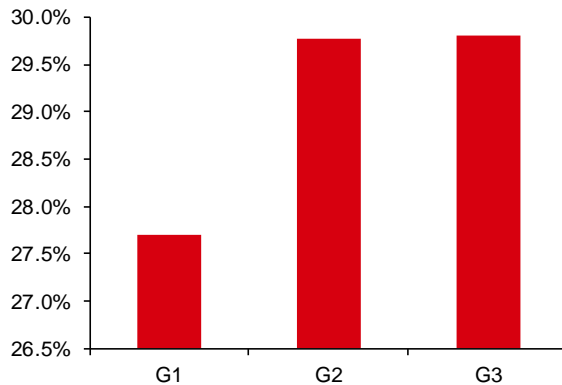
2011 年以来，潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，进一步按财报披露后首日超额收益因子进行分组测试。财报披露后首日超额收益较高的组别表现较优，G1、G2、G3 组的年化收益率分别为 27.7%、29.8%、29.9%。

图 24：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，财报披露后首日超额收益因子分组净值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 25：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，财报披露后首日超额收益因子分组年化收益率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

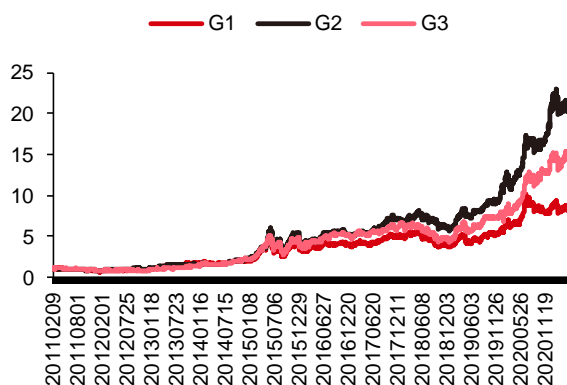
## 财报披露前放量或说明存在“前瞻交易者”进行潜伏

财报披露前放量或说明存在“前瞻交易者”潜伏。财报前放量因子的定义如下所示：

财报前放量因子 = 财报公告前 3 个交易日日均成交量/财报公告前 1 个月日均成交量

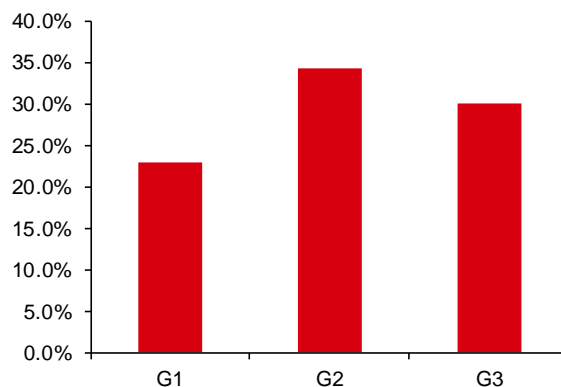
2011 年以来，潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，进一步按财报前放量因子进行分组测试。财报前放量幅度较高的组别表现较优，G1、G2、G3 组的年化收益率分别为 23.0%、34.3%、30.1%。

图 26：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，财报披露前放量因子分组净值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 27：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，财报披露前放量因子分组年化收益率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

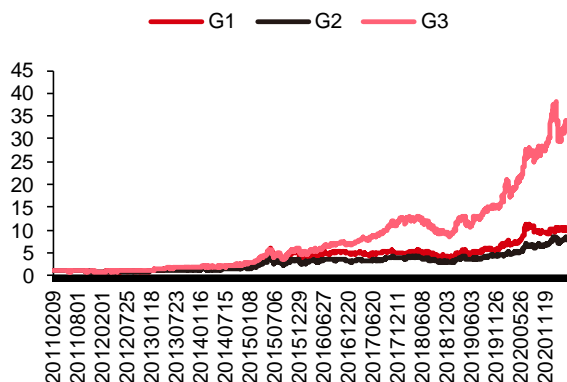
## 分析师行为：财报披露后分析师上调盈利预测说明前期业绩预期未被透支

如果财报披露后分析师上调盈利预测，则说明从分析师角度看，股票前期业绩预期未被大幅透支。具体而言，本文使用财报披露后 5 个自然日内分析师上调盈利预测报告数量占比因子刻画业绩预期透支幅度。

