

金融工程研究

综合质量因子的思考与构建：多维度重构与行业分层——风格投资新范式系列研究之一

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹春晓 登记编号：S1220522030005

刘洋 登记编号：S1220522100001

邓璐 登记编号：S1220523080003

相关研究

《今年以来基本面类风格因子表现强势，关注半年报业绩披露期的投资机会》2024.07.07

《股债收益差突破+1倍均值标准差，关注半年报业绩披露期的投资机会》2024.06.30

《北向资金与主动权益基金聚焦电子行业，市场主线或逐渐浮现》2024.06.23

《2023年以来ETF市场发展复盘及产品布局思考》2024.06.17

《成交量激增与骤降时刻的对称性与“一视同仁”因子构建——多因子选股系列研究之十八》2024.05.23

《2024年6月沪深300、中证500等指数成分调整预测》2024.05.14

一、质量界定：多维度因子组合

在现代金融市场理论中，质量因子通常被视为一个多维度的因子组合，对于如何准确度量质量因子，学界及业界存在较大分歧。随着我国经济从“高增长”阶段转向“高质量发展”阶段，投资者需重新审视质量因子的内涵。

国内质量风格指数构建的共同特点包括：注重盈利和财务杠杆，但忽视了现金流质量、盈利稳定性、投资能力和股东回报。传统质量指数如MSCI中国A股国际公司质量指数等受食品饮料和医药行业表现的影响较大，在牛市年份表现较好，但自2021年以来收益持续不佳。

深入分析国内质量主题基金与质量风格指数的定义差异，我们发现质量主题基金不仅考虑行业成长空间、商业模式、管理层能力和企业社会责任等定性因素，更注重所处行业的景气度和成长性。

我们认为，质量因子的定义应根据行业周期的不同阶段进行调整。例如企业处于初创和成长期时，盈利指标不应作为评价企业质量的关键标准。而对于成熟或衰退期的企业，稳定且高水平的盈利更能反映其高质量特点。

二、质量新构：重视治理与股东回报，区分成长、成熟、金融行业

结合国内外主流的质量因子构建方法和中国市场特点，我们重新梳理并构建了一套多维度的质量因子框架。结合备选指标的回测效果，我们认为高质量企业应具备以下特征：盈利能力高、稳定性高、盈利质量高、现金流质量高、投资能力高、股东回报高、公司治理好。此外，不同行业应根据其属性调整质量因子，以更准确地反映高质量企业的收益特征。

我们使用综合质量因子构建股票组合，分析不同加权方式下的收益表现，并与传统质量指数进行比较。等权和因子得分加权的组合年化收益最高，分别为19.31%和19.30%，带有权重上限的自由流通市值加权上限10%和自由流通市值乘以质量得分加权上限10%两个组合，虽然收益表现低于等权组合，但年化收益仍然高于MSCI质量指数并且回撤也较小。

进一步，我们依据综合质量因子构建高质量股票池，并结合估值、成长、分析师、波动率、流动性以及特色量价等因子构建多因子质量优选股票组合，自2015年以来组合年化收益为22.92%，同期中证800指数年化收益-0.39%，800质量指数年化收益3.28%，组合相较中证800指数年化超额收益为23.30%，相较800质量指数年化超额19.64%。

风险提示

本报告基于历史数据分析，不构成任何投资建议；受宏观经济环境、市场风格变化等因素影响，股票的业绩存在一定的波动可能风险；股票因子未来可能会失效。

正文目录

1 质量界定：多维度因子组合	4
1.1 质量因子的历史研究与实证应用	4
1.2 国内现有质量产品的界定和特点	5
1.3 传统质量指数表现和特征	9
1.4 市场出现的新变化	11
1.5 行业周期对应的质量定义差异	14
2 质量新构：重视治理与股东回报，区分成长、成熟、金融行业	16
2.1 行业分层下质量指标的分类回测效果	17
2.2 综合质量因子的构建与回测	18
2.3 综合质量因子组合相较于传统质量指数优势较为明显	20
2.4 质量优选股票组合构建	22
3 风险提示	23

图表目录

图表 1: Barra CNE6 模型中的质量因子构建指标	4
图表 2: 《What is Quality?》中的质量因子指标测试	5
图表 3: 国内质量主题被动基金的跟踪指数信息	6
图表 4: 国内质量主题权益基金对于质量的界定	8
图表 5: MSCI 质量指数行业分布	10
图表 6: MSCI 质量指数风格暴露	10
图表 7: MSCI 质量指数自 2018 年以来的收益走势	10
图表 8: 食品饮料行业 ROE 和营收增速指标 (%)	11
图表 9: 医药生物行业 ROE 和营收增速指标 (%)	11
图表 10: 2020 年以来风格因子多空累计净值走势	11
图表 11: MSCI 质量指数估值走势	11
图表 12: 近期高质量发展和股东回报的政策梳理	12
图表 13: 部分基金 2023 年年报中对于市场变化的看法	13
图表 14: 成长期和成熟期企业的具体财务指标特征	14
图表 15: 成长期和成熟期划分所用指标	15
图表 16: 成长和成熟申万二级个数统计	15
图表 17: 最新一期部分成长行业和成熟行业示例	15
图表 18: 质量因子构建的备选指标	16
图表 19: 质量备选指标的分类行业回测效果	17
图表 20: 部分质量备选指标的秩相关性	18
图表 21: 综合质量因子的指标构成	18
图表 22: 质量因子测试	19
图表 23: 质量因子十分组及多空对冲净值走势	19
图表 24: 质量因子分组表现	20
图表 25: 质量因子在不同行业内的 Rank IC 均值	20
图表 26: 不同股票加权方式的计算说明	21
图表 27: 不同股票加权方式的前五大股票占比	21
图表 28: 不同股票加权方式的前三大行业占比	21
图表 29: 不同股票加权方式的净值走势	22
图表 30: 不同股票加权方式的收益表现	22
图表 31: 高质量股票池内主要选股因子表现测试	22
图表 32: 质量优选股票组合历史表现	23
图表 33: 质量优选股票组合分年度业绩表现	23
图表 34: 质量优选组合历史持仓行业分布	23
图表 35: 最新质量优选组合行业分布	23

1 质量界定：多维度因子组合

1.1 质量因子的历史研究与实证应用

高质量企业指的是那些在其所在行业或市场中表现出优越的经营效能和财务表现的公司。这些企业通常具有卓越的盈利能力、强劲的市场地位、高品质的产品服务、健全的财务结构、高效的管理团队和健全的治理机制等特征。高质量企业能够为投资者提供稳定而可靠的回报，同时具备良好的未来发展前景。

质量因子是金融市场中分析股票投资价值的关键因素之一。质量因子的研究历史可以追溯到 20 世纪 40 年代，投资界泰斗本杰明·格雷厄姆首次明确指出，公司的质量是实现成功价值投资的关键因素。自此质量因子成为资产定价与投资策略研究的重要内容。从理论到实践，质量因子在资产定价模型中的地位逐步得到强化。尤其是自 20 世纪 60 年代 Sharpe 提出 CAPM 模型后，学者们基于这一框架，进一步拓展了研究视野。1990 年代，Asness 等在资产定价理论中引入“质量”概念，他们从盈利性、成长性、安全性和股利分配等多维度定义了股票的质量，并提出了以 QMJ (quality minus junk) 为代表的质量因子。

后续随着研究的深入，**质量因子的研究趋向更加细致和多元化**，然而关于如何准确度量“质量”，研究者们普遍存有较大差异。例如 Barra CNE6 模型中，质量因子由杠杆率、盈利变动率、盈利质量、盈利能力与投资质量等五个二级因子构成。这种综合性的因子模型不仅考虑了公司的盈利能力和盈利质量，还将公司的资本结构和投资策略也纳入评估体系中。然而该模型并未考虑股票的分红和成长情况，而是将其作为单独的一级因子，体现他们对于质量的一种理解。

图表1:Barra CNE6 模型中的质量因子构建指标

财务维度	财务分析指标	财务维度	财务分析指标
盈利能力 (Profitability)	资产周转率	投资能力 (Investment Quality)	总资产增长率
	总资产收益率		发行股份增长率
	资产毛利率		资本支出增长率
盈利变动率 (EarningsVariability)	销售毛利率	杠杆率 (Leverage)	市场杠杆率
	收入变动率		账面杠杆率
	盈利变动率		资产负债率
	现金流变动率	盈利质量 (EarningsQuality)	资产负债表盈余
	预测每股收益变动率		现金流盈余

资料来源：Barra CNE6，方正证券研究所

Hsu、Kalesnik 和 Kose 在其作《What is Quality?》中对现有的主流质量因子进行了系统的整理，现有主流质量因子涵盖盈利能力、盈利稳定性、投资能力、资本结构、盈利成长性、会计质量、派息/摊薄七大维度指标。

