

2024 年 07 月 04 日

预期差策略：超预期和低预期的事件投资机会

——真实超预期系列之三

相关研究

《改进超预期因子的五点思考——真实超预期系列研究之二》 2023/7/16

证券分析师

王宇涵 A0230523120003
wangyh@swsresearch.com
邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com

研究支持

王宇涵 A0230523120003
wangyh@swsresearch.com

联系人

王宇涵
(8621)23297818x
wangyh@swsresearch.com

本期投资提示：

- 本篇报告通过测算预期差事件前后股票涨跌幅差异，探讨超预期和低预期事件投资机会。
- 预期差事件前后股票涨跌幅有何不同？1、超预期事件前后股票呈现上涨态势，事件后涨幅较事件前降低；2、低预期事件前股票呈现下跌态势，事件后转而上涨，但上涨延续性较差。无论是超预期还是低预期事件，只要产生预期差，事件后股票总会上涨，不同的是，超预期之后股票上涨延续性强，而低预期之后，股票在短时间内快速上涨，延续性较差。
- 哪些行业相对容易发生预期差事件？周期、金融地产等与经济周期相关的行业板块较容易发生预期差事件；而先进制造和消费等相对不容易发生。哪些行业预期差信息容易在业绩公告前被市场价格提前兑现？超预期信息容易被市场提前发现的行业为煤炭、建筑材料、基础化工、公用事业等周期行业。低预期信息容易被市场提前发现的行业为家用电器、食品饮料、社会服务和农林牧渔等消费行业，电力设备、通信、机械设备和科技 TMT 等科技制造行业。金融地产相关行业预期差信息不易被提前兑现。
- 市场价格对哪个季度业绩预期差事件反应敏感？超预期事件前，半年报、一季报股票涨幅最高，年报股票涨幅最低；超预期事件后，一季报、半年报和年报股票上涨延续性较强，三季报股票上涨延续性较弱。低预期事件前，各个季度股票涨幅小于事件后涨幅，一季度、年报事件前股票跌幅最深；低预期事件后，一季报、半年报股票涨幅延续性相对较强，三季报和年报低预期事件后 20 个交易日左右股票上涨幅度由上升转为下降。
- 超预期事件投资策略：在财报（包含业绩预告、业绩快报和正式财报）公布日，单季度真实业绩超过分析师一致预期业绩的事件中，选择公告日前 20 个交易日涨幅排名前 7% 和跌幅排名前 3% 的股票进行买入，持有 30 个-50 个交易日。由于超预期事件后股票涨幅的延续性较强，因此持有时间可以相对更长一些。
- 低预期事件投资策略：在每季度真实业绩低于市场一致预期业绩的事件中，选择事件前跌幅靠前的 20% 股票，在其中再筛选未来预期业绩改善程度较高的股票（1-3 季度的低预期事件对应当年的预期业绩；4 季度低预期事件对应下一年预期业绩）进行买入，持有时间大概在 30 个交易日以内胜率最高。
- 风险提示：本报告相关模型构建、量化配置策略等均基于申万宏源研究的客观研究，相关模型数据、验证参数等均为历史公开信息。相关模型数据、验证参数等可能受宏观环境、市场波动、风格转化等多重因素影响存在一定波动风险，本报告仅以其历史情况进行测算，不涉及对未来走势的预测。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 预期差事件前后股票涨跌幅有何变化？	5
1.1 预期差事件前后股票是否上涨？	5
1.2 预期差事件前后的数量统计特征	6
2. 预期差事件前后股票涨幅变化原因探讨	7
2.1 哪些一级行业预期差事件容易被提前获取？	7
2.2 市场对不同季度业绩预期差信息反应程度不同	10
3. 如何利用预期差进行事件投资？	11
3.1 超预期事件中寻找过去涨幅较高和跌幅较高的股票	11
3.2 低预期事件中寻找预期业绩改善的股票	14
4 低预期事件并不适合构建定期股票组合	19
5. 总结	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 业绩快报和正式财报超/低预期事件前后股票相对涨跌幅均值.....	6
图 2: 业绩预告超/低预期事件前后股票相对涨跌幅均值	6
图 3: 财报超预期事件前后上涨和下跌股票数量占比	6
图 4: 财报低预期事件前后上涨和下跌股票数量占比	6
图 5: 业绩预告超预期事件前后上涨/下跌股票数量占比	7
图 6: 业绩预告低预期事件前后上涨/下跌股票数量占比	7
图 7: 申万一级行业内, 每股预期事件数对比 (横坐标为每股超预期, 纵坐标为每股低预期)	8
图 8: 申万一级行业的预期差信息是否容易被市场提前发现.....	9
图 9: 不同大类板块超预期事件前后股票涨跌幅	9
图 10: 不同大类板块低预期事件前后股票涨跌幅	9
图 11: 不同季度业绩超预期事件前后股票涨跌幅对比	10
图 12: 不同季度业绩低预期事件前后股票涨跌幅对比	10
图 13: 超预期超跌补涨事件组相比超预期事件池具有超额收益	11
图 14: 不同参数下, 超预期超跌补涨事件组年度收益胜率	12
图 15: 低预期高跌幅预期业绩改善事件组超额收益显著.....	16
图 16: 低预期高跌幅事件组中, 预期业绩改善前 1%-3%的事件组合年度收益绝对胜率.....	16
图 17: 低预期高跌幅事件组中, 预期业绩改善前 1%-3%的事件组年度收益平均值	16
图 18: 低预期高跌幅事件池中, 预期业绩改善前 1%-3%的事件组合数量.....	17
图 19: 一季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量	19
图 20: 二季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量	19
图 21: 三季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量	19
图 22: 三季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量	19
图 23: 低预期股票池高跌幅的股票组合历史净值走势	20

表 1：超预期事件前 20 个交易日分组，事件后 5-50 个交易日涨跌幅均值	11
表 2：不同参数下，超预期超跌补涨事件组年度收益均值（2011 年-2023 年）	12
表 3：超预期超跌补涨组合（前 20 个交易日跌幅前 3%和涨幅前 7%）年度收益	13
表 4：低预期事件前 40 个交易日涨跌幅分组，事件后 5-50 个交易日涨跌幅均值	14
表 5：低预期事件前 40/50 个交易日跌幅排名前 1%事件池中，预期业绩改善从低到高分组 G1-G10.....	15
表 6：分年度，低预期高跌幅预期业绩改善事件组合收益.....	17
表 7：低预期高跌幅预期业绩改善事件池中未来 5-50 个交易日上涨事件数量占比	18
表 8：低预期高跌幅股票组合风险收益指标	20
表 9：低预期高跌幅股票组年度收益.....	20

1. 预期差事件前后股票涨跌幅有何变化？

1.1 预期差事件前后股票是否上涨？

公告业绩超过市场一致预期业绩的股票，在盈余公告日前后，价格将会产生漂移现象，这在 A 股市场上时常发生。投资者往往对超预期事件过度关注，极易发生拥挤现象。低预期事件本身也是在市场预期之外，事件前后是否也会有同样的价格漂移现象？是否可以给投资者提供相对不那么拥挤的投资赛道？

如何定义超预期/低预期事件？上市公司盈余公告包含业绩预告、业绩快报和正式财报，业绩预告公布业绩范围，业绩快报和正式财报公布准确业绩值。针对不同的财报类型，对超/低预期事件的定义有所不同。**业绩预告超/低预期事件：**业绩预告公布净利润最小/大值超过/低于分析师一致预期；**业绩快报和正式财报超/低预期：**业绩快报和正式财报公布净利润超过/低于分析师一致预期。比较口径为上市公司的季度归母净利润。（季度分析师一致预期净利润的估算方法请参考研报《改进超预期因子的五点思考——真实超预期系列研究之二》）

事件前后如何观察股票是否有超额收益？事件前后超额收益定义为股票相对于所属一级行业指数的超额收益。事件前 n 天超额收益，即假设在盈余公告日前 n 个交易日买入股票，在盈余公告日卖出；事件后 n 天超额收益，即假设在盈余公告日买入股票，在公告日后 n 个交易日卖出。观察连续 50 个交易日的事件前后收益。

我们把历史上的预期差事件拉到同一时间截面，观察相同事件发生前后的统计规律，统计规律越明显，说明未来发生该事件时向同样结果演绎的概率越大。事件发生时间为 2011 年 1 月 1 日到 2024 年 5 月 31 日。

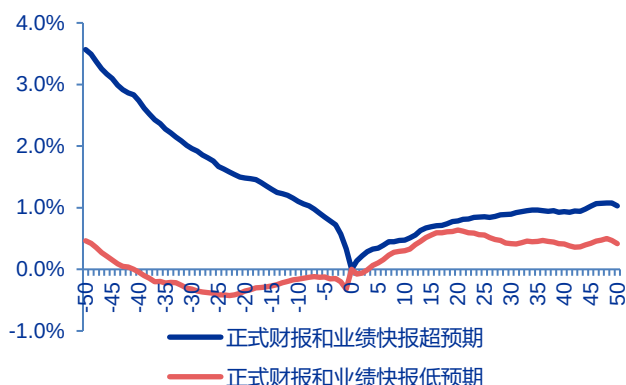
首先将所有发生超/低预期事件的股票，在事件前后的超额收益取平均值观察整体情况。得到以下结论，整体来看：

1、超预期事件前后股票均呈现上涨态势，事件后涨幅较事件前降低；

2、低预期事件前股票呈现下跌态势，事件后转而上涨，但上涨延续性较差；

对业绩快报/正式财报、业绩预告的预期事件分别进行观察。从事件前后股票涨跌幅的差异来看，盈余公告公布前，市场价格已经对预期信息有所反映，超预期之前股票上涨，低预期之前股票下跌。**无论是超预期还是低预期事件，只要产生预期差，在事件后股票总会上涨，不同的是，超预期之后股票上涨延续性强，而低预期之后，股票在短时间内快速上涨，延续性较差。**

