

## 证券研究报告—深度报告

## 金融工程

## 数量化投资

## 金融工程专题研究

2021年05月12日

## 专题报告

## 相关研究报告:

《超预期投资全攻略》——2020-09-30  
 《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》——2020-11-15  
 《股指分红点位测算方法全解析》——2021-04-15  
 《FOF系列专题之一:基金业绩粉饰与隐形交易能力》——2020-08-26  
 《FOF系列专题之二:基金经理前瞻能力与基金业绩》——2020-10-28  
 《FOF系列专题之三:基金经理调研能力与投资业绩》——2021-04-21  
 《公募打新全解析—历史、建模与实践》——2020-12-09

## 证券分析师: 杨怡玲

电话: 021-60875176

E-MAIL: yangyiling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020001

## 证券分析师: 张欣慰

电话: 021-60933159

E-MAIL: zhangxinwei1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060001

# 基于分析师认可度的成长股投资策略

## ● 高增速股票的成长困境

我们通常根据净利润同比增速来衡量股票的成长性,然而由于同比增速会面临微利股、除数效应、非经常性损益等多种因素导致其可能产生较大奇异值或失真,导致高增速股票中股票的未来收益并不正比于其业绩增速,单纯以单季度归母净利润同比增速来筛选成长股较为敏感且片面。

## ● 分析师认可的成长股

上市公司披露盈余公告后,分析师经常会点评其业绩,这给我们确认其成长性提供了额外的信息。如果上市公司披露盈余公告显示业绩增速高,并且分析师撰写研报也确认了其“业绩大幅增长”且同时上调其预期净利润,那么我们就更加能确认其高成长性。

我们根据盈余公告后分析师研报标题对于业绩的认可与预期净利润的上下调情况来判断分析师对于股票业绩的认可情况,进而在高增速股票池中,以分析师认可数量差、分析师上下调比例差共同选股构建了季频换仓的**分析师认可成长股组合**,组合每期持仓 50 只股票,历史年化收益 33.41%,相对于中证 500 指数年化超额收益 30%,超额收益显著高于高增速股票组合,且在大部分年份中组合都在股票和偏股混合型基金中排名前 25%以内,今年以来截止到 20210430 在股基中排名 6.83%。

## ● 分析师业绩认可度因子

我们根据分析师研报标题对于股票业绩的认可数据构建了四个业绩认可度因子,其在全市场、沪深 300 指数、中证 500 指数等不同板块中均体现出了较强的选股能力。四因子复合后得到的业绩认可复合因子月度 IC 均值 0.052,年化 ICIR 达到 3.78,IC 胜率 85%,月频自相关系数 0.8 衰减较为缓慢。并且其和常见的选股因子相关性较低,剥离常见的选股因子后仍然具有较为显著的选股能力,剥离后月度 IC 均值 0.029,年化 ICIR 达到 2.33,IC 胜率 74%。

我们将四个业绩认可度因子进行市值中性化并通过成分股权重加权的方式构建了业绩认可行业轮动因子,其同样也体现出较强的行业轮动能力,月度 IC 均值 0.085,年化 ICIR 达到 1.14,分五组后多头组合相对于行业等权基准年化超额收益 5.88%,多空组合年化收益 12.79%。

**风险提示:** 市场环境变动风险,因子失效风险。

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 内容目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 高增速股票的成长困境.....       | 5  |
| 分析师认可的成长股.....        | 7  |
| 分析师认可行为的刻画 .....      | 7  |
| 分析师认可与上下调的选股能力 .....  | 10 |
| 分析师认可的成长股组合 .....     | 14 |
| 分析师业绩认可度因子.....       | 17 |
| 业绩认可度因子 .....         | 17 |
| 业绩认可复合因子的选股能力 .....   | 19 |
| 业绩认可复合因子的行业轮动能力 ..... | 21 |
| 总结 .....              | 23 |
| 附录 .....              | 24 |
| 国信证券投资评级.....         | 29 |
| 分析师承诺 .....           | 29 |
| 风险提示 .....            | 29 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....     | 29 |

## 图表目录

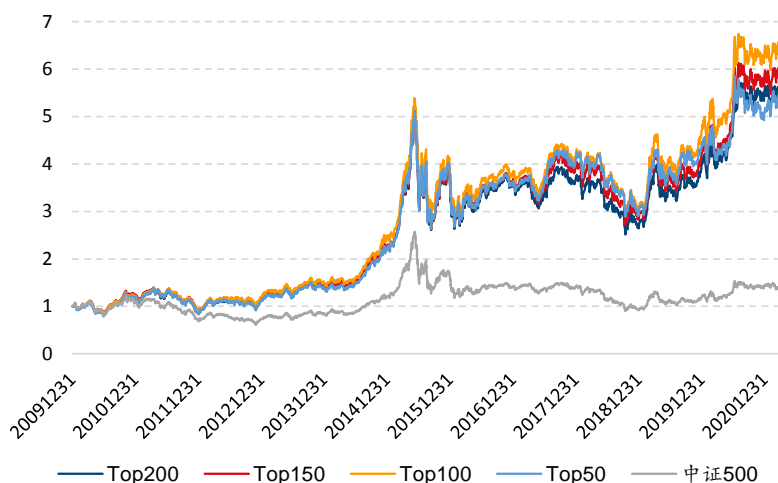
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 增速最高 TopN 股票组合表现.....                 | 5  |
| 图 2: 宝利国际 (300135.SZ) 2020 年三季报.....       | 6  |
| 图 3: 杭萧钢构 (600477.SH) 2020 年半年报.....       | 6  |
| 图 4: 比亚迪 (002594.SZ) 2020 年三季度业绩预告.....    | 6  |
| 图 5: 豆神教育 (300010.SZ) 2020 年半年报.....       | 6  |
| 图 6: 各年度分析师研报覆盖度 (截止 20210430).....        | 7  |
| 图 7: 各年度分析师覆盖与未覆盖股票的利润增速中位数.....           | 7  |
| 图 8: 盈余公告披露后分析师撰写报告的滞后天数.....              | 8  |
| 图 9: 分析师认可与高增速股票的关系.....                   | 8  |
| 图 10: 不同增速下分析师认可与不认可的比例.....               | 10 |
| 图 11: 不同增速下上调与下调净利润家数占优的比例.....            | 10 |
| 图 12: 高增速股票池各期股票数量.....                    | 11 |
| 图 13: 高增速股票中分析师认可数量差最高的 TopN 只股票组合表现.....  | 12 |
| 图 14: 高增速股票中分析师上下调比例差最高的 TopN 只股票组合表现..... | 13 |
| 图 15: 分析师认可成长股组合构建流程.....                  | 14 |
| 图 16: 分析师认可成长股组合净值.....                    | 15 |
| 图 17: 组合各期的单季度净利润同比增速中位数.....              | 16 |
| 图 18: 各行业股票入选次数占比.....                     | 16 |
| 图 19: 业绩认可数量差占比因子全市场十组分档超额.....            | 18 |
| 图 20: 业绩认可数量差占比因子全市场月度 IC 与累计 IC.....      | 18 |
| 图 21: 业绩认可数量差占比因子中证 500 内十组分档超额.....       | 18 |
| 图 22: 业绩认可数量差占比因子中证 500 内 IC 与累计 IC.....   | 18 |
| 图 23: 业绩认可数量差占比因子沪深 300 内十组分档超额.....       | 19 |
| 图 24: 业绩认可数量差占比因子沪深 300 内 IC 与累计 IC.....   | 19 |
| 图 25: 业绩认可复合因子全市场十组分档超额.....               | 19 |
| 图 26: 业绩认可复合因子全市场月度 IC 与累计 IC.....         | 19 |
| 图 27: 业绩认可复合因子中证 500 内十组分档超额.....          | 20 |
| 图 28: 业绩认可复合因子中证 500 内 IC 与累计 IC.....      | 20 |
| 图 29: 业绩认可复合因子沪深 300 内十组分档超额.....          | 20 |
| 图 30: 业绩认可复合因子沪深 300 内 IC 与累计 IC.....      | 20 |
| 图 31: 提纯后业绩认可复合因子全市场十组分档超额.....            | 21 |
| 图 32: 提纯后业绩认可复合因子全市场 IC 与累计 IC.....        | 21 |
| 图 33: 业绩认可复合因子行业轮动分组净值.....                | 22 |
| 图 34: 业绩认可复合因子行业轮动 IC.....                 | 22 |
| 图 35: 业绩认可数量因子全市场十组分档超额.....               | 24 |
| 图 36: 业绩认可数量因子全市场月度 IC 与累计 IC.....         | 24 |
| 图 37: 业绩认可数量因子中证 500 内十组分档超额.....          | 24 |

|  |    |
|--|----|
| 图 38: 业绩认可数量因子中证 500 内月度 IC 与累计 IC .....     | 24 |
| 图 39: 业绩认可数量因子沪深 300 内十组分档超额 .....           | 25 |
| 图 40: 业绩认可数量因子沪深 300 内月度 IC 与累计 IC .....     | 25 |
| 图 41: 业绩认可数量占比因子全市场十组分档超额 .....              | 25 |
| 图 42: 业绩认可数量占比因子全市场月度 IC 与累计 IC .....        | 25 |
| 图 43: 业绩认可数量占比因子中证 500 内十组分档超额 .....         | 26 |
| 图 44: 业绩认可数量占比因子中证 500 内 IC 与累计 IC .....     | 26 |
| 图 45: 业绩认可数量占比因子沪深 300 内十组分档超额 .....         | 26 |
| 图 46: 业绩认可数量占比因子沪深 300 内 IC 与累计 IC .....     | 26 |
| 图 47: 业绩认可数量差因子全市场十组分档超额 .....               | 27 |
| 图 48: 业绩认可数量差因子全市场月度 IC 与累计 IC .....         | 27 |
| 图 49: 业绩认可数量差因子中证 500 内十组分档超额 .....          | 27 |
| 图 50: 业绩认可数量差因子中证 500 内月度 IC 与累计 IC .....    | 27 |
| 图 51: 业绩认可数量差因子沪深 300 内十组分档超额 .....          | 28 |
| 图 52: 业绩认可数量差因子沪深 300 内月度 IC 与累计 IC .....    | 28 |
| 表 1: 增速最高 TopN 股票组合收益表现 .....                | 5  |
| 表 2: 不同增速下分析师认可与上下调家数占优的比例 .....             | 10 |
| 表 3: 高增速股票组合的各年收益 .....                      | 11 |
| 表 4: 高增速股票中分析师认可数量差最高的 TopN 股票组合的各年收益 .....  | 12 |
| 表 5: 高增速股票中分析师上下调比例差最高的 TopN 股票组合的各年收益 ..... | 13 |
| 表 6: 分析师认可成长股组合的各年收益 .....                   | 15 |
| 表 7: 分析师认可成长股组合在股基中的相对表现 .....               | 16 |
| 表 8: 分析师认可成长股组合参数敏感性测试 .....                 | 17 |
| 表 9: 分析师业绩认可度因子的选股能力 .....                   | 17 |
| 表 10: 业绩认可度因子相关系数矩阵 .....                    | 19 |
| 表 11: 业绩认可复合因子与常见选股因子的相关系数 .....             | 21 |

## 高增速股票的成长困境

我们通常用净利润同比增速来衡量股票的成长性，净利润同比增速高的股票往往未来能够获得更高的收益。下图中我们每个月持有最新一期单季度净利润同比增速最高的若干只股票，为了避免微利股的影响，我们剔除去年同期单季度净利润绝对值低于 500 万的微利股。可以看到每期取 50-200 只股票，长期都能显著跑赢中证 500 指数。

图 1：增速最高 TopN 股票组合表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

不同持股数量组合的各年收益如下表所示。可以看到，不同持股数量下的高增速组合年化收益都在 16% 以上，显著高于中证 500 指数的 3.38%。但是也可以发现，每期持有增速最高的 Top50 只股票组合的表现并没有明显好于每期持有增速最高的 Top200 只股票的组合，随着选股高增速的股票数量的减少，组合的收益并没有提升，即高增速股票中股票的未来收益并不正比于其业绩增速。

