

金融工程专题研究

超额图谱视角下的成长股投资策略

核心观点

成长股投资的困境与破局

成长风格持续回调，景气度投资面临困境：在量化投资中，成长因子自 2021 年 9 月份以来持续回调，回撤幅度达到近十年最大幅度；在主动投资中，成长风格型基金指数近三年持续落后价值风格型基金指数。

市场有效性提升明显，预期外业绩超额收益获取难度加大：超预期股票盈余公告次日的高开幅度相较以往大幅提升，市场在短期之内对预期外业绩的反应程度相较往年更加充分，想要获取预期外业绩超额收益难度不断加大。

从一维到二维：“先时序、后截面”的成长股二维评价体系

时间变量对成长股投资至关重要：传统的选股方式通常在横截面上对不同个股进行比较，但对成长股投资而言，其超额收益在时间序列上不同阶段的释放强度存在区别，“时间变量”对成长股投资至关重要。

先时序、后截面：“先时序”，是指根据股票所处时间序列超额收益释放阶段来进行优先级分档；“后截面”，是指当处于同一档位的股票数量超出组合持股所需时，对同一档位中的股票在横截面上根据其综合打分进行筛选。

超额收益释放生命图谱

超额收益释放图谱：本文创新性地提出“超额收益释放图谱”，试图描绘在利好事件触发前后的不同阶段股价相对市场指数超额收益的释放强弱。结论表明，在预告到正式财报前后的不同阶段，个股超额收益释放存在明显区别。

利好事件超额收益释放图谱：以研报标题超预期和上市公司业绩预增为利好事件的代表，发现正式财报发布前往往具有十分可观的超额收益。如果投资者能够获取该段收益，其将能够在利好事件触发后超额收益释放最强烈的阶段获取超越市场平均的表现。

超额图谱视角下的成长股投资策略

事件驱动策略通常面临调仓时间不确定、持仓数量不确定等问题。采用“先时序、后截面”方式固定持仓数量，调仓节奏可把握、资金容量可预期。

根据上市公司距离其正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择黄金期（距离正式财报预约披露日较近）的股票。当样本数量较多时，采用多因子打分模型精选优质个股。此外，为有效降低组合换手、规避组合风险，我们还引入了弱平衡机制、跃迁机制、缓冲机制和风险规避机制。

超额图谱视角下的成长精选组合

成长进取组合：在考虑交易费用影响后，成长进取组合每期持有 50 只股票，2012 年以来年化收益 52.14%，相对中证 500 年化超额 46.15%，信息比 4.02，相对最大回撤 8.06%，月度胜率 85%，体现了组合较强的进攻性。

成长稳健组合：在考虑交易费用影响后，成长稳健组合每期持有 100 只股票，2012 年以来年化收益 44.30%，相对中证 500 年化超额 38.32%，信息比 4.00，相对最大回撤 6.97%，月度胜率 86%，体现了组合较强的稳定性。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

金融工程专题报告

金融工程·量化投资

证券分析师：张欣慰

021-60933159

zhangxinwei1@guosen.com.cn

S0980520060001

证券分析师：张宇

021-60875169

zhangyu15@guosen.com.cn

S0980520080004

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

《基于分析师认可度的成长股投资策略》——2021-05-12

《基于分析师推荐视角的港股投资策略》——2021-05-17

《北向因子能否长期有效？——来自亚太地区的实证》

——2021-05-17

《基于风险预算的中证 500 指数增强策略》——2021-10-20

《动量类因子全解析》——2021-12-13

《寻找业绩与估值的错配：非理性估值溢价因子》

——2021-12-15

《券商金股全解析——数据、建模与实践》——2022-02-18

《聚焦小盘股——如何构建小市值股票投资策略？》2022-04-05

《反转因子全解析》——2022-06-14

《价量类风险因子挖掘初探》——2022-06-22

《隐式框架下的特质类因子改进》——2022-08-17

《风险溢价视角下的动量反转统一框架》——2022-12-07

《战胜机构投资者——再论主动股基业绩增强策略》

——2022-12-07

《寻找关键时刻的“领头羊”——时点动量全解析》

——2023-05-17

内容目录

成长股投资的困境与破局	5
成长风格持续回调，景气度投资面临困境	5
市场有效性提升明显，预期外业绩超额收益获取难度加大	6
超额收益释放生命图谱	7
从一维到二维：“先时序、后截面”的成长股二维评价体系	9
超额收益释放图谱	10
业绩预告研报标题超预期事件超额收益释放图谱	10
业绩预增事件超额收益释放图谱	13
利好事件不同时点提前布局效率	16
如何布局正式财报发布前超额收益	17
A股市场业绩预告发布情况	17
A股市场定期报告预约披露及变更情况	18
超额图谱视角下的成长股投资策略	20
成长股股票池生成	20
事件驱动类策略在实际投资中面临的问题	22
超额图谱视角下的成长股投资策略构建框架	22
弱平衡机制（WEAK REBALANCE）	27
跃迁机制（JUMP）	28
缓冲机制（BUFFER）	29
风险规避（RISK）	30
超额图谱视角下的成长精选组合	31
成长精选组合构建方式	31
成长进取组合绩效表现	32
成长稳健组合绩效表现	33
成长稳健组合特征分析	34
参数敏感性分析	36
总结	37
参考文献	38
风险提示	38
附录	39
免责声明	41

图表目录

图 1: 成长因子多头相对等权基准净值及最大回撤	5
图 2: 成长风格型基金指数与价值风格型基金指数相对走势	5
图 3: 研报标题超预期样本盈余公告前后 20 日平均超额收益	6
图 4: 研报标题超预期样本盈余公告次日开盘平均超额收益	7
图 5: 研报标题超预期样本盈余公告前后 20 日累计超额收益	7
图 6: 某公司股价所处不同阶段案例	8
图 7: 运动员职业生涯发展示意图	8
图 8: 引入时间变量的股票二维评价体系	9
图 9: 超额收益释放图谱示意图	10
图 10: 业绩预告研报标题超预期事件超额收益释放图谱	11
图 11: 业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额收益分季度表现	11
图 12: 业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额均值	13
图 13: 业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额胜率	13
图 14: 业绩预增事件超额收益释放图谱	14
图 15: 业绩预增事件不同阶段超额收益分季度表现	15
图 16: 业绩预增事件不同阶段超额均值	15
图 17: 业绩预增事件不同阶段超额胜率	15
图 18: 研报标题超预期事件提前 N 日区间平均布局效率	16
图 19: 业绩预增事件提前 N 日区间平均布局效率	16
图 20: 不同季报期发布业绩预告公司数量占比	17
图 21: 2020 年 Q2 以来不同报告期发布预告公司数量占比	17
图 22: 不同类型报告期业绩预告和正式财报间隔天数分布情况	18
图 23: 隆基绿能 2019 年年报预约披露日变更情况	19
图 24: 隆基绿能不同日期下距离定期报告预约披露日天数	19
图 25: 各报告期预约披露日披露次数占比	19
图 26: 各报告期预约披露日披露次数数量平均占比	19
图 27: 不同月份回望周期起始日期及报告期范围	20
图 28: 成长股股票池数量	21
图 29: 不同月份调仓频率	22
图 30: 成长股股票池优先级分档示意图	23
图 31: 个股筛选方法示意图	24
图 32: 成长精选组合构建流程图	25
图 33: 成长精选组合净值走势	25
图 34: 成长精选组合分年度换手率 (倍)	26
图 35: 某一期个股调仓前后权重变化	26
图 36: 弱平衡机制示意图	27
图 37: 分属不同档位的股票数量 (20230316-20230317)	28

图 38: 跃迁机制示意图	28
图 39: 缓冲机制示意图	29
图 40: 正式财报发布前超额收益最高的 5% 股票未来一个月超额收益	30
图 41: 超额图谱视角下的成长股投资策略构建流程图	31
图 42: 成长进取组合净值走势	32
图 43: 成长稳健组合净值走势	33
图 44: 成长稳健组合每期持股数量及最大权重	34
图 45: 成长稳健组合前 N 大重仓股权重之和	34
图 46: 成长稳健组合平均行业分布情况	35
图 47: 成长稳健组合在不同指数中的权重分布	35
图 48: 成长稳健组合分年度换手率 (倍)	35
图 49: 成长稳健组合月均换手率 (倍)	35
图 50: 成长稳健组合与超预期精选组合月度超额中位数	36
图 51: 成长稳健组合单日资金容量 (亿元)	36
表 1: 基本面及技术面因子列表	24
表 2: 成长精选组合分年度绩效统计	25
表 3: 成长进取组合分年度绩效统计	32
表 4: 成长稳健组合分年度绩效统计	33
表 5: 成长稳健组合分年度在主动股基中排名分位点	34
表 6: 不同参数下的组合相对中证 500 指数年化超额收益	36
表 7: 沪深两市定期报告披露规则参考文件	39
表 8: 沪深两市上市公司业绩快报披露要求	39
表 9: 沪深两市上市公司业绩预告披露要求	40

作为新兴资本市场，A股市场中成长股投资策略无论在主动投资还是在量化投资中都有着十分广泛的应用。然而，近年来市场风格不断切换，成长风格出现持续回调，以景气度投资为代表的成长股投资策略面临困境。我们发现，随着A股市场机构化程度的加深及市场有效性的提升，市场资金对预期的博弈日益激烈，上市公司在利好事件公布之前的市场表现相较以往明显提升，而在利好事件公布之后的市场反应被快速消化，想要获取长期稳定超额收益的难度正在不断加大。

传统的选股方式通常在横截面上对不同个股进行比较，但对于成长股投资而言，其超额收益在时间序列上的释放强度存在区别，“时间变量”对成长股投资尤为关键。不同于传统的仅在横截面上对个股比较的选股方式，本文采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。

本文创新性地提出“超额收益释放图谱”，试图描绘在利好事件触发前后不同阶段股价相对市场指数超额收益的释放强弱。以研报标题超预期和上市公司业绩预增为利好事件的代表，我们发现正式财报发布前往往具有十分可观的超额收益。如果投资者能够获取该段收益，其将能够高效地在利好事件超额收益释放最强烈的阶段获取超越市场平均的表现。

本文根据上市公司距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股。此外，为了降低组合换手、规避组合风险，我们还引入了弱平衡机制、跃迁机制、缓冲机制和风险规避机制，构建成长稳健组合。在考虑交易费用的影响后，该组合每期持有100只股票，自2012年以来年化收益44.30%，相对中证500指数年化超额收益38.32%，信息比4.00，相对最大回撤6.97%，收益回撤比5.50，年化跟踪误差7.81%，月度胜率86%，体现了组合较强的稳定性和较高的胜率。

成长股投资的困境与破局

成长风格持续回调，景气度投资面临困境

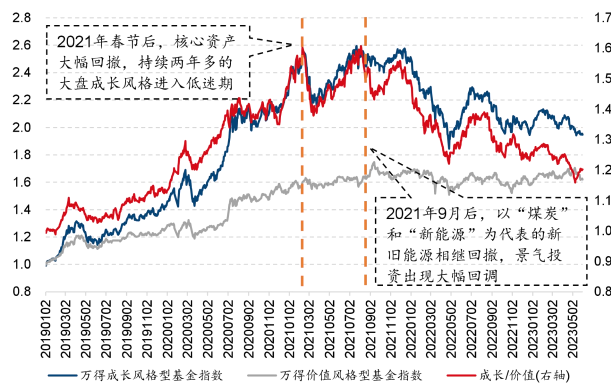
作为新兴资本市场，A股市场中成长股投资策略无论在主动投资还是在量化投资中都有着十分广泛的应用。然而，近年来市场风格不断切换，成长风格出现持续回调，以景气度投资为代表的成长股投资方法面临困境。

图1：成长因子多头相对等权基准净值及最大回撤



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：成长风格型基金指数与价值风格型基金指数相对走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在量化投资中，成长因子是基本面因子中的重要代表，其往往与分析师预期类及动量类指标呈现出较强的相关性。我们以单季度净利润同比增速作为成长因子的代表，图 1 展示了中证 800 指数成分股内单季度净利润增速最高的 1/10 组相对等权基准的净值走势及回撤情况，可以看到 2021 年 9 月份以来成长因子出现持续回调，其回撤幅度达到近十年以来的最大幅度。

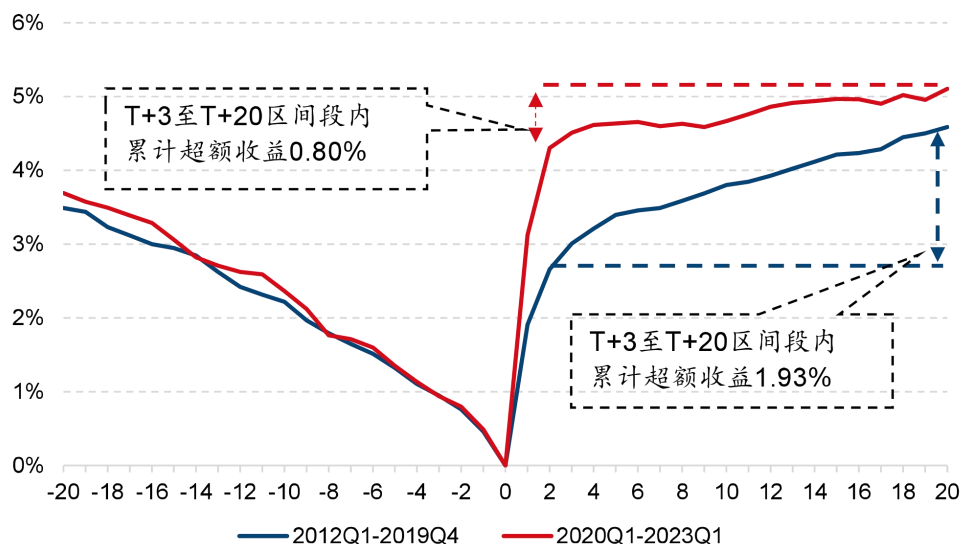
在主动投资中，成长型投资策略同样面临较大的挑战。图 2 展示了万得成长风格型基金指数（885022.WI）与万得价值风格型基金指数（885020.WI）自 2019 年以来的相对净值走势，可以看到 2021 年春节后“核心资产”大幅回撤，持续两年多强势表现的大盘成长风格开始进入低迷期。更进一步地，2021 年 9 月后以煤炭和新能源为代表的新旧能源板块相继回调，景气度投资策略遭遇瓶颈，成长风格型基金指数近三年持续落后价值风格型基金指数。

市场有效性提升明显，预期外业绩超额收益获取难度加大

在国信金工 2020 年 9 月 30 日发布的专题报告《超预期投资全攻略》中，我们对 A 股市场中各类超预期事件进行了全面梳理，并以研报标题超预期和分析师全线上调样本为基础股票池，辅以基本面及技术面指标进行综合打分，构建超预期精选组合，样本内外表现较为优异。然而我们发现，随着 A 股市场有效性提升，超预期股票池在盈余公告次日的高开幅度相较以往大幅提升，市场在短期之内对预期外业绩的反应程度相较往年更加充分，想要获取预期外业绩带来的超额收益难度正在不断加大。

我们将分析师研报标题中含有“业绩超预期”、“利润超预期”等字眼的样本作为研报标题超预期样本，统计盈余公告前后 20 个交易日股票相对中证 500 指数的平均超额收益。图 3 展示了 2020 年之前（2012Q1-2019Q4）和 2020 年之后（2020Q1-2023Q1）两个阶段研报标题超预期样本盈余公告前后 20 日超额收益分布情况，总体来看，超预期股票在发布盈余公告前后 20 日相对中证 500 指数均有明显的超额收益，不过不同阶段超额收益的分布情况存在明显的区别。

图 3：研报标题超预期样本盈余公告前后 20 日平均超额收益



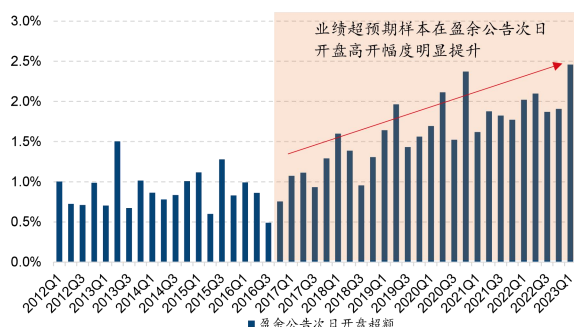
资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

由图 3 可以看到，2020 年之后超预期股票在业绩报告发布之后前两日的超额收益释放相对之前更加充分。假设上市公司在 T 日收盘后发布业绩预告，2020 年之前，T+3 日至 T+20 日区间段内个股累计超额收益达到 1.93%；而在 2020 年之后，T+3 日至 T+20 日区间段内个股累计超额收益仅有 0.80%。事实上，由于分析师研究报告的撰写和入库通常存在一定的滞后性，投资者很难在业绩报告发布后的第一时间了解其业绩是否超预期。当投资者买入时机较为滞后时，其获取超额收益的幅度也将大打折扣。

理论上讲，如果投资者能够在研报标题超预期样本发布盈余公告后买入，其将获得较为可观的收益。然而，我们发现超预期股票在发布盈余公告后次日往往倾向于大幅高开，这就使得投资者很难真正获取盈余公告后的超额。图 4 展示了 2012 年以来研报标题超预期样本在盈余公告次日开盘相对中证 500 指数的平均超额收益，可以看到自 2017 年以来超预期样本在盈余公告次日开盘跳空超额收益越来越高，市场在短期之内即对预期外业绩进行快速反应，投资者想要获取预期外业绩超额收益的难度正在不断加大。

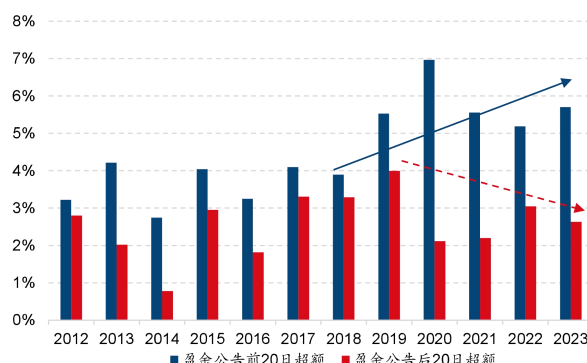
图 5 对研报标题超预期股票在盈余公告前后 20 日相对中证 500 指数的累计超额收益进行了分年度统计，可以看到近年来研报标题超预期股票在盈余公告前 20 日累计超额收益（包含盈余公告次日开盘收益）处于高位，而盈余公告日后 20 日累计超额收益（不含盈余公告次日开盘收益）不断下降，这意味着随着市场有效性的不断提升，越来越多的机构投资者通过专业的基本面研究对可能存在业绩超预期的股票进行了提前布局，市场博弈相较以往更为激烈。