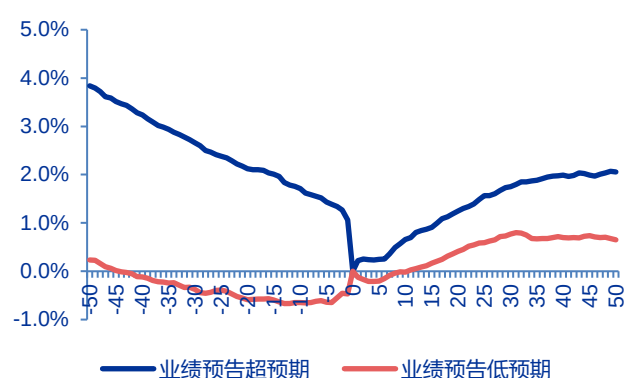
图 1：业绩快报和正式财报超预期/低预期事件前后股票相对涨跌幅均值



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

图 2：业绩预告超预期/低预期事件前后股票相对涨跌幅均值



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

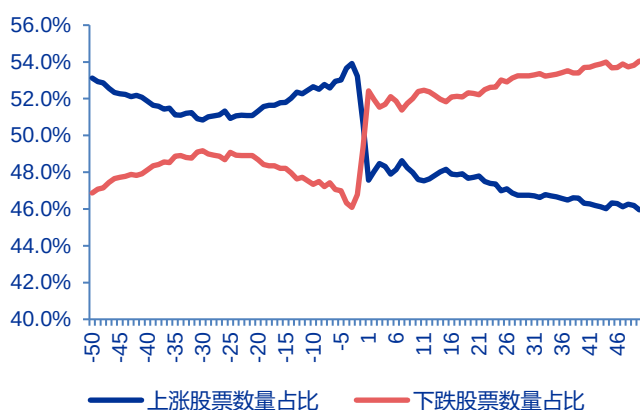
1.2 预期差事件前后的数量统计特征

本部分我们统计预期差事件前后，上涨股票和下跌股票的数量分布特征，同样将正式财报/业绩快报、业绩预告分开进行讨论。财报超预期/低预期只针对发布业绩快报和正式财报的上市公司，业绩预告超预期/低预期只针对发布业绩预告的上市公司。

在**财报超预期**事件中，事件后股票上涨股票数量占比低于事件前，下跌股票数量占比增加。说明部分股票超预期信息提前被市场兑现，事件前上涨，在事件后涨幅降低或转而下落。

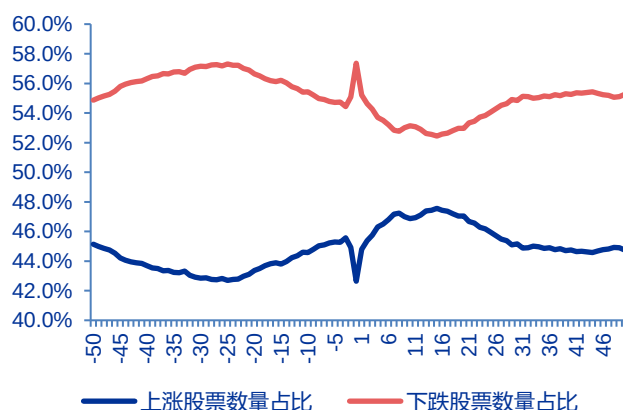
在**财报低预期**事件中，与超预期事件呈现相反特征。事件后上涨股票数量占比提升，下跌股票数量占比下降。部分股票的低预期信息在事件前被市场兑现，事件前下跌，事件后由于低预期事件“靴子落地”转而上涨。

图 3：财报超预期事件前后上涨和下跌股票数量占比



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

图 4：财报低预期事件前后上涨和下跌股票数量占比



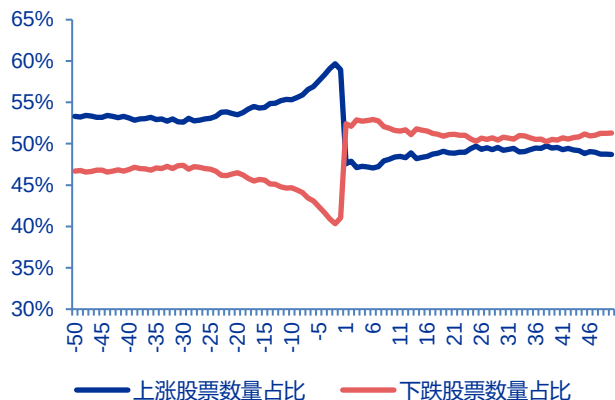
资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

业绩预告超/低预期事件前后统计特征同业绩快报和正式财报。业绩预告超预期事件后下跌股票数量占比提升，上涨股票数量占比下降。业绩预告低预期事件后下跌股票数量占比下降，上涨股票数量占比提升。

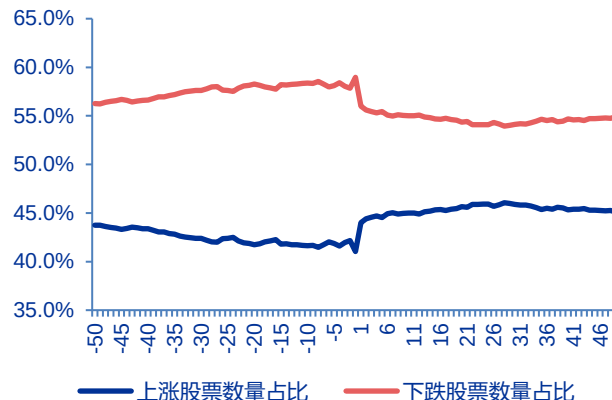
图 5：业绩预告超预期事件前后上涨/下跌股票数量占比



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

图 6：业绩预告低预期事件前后上涨/下跌股票数量占比



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

2. 预期差事件前后股票涨幅变化原因探讨

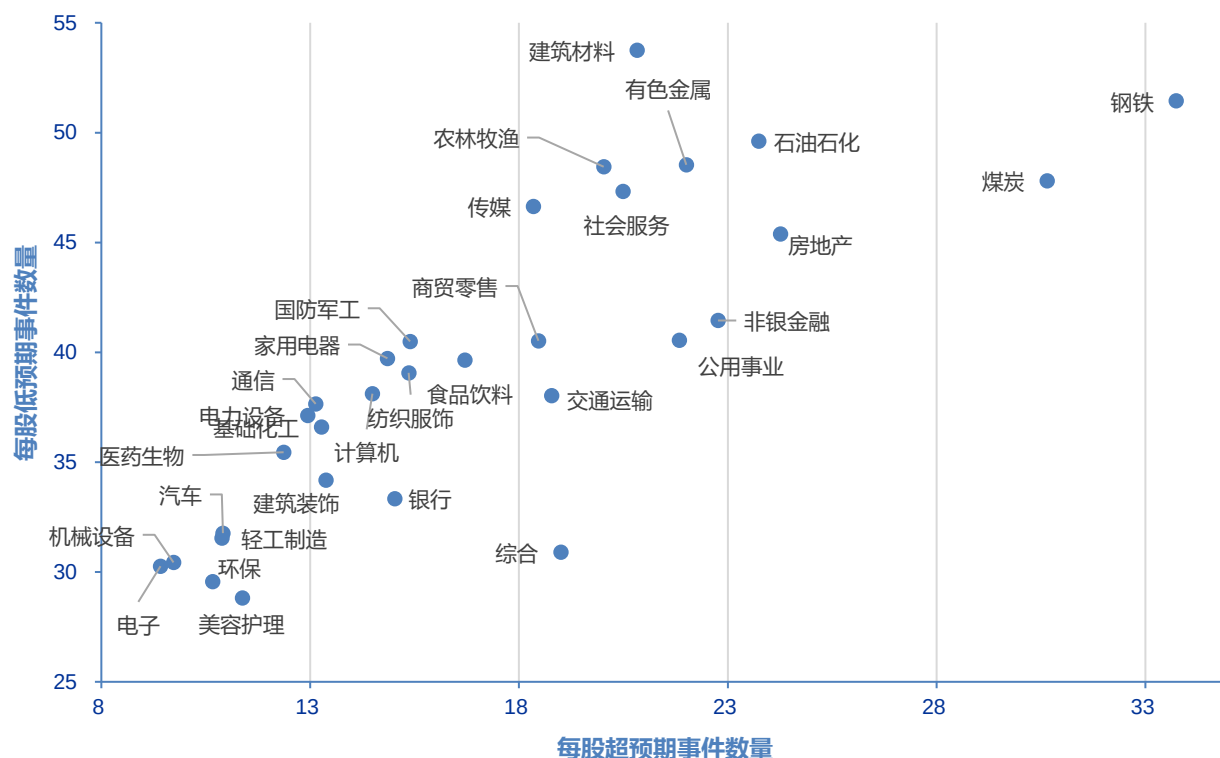
2.1 哪些一级行业预期差事件容易被提前获取？

将业绩预告、业绩快报正式财报的预期事件合并为超/低预期事件池。在事件池中，计算事件池在申万一级行业中分布，每个行业预期事件数除以成份股个数，即得到行业每股预期事件数，以此衡量行业发生预期事件的难易程度。

超预期和低预期对比来看，低预期事件较超预期事件更容易发生。原因在于分析师一般给出的业绩预测较为乐观，真实业绩公布后，更容易发生低预期事件。

不同大类风格板块对比来看，周期、金融地产等与经济周期相关的行业板块较容易发生预期差事件；而先进制造和消费等相对不容易发生。周期和金融地产等行业受经济周期、宏观经济政策变化等外生性因素影响较大，业绩预测准确度相对较低；而消费和先进制造等行业属于非周期性行业，业绩较为稳定，业绩预测准确度较高。