表 1：增速最高 TopN 股票组合收益表现

| 年份       | Top200<br>绝对收益 | Top150<br>绝对收益 | Top100<br>绝对收益 | Top50<br>绝对收益 | 中证 500  |
|----------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------|
| 2010     | 21.80%         | 22.34%         | 19.45%         | 17.41%        | 10.07%  |
| 2011     | -24.39%        | -23.27%        | -22.39%        | -25.19%       | -33.83% |
| 2012     | 23.51%         | 24.19%         | 29.38%         | 27.02%        | 0.28%   |
| 2013     | 28.55%         | 24.44%         | 26.66%         | 26.06%        | 16.89%  |
| 2014     | 52.04%         | 55.24%         | 60.76%         | 56.25%        | 39.01%  |
| 2015     | 71.55%         | 70.83%         | 65.62%         | 77.45%        | 43.12%  |
| 2016     | -7.64%         | -6.48%         | -7.33%         | -9.09%        | -17.78% |
| 2017     | 3.00%          | 7.74%          | 9.85%          | 12.86%        | -0.20%  |
| 2018     | -26.69%        | -26.76%        | -27.07%        | -26.98%       | -33.32% |
| 2019     | 45.92%         | 44.86%         | 52.73%         | 47.62%        | 26.38%  |
| 2020     | 41.36%         | 41.38%         | 37.61%         | 17.23%        | 20.87%  |
| 20210430 | 5.30%          | 6.22%          | 7.90%          | 7.81%         | 1.86%   |
| 全样本期     | 17.27%         | 17.98%         | 19.03%         | 16.65%        | 3.41%   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高增速股票中股票收益不正比于利润增速，我们认为其主要原因是其中有很多噪声数据。首先，虽然我们剔除了去年同期单季度净利润绝对值低于 500 万的微利股，但是由于净利润同比增速是除法，由于股票本身的周期属性、业绩波

动性大、及其他原因造成去年同期的分母相对于当前季度的数量级过小，就会导致其当季度成为“高增速”股票。以下面左图中宝利国际（300135.SZ）2020年三季报为例，2020年三季度归母净利润3381万，去年同期三季度净利润1145万，单季度同比增速达到195%，但是其发布财报后一段时间显著跑输了中证500指数。通过简单剔除微利股的方式并不能很好处理这种分子和分母数量级的差距，可能需要更多维度及更复杂的处理方式才能还原其“真实的”成长性。

图 2：宝利国际（300135.SZ）2020 年三季报



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：杭萧钢构（600477.SH）2020 年半年报



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

其次，非经常性损益也可能对净利润增速的计算产生较大影响。如上面右图所示，杭萧钢构（600477.SH）2020年半年报计算出单季度归母净利润同比增速132%，但是单季度扣非归母净利润同比增速为-2.92%，其在发布财报后也是显著跑输了中证500指数。由于业绩预告中并不一定会披露扣非后净利润，因此如果取最新盈余公告的数据，可能会遇到没有披露扣非后净利润的情况。

这几种因素都可能导致我们在以单季度归母净利润同比增速去衡量股票的成长性时遇到困难，所以单纯以单季度归母净利润同比增速来筛选成长股是较为片面、敏感且脆弱的。

当上市公司披露盈余公告后，分析师经常会点评其业绩，这给我们确认其成长性提供了额外的信息。如果上市公司披露盈余公告显示业绩增速高，并且分析师撰写研报也确认了其“业绩大幅增长”，那么我们就更加能确认其成长性。相反，如果公司披露盈余公告显示业绩增速高，但是分析师撰写研报认为其“业绩下滑”，那么我们就需要对其成长性有更多质疑。

图 4：比亚迪（002594.SZ）2020 年三季度业绩预告



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：豆神教育（300010.SZ）2020 年半年报



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



如上图所示，比亚迪（002594.SZ）于2020年8月28日披露了2020年三季度业绩预告，单季度归母净利润同比增速850%，紧接着8月30日新时代证券发布研报《业绩符合预期，高增长将持续》确认了其成长性，且东方证券、安信证券、长江证券等纷纷上调预期净利润，其发布业绩预告到披露三季度正式财报期间相对于中证500指数超额收益达97%。而豆神教育（300010.SZ）与2020年8月24日发布半年报，单季度归母净利润同比增速达328%，8月25日安信证券发布研报《20H1业绩短期下滑，大语文线上业务加速发展》认为其业绩正在下滑，且国信证券、民生证券、兴业证券等纷纷下调预期净利润，其发布半年报到披露三季报期间相对于中证500指数超额收益为-15.6%。

因此我们认为，获得分析师认可的高增速股票的未来收益表现可能更好，而分析师不认可的高增速股票的未来收益可能较为一般，这给我们在高增速股票中筛选出真正具有成长性的股票提供了新的思路。

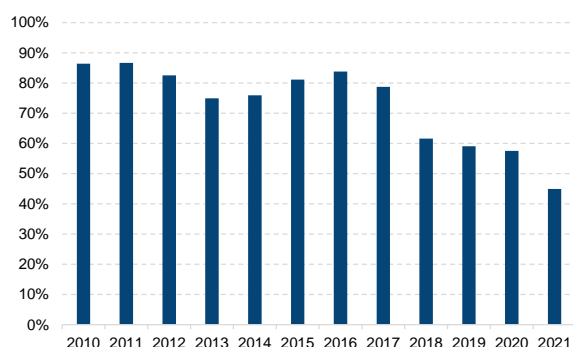
## 分析师认可的成长股

过去我们想要选出高成长的股票通常是根据其净利润同比增速来筛选，由于同比增速会面临微利股、除数效应、非经常性损益等多种因素导致其可能产生较大奇异值或失真，我们一般的做法就是尽可能对净利润同比增速这个指标进行补丁式地修正，力求获取更精确的增速值，这种处理方式获得的可能是一种单维度正确的模糊。而本报告中，我们向外求索，通过盈余公告后分析师的点评、盈利上下调等维度的数据，希望从多维度、更高概率确认其成长性，这种方式获得的可能是多维度模糊的正确。

### 分析师认可行为的刻画

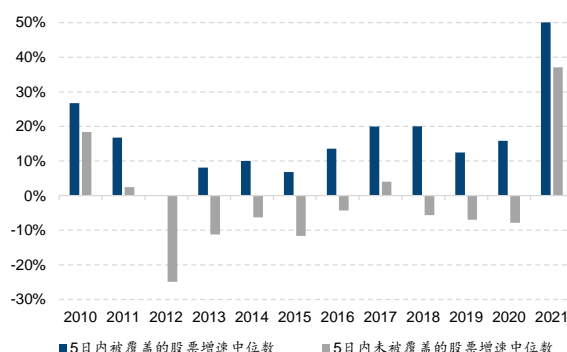
为了能够使用分析师研报数据来捕获更多关于公司成长性的信息，我们首先需要简单了解分析师研报的基本概况。下图展示了分析师研报对全市场股票的覆盖情况。可以看到，2017年之前分析师能够覆盖75%以上的股票，2017年之后随着新股发行速度的提升，覆盖度下降到60%左右。

图6：各年度分析师研报覆盖度（截止20210430）



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：各年度分析师覆盖与未覆盖股票的利润增速中位数



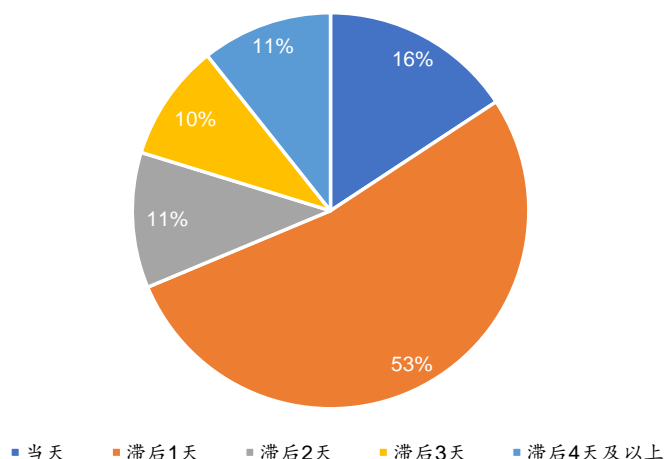
资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

上面右图展示了披露盈余公告后5天内有分析师研报覆盖及没有分析师研报覆盖样本在各年的单季度净利润同比增速的中位数情况。可以看到，盈余公告后5日内有研报覆盖的样本中，其单季度净利润同比增速的中位数几乎每年都是

正的，全样本增速中位数 15%。盈余公告后 5 日内没有研报覆盖的样本中，其单季度净利润同比增速的中位数几乎每年都是负的，全样本增速中位数 -3%。分析师更倾向于去覆盖利润增速较高的股票。

我们统计了披露盈余公告后 5 天内分析师撰写研报的滞后天数。可以看到，盈余公告当天撰写研报的比例占 16%，滞后 3 天以内撰写研报的比例达到 89%。

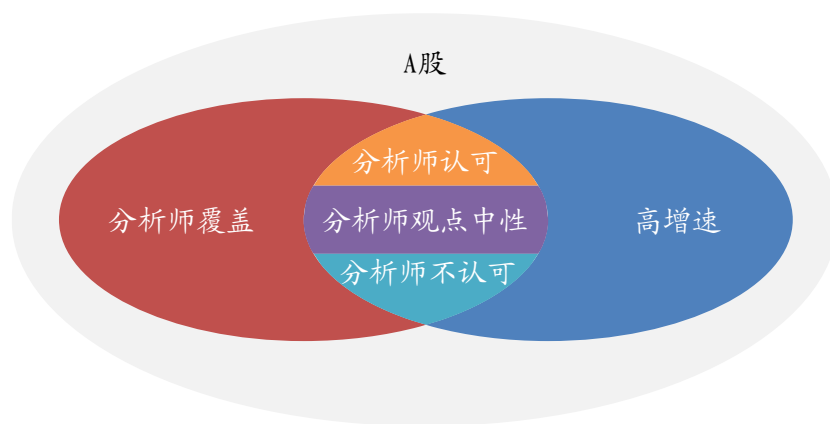
图 8：盈余公告披露后分析师撰写报告的滞后天数



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

下面我们具体介绍如何判断分析师是否认可股票的成长性。在之前的报告《超预期投资全攻略》（20200930）中，我们根据分析师研报标题中含有“业绩超预期”等关键短语来筛选业绩超预期的股票。我们延续这种思路，通过盈余公告后分析师撰写研报标题中含有“业绩大幅增长”、“业绩爆发式增长”等关键短语、以及盈余公告后分析师上调股票预期净利润的行为来确认其确实为高增长的股票。而如果盈余公告后分析师撰写研报标题中包含“业绩下滑”、“拖累业绩”等短语，并且下调预期净利润，那么我们认为股票的成长性存疑。

图 9：分析师认可与高增速股票的关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

从上图可以看到，分析师覆盖的高增速股票中，我们可以根据分析师的观点将其分为三种类型，分析师认可、分析师观点中性、分析师不认可。我们根据朝



阳永续数据库中收录的分析师研报标题数据来判断其观点倾向。例如：

- 国信证券在 20210308 发布研报《药明康德 2020 年业绩快报点评：业绩持续高增长，一体化平台强者恒强》，其以“业绩→高→增长”的短语模式来表达其对股票业绩的认可。
- 东北证券在 20210426 发布研报《顺网科技：疫情拖累 20 年业绩，看好公司云业务长期发展》，其以“拖累→业绩”的短语模式来表达其对股票业绩的不认可。