- 1) **盈利能力**：作为衡量企业质量的最常用指标，盈利能力通常以净资产收益率 (ROE) 和毛利率等指标为主。著名的 Fama-French 五因子模型及 Q 因子模型中都将盈利能力作为核心因子，并证明了其对未来股票回报的正向预测能力。
- 2) **盈利稳定性**：这一指标反映了企业盈利的波动性和可预测性。部分学者认为盈利稳定性与低风险（低贝塔）投资有重叠。
- 3) **投资能力**：投资能力体现了企业资本分配的效率，通常以资产和资本支出增长来衡量。
- 4) **资本结构**：包括财务杠杆等在内的资本结构指标，其与股票未来收益之间的关系尚无定论。
- 5) **盈利增长**：通常以营收或利润增长率来刻画，该因子旨在捕捉公司未来扩张的潜力。

- 6) **会计质量**：也称盈利质量，高会计质量通常意味着公司财务报告的真实与透明，反之则可能存在操纵利润的风险。研究显示，会计质量低下可能预示着企业未来收益的不确定性。
- 7) **派息/摊薄**：企业的分红政策和股权发行行为可体现其对股东价值的重视。历史研究表明股票分红与未来股票收益呈正相关，而频繁股权发行则可能导致摊薄效应，从而影响股票价格。

Hsu、Kalesnik 和 Kose 在对多个质量指标进行测试后发现，在美国等发达国家市场中，盈利能力、会计质量和派息/摊薄等维度下多个指标能带来额外的显著回报，而盈利稳定性、资本结构和盈利增长没有充分的证据表明可以带来显著的超额收益。

值得注意的是，这篇论文中将盈利增长视为质量指标之一，尽管其收益效果不佳。然而，我们认为将盈利增长视为成长因子可能更为恰当。成长因子侧重于评估企业未来扩张的潜力，而非当前的质量和稳定性。因此，在评估公司的成长性时，盈利增长这一维度或许更具有参考价值。

图表2:《What is Quality?》中的质量因子指标测试

财务维度	财务分析指标	Tstat	Alpha Tstat	SR Tstat	财务维度	财务分析指标	Tstat	Alpha Tstat	SR Tstat
盈利能力 (Profitability)	营业盈利性	2.67	3.5	4.45	盈利增长 (Profitability Growth)	长期毛利润变化	3.5	2.95	2.75
	毛利润	4.25	5.94	6.17		长期现金流盈利变化	1.71	1.76	1.71
	股本回报率	2.92	4.56	4.62		长期股本回报率变化	1.31	2	1.96
	总资产回报率	2.96	5.49	5.74		长期总资产回报率变化	0.62	1.26	0.92
	投资回报率	3.28	5.12	4.85		长期毛利率变化	0.63	1.1	0
	现金流盈利性	3.3	5.27	5.9		短期资产周转率变化	4.25	3.63	4.34
	毛利率	2.01	3.76	2.54		年度派息变化	-1.38	0.35	-0.81
盈利稳定性 (Earnings Stability)	每股收益增长稳定性	4.76	6.23	5.94	会计质量 (Accounting Quality)	年度每股收益变化	-2.37	-1.07	-1.06
	每股派息增长稳定性	1.61	3.33	0.1		应计项目	3.51	3.29	3.46
	毛利润稳定性	-1.51	-2.52	-0.13		应计项目2	2.54	1.77	2.82
	现金流盈利稳定性	-0.53	-0.61	1.71		净营运资产	3.28	3.66	4.09
	毛利率稳定性	-0.27	-0.46	1.53		短期应计项目变化	3.07	2.41	2.77
投资 (Investment)	低资产增长	2.65	2.26	3.94	派息/摊薄 (Payout/Dilution)	股权发行	2.68	3.46	5.11
	低账面增长	1.35	0.85	2.47		债务发行	3.31	2.05	3.57
	低资本支出增长	2.96	1.9	2.83		总派息	1.39	3.11	4.61
	低固定资产增长	2.41	1.75	3.66		净派息	0.67	1.42	3.39
资本结构 (Capital Structure)	总杠杆	-0.62	0.23	0.08					
	负债/股本比率	0.86	3.06	2.03					
	财务杠杆	-0.6	0.82	-0.36					

资料来源：《What is Quality?》，方正证券研究所

现代金融市场中，质量因子通常被视为一个多维度的因子组合。通过对上述研究的分析可见，虽然部分因子与回报溢价显著相关，但并非所有理论上定义的质量因子都能在实证研究中得到支持。因此，我们不应仅仅依赖于理论定义，而应结合实证研究成果，特别是在中国 A 股市场的具体环境中，我们需要结合实际情况重新审视和定义质量因子的维度和指标。后续的研究中我们将侧重于如何筛选有效的因子，以及如何将这些因子组合构建出一个适应 A 股市场特征、能够稳健预测股票回报的综合质量指标体系。

1.2 国内现有质量产品的界定和特点

通过分析国内现有公募产品对质量的定义，我们可以洞察过去市场对于质量的理解和定义。目前国内关于质量因子的指数产品数量有限，并且这些产品多为“质量+”策略产品，而纯质量因子的指数产品数量较少。这些产品主要跟踪中证 500 质量成长指数、沪深 300 质量成长低波动指数等，此外虽然中证质量成长、标普中国 A 股质量价值指数没有相应的跟踪指数产品，但其编制方案也体现了其对质量的不同理解。从现有的指数构建指标来看，中证 500 质量成长指

数、沪深 300 质量成长低波动指数、中证质量成长指数均选择**盈利、成长、盈利质量和财务杠杆**四个维度构建质量指标。红利质量指数则是先筛选分红较高的样本，然后基于**盈利、盈利质量**等指标筛选高质量股票。而 MSCI 中国 A 股国际公司质量指数（以下简称 MSCI 质量指数）与标普中国 A 股质量价值指数采用**ROE、财务杠杆和盈利波动率或应计项目比率**作为指标。

