

证券研究报告 / 金融工程研究报告

特质盈利能力因子

---因子选股系列之七

报告摘要：

盈利能力是指企业赚取利润的能力，是企业管理人管理能力、营销能力和决策能力的综合体现。无论投资者、企业债权人，还是企业经理人员都日益关注企业的盈利能力，高的盈利能力是上市公司永续发展的基础。盈利能力是分析师和投资者进行公司研究时的关键考虑因素，盈利能力也是基本面分析的关键一环。

然而随着投资者对于公司盈利能力愈发关注，公司盈利能力的信息也大都反映到股价中，因此近年来高盈利能力的公司股票较难取得超额收益，基于高盈利能力的投资策略的超额收益也发生了较大回撤。2016年4月至2023年11月期间，单季度ROA因子多头组合年化收益4.71%，夏普比率0.22，卡玛比率0.12。整体风险回报比较低。超额年化收益2.36%，夏普比率0.55，卡玛比率0.11，超额回撤较大，最大回撤21.03%。这体现了高盈利能力的公司股票预期已充分消化，股票估值过高，因此表现不佳。

若想利用企业的盈利能力获取持续的超额收益，我们必须寻找那些盈利信息未被市场消化、盈利信息在投资者预期之外的股票。本文以特质盈利能力因子选取此类股票。所谓公司的特质盈利能力，是指公司特有的，不易被复制的获取利润的能力。这可能包括公司管理层出色的管理能力、公司特有的资源、技术壁垒、专利等等，本文试图在公司总体的盈利能力中剥离掉公司共有的盈利驱动因素后得到的差值作为公司特质盈利能力的代理变量，以此间接的衡量公司的特质盈利能力。

改进的特质盈利能力因子在全A中有着较为不错的选股效果，其选股能力相对于单季度ROA因子有着较大的提升。特质盈利能力因子在全A中月度RankIC均值为4.6%，ICIR为0.8，IC的大小和稳定性都有所提高。特质盈利能力因子在全A中多头年化收益率为9.73%，超额年化收益率为6.19%，超额夏普比率为2.19，超额卡玛比率为1.71，超额收益较为稳定。特质盈利能力因子2多空年化收益率为13.42%多空夏普比率为2.97，多空卡玛比率为1.92。分五层测试结果较为单调。

分域测试方面，特质盈利能力因子在沪深300、中证500、中证1000、国证2000中分别测试的结果选股能力递增，在沪深300中选股能力较差，在国证2000中选股能力较好。这说明特质盈利能力因子在小市值、分析师覆盖度比较低的股票池中选股更为有效。

分行业测试方面，综合因子在行业内的多头超额收益和多空超额收益来看，特质盈利能力因子在建材、食品饮料、电力设备及新能源等行业表现最优，在建筑、农林牧渔、有色金属等行业表现较差。

因子与常见Barra风格因子的相关性较低，剥离Barra盈利能力风格因子后也有着较为稳定的选股效果，能够为我们的多因子模型提供增量信息。

风险提示：市场波动风险，宏观数据、政策变化风险，模型失效风险。



	年化收益	年化波动	最大回撤
多头组	9.73%	21.20%	37.61%
基准	3.33%	21.15%	48.27%
超额	6.19%	2.83%	3.61%
多空	13.42%	4.52%	7.00%

相关报告

- 《JASON's alpha: 基本面+量价复合策略》
--20231121
- 《从RNN到ChatGPT: 大模型的发展与应用》
--20231115
- 《精选32个技术指标在指数上的择时能力分析》
--20231114
- 《上月规模、成长、预期因子表现相对较优》
--20231103
- 《债基回报收窄，配置权益比重下降》
--20231030

证券分析师：王琦

执业证书编号：S055021100001
021-61002390 wangqi_5636@nesc.cn

研究助理：张栋梁

执业证书编号：S0550122070003
17560733053 zhangdl@nesc.cn

目 录

1.	前言	4
1.1.	盈利能力因子投资	4
1.2.	公司的特质盈利能力	5
2.	公司盈利能力的影响因素与因子构造	6
2.1.	公司盈利能力的影响因素	6
2.2.	公司盈利能力的解释模型	7
3.	特质盈利能力因子计算与测试	7
3.1.	样本选取与因子计算	7
3.2.	特质盈利能力因子测试	7
3.3.	特质盈利能力因子的改进与测试	9
3.4.	特质盈利能力因子 2 分域测试	11
3.4.1.	特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的回测结果	13
3.4.2.	特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的回测结果	14
3.4.3.	特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的回测结果	16
3.4.4.	特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的回测结果	17
3.5.	特质盈利能力因子 2 分行业测试	19
3.6.	特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性	22
4.	总结	25
5.	风险提示	26

图表目录

图 1: 单季度 ROA 因子分层回测效果 (2016.04-2023.11)	4
图 2: 特质盈利能力因子 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	8
图 3: 特质盈利能力因子分层回测效果 (2016.04-2023.11)	8
图 2: 特质盈利能力因子 2IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	10
图 3: 特质盈利能力因子 2 分层回测效果 (2016.04-2023.11)	10
图 3: 特质盈利能力因子 2 分域测试收益对比	12
图 4: 特质盈利能力因子 2 分域测试业绩指标	12
图 4: 特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	13
图 5: 特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的分层回测效果 (2016.04-2023.11)	13
图 6: 特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	14
图 7: 特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的分层回测效果 (2016.04-2023.11)	15
图 8: 特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	16
图 9: 特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的分层回测效果 (2016.04-2023.11)	16
图 10: 特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	17
图 11: 特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的分层回测效果 (2016.04-2023.11)	18
图 12: 特质盈利能力因子 2 分行业回测超额年化收益排序 (2016.04-2023.11)	19
图 13: 特质盈利能力因子 2 分行业回测多空年化收益排序 (2016.04-2023.11)	20
图 14: 特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性时序图	23
图 10: 纯净特质盈利能力因子 2 的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)	24
图 11: 纯净特质盈利能力因子 2 的分层回测效果 (2016.04-2023.11)	24

表 1: 单季度 ROA 因子业绩表现 (2016.04-2023.11)	4
表 2: 单季度 ROA 因子分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	5

表 3: 特质盈利能力因子业绩表现 (2016.04-2023.11)	8
表 4: 特质盈利能力因子分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	9
表 3: 特质盈利能力因子 2 业绩表现 (2016.04-2023.11)	10
表 4: 特质盈利能力因子 2 分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	11
表 4: 特质盈利能力因子 2 分域测试结果对比 (2016.04-2023.11)	12
表 5: 特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的业绩表现 (2016.04-2023.11)	13
表 6: 特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	14
表 7: 特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的业绩表现 (2016.04-2023.11)	15
表 8: 特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	15
表 9: 特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的业绩表现 (2016.04-2023.11)	16
表 10: 特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	17
表 11: 特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的业绩表现 (2016.04-2023.11)	18
表 12: 特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	18
表 13: 特质盈利能力因子 2 分行业回测业绩表现 (2016.04-2023.11)	21
表 14: 特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性	22
表 11: 纯净特质盈利能力因子 2 的业绩表现 (2016.04-2023.11)	24
表 12: 纯净特质盈利能力因子 2 分年业绩表现 (2016.04-2023.11)	25

用户1683078417于2023-12-07日下载, 仅供本人内部使用, 不可传播与转载

1. 前言

1.1. 盈利能力因子投资

盈利能力是指企业赚取利润的能力，是企业管理人管理能力、营销能力和决策能力的综合体现。无论投资者、企业债权人，还是企业经理人员都日益关注企业的盈利能力，可以说高的盈利能力是上市公司永续发展的基础。

盈利能力一定程度上代表着企业获取现金流的能力，根据现金流贴现模型，企业的价值是未来现金流的贴现值，因此高盈利能力往往意味着公司有着较高的价值。由于盈利能力在公司估值中有着至关重要的作用，因此盈利能力也是分析师和投资者进行公司分析时的关键考虑因素，盈利能力也是基本面分析的关键一环。

为验证盈利能力选股策略，这里我们使用总资产净利率 ROA 作为公司盈利能力衡量的指标，测试因子的选股能力。其中 ROA 的定义为：

$$ROA_t = \frac{2 \times NP_t}{A_{t-1} + A_t}$$

NP_t 是公司 t 期的净利润， A_t 是公司 t 期末的总资产，因此 ROA 是指一段时期内公司单位平均总资产能够创造的利润。

图 1：单季度 ROA 因子分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 1：单季度 ROA 因子业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	4.71%	21.64%	40.24%	0.22	0.12
基准	2.30%	21.28%	49.01%	0.11	0.05
超额	2.36%	4.27%	21.03%	0.55	0.11
多空	6.98%	6.65%	22.67%	1.05	0.31