图 4：研报标题超预期样本盈余公告次日开盘平均超额收益



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 5：研报标题超预期样本盈余公告前后 20 日累计超额收益



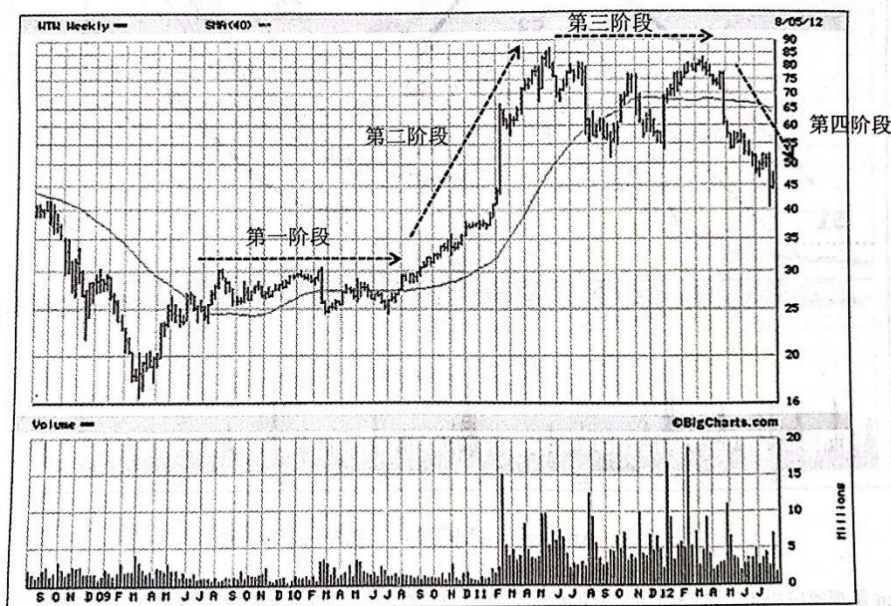
资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

超额收益释放生命图谱

由前述分析可知，随着 A 股市场机构化程度的加深及市场有效性的提升，市场资金对预期的博弈日趋激烈，上市公司在利好事件公布之前的市场表现相较以往明显提升，而在利好事件公布之后的市场反应被快速消化，想要获取长期超额收益的难度正在不断加大。

马克·米勒维尼在《股票魔法师》一书中提出“四阶段理论”，他认为明星股票从无名走向成熟通常会经历四个阶段：休眠期、成长期、见顶期和衰败期。股价通常会在休眠期筑底巩固、在成长期加速突围、在见顶期分配利润、在衰败期走向落寞，明星公司的股价通常会在成长期给投资者带来最丰厚的回报。

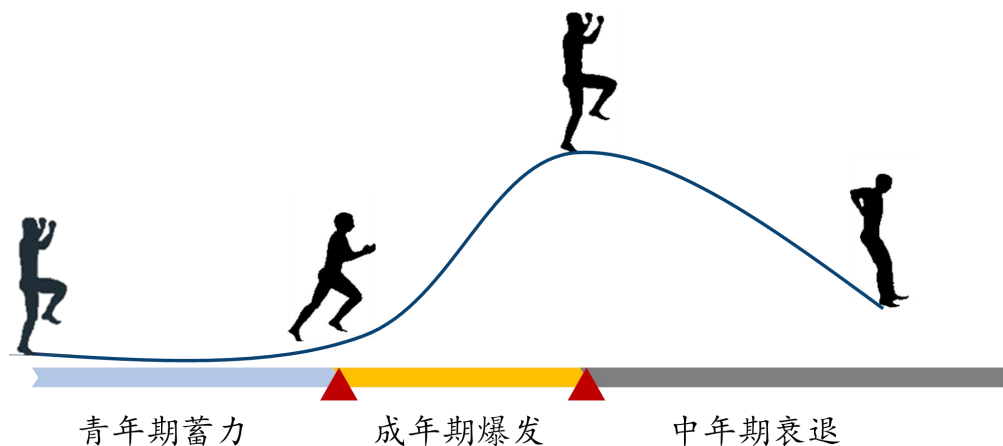
图6：某公司股价所处不同阶段案例



资料来源：马克·米勒维尼《股票魔法师》，国信证券经济研究所整理

与此类似，运动员在其职业生涯中取得的成就同样与其所处年龄段有着高度的相关性——青年期蓄力、成年期爆发、中年期衰退。职业运动员在成年期的体能状态和心理状态达到其职业生涯的成熟时期，多数运动员在其职业生涯中取得的重要成就通常发生在 20 岁至 35 岁的职业生涯黄金期。

图7：运动员职业生涯发展示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

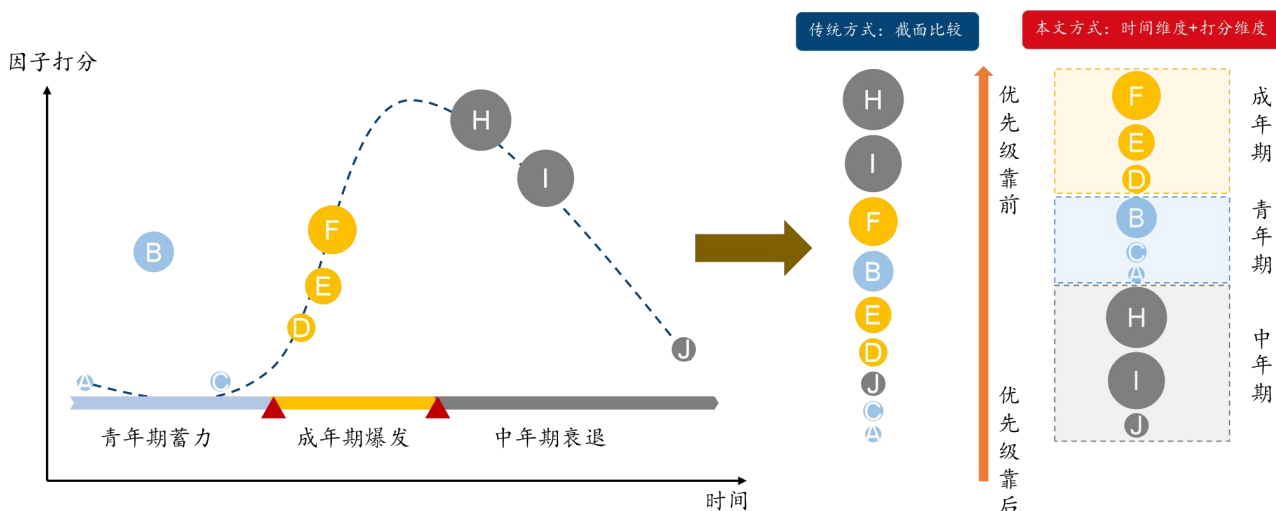
从以上案例可知，股价表现与上市公司经营业绩的释放周期高度相关，运动员取得的成就与其所处的职业生涯发展阶段同样具有较强的关系。受此启发，我们认为上市公司在触发利好事件后，其股价超额收益释放过程与其所处阶段可能同样具有较强的相关性——不同阶段超额收益的释放强度和相对胜率存在区别。接下来，我们以研报标题超预期和业绩预增作为上市公司业绩利好的代表性事件，对个股所处不同阶段超额收益释放的生命周期进行描述，绘制“超额收益释放图谱”。

从一维到二维：“先时序、后截面”的成长股二维评价体系

传统的选股方式通常在横截面上对不同个股进行比较，投资者仅根据综合打分的高低决定股票是否入选。但对于成长股投资而言，其超额收益在时间序列上不同阶段的释放强度存在区别，“时间变量”对成长股投资尤为关键。

前面提到，从明星股票的投资来看，处于成长期的公司为投资者赚取的超额收益最为丰厚；从运动员的成绩来看，体力更好、心态更成熟的成年期运动员往往能够取得更高的成就。同样的，对于成长股投资而言，其在超额收益释放的高峰期往往更能够获得超越市场平均水平的表现。基于此，本文在对股票进行综合评价时，在传统的多因子打分的基础上引入“时间变量”，构建成长股二维评价体系。

图8：引入时间变量的股票二维评价体系



资料来源：国信证券经济研究所绘制

图8展示了股票二维评价体系示意图，其主要包含两个维度：（1）时间；（2）因子打分。从时间序列维度（横轴）来看，我们按照股票所处阶段将其划分为“青年期”、“成年期”和“中年期”，不同颜色的样本代表其所处的不同阶段；从横截面维度（纵轴）来看，样本气泡的大小和所处位置的高低均代表其因子打分的排序，气泡越大或者其所处位置越高，表明样本打分排名越高。

传统的选股方式通常忽略个股当前所处的超额收益释放阶段，仅根据因子打分的大小来决定个股入选的优先级。在该案例中，处于“中年衰退期”的H和I样本由于其得分更为靠前而优先入选，但由于其已经度过了超额收益释放的高峰期，后续超额收益释放强度并不理想。

我们认为，“成年期股票”未来的爆发潜力相较“青年期股票”和“中年期股票”更高，因此其处于哪个阶段同样值得考虑。本文采用的成长股二维评级体系，即是综合考虑时间序列上个股当前所处超额收益释放阶段和横截面上个股在不同股票中的打分排名来决定股票是否入选。通过抓取超额收益释放强度最高的阶段，来高效获取成长股票的超额收益。在该案例中，处于“成年爆发期”的股票具有更高的优先级，处于“中年衰退期”的股票入选优先级则相对靠后。

基于此，本文将采用“先时序、后截面”的方式构建组合持仓。“先时序”，即是指根据股票所处时间序列上超额收益释放阶段来进行优先级分档；“后截面”，则是指当处于同一档位中的股票数量超出组合持股所需数量时，对同一档位中的股票在横截面上根据其综合打分进行筛选，决定最终组合持仓。

超额收益释放图谱

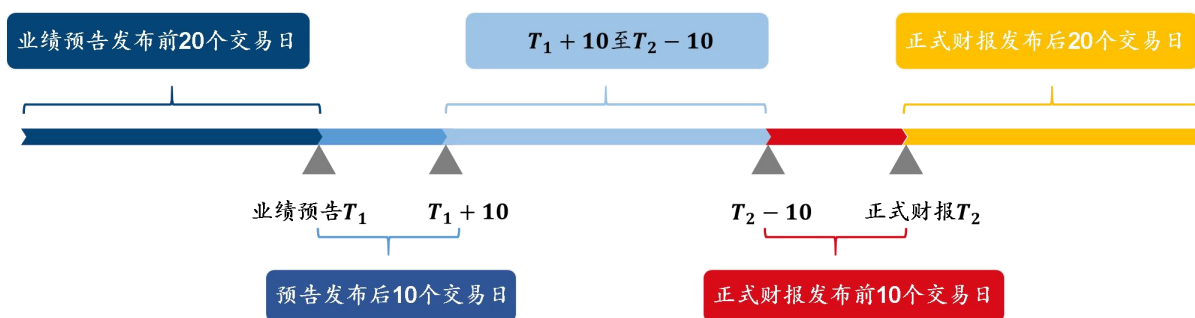
为对个股当前所处超额收益释放阶段进行划分，我们创新性地提出“超额收益释放图谱”，试图描绘上市公司在利好事件触发前后的不同阶段股价相对市场指数超额收益的释放强弱。图9对上市公司盈余公告（包括业绩预告、业绩快报、正式财报）前后的不同阶段进行划分，围绕上市公司盈余公告前后超额收益的释放过程进行全生命周期的描述。

具体来讲，我们根据上市公司业绩预告和正式财报的发布日期，对个股所处超额收益释放周期的不同阶段作如下划分：

- 业绩预告发布前 20 个交易日
- 业绩预告发布后 10 个交易日
- 业绩预告发布后 10 个交易日至正式财报发布前 10 个交易日
- 正式财报发布前 10 个交易日
- 正式财报发布后 20 个交易日

接下来，我们以研报标题超预期和业绩预增作为上市公司业绩利好的代表性事件，对其盈余公告前后超额收益释放的生命周期进行描述，绘制“超额收益释放图谱”。

图9：超额收益释放图谱示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

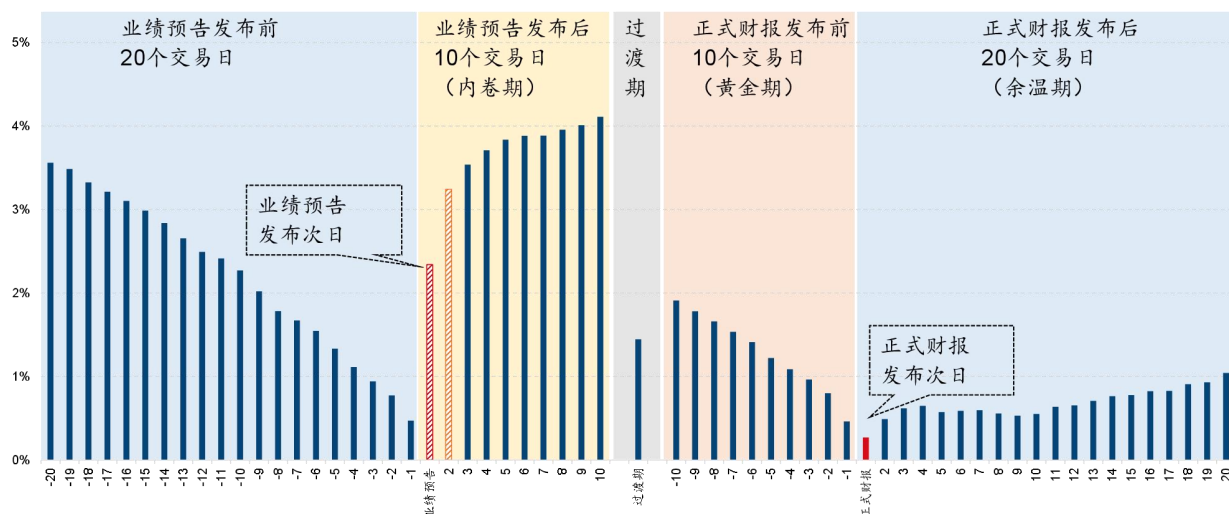
业绩预告研报标题超预期事件超额收益释放图谱

我们将上市公司发布业绩预告后 5 天内分析师研报标题中含有“业绩超预期”、“利润超预期”等字眼的样本作为业绩预告研报标题超预期样本，统计其 2012 年以来在不同阶段的平均超额收益释放情况，其结果如图 10 所示。

由图 10 可以看到，如果投资者能够在研报标题超预期样本发布盈余公告前 20 个交易日买入股票，那么平均将获得 3.56% 的超额收益。不过在实际投资过程中，我们很难提前精准预知上市公司业绩是否超预期，因此对于大多数投资者来讲，该阶段的超额收益很难通过确定的公开信息直接获取。基于此，下面将研究重点聚焦于超预期样本在业绩预告发布之后的超额收益释放情况。

从全样本区间段内不同阶段累计超额收益的分布情况来看，业绩预告发布后、正式财报发布前以及正式财报发布后三个阶段内超预期样本相对市场指数的超额收益都较高，值得投资者重点关注。不过，图 10 仅展示了全样本区间段内不同阶段超额收益分布的平均情况，随着市场环境的变化及市场有效性的提升，不同阶段超额收益分布情况也会随着时间发生变化。

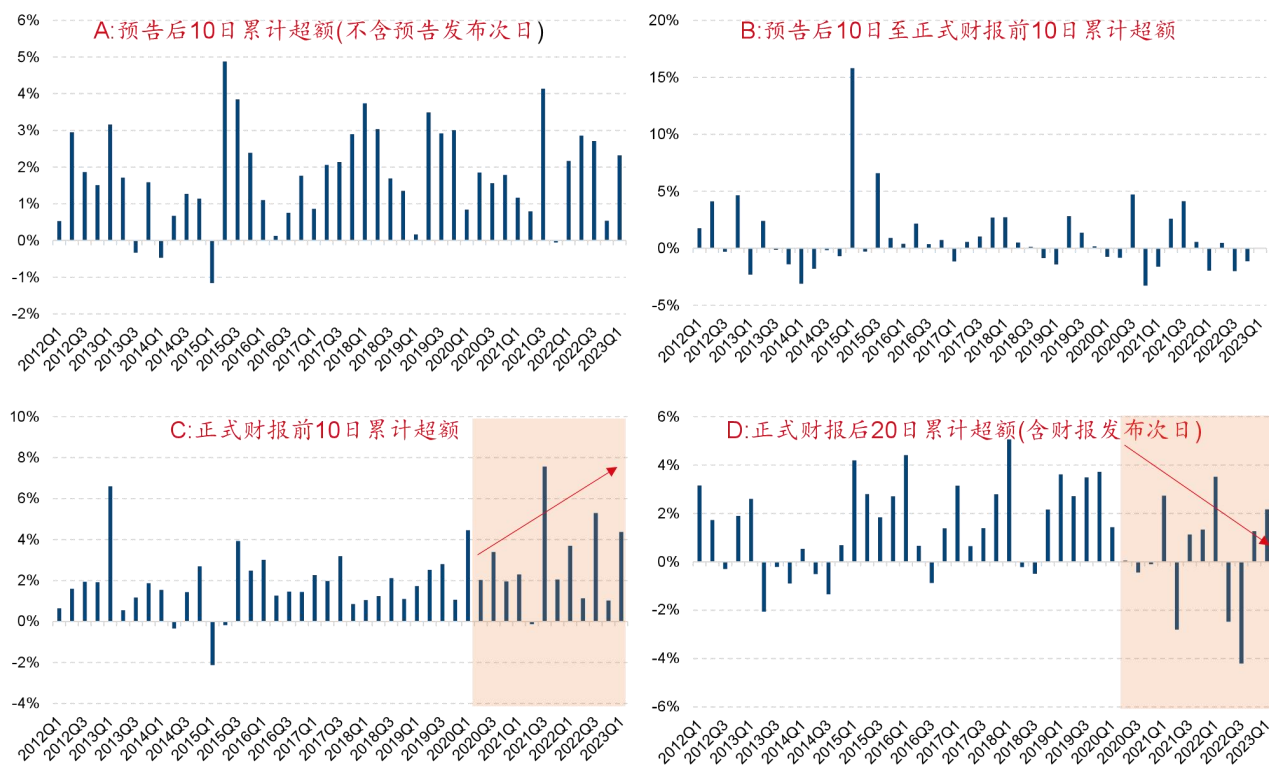
图10：业绩预告研报标题超预期事件超额收益释放图谱



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图10中展示的是2012年以来超预期样本在整个样本区间内不同阶段的平均超额收益释放情况，但正如前文所述，近年来盈余公告发布前后市场对利好事件的反应存在明显的变化。因此，为了更好地观察不同阶段超额收益的变化情况，我们需要从时间序列的角度观察不同季度中业绩预告研报标题超预期事件在不同阶段的超额收益释放情况。

