

相关研究

《中证1000股指期货上市，量化对冲的春天来了？》2022.08.12

《进击的广发基金：一场影响深远的投研升级改革》2022.08.05

《抗击新冠生力军——布局后疫情时代疫苗产业》2022.08.05

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:罗蕾

Tel:(021)23219984

Email:ll9773@htsec.com

证书:S0850516080002

选股因子系列研究(八十三)——盈利加速的定量刻画与高增长组合的构建

投资要点:

- **盈利加速因子**，衡量的是从一个季度到下一个季度盈利增速的变化。其中，盈利增速用标准化的EPS同比变化来表示，即EPS的同比变化除以对比基数。对比基数可以采用：去年同期EPS的绝对值(EAA)、上季度末的股价(EAP)、最近8个季度EPS的标准差(EAV)。
- **不同盈利加速公司的特征**。盈利加速因子与市值、估值及价量类因子相关性较低。在基本面因子中，盈利加速与增长类因子的线性相关性较为明显，而与盈利水平本身的线性相关性较弱。盈利增长加速的公司，平均增速和净利润调整幅度均高于盈利增长减速的公司。从行业分布来看，与全A个股相比，盈利加速公司更多地分布在基础化工、电力设备及新能源、通信、计算机、传媒等高新技术行业。
- **盈利加速因子的选股效果**。盈利加速因子与股票收益显著正相关，即使剥离常见因子的影响，该因子仍存在显著的选股效果。2013年初至2022.07，原始EAV因子分10组年化多空收益9.7%，月均IC为0.02，月胜率76.5%；正交因子年化多空收益4.8%，月均IC为0.01，月胜率62.6%，统计显著。相对而言，EAV在大盘股、高增长股票集中，选股效果更优。盈利加速因子与股票收益之间的正相关关系，可能源于盈利加速对公司未来增长的增量预测能力。
- **高增长组合**。在高增长股票集中，盈利加速公司的收益优势更为明显，因子分10组年化多空收益达10.3%。因此，我们可以利用盈利加速因子提升高增长组合的业绩表现。具体地，将盈利加速、SUE、预期净利润调整等反映公司增长的因子等权加总，构建复合增长因子，选择得分最高的50只股票构建等权组合。2013年初至2022.07，高增长组合年化收益34.2%，相对于wind全A指数年超额25.4%。而且，利用高频因子可进一步增增厚高增长组合的业绩表现。
- **小市值+高增长组合**。在增长因子打分模型中加入小市值因子，选择复合因子得分最高的50只股票构建小市值+高增长组合。该组合自2013年初至2022.07(下同)年化收益43.4%，相对于国证2000指数年化超额32.1%。与原高增长组合相比，该组合在小市值因子上的暴露更高。小市值+高增长组合在小盘风格较强的2013-2015年和2021-2022年，明显优于原组合；而在大盘风格走强的2017-2020年，表现也弱于原组合。
- **大小盘中的高增长组合**。在全A市值最小的30%股票池里，选择增长复合因子得分最高的50只股票构建小盘中的高增长组合。该组合2013年以来年化收益39.5%，相对于国证2000指数年化超额28.2%。按照同样的方式构建大盘中的高增长组合，该组合13年以来年化收益24.0%，相对于沪深300指数年化超额19.3%。
- **偏成长风格的小市值+高增长组合**。如果想进一步放大成长风格，可在选股过程中加入估值指标。考虑到PB因子选股效果不稳定，所以我们未采用直接将其加入复合打分的方式，而是采用事前剔除低PB个股的方式来实现。偏成长风格的小市值+高增长组合的高估值成长属性更突出。该组合在成长风格较强的2019年初至2021.07.21，累计收益223.2%，明显优于未进行低估值剔除的组合(197.2%)。同样地，在价值风格走强的2021.07.21-2022.04.25，累计收益-0.7%，表现弱于未进行低估值剔除的组合(5.4%)。
- **风险提示**。历史统计规律失效风险，因子失效风险。

目 录

1. 盈利加速的定量刻画.....	5
2. 盈利加速因子的选股效果	6
3. 基于盈利加速构建高增长组合	9
3.1 盈利加速的 6 种模式及股价表现	9
3.2 高增长组合	10
3.3 大小盘中的高增长组合	12
4. 总结	13
5. 风险提示	14

图目录

图 1	盈利加速因子与常见因子的平均截面相关系数（2013.01-2022.07）	5
图 2	盈利加速因子分组的平均 ROE 暴露（2013.01-2022.07）	5
图 3	盈利加速因子分组的平均 SUE 暴露（2013.01-2022.07）	6
图 4	盈利加速因子分组的平均预期净利润调整暴露（2013.01-2022.07）	6
图 5	EAV 因子得分最高 1/10 股票的行业分布（2022Q1）	6
图 6	盈利加速因子分组的年超额收益（2013.01-2022.07）	6
图 7	EAV 因子的累计 IC（2013.01-2022.07）	6
图 8	盈利加速因子分组的未来 1 年平均净利润增速（2012Q3-2021Q1）	8
图 9	盈利加速因子在预测未来 1 年净利润增速模型中的截面回归系数 （2012Q3-2021Q1）	8
图 10	增长 top50 组合 1 的市值中位数（2013.01-2022.07）	11
图 11	增长 top50 组合 1 的板块分布（2013.01-2022.07）	11
图 12	不同市场风格下，增长 top50 组合 1 和 2 的表现对比（2013.01-2022.07） ...	12

表目录

表 1	盈利加速因子的选股收益（2013.01-2022.07）	7
表 2	正交盈利加速因子的选股收益（2013.01-2022.07）	7
表 3	不同市值股票集中，EAV 因子的选股收益（2013.01-2022.07）	7
表 4	不同 SUE 股票集中，EAV 因子的选股收益（2013.01-2022.07）	8
表 5	盈利加速因子对未来净利润增速的预测能力（2012Q3-2021Q1）	8
表 6	不同盈利加速模式的股票组合业绩表现（2013.01-2022.07）	10
表 7	盈利加速模式 1 中，盈利加速 top50 组合分年度业绩表现（2013.01-2022.07）	10
表 8	增长 top50 组合 1 分年度业绩表现（2013.01-2022.07）	11
表 9	增长 top50 组合 2 分年度业绩表现（2013.01-2022.07）	11
表 10	增长 top50 组合 1 和 2 月度收益的 4 因子回归（2013.01-2022.07）	12
表 11	带风格倾向的高增长组合历史业绩表现（2013.01-2022.07）	13
表 12	不同风格的高增长组合月度收益的 4 因子回归（2013.01-2022.07）	13