数据来源：东北证券，wind

表 2：单季度 ROA 因子分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	4.81%	-0.32%	5.14%	1.66	1.09	13.06%	2.75	1.96
2016 年	14.42%	9.47%	4.52%	2.04	2.95	9.69%	2.67	4.92
2017 年	-11.84%	-17.15%	6.42%	2.93	5.78	12.52%	3.61	10.84
2018 年	-27.83%	-33.12%	7.91%	0.00	3.99	18.87%	3.89	8.06
2019 年	33.53%	27.44%	4.78%	1.42	1.77	9.42%	1.95	1.73
2020 年	27.88%	17.72%	8.63%	2.51	2.86	19.39%	3.74	5.75
2021 年	37.93%	27.71%	8.01%	2.19	3.10	20.06%	3.72	7.32
2022 年	-16.81%	-15.77%	-1.23%	-0.36	-0.26	3.07%	0.61	0.46
2023 年	4.85%	2.88%	1.91%	0.68	0.69	11.22%	2.32	3.04

注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

单季度 ROA 因子在 2021 年之前表现较优，可以取得较稳定的超额收益，但在 2021 年之后因子超额出现大幅回撤。2016 年 4 月至 2023 年 11 月期间，单季度 ROA 因子多头组合年化收益 4.71%，夏普比率 0.22，卡玛比率 0.12。整体风险回报比较低。超额年化收益 2.36%，夏普比率 0.55，卡玛比率 0.11，超额回撤较大，最大回撤 21.03%。

传统盈利因子发生回撤的原因是随着机构抱团的瓦解，市场已经不再偏好大盘蓝筹风格的股票，而在过去的时间里投资者已经充分交易甚至过度交易了这些股票的盈利属性，这导致高盈利能力的公司股票预期已充分体现，估值过高，未来表现不佳。

1.2. 公司的特质盈利能力

根据有效市场理论，在强有效市场的条件下，公司的股价应该反映了所有信息，因此投资者不可能利用任何信息获得超额收益，即使在半强式有效市场条件下，基本面分析也毫无用处。A 股市场目前还达不到半强式有效市场的程度，这给我们主动投资组合管理保留了一定的空间。

虽然 A 股没有达到完全有效市场的条件，但有效市场理论在 A 股市场仍然有用，它给我们传达的消息是投资者普遍关注的信息或在大多数投资预期内的消息在充分交易中已经体现在股价中了，因此投资者关注越多的信息，我们越难利用其获得超额收益。

根据以上分析，若想利用企业的盈利能力获取持续的超额收益，我们必须寻找那些盈利信息未被市场消化、盈利信息在投资者预期之外的股票。本文试图通过统计方法把公司盈利中的共性因素或者说容易被预期的因素和公司的特质因素分解开，寻求公司的特质盈利能力。

所谓公司的特质盈利能力，是指公司特有的，不易被复制的获取利润的能力。这可能包括公司管理层出色的管理能力、公司特有的资源、技术壁垒、专利等等，我们难以直接在一个统一的维度下去量化每一家公司的这种能力，所以本文试图在公司总体的盈利能力中剥离掉公司共有的盈利驱动因素后得到的差值作为公司特质盈利能力的代理变量，以此间接的衡量公司的特质盈利能力。

经测试，特质盈利能力因子有较好的选股效果，IC 表现以及分层回测的业绩都显著由于单季度 ROA 因子。

2. 公司盈利能力的影响因素与因子构造

本章我们借鉴学术界文献对于公司盈利能力的研究，选取了影响公司盈利能力的共性因素构建了一个公司盈利能力的解释模型，并介绍了公司特质盈利能力因子的构造方法。

2.1. 公司盈利能力的影响因素

公司盈利能力的影响因素错综复杂，盘根错节，本文根据历年来学术研究大致梳理为资本结构、营运状况、生命周期、估值、上期盈利等几个方向，后面将会对个方向进行归纳整理。

(1) 资本结构

我们使用公司的资产负债率作为公司的资本结构的代理变量，资产负债率是公司总负债占公司总资产的比率，资产负债率高代表公司借债较多，这一方面意味着公司需要支付更多的利息，这会对公司的盈利产生一定的影响，高利息成本可能导致净利润的减少。另外，高负债往往代表着高的财务风险，这会影响公司管理者的决策制定，进而影响公司整体的盈利。国内一些学者的研究证明了这一点，如汤青(2005)利用面板数据分析了影响中国上市公司盈利能力的因素，结果发现，资产负债率与盈利能力呈显著负相关关系。

(2) 资产增长

公司资产的增长可能意味着公司规模扩大，有时伴随着规模效应的提升。较大的规模通常意味着更多的资源，可以更有效地分摊固定成本，从而改善盈利能力。规模效应还可以使公司在采购、生产和销售方面更具竞争力，有助于提高利润率。尤其是公司净资产的增长，在资产增长的同时也不会给公司带来太大的负债压力。

(3) 营运资本占比

营运资本对于公司盈利能力的影响可能是多面的，一方面，较高的营运资本占比说明公司有着充足的流动性和更强的风险应对能力，有助于企业应对突发的变化和风险。但是较高的营运资本占比也可能占用公司更多的资金，影响公司的获利行为。低营运资本占比可能表示企业更有效地管理其资产和负债，将营运资本最小化。这可能有助于提高资本的周转率，从而增加盈利能力。

(4) 公司估值

高估值的公司往往意味着市场上投资者对其有更高的认可度，这种公司的盈利状况一般较好。

(5) 上市时间

上市公司盈利能力存在具有内生性特征的时间效应。贾伟健(2017)基于横截面固定效应面板模型,实证判别企业上市后盈利能力的时变特征,得出的实证结果表明:上市公司盈利能力的时变规律显著且稳健,随着上市时间变化呈现先下降再上升的W型曲线特征,三个拐点出现时间大约在6年、8年和11年处;即使引入资本结构、企业负债等可能的影响因素作为控制变量,上市公司盈利能力的时变规律仍然显著且稳健。

(6) 其他因素

另外，诸如无形资产占比、公司存货周转率等因素代表公司的资产结构和营运效率等，这些因素也都是影响公司盈利能力的重要特征。

2.2. 公司盈利能力的解释模型

基于上一节对于公司盈利能力影响因素的归纳总结和分析，并结合学术界学者的实证研究，本文建立了如下的公司盈利能力解释模型：

$$ROA_t = \beta_0 + \beta_1 \frac{Debt_t}{A_t} + \beta_2 NAYOY_t + \beta_3 \frac{WA_t}{A_t} + \beta_4 PB_t + \beta_5 \frac{Int_t}{A_t} + \beta_6 ITR_t + \beta_7 lnt + \varepsilon_t$$

其中， ROA_t 为公司 t 期总资产净利率， $\frac{Debt_t}{A_t}$ 为公司 t 期的资产负债率， $NAYOY_t$ 为公司 t 期的净资产同比增长率， $\frac{WA_t}{A_t}$ 为公司 t 期营运资本占总资产的比， PB_t 为公司 t 期的市净率， $\frac{Int_t}{A_t}$ 为公司 t 期的无形资产占比， ITR_t 为公司 t 期的存货周转率， lnt 为公司 t 期末的上市时间。

3. 特质盈利能力因子计算与测试

3.1. 样本选取与因子计算

本文选取 2016 年至今上市全部 A 股，采用中信一级行业分类，剔除了上市不足一年的公司，由于金融行业的特殊性，本文剔除了银行、非银行金融和综合金融三个行业。

采用第 2 章讲述的公司盈利能力解释模型计算公司特质盈利能力因子，具体计算步骤如下：

- (1) 计算每个变量的超额值，对于每个变量在每个报告期所在行业内标准化，此步骤的目的是为了统一指标量纲，并剔除指标在行业中的季节性。
- (2) 使用上述的公司盈利能力解释模型在每个报告期，分行业做截面回归，求得公司的可解释盈利能力（ROA），并使用公司实际 ROA 减可解释 ROA，得到公司的特质盈利能力指标。其中回归算法使用岭回归以避免多变量导致的共线性或过拟合的问题，岭回归的正则化参数 $\lambda=1$ 。
- (3) 将特质性盈利能力指标的时间调整至财报的最晚更新时间，其中一季报计算得到的数据调整至当年的 4 月底，二季报数据调整至 8 月底，三季报调整至 10 月底。