图11：业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额收益分季度表现



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

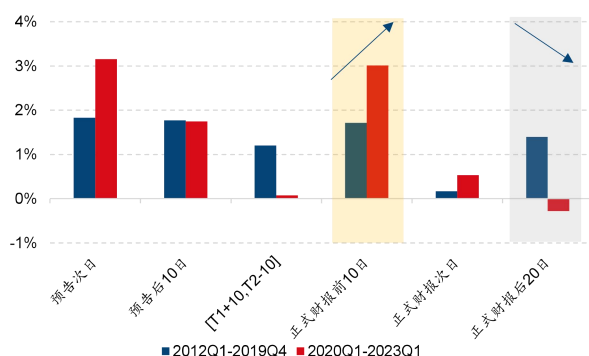
图 11 展示了 2012 年以来每个季度业绩预告研报标题超预期事件在预告发布后的不同阶段相对中证 500 指数平均超额收益的时间序列变化情况，具体来讲：

- **阶段一（内卷期）：预告后 10 日（不含预告发布次日）。**由于超预期样本在业绩预告发布次日通常倾向于高开，因此实际投资中投资者很难真正获取预告发布次日的超额收益。基于此，我们在统计该阶段表现时不包含预告发布次日收益。如图 11A 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益平均值为 1.76%，季度胜率达到 91%。但是需要注意的是，**由于分析师研报撰写日期和入库日期相对上市公司预告发布日期通常存在滞后性，而超预期样本往往在盈余公告发布后的前两个交易日即出现较大幅上涨，因此投资者往往很难获取超预期样本在业绩预告发布后 10 日完整的超额收益。**例如，某公司在 T 日收盘后发布业绩预告，分析师在 T+1 日撰写研究报告称其“业绩超预期”，若该报告在 T+1 日收盘后被数据提供商收录入库，那么投资者最快只能在 T+2 日进行交易。然而，由于超预期股票在 T+1 日和 T+2 日通常倾向于大幅上涨，部分股票甚至直接涨停，因此这两日的超额收益投资者通常较难获取，我们将该段时期称为“内卷期”。图 10 中“内卷期”部分红色虚线柱状图代表业绩预告发布次日超额（T+1 日），橙色虚线柱状图为 T+2 日超额，由于投资者通常很难获取这两日超额，我们采用虚线表示。根据统计，若投资者在 T+2 日收盘买入并持有至 T+10 日，那么该区间段内累计超额收益平均值仅有 0.87%。也就是说，当投资者买入时间滞后时，超额收益将大打折扣。
- **阶段二（过渡期）：预告后 10 日至正式财报前 10 日。**如图 11B 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益平均值为 0.88%，季度胜率为 56%。然而，由于不同公司的业绩预告到正式财报之间的间隔天数长短不一，且该段时间内超额收益的绝对幅度和季度胜率都相对较低，试图在该段时间捕捉超额收益的效率并不高，我们将该段时期称为“过渡期”。
- **阶段三（黄金期）：正式财报前 10 日。**如图 11C 所示，在该段区间内，全样本累计超额收益达到 2.09%，季度胜率达到 91%，且在近年来呈现出明显的上升趋势。由于投资者在上市公司业绩预告中已经获悉上市公司季度业绩是否超预期，且经历了过渡期的修整之后，股价在个别日期的大幅波动情况相对较少，竞价更为连续，因此投资者在该段时间内进行交易的竞争相对较小。总体来看，该段区间内超额收益的释放度最强、季度胜率最高、交易难度相对较小，是投资者进行布局的较好时机，我们将该段时期称为“黄金期”。
- **阶段四（余温期）：正式财报后 20 日。**如图 11D 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益为 1.20%，季度胜率为 69%。正式财报发布之后，上市公司在当季的经营业绩得以最终确认，市场开始博弈未来业绩。由于上市公司的经营业绩往往具有惯性，因此正式财报发布之后股价表现仍然存在一段时间的盈余漂移（PEAD），我们将其称为“余温期”。不过需要指出的是，正式财报后的超额收益在近几年呈现出明显的衰减趋势。

在业绩预告中发布利好消息的股票在其正式财报发布之前仍然展现出较为稳定的超额收益，这一现象在学术界中有着广泛的讨论。Hirshleife 和 Teoh（2009）提出“投资者关注分散”假说，其认为信息竞争性披露的增加，导致投资者更关注市场和板块层面信息，忽略了公司层面信息，而公司层面信息又主导了股价的波动，因此可以观察到短期窗口市场反应不足。董大勇、范紫莹和李旭升（2019）通过对 A 股市场中不同类型业绩预告对正式财报市场反应影响中的“遗忘效应”研究发现，投资者存在典型的“鸵鸟心态”——面对好消息时积极搜寻与讨论相关信息，面对坏消息时“眼不见为净”，因此利好事件正式确认之前市场仍会作出反应。

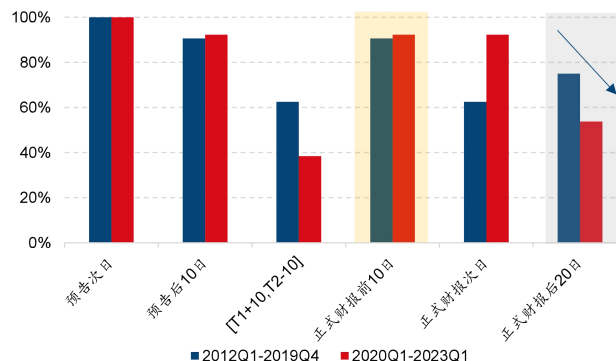
从超额收益释放强度、季度胜率和可操作性上来看，正式财报发布前后个股超额收益的释放情况是值得重点关注的两个阶段。图 12 和图 13 将样本期划分为两个阶段，分别对 2020 年之前（2012Q1-2019Q4）及 2020 年至今（2020Q1-2023Q1）不同阶段超额收益的季度平均及季度胜率进行了统计。总体来看，正式财报发布前 10 日及正式财报发布后 20 日的超额收益最为显著。不过，从时间序列的变化来看，这两个阶段的超额幅度和相对胜率也在发生变化。

图 12：业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额均值



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 13：业绩预告研报标题超预期事件不同阶段超额胜率



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

以正式财报发布前 10 日为例，2020 年之前该阶段超额收益均值达到 1.71%，胜率达到 91%；2020 年之后该阶段超额收益均值达到 3.01%，胜率达到 92%。总体来看，近几年正式财报发布前 10 日的超额收益明显抬升，且其胜率维持在相对较高的水平。

相较之下，正式财报发布后 20 日（不含正式财报发布次日）的胜率却出现明显的下降。2020 年之前该阶段超额收益均值达到 1.40%，胜率达到 75%；然而 2020 年以来该阶段超额收益均值为-0.28%，胜率仅有 54%。总体来看，对于业绩预告研报标题超预期样本而言，其在正式财报发布前的超额收益最强、稳定性较高且可获得性最高，是投资者进行布局的良好时机。

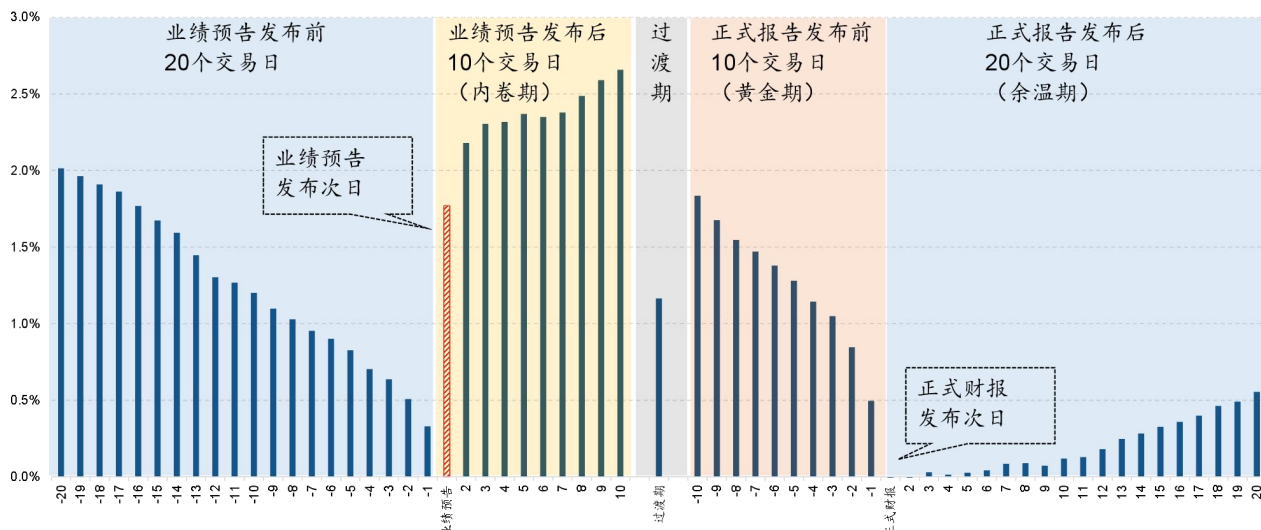
业绩预增事件超额收益释放图谱

当上市公司预计报告期利润出现较大波动时，交易所对其业绩预告的披露情况进行了要求，具体细节可参见附录部分。对于上交所和深交所主板股票而言，若其在年报中预计全年可能出现亏损、扭亏为盈、净利润较上年同期上升或下降 50% 以上（基数过小除外）等情况时，须在次年 1 月 31 日之前披露业绩预告。若在半年报中出现上述情形，则须在 7 月 15 日之前披露业绩预告。基于此，我们可以根据如下规则筛选出业绩大幅预增的样本：

- 预告财报归母净利润下限大于 1000 万；
- 预告财报归母净利润同比增速下限大于 50%；
- 预告单季度归母净利润下限大于 1000 万；
- 预告单季度归母净利润同比增速下限大于 50%；
- 剔除上一季度净利润为负的样本。

图 14 展示了业绩预增事件的超额收益释放图谱，可以看到，如果投资者能够提前 20 个交易日买入业绩预增的股票，那么平均将获得 2.01% 的超额收益。同样的，在实际投资过程中，我们很难提前精准预知上市公司业绩是否大增，因此下面将研究重点聚焦在业绩预增样本在预告发布之后的超额收益释放情况。

图 14：业绩预增事件超额收益释放图谱

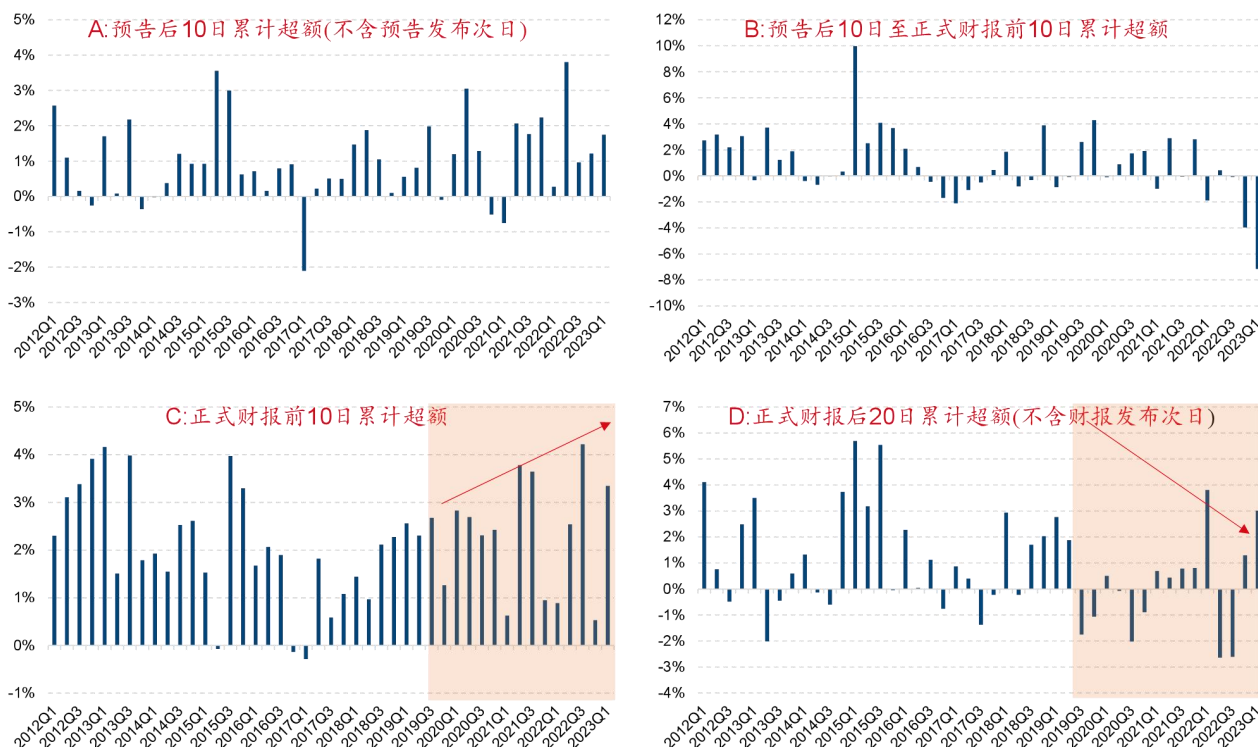


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 15 展示了 2012 年以来每个季度业绩预增事件在不同阶段相对中证 500 指数平均超额收益的时间序列变化情况，具体来讲：

- **阶段一（内卷期）：预告后 10 日（不含预告发布次日）。**由于业绩预增样本在预告发布次日通常倾向于高开，因此投资者很难真正获取预告发布次日的超额收益。基于此，我们在统计该阶段表现时不包含预告发布次日超额。在图 14 中“内卷期”部分，我们用红色虚线柱状图代表业绩预告发布次日超额（T+1 日），由于投资者很难获取该日超额，因此我们用虚线表示。如图 15A 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益平均值为 1.01%，季度胜率达到 84%。
- **阶段二（过渡期）：预告后 10 日至正式财报前 10 日。**如图 15B 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益平均值为 0.92%，季度胜率为 56%。由于不同公司的业绩预告到正式财报之间间隔天数长短不一，且该段时间内超额收益的绝对幅度和季度胜率相对较低，在该段时间捕捉超额收益的效率并不高，因此我们将该区间称为“过渡期”。
- **阶段三（黄金期）：正式财报前 10 日。**如图 15C 所示，在该段区间内，全样本累计超额收益达到 2.15%，季度胜率达到 93%，且在近年来呈现出上升趋势。总体来看，该段区间内超额收益的释放度最强、季度胜率最高，是投资者进行布局的较好时机，我们将该区间称为“黄金期”。
- **阶段四（余温期）：正式财报后 20 日。**如图 15D 所示，在该区间段内，全样本累计超额收益为 0.84%，季度胜率为 58%。总体来看，正式财报发布之后仍然存在一段时间的盈余漂移现象，但是在近几年呈现出明显的衰减趋势，我们将该区间称为“余温期”。

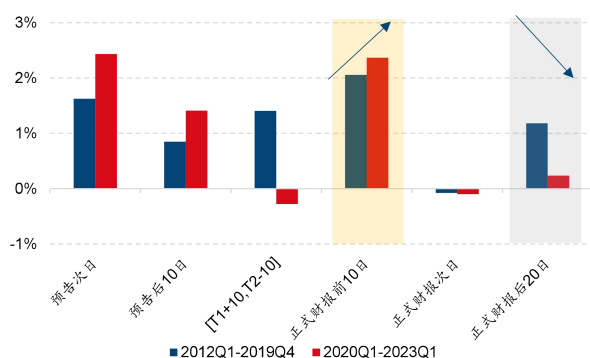
图 15：业绩预增事件不同阶段超额收益分季度表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

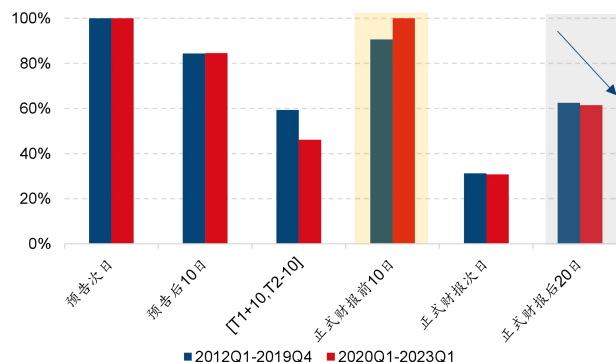
图 16 和图 17 将样本期划分为两个阶段，分别对 2020 年之前（2012Q1-2019Q4）及 2020 年至今（2020Q1-2023Q1）不同阶段超额收益的季度平均及季度胜率进行了统计。从不同阶段超额收益的释放幅度和相对胜率来看，正式财报发布前 10 日及正式财报发布后 20 日的超额收益最为显著。不过，从时间序列的变化来看，这两个阶段的超额幅度和相对胜率也在发生变化。

图 16：业绩预增事件不同阶段超额均值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17：业绩预增事件不同阶段超额胜率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

以正式财报发布前 10 日为例，2020 年之前该阶段超额收益均值达到 2.06%，胜率达到 91%；2020 年以来该阶段超额收益均值达到 2.37%，胜率达到 100%。总体来看，近几年正式财报发布前 10 日的超额收益明显抬升，且其胜率维持在相对较高的水平。

相较之下，正式财报发布后 20 日（不含正式财报发布次日）的胜率却呈现明显的下降。2020 年之前该阶段超额收益均值达到 1.18%，胜率达到 63%；然而 2020 年以来该阶段超额收益均值 0.24%，胜率仅有 62%。