我们通过阅读大量研报标题总结梳理了分析师对于业绩认可与否的多种短语模式，部分短语模式列举如下。

### 分析师认可的刻画

分析师研报标题中含有以下模式的短语结构时，我们认为其认可股票的高增长：

- 模式一：业绩、利润、盈利、季报、年报 → 大幅、高、翻倍、爆发、强劲、跳跃 → 增长、提升、上升
- 模式二：业绩、利润、盈利、季报、年报 → 增长 → 起飞、加速、倍
- 模式三：业绩、利润、盈利、季报、年报 → 翻倍、翻番、超预期
- 模式四：大幅 → 提升、推升、推动、推高 → 业绩、利润、盈利
- 模式五：业绩、利润、盈利、季报、年报 → 涨、超、增长、提高 → 50 以上

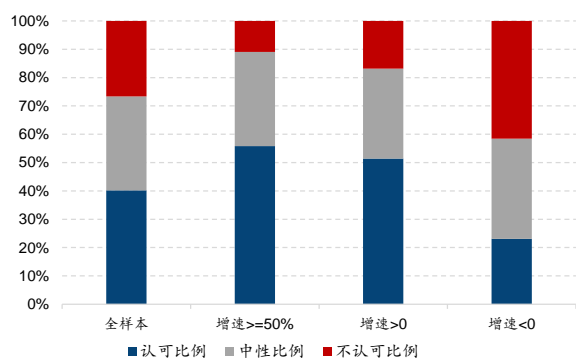
### 分析师不认可的刻画

与分析师认可行为相对应，分析师研报标题中含有以下模式的短语结构时，我们认为其不认可股票的高增长：

- 模式一：业绩、利润、盈利 → 难 → 持续、延续、为继
- 模式二：业绩、利润、盈利 → 低迷、下滑、下行、亏损、衰退、恶化
- 模式三：业绩、利润、盈利 → 不及、不达、低 → 预期
- 模式四：费用、成本 → 提、增、上升
- 模式五：拖累、影响 → 业绩、利润、盈利
- 模式六：损失、下滑、亏损、恶化 → 超预期
- 模式七：下调 → 评级、预测、盈利，评级、预测、盈利 → 下调

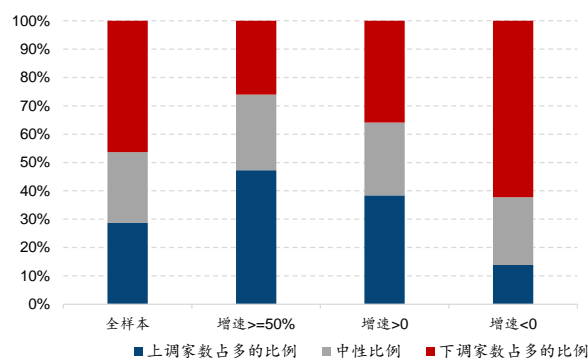
对于每个分析师研报，我们都可以根据研报标题的模式匹配来确定其是认可股票的业绩或者是不认可股票的业绩。同样，我们可以根据同一个分析师在盈余公告披露前后的预期净利润大小来判断其上调或下调股票的预期净利润。下面我们具体分析不同净利润增速股票池中分析师认可、盈利上下调的比例关系。

图 10: 不同增速下分析师认可与不认可的比例



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 不同增速下上调与下调净利润家数占优的比例



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

从上图可以看到, 增速高的股票中, 分析师认可的比例相对更高, 且上调净利润的家数占优 (上调预期净利润家数多于下调家数) 的比例更高。

下表展示了不同增速股票池中分析师认可、上下调家数占优的比例。可以看到:

- 分析师覆盖的样本中, 分析师认可的占 40.2%, 分析师不认可的占 26.6%, 分析师上调净利润家数占多与下调家数占多的比例分别为 28.7%, 46.3%;
- 分析师覆盖且单季度净利润同比增速超过 50% 的样本中, 分析师认可的占 55.8%, 分析师不认可的仅占 10.9%, 分析师上调净利润家数占多与下调家数占多的比例分别为 47.3%, 26.1%。

表 2: 不同增速下分析师认可与上下调家数占优的比例

|         | 样本比例   | 分析师认可比例 | 分析师不认可比例 | 上调家数占多的比例 | 下调家数占多的比例 |
|---------|--------|---------|----------|-----------|-----------|
| 分析师覆盖样本 | 100%   | 40.22%  | 26.64%   | 28.65%    | 46.34%    |
| 增速≥50%  | 26.14% | 55.84%  | 10.91%   | 47.25%    | 26.05%    |
| 增速>0    | 60.34% | 51.45%  | 16.86%   | 38.40%    | 35.91%    |
| 增速<0    | 39.65% | 23.12%  | 41.52%   | 13.81%    | 62.21%    |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 分析师认可与上下调的选股能力

从上文我们可以知道, 高增速的股票中有超过 55% 获得了分析师的认可, 超过 47% 的股票分析师上调净利润的家数更多。本节我们希望在高增速的股票池中考察这两个维度来能否筛选出更具成长性的股票。

首先我们考察高增速股票池的长期表现。股票池的筛选条件如下:

- 每年的 1、4、7、8、10 月末取最近 2 个月内披露业绩预告、正式财报的股票;
- 最新单季度归母净利润同比增速超过 50%, 剔除去年同期单季度归母净利润绝对值低于 500 万的股票;
- 剔除 1、4、7、8、10 月末上市未满半年的新股、ST 股票、停牌、涨跌停的股票。

组合构建方式如下：

- 每年 1、4、7、8、10 月末的下一个交易日开盘换仓；
- 等权分配权重；
- 交易费用买入 0.1%，卖出 0.2%。

高增速股票组合的各年收益表现如下表所示：

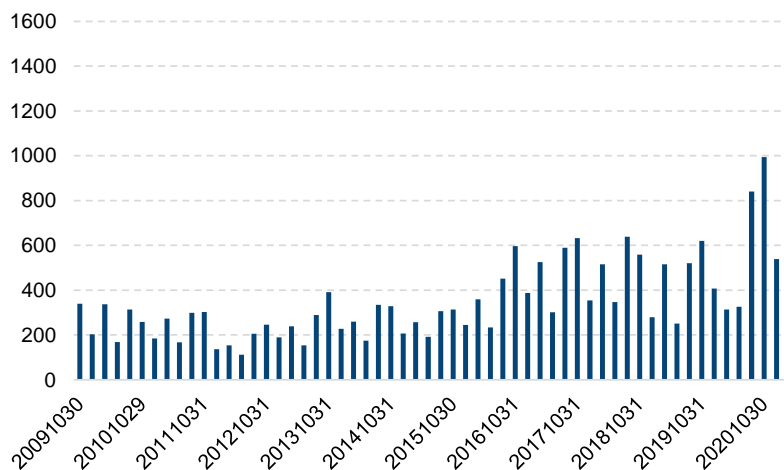
表 3：高增速股票组合的各年收益

| 年份       | 绝对收益    | 中证 500  | 超额收益   | 相对最大回撤 | 信息比   | 跟踪误差  | 月度胜率   |
|----------|---------|---------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 2010     | 19.30%  | 10.07%  | 9.23%  | -3.14% | 2.01  | 4.04% | 58.33% |
| 2011     | -22.44% | -33.83% | 11.39% | -1.23% | 5.05  | 3.21% | 91.67% |
| 2012     | 21.47%  | 0.28%   | 21.20% | -2.51% | 5.16  | 3.80% | 83.33% |
| 2013     | 31.84%  | 16.89%  | 14.95% | -1.49% | 3.41  | 3.63% | 66.67% |
| 2014     | 52.24%  | 39.01%  | 13.23% | -2.30% | 2.89  | 3.18% | 75.00% |
| 2015     | 74.30%  | 43.12%  | 31.18% | -6.75% | 2.85  | 6.98% | 83.33% |
| 2016     | -8.64%  | -17.78% | 9.14%  | -2.14% | 2.98  | 3.75% | 91.67% |
| 2017     | -2.05%  | -0.20%  | -1.85% | -4.40% | -0.53 | 3.24% | 33.33% |
| 2018     | -26.66% | -33.32% | 6.66%  | -1.33% | 2.91  | 3.37% | 75.00% |
| 2019     | 41.37%  | 26.38%  | 14.99% | -2.58% | 2.53  | 4.65% | 83.33% |
| 2020     | 39.12%  | 20.87%  | 18.25% | -3.12% | 2.49  | 5.94% | 75.00% |
| 20210430 | 0.73%   | 1.86%   | -1.13% | -6.76% | -0.39 | 8.50% | 50.00% |
| 全样本期     | 15.97%  | 3.41%   | 12.57% | -9.64% | 2.55  | 4.52% | 73.53% |

资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

组合各期的股票数量如下图所示，平均持股 368 只。

图 12：高增速股票池各期股票数量



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

### 分析师认可数量差

我们可以根据单个分析师的研报来判断其认可或不认可股票“高增长”，不同分析师对同一只股票的观点也可能不同，因此对于单次盈余公告，我们根据盈余公告后 5 日内所有分析师撰写的研报来判断所有分析师对该盈余公告的认可度强弱，这里我们用认可与不认可业绩的分析师数量差作为分析师认可数量差因

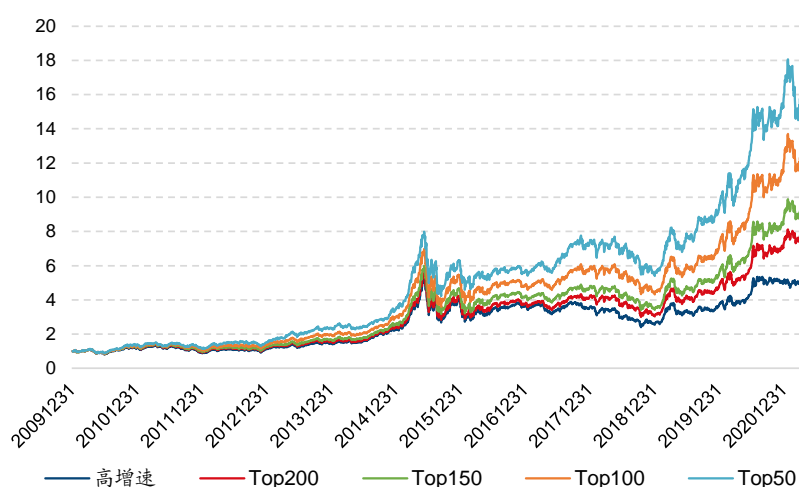
子来衡量:

$$\text{认可数量差} = (\text{认可的分析师数量} - \text{不认可的分析师数量}) + \text{当季度净利润同比增速}/10000$$

认可数量差越大,说明认可的分析师数量越多,股票成长性的确定性更强。我们以单季度净利润同比增速作为修正项,避免因为认可数量差相同时无法区分排序。

我们在高增速股票池中检验分析师认可数量差因子的效果,我们每次取分析师认可数量差最高的 50-200 只等权构建组合,观察其收益表现,如下图所示。

图 13: 高增速股票中分析师认可数量差最高的 TopN 只股票组合表现



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

不同持股数量下各年的收益表现如下表所示。

表 4: 高增速股票中分析师认可数量差最高的 TopN 股票组合的各年收益

| 年份       | 高增速<br>绝对收益 | Top200<br>绝对收益 | Top150<br>绝对收益 | Top100<br>绝对收益 | Top50<br>绝对收益 | 中证 500  |
|----------|-------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------|
| 2010     | 19.30%      | 24.23%         | 25.48%         | 29.38%         | 37.64%        | 10.07%  |
| 2011     | -22.44%     | -21.59%        | -18.25%        | -14.45%        | -11.98%       | -33.83% |
| 2012     | 21.47%      | 21.95%         | 21.25%         | 24.64%         | 25.80%        | 0.28%   |
| 2013     | 31.84%      | 32.98%         | 35.89%         | 43.44%         | 55.30%        | 16.89%  |
| 2014     | 52.24%      | 51.47%         | 51.96%         | 49.95%         | 44.70%        | 39.01%  |
| 2015     | 74.30%      | 73.67%         | 77.85%         | 80.01%         | 80.44%        | 43.12%  |
| 2016     | -8.64%      | -10.03%        | -9.26%         | -10.20%        | -9.10%        | -17.78% |
| 2017     | -2.05%      | 10.43%         | 12.62%         | 20.15%         | 29.18%        | -0.20%  |
| 2018     | -26.66%     | -24.99%        | -25.17%        | -23.11%        | -23.24%       | -33.32% |
| 2019     | 41.37%      | 52.77%         | 56.03%         | 58.12%         | 66.24%        | 26.38%  |
| 2020     | 39.12%      | 53.61%         | 59.96%         | 70.19%         | 70.16%        | 20.87%  |
| 20210430 | 0.73%       | 10.52%         | 8.03%          | 6.94%          | 4.95%         | 1.86%   |
| 全样本      | 15.97%      | 20.83%         | 22.59%         | 26.01%         | 29.02%        | 3.41%   |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