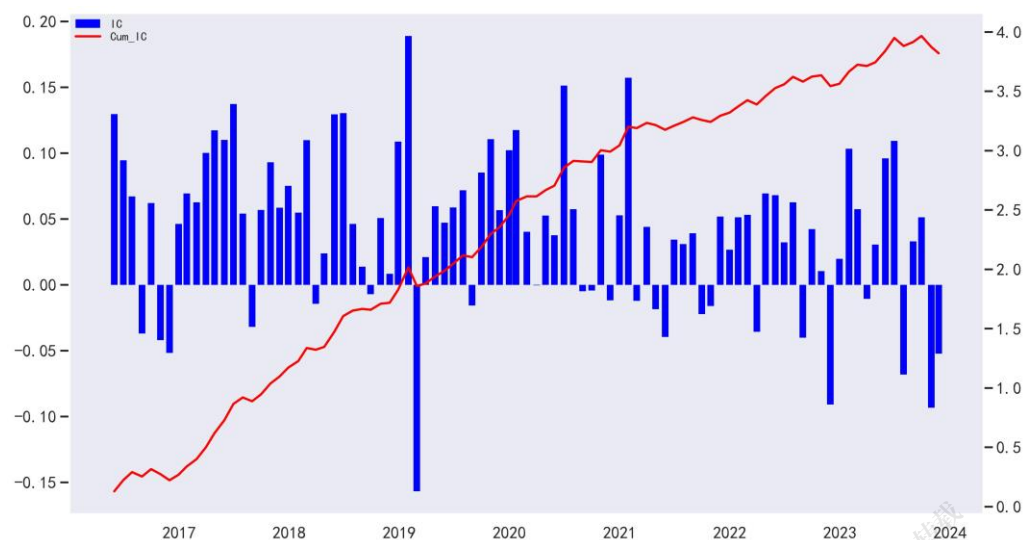
3.2. 特质盈利能力因子测试

本节对上节中计算的特质盈利能力因子进行 IC 测试和分层回测，用于测试因子的选股能力。因子测试的参数如下：

- (1) 测试区间：2016.4.29-2023.11.24；
- (2) 样本空间：剔除 ST、ST*、上市不足一年股票以及银行、非银行金融、综合金融三个行业的股票后的全部 A 股。
- (3) 是否中性化：行业市值中性化（中信一级行业）；
- (4) 基准：全部样本的等权组合；
- (5) IC 类别：Spearman 相关系数；
- (6) 调仓频率：每月底按收盘价调仓；
- (7) 分层数量：5 层；
- (8) 交易费用：无；
- (9) 加权方式：等权。

回测结果如下：

图 2：特质盈利能力因子 IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 3：特质盈利能力因子分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 3：特质盈利能力因子业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	8.40%	21.07%	39.99%	0.40	0.21
基准	3.38%	21.15%	48.25%	0.16	0.07
超额	4.86%	2.68%	3.77%	1.81	1.29
多空	11.79%	4.53%	6.89%	2.61	1.71

数据来源：东北证券，wind

表 4：特质盈利能力因子分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	8.40%	3.38%	4.86%	1.81	1.29	11.79%	2.61	1.71
2016 年	18.22%	14.76%	3.02%	1.39	1.31	7.81%	2.06	2.64
2017 年	-4.29%	-13.59%	10.77%	4.98	15.64	21.33%	5.67	19.52
2018 年	-26.68%	-30.08%	4.86%	1.80	2.22	13.47%	2.79	3.64
2019 年	37.60%	27.72%	7.73%	2.69	2.38	12.82%	2.72	1.86
2020 年	29.13%	19.58%	7.99%	2.47	3.40	17.24%	3.34	5.37
2021 年	32.77%	28.21%	3.56%	1.28	1.58	9.66%	1.99	1.94
2022 年	-9.35%	-9.63%	0.32%	0.11	0.10	5.18%	1.09	1.08
2023 年	10.62%	10.72%	-0.09%	-0.04	-0.02	5.81%	1.56	1.26

注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

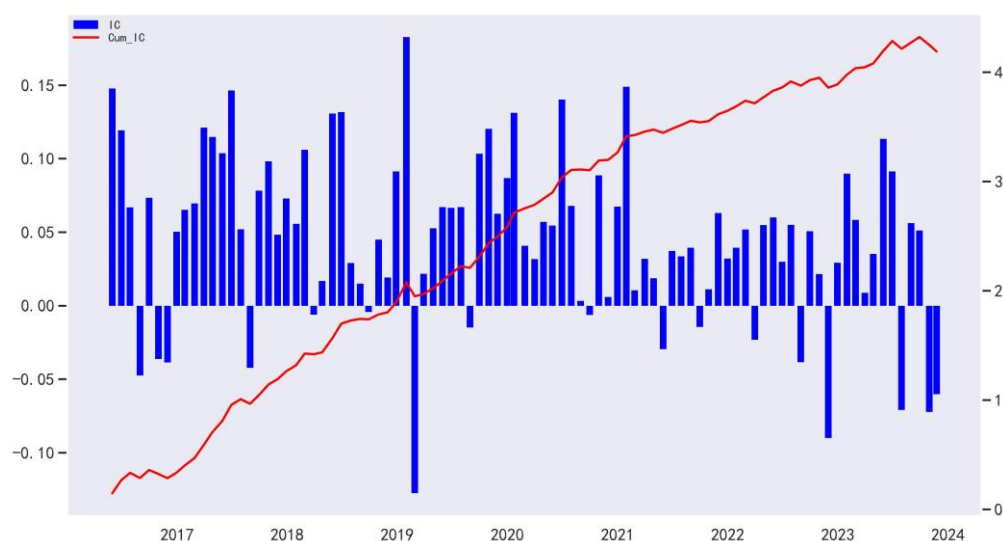
经 IC 测试与分层回测，我们发现公司的特质盈利能力因子相对于单季度 ROA 因子的选股效果有明显提升。特质盈利能力因子在全 A 中月度 RankIC 均值为 4.2%，ICIR 为 0.69，无论在预测能力还是预测能力的稳定性上相对于单季度 ROA 因子都有明显的提高。从分层回测的结果来看，特质盈利能力因子在全 A 中多头组合年化收益率为 8.40%，相对于全部样本等权的超额年化收益率为 4.86%，超额夏普比率为 1.81，超额卡玛比率为 1.29，超额收益较为稳定。特质盈利能力因子多空年化收益率为 11.79%多空夏普比率为 2.61，多空卡玛比率为 1.71。分五层的测试结果较为单调。

从分年度回测的结果上看，除了 2023 年特质性盈利能力的超额收益为负之外，特质盈利能力在其他年份基本上都取得了较为稳定的超额收益。

3.3. 特质盈利能力因子的改进与测试

考虑到同一个一级行业中不同赛道的股票盈利能力有所差异，因此特质盈利能力因子或许会有赛道上的偏离，比如同是食品饮料行业的公司，酒类和食品由于经营模式不同，ROA 也会有一定差异，所以我们重新思考了特质盈利能力因子的计算方法。若使用二级行业计算因子可以在一定程度上解决赛道偏离的问题，但是有些二级行业成分数量太少，在行业内做回归势必出现过拟合等问题。因此我们采用二级行业哑变量控制行业的因素对第二节中提到模型进行回归，求得残差结果便为我们改进之后的特质盈利能力因子，后面我们将对改进后的特质盈利能力因子进行测试，为方便描述，后文改进后的盈利能力因子我们统一称作特质盈利能力因子 2，对特质盈利能力因子 2 测试的参数与前文保持一致，以下是特质盈利能力因子 2 的回测结果。

图 4：特质盈利能力因子 2IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 5：特质盈利能力因子 2 分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 5：特质盈利能力因子 2 业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	9.73%	21.20%	37.61%	0.46	0.26
基准	3.33%	21.15%	48.27%	0.16	0.07
超额	6.19%	2.83%	3.61%	2.19	1.71
多空	13.42%	4.52%	7.00%	2.97	1.92

数据来源：东北证券，wind

表 6：特质盈利能力因子 2 分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	9.73%	3.33%	6.19%	2.19	1.71	13.42%	2.97	1.92
2016 年	20.60%	14.73%	5.11%	2.37	2.25	10.78%	2.97	3.65
2017 年	-2.70%	-13.61%	12.63%	5.80	17.41	23.63%	6.44	22.29
2018 年	-25.20%	-30.07%	6.96%	2.38	3.55	15.16%	3.15	4.37
2019 年	37.19%	27.73%	7.40%	2.43	2.07	14.23%	2.85	2.03
2020 年	30.83%	19.35%	9.62%	2.84	4.24	20.06%	3.82	6.15
2021 年	35.09%	27.99%	5.54%	1.77	2.26	12.44%	2.54	3.13
2022 年	-9.66%	-9.66%	0.00%	0.00	0.00	3.55%	0.79	0.78
2023 年	12.86%	10.73%	1.92%	0.86	0.53	7.17%	1.96	1.53