利好事件不同时间提前布局效率

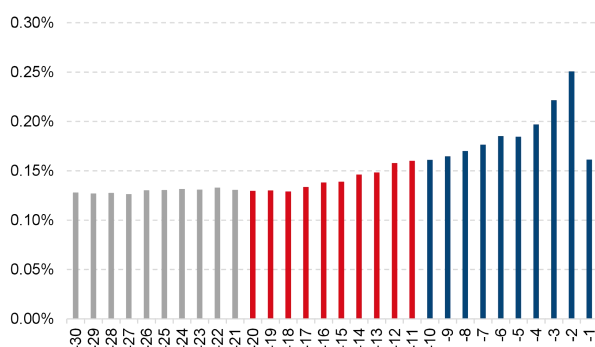
由以上分析可知，对于研报标题超预期及业绩预增等利好事件而言，在正式财报发布之前进行提前布局是整个利好事件超额收益释放强度较强、胜率较高的时间段。总体来看，在正式财报发布前，全样本的平均超额收益随着持仓时间的增加而增加，但当提前布局的时间拉长时，其边际的效率却会呈现出一定的下降趋势。

为了对不同时间点的布局效率进行分析，我们将每个时点至正式财报发布日之间累计超额收益除以持有天数，计算区间平均布局效率：

$$Efficiency(t) = \frac{\varphi(t) - cost}{t}$$

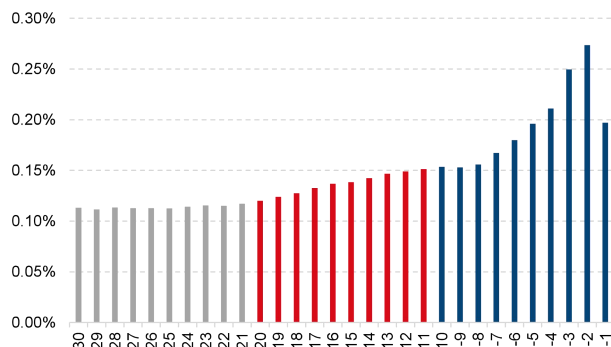
其中， t 为布局时间（即相对正式财报发布日的提前天数）， $\varphi(t)$ 为从该时点买入后持有至正式财报发布日之间的累计超额收益， $cost$ 为单次交易成本，我们设置为 0.3%。若某公司 T 日收盘后发布正式财报，提前 N 天布局即是指在 $T-N$ 日收盘后买入，在 T 日收盘卖出。

图 18：研报标题超预期事件提前 N 日区间平均布局效率



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 19：业绩预增事件提前 N 日区间平均布局效率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 18 和图 19 分别展示了业绩预告研报标题超预期事件和业绩预增事件在正式财报发布前不同阶段的布局效率，我们根据区间布局效率将其划分为如下三个阶段：

- **布局效率稳定期（正式财报前 21-30 日）：**该阶段内不同日期持有至正式财报发布日的区间平均布局效率保持稳定。对于超预期样本，该阶段内区间平均布局效率在 0.13% 左右；对于业绩预增样本，该阶段内区间平均布局效率在 0.11% 左右。
- **布局效率上升期（正式财报前 11-20 日）：**该阶段内随着正式财报发布日的临近，区间平均布局效率缓慢上升。对于超预期样本，提前 20 日区间平均布局效率为 0.13%，提前 11 日区间平均布局效率上升至 0.16%；对于业绩预增样本，提前 20 日区间平均布局效率为 0.12%，提前 11 日区间平均布局效率上升至 0.15%。
- **布局效率爆发期（正式财报前 10 日内）：**该阶段内随着正式财报发布日的临近，区间平均布局效率快速攀升。对于超预期样本，提前 10 日区间平均布局效率为 0.16%，提前 2 日区间平均布局效率攀升至 0.25%；对于业绩预

增样本，提前 10 日区间平均布局效率为 0.15%，提前 2 日区间平均布局效率攀升至 0.27%。

如何布局正式财报发布前超额收益

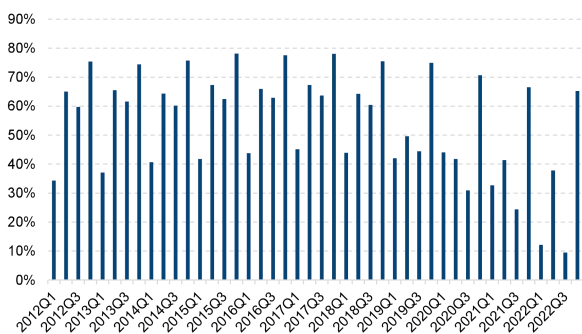
借助“超额收益释放图谱”分析可知，当上市公司在业绩预告中披露利好事件时，其在黄金期（本文指正式财报发布之前 10 个交易日内，后文不再赘述）往往具有十分可观的超额收益，因此**如果投资者若能够获取该段收益，其将能够在利好事件超额收益释放最强烈的阶段获取超越市场平均的表现**。为了捕捉这一部分收益，我们需要围绕业绩预告和正式财报发布前后进行展开。在此之前，我们需要对 A 股市场中发布业绩预告的股票数量进行统计，并对预告发布日期到正式财报发布日期的时间间隔、定期报告预约披露日及其变更情况进行介绍。

A 股市场业绩预告发布情况

根据我国证监会及交易所对股票信息披露的要求，上市公司财务报告按照其披露时间从早到晚可分为业绩预告、业绩快报和定期报告三类，其中定期报告通常又有资产负债表、利润表、现金流量表、所有者权益变动表及报表附注五种。

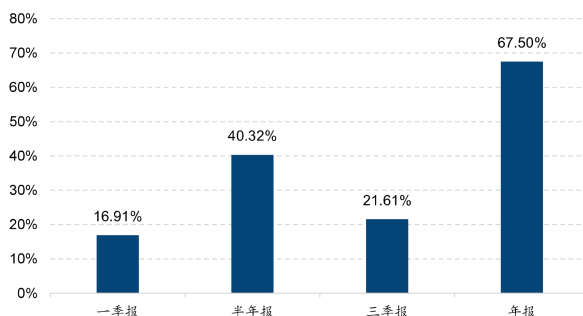
首先对 A 股市场中发布业绩预告的公司数量进行统计，图 20 展示了 2012 年以来各个报告期中发布业绩预告的公司数量占比。需要说明的是，创业板公司在 2020 年一季度报告前需强制披露季度业绩预告，而在注册制试点以来，自 2020 年二季度开始对其季度业绩预告不再进行强制要求。因此，图 21 统计了 2020 年二季度以来不同类型报告期发布业绩预告的数量占比，总体来看年报预告披露占比最高，达到 67.50%，一季报预告披露占比最低，仅有 16.91%。

图 20：不同季报期发布业绩预告公司数量占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 21：2020 年 Q2 以来不同报告期发布预告公司数量占比

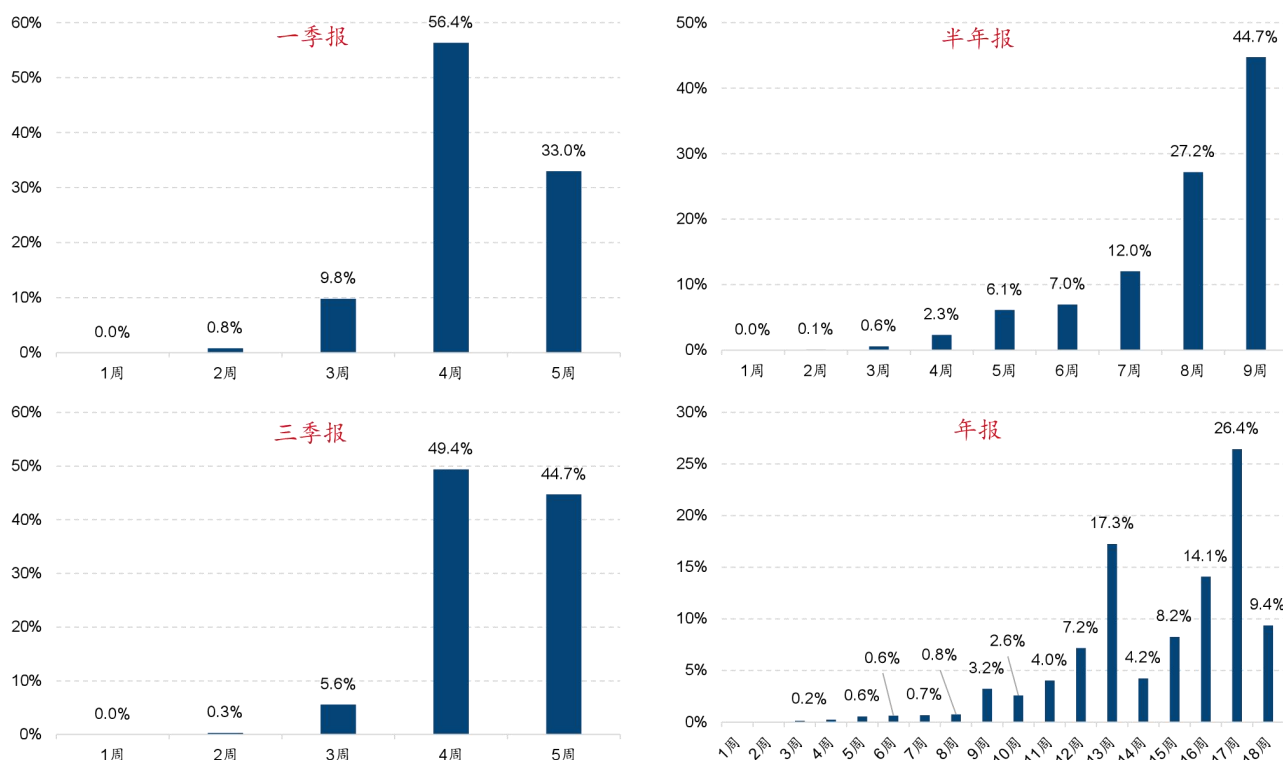


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于需要在业绩预告发布后、正式财报发布前进行布局，因此业绩预告和正式财报发布日之间的间隔长短对策略的构建至关重要。若间隔天数过短，则留给投资者的建仓期相对较短，策略实施难度相对较大。图 22 对不同类型报告期内业绩预告和正式财报发布日间隔天数的分布情况进行了统计，其中 1 周是指二者间隔天数不足 7 天的样本，2 周即是指间隔天数在 7 天-14 天的样本，以此类推。

由图 22 可以看到，对于所有的报告期而言，绝大多数业绩预告到正式财报发布日之间的间隔天数大于 4 周，这为我们在正式财报发布前进行布局留下了可能。具体来讲，由于一季报和三季度披露窗口期仅有 1 月之久，因此其业绩预告和正式财报之间的间隔天数普遍在 4 周到 5 周之间。相较之下，半年报、年报的预告和正式财报的间隔天数普遍更长。

图22：不同类型报告期业绩预告和正式财报间隔天数分布情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

A 股市场定期报告预约披露及变更情况

为了在上市公司超额收益释放的黄金期（即正式财报发布前）进行介入，我们借助其定期报告预约披露日进行布局。通常来讲，每个季度结束之后交易所会向上市公司发布预约披露定期报告的相关通知，上市公司通过系统“信息披露”下的“定期报告预约及变更”栏目，预约定期报告披露时间。在预约期间内，上市公司可根据预约状态自行选择、修改披露时间。对于上交所股票，投资者可通过上交所官网->披露->上市公司信息->定期报告预约情况进行查询；对于深交所股票，投资者可通过巨潮资讯网->资讯->预约披露进行查询。

上交所官网披露的定期报告预约披露日仅保留近3年记录，深交所官网披露的定期报告预约披露日仅保留近1年记录，并且均未记录该预约披露日及变更日的具体公布时间。为了对历史数据进行回测，本文采用朝阳永续数据库中的定期报告预约披露日期（fin_appo_rele_date），其记录了上市公司定期报告的预约披露日期及预约变更记录的历史数据。

首先关注定期报告预约披露日的公布时间，我们对每个季度上市公司定期报告首次预约披露日的公告日进行统计，发现将近100%的公司在季度结束之后的第一个交易日之前都会确定其定期报告预约披露日，这一数据获取的及时性极高。

其次关注定期报告预约披露日的变更情况，图23以隆基绿能（601012.SH）2019年年报为例，展示了其年报预约披露日的变更情况，具体来讲：

- 2019年12月30日，公司预约披露年报，预约日期为2020年3月31日；
- 2020年3月17日，公司变更年报预约披露日，预约日期变更为2020年4月23日。

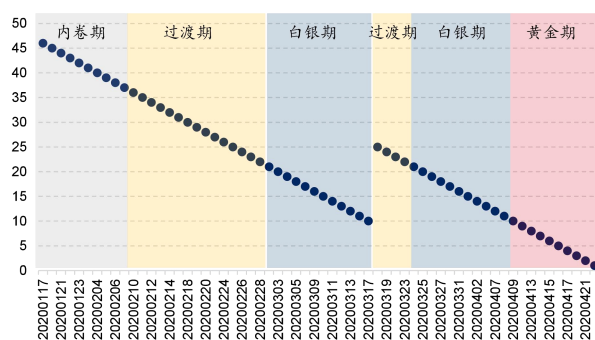
图 24 展示了不同日期下计算的当前时间距离定期报告预约披露日的间隔天数，可以看到当定期报告预约披露日期发生变化时，距离预约披露日的间隔天数也在发生变化，此时基于超额收益释放图谱对个股当前所处超额收益释放阶段的划分也会不断发生变化。

图 23：隆基绿能 2019 年年报预约披露日变更情况



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 24：隆基绿能不同日期下距离定期报告预约披露日天数

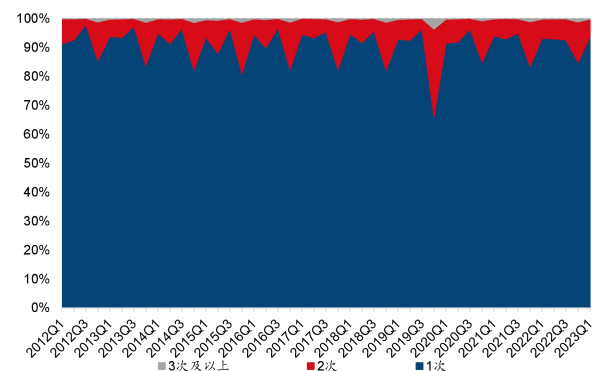


资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

A 股上市公司定期报告预约披露日是否会进行频繁变更，各个类型的报告期之间变更预约披露日的占比情况是否存在区别呢？图 25 对各报告期内上市公司预约披露日的次数分布进行了统计，图 26 展示了各报告期预约披露日的数量占比。

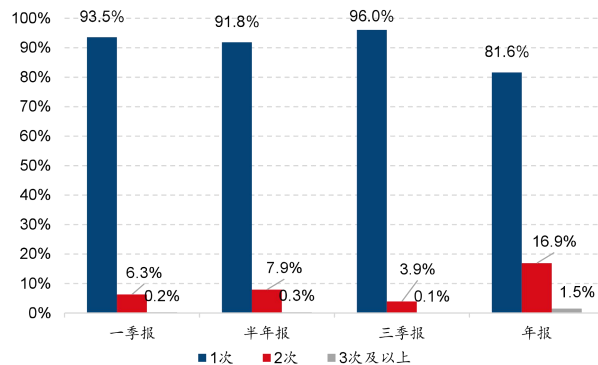
对于一季报、半年报和三季度而言，仅公布一次预约披露日的样本数量在 90% 以上；对于年报而言，仅公布一次预约披露日的样本数量在 82% 左右，公布 2 次预约披露日的样本数量在 17% 左右。总体来看，绝大部分的上市公司定期报告预约披露日公布次数不超过 2 次，说明定期报告预约披露日具有较高的可信度。

图 25：各报告期预约披露日披露次数占比



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 26：各报告期预约披露日披露次数数量平均占比



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

事实上，根据《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》中对上市公司定期报告预约披露日作了如下规定：

“上市公司应当向本所预约定期报告的披露时间，本所根据均衡披露原则统筹安排。公司应当按照预约时间办理定期报告披露事宜。因故需要变更披露时间的，应当至少提前 5 个交易日向本所提出申请，说明变更的理由和变更后的披露时间，本所视情形决定是否予以调整。本所原则上只接受一次变更申请。”

超额图谱视角下的成长股投资策略

到目前为止，我们对利好事件的“超额收益释放图谱”进行了全生命周期描述。经过分析可知，上市公司在业绩预告中披露利好事件后，在黄金期（正式财报发布之前）具有十分可观的超额收益，此时布局效率最高。通过对业绩预告和正式财报之间的间隔天数分析可知，大部分样本的间隔天数大于4周，这为投资者进行提前布局留下了充足的时间；此外，上市公司定期报告预约披露日能够在每个季度结束后及时获取，因此我们可以结合业绩预告披露信息、定期报告预约日期以及超额图谱的释放周期来构建成长股投资策略。

本部分，我们首先对成长股股票池的界定进行说明，并对如何基于超额图谱布局利好事件进行介绍。其次，为了解决事件驱动类策略调仓日期不确定、资金分配难度高等问题，我们采用个股“先时序、后截面”的方式，固定组合持仓数量。最后，为了降低不必要的换手、规避组合尾部风险，我们还引入了缓冲机制、跃迁机制及风险规避机制，在不降低组合预期收益的前提下有效控制组合换手。

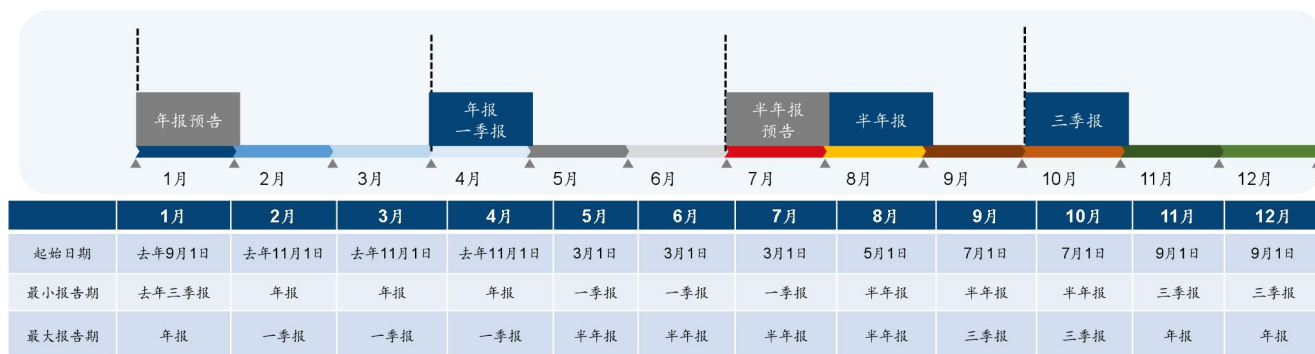
成长股股票池生成

本文基于研报标题超预期及业绩大增两类利好事件构建成长股股票池，具体如下：

- 研报标题超预期：上市公司发布盈余公告（业绩预告、业绩快报及正式财报）后5天内有分析师撰写研报标题认为其“业绩超预期”、“利润超预期”的样本。
- 业绩大增：上市公司发布盈余公告后满足如下条件的样本：
 - （1） 年度累计归母净利润大于1000万；
 - （2） 年度累计归母净利润同比增速大于50%；
 - （3） 单季度归母净利润大于1000万；
 - （4） 单季度归母净利润同比增速大于50%；
 - （5） 上一季度归母净利润不为负。