本文定义了盈利加速因子，该因子与股票收益显著正相关。即使剥离盈利和 SUE 影响后，该因子仍存在显著的选股效果。盈利加速因子与股票收益之间的正相关关系，可能源于盈利加速对公司未来增长的增量预测能力。2012Q3-2021Q1，未来 1-4 个季度净利润增速对单季度盈利加速因子的截面回归结果显示，盈利加速因子越大，公司未来的平均净利润增速越高。最后，我们基于盈利加速及几个常见增长因子，构建了风格特征较为明确的高增长组合。

1. 盈利加速的定量刻画

盈利加速（Earnings acceleration），衡量的是从一个季度到下一个季度盈利增速的变化。具体地，t 季度的盈利加速因子等于，t 季度的盈利增速减去 t-1 季度的盈利增速。其中，盈利增速用标准化的 EPS 同比变化来表示，即 EPS 的同比变化除以对比基数。

我们考虑了三种用于衡量盈利增速的对比基数：t-4 季度每股收益的绝对值（EGA）、t-1 季度末的股价（EGP）以及最近 8 个季度（包括第 t 季度）EPS 的标准差（EGV）。相应的盈利加速因子分别记之为 EAA、EAP 和 EAV：

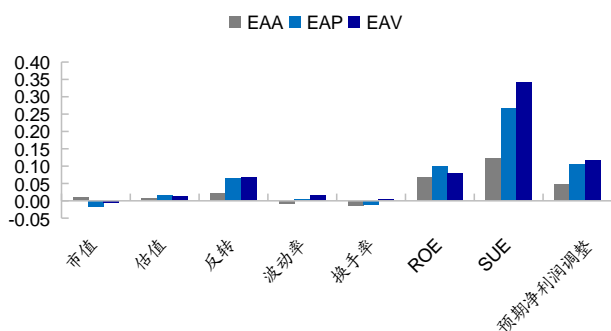
$$EAA_{i,t} = EGA_{i,t} - EGA_{i,t-1} = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-4}}{|EPS_{i,t-4}|} - \frac{EPS_{i,t-1} - EPS_{i,t-5}}{|EPS_{i,t-5}|},$$

$$EAP_{i,t} = EGP_{i,t} - EGP_{i,t-1} = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-4}}{Stock\ Price_{i,t-1}} - \frac{EPS_{i,t-1} - EPS_{i,t-5}}{Stock\ Price_{i,t-2}},$$

$$EAV_{i,t} = EGV_{i,t} - EGV_{i,t-1} = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-4}}{SDEPS_{i,t}} - \frac{EPS_{i,t-1} - EPS_{i,t-5}}{SDEPS_{i,t-1}}.$$

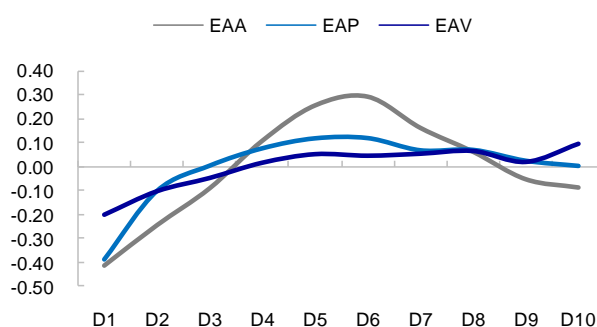
图 1 展示了盈利加速因子与常见因子的平均截面相关系数，从中可见，该因子与市值、估值及价量类因子相关性较低。在基本面因子中，其与增长类因子的线性相关性较为明显。盈利增长加速的公司，平均增速和净利润调整幅度均高于盈利增长减速的公司。但盈利加速因子与盈利水平本身的线性相关性相对较弱，盈利增长加速公司的平均盈利水平与全市场平均水平无异；盈利增长大幅减速的公司，盈利水平相对较差。

图1 盈利加速因子与常见因子的平均截面相关系数（2013.01-2022.07）



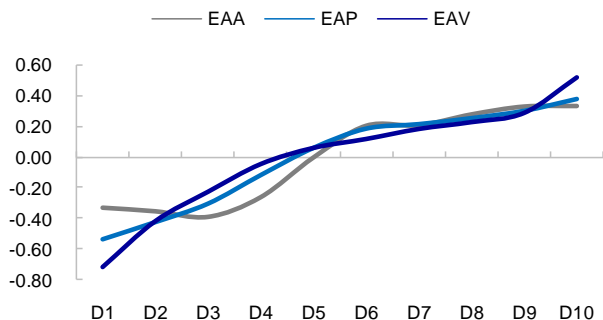
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 盈利加速因子分组的平均 ROE 暴露（2013.01-2022.07）



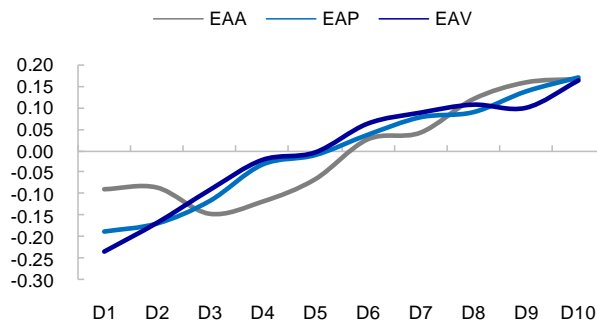
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 盈利加速因子分组的平均 SUE 暴露 (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

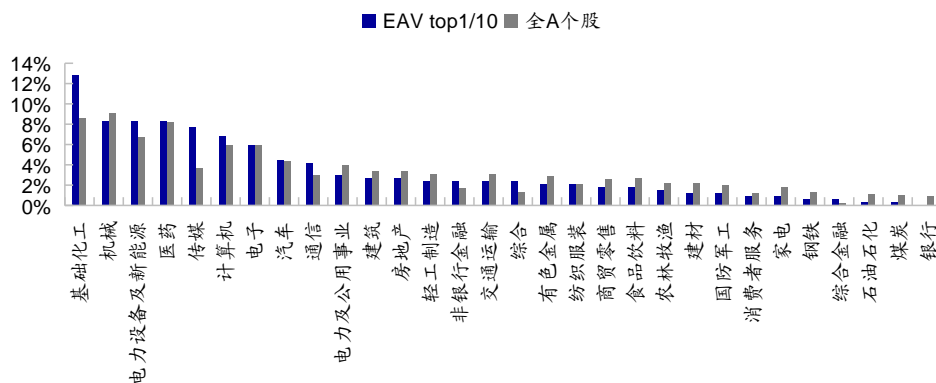
图4 盈利加速因子分组的平均预期净利润调整暴露 (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