图 7：申万一级行业内，每股预期事件数对比（横坐标为每股超预期，纵坐标为每股低预期）



资料来源：朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

我们认为超预期事件前涨幅越高的股票，市场兑现的超预期信息越多；而低预期事件前跌幅越深的股票，市场兑现的低预期信息越多，在此逻辑下我们构建衡量行业预期差信息在业绩预告前是否容易被市场提前兑现。

超预期事件前 10 个交易日涨幅排名前 5% 事件组合，作为超预期信息容易被市场提前发现的事件组合；涨幅排名后 5% 事件组合，作为超预期信息不易被市场提前发现的事件组合。**用前者的行业每股事件数减去后者每股事件数，衡量一级行业超预期信息是否容易被提前发现。**

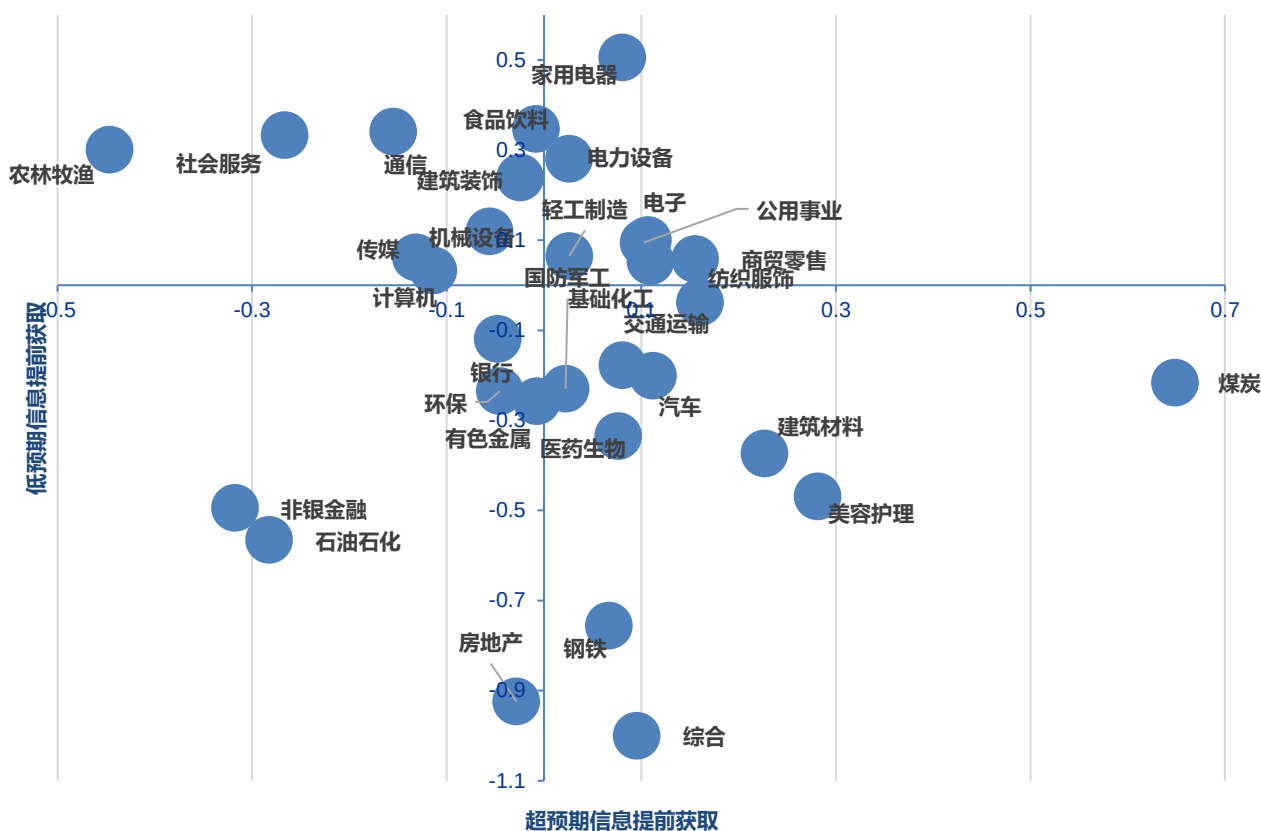
与超预期事件相反，低预期事件前 20 个交易日涨幅排名前 5% 事件组合，为低预期信息不易被提前发现的事件组合；涨幅排名后 5% 事件组合，为低预期信息容易被提前发现的事件组合。**用后者的行业每股事件数减去前者每股事件数，衡量一级行业的低预期信息是否容易被市场提前发现。**

以下二维图展示申万一级行业的预期差信息是否容易被市场提前发现，纵坐标为低预期信息，横坐标为超预期信息。从结果来看，超预期信息容易被市场提前发现的行业为煤炭、建筑材料、基础化工、公用事业等周期行业，**虽然周期行业的业绩预测准确度较低，容易发生预期差事件，但一旦发生超预期事件，较容易被市场提前定价。**

低预期信息容易被市场提前发现的行业为家用电器、食品饮料、社会服务和农林牧渔等消费行业，电力设备、通信、机械设备和科技 TMT 等科技制造行业。**投资者往往对处于成长期的新兴产业有更高的预期收益，对相关行业的业绩预测也更为乐观，一旦发生低预期事件，较容易受市场情绪影响，导致事件前下跌幅度更大。**

金融地产板块和石油石化受宏观政策影响较大，而政策效果存在不确定性，在真实业绩公告前，超预期和低预期信息都不易被市场价格提前捕获。

图 8：申万一级行业的预期差信息是否容易被市场提前发现



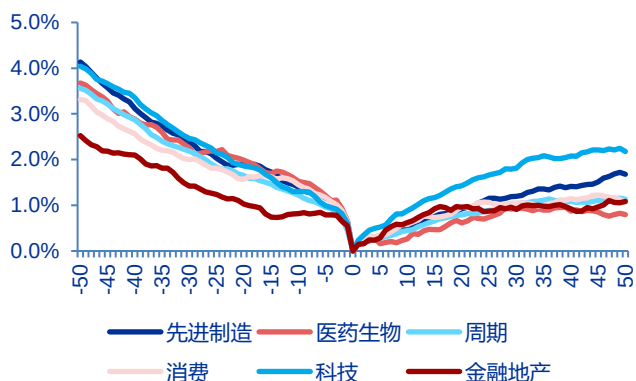
资料来源：朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

不同大类板块在预期差事件前后呈现不同的涨幅特征。**超预期事件前**，各个大类板块均会上涨，超预期事件后，不同板块上涨延续性出现差异，金融地产涨幅延续性较差，科技和先进制造涨幅延续性较强。对于先进制造和科技等行业的超预期事件，投资者可能维持乐观观点的时间较长，因此在事件后这些板块的上涨延续性较强。

低预期事件前除金融地产板块外，其他板块均下跌，科技、消费和先进制造跌幅明显，但科技和先进制造在事件后涨幅更高，而消费涨幅更低。市场对科技和先进制造板块低预期事件的情绪修复较快，但对消费板块的情绪修复时间似乎更久。

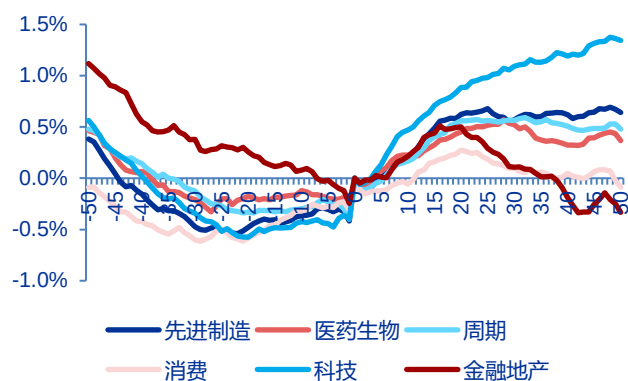
图 9：不同大类板块超预期事件前后股票涨跌幅

图 10：不同大类板块低预期事件前后股票涨跌幅



资料来源: wind, 朝阳永续, 申万宏源研究

事件发生时间: 2011/1/1-2024/5/31



资料来源: wind, 朝阳永续, 申万宏源研究

事件发生时间: 2011/1/1-2024/5/31

2.2 市场对不同季度业绩预期差信息反应程度不同

不同季度业绩预期差事件前后, 股票涨跌幅特点也有所差异。各个季度业绩超预期事件前, 股票涨幅均高于事件后, 比较来看, 半年报、一季报股票涨幅最高, 年报股票涨幅最低。由于年报公布较为滞后, 且一般与下一年一季报同时公布, 因此包含超预期信息增量较少。超预期事件后, 一季报、半年报和年报超预期事件后股票上涨的延续性较强, 三季报业绩超预期事件后股票上涨延续性较弱, 与我们观察到的超预期因子一般在三季度末四季度初失效的现象基本一致。

各个季度业绩低预期事件前股票涨幅小于事件后涨幅, 比较来看, 一季度、年报低预期事件前股票跌幅最深; 事件后, 一季报、半年报低预期事件后股票涨幅延续性相对较强, 三季报和年报低预期事件后股票在 20 个交易日左右上涨幅度由上升转为下降。

一季报和半年报处于一年当中较为靠前的位置, 该时段发生预期差事件, 市场投资者会预期后续业绩也有可能超预期, 因此事件前后的涨幅均较高。年报业绩超预期虽然在事件前涨幅略低, 但在事件后股票涨幅延续性较强。原因可能在于上年业绩的基本情况市场已经有了基本认知, 事件前可以挖掘的信息增量比较少, 发生超预期事件, 可能意味着是市场预期之外的预期。

