

# 量化专题报告

## PEAD.notice: 基于预告的盈余惊喜选股策略

### 股票市场的盈余惊喜

股票市场 PEAD 现象显著，出现盈余惊喜股票的超额收益并不会被迅速定价，而会在未来较长时间内持续保持相对市场的超额收益。

以往的盈余惊喜一般基于股票历史盈余数据外推或分析师预期数据展开，本文以上市公司业绩预告为基础数据，分析上市公司实际盈余相对自身早期预告的预计盈余出现盈余惊喜后的股价走势。

### 财报相对预告的盈余惊喜

我们发现财报真实利润相对预告预计利润的盈余惊喜程度与股票在财报披露后的超额收益存在显著正相关性。根据该思路定义的  $p\_score$  因子在有预告的股票池中年化多空收益超过 15%，月度 IC 均值 3.0%，ICIR 超过 2.89。

同时，财报真实利润相对业绩预告预计利润出现正向盈余惊喜的股票在财报披露后能大幅度跑赢市场指数，未来 60 日相对中证 500 指数超额收益达到 4.1%，超额收益稳健持续，60 日内未出现明显回撤。

### PEAD.notice 选股策略

根据财报披露频率，我们在季频筛选出财报相对预告出现盈余惊喜的股票，同时按照生命周期理论，我们进一步圈定出现盈余惊喜同时兼具成长性的企业，2012 年以来，盈余惊喜股票池相对中证 500 指数年化超额收益达 20%。在盈余惊喜股票池中，我们结合估值、财务质量和技术特征精选得到 PEAD.notice 组合，组合年化收益 41.3%，超额中证 500 指数 35.0%，超额收益显著。

对比基于分析师文本信息构建的盈余惊喜策略 PEAD.text，PEAD.notice 策略偏向中小市值机构冷门股，而 PEAD.text 策略偏向于中大市值机构热门股，二者在超额收益分布和持仓风格特征上差异明显，两类盈余惊喜策略在多策略视角下具有较好互补性。

**风险提示：**以上结论均基于历史数据统计和量化模型测算，存在市场风格变动风险和模型失效风险。

### 作者

分析师 缪铃凯

执业证书编号：S0680521120003

邮箱：miaolinkai@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

### 相关研究

- 1、《量化周报：继续逢高减仓》2022-07-17
- 2、《量化专题报告：2022 半年度金融工程策略展望》2022-07-16
- 3、《量化周报：可以考虑逢高减仓了》2022-07-10
- 4、《量化专题报告：中观行业配置系列二：行业配置模型的顶端优化》2022-07-08
- 5、《量化分析报告：市场底先于经济底的条件是什么？——七月大类资产与基金研究》2022-07-07

## 内容目录

一、 股票市场的盈余惊喜 .....	4
二、 财报相对预告的盈余惊喜 .....	5
三、 企业生命周期理论 .....	10
四、 PEAD.notice 选股策略 .....	14
五、 总结 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 大族激光股价图 (20210802~20211229) .....	4
图表 2: 重点宽基指数预告披露率 .....	5
图表 3: 预计利润相对真实利润偏离 .....	5
图表 4: 预计利润相对真实利润偏离 .....	6
图表 5: 从业绩预告披露到正式财报披露 .....	6
图表 6: 业绩预告披露日到正式财报披露日时间差分布 .....	7
图表 7: 业绩预告预增样本数量占比 .....	7
图表 8: 业绩预告增股票事件净值 .....	7
图表 9: 业绩预告增股票时间序列累计净值 .....	7
图表 10: p_score 因子分组超额收益 .....	8
图表 11: p_score 因子多空累计净值 .....	8
图表 12: p_score 因子分年绩效 .....	8
图表 13: 财报超预期事件净值 .....	9
图表 14: 财报超预期时间序列累计收益 .....	9
图表 15: 财报低于预告预期事件净值 .....	9
图表 16: 财报低于预告预期且预告预减事件净值 .....	9
图表 17: 企业现金流标签 .....	10
图表 18: 企业生命周期理论示意图 .....	11
图表 19: A 股企业生命周期比例 .....	11
图表 20: 不同生命周期企业财务特征 .....	11
图表 21: 生命周期因子分组超额收益 .....	12
图表 22: 生命周期因子 IC 序列和多空净值 .....	12
图表 23: 盈余惊喜样本中不同生命周期股票数量 .....	12
图表 24: 盈余惊喜样本中不同生命周期股票超额收益 .....	13
图表 25: 超额收益对比: 成长样本 vs 全部盈余惊喜样本 .....	13
图表 26: 盈余惊喜样本池股票数量 .....	14
图表 27: 盈余惊喜样本池行业分布 .....	14
图表 28: 盈余惊喜股票池净值 .....	15
图表 29: 盈余惊喜股票池分年绩效 .....	15
图表 30: 因子列表 .....	16
图表 31: 财报相对预告盈余惊喜组合净值 .....	16
图表 32: 财报相对预告盈余惊喜组合分年绩效 .....	17
图表 33: 盈余惊喜策略股票池收益比较 .....	17
图表 34: 盈余惊喜股票池相对中证 500 指数月度超额 .....	18

图表 35: 策略股票池在市值因子上暴露.....	18
图表 36: 策略股票池在偏股基金持股因子上暴露 .....	18

## 一、股票市场的盈余惊喜

股票市场 PEAD 现象显著，出现盈余惊喜股票的超额收益并不会被迅速定价，而会在未来较长时间内持续保持相对市场的超额收益。

以往对于盈余惊喜的分析更多地借助于比较股票历史盈余外推数据或分析师预期盈余：

a) 历史盈余外推：经典的 SUE 指标度量了利润同比增幅在历史增幅序列中的点位高低。

$$SUE = \frac{\text{profit\_diff} - E(\text{profit\_diff})}{\sigma(\text{profit\_diff})}$$

b) 分析师预期盈余：比较真实盈余超越分析师预期的幅度，或者直接从分析师研报文本信息中提取出现盈余惊喜的股票列表。

$$\text{excess\_rate} = \frac{\text{profit} - \text{profit\_fore}}{\text{profit\_fore}}$$

PEAD.text: 研报文本信息点名股票盈余超越其预期

但是，我们发现上市公司财报披露真实利润相对自身早期预期也存在显著盈余惊喜现象。

以大族激光 2021 年 3 季报为例：公司在 2021-10-15 日披露 2021 年 3 季度业绩预告，前 3 季度利润预计约 5.3~5.7 亿元；2021-10-26 日披露 3 季度正式财报，前 3 季度利润实际值达到 6.1 亿元，超过预告上限；股价在财报披露日出现正向冲击，大幅度跳空上涨，此后短暂横盘后出现一波很强的上涨趋势。

图表 1：大族激光股价图（20210802~20211229）



资料来源：wind，国盛证券研究所

因此，如果股票财报披露真实利润相比于早期预计利润出现明显调升，这类股票在未来也具有重点关注的价值。同时，该方式相比以往借助于分析师预期数据的模式脱离了分析师的主观判断。本文中将以此为切入点，进一步挖掘盈余惊喜现象中的增量 alpha。

## 二、财报相对预告的盈余惊喜

以往的盈余惊喜策略更多的以分析师预期数据为比较基准，本文的比较基准在于上市公司对自身的业绩预告。因此，上市公司的业绩预告是本文的核心数据。

业绩预告披露规则在近几年出现一定变化，当前沪、深交易所的业绩预告披露规则整体类似，我们以上交所业绩预告披露规则为例，介绍最新的预告披露规则。

根据《上海证券交易所股票上市规则（2022年1月修订）》，第5.11条规定：

上市公司预计年度经营业绩和财务状况将出现下列情形之一的，应当在会计年度结束后1个月内进行预告：

- （一）净利润为负值；
- （二）净利润实现扭亏为盈；
- （三）实现盈利，且净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上；
- （四）扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值，且扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入低于1亿元；
- （五）期末净资产为负值；
- （六）本所认定的其他情形。