分析师上调盈利预测报告占比 =  $\frac{\text{财报披露后 5 个自然日内的分析师上调盈利预测报告数}}{\text{财报披露后 5 个自然日内的分析师发布报告数量}}$

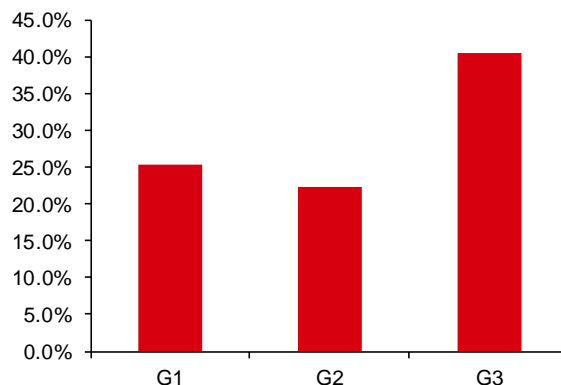
2011 年以来，潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，进一步按分析师上调盈利预测占比因子进行分组测试。分析师上调盈利预测占比较高的组别表现较优，G1、G2、G3 组的年化收益率分别为 25.3%、22.3%、40.6%。

图 28：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，分析师上调盈利预测占比因子分组净值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 29：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，分析师上调盈利预测占比因子分组年化收益率情况



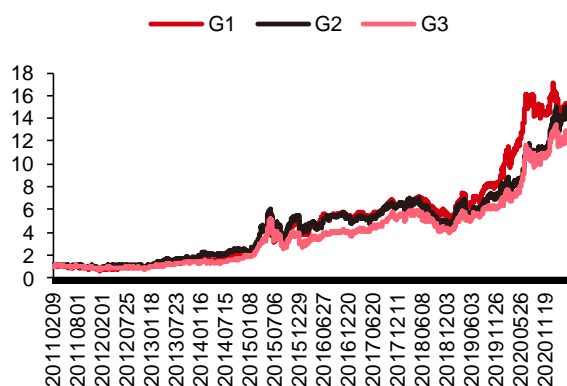
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 上市公司行为：预计披露时点的增量信息

上市公司可以在规定时间内自主选择披露时间，选择较早披露的公司或对自身的业绩更有信心，从上市公司角度说明个股业绩存在超预期。

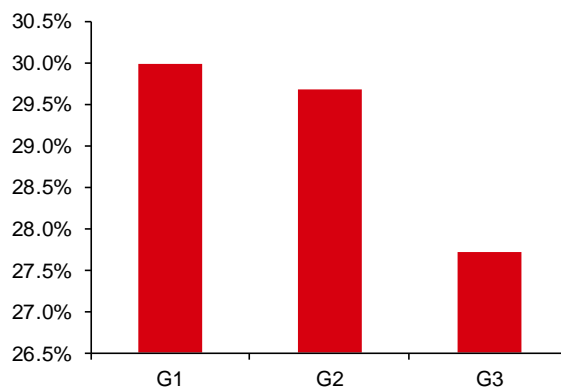
2011 年以来，潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，进一步按预计披露时点因子进行分组测试。预计披露时点较早的组别表现较优，G1、G2、G3 组的年化收益率分别为 30.0%、29.7%、27.0%。

图 30：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，预计披露时点因子分组净值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