对于业绩大增样本而言，若最新盈余公告为业绩预告，则采用预告下限来计算归母净利润及归母净利润增速。

图27：不同月份回望周期起始日期及报告期范围



资料来源：国信证券经济研究所绘制

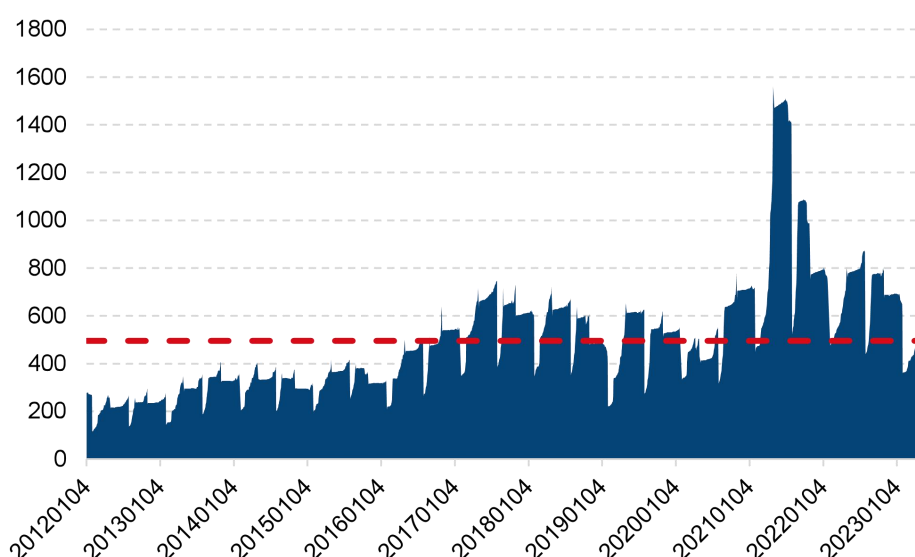
在明确了利好事件的具体含义后，接下来即可生成成长股股票池。由于不同上市公司发布财务报告的日期存在区别，为了与上市公司发布业绩报告时间段相对应，我们对不同月份调仓时间点上关注的报告期范围进行了明确，如图 27 所示。总体来看，A 股上市公司财务发布的高峰期主要集中在 1 月、4 月、7 月、8 月和 10 月，而在 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月处于业绩发布真空期。

我们采用日度监控方式构建成长股股票池。具体来讲，每天收盘后（或次日开盘前）获取过去一段时间（不同时间点上回望周期的起始时间及报告期范围如图 27 所示）发布盈余公告的股票，若满足研报标题超预期或业绩大增条件的其中一个，即可纳入成长股股票池。此外，我们对成长股股票池的判断细节进行如下处理：

- （1）**业绩大增个股判定：**对于业绩大增个股，若回望周期内上市公司公布多个报告期，则以距离当前日期最近的盈余公告为准。若该报告期财务数据满足业绩大增条件，则将其纳入成长股股票池，否则不纳入；
- （2）**超预期个股判定：**对于研报标题超预期个股，若回望周期内公司公布多次业绩，则只要有任一公告后满足至少有一篇研报标题超预期条件即可；
- （3）**数据可获得性：**由于分析师撰写研报并入库的时间相对上市公司财务报告发布日期通常具有一定的滞后性，为了保证策略构建中的数据可获得性，我们要求分析师超预期研报的撰写日期和入库日期都须在上市公司盈余公告后 5 天内，且入库日期小于当前调仓日期；
- （4）**负向剔除：**为了避免公司在多个报告期中先出现业绩超预期，随后出现业绩低于预期的情况，我们对低于预期个股进行负向剔除。具体来讲，若上市公司距离当前日期最近的盈余公告发布 5 天内低于预期研报数量多于超预期研报数量，则该样本被定义为“低于预期样本”。将（1）和（2）中单季度净利润增速为负及低于预期样本剔除，构建最终成长股股票池。

图 28 展示了成长股股票池自 2012 年以来的数量分布情况，在样本区间内该股票池平均股票数量在 495 只，为后续进行个股精选提供了较大的样本空间。

图 28: 成长股股票池数量



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

事件驱动类策略在实际投资中面临的问题

传统的量化选股策略通常采用定期调仓的方式，在月末、季末等固定时间点进行调仓，这种方法逻辑上简单易懂、操作上便于资金管理，但却在一定程度上错失了利好事件触发后个股超额收益释放最强烈的阶段，这一弊端在近年来体现地尤为明显。

本文提出基于利好事件超额收益释放图谱的方式，在成长股股票池超额收益释放的黄金期（即正式财报发布之前）进行提前布局，这种做法更类似于事件驱动类策略。然而，事件驱动类策略在实际投资中通常面临调仓时间不确定、持仓数量不确定等问题，这就为策略构建过程中对调仓时点的选择和资金权重的分配带来了困难。具体来讲：

- **调仓时间不确定：**事件驱动类策略通常围绕上市公司公开披露的公告展开，然而每家公司公告披露的时间不同，业绩报告的内容也无法预测，因此投资者并不知道下一次何时会有样本触发预设的事件，从而导致其很难对调仓时间点进行准确的把握；
- **持仓数量不确定：**对于事件驱动类策略而言，投资者往往采用事件触发即纳入持仓的方式进行等权再平衡。然而，在每次调仓时我们并不确定触发事件的股票数量有多少，从而为实际投资中对资金的权重分配带来了困难。例如，若当前满足条件的股票数量较少（如 10 只），投资者在对个股进行等权配置时每只股票的配置权重高达 10%，这种做法对于单个股票的配置权重过高，容易将组合风险集中在少数股票的股价表现上；若当前满足条件的股票数量过多（如 500 只），那么组合持仓的股票数量过多、权重过于分散，在实际交易过程中带来较大的困难。

为了解决调仓时间不确定问题，本文在业绩发布高峰期进行日度调仓，在业绩发布真空期进行月度调仓；为了解决持仓数量不确定问题，本文采用“先时序、后截面”的方式固定组合持仓数量：首先根据股票所处时间序列上超额收益释放阶段来进行优先级分档；当待入选股票池数量过多时，在横截面上根据其综合打分进行筛选，决定最终组合持仓。这样处理后策略调仓节奏可把握、资金容量可预期，较好地解决了事件驱动类策略在实际投资中面临的问题。

超额图谱视角下的成长股投资策略构建框架

传统事件驱动类策略通常面临调仓时间不确定、持股数量不确定等问题，导致其实际投资过程中对调仓时点的选择和资金权重的分配带来困难。本部分，我们试图针对如上问题提出策略构建的解决办法。

为解决调仓时间不确定问题，我们在业绩报告发布相对较多的月份（1 月、2 月、3 月、4 月、7 月、8 月、10 月）每日进行判断，在业绩报告发布相对较少的月份（5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月）仅在月初进行调仓，月中持仓保持不变。

图 29：不同月份调仓频率

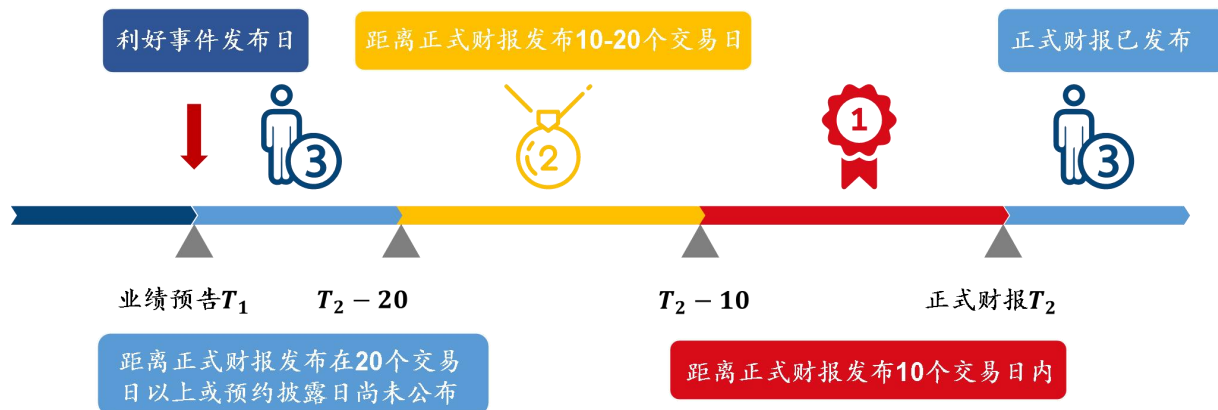


资料来源：国信证券经济研究所绘制

为解决持股数量不确定问题，我们采用“先时序、后截面”的方法，综合考虑成长股当前所处超额收益的释放阶段及综合打分进行个股精选。这种方法能够较好地控制组合持股数量，对资金的分配管理也更为便捷。

在上市公司在业绩预告中披露利好事件后，我们即可对其进行布局。通过对利好事件的超额图谱进行分析可知，正式财报发布前是投资者布局的黄金期，因此我们可以根据当前时间距离个股正式财报预约披露日的间隔天数进行优先级分档，优先选择处于超额收益释放黄金期的股票，其示意图如图 30 所示。

图30：成长股股票池优先级分档示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

由前文对正式财报前不同时点布局效率的分析可知，正式财报前 10 日内区间平均布局效率快速爆发、正式财报前 10-20 日内区间平均布局效率缓慢上升，正式财报前 20-30 日内区间平均布局效率维持稳定。基于此结论，我们可将成长股股票池优先级按照如下划分方式分为三档：

- 第一档（黄金期）：距离正式财报预约披露日在 10 个交易日内样本；
- 第二档（白银期）：距离正式财报预约披露日在 10 到 20 个交易日内样本；
- 第三档（青铜期）：（1）距离正式财报预约披露日在 20 个交易日以上、（2）尚未公布正式财报预约披露日、（3）正式财报已发布样本。

为了在成长股超额收益释放的黄金期进行提前布局，我们根据个股优先级分档情况进行分批入选——处于黄金期（如第一档）的样本优先入选，处于非黄金期（如第二档和第三档）的样本优先级则更为靠后。这种做法与运动员接力队的选拔机制类似——教练团队往往优先选择体能、心理状态处于黄金期的成年运动员，随后才在青年运动员和老运动员之间进行挑选。

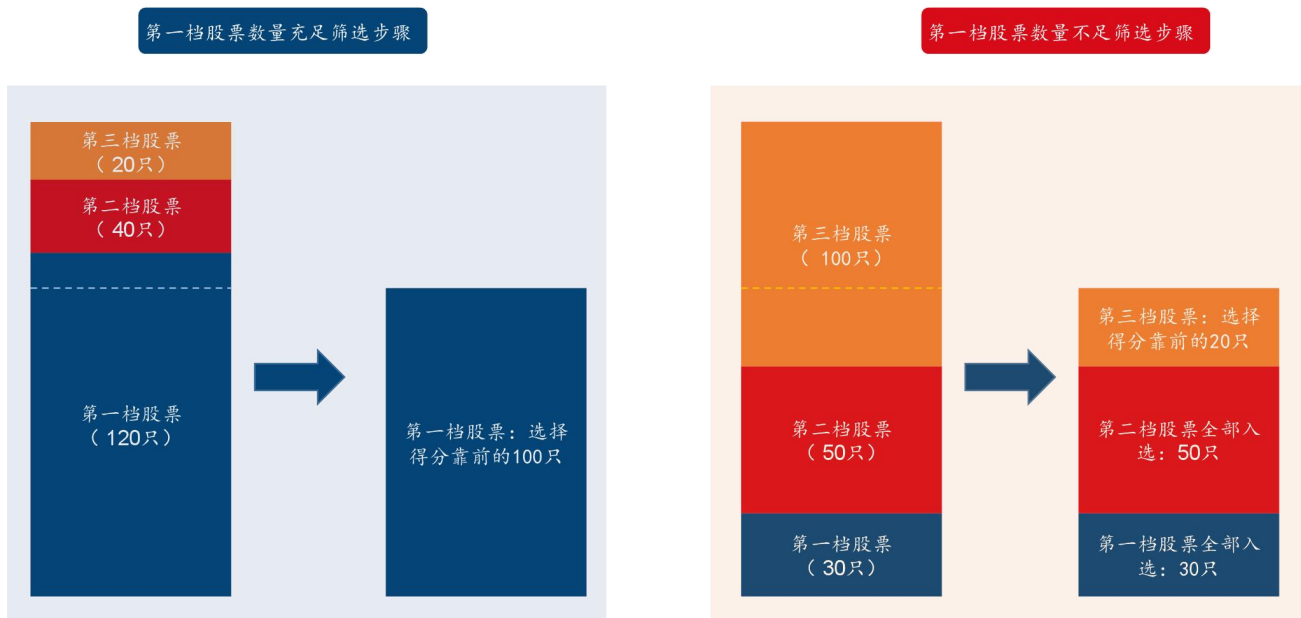
由于策略需要每日进行判断，为了尽可能扩充策略容量、减少交易带来的冲击成本并保证组合的整体表现不因个别股票的表现而产生较大波动，我们希望策略持仓的股票数量相对较多。当待入选股票池数量大于组合持仓所需的股票数量时，我们借用多因子模型，从基本面和技术面两个维度出发对个股进行打分，优先选出基本面质地优良、技术面形成共振的优质个股。

假设我们每期持有 100 只股票，个股筛选方法示意图如图 31 所示。

- 当处于第一档的股票数量充足时，根据多因子打分从大到小进行排序，优先选择得分较为靠前的 100 只股票作为组合持仓；

- 当处于第一档的股票数量不足时，第一档 30 只股票全部入选，继续对第二档股票进行判断；当第二档股票数量仍不足时，第二档 50 只股票全部入选，对第三档股票根据多因子打分从大到小进行排序，选择得分靠前的 20 只股票，总计 100 只股票作为组合持仓。

图 31：个股筛选方法示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

本文采用基本面和技术面打分的方式对股票进行综合评价，因子定义及计算方式如表 1 所示。所有因子在成长股票池中进行缺失值填充、去极值及标准化处理后，将基本面因子和技术面因子进行等权合成，构建综合打分。

表 1：基本面及技术面因子列表

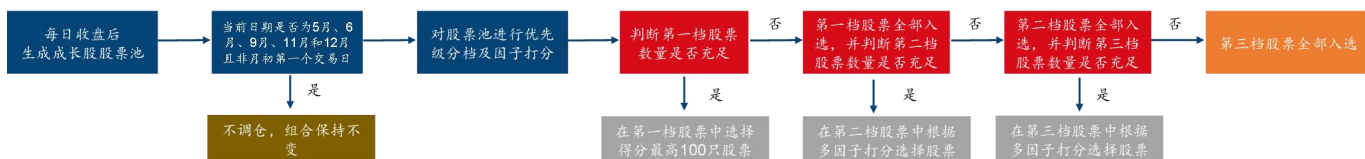
因子类别	因子简称	因子名称	计算方式
基本面	SUE	标准化预期外盈利	(单季度实际净利润-预期净利润)/单季度净利润同比变化的标准差，详见国信金工 2020 年 9 月 30 日发布的专题报告《超预期投资全攻略》
	DeltaROEQ	单季度 ROE 同比	单季度 ROE-去年同期单季度 ROE
	NPAAdjustRate	分析师一致预期净利润调整幅度	过去 3 个月分析师一致预期净利润上下调幅度中位数
技术面	AOG	盈余公告次日开盘跳空超额	个股盈余公告次日开盘价/昨日收盘价-中证 500 指数次日开盘价/昨日收盘价，详见国信金工 2021 年 12 月 14 日发布的专题报告《动量类因子全解析》
	High250	距离过去一年最高价幅度	最近盈余公告次日收盘价/过去 1 年最高价-1，详见国信金工 2021 年 12 月 14 日发布的专题报告《动量类因子全解析》
	TotalMV	总市值	总市值

资料来源：国信证券经济研究所整理

接下来，我们即可按照图 32 所示的流程图构建成长精选组合，具体来讲：

- (1) 每日收盘后生成成长股票股票池，根据个股距离其定期财报预约披露日的天数进行优先级分档，并对股票池进行多因子打分；
- (2) 若第一档股票数量充足，则根据第一档股票的打分排序，选择综合打分靠前的 100 只股票；
- (3) 若第一档股票数量不足，则第一档股票全部入选，个股权重设置为 1%；再在第二档股票中进行判断，以此类推。

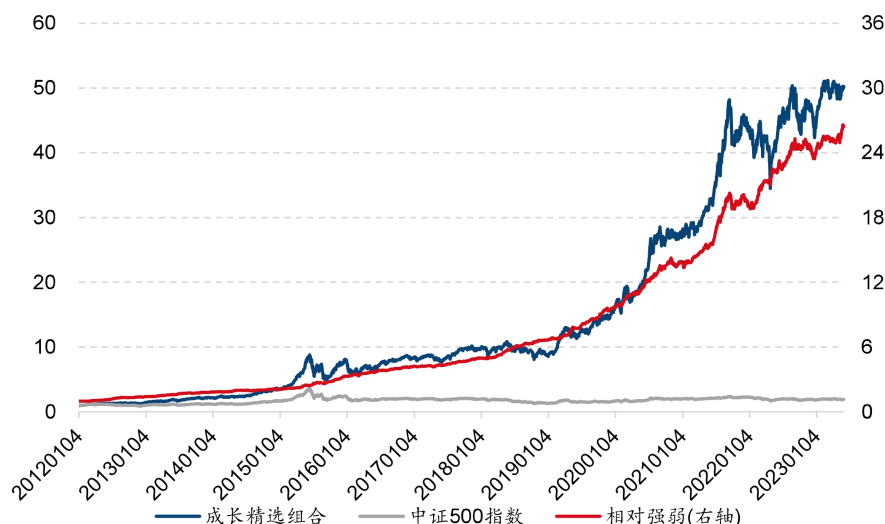
图 32：成长精选组合构建流程图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