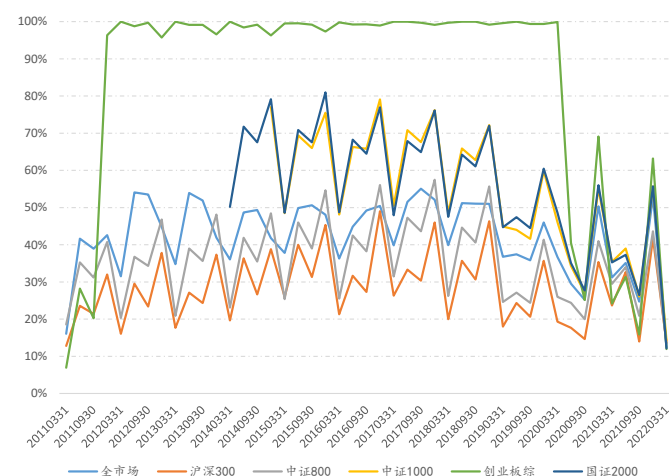
公司预计半年度经营业绩将出现前款第（一）项至第（三）项情形之一的，应当在半年度结束后15日内进行预告。

2011年以来A股业绩预告平均披露率尚可，均值约42%，同时预告更多集中于中小市值股票。中证800指数成分股业绩预告披露率约36%，国证2000指数成分股业绩预告披露率达到55%。

预告披露率呈现出明显季节效应，整体上披露率符合：一季报<三季报<中报<年报；对比历史同期，2021Q1预告披露率约25%，2022Q1下降了约一半，披露率为12%。

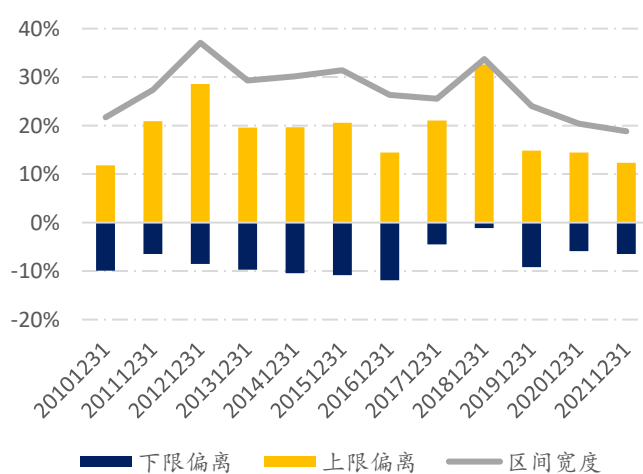
同时，预计数据除了披露于正式的业绩预告公告外，还有很大一部分数据来自于上市公司前期的定期报告，例如三季度正式报告中可能会给出对于全年利润的预计。

图表2：重点宽基指数预告披露率



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：预计利润相对真实利润偏离



资料来源：wind，国盛证券研究所

业绩预计数据一般是给出未来利润的区间估计。我们对真实利润和预计利润上限/下限间的大小关系。真实利润一般落在预计区间以内且更靠近于下限的位置，即预计利润上限更容易夸大真实的盈利情况。

具体地，对于预计利润上/下限分别计算相对于真实利润的偏离  $bias$ ：

$$bias = \frac{profit\_notice}{profit\_report} - 1$$

那么，上/下限偏离的差值即为上市公司预计利润区间相对于真实值的偏离宽度  $weidth$ ：

$$weidth = bias\_up - bias\_low$$

对于两类预计数据，正式业绩预告中的预计利润数据的偏离更小，精度更高。报告期结束后披露的正式业绩预告的偏离宽度约 20.5%，显著低于报告期结束前披露的预计数据，其大部分来自于前期定期报告，数据偏离宽度约 32.0%。

同时，预计利润下限相对于真实值的偏离显著小于上限的偏离。对于两类预计数据，上限偏离幅度相对下限偏离的比率在 1.5~2 倍之间。

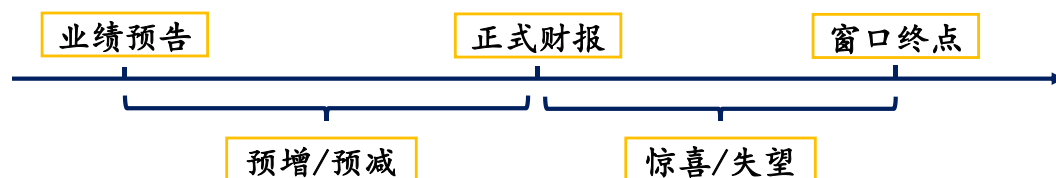
图表 4：预计利润相对真实利润偏离

披露时间	数量占比	下限偏离均值	上限偏离均值	区间宽度	下限偏离中位数	上限偏离中位数	区间宽度
报告期之前	38.6%	-11.4%	20.6%	32.0%	-8.9%	11.2%	20.1%
报告期之后	61.4%	-7.9%	12.6%	20.5%	-5.8%	6.4%	12.3%

资料来源：wind，国盛证券研究所

基于业绩预计数据以及随后披露的正式财报数据，本文的关注重点在于“股票从预告披露到正式财报披露”以及“正式财报披露之后”这两段区间的收益走势。

图表 5：从业绩预告披露到正式财报披露



资料来源：国盛证券研究所

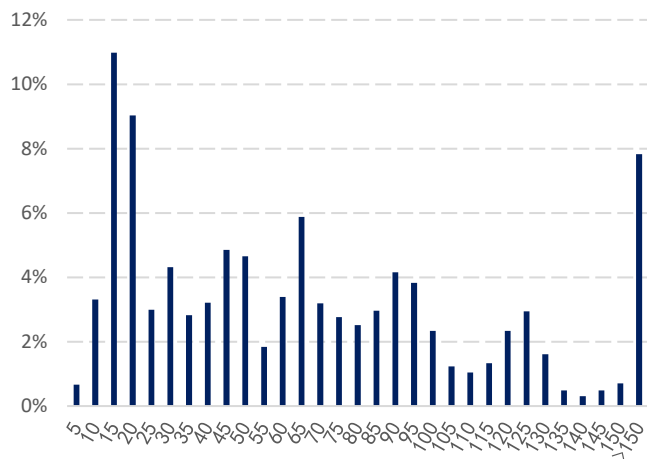
首先，我们统计业绩预告披露日到实际财报披露日之间的时间差  $dist$ ：

$$dist = date\_report - date\_notice$$

时间差  $dist$  的峰值出现在 10~20 日之间，由于业绩预计数据可以来自于前期的正式财报中，因此时间差的整体分布较为分散，以 5 天为一个统计窗口，在未来 3 个月各统计窗口都有相当数量的样本数量。

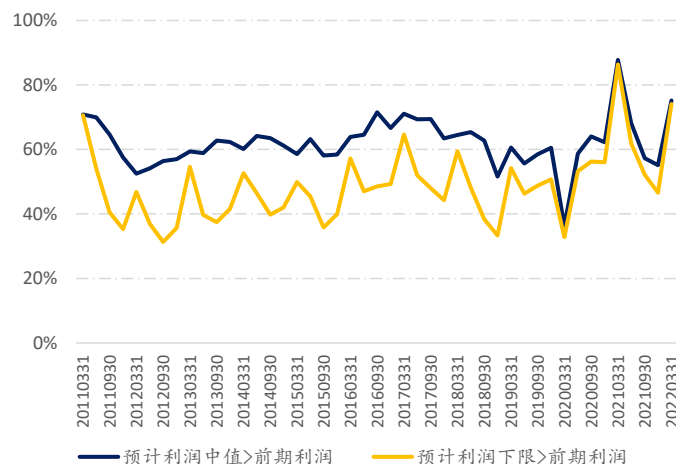
其次，股票业绩预告以预增样本为主。比较预计利润中值和去年同期利润，中值大于去年同期利润的样本比例约 62%；即使用预计利润下限比较，下限大于去年同期利润的样本比例也接近一半。发布预计数据的上市公司相比去年同期更多呈现出盈利增长。

图表 6: 业绩预告披露日到正式财报披露日时间差分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 业绩预告预增样本数量占比