图 31：潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，预计披露时点因子分组年化收益率情况



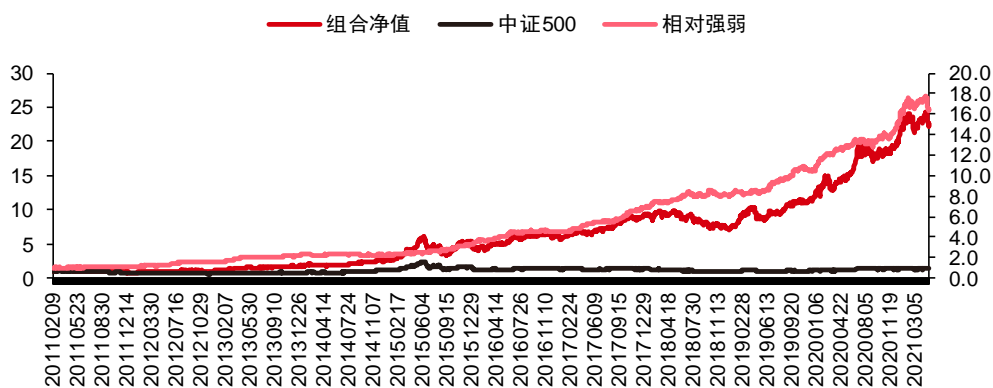
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 黑马成长股精选组合构建

根据上述因子分析结果，以量价特征、分析师行为、上市公司行为三个方面共 5 个因子进行等权合成，综合评价个股的预期透支幅度。进一步，在潜在业绩持续增长的黑马股组合空间内，选取预期透支幅度相对较小的 30 只个股，等权构建黑马成长股精选组合。

2012 年至 2021 年 5 月 14 日期间，黑马成长股精选组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 32.3%，信息比率为 3.2。

图 32：黑马成长股精选组合历史净值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

表 6：黑马成长股精选组合历史表现统计

年份	区间收益	区间中证 500 指数收益	区间超额收益	年化超额收益	跟踪误差	信息比率	相对收益最大回撤
2012	35.9%	0.3%	35.7%	35.8%	9.8%	3.7	5.9%
2013	60.4%	16.9%	43.5%	45.0%	11.8%	3.8	6.1%
2014	41.6%	39.0%	2.6%	2.6%	8.9%	0.3	5.7%
2015	109.7%	43.1%	66.6%	66.6%	13.7%	4.9	7.5%
2016	15.1%	-17.8%	32.9%	32.9%	8.8%	3.7	5.0%
2017	47.8%	-0.2%	48.0%	48.0%	7.5%	6.4	3.1%
2018	-20.0%	-33.3%	13.4%	13.4%	9.5%	1.4	6.7%
2019	62.6%	26.4%	36.2%	36.2%	9.1%	4.0	4.9%
2020	75.9%	20.9%	55.0%	55.3%	10.4%	5.3	5.4%
2021	10.3%	2.5%	7.8%	24.7%	15.8%	1.6	7.9%
全部	2141.7%	37.9%	2103.9%	32.3%	10.1%	3.2	7.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间截至 20210514

## 结论与投资建议

1、随着疫情得到有效控制，经济逐步修复，预计业绩确定性溢价将略有降低，而业绩边际改善个股将呈现更高的配置价值。核心资产确定性溢价边际降低的背景下，预期未被透支、景气向上的中小市值个股或更有看点。

2、本文以长期业绩稳定性一般或较弱、但短期业绩大幅增长的黑马成长股为研究样本，从业绩增长的持续性、预期透支幅度对黑马成长股进行精选，构建黑马成长股精选组合。2012 年以来，黑马成长股精选组合相对中证 500 指数的年化超额收益率为 32.3%，信息比率为 3.2。

## 风险因素

经济修复不及预期，模型风险。



## ■ 相关研究

量化策略专题研究—量化视角下的市场风格分析	(2021-04-12)
多因子量化选股系列专题研究--结合日内分时特征的量价增强模型研究	(2020-12-31)
量化策略专题研究—权益基金重仓股特征及选股信号	(2020-12-29)
量化策略专题研究—珠联璧合：自上而下构建多视角行业轮动策略	(2020-12-10)
量化策略专题研究—AH 溢价因素的分析与策略应用	(2020-11-02)
多因子量化选股系列专题研究--结构行情下沪深 300 增强策略改进方法研究	(2020-09-18)
量化策略专题研究—量化新闻情绪，把握投资先机	(2020-06-02)
量化策略专题研究--寻找分析师前瞻观点中的 Alpha	(2020-05-14)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。