图表3: 国内质量主题被动基金的跟踪指数信息

指数名称	MSCI 中国 A 股国际公司质量指数(人民币)	中证质量成长指数	中证500质量成长指数	沪深300质量成长低波动指数	中证红利质量指数	标普中国 A 股质量价值指数
代码	707717.LMI	930855.CSI	930939.CSI	931375.CSI	931468.CSI	SPQVCP.SPI
指数简称	MSCI 中国 A 股国际公司质量(人民币)	CS 质量	500 质量	300 质量低波	红利质量	标普中国 A 股质量价值指数
发布日期	2015/8/27	2016/7/12	2016/11/21	2019/11/25	2020/5/21	2017/9/29
成分个数	50	100	100	50	50	100
指数简介	MSCI 中国 A 股国际公司质量指数基于包含 MSCI 中国全股指数的 A 股成分的大、中盘的 MSCI 中国 A 股国际指数构建。该指数通过 3 个主要的指标筛选出高质量增长的公司：较高的 ROE、稳定的收益增长和较低的财务杠杆。	从沪深 A 股中选取 100 只流动性好、盈利能力高且可持续、现金流量较为充沛且兼具成长性的股票作为指数样本。以反映沪深 A 股市场盈利能力高且可持续、现金流量较为充沛且兼具成长性的股票的整体表现。	从中证 500 样本中选取 100 只流动性好、盈利能力高且可持续、现金流量较为充沛且兼具成长性的股票作为指数样本。以反映中证 500 指数样本中盈利能力高、盈利可持续、现金流量较为充沛且兼具成长性的股票的整体表现。	沪深 300 指数样本中选取 50 只盈利能力强、盈利可持续、现金流量较为充沛、兼具成长和低波动特征的上市公司股票作为指数样本。以反映沪深 300 指数样本中质量较高且具备低波动特征股票的整体表现。	从沪深 A 股中选取 50 只连续现金分红、股利支付率较高且具备较高盈利能力特征的上市公司股票作为指数样本。以反映分红预期较高、盈利能力较强上市公司股票的整体表现。	标普中国 A 股质量价值指数用于衡量标普中国 A 股国内 801 指数成分股中回报率成分股中拥有高质量得分及具吸引力估值的 100 只股票的表现。
指标构建	净资产收益率=近 12 个月每股收益/最新财务每股账面价值 债务股本比=总负债/净资产 盈利波动率=过去五年 EPS 增长率波动	ROA=净利润/平均总资产 Growth=(最近一年每股净利润-三年前每股净利润)/平均总资产 OPCFD=经营活动现金流/总资产 RACCRUAL 为盈利质量指标，其数值为按照如下回归模型计算所得证券过去五年模型残差绝对值的均值乘以-1： ACCRUAL _{it} = b ₀ + b ₁ CF _{it} - 1 + b ₂ CF _{it} + b ₃ CF _{it} + 1 + b ₄ Rev _{it} + b ₅ PPET _{it} + ε _{it}	盈利能力 = ROE - 过去 12 个季度 ROE 标准差 成长能力 = (单季度净利润 - 预期净利润) / 过去 8 个季度净利润同比变化的标准差 盈利质量 = (经营活动现金流量 - 营业利润) / 最新财报总资产 财务杠杆 = 过去一年经营活动现金流量 / 最新财报总负债	每股净利润=过去一年净利润/最新财报总股本 每股未分配利润=最新财报未分配利润/最新财报总股本 盈利质量 = (过去一年经营活动现金流量-过去一年营业利润)/最新财报总资产 毛利率 = (过去一年营业收入-过去一年营业成本) / 过去一年营业收入 ROE 均值-标准差=过去三年 ROE 均值-过去三年 ROE 标准差 ROE 变化=最新财报 ROE 的同比变化	每股净利润=过去一年净利润/最新财报总股本 每股未分配利润=最新财报未分配利润/最新财报总股本 盈利质量 = (过去一年经营活动现金流量-过去一年营业利润)/最新财报总资产 毛利率 = (过去一年营业收入-过去一年营业成本) / 过去一年营业收入 ROE 均值-标准差=过去三年 ROE 均值-过去三年 ROE 标准差 ROE 变化=最新财报 ROE 的同比变化	质量得分：ROE、应计项目比率和财务杠杆率。 价值得分：市净率、市盈率及市销率。 ROE=公司过去 12 月的每股收益/每股最新账面价值 财务杠杆率=总债务/账面价值 应计项目比率=在过去一年里的营业资产净额净变化除以公司在过去两年里资产总值的平均数
具体筛选	(1) 对变量极端值进行缩尾处理。 (2) 计算三个基本面变量的标准得分 (z-score)，其中债务股本比和盈利波动率得分均为相反数。 (3) 对每只成份股的变量标准化以后，会经过加权计算一个综合质量得分 Z。 (4) 最终质量得分由上述计算出来的综合质量得分。如果 Z>0, 最终质量得分=1+Z; 如果 Z<0, 最终质量得分=1/(1-Z)	(1) 对样本空间内证券按照过去一年的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的证券。 (2) 对剩余证券按行业公司计算质量得分指标，并按照质量得分指标排名获取综合得分。 定义质量因子的 4 个主要指标：金融行业：Rank(金融行业)=(Rank(a)+Rank(b))/2。非金融行业：Rank(非金融行业)=(Rank(a)+Rank(b)+Rank(c)+Rank(d))/4 (3) 选取综合得分排名前 100 的证券作为指数样本。	(1) 剔除过去三年净利润变化为负的证券； (2) 剔除过去一年净利润为负的证券； (3) 对剩余证券计算 4 个维度指标：盈利能力、成长能力、盈利质量和财务杠杆。 (4) 区分金融行业与非金融行业，分别计算上述指标的标准 Z 值。计算各个证券的综合得分： 综合得分 = [30%×Z(盈利能力) + 35%×Z(成长能力) + 25%×Z(盈利质量) + 10%×Z(财务杠杆)]/0.285 综合得分(金融行业) = [50%×Z(盈利能力) + 50%×Z(成长能力)]/0.5 (5) 选取综合得分最高/波动率最低的 n 只证券作为指数样本。	(1) 对样本空间内证券，按照过去一年日均总市值和过去一年日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的证券； (2) 选取同时满足以下条件的证券作为待选样本：过去一年现金分红总额小于净利润；过去四年现金分红总额大于再融资总额；过去三年连续现金分红，最近两年平均股利支付率以及最近一年股利支付率都大于 20%； (3) 在上述待选样本中，计算六个财务指标由低到高的百分比排名，并将各指标百分比排名的简单加权平均值作为证券的综合得分。 (4) 选取综合得分最高的 50 只证券作为指数样本。	(1) 对样本空间内证券，按照过去一年日均总市值和过去一年日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 20% 的证券； (2) 选取同时满足以下条件的证券作为待选样本：过去一年现金分红总额小于净利润；过去四年现金分红总额大于再融资总额；过去三年连续现金分红，最近两年平均股利支付率以及最近一年股利支付率都大于 20%； (3) 在上述待选样本中，计算六个财务指标由低到高的百分比排名，并将各指标百分比排名的简单加权平均值作为证券的综合得分。 (4) 选取综合得分最高的 50 只证券作为指数样本。	(1) 计算三个基本面变量的百分位得分，其中应计项目与财务杠杆率得分方向相反。 (2) 采用正态累积分布函数的倒数将三个百分位得分中的每个得分转换为 z 得分。 (3) 最终质量得分由上述计算出来的综合质量得分。如果 Z>0, 最终质量得分=1+Z; 如果 Z<0, 最终质量得分=1/(1-Z) (4) 从指数中剔除未同时具有质量及价值得分的股票。然后，按照一定步骤在余下资格股票池中选出质量得分最高的 200 只股票。 (5) 按照一定过程从步骤 1 选出的 200 只高质量股票中选出价值得分最高的 100 只股票。
加权方式	自由流通市值乘以质量因子加权	自由流通市值加权	自由流通市值加权	自由流通市值加权	自由流通市值加权	自由流通市值乘以质量因子加权
权重上限	个股上限 5%	个股上限 10%，top5 合计上限 40%	个股权重上限 10%，行业上限 25%	个股权重上限 10%，行业上限 25%	个股上限 10%	优化程序逐步调整
跟踪基金数量	2	0	4	1	2	0
跟踪基金列表	中金质量 ETF 中债 MSCI 中国 A 股质量 A		易方达中证 500 质量成长 ETF 易方达中证 500 质量成长联接 A 鹏扬中证 500 质量成长 ETF 鹏扬中证 500 质量成长联接 A	鹏扬沪深 300 质量低波 A	华夏中证红利质量 ETF 华夏中证红利质量联接 A	

资料来源：Wind, MSCI, 方正证券研究所

分析这些指数的编制特点，我们可以得出以下几个结论：

- 1、盈利能力、财务杠杆和盈利质量的普遍认可：**几乎所有指数都关注了企业的盈利能力，大多数指数关注财务杠杆和盈利质量等情况，这三个指标被普遍认为是质量的核心组成部分。
- 2、股东回报、盈利稳定性、投资能力和现金流质量的忽视：**大部分指数在质量评估时忽略了股东回报，虽然红利质量指数将股利支付率作为样本的筛选条件，但重视程度不够高，同时也仅考虑分红、未考虑回购。这可能是基于过去认知上的偏好：一是国内企业整体股利支付率维持在门槛水平，上市公司分红差异性并不明显；二是高成长公司因资本扩张需要而不分红，但这并不等同于质量不佳，反而可能预示着良好的未来经营前景。这样的认知近些年已经发生了明显的变化。

其次，盈利稳定性也不是这些指数普遍关注的维度，这可能是由于现有研究表明该指标对于股票收益的影响力较弱。

此外，投资能力也没有成为这些指数筛选质量指标的方向之一。

最后，尽管现金流质量是衡量企业财务健康和经营稳健性的一个重要指标，但在许多质量指数的编制中，这一维度并未受到足够的重视。良好的现金流质量意味着企业能够产生稳定且充裕的现金流，从而具备更强的应对财务压力和抓住投资机会的能力。

- 3、行业的差异化处理：**中证质量成长系列指数在构建综合因子时，将金融和非金融行业进行了区别对待，体现了对行业特性的深入理解。标普中国 A 股质量价值指数在计算得分时虽然不会明确区别金融行业，但是其规定金融或房地产板块中的股票计算质量得分时不计算应计项目比率，也体现其对于特殊行业的特殊考量。

- 4、**成长性和盈利质量的额外考量：**中证质量成长系列指数对成长性和盈利质量的计算方式也与其他指数具有明显区别，富有特色。例如中证 500 质量成长指数选用了标准化预期外盈利（SUE）作为成长能力的衡量指标，相比于传统成长因子多聚焦过去一段时期公司业务的增长速度，该指标更注重业绩超预期程度，并且研究表明该指标的有效性更为显著。中证质量成长指数利用回归模型得到的残差衡量盈利质量，这也是学术研究常用的方式之一，该方法基于应计对各期现金流确认的调整和平滑，使得调整后的盈余能够更好的计量公司绩效。
- 5、**因子合成处理：**MSCI 质量指数、中证 500 质量成长指数、沪深 300 质量成长低波动指数等采用 Zscore 法进行因子计算与合成，而其余指数多采用百分位法。Zscore 法假设数据服从正态分布，适用于需要考虑数据偏差和标准化的情况，而百分位法假设数据服从均匀分布，适用于对极端值不敏感的情况。此外，因子之间加权方式多为等权加权。
- 6、**股票加权方式：**MSCI 质量指数和标普中国 A 股质量价值指数均采用自由流通市值乘以质量因子的方式，这种方式需要提前将质量因子进行正值处理，两只指数均采用分段函数的方式重新处理了质量因子；而中证质量指数系列则普遍采用自由流通市值加权。

总结来看，目前国内质量风格指数的构建反映了一种倾向：注重盈利和财务杠杆，忽视现金流质量、盈利稳定性、投资能力和股东回报。这可能源自于过去市场对高成长企业的青睐、对稳定股东回报和投资能力效应的低估。因此，我们在质量因子的定义上，可能需要进一步细化和完善。具体来说，可以考虑增加盈利稳定性和投资能力的权重。此外，分红政策的考量不应完全排除，因为它代表了公司对股东价值的重视。最后由于金融行业的特殊性，其质量因子构建需要更加精细化，与其他行业区别对待。