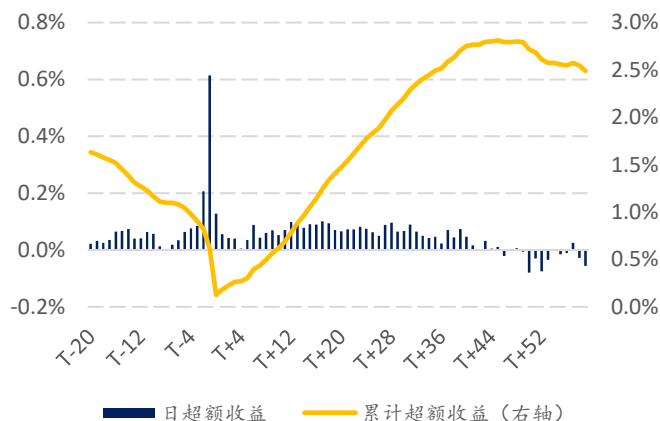


资料来源: wind, 国盛证券研究所

记T日为业绩预告披露日,我们定义预增股票为“预计季度利润中值 > 去年同期利润”,统计业绩预增股票在预告公告日到正式财报披露日之间收益走势,下图展示了业绩预增股票在预告披露后的净值走势。

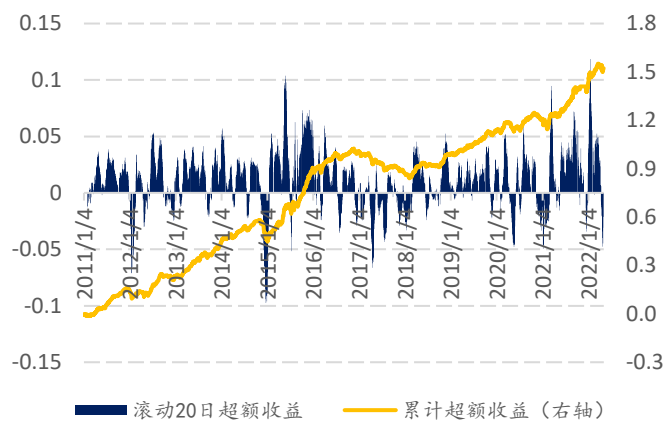
业绩预增股票在短期具有一定超额,但超额收益幅度一般。未来 60 个交易日相对中证 500 指数超额收益约 2.5%,且超额收益持续性较短,在 40 个交易日之后出现明显回撤。

图表 8: 业绩预增股票事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 业绩预增股票时间序列累计净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

因此,相比于“股票从预告披露到正式财报披露”区间内幅度不高且持续性较短的超额收益,股票在“正式财报披露之后”的收益表现更具有吸引力。

为此,我们计算真实利润落在预计区间中的点位高低  $p\_score$ :

$$p\_score = (p\_real - p\_min) / (p\_max - p\_min)$$

其中  $p\_real$  为正式财报的真实利润,  $p\_max$ 、 $p\_min$  分别为预计利润区间的上下限。

当真实利润超过预计上限时,  $p\_score$  取值大于 1; 当真实利润低于预计下限时,  $p\_score$  取值小于 0; 当真实利润落在预计区间内时,  $p\_score$  取值 0~1 区间, 且二者正相关。

此外,当预计利润上/下限相等或之一缺失时,我们对数据进行进一步调整。按照前文分析,下限相对真实值偏离相比上限偏离较小。分别按照 10% 和 20% 的偏离均值,我们将

预计利润上/下限往两侧调整，根据如下数学关系填补缺失数据或者调整上/下限数值：

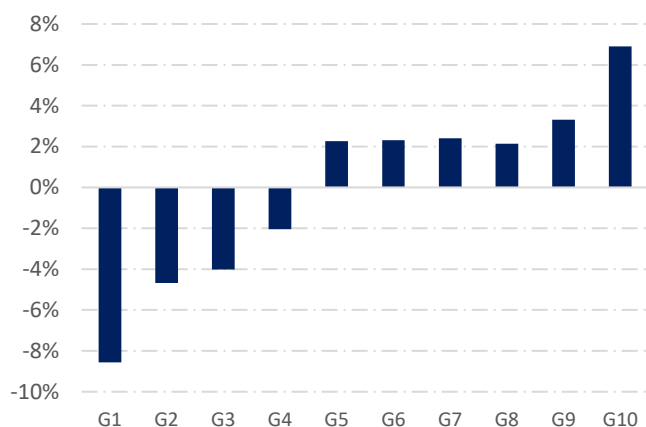
$$p_{max} = (1 + 20\%) * p_{notice}$$

$$p_{min} = (1 - 10\%) * p_{notice}$$

其中  $p_{max}$ 、 $p_{min}$  为调整后的上/下限， $p_{notice}$  为预计利润。

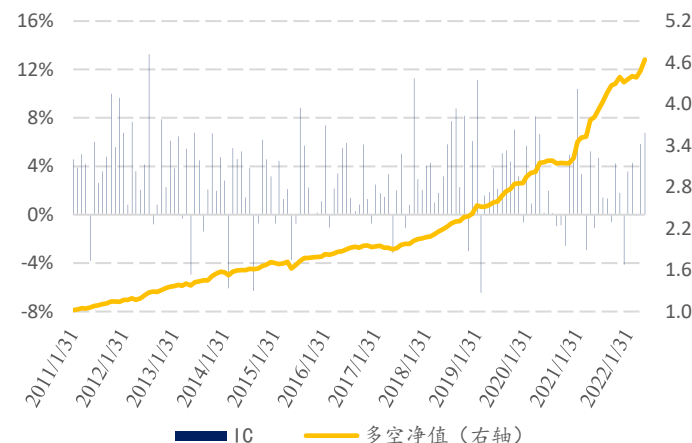
我们统计 2011 年以来  $p\_score$  因子在有预告股票样本中的选股绩效。指标分组超额收益单调性良好，同时多头组合超额收益显著，相对样本等权约 7.4% 的年化超额收益；时间序列上来看，因子多空对冲净值长期向上增长，指标稳健性良好。

图表 10:  $p\_score$  因子分组超额收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11:  $p\_score$  因子多空累计净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从分年绩效来看， $p\_score$  因子在各年份多空收益均为显著正值，年化多空收益超过 15%，月度 IC 均值 3.0%，ICIR 超过 2.89，指标整体绩效优秀。但是指标也存在明显缺陷，其覆盖度较低，2011 年以来全 A 覆盖度约 46%，与预告披露率基本一致；且由于近几年预告数量减少，指标覆盖出现进一步下降，在 2022 年前 5 个月覆盖率只有 20% 出头。

图表 12:  $p\_score$  因子分年绩效

年份	多空收益	多头超额	IC 均值	ICIR	覆盖度
2011	9.5%	7.0%	4.7%	4.63	37.0%
2012	20.3%	15.5%	4.6%	3.98	46.2%
2013	20.5%	5.6%	3.0%	2.84	51.9%
2014	12.9%	8.6%	2.0%	1.64	53.0%
2015	15.5%	3.8%	1.7%	1.79	53.0%
2016	7.2%	4.4%	2.7%	3.27	54.3%
2017	5.1%	0.4%	2.4%	2.39	55.2%
2018	11.7%	5.4%	4.2%	4.23	54.9%
2019	22.5%	7.1%	3.2%	2.59	47.8%
2020	14.0%	1.5%	2.4%	2.40	37.9%
2021	39.3%	24.4%	2.0%	1.72	29.8%
20220531	6.5%	3.1%	4.1%	6.05	20.3%
全样本	15.3%	7.4%	3.0%	2.89	46.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