可以看到,组合的年化收益随着持有股票数量的减少呈现单调递增的趋势,说明分析师认可数量差在高增速股票中具有显著的区分能力。

### 分析师上下调比例差

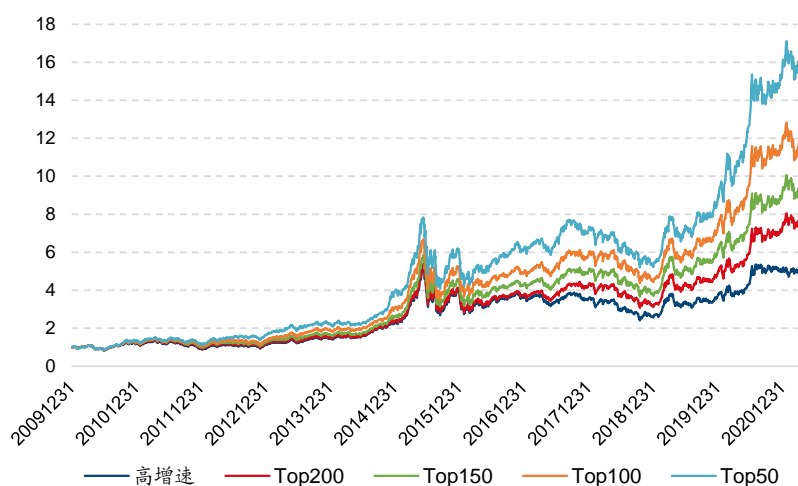
和分析师认可数量差类似，对于单次盈余公告，我们根据盈余公告后 5 日内所有分析师对于股票预期净利润的上调和下调情况来判断所有分析师对该盈余公告的认可程度，这里我们用上调与下调预期净利润的分析师数量差占比作为分析师上下调比例差因子来衡量：

$$\text{上下调比例差} = \frac{\text{上调家数} - \text{下调家数}}{\text{总家数}} + \frac{\text{总家数}}{10000}$$

上下调比例差越大，说明盈余公告后上调预期净利润的分析师数量越多，股票成长性的确定性更强。我们以总家数作为修正项，避免因为上下调家数差占比相同时无法区分排序。

我们在高增速股票池中检验分析师上下调比例差因子的效果，我们每次取分析师上下调比例差最高的 50-200 只等权构建组合，观察其收益表现，如下图所示。

图 14：高增速股票中分析师上下调比例差最高的 TopN 只股票组合表现



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

不同持股数量下各年的收益表现如下表所示。

表 5：高增速股票中分析师上下调比例差最高的 TopN 股票组合的各年收益

| 年份       | 高增速<br>绝对收益 | Top200<br>绝对收益 | Top150<br>绝对收益 | Top100<br>绝对收益 | Top50<br>绝对收益 | 中证 500  |
|----------|-------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------|
| 2010     | 19.30%      | 23.59%         | 27.18%         | 28.48%         | 34.75%        | 10.07%  |
| 2011     | -22.44%     | -21.65%        | -18.29%        | -14.13%        | -12.29%       | -33.83% |
| 2012     | 21.47%      | 21.63%         | 20.60%         | 22.55%         | 38.79%        | 0.28%   |
| 2013     | 31.84%      | 30.32%         | 33.54%         | 42.02%         | 37.38%        | 16.89%  |
| 2014     | 52.24%      | 54.53%         | 55.78%         | 58.36%         | 73.45%        | 39.01%  |
| 2015     | 74.30%      | 70.31%         | 72.17%         | 68.95%         | 54.07%        | 43.12%  |
| 2016     | -8.64%      | -8.14%         | -5.48%         | -4.91%         | 1.26%         | -17.78% |
| 2017     | -2.05%      | 13.42%         | 16.74%         | 18.93%         | 15.89%        | -0.20%  |
| 2018     | -26.66%     | -24.68%        | -23.91%        | -22.54%        | -24.65%       | -33.32% |
| 2019     | 41.37%      | 52.43%         | 57.47%         | 58.76%         | 61.66%        | 26.38%  |
| 2020     | 39.12%      | 50.74%         | 53.40%         | 64.39%         | 81.29%        | 20.87%  |
| 20210430 | 0.73%       | 9.81%          | 5.64%          | 2.17%          | 5.16%         | 1.86%   |
| 全样本期     | 15.97%      | 20.78%         | 22.82%         | 25.31%         | 28.93%        | 3.41%   |

资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

可以看到，组合的年化收益随着持有股票数量的减少呈现单调递增的趋势，说明分析师上下调比例差在高增速股票中具有显著的区分能力。

### 分析师认可的成长股组合

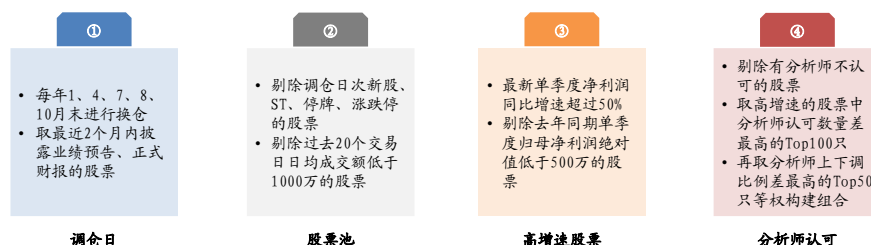
从前文可以知道，在高增速的股票池中，分析师认可数量差以及分析师上下调比例差都具有较为显著的选股区分能力。所以本节我们根据这两个指标在高增速股票池中构建具有更强确定性的高成长股票组合。

组合构建流程如下：

- 每年 1、4、7、8、10 月末取最近 2 个月内披露业绩预告、正式财报的股票；
- 剔除 1、4、7、8、10 月末上市未满足半年的新股、ST 股票、停牌、涨跌停的股票，剔除过去 20 个交易日日均成交额低于 1000 万的股票；
- 最新单季度归母净利润同比增速超过 50%，剔除去年同期单季度归母净利润绝对值低于 500 万的股票；
- 剔除有分析师不认可的股票，取高增速的股票中分析师认可数量差最高的 Top100 只，再取其中分析师上下调比例差最高的 Top50 只等权构建组合。

构建流程如下图所示。

图 15：分析师认可成长股组合构建流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

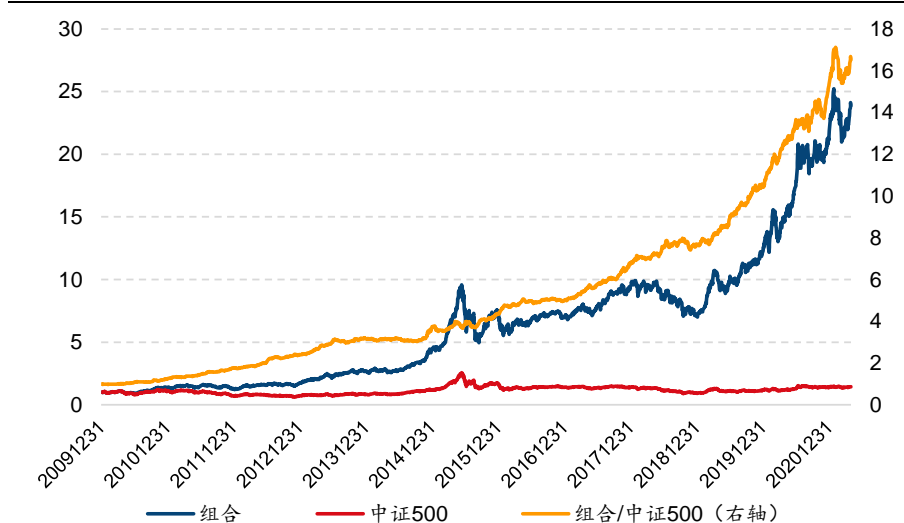
组合构建方式如下：

- 每年 1、4、7、8、10 月末的下一个交易日开盘换仓；
- 等权分配权重；
- 交易费用买入 0.1%，卖出 0.2%。

分析师认可成长股组合的长期表现如下图所示。



图 16: 分析师认可成长股组合净值



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

可以看到组合长期显著跑赢了中证 500 指数, 组合各年的收益表现如下表所示。

表 6: 分析师认可成长股组合的各年收益

| 年份       | 绝对收益          | 中证 500       | 超额收益          | 相对最大回撤         | 信息比         | 跟踪误差         | 收益回撤比       | 最大回撤起始日         | 最大回撤截止日         | 月度胜率          |
|----------|---------------|--------------|---------------|----------------|-------------|--------------|-------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 2010     | 38.57%        | 10.07%       | 28.51%        | -4.10%         | 3.59        | 6.56%        | 6.95        | 20101022        | 20101110        | 75.00%        |
| 2011     | -6.42%        | -33.83%      | 27.40%        | -2.69%         | 5.28        | 6.71%        | 10.21       | 20110218        | 20110317        | 91.67%        |
| 2012     | 35.30%        | 0.28%        | 35.02%        | -3.65%         | 4.21        | 7.26%        | 9.61        | 20121203        | 20121218        | 66.67%        |
| 2013     | 54.33%        | 16.89%       | 37.44%        | -6.34%         | 3.41        | 8.56%        | 5.90        | 20130709        | 20130912        | 75.00%        |
| 2014     | 64.22%        | 39.01%       | 25.22%        | -6.46%         | 1.82        | 9.42%        | 3.90        | 20140616        | 20141009        | 58.33%        |
| 2015     | 65.72%        | 43.12%       | 22.60%        | -11.33%        | 1.41        | 10.88%       | 2.00        | 20150507        | 20150615        | 66.67%        |
| 2016     | -5.16%        | -17.78%      | 12.61%        | -5.01%         | 2.33        | 6.14%        | 2.52        | 20160518        | 20160712        | 66.67%        |
| 2017     | 34.95%        | -0.20%       | 35.15%        | -2.97%         | 4.45        | 7.04%        | 11.85       | 20170518        | 20170602        | 100.00%       |
| 2018     | -24.07%       | -33.32%      | 9.25%         | -7.16%         | 1.67        | 8.32%        | 1.29        | 20181012        | 20181122        | 66.67%        |
| 2019     | 71.14%        | 26.38%       | 44.76%        | -4.56%         | 3.77        | 8.29%        | 9.81        | 20190131        | 20190307        | 91.67%        |
| 2020     | 78.42%        | 20.87%       | 57.55%        | -6.40%         | 3.75        | 10.99%       | 9.00        | 20201102        | 20201130        | 91.67%        |
| 20210430 | 9.29%         | 1.86%        | 7.43%         | -9.80%         | 1.61        | 14.84%       | 0.76        | 20210204        | 20210316        | 75.00%        |
| 全样本期     | <b>33.41%</b> | <b>3.41%</b> | <b>30.00%</b> | <b>-11.33%</b> | <b>2.99</b> | <b>8.62%</b> | <b>2.65</b> | <b>20150507</b> | <b>20150615</b> | <b>77.21%</b> |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