图 11: 不同季度业绩超预期事件前后股票涨跌幅对比

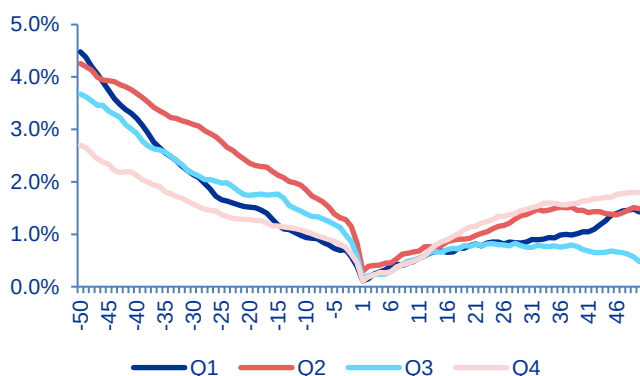
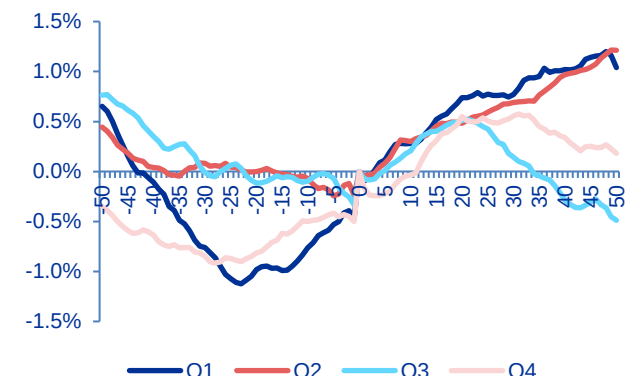


图 12: 不同季度业绩低预期事件前后股票涨跌幅对比



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间：2011/1/1-2024/5/31

3. 如何利用预期差进行事件投资？

3.1 超预期事件中寻找过去涨幅较高和跌幅较高的股票

从数量来看，超预期事件前部分上涨股票转而下跌，**是否事件前涨幅更高的股票在事件后下跌幅度更大？**将历史上业绩预告、业绩快报和正式财报发生的超预期事件整合为一个事件池，按事件前涨跌幅将事件池从小到大分成 20 组，G1 为最大跌幅组合，G20 为最大涨幅组合，观察事件后各组涨跌幅有何规律。

在超预期事件池中以过去 20 个交易日涨跌幅分组，**呈现出事件前跌幅较高组和涨幅较高组，事件后均上涨的规律，跌幅较高组事件后涨幅更高。**

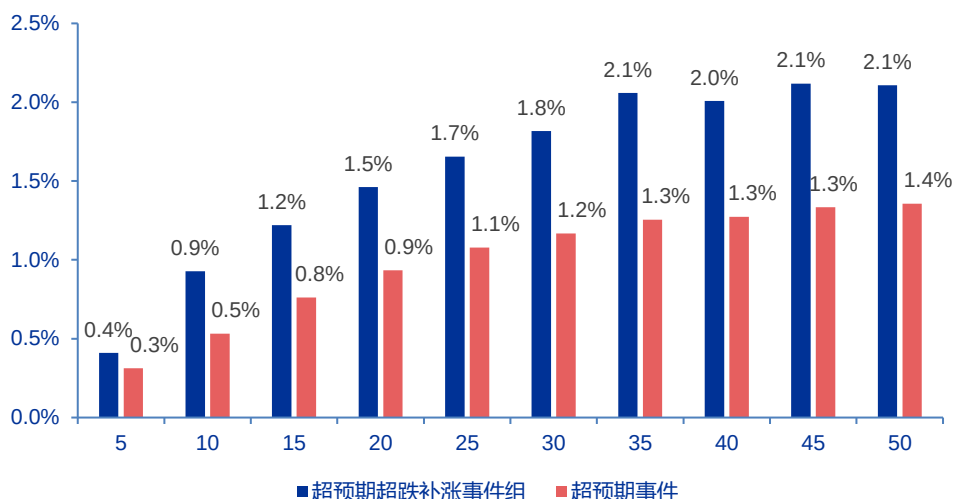
表 1：超预期事件前 20 个交易日分组，事件后 5-50 个交易日涨跌幅均值

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	过去 20 天涨跌幅
G1	0.3%	1.1%	1.8%	2.5%	3.3%	3.6%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	-19.0%
G2	0.2%	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	-11.6%
G3	-0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	-8.8%
G4	0.3%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%	-6.9%
G5	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.5%	-5.4%
G6	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	0.8%	0.6%	0.7%	-4.1%
G7	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	-3.1%
G8	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	-2.0%
G9	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	-1.1%
G10	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.0%
G11	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	0.8%
G12	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.8%	1.9%	1.8%
G13	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	2.9%
G14	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.8%	4.1%
G15	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	5.5%
G16	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	7.1%
G17	0.4%	0.4%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.4%	1.4%	1.5%	9.2%
G18	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	1.3%	1.2%	12.0%
G19	0.7%	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	16.7%
G20	0.2%	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%	34.6%

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

选择超预期事件前跌幅排名前 5%和涨幅排名前 5%的事件构建成超跌补涨事件组，与超预期事件池进行比较。相比超预期事件池，超预期超跌补涨事件组具有超额收益。

图 13：超预期超跌补涨事件组相比超预期事件池具有超额收益

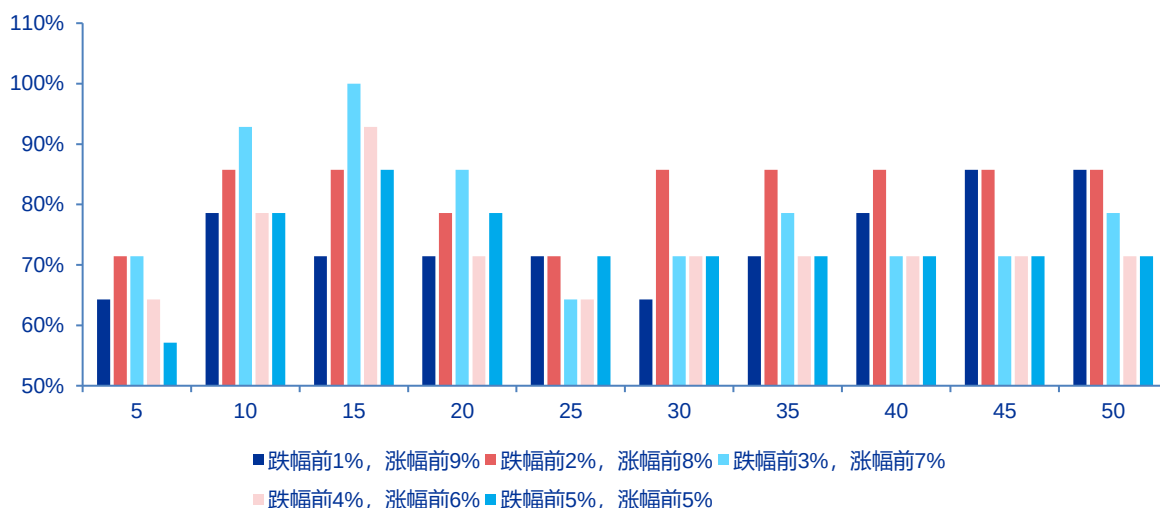


资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

继而我们观察超预期事件投资策略的分年度收益。每年的超预期事件中，选择事件前涨幅排名前 n%（补涨事件组）和跌幅排名前 m%（超跌事件组）构建超跌补涨事件组，组内事件发生后未来 5-50 个交易日的股票涨跌幅均值作为其年度收益。

超预期事件池中，超跌事件组在事件后胜率较低，但赔率较高；而补涨事件组胜率较高，赔率较低。在构建超跌补涨事件组，通过对“超跌”和“补涨”事件数量进行配比，可适当增加超跌补涨事件组的年度收益胜率。当超跌事件数量占比在 30% 时，超跌补涨事件组的年度收益绝对胜率较高。

图 14：不同参数下，超预期超跌补涨事件组年度收益胜率



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

增加超跌事件数量后，事件后 5-50 个交易日的股票涨幅均值增加。

表 2：不同参数下，超预期超跌补涨事件组年度收益均值 (2011 年-2023 年)

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
跌幅前 1%，涨幅前 9%	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%
跌幅前 2%，涨幅前 8%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
跌幅前 3%，涨幅前 7%	0.3%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%

跌幅前 4%，涨幅前 6%	0.2%	0.6%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
跌幅前 5%，涨幅前 5%	0.3%	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

取跌幅前 3%和涨幅前 7%的超预期事件构建超跌补涨事件组，年度收益表现来看，超预期事件池中，2011、2016、2017、2019 和 2020 年，补涨事件组表现更强；2012、2014、2015、2018、2021 和 2022 年，超跌事件组表现更强；2013 年和 2023 年超跌和补涨事件组旗鼓相当。两者合成超跌补涨事件组后，2018-2020 年以及 2022 年相对超预期事件池超额收益不显著，其他年份均具有显著超额收益。