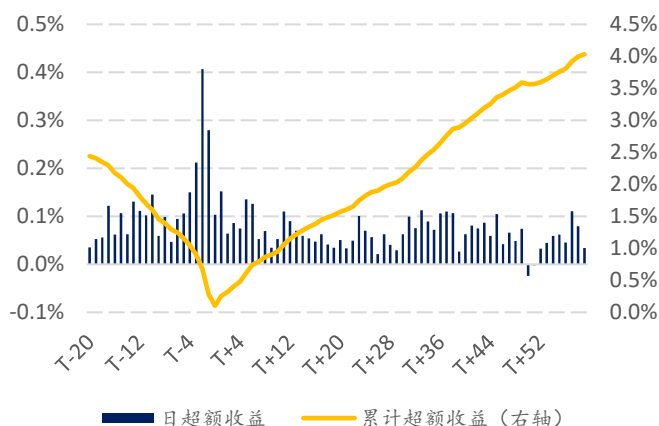
$p\_score$ 因子在样本池中具有良好区分度，但受限于覆盖率较低，若简单将指标用于股票截面区分，效果将大打折扣。因此，我们聚焦于因子的多头部分，从事件角度分析“财报相对预告出现盈余惊喜”的股票在未来的收益走势。

由于预增样本数量本身更多且在预告披露后存在一定幅度超额收益，我们限定在业绩预增样本中筛选财报相对预告出现盈余惊喜的股票，要求：

$$\text{财报实际利润} > \text{预计利润中值} > \text{去年同期利润}$$

即，财报实际利润大于预计利润中值，同时预告利润中值大于去年同期利润。

图表 13: 财报超预期事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 财报超预期时间序列累计收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

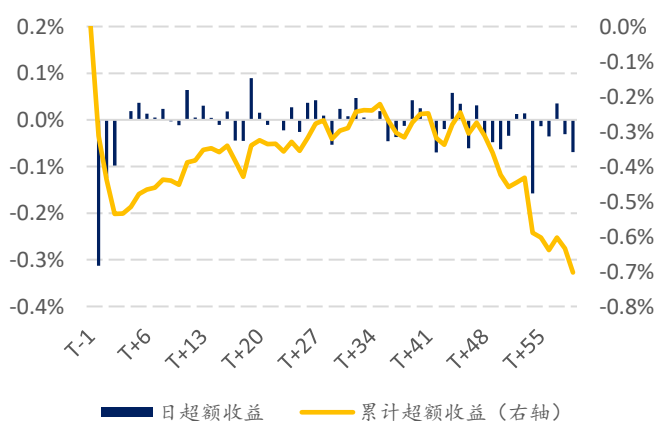
记  $T$  日为正式财报披露日，财报相对预告出现盈余惊喜的股票在财报披露后 60 日表现出显著相对市场的超额收益，未来 60 日相对中证 500 指数超额收益达到 3.6%；如果要求实际利润在预计利润区间上四分位数以上，超额收益可以进一步提升到 4.1%。

从时间序列上看，该事件在时间序列上超额收益稳健。2011 年以来，除 2017 年出现较明显横盘，其余年份累计净值基本稳步向上增长，事件展现出很强的  $\alpha$  属性。

同时，作为对比我们统计了财报不达预告预期的股票走势。即，财报实际利润低于预计利润的下限值：

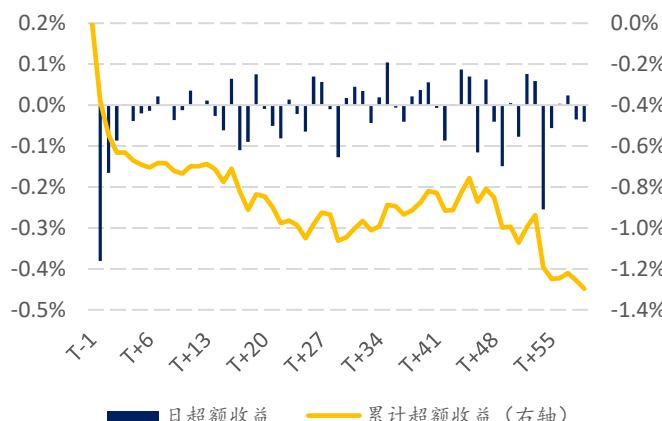
$$\text{财报实际利润} < \text{预计利润下限}$$

图表 15: 财报低于预告预期事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 财报低于预告预期且预告预减事件净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

记 T 日为正式财报披露日，财报利润不达预告预期的股票在财报披露后的前两天就表现出显著相对市场的负向超额收益，财报披露后未来 60 日窗口内相对中证 500 指数的负向超额收益为-0.7%。

如果在“财报实际利润 < 预计利润下限”前提下，进一步限定预告本身就是预减，即“预计利润上限 < 去年同期利润”，事件负向超额更加明显，财报披露后未来 60 日窗口内相对中证 500 指数的负向超额收益可以达到-1.3%。

根据本节分析，我们发现利润超过预告预期抑或利润不达预告预期，股票在财报披露后都能表现出相对市场指数显著的正向或负向的超额收益。我们希望以此思路为基础，通过定量化方式构建选股策略。

对于盈余惊喜类选股策略，我们已有详细分析。盈余惊喜策略本质上是偏向于成长风格的成长股类选股策略，当处于快速成长阶段企业的盈利增长超过预期时，其表现出显著的盈余惯性（PEAD）。

那么，如何在盈余惊喜的股票池中确认真正具有成长性的企业呢？本文将尝试从企业的现金流特征出发，刻画一家处于快速成长扩张阶段的企业应表现出的现金流特征：

1. 首先，他需要已经成长到主营业务开始赚钱并回笼资金，主要是为了规避初创型企业的不确定性；
2. 其次，他需要仍然处于扩张阶段，这意味着企业需要加大对内投资或者对外的扩张兼并等；

以上的思路即是基于现金流划分的企业生命周期理论，我们将在下节中展开具体介绍。

### 三、企业生命周期理论

企业的所有行为可以归结为在三件事：经营、投资、筹资，因此企业的现金流净额同样可以根据这三项活动进行拆分：

$$\text{现金流净额} = \text{经营活动现金流净额} + \text{投资活动现金流净额} + \text{筹资活动现金流净额}$$

按照三项活动产生的现金流净额正负，我们可以将所有企业分成  $2^3 = 8$  种类型，每种类型代表着一类独特的现金流标签，它包含三项活动产生的现金流净额的正负符号。

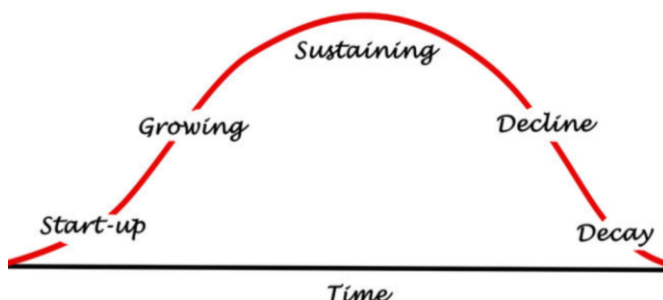
图表 17：企业现金流标签

类型	经营活动现金流量净额	投资活动现金流量净额	筹资活动现金流量净额
+++	负（主营亏损）	正（卖家当或有收益）	正（筹钱）
--+	负（主营亏损）	负（继续投资）	正（融资筹钱）
+-	负（主营亏损）	正（卖家当或有收益）	负（还钱或分红）
---	负（主营亏损）	负（继续投资）	负（还钱或分红）
+++	正（主营赚钱）	正（卖家当或有收益）	正（融资筹钱）
+-+	正（主营赚钱）	负（继续投资）	正（融资筹钱）
++-	正（主营赚钱）	正（卖家当或有收益）	负（还钱或分红）
+-	正（主营赚钱）	负（继续投资）	负（还钱或分红）

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

按照经典的依据现金流划分的企业生命周期理论（Victoria Dickinson, 2011）<sup>1</sup>，基于财报现金流可以将企业的生命周期归类为初创、成长、成熟、衰退和死亡 5 个阶段之一。