下图展示了 2022 年 1 季度 EAV 因子得分最高 1/10 股票的行业分布。与全 A 个股相比, 盈利加速公司更多地分布在基础化工、电力设备及新能源、通信、计算机、传媒等高新技术行业。

图5 EAV 因子得分最高 1/10 股票的行业分布 (2022Q1)

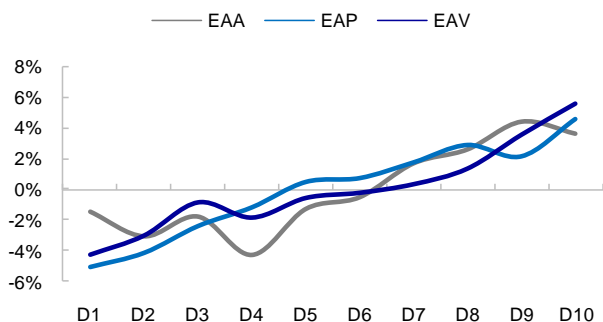


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 盈利加速因子的选股效果

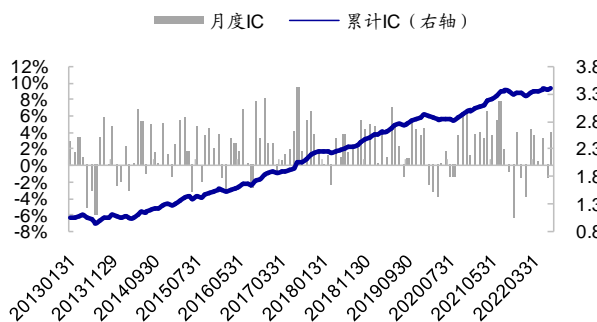
左下图统计了盈利加速因子分 10 组后, 每个组合相对于全 A 等权组合的年化超额收益率 (月均超额*12)。整体来看, 盈利加速因子越大, 股票未来收益表现越优。相对而言, EAP 和 EAV 因子的选股效果优于 EAA 因子。EAP 和 EAV 因子的年化多头超额收益在 5% 左右, 年化多空收益在 10% 左右, 均统计显著。EAP 和 EAV 因子的月均 IC 为 0.02 左右, 月胜率 70% 以上, 同样都统计显著。

图6 盈利加速因子分组的年超额收益 (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 EAV 因子的累计 IC (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 盈利加速因子的选股收益（2013.01-2022.07）

		年收益/月均 IC	月胜率	波动率	t 值	p 值
多头收益	EAA	3.6%	60.0%	1.1%	2.91	0.004
	EAP	4.6%	61.7%	1.8%	2.31	0.023
	EAV	5.5%	64.3%	1.0%	5.13	0.000
多空收益	EAA	5.1%	64.3%	1.4%	3.21	0.002
	EAP	9.6%	68.7%	1.6%	5.32	0.000
	EAV	9.7%	73.0%	1.5%	5.92	0.000
IC 表现	EAA	0.009	60.9%	2.8%	3.22	0.002
	EAP	0.022	71.3%	4.0%	6.08	0.000
	EAV	0.021	76.5%	3.3%	6.91	0.000

资料来源：Wind，海通证券研究所

由于盈利加速因子与增长类因子相关性较高，为剥离其他因子影响，考察该因子的增量信息，我们将盈利加速因子对常见风格、基本面、预期类、价量类因子及行业进行正交处理，所得因子的选股效果如下表所示。

表 2 正交盈利加速因子的选股收益（2013.01-2022.07）

	多头收益				多空收益				IC 表现			
	年收益	月胜率	波动率	t 值	年收益	月胜率	波动率	t 值	月均 IC	月胜率	波动率	t 值
EAP	2.2%	54.8%	1.7%	1.16	6.1%	66.1%	1.4%	3.81***	0.01	61.7%	3.1%	2.82***
EAV	2.7%	58.3%	0.9%	2.87***	4.8%	58.3%	1.3%	3.18***	0.01	62.6%	2.9%	3.36***

资料来源：Wind，海通证券研究所

正交后，盈利加速因子的分组收益有所下滑，但仍统计显著。相对而言，EAV 因子的多头收益更为稳定。正交 EAV 因子年化多空收益 4.8%，月均 IC 为 0.01，月胜率 62.6%。下文中，我们主要以 EAV 为例，来考察盈利加速因子的选股效果。

下表展示了盈利加速因子在不同市值股票集中的有效性。其中，大盘为市值最大的 20% 股票，中盘为市值分位点处于 20%-50% 之间的股票，小盘为市值最小的 50% 股票。结果显示，盈利加速异象在不同市值股票集中，均显著存在。若线性剥离常见因子影响，EAV 因子在大盘中的选股效果最优，边际增量信息最多。

表 3 不同市值股票集中，EAV 因子的选股收益（2013.01-2022.07）

	原始因子				原始因子				原始因子			
	多头收益				多空收益				IC 表现			
	年收益	月胜率	波动率	t 值	年收益	月胜率	波动率	t 值	月均 IC	月胜率	波动率	t 值
大盘	7.3%	56.5%	2.2%	2.96***	12.0%	62.6%	2.9%	3.73***	0.027	69.6%	6.5%	4.39***
中盘	4.7%	64.3%	1.6%	2.57**	8.0%	62.6%	2.4%	3.02***	0.021	67.0%	5.0%	4.45***
小盘	3.9%	58.3%	1.0%	3.42***	7.4%	68.7%	1.7%	3.97***	0.016	69.6%	3.6%	4.88***
	正交因子				正交因子				正交因子			
	多头收益				多空收益				IC 表现			
	年收益	月胜率	波动率	t 值	年收益	月胜率	波动率	t 值	月均 IC	月胜率	波动率	t 值
大盘	6.2%	55.7%	2.0%	2.76***	11.2%	65.2%	2.3%	4.31***	0.017	65.2%	4.8%	3.92***
中盘	-0.2%	47.0%	1.5%	-0.09	1.2%	49.6%	2.1%	0.52	0.009	55.7%	4.1%	2.35**
小盘	0.8%	51.3%	1.1%	0.66	2.2%	51.3%	1.6%	1.19	0.003	50.4%	3.4%	0.98