表 3：超预期超跌补涨组合（前 20 个交易日跌幅前 3%和涨幅前 7%）年度收益

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	年度
超预期超跌事件组	0.4%	1.0%	1.7%	1.3%	1.7%	1.5%	0.9%	0.3%	0.1%	0.2%	2011 年
超预期补涨事件组	-0.2%	0.9%	1.4%	0.8%	1.2%	1.0%	1.5%	1.2%	1.7%	2.7%	
超预期超跌补涨事件组	0.0%	0.9%	1.5%	0.9%	1.4%	1.1%	1.3%	0.9%	1.2%	2.0%	
超预期事件池	0.1%	0.4%	0.8%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	
超预期超跌事件组	0.7%	2.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.5%	3.1%	2.5%	3.0%	3.4%	2012 年
超预期补涨事件组	1.1%	1.3%	1.4%	1.1%	1.6%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	
超预期超跌补涨事件组	1.0%	1.6%	1.6%	1.4%	1.8%	1.6%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%	
超预期事件池	0.2%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	
超预期超跌事件组	0.3%	1.9%	3.1%	4.4%	4.0%	3.6%	4.9%	4.9%	5.0%	5.3%	2013 年
超预期补涨事件组	0.6%	1.1%	1.8%	2.9%	3.6%	4.2%	5.3%	5.1%	4.9%	5.2%	
超预期超跌补涨事件组	0.5%	1.4%	2.2%	3.4%	3.7%	4.0%	5.2%	5.0%	4.9%	5.3%	
超预期事件池	0.3%	0.9%	1.1%	1.6%	1.9%	2.0%	2.5%	2.4%	2.7%	2.9%	
超预期超跌事件组	0.8%	1.1%	1.3%	2.3%	3.1%	3.3%	3.7%	2.6%	4.8%	5.2%	2014 年
超预期补涨事件组	1.1%	0.4%	1.1%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	
超预期超跌补涨事件组	1.0%	0.6%	1.2%	1.0%	0.8%	0.9%	1.4%	0.6%	1.3%	1.3%	
超预期事件池	0.5%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	0.8%	0.8%	0.7%	
超预期超跌事件组	0.4%	2.2%	2.8%	4.1%	7.3%	7.9%	10.7%	13.7%	14.5%	15.3%	2015 年
超预期补涨事件组	-1.4%	-0.3%	0.2%	1.4%	0.4%	2.1%	2.7%	3.2%	3.4%	3.0%	
超预期超跌补涨事件组	-0.8%	0.5%	1.0%	2.2%	2.5%	3.9%	5.1%	6.4%	6.8%	6.7%	
超预期事件池	0.1%	0.6%	0.9%	1.6%	2.4%	3.2%	3.5%	4.1%	4.3%	4.7%	
超预期超跌事件组	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	0.4%	-0.2%	1.3%	1.6%	1.8%	2016 年
超预期补涨事件组	-0.5%	-0.9%	-0.1%	0.3%	-0.3%	0.8%	1.5%	2.2%	1.9%	1.1%	
超预期超跌补涨事件组	-0.3%	-0.5%	0.1%	0.3%	-0.2%	0.7%	1.0%	1.9%	1.8%	1.4%	
超预期事件池	0.3%	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%	1.2%	1.4%	1.8%	1.9%	1.9%	
超预期超跌事件组	0.1%	-0.4%	-0.2%	-2.3%	-3.2%	-2.7%	-2.2%	-3.8%	-3.6%	-3.7%	2017 年
超预期补涨事件组	0.7%	1.0%	1.2%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	
超预期超跌补涨事件组	0.5%	0.6%	0.8%	-0.5%	-0.6%	-0.3%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	
超预期事件池	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	-1.6%	-1.8%	-1.9%	
超预期超跌事件组	0.8%	3.0%	4.8%	5.5%	6.2%	5.8%	5.1%	4.8%	4.2%	5.4%	2018 年
超预期补涨事件组	-0.5%	-0.8%	-1.6%	-1.2%	-1.2%	-1.0%	-1.2%	-0.9%	-0.2%	-0.1%	

超预期超跌补涨事件组	-0.1%	0.4%	0.3%	0.8%	1.0%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%	1.6%	2019 年
超预期事件池	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	1.5%	1.3%	1.0%	1.2%	1.5%	1.6%	
超预期超跌事件组	-0.7%	0.0%	-0.3%	0.8%	-0.2%	0.3%	-0.5%	-1.3%	-2.8%	-3.3%	
超预期补涨事件组	0.0%	0.5%	0.2%	-0.4%	-0.3%	-1.4%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-0.7%	
超预期超跌补涨事件组	-0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.9%	-1.1%	-1.1%	-1.6%	-1.5%	
超预期事件池	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.2%	1.0%	1.2%	2020 年
超预期超跌事件组	-0.9%	-1.8%	-2.0%	-1.5%	-1.4%	-1.9%	-3.4%	-4.0%	-5.7%	-7.2%	
超预期补涨事件组	0.8%	1.3%	1.8%	1.1%	0.3%	0.4%	0.9%	0.7%	1.3%	1.7%	
超预期超跌补涨事件组	0.3%	0.4%	0.7%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	
超预期事件池	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.2%	-0.1%	-0.6%	
超预期超跌事件组	-0.8%	-0.2%	-0.1%	2.3%	4.4%	5.5%	6.3%	6.6%	7.9%	9.2%	2021 年
超预期补涨事件组	1.3%	1.9%	3.1%	3.5%	4.2%	4.3%	4.8%	4.5%	4.7%	4.6%	
超预期超跌补涨事件组	0.7%	1.3%	2.1%	3.1%	4.2%	4.7%	5.2%	5.1%	5.7%	6.0%	
超预期事件池	0.8%	0.9%	1.4%	1.8%	2.4%	2.7%	3.3%	3.0%	3.5%	3.7%	
超预期超跌事件组	3.3%	4.9%	6.6%	6.6%	7.8%	7.3%	6.8%	8.6%	9.2%	8.4%	
超预期补涨事件组	1.0%	0.8%	-0.4%	-0.6%	-1.5%	-2.0%	-2.0%	-2.7%	-3.1%	-3.1%	2022 年
超预期超跌补涨事件组	1.7%	2.0%	1.7%	1.5%	1.3%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.3%	
超预期事件池	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	
超预期超跌事件组	0.2%	1.7%	2.4%	2.9%	4.1%	3.6%	3.3%	3.2%	4.3%	4.1%	
超预期补涨事件组	0.7%	0.6%	0.9%	2.0%	4.0%	3.5%	4.3%	4.3%	3.5%	2.5%	
超预期超跌补涨事件组	0.6%	1.0%	1.4%	2.3%	4.0%	3.5%	4.0%	3.9%	3.7%	3.0%	2023 年
超预期事件池	0.4%	0.6%	1.0%	1.6%	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

3.2 低预期事件中寻找预期业绩改善的股票

将低预期事件池按过去 40 个交易日涨跌幅从小到大分组，跌幅较大组 G1 事件后涨幅显著领先于其他事件组。但低预期本身是负面事件，为避免陷入基本面“陷阱”，我们进一步筛选未来预期业绩改善的股票，例如 2024 年 1 季度业绩低于市场一致预期，但分析师上调该公司 2024 年全年的预期业绩。

表 4：低预期事件前 40 个交易日涨跌幅分组，事件后 5-50 个交易日涨跌幅均值

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	过去 40 天涨跌幅
G1	0.3%	1.1%	2.1%	2.8%	3.4%	3.8%	4.0%	4.2%	4.2%	4.1%	-28.0%
G2	0.1%	0.3%	0.9%	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	-17.7%
G3	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	-14.0%
G4	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-11.5%
G5	0.1%	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	-9.5%
G6	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	-7.8%
G7	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	-6.3%
G8	0.0%	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	-4.9%
G9	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	-3.6%

G10	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	-2.3%
G11	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	-1.0%
G12	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.1%
G13	-0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	1.8%
G14	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	3.4%
G15	-0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	5.2%
G16	-0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	7.4%
G17	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	10.3%
G18	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%	14.2%
G19	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.8%	20.5%
G20	-0.5%	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-1.3%	-1.4%	-1.5%	-1.7%	-2.0%	-2.5%	43.6%

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

低预期事件前跌幅排名前 1%事件作为低预期高跌幅事件组（数量约为 1500-1600）。将低预期高跌幅事件组，用一致预期业绩（一季报、半年报和三季度报对应当年预期业绩，年报对应下一年预期业绩）三个月改善幅度从小到大分成 10 组，未来 5-50 个交易日的股票涨跌幅单调性非常显著。即低预期事件中，未来预期业绩改善，但事前高跌幅的股票，可能是被市场错杀的股票，未来涨幅可能会更高。

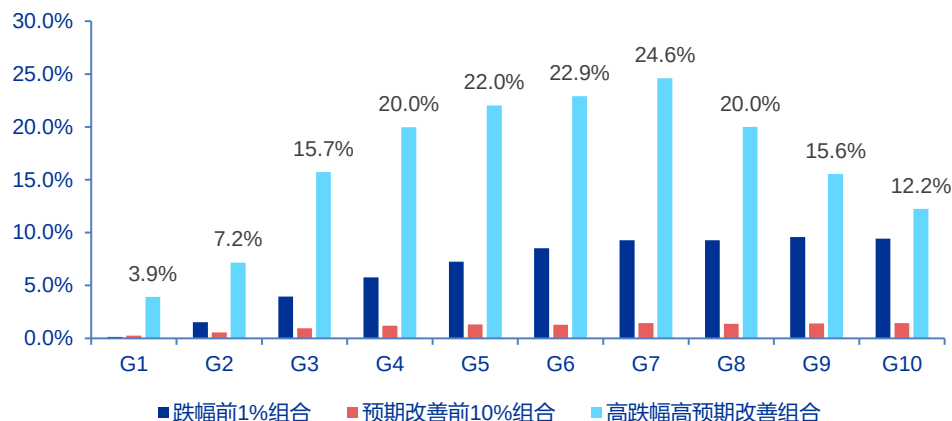
表 5：低预期事件前 40/50 个交易日跌幅排名前 1%事件池中，预期业绩改善从低到高分组 G1-G10