图表4: 国内质量主题权益基金对于质量的界定

证券代码	证券简称	质量定义
008528.OF	华泰柏瑞质量成长A	定性：定价权、商业和盈利模式护城河、现金制造和盈利能力、核心竞争优势、管理团队、环境、社会责任和公司治理结构（ESG）； 定量：企业净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA）、销售毛利率、销售净利率、资产负债率、流动比率等指标来考虑公司的质量。
009026.OF	中银高质量发展机遇	定性：高质量发展机遇，是指以高质量发展的商业模式、高质量发展的行业、高质量的企业治理结构等各种高质量发展相关的投资机遇。
009029.OF	工银高质量成长A	定性：界定的高质量成长股票主要包括以下几个方面的特征： 1) 符合经济发展趋势或产业升级转型方向，符合国家的战略发展方向。 2) 所处行业成长空间大、赶超机会多。 3) 公司具有优秀的商业模式和核心竞争优势。
010340.OF	易方达高质量严选三年持有	定性：高质量公司是指满足基金管理人以下分析标准的公司： (1) 公司具有较好的商业模式。 (2) 公司拥有较高质量的产品或服务。 (3) 公司现金流状况较好。 (4) 公司盈利能力较强。
010481.OF	汇添富高质量成长精选2年持有	定性：高质量成长型上市公司是指基本面优秀、盈利质量高且具有长期持续成长潜力的上市公司。 1) 公司基本面优秀、盈利质量高。 2) 公司具有长期持续成长潜力。
010490.OF	鹏华高质量增长A	定性：界定的高质量增长主题相关企业主要包括以下几个方面的特征： 1) 高质量增长的行业。 2) 高质量增长的商业模式。 3) 高质量增长具有可持续性。
010599.OF	汇添富高质量成长30A	定性：高质量成长型上市公司是指基本面优秀、盈利质量高且具有长期持续成长潜力的上市公司。 1) 公司基本面优秀、盈利质量高。 2) 公司具有长期持续成长潜力。
010659.OF	民生加银质量领先A	定性：选择公司营运质量较高的公司，这类公司经营模式具有可持续性，公司业务发展方向在技术上或商业模式上具有竞争优势。主要包括产品或服务的定价权、商业和盈利模式的护城河、主营业务能产生稳定或可预期现金流、管理团队稳定，治理结构完善； 定量：企业净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA）、销售毛利率、销售净利率、资产负债率、流动比率等指标
011160.OF	富国质量成长6个月持有A	定性：质量较高的公司一般具有四个特征： 1) 公司有非常明确的商业模式和盈利模式，经历多种经济环境考验后，公司的盈利能力依旧具备很强的韧性；2) 公司提供的产品或服务无论对上游还是下游都有比较强的议价权，公司是价格的制定者而不是价格的接收者；3) 公司提供的产品或服务具有比较强的护城河，竞争对手难以在短时间或者以相同投入复制或超越公司；4) 较高质量的公司一般能够创造稳定的可持续的现金流。 定量：净资产收益率（ROE）、净利润、资本回报率（ROIC）、毛利率、营业利润率、净利率、总资产收益率、盈利现金比率（经营现金净流量/净利润）等指标来考量公司的盈利能力和质量。
012255.OF	富国高质量	定性：通过精选个股主要投资于高质量的上市公司，高质量公司主要具有以下特征之一： (1) 具备核心竞争力 (2) 具备长期可持续发展能力 (3) 具备良好的盈利模式 (4) 具备良好的公司治理
012523.OF	国联高质量成长A	定性：“高质量成长主题”是指在国内经济发展的当前环境下，盈利质量高且具有长期持续成长潜力的上市公司。界定的高质量成长股票主要包括以下几个方面的特征： 1) 符合经济发展趋势或产业升级转型方向，符合国家战略的高质量发展方向2) 所处行业成长空间大、成长速度快；3) 公司具有核心竞争优势和优秀的商业模式；4) 具有较高治理水平的高质量上市公司 定量：A、增长性指标：营业利润增长率、净利润增长率和收入增长率等；B、财务指标：毛利率、营业利润率、净资产收益率、净利率、经营活动净收益/利润总额等；C、估值指标：市盈率（PE）、市盈率相对盈利增长比率（PEG）、市销率（PS）和总市值。
013358.OF	上银高质量优选9个月持有A	定性：界定的高质量主题股票主要包括以下几个方面的特征： ① 符合经济发展趋势或产业升级转型方向，符合国家的战略发展方向 ② 所处行业成长空间大、赶超机会多。 ③ 公司具有优秀的商业模式和核心竞争优势
014946.OF	南方高质量优选A	定性：高质量主题证券是指满足基金管理人以下分析标准的公司发行的证券： 1) 公司盈利能力较强。 2) 公司具有较好的商业模式。 3) 公司现金流状况较好。 4) 具备良好的公司治理。
014139.OF	易方达高质量增长量化精选A	定量：质量因子：代表公司基本面及盈利质量。主要通过净资产收益率、销售毛利率、销售净利率、自由现金流比率等指标构建质量因子来综合衡量公司的基本面情况与盈利质量。

资料来源：Wind, 方正证券研究所

除质量相关指数外，结合国内质量主题基金的选股策略，我们能够进一步理解市场对质量因子的解读与应用。

从基金招募说明书提供的信息来看，国内的质量主题基金普遍倾向于关注企业的**商业模式、盈利水平和治理能力**三个维度。首先**商业模式的评估**对于公司的长期可持续发展至关重要，是投资决策中不可或缺的考虑因素，但这方面的分析多倾向于偏行业和公司层面的综合分析，**较难定量刻画**。这些角度包括公司的护城河、行业竞争优势、产品或服务的独特性以及企业的战略方向等。护城河通常指企业在市场中形成的一种难以复制的竞争优势，可以是专利技术、品牌影响力、成本优势、网络效应或者独特的商业模式等；行业竞争优势涉及到企业在其行业内的地位，是否领先、行业集中度如何、以及行业的增长潜力等；产品或服务的独特性是指企业是否提供难以被替代或具有显著区别的产品和服务；企业的战略方向包括长远规划、目标市场定位、研发投入的决策、人才战略等。

其次，盈利水平作为最常用的质量指标衡量，多数基金选择了ROE、ROA、净利率、毛利率等财务指标评价企业的盈利能力，这与之前指数编制具有一致性。

最后，优秀的公司治理不仅能够降低企业运营风险，还能够一定程度上提升企业的投资吸引力。**治理能力的评估也是一项综合性分析的结果**，例如关注董事会结构、高管薪酬与绩效的关联、合规和信息披露等，但这也是传统质量因子中较难刻画的部分。

此外，现金流是衡量公司运营效率、财务健康和盈利质量的重要指标，**部分质量主题基金还会关注公司是否有良好的现金流状况**，定量方面使用盈利现金比率等衡量现金流的质量。

在深入分析国内质量主题基金与质量风格指数的定义差异时，我们可以看到基金产品对于质量的理解更为广泛与深入。

一方面，质量主题基金在定义“质量”时，不仅限于传统的财务指标，还包括盈利现金比率等定量指标刻画现金流质量状况、行业成长空间、商业模式、管理层能力及企业社会责任等更多定性因素。例如，工银高质量成长和富国高质量将商业模式、核心竞争力等因素视为判断企业质量的重要标准。这一点在质量风格指数中很难体现，指数更倾向于使用定量的财务指标如 ROE、盈利增长率等来评估质量。

另一方面，**部分质量基金产品在对质量的诠释中，更加注重所处行业的景气度和成长性**。例如，国联高质量成长和上银高质量优选都强调企业所在行业要符合经济发展趋势或者转型方向，行业成长空间大。这种分析维度试图捕捉行业层面的景气度和成长性变化。

此外，一些基金产品在构建投资策略时，**也会考虑结合成长性和估值因素**。汇添富高质量成长精选 2 年持有与汇添富高质量成长 30 基金在选股时，会考虑公司的长期持续成长潜力，国联高质量成长的定量指标中包含市盈率等指标，以此形成类似于质量+成长或质量+价值等多样性的投资策略。

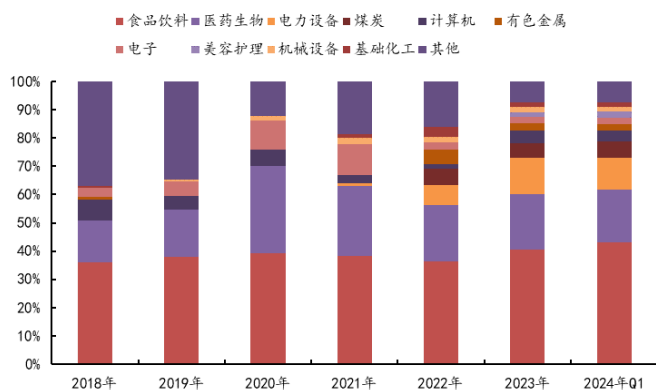
1.3 传统质量指数表现和特征

我们以 MSCI 中国 A 股国际公司质量指数（以下简称 MSCI 质量指数）为例，研究看下传统质量指数的表现和特征。该指数定义质量因子的维度主要为盈利能力、财务杠杆和盈利波动率，包含常见的用于衡量质量的指标。此外该指数没有进行行业中性化处理，行业分布可能较为集中。