注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

经 IC 测试与分层回测，我们发现公司的特质盈利能力因子 2 相对于特质盈利能力因子的选股效果有一定提升。特质盈利能力因子 2 在全 A 中月度 RankIC 均值为 4.6%，ICIR 为 0.8，无论在预测能力还是预测能力的稳定性上相对于特质盈利能力因子都有明显的提高。从分层回测的结果来看，特质盈利能力因子在全 A 中多头组合年化收益率为 9.73%，相对于全部样本等权的超额年化收益率为 6.19%，超额夏普比率为 2.19，超额卡玛比率为 1.71，超额收益较为稳定。特质盈利能力因子 2 多空年化收益率为 13.42%多空夏普比率为 2.97，多空卡玛比率为 1.92。分五层的测试结果较为单调。

从分年度回测的结果上看，除了 2022 年特质盈利能力 2 的超额收益为 0 之外，在其他年份基本上都取得了较为稳定的超额收益。

3.4. 特质盈利能力因子 2 分域测试

特质盈利能力因子 2 是为了捕捉那些未被股价消化掉的公司非共性的盈利能力信息，这种能力是指公司特质的、难以被复制的盈利能力，可能包括公司的专利、管理者出色的管理能力、技术壁垒等等，我们很难直接量化公司的这些能力，于是采取剔除公司共性因素的方式间接表示。但是投资者或非量化的分析师可以盯住一家或几家公司挖掘这种信息，在这些公司中，我们相对难以获得超额收益，原因在于获取信息的滞后性以及分析的细致性。因此从有效市场的理论角度来讲，那些投资者博弈更多的大市值、分析师覆盖度更高的股票池中，我们较难利用特质盈利能力因子 2 获得超额收益，所以我们选取了市场上比较常见的几个宽基指数沪深 300（000300.SH）、中证 500（000905.SH）、中证 1000（000852.SH）和国证 2000（399303.SZ），在其成分内对特质盈利能力因子 2 进行回测，用以观察特质盈利能力因子 2 在不同市值的股票池中的表现。

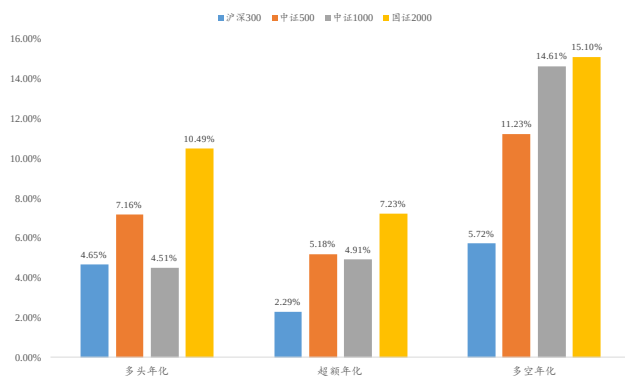
分域测试的参数如下：

- （1）测试区间：2016.4.29-2023.11.24；
- （2）样本空间：剔除 ST、ST*、上市不足一年股票以及银行、非银行金融、综合金融三个行业的股票后的指数成分。
- （3）是否中性化：在指数成分内行业市值中性化（中信一级行业）；
- （4）基准：全部样本的等权组合；
- （5）IC 类别：Spearman 相关系数；
- （6）调仓频率：每月底按收盘价调仓；
- （7）分层数量：5 层；
- （8）交易费用：无；

(9) 加权方式：等权。

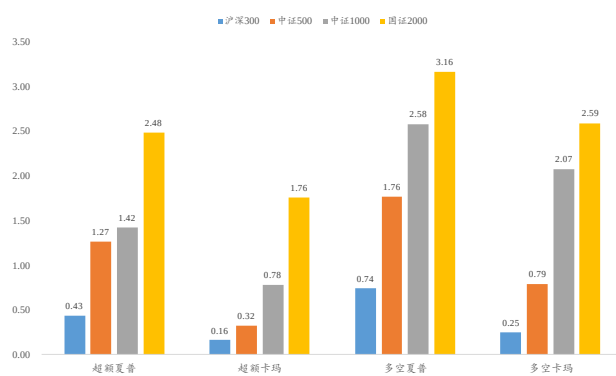
以下是特质盈利能力因子 2 分域测试的结果汇总。

图 6：特质盈利能力因子 2 分域测试收益对比



数据来源：东北证券，wind

图 7：特质盈利能力因子 2 分域测试业绩指标



数据来源：东北证券,wind

表 7：特质盈利能力因子 2 分域测试结果对比 (2016.04-2023.11)

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
沪深 300	4.65%	2.31%	2.29%	0.43	0.16	5.72%	0.74	0.25
中证 500	7.16%	1.88%	5.18%	1.27	0.32	11.23%	1.76	0.79
中证 1000	4.51%	-0.39%	4.91%	1.42	0.78	14.61%	2.58	2.07
国证 2000	10.49%	3.04%	7.23%	2.48	1.76	15.10%	3.16	2.59

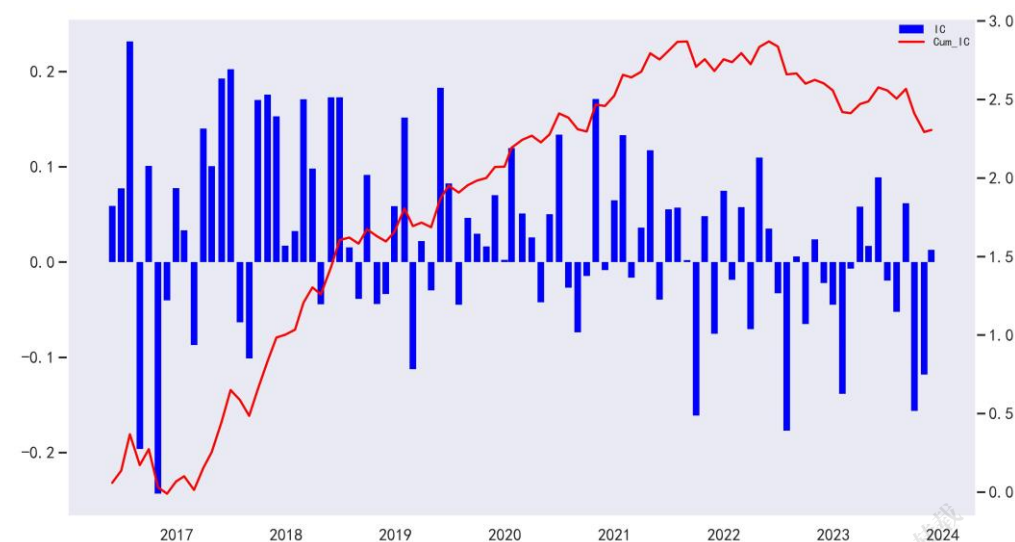
数据来源：东北证券，wind

特质盈利能力因子 2 分不同市值大小股票池的回测结果印证了我们的推论，特质盈利能力因子 2 的构建逻辑是剥离掉大家普遍关注的一些影响公司盈利能力的共性信息，进而去捕捉那些公司特有的、不易被其他公司复制的公司的特异盈利能力，特异盈利能力能够预测未来股价表现的底层原因是该信息还未被挖掘出来，因此我们才能获得超额收益。沪深 300 这种市值较大、分析师覆盖度比较高的股票池中的公司大多经过了投资者和分析师充分的研究和调研，因此这种信息未被股价消化的概率较小，所以因子在其中无效。但对于国证 2000、中证 1000 这些相对小市值的股票池，因其市值较小、关注度低，更容易出现错误定价，所以特质盈利能力因子 2 才可以在其中取得较为不错的选股效果。

下面是特质盈利能力因子分域测试的详细结果。

3.4.1. 特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的回测结果

图 8：特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的 IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 9：特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 8：特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	4.65%	19.18%	37.09%	0.24	0.13
基准	2.31%	18.37%	32.96%	0.13	0.07
超额	2.29%	5.31%	14.29%	0.43	0.16
多空	5.72%	7.72%	23.32%	0.74	0.25

数据来源：东北证券，wind

表 9：特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	4.65%	2.31%	2.29%	0.43	0.16	5.72%	0.74	0.25
2016 年	9.91%	9.83%	0.07%	0.02	0.01	2.04%	0.31	0.32
2017 年	27.81%	11.82%	14.30%	3.09	9.59	18.13%	2.52	6.87
2018 年	-24.58%	-26.61%	2.77%	0.49	0.36	13.46%	1.73	2.62
2019 年	37.92%	32.37%	4.20%	0.90	0.94	10.61%	1.38	1.30
2020 年	31.50%	28.48%	2.35%	0.42	0.48	11.47%	1.54	2.36
2021 年	10.48%	6.96%	3.29%	0.53	0.49	5.55%	0.57	0.41
2022 年	-20.66%	-19.58%	-1.35%	-0.24	-0.20	-7.13%	-0.94	-0.56
2023 年	-15.46%	-8.17%	-7.94%	-1.57	-0.93	-8.16%	-1.21	-0.83