图表 18: 企业生命周期理论示意图



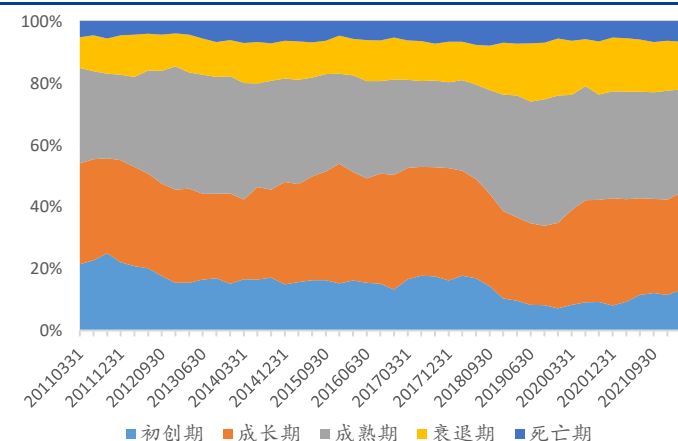
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

依据现金流划分的生命周期理论具有清晰的经济学含义，它反映了不同生命周期阶段企业更大概率展现出的现金流特征：

1. 初创期：企业主营业务难以挣钱，同时需要加大投资，因此需要筹资，其现金流标签为--+；
2. 成长期：企业主营业务开始赚钱，同时仍然需要筹资以加大投资，其现金流标签为+-+；
3. 成熟期：企业主营业务赚钱，同时对外扩张，手中留有余钱开始还债，其现金流标签为+--；
4. 衰退期：企业的现金流标签为---、+++和++-；
5. 死亡期：企业的现金流标签为-+-和-++；

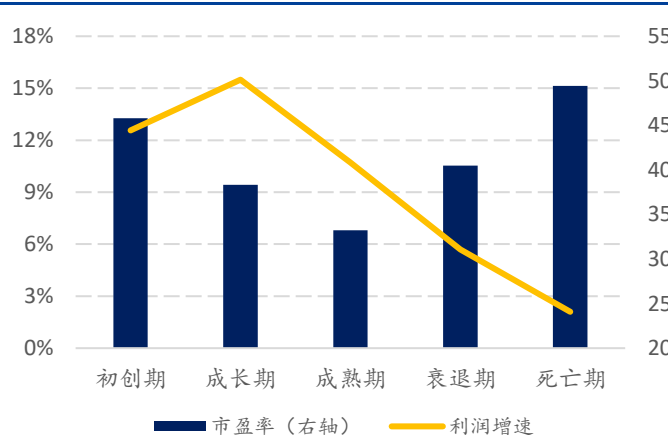
首先，我们在 A 股市场对企业生命周期理论进行了实践。每个季度，根据 TTM 现金流将 A 股企业划分成 5 类生命周期，在 A 股市场企业的生命周期更多处于成长期和成熟期，占比分别为 31.7%和 33.6%。

图表 19: A 股企业生命周期比例



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 20: 不同生命周期企业财务特征



资料来源：wind，国盛证券研究所

其次，不同生命周期企业具有显著差异的财务特征。这反应在盈利增速上，初创期和成长期企业在未来 1 年的利润增速更高，而从成熟期开始往后衰退的过程中，企业的盈利增速出现明显衰减。

<sup>1</sup> Dickinson V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle[J]. Accounting Review, 2011, 86(6):1969-1994.

所以，映射到估值维度，企业从初创期步入成熟期过程中估值逐渐降低，从成熟期开始往后衰退时，随着盈利能力下降，估值又出现升高，整体呈现出V型的变化趋势。

如果我们认定企业生命周期过程中，盈利增速良好且估值最低的成熟期是其生命周期中最好的阶段。基于其他生命周期阶段距离成熟期的距离，我们将5类生命周期进行重新分组，划分成3个阶段：

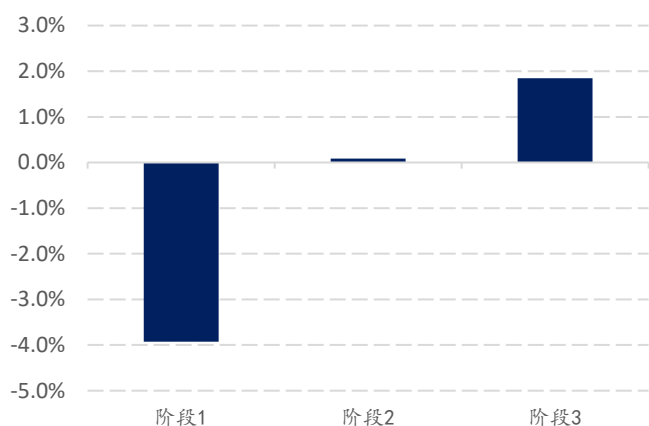
- 阶段1：初创期+死亡期，距离成熟期最远的两类生命周期；
- 阶段2：成长期+衰退期，位于成熟期两侧的两类生命周期；
- 阶段3：成熟期，企业生命周期中最完美的阶段；

我们将这3个生命周期阶段简单赋值1、2和3，得到生命周期因子，并测试了该理论在A股市场的核心股票中的区分效果。

以剔除金融地产行业后的中证800和中证1000指数成分股作为股票池，生命周期因子的月度Rank IC均值达到2.4%，ICIR为1.30，这表明阶段划分与股票未来的超额收益具有显著正相关性。

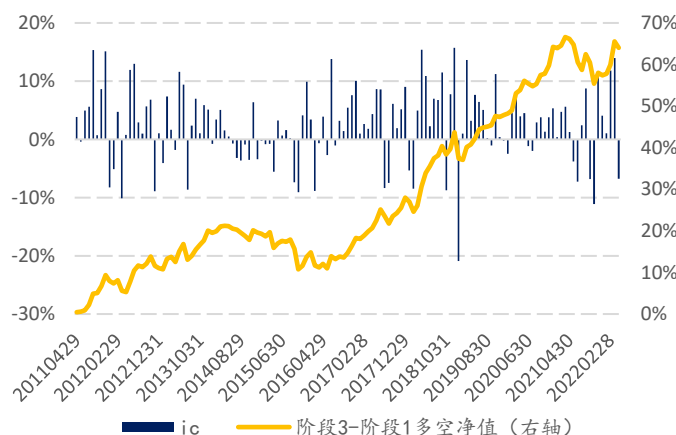
从分组超额收益以及多空对冲净值来看，长期而言，处于阶段3的成熟期企业相比于阶段1的初创/死亡期企业，股票在未来超额收益显著更高。

图表 21：生命周期因子分组超额收益



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 22：生命周期因子 IC 序列和多空净值



资料来源：wind，国盛证券研究所

生命周期理论在全A具有良好区分效果，我们将尝试将生命周期理论映射到盈余惊喜的股票池中，进一步确定企业成长性同时挖掘更多的alpha信息。

首先，按照生命周期划分，我们将财报相对预告出现盈余惊喜的股票分成5类，盈余惊喜样本池中的股票同样以成长期和成熟期企业为主，占比均超过30%。

图表 23：盈余惊喜样本中不同生命周期股票数量

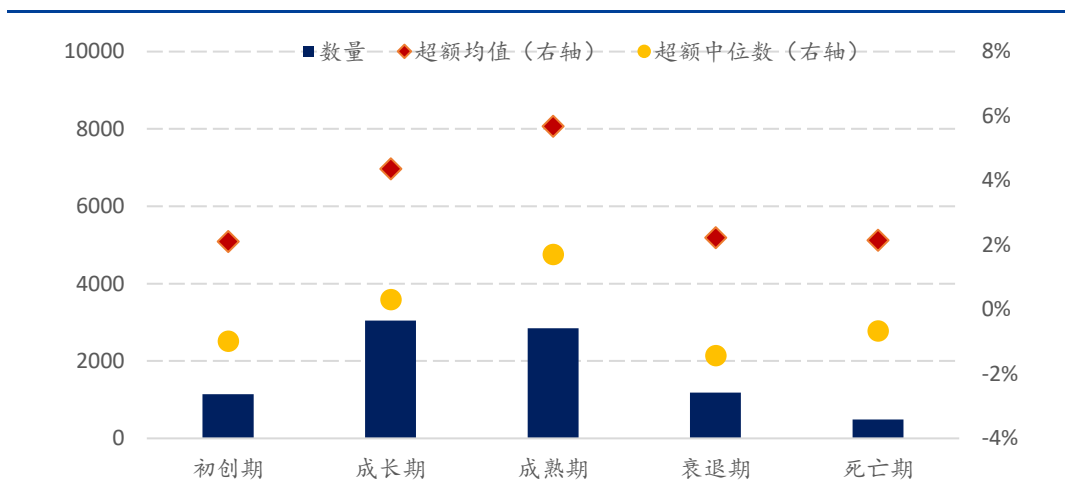
生命周期	现金流	样本数量	样本比例	超额均值	超额中位数
初创期		1145	13.2%	2.10%	-1.00%
成长期	+-+	3048	35.0%	4.40%	0.30%
成熟期	+-	2847	32.7%	5.70%	1.70%
衰退期		1180	13.6%	2.20%	-1.40%
死亡期		485	5.6%	2.20%	-0.70%