资料来源：Wind，海通证券研究所

进一步根据增长因子 SUE 将全 A 个股等分为 3 组，考察 EAV 因子在不同增长公司中的选股效果，结果如下表所示。从中可见，在高增长股票集中，盈利加速公司的收益优势更为明显，高 EAV 与低 EAV 组合的年化多空收益可达 10.3%。

表 4 不同 SUE 股票集中，EAV 因子的选股收益（2013.01-2022.07）

SUE	多头收益				原始因子				IC 表现			
	年收益	月胜率	波动率	t 值	年收益	月胜率	波动率	t 值	月均 IC	月胜率	波动率	t 值
高	6.1%	54.8%	2.1%	2.63***	10.3%	60.9%	2.8%	3.26***	2.2%	63.5%	6.3%	3.75***
中	1.2%	47.8%	1.4%	0.74	4.4%	59.1%	2.2%	1.74*	1.0%	58.3%	4.6%	2.37**
低	2.7%	54.8%	1.5%	1.67*	3.3%	60.0%	2.3%	1.31	0.5%	58.3%	5.0%	1.10

SUE	多头收益				多空收益				IC 表现			
	年收益	月胜率	波动率	t 值	年收益	月胜率	波动率	t 值	月均 IC	月胜率	波动率	t 值
高	4.5%	51.3%	1.7%	2.33**	5.4%	57.4%	2.3%	2.10***	1.4%	60.9%	4.3%	3.59***
中	-0.5%	44.3%	1.2%	-0.37	1.7%	53.9%	1.8%	0.81	0.4%	55.7%	3.5%	1.35
低	2.1%	50.4%	1.3%	1.38	3.2%	58.3%	1.9%	1.48	0.5%	53.0%	4.1%	1.22

资料来源：Wind，海通证券研究所

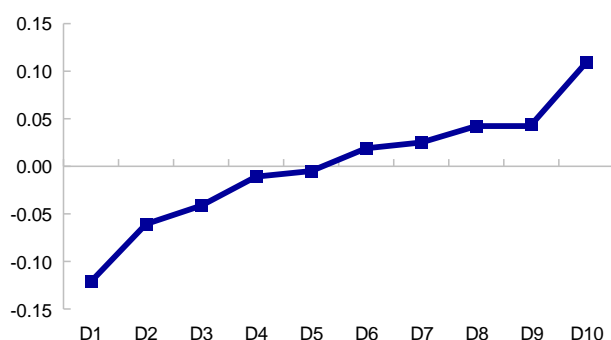
关于盈利加速因子与股票收益之间显著的正相关关系，我们猜测可能源于盈利加速对公司未来增长的增量预测能力。每个季度根据 EAV 因子将全 A 股票等分为 10 组，统计每组股票未来 1 年的实际净利润同比增速，结果如图 8 所示。从中可见，盈利加速因子越大，公司的平均净利润增速越高。

进一步，我们采用如下截面回归方程，控制 SUE、当期盈利增速、ROE 等公司基本面的影响，考察盈利加速对公司未来增长（净利润同比增速）的增量预测能力。

$$\text{Growth}_{t+k} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{EAV}_t + \beta_2 \cdot \text{SUE}_t + \beta_3 \cdot \text{Growth}_t + \dots + \varepsilon_k, k = 1, 2, 3, 4$$

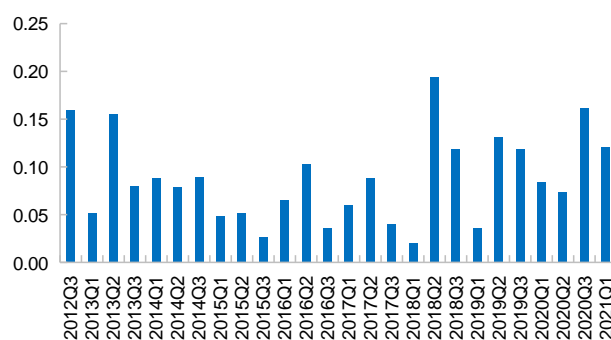
图 9 展示了预测未来 1 年（k=4）增速时，EAV 每期的回归系数。

图8 盈利加速因子分组的未来 1 年平均净利润增速（2012Q3-2021Q1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 盈利加速因子在预测未来 1 年净利润增速模型中的截面回归系数（2012Q3-2021Q1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

由表 5 可见，盈利加速因子与未来 1-4 个季度的净利润增速显著正相关。在净利润增速预测方程中加入 EAV 因子，模型 R 方均有所提升。即，盈利加速对公司未来增长具有增量预测能力。

表 5 盈利加速因子对未来净利润增速的预测能力（2012Q3-2021Q1）

Y		EAV	SUE	当期净利润增速	ROE	预期净利润调整	市值	R 方
未来 1 个季度净利润同比增速	方程 1	回归系数	0.03	0.08	0.20	0.03	0.02	7.8%
		t 值	2.62	7.65	12.24	4.23	4.21	
		p 值	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	
	方程 2	回归系数	0.06	0.21	0.03	0.02	0.03	7.3%
		t 值	8.23	13.43	4.17	4.42	4.72	
		p 值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

未来 2 个季度净利润同比增速	方程 1	回归系数	0.09	0.06	0.13	0.01	0.02	0.03	4.5%
		t 值	9.72	4.33	12.25	1.01	5.06	5.42	
		p 值	0.00	0.00	0.00	0.32	0.00	0.00	
	方程 2	回归系数		0.03	0.14	0.01	0.02	0.04	3.6%
		t 值		2.58	15.91	0.64	5.68	6.30	
		p 值		0.02	0.00	0.53	0.00	0.00	
未来 3 个季度净利润同比增速	方程 1	回归系数	0.13	0.07	0.03	0.00	0.03	0.03	2.6%
		t 值	13.14	5.80	5.48	0.65	4.26	4.81	
		p 值	0.00	0.00	0.00	0.52	0.00	0.00	
	方程 2	回归系数		0.02	0.04	0.00	0.03	0.04	1.1%
		t 值		3.34	5.64	0.14	4.23	5.70	
		p 值		0.00	0.00	0.89	0.00	0.00	
未来 1 年净利润同比增速	方程 1	回归系数	0.09	0.06	-0.02	0.00	0.02	0.03	1.6%
		t 值	9.69	5.09	-3.77	-0.56	3.88	3.98	
		p 值	0.00	0.00	0.00	0.58	0.00	0.00	
	方程 2	回归系数		0.03	-0.02	0.00	0.02	0.03	0.8%
		t 值		3.93	-4.38	-0.84	3.88	4.50	
		p 值		0.00	0.00	0.41	0.00	0.00	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