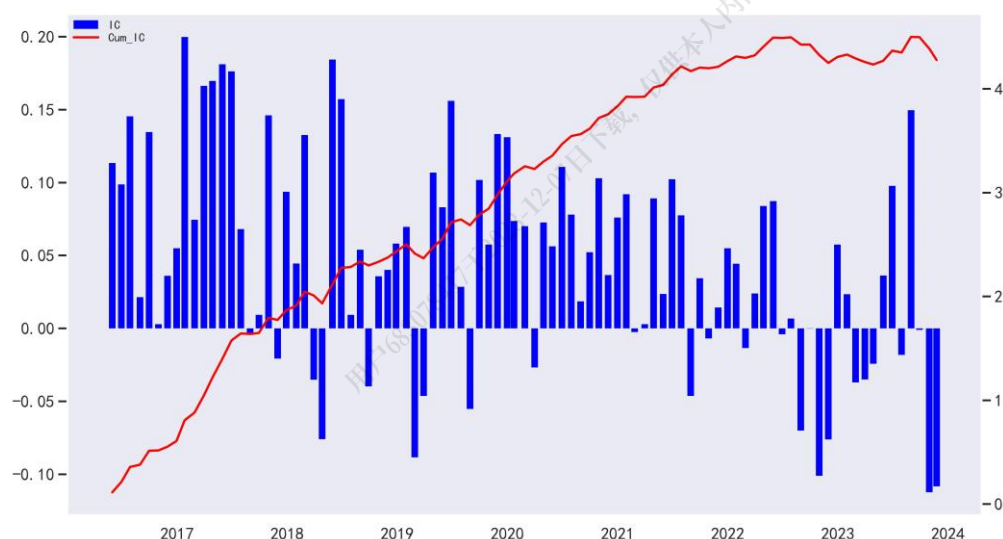
注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

与我们所预期的结果一致，特质性盈利能力因子虽然相较于单季度 ROA 因子的选股能力有所增强，但其在沪深 300 中的选股能力仍然有限。2016 年至今，特质盈利能力因子 2 在沪深 300 中的超额年化收益仅有 2.29%，并且在 2021 年 7 月以来因子超额净值和因子的多空净值都发生了较大的回撤。

3.4.2. 特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的回测结果

图 10：特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的 IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 11：特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 10：特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	7.16%	20.21%	35.93%	0.35	0.20
基准	1.88%	19.85%	40.66%	0.09	0.05
超额	5.18%	4.09%	16.13%	1.27	0.32
多空	11.23%	6.37%	14.26%	1.76	0.79

数据来源：东北证券，wind

表 11：特质盈利能力因子 2 在中证 500 中的分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	7.16%	1.88%	5.18%	1.27	0.32	11.23%	1.76	0.79
2016 年	20.84%	10.85%	9.01%	2.92	5.83	21.97%	4.39	15.20
2017 年	17.07%	-2.14%	19.64%	5.20	12.77	32.85%	5.59	16.61
2018 年	-27.28%	-31.19%	5.69%	1.52	2.14	12.25%	2.02	2.50
2019 年	34.42%	27.18%	5.69%	1.43	1.16	11.08%	1.72	1.45
2020 年	35.59%	19.36%	13.60%	3.12	6.64	16.01%	2.12	3.41
2021 年	28.06%	23.96%	3.31%	0.73	0.64	12.47%	1.90	2.64
2022 年	-20.16%	-13.61%	-7.58%	-1.61	-0.82	-7.55%	-1.18	-0.58
2023 年	-7.40%	-2.25%	-5.27%	-1.43	-0.88	-2.53%	-0.42	-0.47

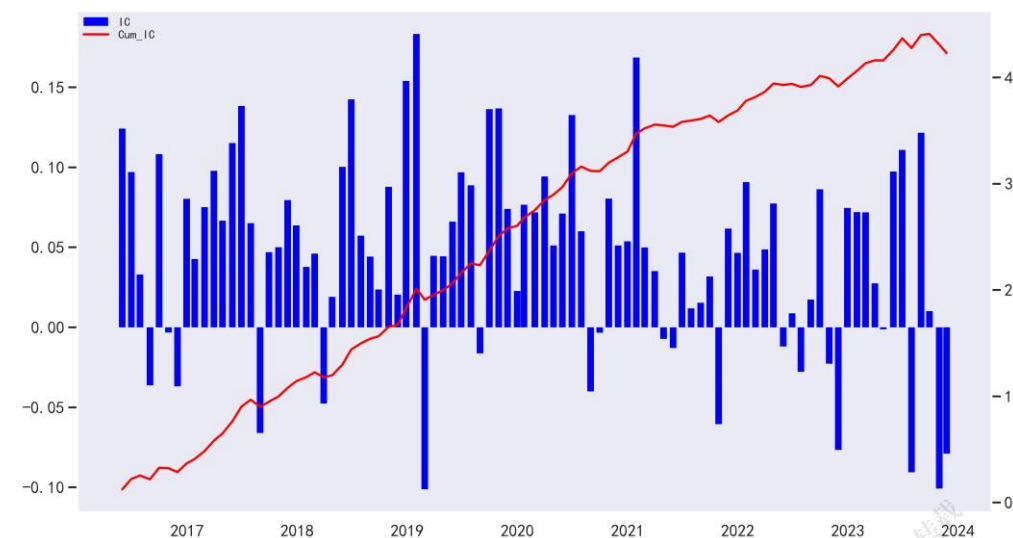
注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

特质盈利能力因子 2 在中证 500 中回测结果优于在沪深 300 中的回测结果，多头组合年化收益率为 7.16%，相对于中证 500 中的样本等权组合的超额年化收益率为 5.18%，超额夏普比率为 1.27，超额卡玛比率为 0.32，超额收益不稳定。特质盈利能力因子 2 多空年化收益率为 11.23%，多空夏普比率为 1.76，多空卡玛比率 0.79。但在 2021 年 6 月以来因子的多头超额发生了较大回撤。

3.4.3. 特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的回测结果

图 12：特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的 IC 测试结果 (2016.04-2023.11)



数据来源：东北证券，wind

图 13：特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的分层回测效果 (2016.04-2023.11)



数据来源：东北证券，wind

表 12：特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的业绩表现 (2016.04-2023.11)

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	4.51%	21.99%	44.71%	0.20	0.10
基准	-0.39%	22.04%	53.35%	-0.02	-0.01
超额	4.91%	3.46%	6.29%	1.42	0.78
多空	14.61%	5.67%	7.05%	2.58	2.07

数据来源：东北证券，wind

表 13：特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	4.51%	-0.39%	4.91%	1.42	0.78	14.61%	2.58	2.07
2016 年	12.73%	9.43%	3.01%	1.24	1.74	10.71%	2.51	4.28
2017 年	-10.01%	-17.16%	8.63%	3.29	5.90	16.78%	4.08	8.82
2018 年	-26.88%	-33.14%	9.35%	2.78	4.50	19.21%	3.36	4.79
2019 年	37.80%	27.35%	8.20%	2.13	2.74	18.37%	2.88	2.61
2020 年	28.23%	17.39%	9.24%	2.19	2.52	24.03%	3.56	4.94
2021 年	29.22%	27.61%	1.26%	0.33	0.28	11.92%	1.91	3.71
2022 年	-16.95%	-15.82%	-1.35%	-0.39	-0.29	8.44%	1.47	1.75
2023 年	3.38%	2.89%	0.47%	0.16	0.10	6.33%	1.27	1.14

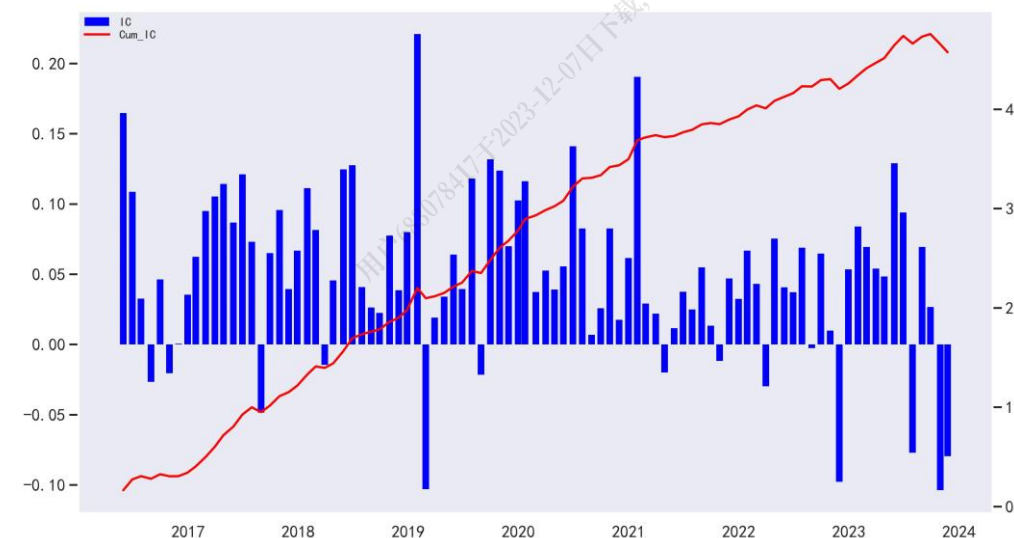
注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