资料来源：wind，国盛证券研究所

其次，成长期和成熟期股票在事件触发之后的超额收益显著高于其他样本，未来 60 日相对中证 500 指数超额收益分别为 4.4% 和 5.7%，而其他生命周期股票超额均在 2% 附近。

同时，成长期和成熟期企业的拥有一个相似的现金流特征。其经营现金流为正、同时投资现金流为负。这意味着，这两类生命周期阶段的企业在经营活动赚钱的同时仍然在加大投资扩张，这与我们前文希望寻找的仍处于快速成长扩张的企业现金流特征吻合。

图表 24：盈余惊喜样本中不同生命周期股票超额收益

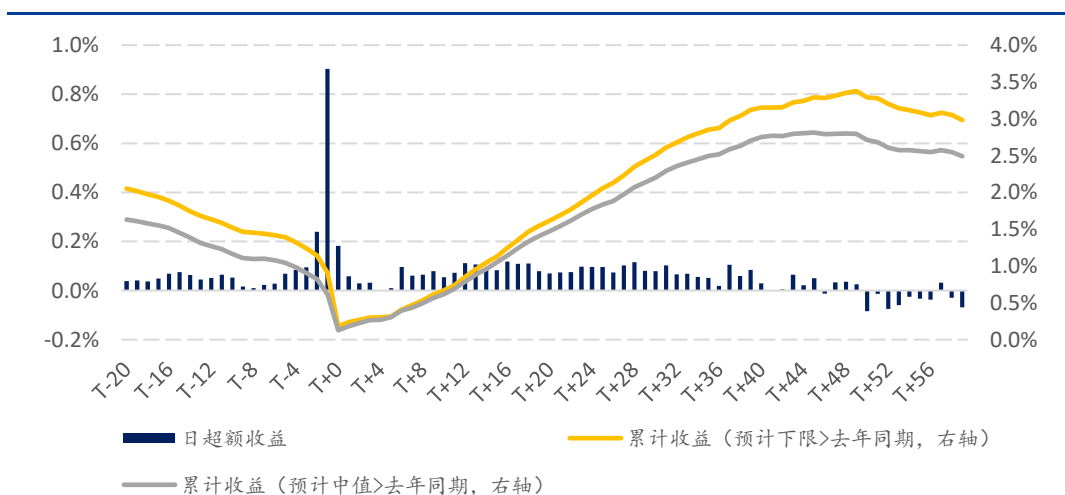


资料来源：wind，国盛证券研究所

因此，在财报相对预告盈余惊喜股票池中，我们将企业生命周期限制在成长期和成熟期两类，作为我们对于现金流特征更认可的“成长样本”。

对比全部盈余惊喜样本股票，“成长样本”超额收益更高，财报披露后 60 日相对中证 500 指数的超额收益从 4.1% 提高到 4.8%；同时“成长样本”相对全样本股票超额稳健，未来 60 个交易日中有 42 个交易日跑赢全样本，胜率达到 70%。

图表 25：超额收益对比：成长样本 vs 全部盈余惊喜样本



资料来源：wind，国盛证券研究所

#### 四、PEAD.notice 选股策略

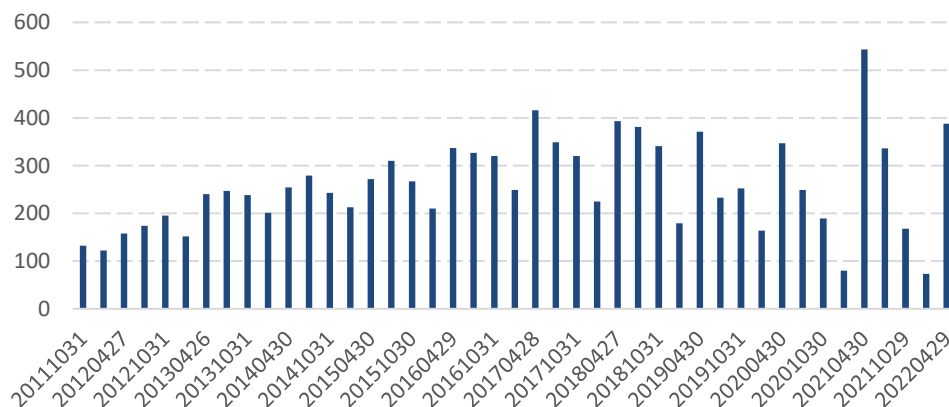
基于前文讨论，我们通过股票财报相对预告盈余惊喜分析，以及基于现金流划分的生命周期刻画，整体勾勒中具有成长性同时出现盈余惊喜的股票特征。以下，我们将根据财报的披露频率，在季频维度整体圈选出这部分股票。

在每年 2、4、8、10 月末，我们回溯股票最近 2 个月的盈余披露信息，对比股票正式财报/业绩快报中真实利润和前期业绩预告给出的预计利润区间，有以下 3 个维度要求：

1. 业绩预增：股票业绩预告利润中值大于去年同期利润，且二者非负；
2. 盈余惊喜：股票正式财报/业绩快报中真实利润大于业绩预告利润中值；
3. 生命周期：按照现金流特征，股票所处生命周期阶段应为成长期或成熟期；

符合以上三个要求的样本每期数量均值约 250 只左右，其中由于二月份正式财报数量较少，更多的用到了业绩快报信息。

图表 26：盈余惊喜样本池股票数量

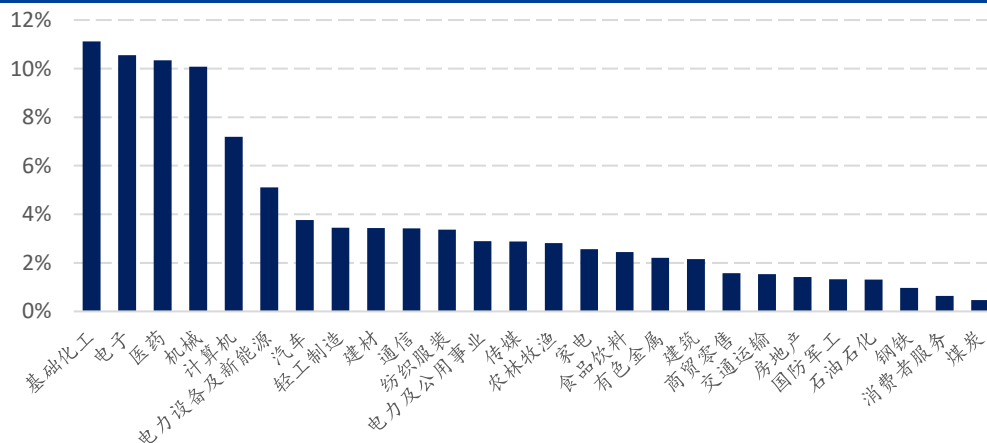


资料来源：wind，国盛证券研究所

我们将符合以上要求样本按照财报相对预告盈余惊喜程度 $p\_score$ 从高到低排序，剔除尾部惊喜程度较低的约 25%股票，每期选指标值最高的 150 只股票得到盈余惊喜股票池。