综上所述, 盈利加速因子与股票收益显著正相关, 即使剔除 SUE、预期净利润调整等常见增长因子的影响, EAV 也具有显著的选股效果。相对而言, EAV 在大盘股、高增长股票集中, 选股效果更优。盈利加速因子与股票收益之间显著的正相关关系, 可能源于盈利加速因子对公司未来增长的增量预测能力。

3. 基于盈利加速构建高增长组合

3.1 盈利加速的 6 种模式及股价表现

根据净利润同比增速和盈利加速情况, 可以将公司增长划分为 6 种模式:

- 模式 1: $EAV > 0$ (t 期的增速大于 $t-1$ 期), t 期和 $t-1$ 期的增速都为正;
- 模式 2: $EAV > 0$, t 期增速为正, 而 $t-1$ 期的增速为负;
- 模式 3: $EAV > 0$, t 期和 $t-1$ 期的增速都为负;
- 模式 4: $EAV < 0$, t 期和 $t-1$ 期的增速都为正;
- 模式 5: $EAV < 0$, t 期增速为负, 而 $t-1$ 期的增速为正;
- 模式 6: $EAV < 0$, t 期和 $t-1$ 期的增速都为负。

2013 年初至 2022 年 7 月, 6 种盈利加速模式中, 模式 4, 即最近 2 期增速都为正、但增速在降低的公司数量最多, 平均占比 20.5%; 而模式 6, 即最近 2 期增速都为负、且负增速在扩大的公司数量最少, 平均占比 12.1%。

从业绩表现来看, 在 6 种模式中, 盈利持续增长且增速扩大的股票组合 (模式 1), 收益最高, 2013 年以来年化收益 16.9%, 相对 wind 全 A 指数年超额 7.6%。需要注意的是, 增速扭转对股价的影响并没有盈利持续影响大。如模式 1 和 2, 两者都为盈利加速, 模式 1 是盈利增长持续, 模式 2 是由负增速转为正增速, 但后者的股价表现不如前者。类似地, 对于模式 5 和 6, 两者都为盈利减速, 模式 5 是增长由正转负, 模式 6 是持续负增长, 相对而言, 负增长持续的模式 6, 股价反应幅度更大, 负超额更明显。

表 6 不同盈利加速模式的股票组合业绩表现（2013.01-2022.07）

	个股数占比	绝对收益	相对 wind 全 A 超额
模式 1	16.7%	16.9%	8.1%
模式 2	18.1%	13.3%	4.5%
模式 3	14.9%	5.2%	-3.6%
模式 4	20.5%	11.7%	2.9%
模式 5	17.7%	6.1%	-2.7%
模式 6	12.1%	3.1%	-5.7%

资料来源：Wind，海通证券研究所

在盈利加速模式 1 的股票集中，选择 EAV 最高的 50 只股票构建等权组合，其业绩表现如下表所示。2013.01-2022.07，组合年化收益 20.9%，相对 wind 全 A 指数年超额 12.0%，月胜率 63.2%。

表 7 盈利加速模式 1 中，盈利加速 top50 组合分年度业绩表现（2013.01-2022.07）

	组合收益	wind 全 A	超额收益	月胜率
2013	16.1%	0.3%	15.8%	66.7%
2014	50.1%	52.4%	-2.3%	58.3%
2015	108.4%	38.5%	69.9%	91.7%
2016	-3.2%	-12.9%	9.7%	75.0%
2017	-7.2%	4.9%	-12.1%	41.7%
2018	-20.4%	-28.3%	7.9%	66.7%
2019	35.6%	33.0%	2.6%	41.7%
2020	26.3%	25.6%	0.6%	50.0%
2021	24.2%	9.2%	15.0%	66.7%
2022	9.5%	-11.9%	21.5%	71.4%
全区间	20.9%	8.8%	12.0%	63.2%

资料来源：Wind，海通证券研究所

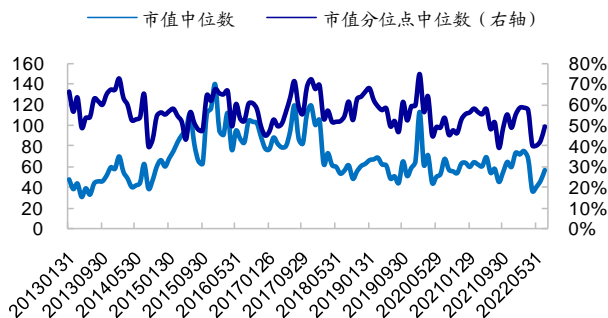
3.2 高增长组合

由前文可知，在高增长股票集中，盈利加速公司的收益优势更为明显，高 EAV 与低 EAV 组合的年化多空收益差高达 10.3%。因此，我们可以利用 EAV 因子进一步提升高增长组合的业绩表现。

盈利加速、SUE、预期净利润调整、累计研发投入，这 4 个因子都可在一定程度上反映公司的成长性。同时，为防止估值过高，我们加入 PB_INT 因子作为平衡。即采用上述 5 个因子等权加总，构建复合增长因子。其中，累计研发投入的刻画指标为知识资本占总资本之比；PB_INT 为无形资产调整后的 PB 因子，该因子可相对公平地对比不同行业/类型公司的估值水平，且具有显著的选股收益。知识资本和 PB_INT 的计算方式参见《选股因子系列研究（八十二）——不可忽视的无形资产》。上述因子均进行去极值、标准化、以及正交市值处理。