可以看到, 组合每年都能跑赢中证 500 指数, 长期年化收益 33.41%, 相对于中证 500 指数年化超额收益 30%, 相对最大回撤-11.33%, 信息比 2.99。组合年化单边换手 3.6 倍。

我们在每次调仓时以 90%仓位来估算组合在股票和偏股混合型基金中的相对排名情况, 见下表所示。可以看到, 除了 2018 年, 其他年份组合在股基中都能排在前 25%以内, 今年以来截止到 20210430, 组合在股基中排名 6.83%。

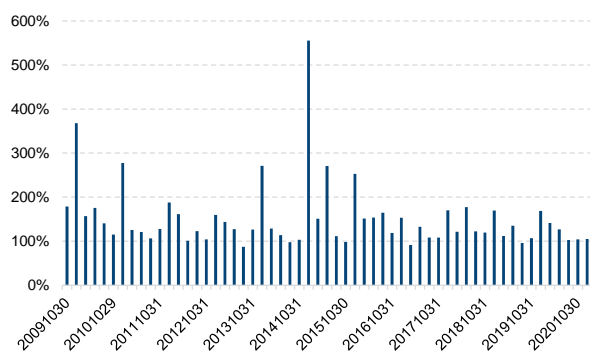
表 7: 分析师认可成长股组合在股基中的相对表现

| 年份       | 90%仓位组合收益 | 股票和偏股基金中位数 | 90%仓位在股票和偏股基金中分位数 | 90%仓位在股票和偏股基金中排名 |
|----------|-----------|------------|-------------------|------------------|
| 2010     | 39.57%    | 2.97%      | 0.39%             | 1/257            |
| 2011     | -4.95%    | -24.10%    | 0.32%             | 1/307            |
| 2012     | 32.91%    | 4.68%      | 0.29%             | 1/345            |
| 2013     | 54.00%    | 14.71%     | 1.76%             | 7/396            |
| 2014     | 61.13%    | 22.71%     | 1.40%             | 6/429            |
| 2015     | 66.19%    | 46.06%     | 19.54%            | 93/475           |
| 2016     | -3.34%    | -14.38%    | 14.86%            | 81/544           |
| 2017     | 33.67%    | 15.22%     | 10.36%            | 64/617           |
| 2018     | -23.26%   | -24.41%    | 42.67%            | 288/674          |
| 2019     | 68.47%    | 46.70%     | 11.42%            | 89/778           |
| 2020     | 77.39%    | 60.93%     | 24.72%            | 241/974          |
| 20210430 | 10.19%    | 1.43%      | 6.83%             | 83/1214          |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

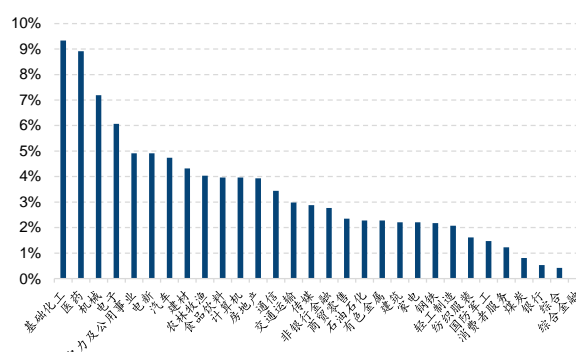
下图展示了组合各期的单季度净利润同比增速的中位数, 各期持仓中单季度净利润同比增速中位数最低为 87%, 平均值 151%, 最大值 555%。

图 17: 组合各期的单季度净利润同比增速中位数



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 各行业股票入选次数占比



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

上面右图展示了各行业股票历史入选次数占比。可以看到基础化工、医药、机械、电子等行业入选次数占比较高, 而综合金融、综合、银行、煤炭等行业入选次数占比较低。

我们对两个步骤的选股数量进行敏感性测试, 第一步分析师认可数量差选股数量从 40-140 只, 第二步分析师上下调比例差选股数量从 20-70 只, 组合的长期年化超额收益如下图所示。可以看到:

1. 随着分析师认可数量差选股数量的减少, 组合的超额收益基本呈现单调增加 (每一列自下向上收益逐步提升);
2. 随着分析师上下调比例差选股数量的减少, 组合的超额收益呈现单调递增 (每一行自右向左收益逐步提升)。

组合的年化超额收益随着两步骤选股数量的减少都呈现出单调递增的趋势, 说明这两个维度的指标在高增速股票中是稳定有效的。

**表 8：分析师认可成长股组合参数敏感性测试**

| 年化超额收益                   |     | 分析师上下调比例差筛选数量 |        |        |        |        |        |
|--------------------------|-----|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                          |     | 20            | 30     | 40     | 50     | 60     | 70     |
| 分析师<br>认可数<br>量差筛<br>选数量 | 40  | 37.81%        |        |        |        |        |        |
|                          | 60  | 37.09%        | 34.08% |        |        |        |        |
|                          | 80  | 36.03%        | 33.51% | 32.69% |        |        |        |
|                          | 100 | 35.43%        | 34.25% | 31.84% | 30.00% |        |        |
|                          | 120 | 33.72%        | 33.53% | 31.71% | 29.76% | 27.83% |        |
|                          | 140 | 32.60%        | 31.62% | 31.22% | 29.19% | 26.72% | 26.07% |

资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

## 分析师业绩认可度因子

上文中我们在高增速股票中发现获得分析师认可的股票其未来收益表现较为显著。我们从分析师认可这个维度可以衍生出若干个业绩认可度因子。

### 业绩认可度因子

这里我们根据盈余公告后分析师研报标题对于股票成长性的文字刻画来度量分析师对于股票业绩的认可，并据此加工四个业绩认可度因子。因子都依赖于分析师是否认可业绩的判断，每期的分析师认可业绩数据构造方式如下：

1. 每月末取过去 2 个月内发布业绩预告、业绩快报、正式财报的股票样本；
2. 对每个样本取其盈余公告发布后 5 日内分析师撰写并入库的研报，依照前文中的方式根据研报标题判断分析师认可业绩、不认可业绩或观点中性；
3. 每个机构取最新的观点作为其是否认可股票业绩的取值。

我们构造了业绩认可数量、业绩认可数量占比、业绩认可数量差、业绩认可数量差占比共四个因子。四个因子的 IC 均值、ICIR 及胜率见下表，可以看到四个因子在不同的板块内均具有较为显著的选股能力。

**表 9：分析师业绩认可度因子的选股能力**

|           | 全市场   |      |        | 中证 500 |      |        | 沪深 300 |      |        |
|-----------|-------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|
|           | IC 均值 | ICIR | IC 胜率  | IC 均值  | ICIR | IC 胜率  | IC 均值  | ICIR | IC 胜率  |
| 业绩认可数量    | 0.059 | 3.25 | 80.15% | 0.043  | 2.41 | 77.21% | 0.038  | 1.96 | 73.53% |
| 业绩认可数量占比  | 0.051 | 3.61 | 84.56% | 0.042  | 2.21 | 73.53% | 0.042  | 2.13 | 70.59% |
| 业绩认可数量差   | 0.045 | 3.32 | 80.88% | 0.038  | 2.18 | 73.53% | 0.039  | 1.96 | 74.26% |
| 业绩认可数量差占比 | 0.038 | 3.36 | 83.09% | 0.035  | 2.04 | 72.06% | 0.041  | 2.30 | 72.79% |

资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

这里我们以业绩认可数量差占比因子为例，展示该因子的选股效果，其他因子的选股效果可见附录。

### 业绩认可数量差占比

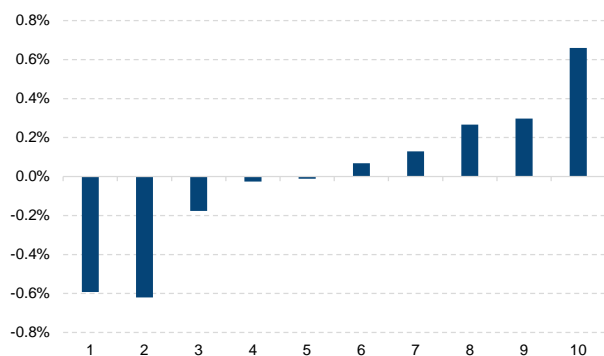
业绩认可数量差占比因子的计算方式为：

$$\text{认可数量差} = \text{认可业绩的机构数量} - \text{不认可业绩的机构数量}$$

$$\text{认可数量差占比} = \text{认可数量差} / \text{覆盖的机构数量}$$

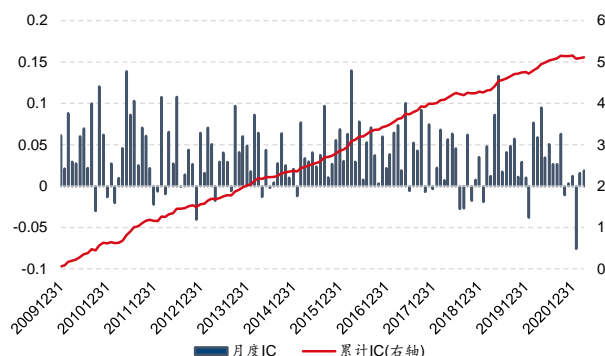
对其进行市值行业中性化后，我们在全市场中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，因子对于收益分组的单调性总体较好。因子月度 IC 均值 0.038，年化 ICIR 达到 3.36，IC 胜率 83%。

图 19：业绩认可数量差占比因子全市场十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

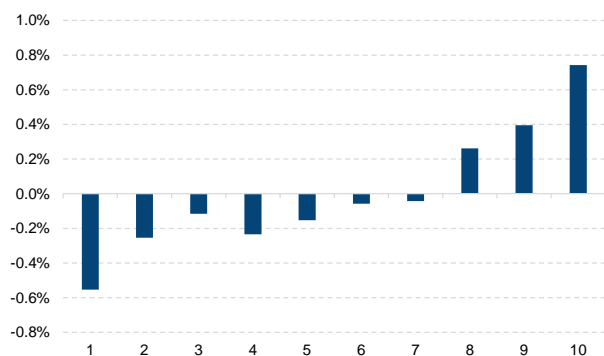
图 20：业绩认可数量差占比因子全市场月度 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

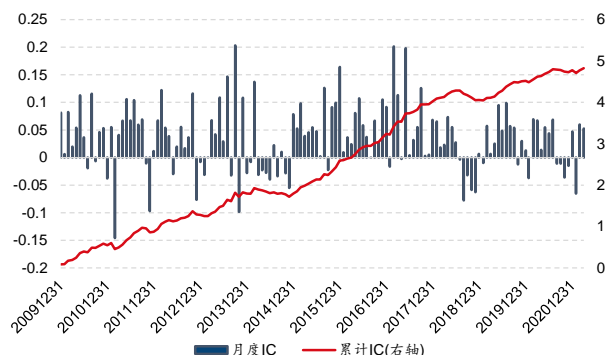
我们在中证 500 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，中证 500 指数成分股内因子的分组收益非常单调，多头超额较为显著。因子月度 IC 均值 0.035，年化 ICIR 达到 2.04，IC 胜率 72%。

图 21：业绩认可数量差占比因子中证 500 内十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

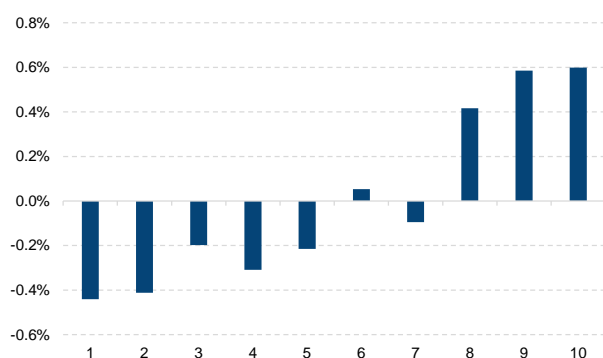
图 22：业绩认可数量差占比因子中证 500 内 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