分组	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	过去三月预期净利润改善
过去 40 个交易日跌幅排名前 1%事件组											
G1	-0.1%	2.2%	3.2%	2.1%	0.1%	1.8%	3.9%	2.3%	3.4%	1.0%	(774.86)
G2	0.9%	0.5%	-0.9%	-1.0%	1.3%	4.3%	6.3%	7.1%	11.1%	8.8%	(49.53)
G3	0.1%	0.3%	1.3%	1.3%	4.8%	6.6%	10.7%	11.7%	9.8%	9.1%	(25.66)
G4	-1.4%	-1.2%	0.0%	1.8%	1.8%	0.9%	1.8%	4.9%	6.3%	8.6%	(13.69)
G5	0.8%	4.0%	5.6%	6.2%	9.2%	10.7%	10.7%	10.8%	11.1%	9.6%	(8.00)
G6	2.9%	5.0%	11.3%	7.9%	8.8%	9.3%	7.9%	9.6%	8.0%	6.6%	(3.39)
G7	0.0%	1.2%	2.2%	4.1%	5.4%	6.2%	8.3%	9.3%	9.3%	9.2%	(0.03)
G8	1.8%	7.2%	11.3%	13.7%	16.8%	19.5%	15.9%	14.5%	13.4%	12.3%	2.64
G9	3.4%	7.4%	15.2%	16.9%	24.2%	29.7%	27.8%	22.9%	22.7%	19.1%	8.81
G10	5.5%	11.1%	21.8%	30.5%	30.6%	32.0%	32.7%	28.8%	25.1%	19.3%	93.78
过去 50 个交易日跌幅排名前 1%事件组											
G1	-0.5%	1.0%	2.7%	3.2%	1.3%	1.0%	0.8%	1.6%	3.7%	2.5%	(918.57)
G2	0.8%	1.1%	-0.2%	1.4%	1.8%	2.2%	3.4%	4.3%	8.7%	7.3%	(53.08)
G3	-1.4%	-0.2%	1.5%	1.1%	3.2%	4.4%	7.5%	9.1%	7.7%	9.2%	(28.47)
G4	-0.1%	0.3%	2.5%	6.8%	8.0%	7.0%	5.4%	7.1%	4.9%	6.5%	(14.69)
G5	-1.1%	1.8%	5.6%	6.7%	9.3%	10.7%	11.3%	11.4%	9.3%	6.5%	(7.52)
G6	3.0%	2.1%	4.6%	3.3%	6.7%	8.3%	9.4%	9.3%	6.5%	5.8%	(2.52)
G7	-0.8%	0.3%	1.7%	4.0%	4.6%	5.7%	7.1%	8.0%	9.8%	10.1%	0.03
G8	2.6%	9.2%	15.6%	19.1%	26.4%	30.9%	24.9%	25.2%	18.9%	16.2%	3.46
G9	0.8%	4.6%	14.4%	18.2%	22.6%	25.5%	26.6%	21.3%	19.8%	18.2%	12.45
G10	4.7%	7.3%	14.6%	19.5%	21.1%	20.1%	22.4%	17.5%	14.8%	10.9%	108.32

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

进一步将预期业绩改善的低预期高跌幅事件组（低预期中跌幅排名前1%事件中，预期业绩改善幅度排名前10%），与低预期但预期业绩改善事件组（低预期事件中，预期业绩改善幅度排名前10%）、低预期高跌幅事件组（低预期事件中，事件前跌幅排名前1%）整体比较。低预期事件池中，预期业绩改善可大大避免陷入“基本面较差”的陷阱，提升低预期事件落地后的股票组合收益。

图 15：低预期高跌幅预期业绩改善事件组超额收益显著

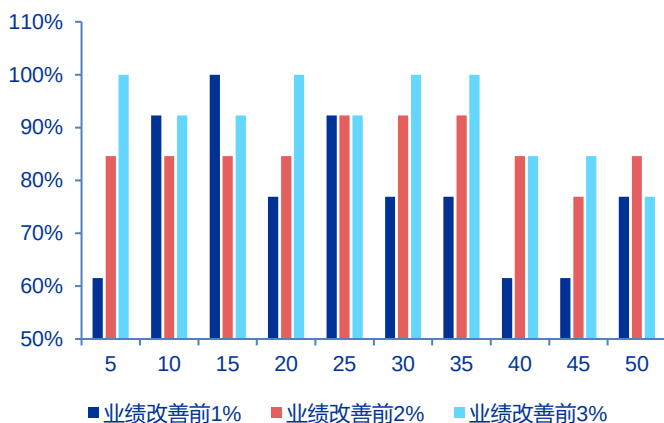


资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

我们进一步把低预期事件组分年度进行构建，即每年的低预期事件中，选择事件前40个交易日跌幅排名前20%的股票作为低预期高跌幅事件组，在其中选择预期业绩改善幅度排名靠前的事件构建预期业绩改善事件组，观察事件后股票涨跌表现。

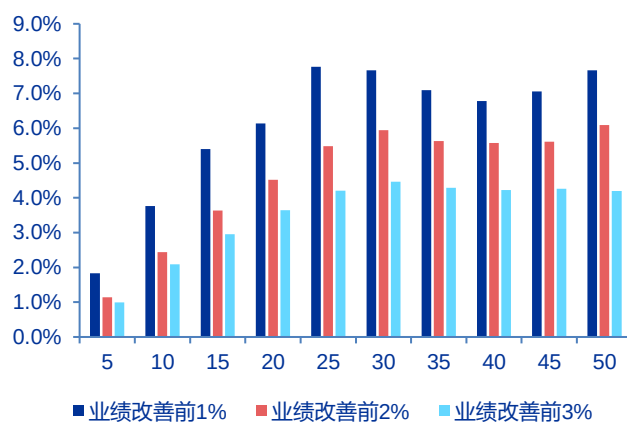
预期业绩改善幅度越明显的事件组合（预期业绩改善前1%的事件组），年度收益均值（2011年-2023年）更高。说明利用预期业绩改善幅度确实可以进一步识别低预期事件落地后，事件前过度下调的股票。增加预期业绩改善事件数量，即选择预期业绩改善前3%的事件组，虽然年度绝对收益率提升，但同时牺牲了年度收益均值。持有时间来看，在事件发生后35个交易日以内，绝对胜率较高；持有25个交易日后，收益增长放缓，甚至下跌。

图 16：低预期高跌幅事件组中，预期业绩改善前1%-3%的事件组合年度收益绝对胜率



资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

图 17：低预期高跌幅事件组中，预期业绩改善前1%-3%的事件组年度收益平均值

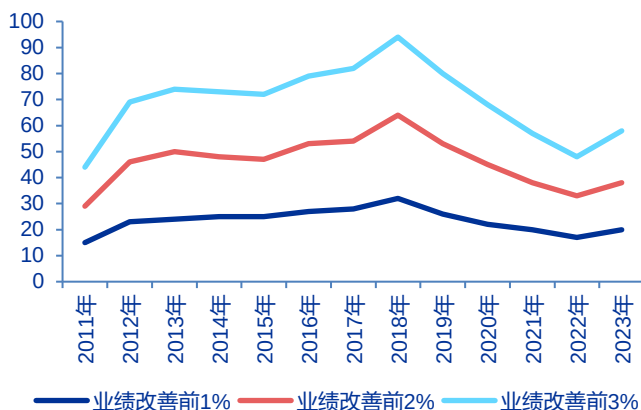


资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

事件发生时间: 2011/1/1-2023/12/31

事件发生时间: 2011/1/1-2023/12/31

图 18: 低预期高跌幅事件池中, 预期业绩改善前 1%-3% 的事件组合数量



资料来源: wind, 朝阳永续, 申万宏源研究

事件发生时间: 2011/1/1-2023/12/31

下表展示低预期事件前跌幅排名前 20% 事件池中, 预期业绩改善幅度排名前 1% 的事件组年度收益。除 2018、2019 年外, 其他年份高跌幅预期业绩改善事件组, 相对高跌幅事件组和预期业绩改善事件组均具有超额收益。

表 6: 分年度, 低预期高跌幅预期业绩改善事件组合收益

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	年度
跌幅前 20%事件组	0.0%	0.1%	0.6%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	2011 年
预期改善前 1%事件组	-2.3%	-1.4%	1.1%	1.1%	0.4%	-2.3%	-1.5%	-3.3%	-3.0%	-2.1%	
高跌幅预期改善事件组	0.0%	1.1%	5.2%	5.5%	1.9%	-0.9%	1.8%	-1.5%	-2.2%	0.8%	
跌幅前 20%事件组	0.3%	0.9%	0.9%	0.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	2012 年
预期改善前 1%事件组	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.7%	-1.7%	-1.1%	-2.0%	-2.6%	-1.7%	-0.1%	
高跌幅预期改善事件组	2.0%	2.8%	4.5%	3.2%	3.1%	4.7%	3.9%	4.2%	4.5%	6.1%	
跌幅前 20%事件组	0.4%	1.5%	1.9%	2.4%	2.7%	2.4%	2.7%	2.5%	2.9%	3.3%	2013 年
预期改善前 1%事件组	-0.1%	1.0%	1.5%	2.5%	1.8%	0.7%	0.6%	1.2%	0.8%	0.3%	
高跌幅预期改善事件组	-0.6%	0.9%	2.5%	2.7%	3.5%	3.1%	1.3%	3.8%	2.6%	2.7%	
跌幅前 20%事件组	0.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	2014 年
预期改善前 1%事件组	0.3%	0.0%	1.8%	3.5%	3.1%	3.6%	3.4%	4.3%	4.7%	2.6%	
高跌幅预期改善事件组	-0.2%	-1.3%	2.1%	7.3%	4.8%	6.9%	6.9%	9.7%	10.6%	8.1%	
跌幅前 20%事件组	1.3%	2.3%	3.9%	5.2%	6.7%	8.7%	9.8%	11.2%	12.1%	11.9%	2015 年
预期改善前 1%事件组	0.5%	5.3%	7.2%	9.9%	11.2%	11.2%	11.1%	9.7%	7.8%	5.7%	
高跌幅预期改善事件组	4.4%	12.7%	19.7%	29.2%	33.6%	29.6%	28.2%	27.3%	30.0%	29.3%	
跌幅前 20%事件组	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	2016 年
预期改善前 1%事件组	1.1%	1.1%	1.9%	2.3%	1.9%	2.9%	3.6%	4.9%	5.7%	4.3%	