在中证 1000 中，特质盈利能力因子 2 取得了较好的回测效果，从因子的多头组合来看，特质盈利能力因子 2 多头年化收益率为 4.51%。从因子多头超额来看，特质盈利能力因子 2 多头组合相对于中证 1000 中的样本等权组合的超额年化收益率为 4.91%，超额夏普比率为 1.42，超额卡玛比率为 0.78，超额收益较为稳定。从因子的多空组合来看，特质盈利能力因子 2 在中证 1000 中的多空组合年化收益率为 14.61%，多空夏普比率为 2.58，多空卡玛比率 2.07，因子多空组合收益比较稳定，且回撤较小，因次该因子在中证 1000 中较为有效。

3.4.4. 特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的回测结果

图 14：特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的 IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 15：特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

表 14：特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	10.49%	22.06%	41.58%	0.48	0.25
基准	3.04%	22.09%	51.52%	0.14	0.06
超额	7.23%	2.91%	4.11%	2.48	1.76
多空	15.10%	4.77%	5.83%	3.16	2.59

数据来源：东北证券，wind

表 15：特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	10.49%	3.04%	7.23%	2.48	1.76	15.10%	3.16	2.59
2016 年	24.76%	19.12%	4.73%	2.00	1.95	11.34%	2.84	4.01
2017 年	-8.86%	-18.22%	11.45%	5.62	23.53	20.47%	5.92	22.50
2018 年	-24.16%	-29.93%	8.23%	3.11	5.32	19.33%	4.17	8.14
2019 年	39.07%	26.87%	9.61%	3.15	4.72	15.82%	3.03	2.71
2020 年	31.43%	18.98%	10.46%	2.89	3.98	21.83%	3.85	6.44
2021 年	40.29%	32.10%	6.20%	2.10	2.98	12.62%	2.66	4.42
2022 年	-7.33%	-9.85%	2.79%	0.87	0.86	8.40%	1.61	1.63
2023 年	12.86%	9.13%	3.41%	1.17	0.83	9.93%	2.17	1.90

注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind

在国证 2000 中，特质盈利能力因子 2 取得了较好的回测效果，从因子的多头组合来看，特质盈利能力因子 2 多头年化收益率为 10.49%。从因子多头超额来看，特质盈利能力因子 2 多头组合相对于国证 2000 中的样本等权组合的超额年化收益率为 7.23%，超额夏普比率为 2.48，超额卡玛比率为 1.76，超额收益较为稳定。从因子的多空组合来看，特质盈利能力因子 2 在国证 2000 中的多空组合年化收益率为 15.10%，多空夏普比率为 3.16，多空卡玛比率 2.59，因子多空组合收益稳定性较强，并且回撤较小，因此该因子在国证 2000 中更为有效。

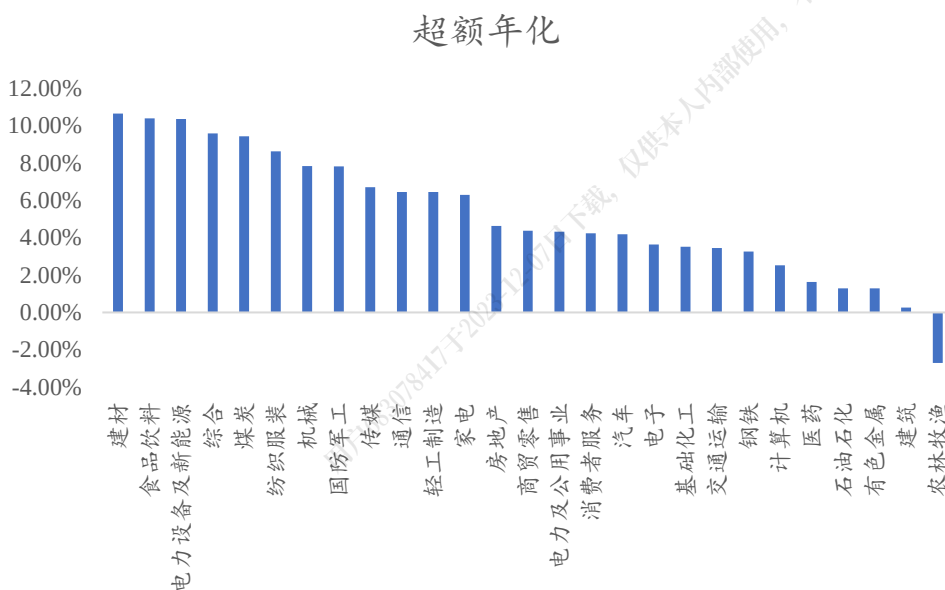
3.5. 特质盈利能力因子 2 分行业测试

不同行业对公司盈利能力的关注程度可能不尽相同，因此我们分行业对特质盈利能力因子 2 进行了测试，行业使用中信一级行业分类，考虑到有些行业成分数量较少，因此回测参数有一些调整，回测参数如下：

- (1) 测试区间：2016.4.29-2023.11.24；
- (2) 样本空间：剔除 ST、ST*、上市不足一年股票以及银行、非银行金融、综合金融三个行业的股票后的行业成分。
- (3) 是否中性化：在行业内做市值中性化；
- (4) 基准：每个行业内样本的等权组合；
- (5) IC 类别：Spearman 相关系数；
- (6) 调仓频率：每月底按收盘价调仓；
- (7) 分层数量：3 层；
- (8) 交易费用：无；
- (9) 加权方式：等权。

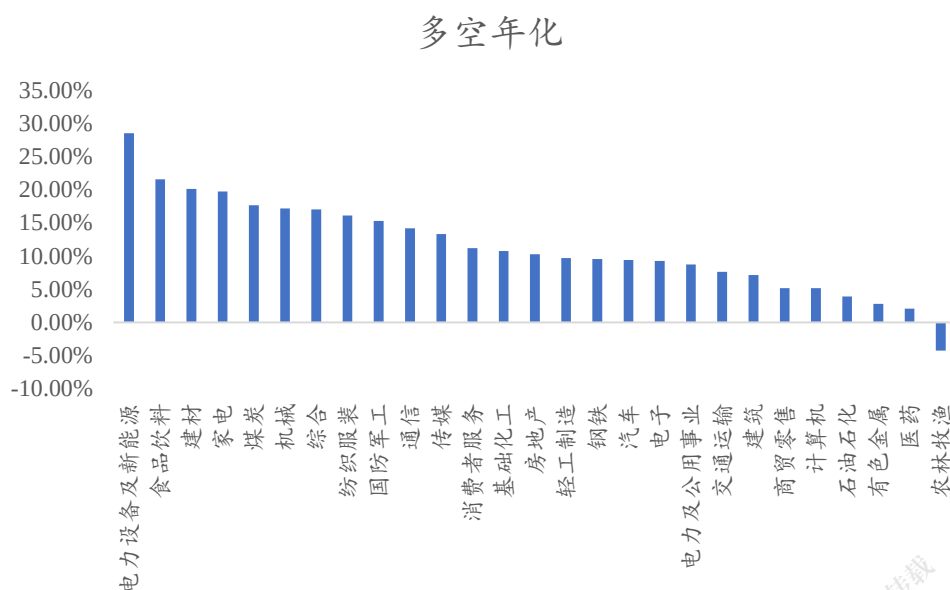
以下是特质盈利能力因子 2 分行业测试的回测结果。

图 16：特质盈利能力因子 2 分行业回测超额年化收益排序（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

图 17：特质盈利能力因子 2 分行业回测多空年化收益排序（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind

基于特质盈利能力分行业回测的结果，本文发现特质盈利能力因子 2 在大多数一级行业中有着较为不错的选股效果，综合因子在行业内的多头超额收益和多空超额收益来看，特质盈利能力因子 2 在建材、食品饮料、电力设备及新能源等行业表现最优，在建筑、农林牧渔、有色金属等行业表现较差。