我们每期持有 100 只股票进行等权配置，构建成长精选组合，其历史净值和分年度绩效如图 33 和表 2 所示。每日收盘调仓信号生成后，以次日开盘半小时均价成交，手续费设置为双边千分之三，构建流程图参见图 32。在考虑交易费用的影响之后，成长精选组合自 2012 年以来年化收益达到 42.76%，相对中证 500 指数的年化超额收益达到 36.77%，表现较为优异。

图 33：成长精选组合净值走势



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

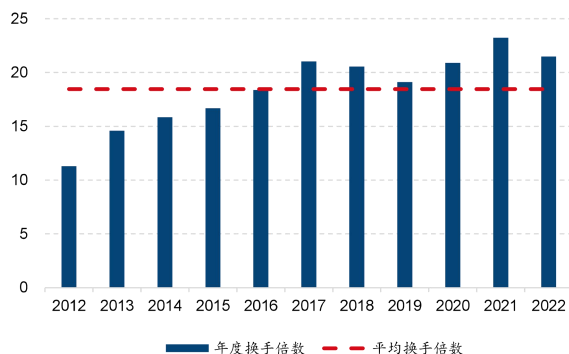
表 2：成长精选组合分年度绩效统计

年份	成长精选组合	中证 500 指数	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
2012	44.08%	2.62%	41.46%	3.02%	6.13	5.74%	13.74	20121204	20121218	83%
2013	52.86%	16.89%	35.98%	3.20%	4.85	5.90%	11.23	20130903	20130912	100%
2014	59.08%	39.01%	20.08%	3.90%	2.73	5.20%	5.15	20140710	20140728	67%
2015	124.97%	43.12%	81.86%	3.34%	5.03	9.25%	24.50	20150728	20150902	92%
2016	5.21%	-17.78%	22.98%	3.85%	4.14	6.27%	5.97	20160219	20160307	75%
2017	17.33%	-0.20%	17.53%	3.09%	3.59	4.78%	5.67	20170328	20170414	92%
2018	-10.66%	-33.32%	22.66%	2.02%	4.92	6.23%	11.19	20180201	20180207	100%
2019	83.30%	26.38%	56.92%	3.00%	5.42	7.12%	18.98	20191120	20191125	100%
2020	73.60%	20.87%	52.73%	6.03%	4.22	9.09%	8.74	20201102	20201130	92%
2021	59.32%	15.58%	43.74%	6.72%	3.14	11.00%	6.51	20210915	20211013	75%
2022	0.35%	-20.31%	20.66%	7.15%	2.13	11.74%	2.89	20221103	20221216	83%
20230531	13.14%	3.13%	10.02%	3.06%	2.93	8.25%	3.27	20230504	20230509	80%
全样本	42.76%	5.99%	36.77%	7.15%	3.85	7.85%	5.14	20221103	20221216	87%

资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

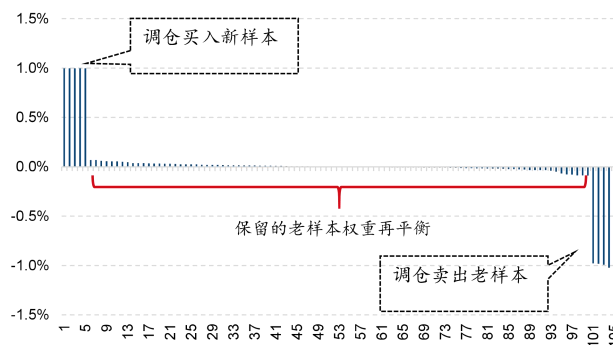
在策略构建过程中我们发现，若每日调仓过程中仅根据个股优先级分档及其在本档位中的综合打分进行筛选，那么组合换手将会大幅提升，为实际交易过程带来过高的成本损耗。图 34 展示了该组合分年度单边换手情况，可以看到全样本内年度平均换手率高达 18.46 倍，远高于公募基金年度换手平均水平。

图 34：成长精选组合分年度换手率（倍）



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 35：某一期个股调仓前后权重变化



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

较高的换手往往意味着较大的冲击成本和较高的交易费用，如果这些换手不能为提升组合收益做出贡献，那么这样的交易就是不必要的。我们发现，当出现如下情景时，我们可以对新老样本的入选机制和权重配置进行调整，对组合的换手情况进行控制。对于 T 日而言，新样本是指 T-1 日未持仓、T 日持仓的股票，老样本是指 T-1 日及 T 日均持仓的股票，后文不再赘述。

- （1）**调仓前后权重变化微小的老样本**：图 35 展示了某日调仓前后个股权重的变化情况，该次调整中组合调仓买入 5 只新股票、调仓卖出 5 只老股票，剩余的 95 只股票继续持有。可以看到，对于保留的 95 只老股票而言，其调仓前后个股权重变化十分微小，权重变化绝对值之和仅有 2.2%，单只股票的平均变化权重仅有 0.02%。若机械性地对这些样本的权重进行再平衡，不仅在调仓上较为麻烦，对组合的收益贡献也相对较小，这样的换手显然是不必要的。为此本文引入**弱平衡机制（WEAK REBALANCE）**，仅当老样本权重过高时，对其进行再平衡，否则不对其进行交易。
- （2）**分档日期处于临界点上的老样本**：在构建组合时，我们优先根据当前日期距离正式财报预约发布日的间隔天数进行分档。但在实际操作中我们发现，部分老样本的间隔天数可能处于分档临界点上，仅仅根据分档优先级将其排除也会带来不必要的换手。例如，从分档角度来讲，距离正式财报预约披露日 12 天的老样本和距离正式财报预约披露日 10 天的新样本在本质上并没有太大的区别，因此这样的调整也没有太大的必要。本文我们设置**老样本跃迁机制（JUMP）**，当老样本的综合得分处于上一档及本档靠前的位置时，我们将其优先级分档向上一级进行调整。
- （3）**综合得分排序处于临界点上的老样本**：当处于黄金期的样本数量充足时，我们根据多因子打分从高到低的方式，选择排名靠前的 100 只股票构建组合。在实际操作中我们发现，部分老样本的打分可能处于临界点上，仅仅根据打分方法筛选组合也会带来不必要的换手。例如，从打分角度来讲，得分在 102 名的老样本和得分 100 名的新样本在本质上并没有太大的区别，因此这样的调整也没有太大的必要。本文引入**缓冲机制（BUFFER）**，对排名相对靠前的老样本进行优先保留。

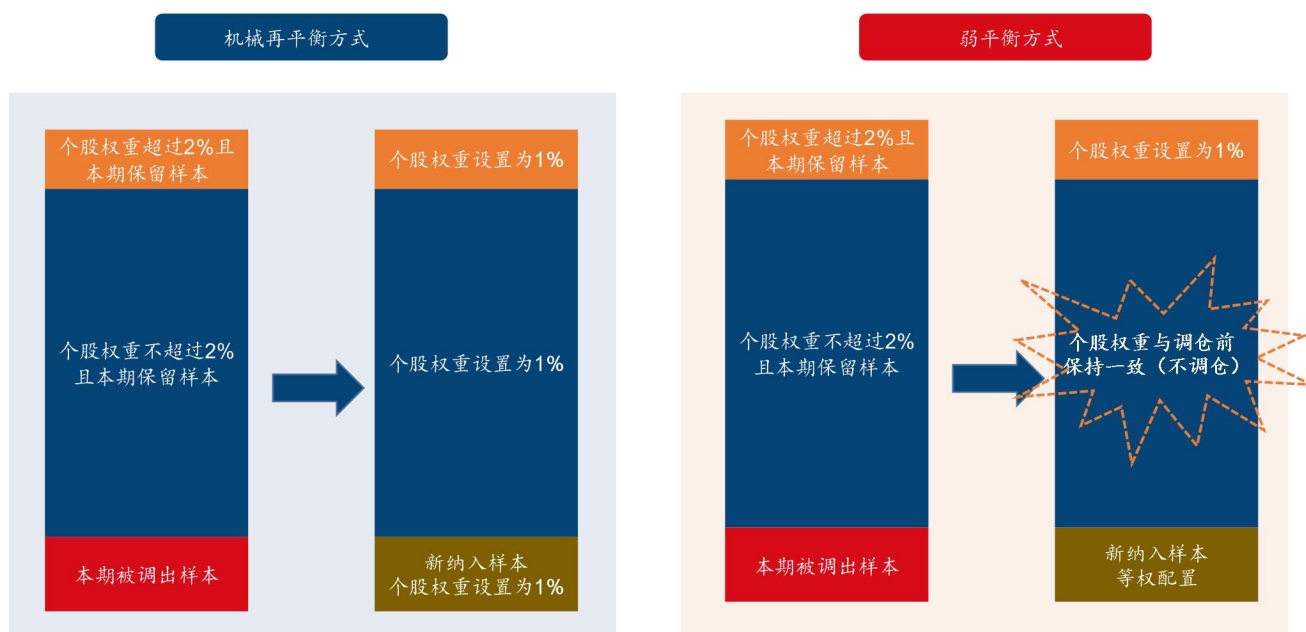
由此可见，若仅根据个股优先级分档及其在分档中的综合打分进行筛选，那么组合将会带来很多不必要的换手，为实际交易过程带来较多的成本损耗。为解决如上问题，我们引入弱平衡机制、跃迁机制和缓冲机制进行处理。

弱平衡机制（WEAK REBALANCE）

为解决老样本权重的机械再平衡问题、避免组合每日再平衡时带来的频繁交易和费用损失，我们对个股持仓权重设置上限，当调仓前个股权重不超过上限且本期继续持有时，不对其权重进行调整。例如，若投资者预期持有 100 只股票，则个股初始权重设置为 1%，个股上限设置为 2%，其调仓示意图如图 36 所示。

- 对于本期保留的老样本，若每日开盘调仓前权重不超过预设上限（如 2%），则不对其进行交易；
- 对于本期保留的老样本，若每日开盘调仓前权重超过预设上限（如 2%），则将其权重平衡至 1% 的初始权重；
- 对于本期纳入的新样本，在扣除老样本权重之后根据剩余权重进行等权配置。

图 36：弱平衡机制示意图



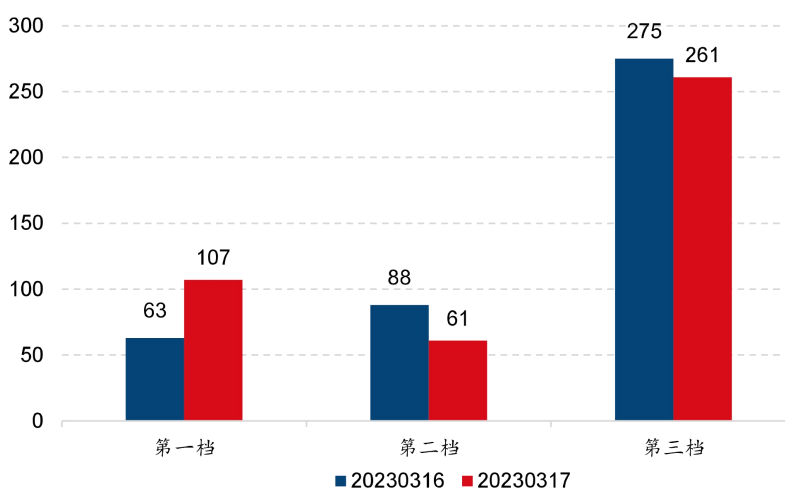
资料来源：国信证券经济研究所绘制

跃迁机制（JUMP）

为解决分档日期处于临界点附近导致的老样本调整频繁问题，我们引入跃迁机制，对综合得分靠前的老样本进行优先级保留。在研究过程中我们发现，当临近上市公司正式财报预约披露日期时，不同档位的股票数量变化十分剧烈，此时若仍然以股票分档作为组合构建的第一优先级，则会大大增加组合换手。

如图 37 所示，以 2023 年 3 月份为例，在 3 月 16 日成长股票池中属于第一档的股票数量仅有 63 只，由于第一档股票数量不足 100 只，因此组合持仓中会同时持有第一档和第二档的股票。然而，由于临近上市公司正式财报预约披露日，3 月 17 日第一档股票数量大幅增加至 107 只，此时若仍以股票分档作为第一优先级，则上期持仓中属于第二档的股票将必须强制卖出，组合换手大幅增加。

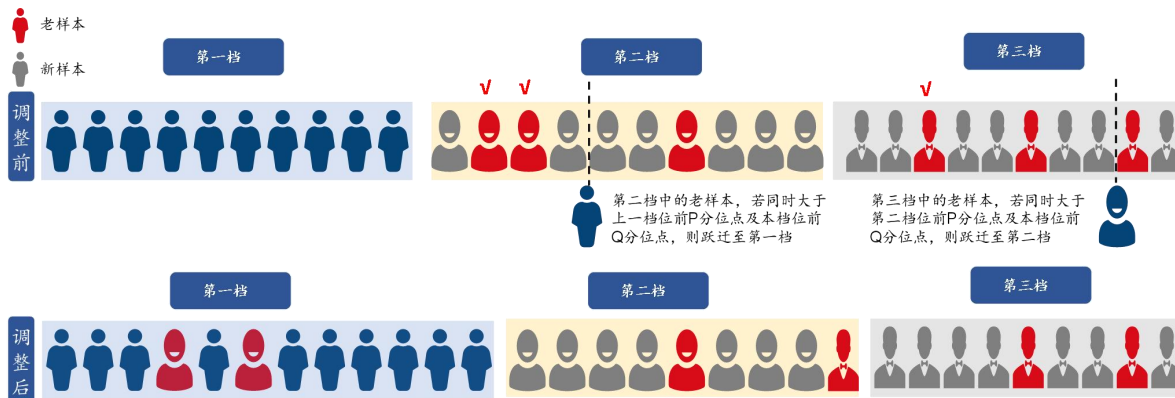
图 37：分属不同档位的股票数量（20230316-20230317）



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

为了解决这一问题，我们在组合调仓过程中引入跃迁机制。图 38 展示了跃迁机制示意图，该机制仅对上期已持仓且在本期成长股票池中的老样本进行处理：仅当老样本综合得分同时高于上一档股票前 P 分位点和本档位股票前 Q 分位点时，才将该股票档位向上一档进行跃迁。

图 38：跃迁机制示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

在图 38 中，所有股票在样本池中进行综合打分后即可根据其距离正式财报预约披露日的间隔天数进行优先级分档，每个档位内部样本从左到右按照综合打分从大到小进行排序。以第二档股票中的老样本（红色样本）为例，在第二档中排名第 2 名和第 3 名的样本（上方打 $\checkmark$ 的红色样本）同时处于第一档和第二档打分的前 30% 分位点（P 和 Q 均设置为 30%），因此其档位将跃迁至第一档，而在第二档中排名第 7 名的老样本，由于其打分相对靠后，因此档位保持不变。

缓冲机制 (BUFFER)

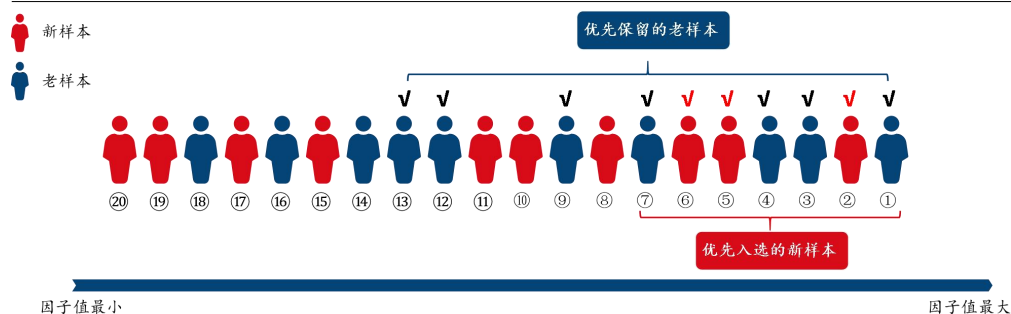
为解决综合得分处于临界点附近的老样本调整频繁问题，我们引入缓冲机制。该机制**优先纳入排名靠前的新样本，同时优先保留排名靠前的老样本**，在指数成分股的定期调整过程中有着十分广泛的应用。

假设我们每期固定持有 K 只股票构建组合, 那么首先设置新样本优先入选率 M 和老样本优先保留率 N (其中, M 和 N 均为大于 0 且小于 1 的实数)。随后我们将所有的样本股按照其综合得分从大到小进行排序, 并按照如下规则选择待入选的股票:

- 排名在 $K \times (1 - M)$ 名之前的新样本优先纳入；
- 排名在 $K \times (1 + N)$ 名之前的老样本优先保留；
- 若前两步选择的股票数量不足 K 只，则根据剩余未入选股票的因子排序选择得分最高的股票。

图 39 展示了样本排序缓冲机制示意图，其中蓝色样本为上期持有的老样本，红色样本为本期入选的新样本，从左往右看所有样本按照综合因子得分从小到大进行排列。

图 39: 缓冲机制示意图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

在该示例中，所需选择的样本数量为 10 只 ($K=10$)，新样本优先入选率 M 和老样本优先保留率 N 均设置为 0.3。那么，排名在前 7 ($10 \times 0.3=7$) 名的新样本优先纳入，排名在前 13 ($10 \times 1.3=13$) 名的老样本优先保留，剩余股票若不足则根据因子综合得分进行入选，在每个样本上方有“√”标记的即为本期入选样本。

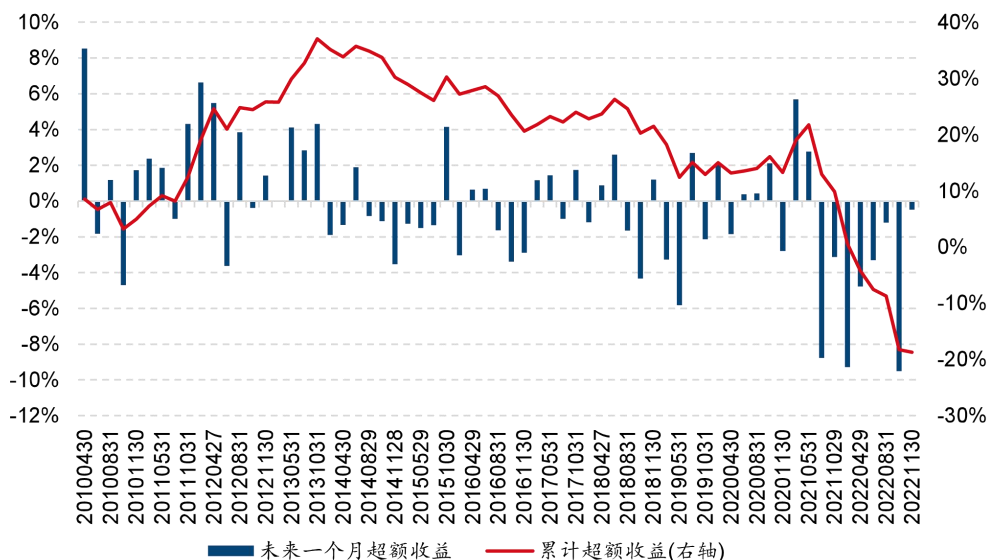
在该案例中，若不设置缓冲机制，仅根据股票综合打分决定组合持仓，则本期持有的 10 只股票中有 5 只新样本（即排名第 2、第 5、第 6、第 8 和第 10 名的红色样本），组合换手率达到 50%；而在设置了缓冲机制后，本期持有的 10 只股票中仅有 3 只新样本（排名第 2、第 5 和第 6 名的红色样本），组合换手率下降至 30%。