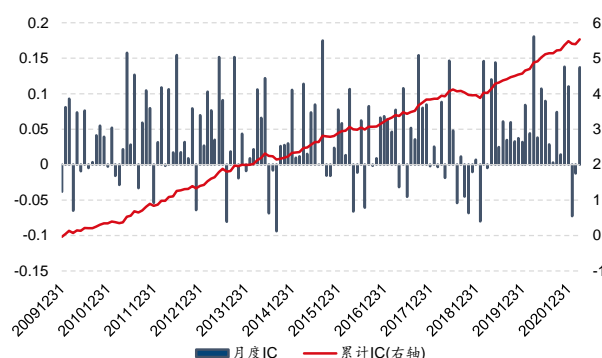
我们在沪深 300 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，沪深 300 指数成分股内因子对于收益分组的单调性总体较好。因子月度 IC 均值 0.04，年化 ICIR 达到 2.30，IC 胜率 73%。

图 23: 业绩认可数量差占比因子沪深 300 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 业绩认可数量差占比因子沪深 300 内 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

### 业绩认可复合因子的选股能力

上文中我们从分析师对于股票盈余公告业绩的认可情况构建了 4 个业绩认可度因子, 下面我们计算这 4 个因子的相关性情况, 它们的相关系数矩阵如下表所示。

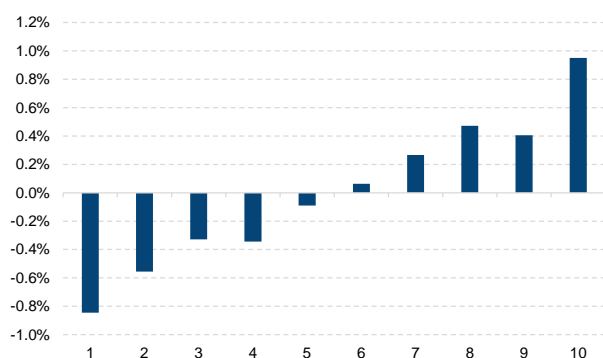
表 10: 业绩认可度因子相关系数矩阵

|         | 认可数量 | 认可数量占比 | 认可数量差 | 认可数量差占比 |
|---------|------|--------|-------|---------|
| 认可数量    | 1    | 0.87   | 0.81  | 0.66    |
| 认可数量占比  | 0.87 | 1      | 0.77  | 0.78    |
| 认可数量差   | 0.81 | 0.77   | 1     | 0.86    |
| 认可数量差占比 | 0.66 | 0.78   | 0.86  | 1       |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

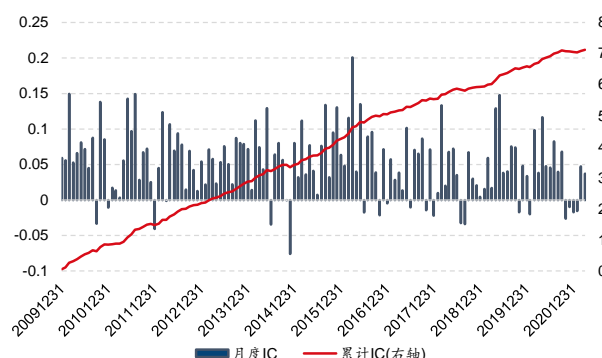
从因子相关系数矩阵可以看到各因子相关系数在 0.6 到 0.9 之间。这里我们简单把这 4 个因子行业市值中性化后等权复合构建业绩认可复合因子。下面我们检验一下业绩认可复合因子的表现。我们在全市场中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 因子对于收益分组的单调性非常好, 因子月度 IC 均值 0.052, 年化 ICIR 达到 3.78, IC 胜率 85%。因子月度自相关系数达 0.8, 衰减较为缓慢。

图 25: 业绩认可复合因子全市场十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

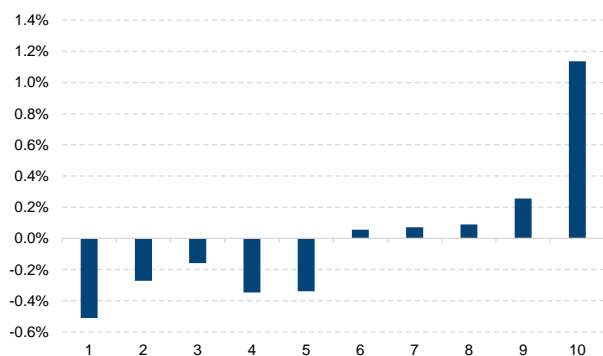
图 26: 业绩认可复合因子全市场月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

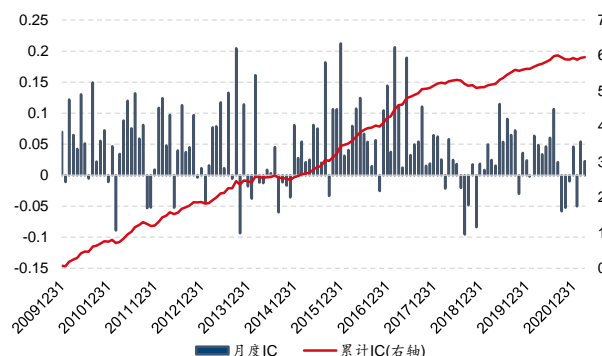
我们在中证 500 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，中证 500 指数成分股内因子对于收益分组总体单调，并且多头超额非常显著。因子月度 IC 均值 0.044，年化 ICIR 达到 2.42，IC 胜率 76%。

图 27：业绩认可复合因子中证 500 内十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

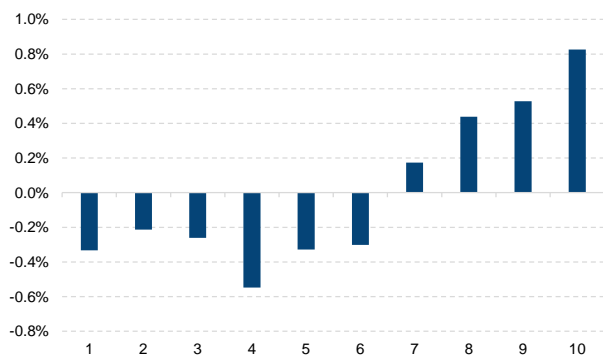
图 28：业绩认可复合因子中证 500 内 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

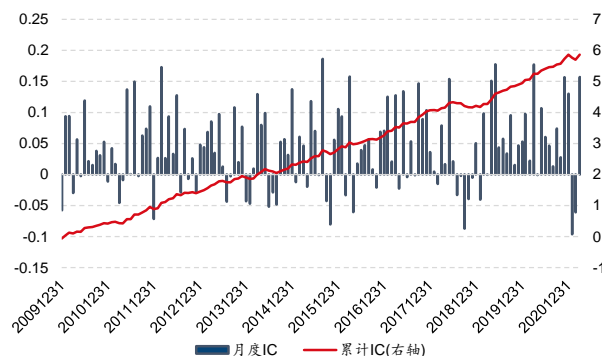
我们在沪深 300 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，沪深 300 指数成分股内因子对于收益分组的单调性总体较好，多头超额较为显著。因子月度 IC 均值 0.043，年化 ICIR 达到 2.33，IC 胜率 71%。

图 29：业绩认可复合因子沪深 300 内十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

图 30：业绩认可复合因子沪深 300 内 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

可以看到，业绩认可复合因子在不同板块内都有较为显著的选股能力，下面我们计算其与常见的选股因子的相关系数，如下图所示。可以看到，其与常见的选股因子的相关系数均较低，可能能够提供额外的增量收益。



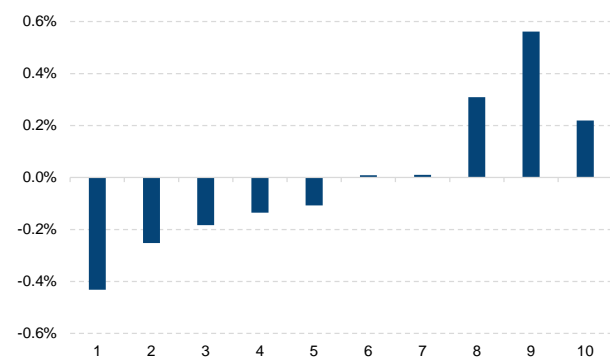
表 11: 业绩认可复合因子与常见选股因子的相关系数

| 因子<br>相关系数 | 业绩<br>认可<br>复合<br>因子 | 三个<br>月盈<br>利上<br>下调 | 预期<br>净利<br>润环<br>比 | 三个<br>月机<br>构覆<br>盖 | 单季<br>净利<br>同比<br>增速 | SUE   | DEL<br>TA<br>ROE | 单季<br>ROE | 股息<br>率 | 单季<br>EP | BP    | 一个<br>月反<br>转 | 一个<br>月换<br>手 | 一个<br>月波<br>动 | 特异<br>度 |
|------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|-------|------------------|-----------|---------|----------|-------|---------------|---------------|---------------|---------|
| 业绩认可复合因子   | 1                    | 0.22                 | 0.16                | 0.24                | 0.22                 | 0.17  | 0.17             | 0.21      | 0.01    | 0.12     | -0.12 | 0.04          | 0.00          | 0.02          | 0.03    |
| 三个月盈利上下调   | 0.48                 | 1                    | 0.18                | 0.05                | 0.14                 | 0.12  | 0.12             | 0.10      | 0.00    | 0.06     | -0.06 | 0.04          | 0.00          | 0.02          | 0.03    |
| 预期净利润环比    | 0.34                 | 0.30                 | 1                   | 0.05                | 0.21                 | 0.18  | 0.20             | 0.14      | -0.07   | 0.07     | -0.09 | 0.05          | 0.05          | 0.06          | 0.06    |
| 三个月机构覆盖度   | 0.35                 | 0.10                 | 0.63                | 1                   | 0.11                 | 0.04  | 0.04             | 0.29      | 0.17    | 0.23     | -0.07 | 0.00          | 0.02          | 0.01          | 0.02    |
| 单季净利同比增速   | 0.27                 | 0.34                 | 0.67                | 0.56                | 1                    | 0.68  | 0.73             | 0.39      | -0.06   | 0.35     | -0.11 | 0.08          | 0.03          | 0.03          | 0.04    |
| SUE        | 0.28                 | 0.35                 | 0.60                | 0.44                | 0.86                 | 1     | 0.71             | 0.33      | -0.08   | 0.30     | -0.05 | 0.08          | 0.03          | 0.04          | 0.04    |
| DELTA ROE  | 0.11                 | 0.28                 | 0.53                | 0.26                | 0.83                 | 0.79  | 1                | 0.36      | -0.06   | 0.31     | -0.06 | 0.08          | -0.01         | 0.02          | 0.03    |
| 单季 ROE     | 0.42                 | 0.21                 | 0.65                | 0.82                | 0.70                 | 0.62  | 0.46             | 1         | 0.20    | 0.78     | -0.22 | 0.06          | 0.04          | 0.00          | 0.02    |
| 股息率        | 0.27                 | -0.01                | -0.13               | 0.35                | 0.06                 | 0.05  | -0.10            | 0.40      | 1       | 0.37     | 0.27  | -0.03         | -0.12         | -0.18         | -0.12   |
| 单季 EP      | 0.00                 | -0.04                | 0.06                | 0.38                | 0.43                 | 0.33  | 0.33             | 0.55      | 0.60    | 1        | 0.20  | 0.01          | -0.05         | -0.13         | -0.10   |
| BP         | -0.41                | -0.23                | -0.71               | -0.59               | -0.44                | -0.41 | -0.23            | -0.61     | 0.12    | 0.26     | 1     | -0.10         | -0.23         | -0.28         | -0.25   |
| 一个月反转      | -0.07                | 0.05                 | 0.23                | 0.15                | 0.29                 | 0.37  | 0.38             | 0.21      | -0.05   | 0.02     | -0.21 | 1             | 0.14          | 0.20          | 0.30    |
| 一个月换手      | 0.08                 | 0.04                 | 0.32                | 0.32                | 0.00                 | -0.03 | -0.17            | 0.26      | -0.12   | -0.28    | -0.54 | -0.01         | 1             | 0.57          | 0.25    |
| 一个月波动      | 0.06                 | 0.06                 | 0.32                | 0.22                | -0.05                | -0.07 | -0.15            | 0.11      | -0.32   | -0.45    | -0.54 | -0.04         | 0.90          | 1             | 0.30    |
| 特异度        | -0.01                | 0.04                 | 0.41                | 0.32                | 0.32                 | 0.40  | 0.25             | 0.28      | -0.23   | -0.12    | -0.46 | 0.63          | 0.24          | 0.25          | 1       |