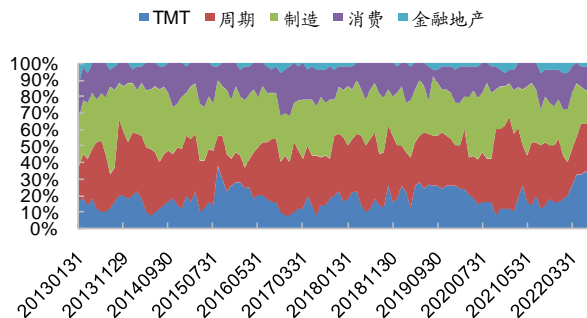
月度换仓，选择复合增长因子得分最高的 50 只股票，构建增长 top50 组合 1。2013 年以来，组合市值中位数约为 60-70 亿，市值所处分位点在 50%-60%之间（图 10），且在各大板块都有分布（图 11）。2022 年以来，TMT 板块的高增长个股明显增加，制造、消费板块的高增长股票则有所减少。

图10 增长 top50 组合 1 的市值中位数 (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 增长 top50 组合 1 的板块分布 (2013.01-2022.07)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

扣除单边千 3 的交易费用后, 截止 2022.07, 增长 top50 组合 1 自 2013 年 1 月底以来, 年化收益 34.2%, 同期 wind 全 A 指数年化收益 8.8%, 组合相对于指数年化超额 25.4%。除 2018 年以外, 增长 top50 组合 1 在其余年份相对 wind 全 A 指数均有 10% 以上的正超额。

表 8 增长 top50 组合 1 分年度业绩表现 (2013.01-2022.07)

	组合收益	wind 全 A 指数	超额收益	月胜率
2013	25.8%	0.3%	25.5%	66.7%
2014	63.6%	52.4%	11.1%	83.3%
2015	123.7%	38.5%	85.2%	83.3%
2016	0.0%	-12.9%	13.0%	83.3%
2017	15.7%	4.9%	10.8%	50.0%
2018	-21.0%	-28.3%	7.2%	58.3%
2019	50.2%	33.0%	17.2%	50.0%
2020	47.8%	25.6%	22.2%	75.0%
2021	52.7%	9.2%	43.5%	58.3%
2022	14.3%	-11.9%	26.2%	71.4%
全区间	34.2%	8.8%	25.4%	68.4%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

利用高频因子, 可进一步优选高增长组合。具体地, 将上述 5 个因子以及尾盘成交占比和开盘后大单净买入金额占比, 共 7 个因子等权加总, 构建复合因子, 选择得分最高的 50 只股票构建增长 top50 组合 2。2013.01 以来, 组合年化收益 37.7%, 相对 wind 全 A 指数年化超额 28.9%。

表 9 增长 top50 组合 2 分年度业绩表现 (2013.01-2022.07)

	wind 全 A 指数	增长 top50 组合 1	增长 top50 组合 2
2013	0.3%	25.8%	35.7%
2014	52.4%	63.6%	53.5%
2015	38.5%	123.7%	149.9%
2016	-12.9%	0.0%	5.4%
2017	4.9%	15.7%	25.7%
2018	-28.3%	-21.0%	-19.4%
2019	33.0%	50.2%	47.3%
2020	25.6%	47.8%	60.0%
2021	9.2%	52.7%	41.7%
2022	-11.9%	14.3%	12.5%
全区间	8.8%	34.2%	37.7%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

与增长 top50 组合 1 相比，组合 2 的成长风格更为突出。我们参照 FF3 模型，构建 A 股的市值、估值和 SUE 因子，然后将两个组合的月收益率分别对市场（wind 全 A 指数）以及这 3 个风格因子回归。如下表所示，增长 top50 组合 2 在高估值、高 SUE 因子上的暴露更大。即，组合 2 在成长风格上的暴露相对更为明显。

表 10 增长 top50 组合 1 和 2 月度收益的 4 因子回归（2013.01-2022.07）

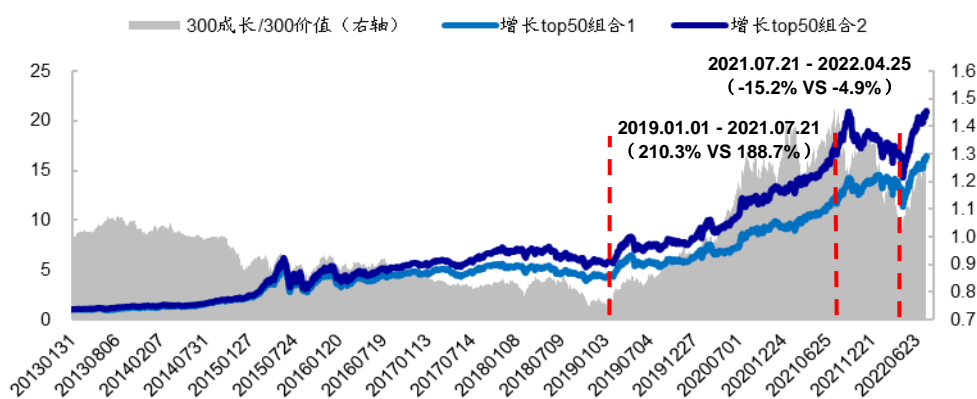
	增长 top50 组合 1			增长 top50 组合 2		
	系数	t 值	p 值	系数	t 值	p 值
年 alpha	8.24%	1.83	0.075	7.13%	1.57	0.116
市场	0.97	24.50	0.000	0.99	24.76	0.000
市值	0.67	8.94	0.000	0.56	7.43	0.000
估值	0.14	2.21	0.036	-0.02	-0.34	0.376
SUE	0.41	2.28	0.031	0.82	4.56	0.000

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：年 alpha 为 alpha*12，下同

从业绩表现来看，2019 年初至 2021 年 7 月 21 日，市场呈非常明显的成长风格，300 成长指数显著优于 300 价值指数。在此期间，成长风格暴露更高的组合 2 业绩表现更优，累计收益 210.3%（组合 1 累计收益 188.7%）。2021.07.21-2022.04.25，市场呈较为明显的价值风格，300 价值指数明显优于 300 成长指数。在此期间，成长风格暴露更高的组合 2，回撤也更为明显，累计收益-15.2%（组合 1 累计收益-4.9%）。2022.04.26-2022.06.30，市场反弹，wind 全 A 指数累计上涨 24.0%，同时成长风格优于价值风格，300 成长指数相对于 300 价值指数累计超额 22.3%。在此阶段，成长风格暴露更高的组合 2 业绩表现更优，累计收益 39.4%（组合 1 累计收益 35.6%）。