食品饮料和医药行业表现对 MSCI 质量指数影响较大。从行业配置来看，MSCI 质量指数长期重仓食品饮料和医药生物，集中度极高。2018 年以来，指数中食品饮料权重占比均在 30% 以上，医药生物权重占比均在 10% 以上，2020 年曾达到 31%，因此该指数的表现长期受食品饮料和医药生物行业的影响最大。

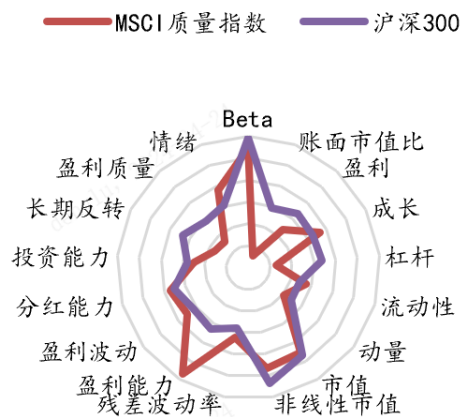
MSCI 质量指数的风格特征表现为高盈利能力、低杠杆、低账面市值比。指数相对沪深 300，在盈利能力上具有较高的暴露，在杠杆上具有极低的暴露，这两点与指数的编制相对应，除此之外指数具有较低的账面市值比。

图表5: MSCI 质量指数行业分布



资料来源: Wind, 方正证券研究所

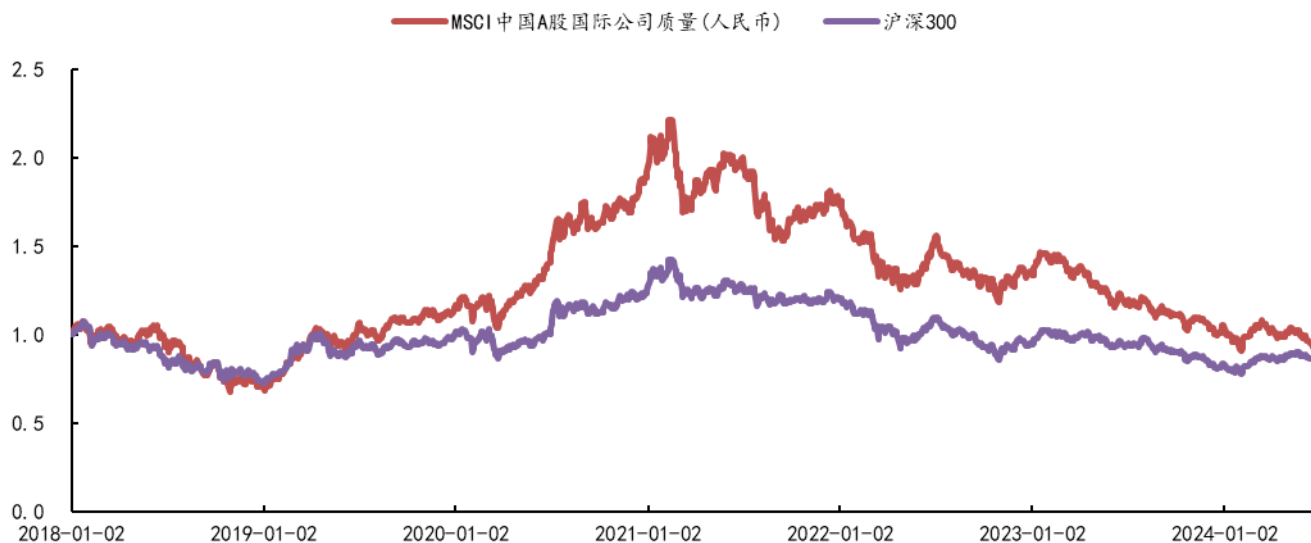
图表6: MSCI 质量指数风格暴露



资料来源: Wind, 方正证券研究所

牛市年份收益显著, 2021 年以来收益持续不佳。自 2018 年到 2024 年 6 月, 指数年化收益为-1.91%, 同期沪深 300 指数年化收益为-2.52%, 长期收益表现相对占优, 其中 2019 年至 2020 年的收益贡献最大。分年度来看, 自 2018 年初以来, 指数先后经历震荡下行、牛市上涨和熊市下跌等多段行情。在 2019 年至 2020 年的牛市上涨行情中, MSCI 质量指数涨幅分别为 62.81% 和 68.65%, 远高于沪深 300。

图表7: MSCI 质量指数自 2018 年以来的收益走势

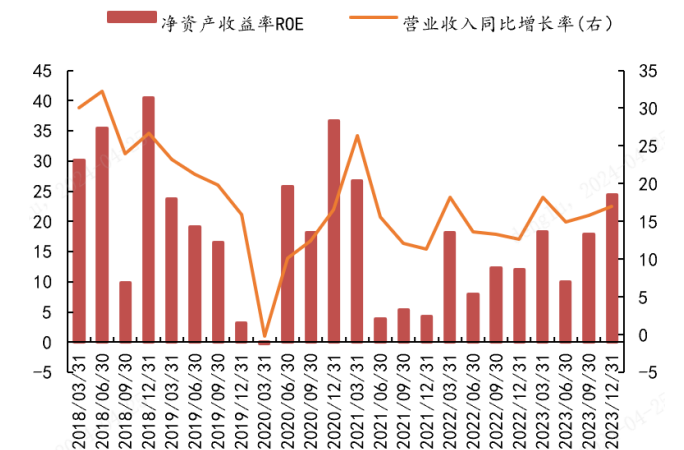


	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
MSCI 中国A股国际公司质量(人民币)	-28.61%	62.81%	68.65%	-9.95%	-23.40%	-21.82%	-16.05%
沪深300	-25.31%	36.07%	27.21%	-5.20%	-21.63%	-11.38%	0.89%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

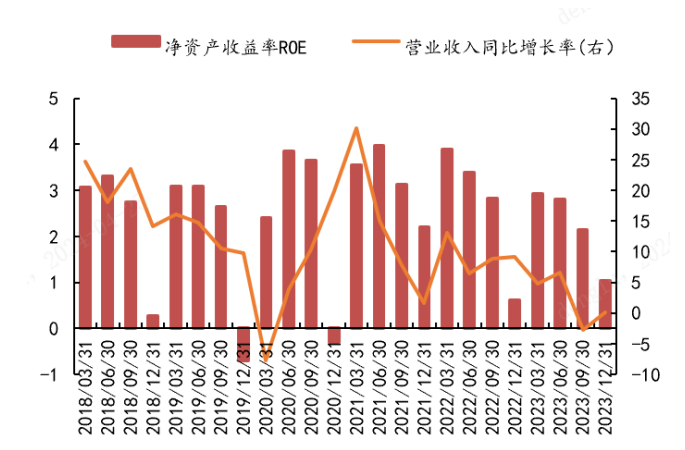
该指数 2021 年以来收益持续表现不佳, 每年收益均跑输于沪深 300。从基本面来看, 疫情对全球经济造成了较大影响, 经济增长放缓、行业周期下行, 投资者发现食品饮料等行业的业绩复苏并不及预期, 从而对相关公司的稳健盈利前景感到担忧, 转向其他更为确定回报的因子, 如低波动、价值和红利; 此外行业格局可能也发生了变动, 例如尽管医药行业的长期增长潜力依然强劲, 但政策环境(如带量采购)、高研发成本和监管压力可能影响了部分公司的利润空间, 从而影响股价表现。

图表8:食品饮料行业 ROE 和营收增速指标 (%)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

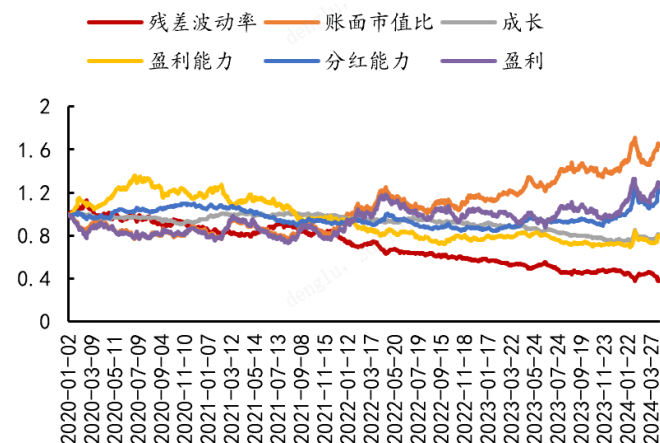
图表9:医药生物行业 ROE 和营收增速指标 (%)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

从估值角度来看, 2021 年部分高质量行业和股票受到市场过度追捧, 估值过高、透支未来股价的上涨潜力。以 MSCI 质量指数市盈率来看, PE_TTM 从 2019 年初的 23 倍增长至 2021 年 2 月的 55 倍。

图表10:2020 年以来风格因子多空累计净值走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11:MSCI 质量指数估值走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.4 市场出现的新变化