表 16：特质盈利能力因子 2 分行业回测业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
建材	14.08%	51.64%	10.66%	1.01	0.74	20.09%	1.00	0.87
食品饮料	20.52%	83.17%	10.39%	1.49	1.08	21.58%	1.66	1.43
电力设备及新能源	11.51%	44.15%	10.37%	1.41	0.94	28.52%	2.12	1.77
综合	-0.14%	-0.52%	9.59%	0.65	0.37	17.05%	0.61	0.42
煤炭	18.71%	57.25%	9.44%	1.21	1.06	17.64%	1.18	0.95
纺织服装	6.03%	28.91%	8.63%	0.78	0.32	16.11%	0.77	0.35
机械	7.13%	30.36%	7.84%	1.06	0.40	17.17%	1.32	0.59
国防军工	7.57%	24.79%	7.82%	0.99	0.53	15.27%	1.04	0.57
传媒	-1.48%	-5.26%	6.71%	0.82	0.35	13.32%	0.91	0.45
通信	1.44%	4.75%	6.45%	0.72	0.41	14.20%	0.88	0.57
轻工制造	-0.80%	-3.49%	6.45%	0.68	0.47	9.67%	0.54	0.29
家电	7.51%	31.80%	6.30%	0.65	0.36	19.72%	1.09	0.73
房地产	-1.70%	-7.61%	4.64%	0.69	0.41	10.25%	0.82	0.70
商贸零售	-2.31%	-11.15%	4.38%	0.52	0.24	5.17%	0.33	0.15
电力及公用事业	1.58%	8.34%	4.33%	0.79	0.45	8.72%	0.85	0.55
消费者服务	-4.12%	-15.36%	4.23%	0.31	0.13	11.21%	0.46	0.21
汽车	7.17%	29.92%	4.18%	0.55	0.25	9.42%	0.66	0.26
电子	8.68%	30.34%	3.64%	0.57	0.25	9.26%	0.78	0.45
基础化工	5.09%	20.28%	3.52%	0.51	0.19	10.73%	0.85	0.41
交通运输	2.14%	11.93%	3.44%	0.61	0.23	7.63%	0.74	0.40
钢铁	7.17%	24.43%	3.27%	0.37	0.15	9.57%	0.59	0.34
计算机	-0.28%	-0.98%	2.52%	0.39	0.14	5.16%	0.44	0.17
医药	6.16%	26.32%	1.63%	0.30	0.07	2.09%	0.21	0.06
石油石化	5.62%	22.57%	1.29%	0.13	0.04	3.88%	0.22	0.09
有色金属	5.00%	17.15%	1.28%	0.18	0.09	2.78%	0.22	0.14
建筑	-4.90%	-20.55%	0.26%	0.03	0.01	7.15%	0.49	0.22
农林牧渔	-2.79%	-11.13%	-2.71%	-0.28	-0.06	-4.25%	-0.25	-0.07

数据来源：东北证券，wind

3.6. 特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性

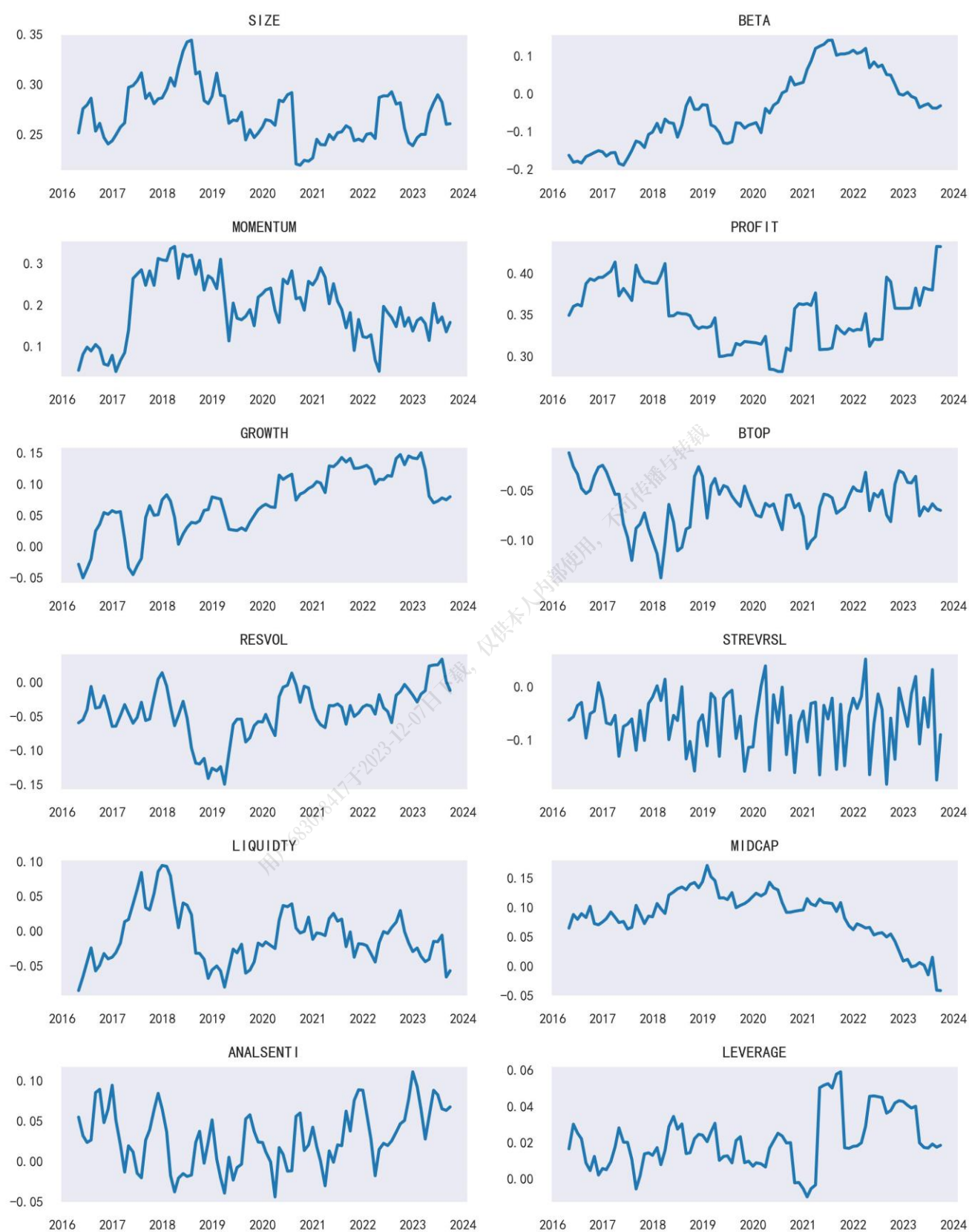
为验证特质盈利能力因子 2 对于多因子组合的信息增益效果，本节我们检验了因子与一些常见 Barra 风格因子的 spearman 秩相关性，相关性分析结果下表所示。特质盈利能力因子 2 与除市值和盈利能力之外的常见的 Barra 风格因子相关性较低，相关系数均值均在 20% 以下，总体来看与市值和盈利能力因子的相关性相对较高。对于与市值相关性较高的处理我们在因子测试时剥离了市值因素。

表 17：特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性

	相关性均值	相关性中位数	相关性 25%分位数	相关性 75%分位数
市值	0.30	0.29	0.28	0.31
贝塔	-0.04	-0.03	-0.12	0.03
动量	0.20	0.20	0.14	0.27
盈利能力	0.37	0.37	0.34	0.40
成长	0.08	0.08	0.04	0.13
估值	-0.06	-0.06	-0.08	-0.05
残余波动率	-0.05	-0.05	-0.07	-0.03
短期反转	-0.06	-0.06	-0.10	-0.02
流动性	-0.02	-0.02	-0.04	0.01
中市值	0.08	0.09	0.06	0.11
分析师情绪	0.03	0.03	0.00	0.05
杠杆	0.02	0.02	0.01	0.03