图12 不同市场风格下，增长 top50 组合 1 和 2 的表现对比（2013.01-2022.07）



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 大小盘中的高增长组合

若要构建风格倾向更为明显的组合，则可通过加入相应因子或划定选股池等方法来实现。

例如，我们在增长因子打分模型中加入小市值因子，选择复合因子得分最高的 50 只股票构建小市值+高增长组合。与原高增长组合相比，该组合在小市值因子上的暴露更高，四因子回归模型中的小市值 beta 由 0.56 增加到 0.98（表 12）。从业绩表现来看（表 11），小市值+高增长组合在小盘风格较强的 2013-2015 年和 2021-2022 年，明显优于原组合；而在大盘风格走强的 2017-2020 年，表现也弱于原组合。

又如，通过划定样本池，同样可以获得小市值风格特征较为明显的组合。具体地，将样本池限定在全 A 市值最小的 30% 股票池里，选择增长和高频复合因子得分最高的 50 只股票构建等权组合，其小市值 beta 由 0.56 增加到 1.22。与加入小市值因子的方式相比，划定选股池的方法对风格的影响更直接，得到组合的小市值暴露更高。因此，在

小盘风格强的 2013-2015 年，划定选股池得到组合的收益更高；同时在小盘走弱时，表现会弱于加入小市值因子的方法。

类似地，我们也可以在市值最大 30% 股票池中构建高增长组合。2013 年以来，该组合年化收益 24.0%，相对于沪深 300 指数年超额 19.3%。除 2014 年小幅跑输指数外，其余年份均优于沪深 300 指数。

表 11 带风格倾向的高增长组合历史业绩表现（2013.01-2022.07）

	绝对收益					相对基准指数的超额收益 ¹				
	增长 top50 组合 2	+小市值因子	样本池: 小市值 30%	样本池: 大市值 30%	+低估值个股剔除	增长 top50 组合 2	+小市值因子	样本池: 小市值 30%	样本池: 大市值 30%	+低估值个股剔除
2013	35.7%	47.4%	47.3%	14.6%	61.2%	10.8%	22.5%	22.4%	27.9%	36.3%
2014	53.5%	68.2%	83.0%	48.3%	71.5%	11.1%	25.8%	40.6%	-3.4%	29.1%
2015	149.9%	182.6%	179.1%	82.3%	181.8%	61.8%	94.5%	91.0%	76.7%	93.6%
2016	5.4%	15.4%	16.7%	-7.0%	14.1%	17.5%	27.6%	28.8%	4.3%	26.2%
2017	25.7%	6.2%	-18.5%	34.2%	-0.9%	42.6%	23.1%	-1.6%	12.5%	16.0%
2018	-19.4%	-20.9%	-21.2%	-21.7%	-25.7%	14.3%	12.9%	12.6%	3.6%	8.1%
2019	47.3%	48.4%	48.6%	40.4%	55.5%	23.9%	24.9%	25.2%	4.3%	32.1%
2020	60.0%	58.6%	50.6%	40.9%	64.9%	43.2%	41.8%	33.8%	13.7%	48.0%
2021	41.7%	50.9%	41.2%	33.6%	58.6%	12.5%	21.7%	12.0%	38.8%	29.4%
2022	12.5%	27.1%	32.6%	-3.2%	10.7%	20.7%	35.2%	40.8%	12.4%	18.9%
全区间	37.7%	43.4%	39.5%	24.0%	42.8%	26.4%	32.1%	28.2%	19.3%	31.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注 1: 除组合“样本池: 大市值 30%”的基准指数为沪深 300 以外, 其余几个组合的基准指数均为国证 2000

如果想进一步放大成长风格, 可在选股过程中加入估值指标。但考虑到 PB 因子的选股效果不稳定, 所以我们未采用直接将其加入复合打分的方式, 来构建偏成长风格的组合, 而是采用事前剔除低 PB 个股的方式来实现。即在全 A 范围内, 将 PB 最低的 30% 股票剔除, 在剩余股票中选择复合因子得分最高的 50 只股票构建偏成长风格的小市值+高增长组合。

如表 12 所示, 事前剔除也可以提升组合的成长风格暴露, 组合在低估值因子上的暴露由-0.01 变为-0.21, 即高估值成长属性更突出。从业绩表现来看, 该组合在成长风格较强的 2019 年初至 2021.07.21, 累计收益 223.2%, 明显优于未进行低估值剔除的组合 (197.2%)。同样地, 在价值风格走强的 2021.07.21-2022.04.25, 该组合累计收益 -0.7%, 表现弱于未进行低估值剔除的组合 (5.4%)。

表 12 不同风格的高增长组合月度收益的 4 因子回归（2013.01-2022.07）

	+小市值因子			样本池: 小市值 top30%			+低估值剔除		
	系数	t 值	p 值	系数	t 值	p 值	系数	t 值	p 值
年 alpha	11.5%	2.64	0.013	8.3%	2.35	0.026	12.6%	3.17	0.003
市场	0.99	25.83	0.000	0.96	30.98	0.000	1.03	29.33	0.000
市值	0.98	13.49	0.000	1.22	20.60	0.000	0.96	14.41	0.000
估值	-0.01	-0.09	0.397	0.05	1.05	0.230	-0.21	-3.59	0.001
SUE	0.51	2.96	0.006	0.36	2.55	0.016	0.50	3.14	0.003

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 总结

本文定义了盈利加速因子, 该因子衡量的是从一个季度到下一个季度盈利增速的变化。其中, 盈利增速用标准化的 EPS 同比变化来表示, 即 EPS 的同比变化除以对比基数。对比基数可以采用: 去年同期 EPS 的绝对值 (EAA)、上季度末的股价 (EAP)、最近 8 个季度 EPS 的标准差 (EAV)。

盈利加速因子与市值、估值及价量类因子相关性较低。在基本面因子中, 盈利加速

与增长类因子的线性相关性较为明显，而与盈利水平本身的线性相关性较弱。盈利增长加速的公司，平均增速和净利润调整幅度均高于盈利增长减速的公司。从行业分布来看，与全 A 个股相比，盈利加速公司更多地分布在基础化工、电力设备及新能源、通信、计算机、传媒等高新技术行业。

盈利加速因子与股票收益显著正相关，即使剥离常见因子的影响，该因子仍存在显著的选股效果。2013 年初至 2022.07，原始 EAV 因子分 10 组年化多空收益 9.7%，月均 IC 为 0.02，月胜率 76.5%；正交因子年化多空收益 4.8%，月均 IC 为 0.01，月胜率 62.6%，统计显著。相对而言，EAV 在大盘股、高增长股票集中，选股效果更优。盈利加速因子与股票收益之间的正相关关系，可能源于盈利加速对公司未来增长的增量预测能力。