近年来我国经济的增长模式已发生了转变, 从追求速度的“高增长”阶段, 步入注重效率和质量的“高质量发展”阶段。政策层面亦多次强调, 要提升资本市场和上市公司的整体质量, 体现了对高质量企业的重视。在这一转型中, 上市公司质量的提升, 特别是通过增强盈利能力、优化股东回报等方面, 成为了市场和监管部门共同的目标。监管政策也在不断强调上市公司的分红政策, 期望企业能给予投资者更丰厚的股东回报, 这一政策导向亦成为了市场发展的新趋势。

图表12: 近期高质量发展和股东回报的政策梳理

关键词	时间	政策	内容
高质量发展	2024/4/12	国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
	2022/4/11	全国工商联关于进一步支持上市公司健康发展的通知	各级工商联充分发挥引导服务民营上市公司的作用，加强对民营上市公司的调研培训，引导民营上市公司坚持依法合规经营，广泛听取意见建议，及时反映企业诉求，强化与有关部门的沟通协作，共同推动优化政策环境，促进民营上市公司高质量发展。
	2020/10/9	国务院关于进一步提高上市公司质量的意见	贯彻新发展理念，坚持市场化、法治化方向，按照深化金融供给侧结构性改革要求，加强资本市场基础制度建设，大力提高上市公司质量。坚持存量与增量并重、治标与治本结合，发挥各方合力，强化持续监管，优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高，为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，促进经济高质量发展提供有力支撑。
股东回报	2024/4/12	国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。
	2024/3/15	关于加强上市公司监管的意见（试行）	对分红采取强约束措施。要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束；多措并举提高股息率。落实新《公司法》，支持上市公司按照规定使用资本公积金弥补亏损，进一步便利未分配利润为负的绩优公司后续实施分红。督促财务投资较多的公司提高分红比例；推动一年多次分红。完善监管规则，进一步明确中期分红利润基准，消除对报表审计要求上的理解分歧。要求中期分红以最近一期经审计未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况。简化中期分红审议程序，压缩实施周期，推动在春节前结合未分配利润和当期业绩预分红，增强投资者获得感。
	2023/12/15	上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）	一是鼓励上市公司增加现金分红频次，引导形成中期分红习惯，稳定投资者分红预期。同时，增加对中期分红的完成时限要求。二是督促公司在章程中细化分红政策，明确现金分红的目标，更好稳定投资者预期。引导公司在章程中制定分红约束条款，防范企业在利润不真实等情形下实施分红。
	2022/4/11	全国工商联关于进一步支持上市公司健康发展的通知	支持上市公司结合本公司所处行业特点、发展阶段和盈利水平，增加现金分红在利润分配中的比重，与投资者分享发展红利，增强广大投资者的获得感。

资料来源：中国政府网，中国证券监督管理委员会，方正证券研究所

正是在这样的背景和市场环境下，投资者们开始寻求新的质量因子刻画方式。一方面，市场逐步从单纯追求企业成长速度转向注重企业的价值创造与持续的股东回报。投资者倾向于选择那些能提供稳定、持续分红的高股息公司，而不再是过去的高增长、高预期的成长股。因此，**质量投资的范围应该不仅包括企业盈利增长的潜力，更包含了企业能否通过分红等方式持续为股东创造价值。**另一方面，由于宏观经济增长的放缓和结构性调整，市场投资风格趋于理性，投资者**更加关注公司的核心竞争力、可持续增长能力、合理的估值以及良好的公司治理结构。**这意味着未来市场将更加严格地审视那些所谓的成长股，仅有潜力而缺乏实际盈利能力的股票将难以得到资金的青睐。

图表13: 部分基金 2023 年年报中对于市场变化的看法

证券代码		证券简称	年报-市场展望
000925.OF		汇添富外延增长主题	从A股市场风格来看,我们认为2024年是中国资本市场的大变革之年,中国股市的投资风格正在发生历史性的变化:从 偏好成长到偏好价值 ,从 关注相对价值到关注绝对价值 ,从 关注公司未来的成长到关注股票的分红回报 。发生这种变化的主要原因有以下几个:一、国内经济增速有所放缓导致大部分企业的成长速度下降,过去预期过高的成长范式被证伪;二、大部分成长行业激烈竞争,资本开支大,企业偏好持续融资,而实际给投资者的回报相对较少;三、市场投资风格趋于理性使得概念题材炒作难以继续。短期看优质高股息股的热度可能比较高,存在回调的风险;但从长期来看,市场风格的转变可能刚刚开始加速。这种转变使得部分过去被错误定价的伪成长股有很大的下跌风险,资金向少数有绝对价值,愿意积极分红回报投资者的公司聚集。这次转变的影响会十分深远,市场投资风格将越来越理性,对于成长股也会更加严苛。伪成长股、短暂成长股,击鼓传花的游戏越来越难了。只有具有核心竞争力、可持续增长、估值合理且公司治理优秀的成长股才会受到资金青睐。
009618.OF		交银启汇	我们认为中国自身的市场大且有层次,不同行业的发展阶段并不一样,我们依然可以找到有较好成长动能的细分行业,或者格局优化、回报率正在提高的成熟行业,从中筛选持续增长的优质公司,分享公司的高资本回报水平。总的来说,公司的 资本回报率如何,是否有不错的增长(可以把部分留存收益以高回报率进行再投资),是否具备良好的自由现金流,是否有意愿实现良好的股东回报(包括分红和回购注销) ,是我们重点关注的问题。我们对持仓结构的调整在于:维持对医药行业的超配,主要投资于:1)在较弱的内需消费环境中,格局稳定,资本回报率好的公司;2)海外产品、渠道、本土化运营等展现出优势,未来可及市场较大的公司;3)新技术拉动的成长个股。加仓了海外竞争力持续提升的医疗器械公司,格局优化的国内检验龙头,以及在国内研发营销有优势的制药公司,减仓了业绩不及预期且格局不稳定的内需股和研发外包公司。
519068.OF		汇添富成长焦点	我们仍然认为中国的经济恢复是波浪式发展、曲折式前进的过程。我们对未来的基本假设是,即使我国中长期增速换挡、 由中高速增长变为中低速增长 ,也仍能在相当长的时间内维持一定的经济增速。由于中国已是全球第二大经济体,中低速增长意味着每年我国仍有较大的经济增量绝对额,映射到各行各业后就有较多结构性机会,随着技术创新和产业本身发展,还是能找到一些投资机会。而这样的机会理论上可以通过行业研究和产业链调研发现,这也是我们对主动权益投资有信心的根本原因。不过,在经济增速换挡和逆全球化的背景下,一些过去的投资框架和投资范式或许要做一定的调整。在经济体快速增长、需求持续扩张的背景下,资本开支驱动规模增长的模式行之有效,即使面临产能过剩也可以因需求增长而消化,并在下一轮周期中赚钱去进一步扩张;但在经济体增速换挡、融资环境变化时,实业也会逐渐意识到不能简单依靠资本开支拉动规模增长,而是要关注现金流和ROIC。资本市场亦是如此,投资者过去更加关注企业的表现利润增长,对企业自由现金流和分红没有那么苛求;但中长期看,投资应该回归本源, 关注企业的商业模式、未来自由现金流和股东回报 ,因为这对中长期回报更加重要。本基金的投资目标是精选成长性较高,且估值有吸引力的股票进行布局,在有效管理风险的前提下,追求中长期较高的投资回报。在当前的市场环境之下,我们会更加重视风险的有效管理,会更多关注 企业自由现金流和股东回报 。我们认为一些优质的公司的估值已经降到较低水平,也有一定的股息率,投资这类资产在一定程度上类似于投资可转债,即在获得一定票息回报的基础上有一些长期期权,我们会在这些领域积极寻找和布局。
110011.OF		易方达优质精选	随着中国经济进入 高质量发展阶段 ,我们认为投资上市公司的框架保持稳定的同时,在某些具体的方面需采用更加严格的标准。 首先,是公司的治理。 在粗放增长的年代,增长可以解决很多问题。但在高质量增长的年代,低效的增长已经没有意义,我们期待管理层能够更加精细地配置公司的资本,更加审慎地评估投资新业务和帮股东加码业务之间的机会成本差异,分红和回购注销的重要性显著增加。如果管理层的能力不佳,就可能变相的浪费股东的资本。作为投资者,需要仔细评估管理层回报股东的能力和意愿。资本市场是放大器,不论是正面还是反面都会放大出来,我们认为,随着时间推移,放大的效应是会不断增加的。 第二,是公司的估值。 我们认为,在高质量发展的年代,公司持续高速增长的基础概率在降低。除非公司处在显著的 产业趋势 并拥有罕见的竞争力(但这样的明星公司往往已有极高的估值),否则我们不宜高估自己判断非共识的持续高成长的能力。我们会认真考虑企业在无流动性的一级市场的估值水平,并且非常审慎地付出溢价。 第三,是企业的商业模式。 在高质量增长年代,企业独特且难以快速模仿的“特质”更加重要。企业所有的利润和损失都来自历史上的所有决策,有时一些极为重要的决策甚至来自遥远的过去,也许当初做决策的管理层早已不在公司任职,但这个决策依然在持续发挥着重要的作用。纳贝斯克公司的前CEO曾开玩笑说:“天才发明了奥利奥,我们则负责继承遗产”。甚至在通常意义上的科技行业,企业也在变得长寿,全球前20大市值的科技企业中,最年轻的是2004年成立的Meta,那些看起来“年迈”的巨头依然保持着轻盈,全球市值前两位的公司都是70年代成立的。在增量显著的时代,企业的一个新的战略决策有可能让企业快速上一个大台阶;而在增量有限的时代,一个新战略决策的边际作用难以避免的下降。而真正显著的增量趋势来临时,比如AI(人工智能),所有企业都全力以赴时,其拥有的资源将会成为胜负手之一。这轮AI革命中,我们看到科技巨头依然在引领,其快速构建的最强基础设施、招募的全球最优秀人才成为重要的条件,而它们能够持续产生现金流的利基业务则是这一切的前提。同时,这也增加了企业经营中的容错性。综上,我们认为这些变化应是结构性的,在粗放增长年代时常出现的“大力出奇迹”和“乌鸡变凤凰”将更难复制,企业的经营需要更加精细化,我们也需要用更加严格和细致的标准去评估投资标的。
519702.OF		交银趋势优先	【当前投资观点】站在2023年底2024年初的位置,经历了市场的大幅回调,我们试图基于现在对个体企业经营和经济景气度的预判对未来进行“刻舟求剑”,我们认为未来来的投资机会主要分为两类:1、如果说过去几年市场的关键词是景气度的话,未来市场的关键词很有可能是 “股东回报” ,在景气高增长范围越来越缩窄的现在,过去一年如公用事业、煤炭等红利行情很有可能只是预演,从国外经验来看,任何一个需求稳定,格局稳定的行业,都可能通过加大股东回报实现股东收益的持续提升;而经过2023年很多行业的产能过剩格局已经逐步来到底部,首先格局改善和资本开支意愿下滑就能带来业绩的回升,同时如果注重股东回报,则有望从eps和估值两个维度都带来向上的弹性。2、年初市场尤其是小票非理性下跌本质上是过去一年微盘股炒作情绪达到极致后的物极必反,类似于2021年春节后的核心资产行情,国证2000指数也跌破了2021年初甚至来到了2020年初的位置;我们看到在泥沙俱下中,有一些具备长期空间,且公司自身竞争力足够强,成长曲线仍在前期的个股被错杀了到了一个极低的估值和位置水平,和2021年初我们看到小盘股的时候非常类似,区别在于不同经济环境下的公司成长性预期不同,估值可能是同样便宜,但是具备长期成长性的标的占比从30-40%到10%以下,需要投入更多时间去判断区分。展望2024年,我们认为市场将呈现两极分化、各取所需的局面。长期来看,市场的回报率最终将向潜在的GDP增速靠拢。一些重大的长期变化将逐渐影响到市场的投资风格和趋势。我们认同单纯依靠资本堆积和人口结构红利发展的模式已经越来越走向尽头。这一方面将驱使市场寻找新的提高 全要素生产力 的方向,以题材和赛道的模式来摸索新科技的探索。另一方面,以前的资产向资本的单向转变将发展为双向转变。 资产将向资本提出更注重回报的要求 ,也将体现为长线投资的宽限。那就是资本赚到的利润是否愿意以分红的模式回报投资者。我们仍然相信中国企业和中国长期发展的信念力量。而企业治理结构的宽限之时,也会给长期投资者带来划时代投资宽限和变革。黄河九曲,终归入海,我们相信未来会更好。
180012.OF		银华富裕主题	今年会重点关注市场流动性和公司盈利确定。在市场新增流动性进来之前,很难获取估值提升带来的收益,所以确定性就很重要。在企业盈利弹性有限的情况下,需要判断股价是否与业绩匹配,价格不合适时我们会保持观望。从盈利增长的角度看,我们倾向于成长和价值的界限会区域模糊。未来红利不是全部,但红利和现金流很重要,分红能力将是一个重要的选股标准,这是宏观到微观层面转向的必然结果。宏观层面,中国是一个高速增长的经济体,行业增速很快。回头看过去10-20年,绝大多数行业都是高速增长行业。但如今许多行业由高速增长阶段进入成熟阶段,增长的降速成为必然。以前行业20%-30%的增长可能不觉得是高速增长,但未来10%-20%的增长可能定义为高速增长。微观层面,在行业高速增长阶段,企业也倾向于保留利润做资本开支,但 当行业增长放速之后,企业的资本开支未必会带来远期增长。这种情况下,股东可能更倾向于将盈利分给投资者 。成长和价值其实是一体两面,一个是要远期的盈利,一个是要当前的红利,但当远期的机会越来越稀少时,转向红利和现金流回报可能才是最佳选择,这将改变之前唯成长优先的选股逻辑。基于上述逻辑,行业层面我们把行业是否出清放在首位,所以判断传统行业占优。选股逻辑则是在传统行业中寻找比较确定的细分优质公司,判断估值和利润是否匹配,现金流和盈利是否匹配以及公司业绩增长的可持续性。
161222.SZ		国投瑞银瑞利	