高跌幅预期改善事件组	2.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.4%	3.8%	5.7%	7.1%	9.2%	8.0%	2017 年
跌幅前 20%事件组	-0.7%	-1.5%	-2.0%	-2.6%	-2.8%	-3.2%	-3.1%	-4.2%	-4.5%	-4.9%	
预期改善前 1%事件组	-0.1%	1.0%	1.3%	1.1%	0.7%	0.2%	0.4%	-1.0%	-1.5%	-1.9%	
高跌幅预期改善事件组	1.7%	1.8%	0.9%	-0.1%	3.2%	1.5%	-0.3%	-4.5%	-3.7%	-4.9%	
跌幅前 20%事件组	0.4%	1.7%	2.3%	2.4%	2.7%	2.1%	1.5%	1.7%	1.9%	2.3%	2018 年
预期改善前 1%事件组	0.8%	0.8%	1.6%	1.3%	1.1%	1.4%	1.8%	1.1%	1.6%	2.2%	
高跌幅预期改善事件组	-0.7%	0.8%	0.6%	-0.6%	0.1%	-1.4%	-1.8%	-2.3%	-2.2%	0.0%	
跌幅前 20%事件组	0.2%	0.5%	0.8%	1.3%	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.0%	0.1%	
预期改善前 1%事件组	0.9%	1.4%	2.8%	1.7%	1.9%	2.0%	3.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2019 年
高跌幅预期改善事件组	2.9%	1.2%	0.2%	-0.1%	-1.6%	-1.8%	0.5%	-1.8%	-3.1%	-3.5%	
跌幅前 20%事件组	-0.7%	-1.1%	-0.8%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.5%	-1.5%	-2.9%	-4.2%	
预期改善前 1%事件组	0.3%	-0.6%	-1.3%	-1.9%	-1.8%	-2.0%	-2.3%	-3.6%	-5.7%	-8.3%	
高跌幅预期改善事件组	0.8%	2.5%	2.1%	1.6%	0.8%	2.5%	-0.3%	-3.1%	-4.9%	-6.1%	2020 年
跌幅前 20%事件组	-0.7%	0.1%	1.6%	3.6%	4.8%	5.0%	5.4%	4.9%	5.6%	6.1%	
预期改善前 1%事件组	2.2%	3.0%	4.7%	7.0%	11.6%	11.5%	12.0%	12.9%	15.9%	17.7%	
高跌幅预期改善事件组	6.5%	11.0%	20.3%	22.3%	35.0%	37.3%	31.9%	33.8%	37.1%	43.7%	
跌幅前 20%事件组	1.2%	2.1%	3.2%	3.3%	4.0%	4.1%	5.4%	5.9%	5.6%	5.7%	2021 年
预期改善前 1%事件组	0.3%	1.3%	0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.5%	-1.5%	-1.8%	-2.0%	-2.7%	
高跌幅预期改善事件组	4.7%	10.0%	5.7%	2.9%	5.1%	6.4%	8.0%	7.4%	4.1%	4.3%	
跌幅前 20%事件组	0.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	0.9%	1.8%	1.9%	
预期改善前 1%事件组	0.8%	0.6%	1.5%	1.9%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	4.7%	5.3%	2022 年
高跌幅预期改善事件组	-0.6%	2.4%	3.6%	3.0%	8.2%	7.9%	6.4%	8.1%	9.6%	11.1%	
跌幅前 20%事件组	0.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	0.9%	1.8%	1.9%	
预期改善前 1%事件组	0.8%	0.6%	1.5%	1.9%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	4.7%	5.3%	
高跌幅预期改善事件组	-0.6%	2.4%	3.6%	3.0%	8.2%	7.9%	6.4%	8.1%	9.6%	11.1%	2023 年
跌幅前 20%事件组	0.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%	0.9%	1.8%	1.9%	
预期改善前 1%事件组	0.8%	0.6%	1.5%	1.9%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	4.7%	5.3%	
高跌幅预期改善事件组	-0.6%	2.4%	3.6%	3.0%	8.2%	7.9%	6.4%	8.1%	9.6%	11.1%	

资料来源: wind, 朝阳永续, 申万宏源研究, 事件发生时间: 2011/1/1-2023/12/31

分年度来看, 低预期高跌幅但预期业绩改善的事件池中, 上涨事件数量占比较高的时间集中在事件后 20 个交易日以内。近三年 (2021-2023 年), 上涨事件数量占比相比过去几年明显提升。

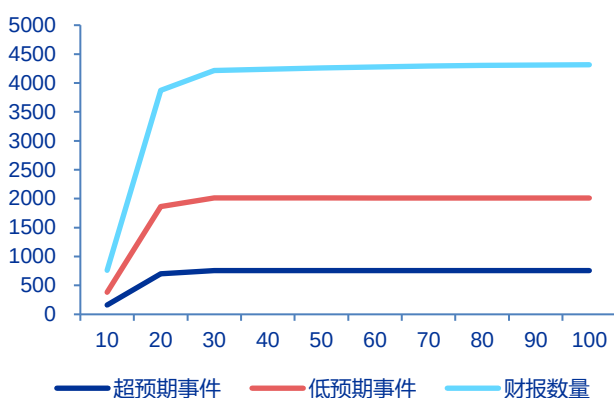
表 7: 低预期高跌幅预期业绩改善事件池中未来 5-50 个交易日上涨事件数量占比

	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
2011 年	46.7%	93.3%	86.7%	86.7%	46.7%	33.3%	26.7%	20.0%	26.7%	33.3%
2012 年	60.9%	69.6%	60.9%	56.5%	56.5%	65.2%	65.2%	69.6%	82.6%	82.6%
2013 年	41.7%	62.5%	66.7%	41.7%	50.0%	37.5%	33.3%	50.0%	45.8%	37.5%
2014 年	24.0%	24.0%	64.0%	68.0%	68.0%	60.0%	56.0%	64.0%	64.0%	56.0%
2015 年	36.0%	56.0%	40.0%	56.0%	64.0%	64.0%	76.0%	64.0%	52.0%	60.0%
2016 年	63.0%	70.4%	74.1%	81.5%	55.6%	55.6%	70.4%	44.4%	70.4%	70.4%
2017 年	71.4%	64.3%	60.7%	53.6%	57.1%	46.4%	42.9%	42.9%	32.1%	35.7%
2018 年	53.1%	56.3%	59.4%	40.6%	50.0%	40.6%	43.8%	50.0%	40.6%	50.0%
2019 年	73.1%	65.4%	46.2%	38.5%	38.5%	42.3%	50.0%	46.2%	34.6%	34.6%
2020 年	45.5%	50.0%	59.1%	45.5%	45.5%	45.5%	40.9%	27.3%	27.3%	27.3%
2021 年	75.0%	80.0%	85.0%	90.0%	90.0%	90.0%	95.0%	80.0%	65.0%	70.0%
2022 年	76.5%	70.6%	70.6%	47.1%	70.6%	58.8%	64.7%	58.8%	58.8%	64.7%

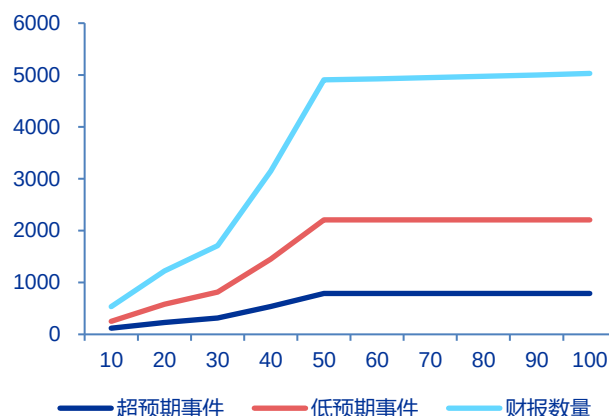
2023 年	50.0%	55.0%	60.0%	60.0%	60.0%	55.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究，事件发生时间：2011/1/1-2023/12/31

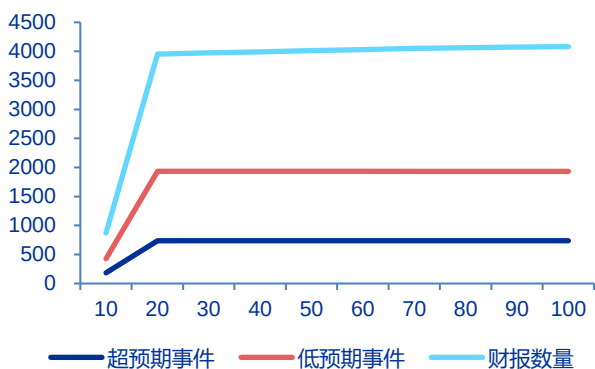
每个季度结束后，随着上市公司陆续公告业绩（包含业绩预告、业绩快报和正式财报），预期差事件不断发生。一季度和三季度结束后，预期差事件集中发生在 20 个交易日之内。半年度结束后，预期差事件集中发生在 50 个交易日内。年报公布时间较长，在四季度结束后，90 个交易日内基本公布完毕，年报业绩预期差事件集中发生在 80 个交易日内。

图 19：一季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量

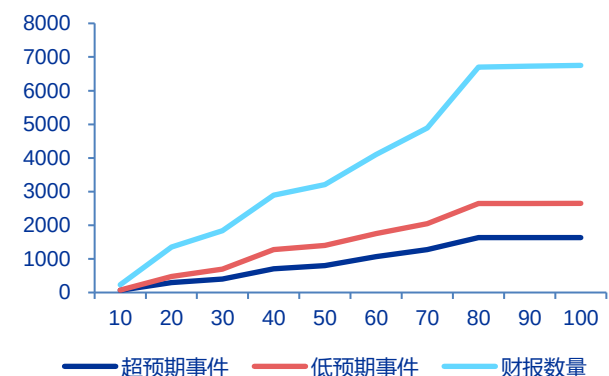
资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