风险规避（RISK）

基于超额图谱视角的成长股投资策略旨在成长股业绩发布之后，优先在其超额收益释放最强的阶段进行布局，从而以较高的效率获取超越市场平均的表现，这种方式类似于在组建队伍时，优先选择职业生涯处于黄金期的运动员。然而，即便职业生涯处于黄金期的运动员，其阶段性的状态也会跟近期的参赛情况、身体状态和心理状态息息相关。若是其在黄金期运动量过大导致体力透支，则其后期竞技状态可能出现快速下滑，因此**我们需要避免在黄金期过度透支、心理疲惫导致后期乏力的情况出现**。与此类似，在选择股票时，我们也尽量避免在黄金期过度透支的个股。

事实上，超额图谱的释放过程并不局限于利好事件带来的超额收益在时间序列上的分布情况，不同阶段之间的超额收益是否存在相关关系也是一个值得探索的问题。近年来资金抢跑的现象愈发明显，很多利好事件在公布之前已经经历了明显的上涨，导致其在利好事件公布后表现不如预期。基于此，本小节试图探究正式财报发布前相对市场指数超额收益靠前的股票在接下来的一个月的表现情况。

图 40：正式财报发布前超额收益最高的 5% 股票未来一个月超额收益



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

由于不同公司发布正式财报的时间并不相同，为了对股票进行公允判断，我们需要等到所有上市公司正式财报均披露完毕后对个股进行比较。在 A 股市场中，每年的 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月为业绩披露真空期，此时上市公司上一季度的正式财报均已披露完成，所有股票均处于第三档分组。由此，我们可以在每年的 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月第一个交易日调仓前对当前所有成长股股票池中的样本最近一期正式财报发布之前 10 个交易日相对中证 500 指数的超额收益进行排序，筛选出最近一期正式财报发布前超额收益最高的 5% 股票，观察其在接下来一个月相对成长股票池等权基准的超额表现，其结果如图 40 所示。

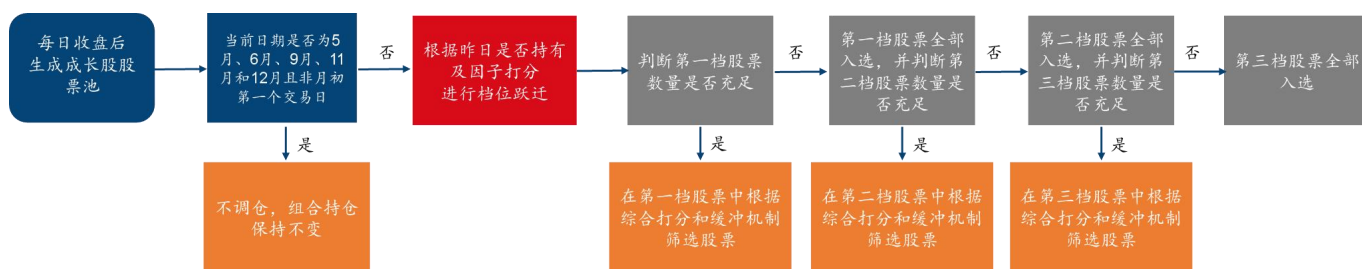
可以看到，正式财报发布前超额收益最高的 5% 股票在未来一个月相对等权基准池的表现明显偏弱，且这一现象在 2021 年以来变得尤为明显。这表明当正式财报发布前个股涨幅过高时，个股表现更倾向于出现反应过度的现象，从而导致其后续表现大幅弱于基准平均表现。基于此，我们在每年的 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月月初构建组合时，剔除正式财报发布前 10 个交易日相对中证 500 指数超额收益最高的 5% 股票，避免选择在黄金期透支过多的股票。

超额图谱视角下的成长精选组合

成长精选组合构建方式

到目前为止，我们对策略构建过程中的细节进行了详细描述，本部分我们对策略构建的流程进行梳理，图 41 展示了策略构建的具体流程。

图 41：超额图谱视角下的成长股投资策略构建流程图



资料来源：国信证券经济研究所绘制

成长精选组合的回测细节如下：

回测时间：2012 年 1 月 4 日-2023 年 5 月 31 日

选股空间：每日收盘后进行判断，满足研报标题超预期或业绩大增两类事件中的其中一种即纳入。剔除上市时间不满半年的新股和 3 个月内存在 ST、*ST 等被风险警示的股票。

选股方式：采用“先时序、后截面”的成长股二维评价体系，综合考虑各股票距离其正式财报预约披露日间隔天数分档情况及综合得分情况，采用跃迁机制（ $M=0.3$ ， $N=0.3$ ）及缓冲机制（ $P=0.3$ ， $Q=0.3$ ）确定最终入选股票。每年 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月第一个交易日调仓时，剔除正式财报发布之前 10 个交易日相对中证 500 指数累计超额收益最高的前 5% 股票，具体流程图如图 41 所示。

权重分配：本文根据组合持股数量的情况将成长精选组合划分为进取型组合和稳健型组合，具体来讲：（1）**对于进取型组合**，个股权重设置为 2%。对于本期保留的老样本，若每日开盘调仓前权重不超过 3.33% 则不进行交易，否则将其权重平衡至 2% 的初始权重；对于本期纳入的新样本，根据剩余权重进行等权配置，组合每期持股数量 50 只股票。（2）**对于稳健型组合**，个股权重设置为 1%。对于本期保留的老样本，若每日开盘调仓前权重不超过 2% 则不进行交易，否则将其权重平衡至 1% 的初始权重；对于本期纳入的新样本，根据剩余权重进行等权配置，组合每期持股数量 100 只股票。

调仓模式：每日开盘进行调仓，停牌股票不交易，开盘涨停股票不买入，开盘跌停股票不卖出。每年 5 月、6 月、9 月、11 月和 12 月，仅在第一个交易日调仓，月中保持持仓不变。

交易价格：开盘前半小时成交均价

交易费用：买入股票手续费千分之一，卖出股票手续费千分之二。

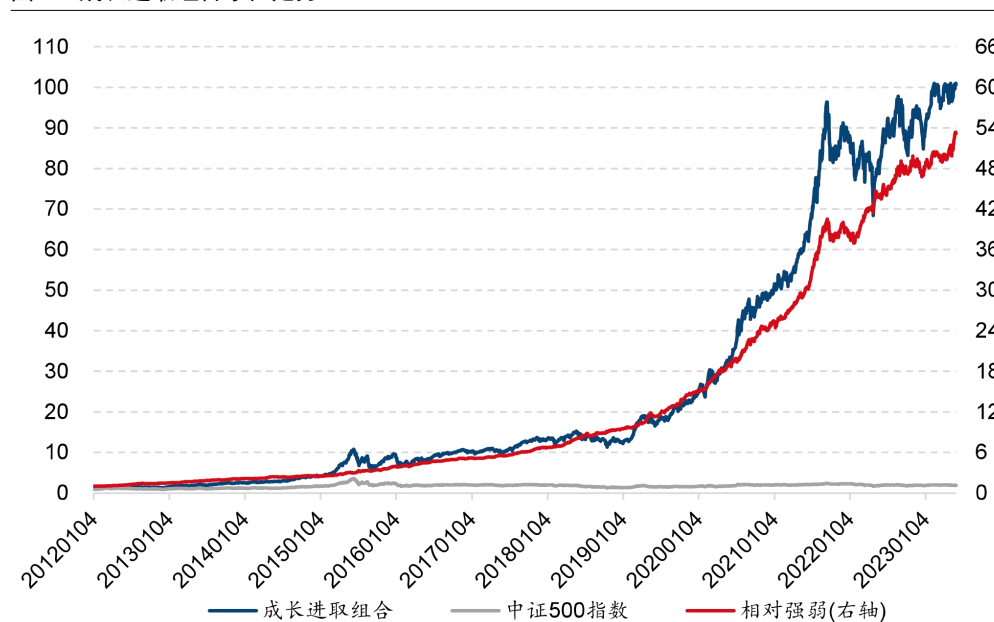
关于交易价格和交易费用的设置对组合绩效表现的影响，可参见后文敏感性测试部分。

成长进取组合绩效表现

我们每期持有 50 只股票进行等权配置，构建**成长进取组合**。图 42 和表 3 分别展示了该组合相对中证 500 指数的净值走势及分年度绩效统计。

可以看到，在考虑交易费用的影响之后，成长进取组合自 2012 年以来年化收益达到 52.14%，同期中证 500 指数年化收益 5.99%，相对中证 500 指数的年化超额达到 46.15%。此外，成长进取组合相对中证 500 指数的最大回撤为 8.06%，信息比达到 4.02，收益回撤比 5.72，跟踪误差 9.12%，月度胜率 85%，体现了组合较强的进攻性。

图 42: 成长进取组合净值走势



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

表 3: 成长进取组合分年度绩效统计

年份	成长进取组合	中证 500 指数	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
2012	53.33%	2.62%	50.72%	3.58%	6.04	6.92%	14.16	20120829	20120926	92%
2013	68.28%	16.89%	51.39%	4.00%	5.93	6.55%	12.86	20130828	20130912	100%
2014	62.42%	39.01%	23.41%	5.43%	2.30	7.17%	4.32	20141106	20141211	50%
2015	125.26%	43.12%	82.14%	5.66%	4.34	10.68%	14.52	20150707	20150714	92%
2016	7.62%	-17.78%	25.39%	4.59%	3.80	7.49%	5.54	20160219	20160307	83%
2017	28.84%	-0.20%	29.05%	2.10%	4.55	5.89%	13.82	20170518	20170602	92%
2018	-5.20%	-33.32%	28.12%	5.40%	4.72	7.80%	5.21	20180716	20180725	83%
2019	97.57%	26.38%	71.18%	4.59%	5.15	9.04%	15.49	20190516	20190603	100%
2020	106.22%	20.87%	85.35%	3.24%	5.30	10.61%	26.33	20200902	20200910	92%
2021	74.32%	15.58%	58.74%	7.55%	3.63	12.14%	7.78	20210915	20211014	75%
2022	0.71%	-20.31%	21.02%	6.19%	1.98	12.88%	3.40	20221103	20221216	83%
20230531	13.48%	3.13%	10.35%	3.11%	2.84	8.80%	3.32	20230504	20230509	80%
全样本	52.14%	5.99%	46.15%	8.06%	4.02	9.12%	5.72	20210915	20220121	85%

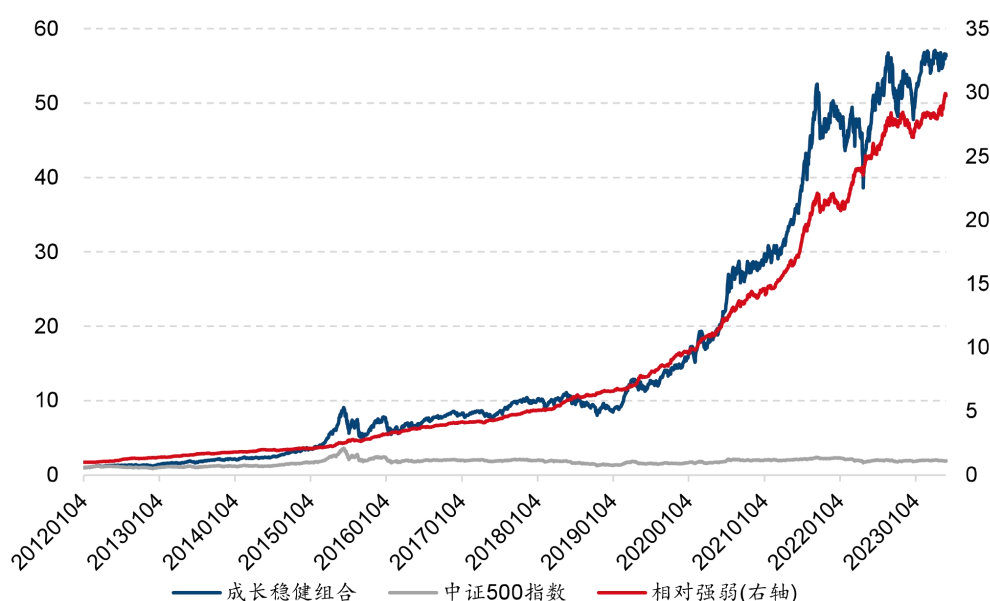
资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

成长稳健组合绩效表现

由于策略需要每日进行判断，因此为了尽可能扩充策略容量、减少交易带来的冲击成本并保证组合的整体表现不因个别股票的表现而产生较大波动，我们希望策略持仓的股票数量相对较多。基于此考虑，我们每期等权持有 100 只股票，构建成长稳健组合。

图 43 和表 4 分别展示了成长稳健组合相对中证 500 指数的历史净值走势及分年度绩效统计。可以看到，在考虑交易费用的影响之后，成长稳健组合自 2012 年以来年化收益达到 44.30%，同期中证 500 指数年化收益 5.99%，相对中证 500 指数的年化超额达到 38.32%。此外，该组合相对中证 500 指数的最大回撤为 6.97%，信息比达到 4.00，收益回撤比 5.50，跟踪误差 7.81%，月度胜率 86%，体现了组合的稳定性和高胜率。

图 43: 成长稳健组合净值走势



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

表 4: 成长稳健组合分年度绩效统计

年份	成长稳健组合	中证 500 指数	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
2012	42.16%	2.62%	39.54%	2.98%	5.67	5.95%	13.28	20120829	20120926	92%
2013	51.84%	16.89%	34.95%	2.91%	5.00	5.58%	12.00	20130827	20130910	92%
2014	61.81%	39.01%	22.80%	4.21%	2.89	5.51%	5.41	20140520	20140728	67%
2015	118.72%	43.12%	75.60%	4.07%	4.73	9.19%	18.55	20150727	20150902	92%
2016	6.72%	-17.78%	24.49%	3.30%	4.45	6.14%	7.42	20160219	20160307	83%
2017	21.68%	-0.20%	21.88%	2.64%	4.29	4.87%	8.28	20170328	20170414	92%
2018	-13.54%	-33.32%	19.78%	3.27%	4.26	6.39%	6.04	20180716	20180726	75%
2019	84.02%	26.38%	57.64%	2.36%	5.30	7.37%	24.39	20191119	20191125	100%
2020	84.11%	20.87%	63.24%	3.86%	4.97	8.95%	16.40	20201102	20201127	92%
2021	67.25%	15.58%	51.67%	6.28%	3.71	10.68%	8.23	20210915	20210929	83%
2022	2.67%	-20.31%	22.98%	6.97%	2.33	11.72%	3.30	20221103	20221216	83%
20230531	12.92%	3.13%	9.80%	2.47%	2.98	7.93%	3.97	20230504	20230509	80%
全样本	44.30%	5.99%	38.32%	6.97%	4.00	7.81%	5.50	20221103	20221216	86%

资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

如果将成长稳健组合历年业绩在当年年初成立满半年的主动股基中进行排位，排名分位点如表 5 所示。其中超额收益、排名分位点和具体排名展示的均为考虑 90% 仓位后组合的表现。可以看到，我们构建的**成长稳健组合在 2012 年到 2023 年中，大部分年度的业绩排名都能排在主动股基前 30% 分位点以内，整体表现较为优异。**

表 5: 成长稳健组合分年度在主动股基中排名分位点

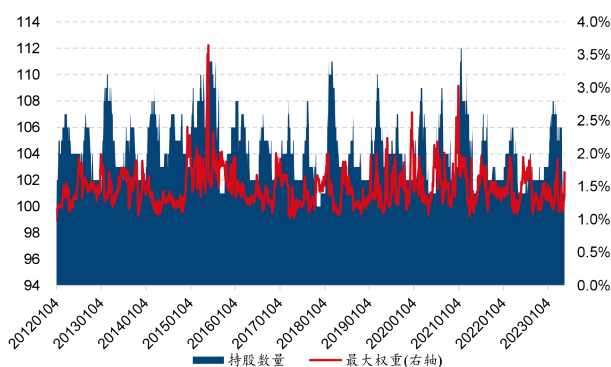
年份	成长稳健组合 (满仓)	成长稳健组合 (90%仓位)	主动股基 中位数	超额收益	排名分位点	具体排名
2012	42.16%	37.95%	4.65%	33.30%	0.26%	1/379
2013	51.84%	46.65%	14.59%	32.06%	3.07%	13/424
2014	61.81%	55.63%	23.22%	32.41%	4.68%	21/449
2015	118.72%	106.85%	46.20%	60.64%	1.03%	5/485
2016	6.72%	6.04%	-14.06%	20.10%	4.87%	29/596
2017	21.68%	19.51%	15.08%	4.43%	37.64%	242/643
2018	-13.54%	-12.19%	-24.34%	12.15%	4.37%	32/733
2019	84.02%	75.62%	45.52%	30.10%	4.42%	37/838
2020	84.11%	75.70%	59.19%	16.51%	24.61%	234/951
2021	67.25%	60.53%	6.48%	54.04%	1.17%	17/1451
2022	2.67%	2.40%	-21.84%	24.24%	0.71%	12/1700
20230531	12.92%	11.63%	-3.65%	15.28%	7.35%	210/2858
全样本	44.30%	39.86%	10.31%	29.55%	-	-

资料来源: WIND, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

成长稳健组合特征分析

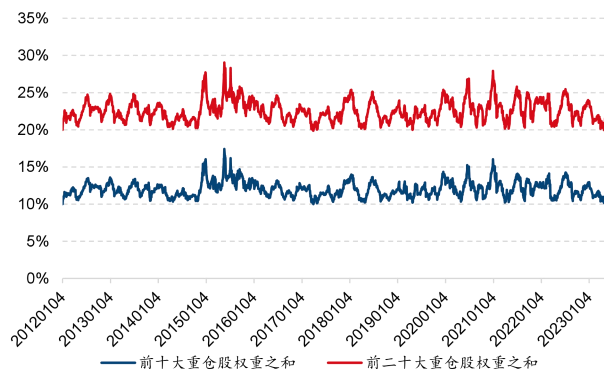
图 44 展示了成长稳健组合每期持股数量及最大权重，由于股票停牌及涨跌停因素的影响，部分日期组合持股数高于 100 只，总体来看股票持仓基本在 100 只左右。图 45 展示了组合前十大及前二十大重仓股权重之和，样本期间前十大重仓股权重之和平均为 12.02%，前二十大重仓股权重之和平均为 22.56%。