资料来源: Wind, 方正证券研究所

综上所述,国内现有大部分投资产品在质量因子的定义上存在一些短板。首先,国内产品对**质量的理解往往过于侧重企业的盈利能力**,尤其是短期盈利指标如净资产收益率等,而对**长期财务健康性、稳健成长和分红策略的重视不足**。其次,国内产品在质量因子的构建上往往**缺乏某些维度的定量评价**,如对企业治理、财务透明度以及长期战略投资等考量相对薄弱。而这些因素常常作为基金经理筛选高质量股票的前提。然后,从最新基金经理意识到的市场变化来看,当前中国资本市场正在经历风格的重大转变,市场正在从**过度追求成长转向重视价值和股东回报**。这一趋势的转变提示我们,质量因子的定义需要更加全面和深入,不仅仅是简单的盈利指标,而是包括重视股东回报、公司治理等多方面的考量。综上所述,我们对于质量投资的定义应转向更为全面和精细的方向。这不仅能更准确地把握企业的内在价值,也更符合当前市场由高速增长向高质量发展转变的趋势。

1.5 行业周期对应的质量定义差异

在实践中，企业的盈利能力通常被认为是衡量公司质量最重要的指标之一。但对于高成长的企业来说，盈利较低并不代表其质量差，反而有可能意味着更好的未来前景，因为企业把更多资源投入到资本扩张中。

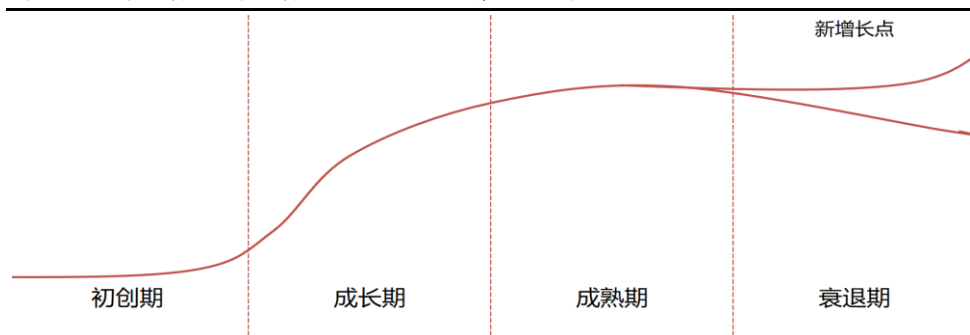
在经济增长快速或行业正处于快速扩张期时，许多企业会选择加大资本投入以支持持续的成长和扩张。这种情况下，即使是质量很高的企业也可能暂时盈利较低。例如，在科技或生物科技行业，由于研发和市场扩张的需求非常大，企业常常需要将大部分资源投入到这些关键领域。这种再投资行为虽然减少了短期内的盈利，但为公司带来了长远的增长潜力和市场竞争能力。

相反，当经济增长放缓或行业进入成熟甚至衰退阶段时，市场的扩张机会减少，企业的投资回报率往往下降。在这种情况下，高质量的企业会更注重优化现有业务和提高盈利能力。这是因为在增长机会有限的环境中，通过提升盈利来回馈股东，可以提高企业的资本效率，并维持或提升股东价值。

因此，对于质量定义应该根据行业周期的不同阶段进行调整。这种基于生命周期的不同特点来定义企业质量的方式，要求我们必须深入理解行业特性和公司所处的具体阶段。例如，对于处于初创和成长期的行业，盈利指标不应被视为评价企业质量的关键标准。而对于那些处于成熟或衰退期的行业，稳定且高水平的盈利可能更能反映出企业的高质量。

所以，生命周期的理解对投资决策具有重要意义，尤其是在评估企业的投资价值 and 未来发展潜力时。生命周期一般可以划分为四个阶段：初创期、成长期、成熟期和衰退期，每个阶段都有其独特的财务特征和市场表现，如图所示。

图表14: 成长期和成熟期企业的具体财务指标特征



行业周期	定义与特征
初创期	这一阶段的行业或公司通常处于市场引入阶段，试图开发新市场或推广新技术。投资在这一阶段较高，且风险也相应较大。产品接受度未知，盈利能力未确定。
成长期	行业在此阶段经历快速增长。企业扩大生产规模，产品或服务开始获得市场接受，销售和利润开始显著增长。竞争加剧，企业增加市场投入以保持增长势头。
成熟期	行业增长放缓，接近国内生产总值增长水平。市场饱和，竞争激烈，产品差异化减少。企业注重效率 and 市场份额，分红可能增加。
衰退期	行业总体需求下降，可能由于技术更迭、消费者偏好改变或经济条件恶化引起。企业可能面临重组或退出市场，行业整合加速。