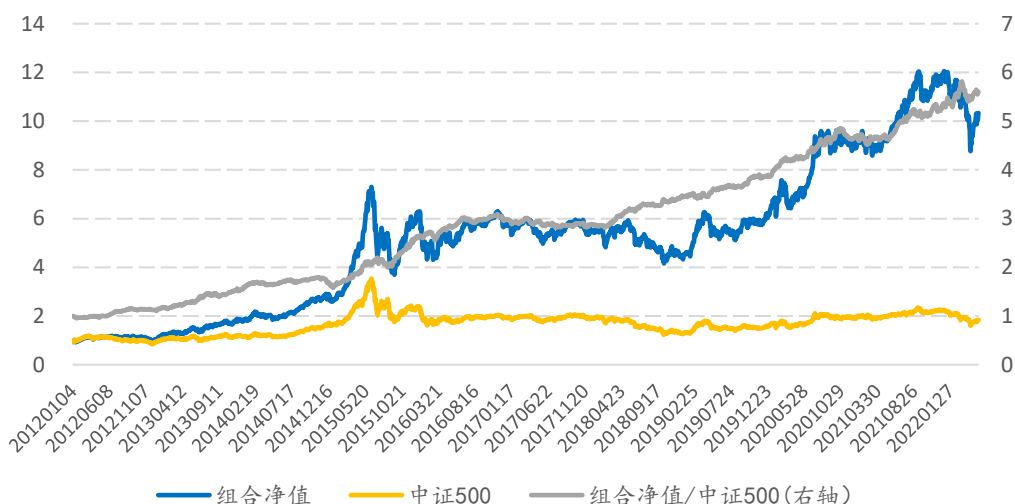
行业层面，盈余惊喜样本池中股票主要集中在基础化工、电子、医药、机械、计算机和电力设备及新能源等行业，在金融地产以及钢铁、煤炭等周期性行业分布较少。

图表 27：盈余惊喜样本池行业分布



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 28: 盈余惊喜股票池净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

绩效维度, 盈余惊喜股票池展现出显著的相对市场指数的超额收益。若每期等权持有股票池中的所有股票, 股票池组合从2012年来年化收益26.2%, 超额中证500指数19.9%, 超额收益显著; 同时超额收益稳健, 月度超额收益胜率达到71.2%, 信息比达到2.13。

图表 29: 盈余惊喜股票池分年绩效

年份	组合收益	中证 500	年化超额	月度胜率	信息比率
2012	14.6%	0.3%	14.3%	66.7%	2.05
2013	63.0%	16.9%	46.1%	91.7%	3.32
2014	39.7%	39.0%	0.7%	58.3%	0.14
2015	136.0%	43.1%	92.9%	75.0%	3.62
2016	-7.2%	-17.8%	10.6%	75.0%	1.98
2017	-4.0%	-0.2%	-3.8%	41.7%	-0.57
2018	-19.7%	-33.3%	13.6%	75.0%	3.54
2019	41.6%	26.4%	15.2%	75.0%	1.97
2020	45.3%	20.9%	24.4%	83.3%	2.83
2021	33.0%	15.6%	17.4%	66.7%	1.91
20220531	-14.3%	-18.1%	3.8%	80.0%	0.70
全样本	26.2%	6.3%	19.9%	71.2%	2.13

资料来源: wind, 国盛证券研究所

对于选股策略而言, 我们最终需要在盈余惊喜股票池中进一步筛选出部分股票构建多头组合, 主观投资和量化投资的选股差异也在此出现。一般而言, 主观投资通过深度研究企业基本面信息选股, 而量化投资通常以因子作为工具进行选股。

因此, 我们将借助于因子工具, 在估值、财务质量、技术特征等维度综合评价个股, 展示通过量化方式在盈余惊喜股票池中优选股票构建组合。

图表 30: 因子列表

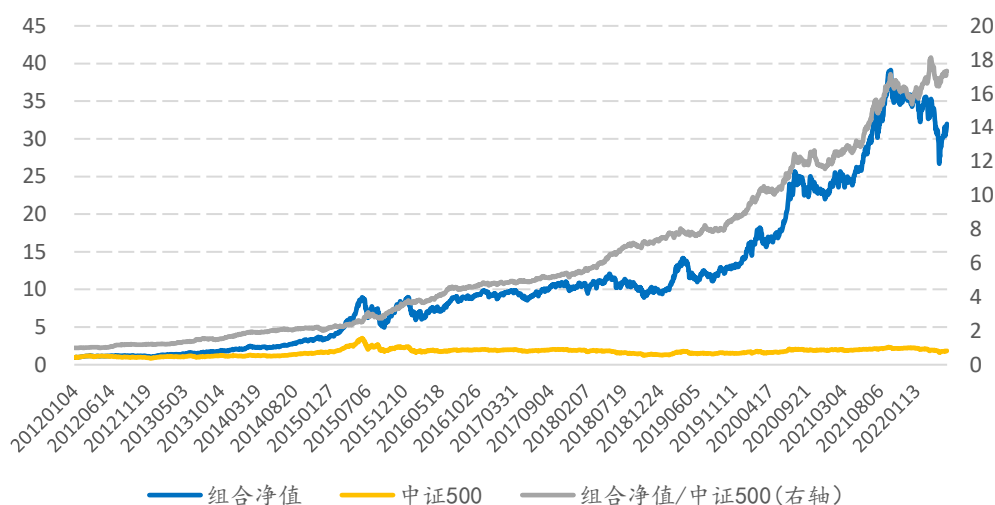
因子类型	因子名称	因子简介
估值	BP	市净率倒数
估值	EP	市盈率倒数
财务质量	salesYOY	营收同比增速
财务质量	SUE	标准化预期外盈利
财务质量	ROE	单季度净资产收益率
技术特征	MoneyFlow	大单净流入比例
技术特征	JumpReport	财报期开盘收益率
技术特征	CorrFundStk	股票/基金收益率相关性

资料来源: wind, 国盛证券研究所

在因子维度, 我们主要基于三个维度出发, 首先盈余惊喜策略偏向于高动量、高成长性标的, 策略本身具有高风险性, 估值因子可以增强组合抗风险性; 而财务质量和技术特征维度因子则能帮助我们选出预期 alpha 更高的股票。

剔除上市不满 60 个交易日新股、ST 等特殊股票后, 我们等权加总列表所示因子, 综合评价个股, 每期选取得分最高的 30 只股票等权构建季频调仓的财报相对预告盈余惊喜选股策略(以下简称 PEAD.notice), 其中股票按照次日均价撮合成交回溯组合历史绩效。

图表 31: 财报相对预告盈余惊喜组合净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2012 年以来, PEAD.notice 组合展现出高幅度的收益表现, 年化收益达到 41.3%, 相对中证 500 指数年化超额 35.0%。

此外, 收益稳健性维度, PEAD.notice 组合相比于原始盈余惊喜初始股票池进一步提高, 组合收益相对中证 500 指数的月度胜率为 79.2%, 信息比达到 2.64。

图表 32: 财报相对预告盈余惊喜组合分年绩效

年份	组合收益	基准收益	年化超额	月度胜率	信息比率
2012	22.2%	0.3%	21.9%	83.3%	2.68
2013	72.0%	16.9%	55.1%	83.3%	3.34
2014	59.4%	39.0%	20.4%	75.0%	1.56
2015	158.2%	43.1%	115.1%	91.7%	3.46
2016	6.8%	-17.8%	24.6%	75.0%	2.83
2017	12.6%	-0.2%	12.8%	75.0%	1.80
2018	-8.0%	-33.3%	25.3%	91.7%	3.94
2019	51.4%	26.4%	25.0%	66.7%	2.05
2020	59.5%	20.9%	38.7%	66.7%	2.51
2021	54.7%	15.6%	39.1%	83.3%	2.42
20220531	-10.6%	-18.1%	7.5%	80.0%	1.10
全样本	41.3%	6.3%	35.0%	79.2%	2.64

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们发现, 基于财报相对预告的盈余惊喜, 可以构建出收益可观的选股策略。那么, 他与其他经典的盈余惊喜策略有何差异呢?