图 20：二季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

图 21：三季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

图 22：三季度结束后 10-100 个交易日超预期事件、低预期事件、全部财报数量

资料来源：wind，朝阳永续，申万宏源研究

4 低预期事件并不适合构建定期股票组合

前文我们分析了预期差事件投资策略，但并非定期调仓的股票组合。上篇系列报告中《改进超预期因子的五点思考——真实超预期系列研究之二》，我们构建了超预期股票组合，超预期股票组合历史长期较为有效，表现较为稳健。接下来我们尝试构建定期调仓的低预期股票组合。

由于股票发生低预期事件的时间分布较为分散,且事件后股票涨幅持续时间较短,综合考虑我们设定观察期为过去一个月,即在调仓日选取过去一个月内发生低预期事件的股票作为选样池,每周进行调仓。

在选样池内,分别选取过去 5/10/15/25 个交易日跌幅最大的 50 只股票构建低预期跌幅 TOP50 股票组合,每周最后一个交易日调仓,加权方式为等权,其他交易日权重按股价自发调整;在非业绩披露期,持仓股票数量可能不满足 50 只。回测区间为 2012/1/4-2023/11/30。

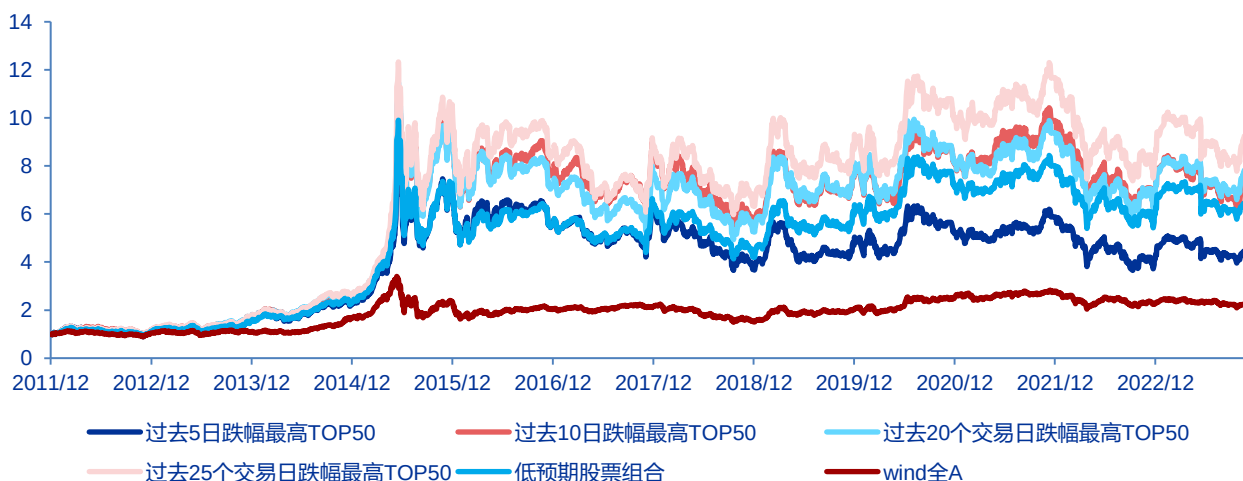
从回测结果来看,低预期高跌幅股票组合长期收益净值较高,长期跑赢 wind 全 A 指数。历史最大回撤低于 wind 全 A 指数,年化波动率高于 wind 全 A 指数,高波动带来高收益弹性,夏普比率和 Calmar 比率等风险调整后指标高于 wind 全 A 指数。

表 8: 低预期高跌幅股票组合风险收益指标

	过去 5 日跌幅最高 TOP50	过去 10 日跌幅最高 TOP50	过去 15 个交易日跌幅最高 TOP50	过去 20 个交易日跌幅最高 TOP50	低预期股票组合	wind 全 A
年化收益率	13.5%	18.5%	19.1%	20.9%	17.3%	7.0%
年化波动率	31.2%	31.5%	31.6%	31.7%	29.4%	23.6%
最大回撤	-60.4%	-52.1%	-57.0%	-51.6%	-58.3%	-56.0%
夏普比率	0.43	0.59	0.60	0.66	0.59	0.30
Calmar 比率	0.22	0.35	0.33	0.41	0.30	0.13

资料来源: wind, 申万宏源研究, 时间区间: 2012/1/4-2023/11/30

图 23: 低预期股票池高跌幅的股票组合历史净值走势



资料来源: wind, 申万宏源研究, 时间区间: 2012/1/4-2023/11/30

分年度表现来看,低预期高跌幅股票组合收益波动较大,稳健性和持仓体验略差。组合年度收益波动较高,既可以在 2015 年获得超过 100%的收益,也可以在 2016 年和 2018 年等市场整体下跌的年份,跌幅超过 wind 全 A 指数。

表 9: 低预期高跌幅股票组年度收益

过去 5 日跌幅最高	过去 10 日跌幅最高	过去 15 个交易日跌幅最	过去 20 个交易日跌	低预期股	wind
------------	-------------	---------------	-------------	------	------

	TOP50	TOP50	高 TOP50	幅最高 TOP50	票组合	全 A
2012 年	11.5%	18.2%	17.1%	18.7%	11.9%	4.7%
2013 年	41.4%	46.5%	47.7%	45.5%	37.2%	5.4%
2014 年	43.6%	46.1%	50.1%	52.1%	52.2%	52.4%
2015 年	206.5%	270.2%	257.5%	285.6%	198.9%	38.5%
2016 年	-20.4%	-17.7%	-23.0%	-16.5%	-20.7%	-12.9%
2017 年	9.6%	11.0%	6.4%	3.1%	14.0%	4.9%
2018 年	-38.7%	-35.8%	-30.2%	-26.7%	-32.8%	-28.3%
2019 年	30.2%	40.8%	46.9%	39.7%	44.2%	33.0%
2020 年	8.8%	5.8%	5.5%	12.3%	18.0%	25.6%
2021 年	11.9%	20.8%	14.1%	16.3%	10.9%	9.2%
2022 年	-29.6%	-29.2%	-25.7%	-28.4%	-24.7%	-18.7%
2023 年	4.3%	1.5%	8.1%	7.8%	4.9%	-3.2%

资料来源: wind, 申万宏源研究, 时间区间: 2012/1/4-2023/11/30

总结来看, 单纯的低预期并不适合构建定期调仓的股票组合。超预期的股票本身基本面情况良好, 投资逻辑被市场投资者一致认同, 股票上涨有基本面支撑, 事件后涨幅具有持续性, 因此无论是因子化或是构建股票组合, 表现均较为稳健。而低预期股票本身基本面情况略差, 仅在事件落地后, 事件前超跌股票会快速上涨, 上涨延续性较差, 呈现高赔率, 低胜率的特点。

但低预期股票数量远高于超预期股票数量, 在数量较多的低预期股票中, 构建股票组合的关键, 在于选出基本面情况相对较好的股票。如果提高低预期股票组合胜率, 抹平组合收益波动。在超预期失效的时间, 低预期是否可以作为补充? 将是下篇系列报告讨论的重点, 敬请关注!

5. 总结

我们从预期差事件角度讨论事件性投资机会, 以往市场关注点比较多的是超预期事件, 在事件发生日前后股票会发生价格漂移, **低预期本身也是市场预期之外的事件, 在事件发生日前后也会有同样的价格漂移现象。**

通过测算历史超预期事件前后 5-50 个交易日, 股票相对所属一级行业指数的超额涨跌幅, 发现超预期事件前涨幅较高的股票和跌幅较高的股票, 在事件后都会出现上涨, 跌幅较高的股票涨幅较高。因此, **构建超预期事件投资策略如下: 在财报 (包含业绩预告、业绩快报和正式财报) 公布日, 单季度真实业绩超过分析师一致预期业绩的事件中, 选择公告日前 20 个交易日涨幅排名前 7%和跌幅排名前 3%的事件进行买入, 持有 30 个-50 个交易日。**由于超预期事件后股票涨幅的延续性较强, 因此持有时间可以相对更长一些。

低预期事件发生前后 5-50 个交易日, 事件前超额涨跌幅呈现较为明显的单调性, 即事件前跌幅靠前的股票未来涨幅更高。但低预期本身是一个负面事件, 跌幅较高的股票中, 未来涨幅呈现“胜率低, 赔率高”的特点, 因此需要对低预期股票进一步筛

选，避免陷入“基本面较差”的陷阱。基于以上逻辑，我们构建低预期事件投资策略如下：在每季度真实业绩低于市场一致预期业绩的事件中，选择事件前跌幅靠前的20%股票，再其中再筛选未来预期业绩改善程度较高的股票（1-3季度的低预期事件对应当年的预期业绩；4季度低预期事件对应下一年预期业绩）进行买入，持有时间大概在30个交易日以内胜率最高。

与超预期事件可以因子化不同，我们发现低预期事件并不适合因子化或构建定期调仓的股票组合，原因之一：低预期是超预期的反面事件，市场已经证明超预期因子是较为有效的选股因子，作为反面的低预期因子自然是选股无效的；原因之二：低预期本身是基本面较差的负面事件，事件前被市场提前兑现低预期信息，事件靴子落地之后，股价快速回升，但涨幅延续性较差，适合快速调仓的股票组合策略。

低预期事件数量远远多于超预期事件数量，其中可以挖掘的适合投资的股票很多。且近两年，超预期因子选股表现乏力，低预期是否可以作为超预期的补充？下篇系列报告我们将重点探讨如何构建稳健收益的低预期股票组合，敬请关注！

6. 风险提示

本报告相关模型构建、量化配置策略等均基于申万宏源研究的客观研究，相关模型数据、验证参数等均为历史公开信息。相关模型数据、验证参数等可能受宏观环境、市场波动、风格转化等多重因素影响存在一定波动风险，本报告仅以其历史情况进行测算，不涉及对未来走势的预测。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。