资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

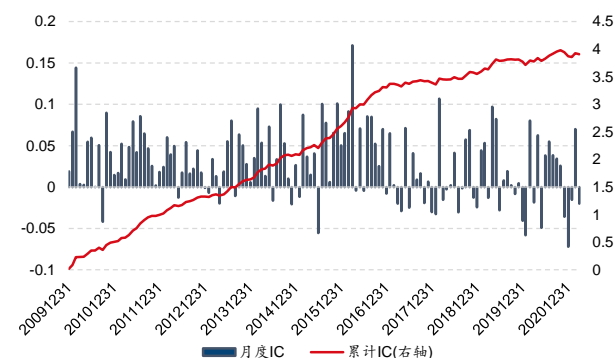
我们将业绩认可复合因子对常见的选股因子进行剥离, 取回归后的残差作为提纯后的因子, 因子在全市场中的选股能力如下图所示。从十组分档收益可以看到, 提纯后的业绩认可复合因子的十组分档收益仍然总体较为单调, 并且因子月度 IC 均值 0.029, 年化 ICIR 达到 2.33, IC 胜率 74%, 仍然体现出非常显著的选股能力。

图 31: 提纯后业绩认可复合因子全市场十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 提纯后业绩认可复合因子全市场 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

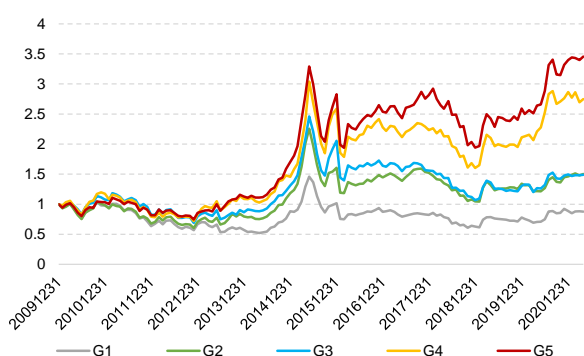
### 业绩认可复合因子的行业轮动能力

前面我们看到, 业绩获得分析师认可的股票未来具有较为显著的超额收益, 这里我们进一步检验业绩认可度因子在行业上是否也有轮动能力。这里我们通过成分股因子合成行业因子的方式来构造行业轮动因子, 因此成分股的因子取值不需要做行业中性化。业绩认可行业轮动因子的构造方式如下:

1. 将四个业绩认可度因子原始取值去极值标准化后先对市值对数回归，对回归的残差去极值标准化后得到四个市值中性的业绩认可度因子；
2. 取市值中性的业绩认可度因子等权相加得到每只股票的复合因子取值；
3. 将截面上所有股票的复合因子转为 rank，再以股票的自由流通市值加权得到行业的业绩认可复合因子。

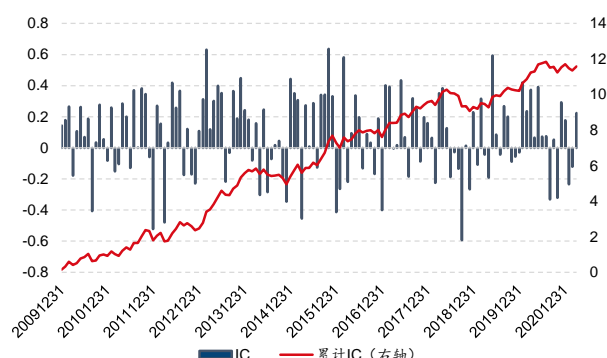
我们每个月将 30 个中信一级行业按业绩认可复合因子来进行五组分档检验，并计算其月度 IC，其表现如下图所示。下图中 G1 表示因子取值最小的行业组合，G5 表示因子取值最大的行业组合。

图 33: 业绩认可复合因子行业轮动分组净值



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

图 34: 业绩认可复合因子行业轮动 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

从分组净值来看，业绩认可度因子确实体现出了较强的行业轮动能力，因子行业轮动月度 IC 均值 0.085，年化 ICIR 达到 1.14，IC 胜率 65%，多头组合相对于行业等权基准年化超额收益 5.88%，多空组合年化收益 12.79%。

## 总结

### 高增速股票的成长困境

我们通常根据净利润同比增速来衡量股票的成长性，然而由于同比增速会面临微利股、除数效应、非经常性损益等多种因素导致其可能产生较大奇异值或失真，导致高增速股票中股票的未来收益并不正比于其业绩增速，单纯以单季度归母净利润同比增速来筛选成长股较为敏感且片面。

### 分析师认可的成长股

上市公司披露盈余公告后，分析师经常会点评其业绩，这给我们确认其成长性提供了额外的信息。如果上市公司披露盈余公告显示业绩增速高，并且分析师撰写研报也确认了其“业绩大幅增长”且同时上调其预期净利润，那么我们就更加能确认其高成长性。

我们根据盈余公告后分析师研报标题对于业绩的认可与预期净利润的上下调情况来判断分析师对于股票业绩的认可情况，进而高增速股票池中，以分析师认可数量差、分析师上下调比例差共同选股构建了季频换仓的分析师认可成长股组合，组合每期持仓 50 只股票，历史年化收益 33.41%，相对于中证 500 指数年化超额收益 30%，超额收益显著高于高增速股票组合，且在大部分年份中组合都在股票和偏股混合型基金中排名前 25% 以内，今年以来截止到 20210430 在股基中排名 6.83%。

### 分析师业绩认可度因子

我们根据分析师研报标题对于股票业绩的认可数据构建了四个业绩认可度因子，其在全市场、沪深 300 指数、中证 500 指数等不同板块中均体现出了较强的选股能力。四因子复合后得到的业绩认可复合因子月度 IC 均值 0.052，年化 ICIR 达到 3.78，IC 胜率 85%，月频自相关系数 0.8 衰减较为缓慢。并且其和常见的选股因子相关性较低，剥离常见的选股因子后仍然具有较为显著的选股能力，剥离后月度 IC 均值 0.029，年化 ICIR 达到 2.33，IC 胜率 74%。

我们将四个业绩认可度因子进行市值中性化并通过成分股权重加权的方式构建了业绩认可行业轮动因子，其同样也体现出较强的行业轮动能力，月度 IC 均值 0.085，年化 ICIR 达到 1.14，分五组后多头组合相对于行业等权基准年化超额收益 5.88%，多空组合年化收益 12.79%。

## 附录

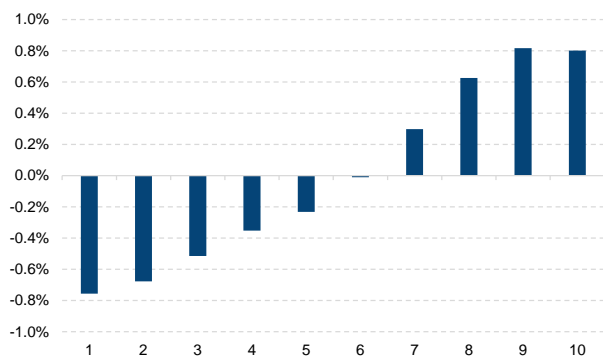
### 业绩认可数量

业绩认可数量因子的计算方式较为简单：

$$\text{认可数量} = \text{认可业绩的机构数量}$$

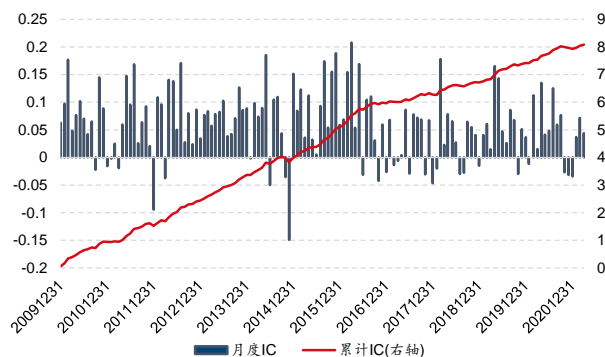
对其进行市值行业中性化后，我们在全市场中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，因子对于收益分组的单调性非常好。因子月度 IC 均值 0.059，年化 ICIR 达到 3.25，IC 胜率 80%。

图 35：业绩认可数量因子全市场十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

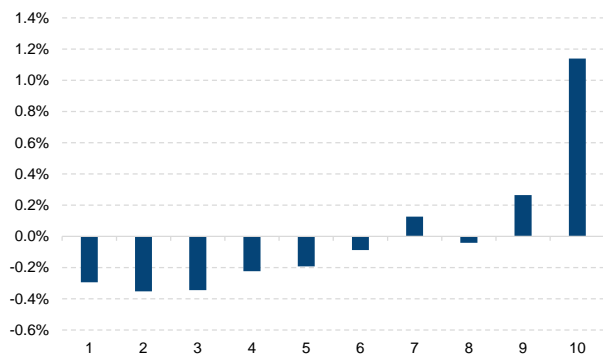
图 36：业绩认可数量因子全市场月度 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

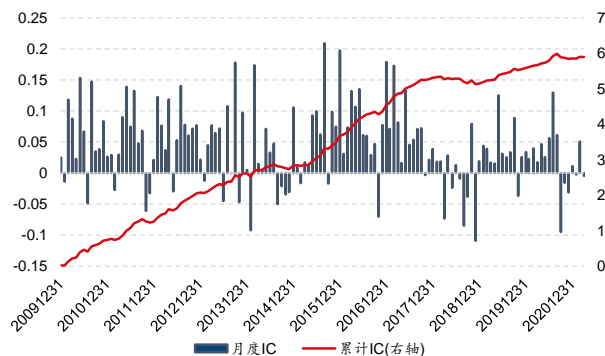
我们在中证 500 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，中证 500 指数成分股内因子对于收益分组的单调性较为显著，多头超额非常显著。因子月度 IC 均值 0.043，年化 ICIR 达到 2.41，IC 胜率 77%。

图 37：业绩认可数量因子中证 500 内十组分档超额



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

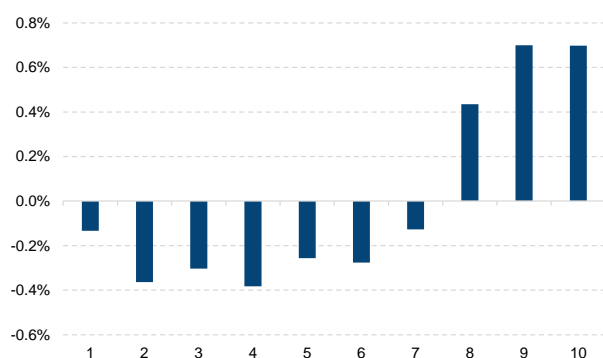
图 38：业绩认可数量因子中证 500 内月度 IC 与累计 IC



资料来源：朝阳永续，Wind，国信证券经济研究所整理

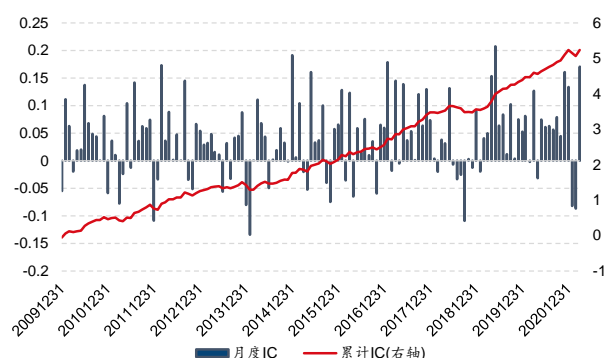
我们在沪深 300 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到，沪深 300 指数成分股内因子的分组收益总体较为单调。因子月度 IC 均值 0.038，年化 ICIR 达到 1.96，IC 胜率 74%。