数据来源：东北证券，wind，通联数据

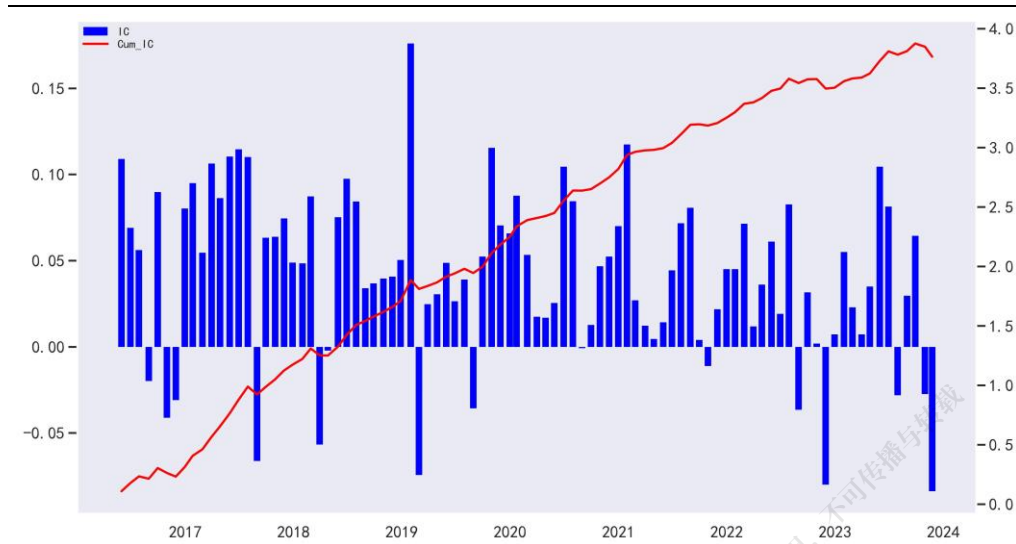
图 18：特质盈利能力因子 2 与 Barra 风格因子的相关性时序图



数据来源：东北证券，wind，通联数据

另外，特质盈利能力因子 2 与 Barra 的盈利能力因子相关性较高，因此我们对特质盈利能力因子 2 做了正交 Barra 盈利能力因子的操作，正交化后的特质盈利能力因子 2 称作纯净特质盈利能力因子 2。然后再测试因子的选股能力，以下是纯净特质盈利能力因子 2 的测试结果：

图 19：纯净特质盈利能力因子 2 的 IC 测试结果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind，通联数据

图 20：纯净特质盈利能力因子 2 的分层回测效果（2016.04-2023.11）



数据来源：东北证券，wind，通联数据

表 18：纯净特质盈利能力因子 2 的业绩表现（2016.04-2023.11）

	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
多头组	9.07%	21.34%	39.76%	0.42	0.23
基准	3.33%	21.15%	48.27%	0.16	0.07
超额	5.55%	2.29%	2.35%	2.43	2.37
多空	12.47%	3.96%	4.46%	3.15	2.79

数据来源：东北证券，wind，通联数据

表 19：纯净特质盈利能力因子 2 分年业绩表现（2016.04-2023.11）

	多头年化	基准年化	超额年化	超额夏普	超额卡玛	多空年化	多空夏普	多空卡玛
全区间	9.07%	3.33%	5.55%	2.43	2.37	12.47%	3.15	2.79
2016 年	19.21%	14.73%	3.90%	2.19	2.58	10.20%	3.01	3.94
2017 年	-4.21%	-13.61%	10.88%	5.81	15.65	21.56%	6.62	14.45
2018 年	-26.11%	-30.07%	5.66%	2.35	2.58	11.34%	2.89	3.18
2019 年	34.54%	27.73%	5.33%	2.49	2.82	10.29%	2.77	2.30
2020 年	30.16%	19.35%	9.06%	3.24	5.95	17.68%	4.21	11.49
2021 年	36.29%	27.99%	6.48%	2.47	3.64	15.05%	3.13	5.76
2022 年	-8.04%	-9.66%	1.79%	0.73	0.77	7.38%	1.67	1.78
2023 年	11.40%	10.73%	0.60%	0.36	0.28	5.57%	1.65	1.66

注：其中 2016 年数据为 20160409 起始，2023 年数据于 20231124 截止。

数据来源：东北证券，wind，通联数据

在剥离 Barra 的盈利能力风格因子后，纯净特质盈利能力因子 2 仍然有较好的选股效果。纯净特质盈利能力因子 2 在全 A 中月度 RankIC 均值为 4.14%，ICIR 为 0.84，从分层回测的结果来看，纯净特质盈利能力因子 2 在全 A 中多头组合年化收益率为 9.07%，相对于全部样本等权的超额年化收益率为 5.55%，超额夏普比率为 2.43，超额卡玛比率为 2.37，超额收益较为稳定。纯净特质盈利能力因子 2 多空年化收益率为 12.47%，多空夏普比率为 3.15，多空卡玛比率为 2.79。因此纯净特质盈利能力因子 2 仍然有非常稳定的选股能力，并且可以为多因子组合带来信息增益。

4. 总结

盈利能力是指企业赚取利润的能力，是企业管理人管理能力、营销能力和决策能力的综合体现。无论投资者、企业债权人，还是企业经理人员都日益关注企业的盈利能力，高的盈利能力是上市公司永续发展的基础。盈利能力是分析师和投资者进行公司研究时的关键考虑因素，盈利能力也是基本面分析的关键一环。

然而随着投资者对于公司盈利能力愈发关注，公司盈利能力的信息也大都反映到股价中，因此近年来高盈利能力的公司股票较难取得超额收益，基于高盈利能力的投资策略的超额收益也发生了较大回撤。2016 年 4 月至 2023 年 11 月期间，单季度 ROA 因子多头组合年化收益 4.71%，夏普比率 0.22，卡玛比率 0.12。整体风险回报比较低。超额年化收益 2.36%，夏普比率 0.55，卡玛比率 0.11，超额回撤较大，最大回撤 21.03%。这体现了高盈利能力的公司股票预期已充分消化，股票估值过高，因此表现不佳。

若想利用企业的盈利能力获取持续的超额收益，我们必须寻找那些盈利信息未被市场消化、盈利信息在投资者预期之外的股票。本文以特质盈利能力因子选取此类股票。所谓公司的特质盈利能力，是指公司特有的，不易被复制的获取利润的能力。这可能包括公司管理层出色的管理能力、公司特有的资源、技术壁垒、专利等等，本文试图在公司总体的盈利能力中剥离掉公司共有的盈利驱动因素后得到的差值作为公司特质盈利能力的代理变量，以此间接的衡量公司的特质盈利能力。

改进的特质盈利能力因子在全 A 中有着较为不错的选股效果，其选股能力相对于单季度 ROA 因子有着较大的提升。特质盈利能力因子在全 A 中月度 RankIC 均值为 4.6%，ICIR 为 0.8，IC 的大小和稳定性都有所提高。从分层回测的结果来看，特质盈利能力因子在全 A 中多头年化收益率为 9.73%，相对于全部样本等权的超额年化收益率为 6.19%，超额夏普比率为 2.19，超额卡玛比率为 1.71，超额收益较为稳定。特质盈利能力因子 2 多空年化收益率为 13.42%多空夏普比率为 2.97，多空卡玛比率为 1.92。分五层测试结果较为单调。

分域测试方面，特质盈利能力因子在沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 中分别测试的结果选股能力递增，在沪深 300 中选股能力较差，在国证 2000 中选股能力较好。这说明特质盈利能力因子在小市值、分析师覆盖度比较低的股票池中选股更为有效。

分行业测试方面，综合因子在行业内的多头超额收益和多空超额收益来看，特质盈利能力因子在建材、食品饮料、电力设备及新能源等行业表现最优，在建筑、农林牧渔、有色金属等行业表现较差。

因子与除了盈利能力之外的常见 Barra 风格因子的相关性较低，并且剥离 Barra 盈利能力风格因子的特质盈利能力因子也有着较为稳定的选股效果，说明其能够为我们的多因子模型提供增量信息。

5. 风险提示

以上分析均基于模型结果和历史测算，存在的风险点有：海外市场波动风险，宏观数据、政策变化风险，模型失效风险。

研究团队简介:

王琦: 帝国理工学院数学与金融荣誉硕士，南开大学统计学学士。2021 年加入东北证券上海证券研究咨询分公司任金融工程首席分析师，研究方向为金融工程。曾任职于兴业财富资产管理有限公司，任 FOF 投资经理。

贾英: 伦敦大学学院金融数学硕士，厦门大学数学与应用数学本科。2022 年加入东北证券，研究方向为因子选股，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程组研究助理。

张栋梁: 复旦大学金融硕士，南京大学金融学本科。2022 年加入东北证券，研究方向为因子选股，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程研究助理。

王国鑫: 伦敦国王学院金融数学荣誉硕士，武汉大学金融学本科。2023 年加入东北证券，研究方向为量化择时、行业轮动，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程组研究人员。

江雨航: 加州大学洛杉矶分校金融工程硕士，南开大学理学/经济学学士。2023 年加入东北证券，研究方向为量化固收策略，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程组研究人员。

田靖航: 北京大学金融硕士，上海财经大学经济学学士。2023 年加入东北证券，研究方向为基金研究，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程组研究人员。

刘显亨: 北京大学计算机硕士，北京航空航天大学工学学士。2023 年加入东北证券，研究方向为机器学习与衍生品量化研究，现任东北证券上海证券研究咨询分公司金融工程组研究人员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