图 44: 成长稳健组合每期持股数量及最大权重



资料来源: WIND, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 45: 成长稳健组合前 N 大重仓股权重之和

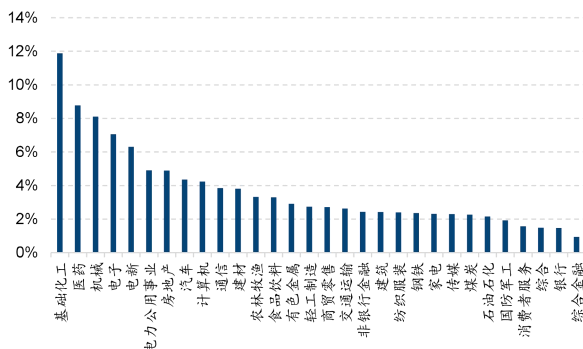


资料来源: WIND, 朝阳永续, 国信证券经济研究所整理

图 46 展示了组合在不同行业上的平均持仓权重，总体来看，组合在基础化工、医药、机械、电子和电力设备及新能源等行业配置的权重较高。

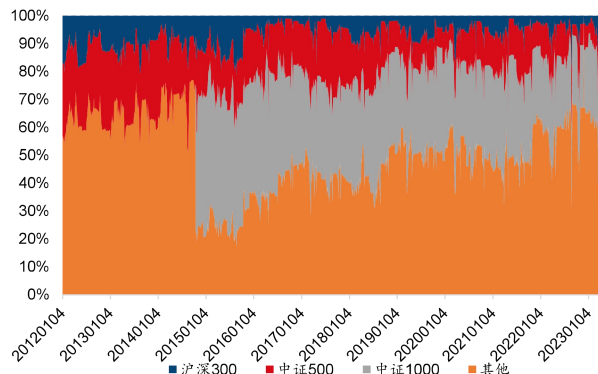
图 47 展示了组合持仓在不同指数成分股中的权重分布，平均来看 2015 年以来组合有 6% 的权重属于沪深 300 指数成分股，有 14% 的权重属于中证 500 指数成分股，有 34% 的权重属于中证 1000 指数成分股，有 46% 的权重属于其他板块。

图46：成长稳健组合平均行业分布情况



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图47：成长稳健组合在不同指数中的权重分布

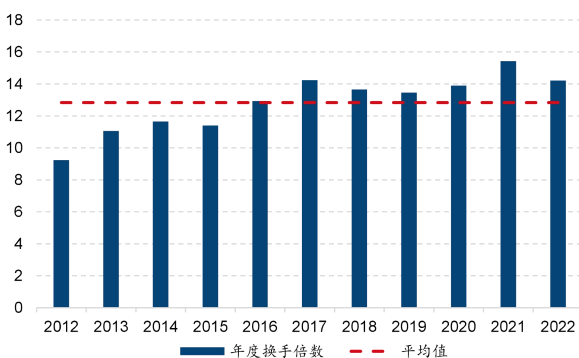


资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图48展示了组合分年度的换手倍数，在全样本期内该组合年平均换手12.84倍。与不做弱平衡机制、跃迁机制、缓冲机制和风险规避机制的成长精选组合相比，成长稳健组合年度换手率有明显的下降（从18.46倍下降至12.84倍），组合年化收益率稳健提升（从42.76%提升至44.30%），且大部分年份都有一定提升。

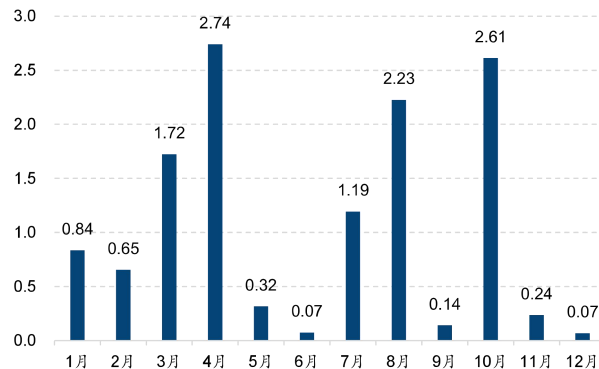
图49展示了该组合在不同月份的月均换手率情况，可以看到该策略在每年的3月、4月、7月、8月和10月等业绩发布高峰月份换手率较高，其余月份的平均换手率相对较低。

图48：成长稳健组合分年度换手率（倍）



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图49：成长稳健组合月均换手率（倍）



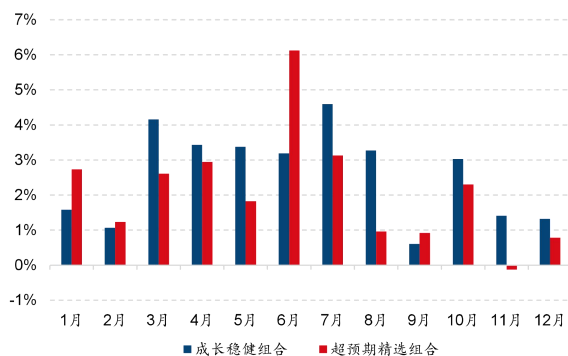
资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

在国信金工2020年9月30日发布的专题报告《超预期投资全攻略》中，我们以研报标题超预期和分析师全线上调样本为基础股票池，辅以基本面及技术面指标进行综合打分构建的超预期精选组合是一类经典的成长股投资策略。与超预期精选组合相比，本文构建的成长稳健组合在调仓节奏上存在较大区别：

- (1) 超预期精选组合采用定期调仓的方式，在每年的1月、4月、7月、8月和10月末进行调仓，每期持有30只股票构建等权组合，其余时间持仓保持不变；
- (2) 成长稳健组合采用更加灵活的调仓方式，在业绩发布高峰期采用日度调仓、在业绩发布真空期采用月度调仓的模式，每期持有100只股票构建组合，尽可能在成长股超额收益释放的黄金期获取超越市场平均的表现。

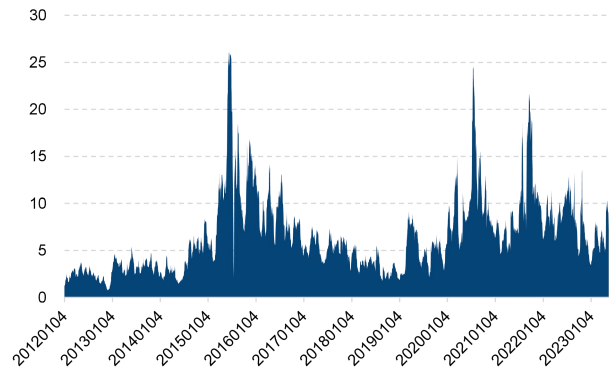
图 50 展示了成长稳健组合和超预期精选组合分月度相对中证 500 指数超额收益的中位数情况，总体来看，在上市公司盈余公告发布的高峰期（如 3 月、4 月、7 月、8 月和 10 月），成长稳健组合以其灵活的调仓节奏高效捕捉到了利好事件超额收益释放的高峰期，在这些月份的超额收益中位数高于超预期精选组合，这一结论与组合的构建初衷相吻合。

图 50：成长稳健组合与超预期精选组合月度超额中位数



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

图 51：成长稳健组合单日资金容量（亿元）



资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

最后，我们以每只股票在交易时点前 10 个交易日的日均成交额的 10% 作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额除以组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的 25% 分位数处的取值作为组合单日最大买入金额，其历史时序如图 51 所示。历史来看组合平均单日最大买入金额为 6.6 亿元，2020 年以来市场成交量较为活跃，组合单日最大买入金额在 9.1 亿元左右。

参数敏感性分析

本部分我们对组合构建的稳定性进行分析，我们主要关注策略构建过程中持股数量、成交价格 and 手续费带来的影响，表 6 展示了不同参数下组合相对中证 500 指数的年化超额收益情况。

表 6：不同参数下的组合相对中证 500 指数年化超额收益

持股数量	开盘价			开盘半小时均价			全天均价		
	无手续费	双边千三	双边千五	无手续费	双边千三	双边千五	无手续费	双边千三	双边千五
30	63.45%	53.79%	47.48%	57.12%	47.84%	42.11%	53.67%	44.31%	38.50%
40	60.38%	51.53%	45.73%	55.69%	46.91%	41.30%	51.96%	43.46%	38.04%
50	58.06%	49.85%	44.31%	54.19%	46.15%	40.88%	50.89%	43.21%	38.20%
60	55.04%	47.54%	42.69%	51.22%	43.76%	39.13%	48.74%	41.17%	36.37%
70	52.88%	45.42%	40.68%	49.08%	42.00%	37.47%	46.64%	39.63%	35.26%
80	49.65%	42.90%	38.72%	46.42%	39.98%	35.82%	44.57%	37.87%	33.79%
90	48.59%	42.05%	37.88%	45.90%	39.57%	35.46%	43.38%	37.40%	33.28%
100	47.25%	41.25%	37.24%	44.32%	38.32%	34.48%	42.55%	36.63%	32.85%
130	40.78%	35.75%	32.52%	38.29%	33.32%	30.20%	37.07%	32.10%	28.65%
150	38.82%	34.16%	31.13%	36.36%	31.88%	28.90%	35.21%	30.61%	27.66%
180	34.73%	30.62%	28.16%	32.69%	28.60%	25.81%	31.76%	27.81%	25.05%
200	31.87%	28.13%	25.76%	29.65%	25.84%	23.74%	29.33%	25.38%	22.85%

资料来源：WIND，朝阳永续，国信证券经济研究所整理

- 从持股数量上来看，当持股数量从 200 只减少至 30 只时，组合年化收益呈现出单调递增的趋势。若以开盘半小时成交均价+双边千三手续费设置，持股数量为 200 只时组合年化超额 25.84%，持股数量为 30 只时组合年化超额 47.84%；
- 从交易价格来看，当成交价格从全天均价改为开盘半小时成交均价、开盘价时，组合年化收益呈现出单调递增的趋势。若以持股数量 100 只+双边千三手续费设置，若以全天均价成交则组合年化超额 36.63%，以开盘半小时均价成交则组合年化超额 38.32%，以开盘价成交则组合年化超额 41.25%。
- 从交易费用来看，当交易费用从双边千三提升至双边千五时，持股数量 100 只+开盘半小时均价成交设置下，组合年化超额从 38.32%降低至 34.48%；

总体来看，不同参数下组合相对中证 500 指数的表现都相对稳健。

总结

成长股投资的困境与破局

成长风格持续回调，景气度投资面临困境：在量化投资中，成长因子自 2021 年 9 月份以来持续回调，回撤幅度达到近十年来最大幅度；在主动投资中，成长风格型基金指数近三年持续落后价值风格型基金指数。

市场有效性提升明显，预期外业绩超额收益获取难度加大：超预期股票盈余公告次日的高开幅度相较以往大幅提升，市场在短期之内对预期外业绩的反应程度相较往年更加充分，想要获取预期外业绩超额收益难度不断加大。

从一维到二维：“先时序、后截面”的成长股二维评价体系

时间变量对成长股投资至关重要：传统的选股方式通常在横截面上对不同个股进行比较，但对成长股投资而言，其超额收益在时间序列上不同阶段的释放强度存在区别，“时间变量”对成长股投资至关重要。

先时序、后截面：“先时序”，即是指根据股票所处时间序列上超额收益释放阶段来进行优先级分档；“后截面”，则是指当处于同一档位中的股票数量超出组合持股所需数量时，对同一档位中的股票在横截面上根据其综合打分进行筛选，决定最终组合持仓。

超额收益释放生命图谱

超额收益释放图谱：本文创新性地提出“超额收益释放图谱”，试图描绘在利好事件触发前后的不同阶段股价相对市场指数超额收益的释放强弱。结论表明，在预告到正式财报前后的不同阶段，个股超额收益释放存在明显区别。

利好事件超额收益释放图谱：以研报标题超预期和上市公司业绩预增为利好事件的代表，发现正式财报发布前往往具有十分可观的超额收益。如果投资者能够获取该段收益，其将能够在利好事件触发后超额收益释放最强烈的阶段获取超越市场平均的表现。

超额图谱视角下的成长股投资策略

事件驱动策略通常面临调仓时间不确定、持仓数量不确定等问题。采用“先时序、后截面”方式固定持仓数量，调仓节奏可把握、资金容量可预期。

根据上市公司距离其正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择黄金期（距离正式财报预约披露日较近）的股票。当样本数量较多时，采用多因子打分模型精选优质个股。此外，为有效降低组合换手、规避组合风险，我们还引入了弱平衡机制、跃迁机制、缓冲机制和风险规避机制。

超额图谱视角下的成长精选组合

成长进取组合：在考虑交易费用影响后，成长进取组合每期持有 50 只股票，2012 年以来年化收益 52.14%，相对中证 500 年化超额 46.15%，信息比 4.02，相对最大回撤 8.06%，月度胜率 85%，体现了组合较强的进攻性。

成长稳健组合：在考虑交易费用影响后，成长稳健组合每期持有 100 只股票，2012 年以来年化收益 44.30%，相对中证 500 年化超额 38.32%，信息比 4.00，相对最大回撤 6.97%，月度胜率 86%，体现了组合较强的稳定性。

参考文献

[1]Hirshleifer D, Teoh S. H. *Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News*[J]. Journal of Finance, 2009, 64:2289-2325.

[2]董大勇，范紫莹，李旭升（2019）. 预告对正式财报市场反应影响中的“遗忘效应”研究 [J]. 上海金融. 2019(1):24-30.

风险提示

市场环境变动风险

市场环境变动可能导致策略失效。

模型失效风险

模型样本外表现可能与样本内表现存在差异。

附录

附录：A 股市场上市公司财务报告披露规则

本文参考上海证券交易所和深圳证券交易所的最新股票上市规则，对沪市主板、科创板、深市主板及创业板上市公司的业绩预告、业绩快报披露要求进行梳理，主要参考文件如表 6 所示。

表 7：沪深两市定期报告披露规则参考文件

上市板块	文件名称	发布日期
上交所-主板	《上海证券交易所股票上市规则（2023 年修订）》	2023 年 2 月第十六次修订
上交所-科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年修订）》	2020 年 12 月第二次修订
深交所-主板	《深圳证券交易所股票上市规则（2023 年修订）》	2023 年 2 月第十三次修订
深交所-创业板	《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2023 年修订）》	2023 年 2 月第七次修订

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国信证券经济研究所整理

表 6 列示了沪深两市上市公司业绩快报披露要求，表 7 列示了沪深两市上市公司业绩预告披露要求。

表 8：沪深两市上市公司业绩快报披露要求

上市板块	披露要求
上交所-主板	上市公司可以在定期报告公告前披露业绩快报。出现下列情形之一的，公司应当及时披露业绩快报： （一）在定期报告披露前向有关机关报送未公开的定期财务数据，预计无法保密的； （二）在定期报告披露前出现业绩泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动的； （三）拟披露第一季度业绩，但上年度年度报告尚未披露。 出现前款第（三）项情形的，公司应当在不晚于第一季度业绩相关公告发布时披露上一年度的业绩快报。
上交所-科创板	上市公司预计不能在会计年度结束之日起 2 个月内披露年度报告的，应当在该会计年度结束之日起 2 个月内披露业绩快报。
深交所-主板	上市公司出现下列情形之一的，应当及时披露业绩快报： （一）在定期报告披露前向有关机关报送未公开的定期财务数据，预计无法保密； （二）在定期报告披露前出现业绩泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动； （三）拟披露第一季度业绩但上年度年度报告尚未披露。 出现前款第（三）项情形的，公司应当在不晚于第一季度业绩相关公告发布时披露上一年度的业绩快报
深交所-创业板	鼓励上市公司在定期报告公告前披露业绩快报。 （一）上市公司在定期报告披露前向国家有关机关报送未公开的定期财务数据，预计无法保密的，应当及时披露业绩快报。 （二）上市公司在定期报告披露前出现业绩泄露，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易异常波动的，应当及时披露业绩快报。

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国信证券经济研究所整理

表9：沪深两市上市公司业绩预告披露要求

上市板块	披露要求
上交所-主板	年报： 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（1 月 31 日前）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。 半年报： 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（7 月 15 日前）进行预告。 免披露情况： 上市公司预计报告期实现盈利且净利润与上年同期相比上升或者下降 50%以上，但存在下列情形之一的，可以免于第（三）项的规定披露相应业绩预告： （一）上一年年度每股收益绝对值低于或者等于 0.05 元； （二）上一年半年度每股收益绝对值低于或者等于 0.03 元。
上交所-科创板	年报： 上市公司预计年度经营业绩将出现下列情形之一的，应当在会计年度结束之日起 1 个月内（1 月 31 日前）进行业绩预告： （一）净利润为负值； （二）净利润与上年同期相比上升或者下降 50%以上； （三）实现扭亏为盈。 半年报： 上市公司预计半年度和季度业绩出现前述情形之一的，可以进行业绩预告。
深交所-主板	年报： 上市公司预计年度经营业绩和财务状况出现下列情形之一的，应当在会计年度结束之日起一个月（1 月 31 日前）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一亿元； （五）期末净资产为负值； （六）公司股票交易因触及本规则第 9.3.1 条第一款规定的情形被实施退市风险警示后的首个会计年度； （七）本所认定的其他情形。 半年报： 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，应当在半年度结束之日起十五日（7 月 15 日前）内进行预告。 免披露情况： 上市公司预计报告期实现盈利且净利润与上年同期相比上升或者下降 50%以上，但存在下列情形之一的，可以免于披露相应业绩预告： （一）上一年年度每股收益绝对值低于或者等于 0.05 元，可免于披露年度业绩预告； （二）上一年半年度每股收益绝对值低于或者等于 0.03 元，可免于披露半年度业绩预告。
深交所-创业板	上市公司预计年度经营业绩或者财务状况将出现下列情形之一的，应当在会计年度结束之日起一个月（1 月 31 日前）进行预告（以下简称业绩预告）： （一）净利润为负； （二）净利润与上年同期相比上升或者下降 50%以上； （三）实现扭亏为盈； （四）期末净资产为负。

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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