图 39: 业绩认可数量因子沪深 300 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 业绩认可数量因子沪深 300 内月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

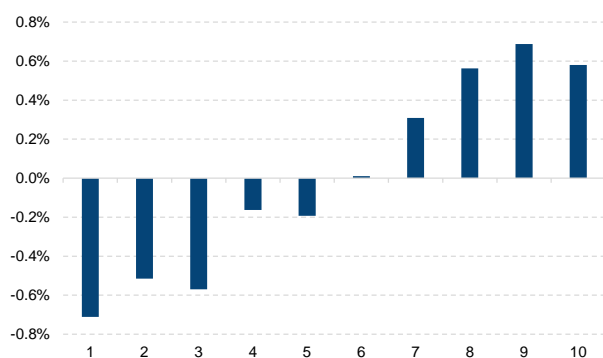
### 业绩认可数量占比

业绩认可数量占比因子的计算方式为:

$$\text{认可数量占比} = \frac{\text{认可数量}}{\text{覆盖的机构数量}}$$

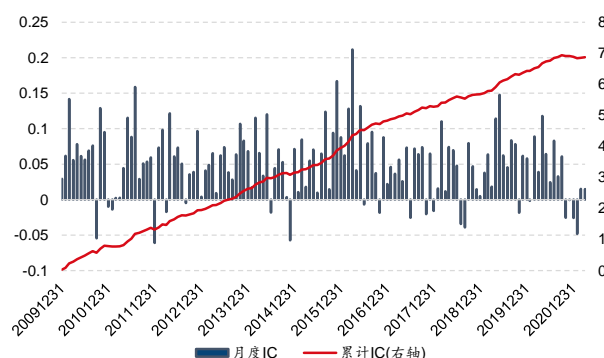
对其进行市值行业中性化后, 我们在全市场中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 因子对于收益分组的单调性总体较好。因子月度 IC 均值 0.051, 年化 ICIR 达到 3.61, IC 胜率 85%。

图 41: 业绩认可数量占比因子全市场十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

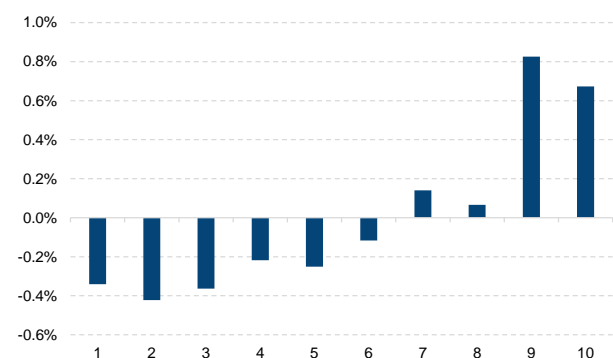
图 42: 业绩认可数量占比因子全市场月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

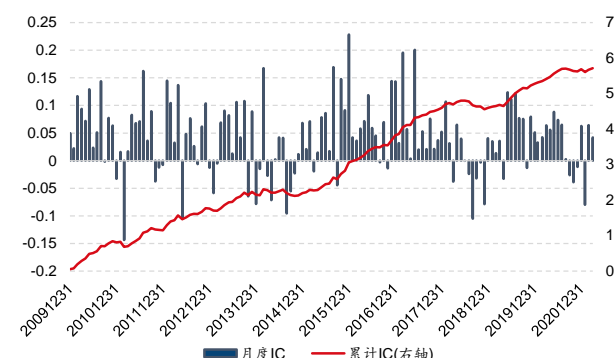
我们在中证 500 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 中证 500 指数成分股内因子对于收益分组总体单调, 因子月度 IC 均值 0.042, 年化 ICIR 达到 2.21, IC 胜率 74%。

图 43: 业绩认可数量占比因子中证 500 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

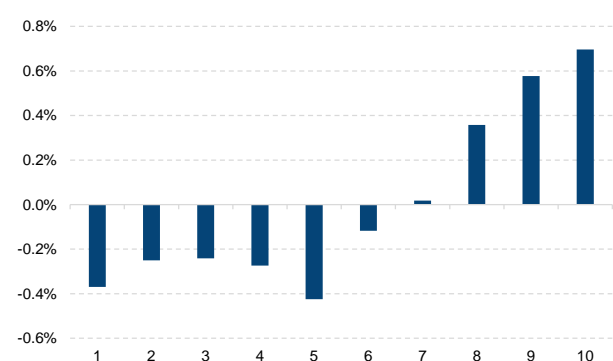
图 44: 业绩认可数量占比因子中证 500 内 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

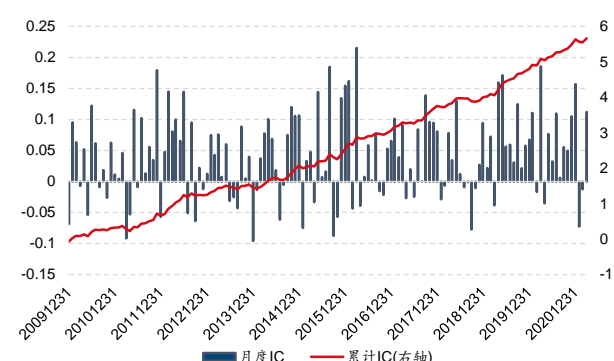
我们在沪深 300 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 沪深 300 指数成分股内因子对于收益分组的单调性总体较好, 多头超额较为显著。因子月度 IC 均值 0.042, 年化 ICIR 达到 2.13, IC 胜率 71%。

图 45: 业绩认可数量占比因子沪深 300 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 业绩认可数量占比因子沪深 300 内 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 业绩认可数量差

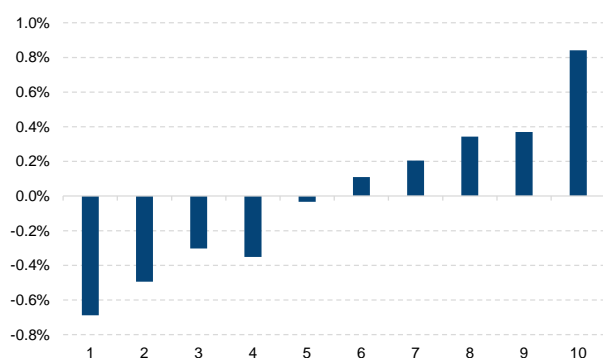
业绩认可数量差因子的计算方式为:

$$\text{认可数量差} = \text{认可业绩的机构数量} - \text{不认可业绩的机构数量}$$

对其进行市值行业中性化后, 我们在全市场中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 因子对于收益分组的单调性非常好。因子月度 IC 均值 0.045, 年化 ICIR 达到 3.32, IC 胜率 81%。

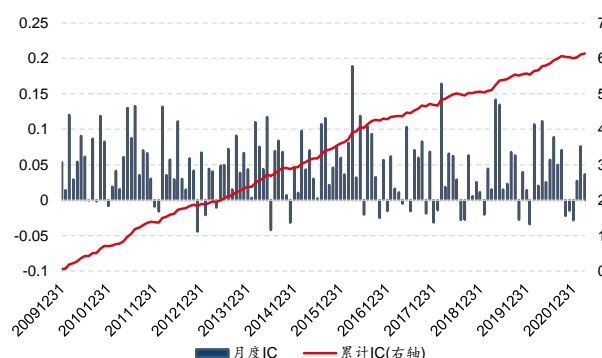


图 47: 业绩认可数量差因子全市场十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

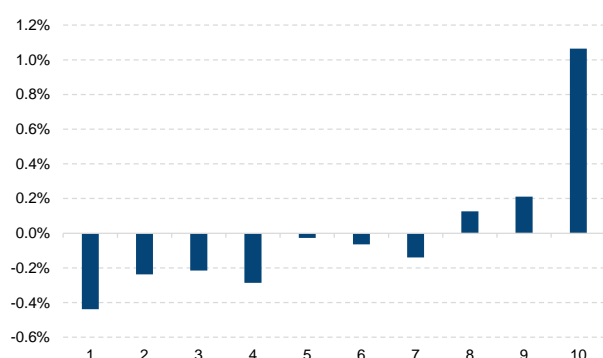
图 48: 业绩认可数量差因子全市场月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

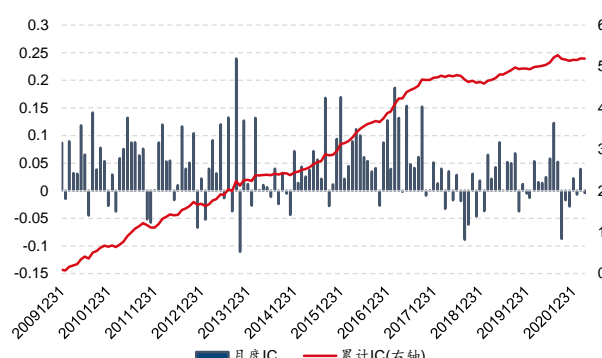
我们在中证 500 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 中证 500 指数成分股内因子对于收益分组的单调性较为显著, 多头超额非常显著。因子月度 IC 均值 0.038, 年化 ICIR 达到 2.18, IC 胜率 74%。

图 49: 业绩认可数量差因子中证 500 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

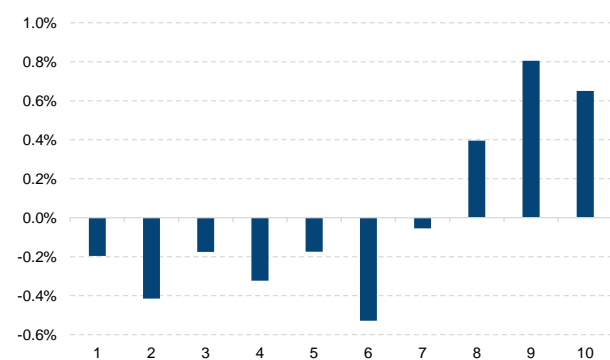
图 50: 业绩认可数量差因子中证 500 内月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

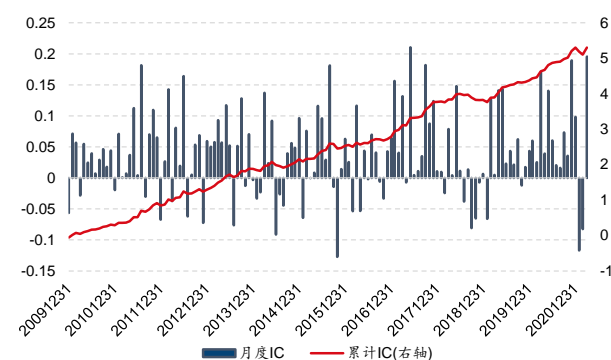
我们在沪深 300 指数成分股中计算因子的十组分档超额收益以及月度 IC 如下图所示。从十组分档收益可以看到, 沪深 300 指数成分股内因子对于收益分组的单调性总体较好, 多头超额较为显著。因子月度 IC 均值 0.039, 年化 ICIR 达到 1.96, IC 胜率 74%。

图 51: 业绩认可数量差因子沪深 300 内十组分档超额



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 业绩认可数量差因子沪深 300 内月度 IC 与累计 IC



资料来源: 朝阳永续, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032