在高增长股票集中，盈利加速公司的收益优势更为明显，因子分 10 组年化多空收益达 10.3%。因此，我们可以利用盈利加速因子提升高增长组合的业绩表现。具体地，将盈利加速、SUE、预期净利润调整等反映公司增长的因子等权加总，构建复合增长因子，选择得分最高的 50 只股票构建等权组合。2013 年初至 2022.07，高增长组合年化收益 34.2%，相对于 wind 全 A 指数年超额 25.4%。而且，利用高频因子可进一步增厚高增长组合的业绩表现。

在增长因子打分模型中加入小市值因子，选择复合因子得分最高的 50 只股票构建小市值+高增长组合。该组合自 2013 年初至 2022.07（下同）年化收益 43.4%，相对于国证 2000 指数年化超额 32.1%。与原高增长组合相比，该组合在小市值因子上的暴露更高。小市值+高增长组合在小盘风格较强的 2013-2015 年和 2021-2022 年，明显优于原组合；而在大盘风格走强的 2017-2020 年，表现也弱于原组合。

在全 A 市值最小的 30% 股票池里，选择增长复合因子得分最高的 50 只股票构建小盘中的高增长组合。该组合 2013 年以来年化收益 39.5%，相对于国证 2000 指数年化超额 28.2%。按照同样的方式构建大盘中的高增长组合，该组合 13 年以来年化收益 24.0%，相对于沪深 300 指数年化超额 19.3%。

如果想进一步放大成长风格，可在选股过程中加入估值指标。考虑到 PB 因子选股效果不稳定，所以我们未采用直接将其加入复合打分的方式，而是采用事前剔除低 PB 个股的方式来实现。偏成长风格的小市值+高增长组合的高估值成长属性更突出。该组合在成长风格较强的 2019 年初至 2021.07.21，累计收益 223.2%，明显优于未进行低估值剔除的组合（197.2%）。同样地，在价值风格走强的 2021.07.21-2022.04.25，累计收益-0.7%，表现弱于未进行低估值剔除的组合（5.4%）。

5. 风险提示

历史统计规律失效风险，因子失效风险。

信息披露

分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队
罗蕾 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李 俊(021)232154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com
王宇晴 wyq14704@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余皓淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林肯(021)23212230 yllq9619@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
联系人
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
江 涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com
魏 玮(021)23219645 ww14694@htsec.com

固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com
藏 多(021)23212041 zd14683@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨 锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
刘 颖 ly14721@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王国沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒 02163411361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪 尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
联系人
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com
肖治健(021)23219164 xzj14562@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玖翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com
张冰清 021-23154126 zbzq14692@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com
张恒浩(021)23219383 zhh14696@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
肖隽翀(021)23154139	xjc12802@htsec.com	王 涛(021)23219760	wt12363@htsec.com	房 青(021)23219692	fangq@htsec.com
华晋书(021)23219748	hjs14155@htsec.com	吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	徐柏乔(021)23219171	xbq6583@htsec.com
联系人		联系人		联系人	
文 灿(021)23154401	wc13799@htsec.com	朱 彤(021)23212208	zt14684@htsec.com	姚望洲(021)23154184	ywz13822@htsec.com
薛逸民(021)23219963	xym13863@htsec.com			柳文韬(021)23219389	lwt13065@htsec.com
李 潇(010)58067830	lx13920@htsec.com			吴锐鹏 wrp14515@htsec.com	
				马菁菁 mjj14734@htsec.com	
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com	杨彤昕 010-56760095	yt12741@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	于成龙(021)23154174	ycl12224@htsec.com	联系人	
李 智(021)23219392	lz11785@htsec.com	洪 琳(021)23154137	hl11570@htsec.com	夏 凡(021)23154128	xf13728@htsec.com
		联系人		徐 卓 xz14706@htsec.com	
		杨 蒙(0755)23617756	ym13254@htsec.com		
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com
任广博(010)56760090	rgb12695@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	lyj12399@htsec.com	盛 开(021)23154510	sk11787@htsec.com
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	陈 宇(021)23219442	cy13115@htsec.com	联系人	
联系人				王天璐(021)23219405	wtl14693@htsec.com
曹 锐 010-56760090	ck14023@htsec.com				
肖 尧(021)23154171	xy14794@htsec.com				
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	赵玥炜(021)23219814	zyw13208@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	赵靖博(021)23154119	zjb13572@htsec.com	周慧琳(021)23154399	zhl11756@htsec.com
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	联系人			
颜慧菁 yhj12866@htsec.com		刘绮雯(021)23154659	lqw14384@htsec.com		
建筑工程行业		食品饮料行业		军工行业	
张欣劼 18515295560	zxj12156@htsec.com	颜慧菁 yhj12866@htsec.com		张恒晖 zhx10170@htsec.com	
联系人		张宇轩(021)23154172	zyx11631@htsec.com	联系人	
曹有成 18901961523	cyc13555@htsec.com	程碧升(021)23154171	cbs10969@htsec.com	刘砚菲 021-2321-4129	lyf13079@htsec.com
郭好格 13718567611	ghg14711@htsec.com	联系人		胡舜杰(021)23154483	hsj14606@htsec.com
		张嘉颖(021)23154019	zjy14705@htsec.com		
银行业		社会服务行业		家电行业	
林加力(021)23154395	lj12245@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com	陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com
联系人		许樱之(755)82900465	xyz11630@htsec.com	李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com
董栋梁(021) 23219356	ddl13206@htsec.com	联系人		朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com
徐凝碧(021)23154134	xnb14607@htsec.com	毛弘毅(021)23219583	mhy13205@htsec.com	刘 璐(021)23214390	ll11838@htsec.com
		王玮婕(021)23219768	wyj13985@htsec.com		
造纸轻工行业					
郭庆龙 gq113820@htsec.com					
高翩然 gpr14257@htsec.com					
吕科佳 lkj14091@htsec.com					
联系人					
王文杰 wwj14034@htsec.com					

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
谭德康 tdk13548@htsec.com
王玮宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com
张歆钰 zxy14733@htsec.com
周之斌 zzb14815@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@htsec.com
上官灵芝 sglz14039@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com
姚 坦 yt14718@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com