我们以基于分析师研报文本信息提取超预期股票清单, 进而构建的盈余惊喜策略 (以下简称 PEAD.text) 作为比较对象。以下图表中列举了两类盈余惊喜策略所初选的股票池在各年份收益表现。

图表 33: 盈余惊喜策略股票池收益比较

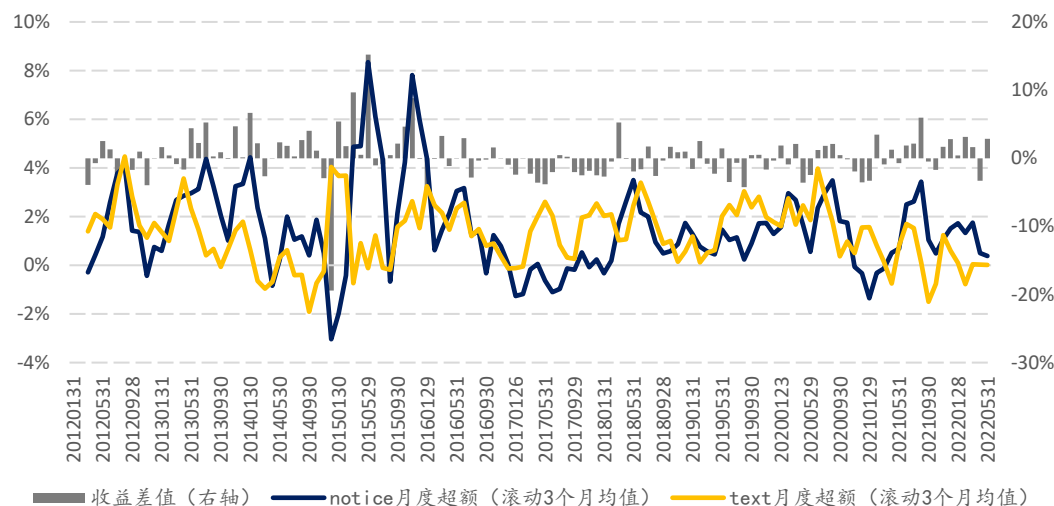
年份	notice 收益	text 收益	中证 500	notice 超额	text 超额
2012	14.6%	26.6%	0.3%	14.3%	26.3%
2013	63.0%	39.0%	16.9%	46.1%	22.1%
2014	39.7%	46.3%	39.0%	0.7%	7.3%
2015	136.0%	58.9%	43.1%	92.9%	15.8%
2016	-7.2%	-1.8%	-17.8%	10.6%	16.0%
2017	-4.0%	20.3%	-0.2%	-3.8%	20.5%
2018	-19.7%	-20.0%	-33.3%	13.6%	13.3%
2019	41.6%	56.8%	26.4%	15.2%	30.4%
2020	45.3%	49.5%	20.9%	24.4%	28.7%
2021	33.0%	18.6%	15.6%	17.4%	3.0%
20220531	-14.3%	-17.6%	-18.1%	3.8%	0.5%
全样本	26.2%	24.3%	6.3%	19.9%	18.0%

资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

从盈余惊喜策略股票池相对中证 500 指数的年度超额和月度超额收益走势可以看出, 长期来看, 两类盈余惊喜策略筛出的股票相对市场都具有明显的 alpha; 其中 PEAD.notice 筛选出的股票在 2013、2015 和 2021 年具有更好的超额收益表现, PEAD.text 筛选出的股票在 2017 和 2019 年超额收益表现更好, 二者超额收益分布具有较大的差异。

基于财报与预告关系构建的盈余惊喜策略在小市值风格强势的年份表现更好, 而基于分析师推荐信息构建的盈余惊喜策略在机构风格强势的时候有更好的收益。

图表 34: 盈余惊喜股票池相对中证 500 指数月度超额



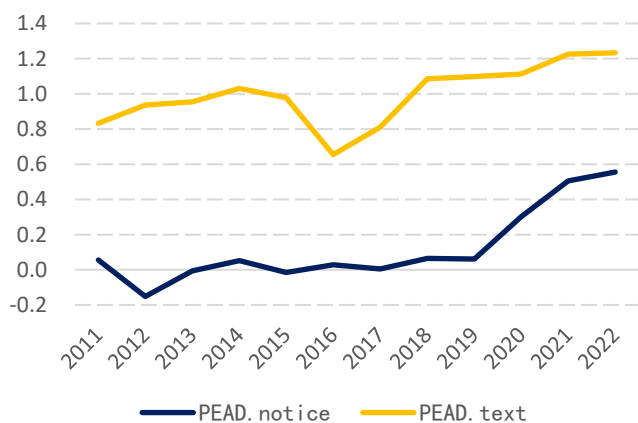
资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

具体到两类盈余惊喜策略所初选股票池的风格暴露，策略的差异将更加清晰。我们在下图表中展示了两类策略所筛选股票池在市值因子和偏股基金持股因子上的暴露。

市值维度，PEAD.notice 持仓股票以中小市值为主，PEAD.text 持仓偏向于中大市值股票；偏股基金持仓维度，PEAD.notice 持有股票和基金重仓股重叠度非常低，而 PEAD.text 在基金重仓股上存在相对更高的暴露权重。

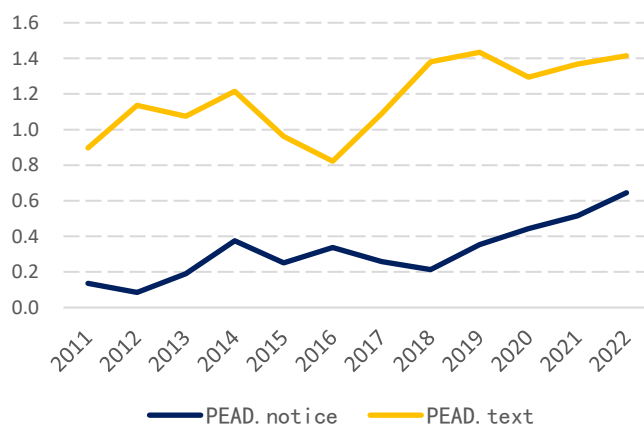
总体而言，两类盈余惊喜策略在多策略视角下具有较好互补性。收益维度，二者超额收益显著且收益分布存在一定差异性；同时持仓风格维度，PEAD.notice 偏向中小市值机构冷门股，而 PEAD.text 偏向于中大市值机构热门股。

图表 35: 策略股票池在市值因子上暴露



资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

图表 36: 策略股票池在偏股基金持股因子上暴露



资料来源: wind, 朝阳永续, 国盛证券研究所

## 五、总结

股票市场 PEAD 现象显著，表现出盈余惊喜的股票超额收益并不会被迅速定价，而会在未来较长时间内持续保持相对市场的超额收益。

以往的盈余惊喜一般基于历史盈余数据的外推或分析师预期数据展开，本文以上市公司业绩预告为核心数据，分析上市公司盈余相对自身早期公告的预计数据出现的盈余惊喜。

我们发现财报真实利润相对预告预计利润的盈余惊喜程度与股票在财报披露后的超额收益存在显著正相关性。根据该思路定义的  $p\_score$  因子在有预告样本池内年化多空收益超过 15%，月度 IC 均值 3.0%，ICIR 超过 2.89。

同时，财报真实利润相对预告预计利润出现正向盈余惊喜的股票在财报披露后能大幅度跑赢市场指数，未来 60 日相对中证 500 指数超额收益达到 4.1%，超额收益稳健，60 日内未出现明显回撤。

根据财报披露频率，我们在季频筛选出财报相对预告出现盈余惊喜的股票，同时根据生命周期理论，我们进一步圈定出现盈余惊喜同时兼具成长性的企业，2012 年以来，盈余惊喜股票池相对中证 500 指数年化超额收益达 20%。在盈余惊喜股票池中，我们结合估值、财务质量和技术特征精选得到 PEAD.notice 组合，组合年化收益 41.3%，超额中证 500 指数 35.0%，超额收益显著。

对比基于分析师文本信息构建的盈余惊喜组合 PEAD.text，PEAD.notice 策略偏向中小市值机构冷门股，而 PEAD.text 策略偏向于中大市值机构热门股，二者在超额收益分布和持仓特征上差异明显，两类盈余惊喜策略在多策略视角下具有较好互补性。

## 风险提示

以上结论均基于历史数据统计和量化模型测算, 存在市场风格变动风险和模型失效风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com