资料来源：方正证券研究所

企业生命周期的划分主要依据企业在不同阶段的特征 and 活动，以下是几种历史研究中常用的方法来划分和度量企业生命周期：**单变量分析法**：通过单一的财务指标来划分企业生命周期。例如，DeAngelo (2006) 使用留存收益与净资产比率来区分不同的生命周期阶段。企业在成长期可能留存较多收益用于再投资，而成熟期的企业则可能分配更多股利。**综合指标法**：结合多个财务 and 经营指标来综合评估企业所处的生命周期阶段。如 Anthony (1992) 提出了一种方法，综合考虑股利收入比、销售增长率、资本支出与公司价值比以及公司年龄

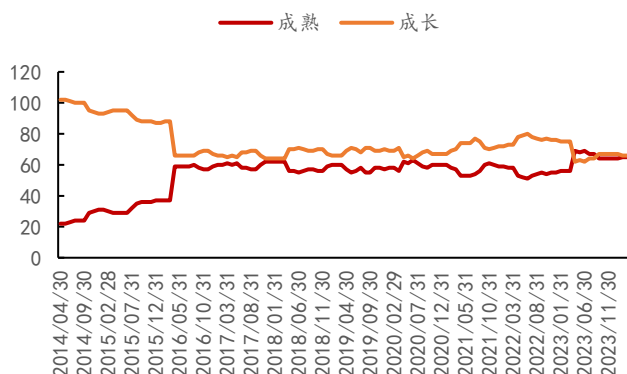
等指标。这种方法能够更全面地反映企业的综合状况。其他指标包含公司年龄、销售增长率、普通股现金股利/扣除非正常项目的会计盈余、资本支出/净资产和营销费用率等等。**现金流组合法**：Dickinson（2006）提出根据企业的经营现金流、投资现金流和融资现金流的组合来划分企业的生命周期。不同阶段的企业会展现出不同的现金流模式，例如成长期的企业可能会有积极的筹资现金流，而成熟期的企业则可能主要表现为负向的筹资现金流。**其他特殊方法**：还有一些研究采用特殊的统计模型或修正模型来衡量企业生命周期。在进行企业生命周期评估时，单一企业的指标差异往往较大，因此，本文选择以企业所属的申万二级行业为依据来判定其行业生命周期。此外，观察到多数上市企业主要处于成长期或成熟期，而初创期的企业通常尚未上市，衰退期的行业可能正面临退市风险。因此成长期与成熟期的企业不仅特征明显，其投资价值也更具研究意义，本文也主要区分这两种生命周期。为了科学地划分企业所处的生命周期阶段，本文综合了历史研究中的综合指标法和现金流组合法，选取了以下五个关键财务指标：近5年筹资现金净额、近5年ROE波动率、近5年营业年化增长率、近5年资本支出年化增长率和近5年平均现金分红比例，并根据经验值设定这些指标的阈值和方向。若一个行业满足三个及以上条件，即被判定为成熟期行业，否则判定为成长期行业。

图表15: 成长期和成熟期划分所用指标

	近5年筹资现金 净额	近5年ROE波动 率	近5年营业年化 增长率	近5年资本支出 年化增长率	近5年平均现金 分红比例
计算公式	年报现金流量表里的筹资活动产生的现金净额；行业求和，近5年取平均	年报中ROE指标，滚动5年求标准差；行业求中位数	年报中的营收年化增长率；行业求中位数	年报中的资本支出年化增长率；行业求中位数	年度现金分红比率；行业求中位数
阈值	0	3%	15%	15%	20%
方向	-	-	-	-	+
判别	符合条件阈值得分1分，总得分3分及以上的为成熟行业，否则为成长行业				

资料来源：方正证券研究所

图表16: 成长和成熟申万二级个数统计



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表17: 最新一期部分成长行业和成熟行业示例

成熟	成长
国有大型银行Ⅱ	化学纤维
一般零售	IT服务Ⅱ
专业连锁Ⅱ	专业工程
中药Ⅱ	专业服务
乘用车	专用设备
休闲食品	个护用品
保险Ⅱ	互联网电商
农业综合Ⅱ	元件
农商行Ⅱ	光伏设备

资料来源：Wind, 方正证券研究所

2 质量新构：重视治理与股东回报，区分成长、成熟、金融行业

根据前述研究，我们认为质量投资的定义应当紧跟市场，同时需要尽可能全面和精细。我们综合了国内外主流的质量因子构建方法，并结合中国市场的特点，重新构建了一套多维度的质量因子框架，该框架包括盈利能力、盈利稳定性、盈利质量、现金流质量、投资能力、资本结构、分红回购和公司治理等要素。目前这些备选指标的主要特点如下：

盈利能力：该指标衡量企业利用其资源实现盈利的能力；加入了一致预期指标，以体现市场对企业未来盈利的看法。

盈利稳定性：该指标衡量企业盈利水平的稳定性，稳定的盈利表现通常被视为企业质量的重要标志。

盈利质量：该指标关注企业盈利的真实性和可持续性，以区分仅依赖于会计技巧或短期因素而非基本盈利能力的企业。

现金流质量：用企业的现金回报率和净现比衡量，好的现金流管理不仅能够显示出公司财务健康，还能体现其运营效率较高。

投资能力：该指标衡量企业资本投资的效益。我们在这一维度中加入了投入资本回报与加权资本成本的差值来衡量企业的投资是否能带来正向效益。

资本结构：该指标反映了企业财务杠杆的水平，对企业长期发展和盈利能力具有重要影响。

分红回购：该指标反映了企业对股东的回报政策。我们加入了股息率、股东回报和净股东回报等因子，以捕捉那些即便处于成熟期仍能持续分红的高质量公司。

公司治理：公司治理指标将用于定量衡量企业的治理水平，我们加入前十股东占比、违规次数及金额、诉讼次数及金额等指标。这是质量投资中的创新性尝试，旨在捕捉企业良好的治理实践对企业长期绩效的积极影响。由于部分公司治理的数据结构特殊性，我们进行了归一化处理。

图表18: 质量因子构建的备选指标

一级因子	二级因子	计算公式	一级因子	二级因子	计算公式
盈利能力	毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入	投资能力	资产增长	近5年总资产的同比增长
	净资产收益率	净利润/净资产		账面价值增长	近5年账面市值的同比增长
	总资产收益率	净利润/总资产		资本支出增长	近5年资本支出的同比增长
	投入资本回报	税后EBIT/全部投入资本		固定资产增长	近5年固定资产的同比增长
	营业利润率	营业利润/营业收入		投入资本效益	投入资本回报-加权资本成本
	销售净利率	净利润/销售收入	资本结构	市场杠杆率	(市值+长期负债)/市值
盈利稳定性	每股收益	归母净利润/总股数		账面杠杆率	(账面值+长期负债账面值)/账面值
	预期每股收益	分析师预测的EPS		资产负债率	总负债/总资产
	每股收益波动	近5年每股收益标准差		债务权益比	总负债/总股东权益
	股息率波动	近5年每股派息标准差		股息率	股息收益率
	现金流盈利波动	近5年(经营现金流/总资产)标准差		股东回报	股息收益率+回购收益率
	毛利率波动	近5年毛利率标准差	公司治理	净股东回报	股息收益率+回购收益率-债券发行收益率-股权发行收益率
盈利质量	净资产收益率波动	近5年净资产收益率ROE标准差		前十大股东比例	前十大股东持股比例
	资产负债表应计	(营运资本的变化-折旧摊销)/总资产		审计意见	年报审计意见得分
	现金流量表应计	(净利润-经营性现金流净额)/总资产		违规次数	近三年受到交易所/证监会处罚的违规案件次数
	净营运资产	经营性资产-经营性负债		违规金额	近三年受到交易所/证监会处罚的违规案件金额
	净营运资产环比	净营运资产环比增长		诉讼次数	近三年受到的诉讼案件次数
	现金回报率	经营性现金流净额/总资产		诉讼金额	近三年受到的诉讼案件金额
现金流质量	净现比	经营性现金流净额/净利润			

资料来源：方正证券研究所

注：预测数据缺失值用行业中位数填充，金融行业的毛利率中的营业成本利用营业支出替代，违规及诉讼数据进行最小-最大归一化处理，审计意见根据不同的意见内容进行数值赋值。

相较于之前的研究成果，我们去掉了盈利增长这一维度，我们认为其更适合作为成长因子的指标。同时，我们补充了现金流质量和公司治理维度。此外，由于前述研究中的派息摊薄维度的债券发行和股权发行数据较少，我们将其与净派息合并，一起作为净股东回报的计算依据。

在实证研究中，我们将对不同维度的指标有效性进行测试，找出预测收益能力强的因子大类。此外，考虑到成长和成熟企业的质量评价存在差异、金融行业

的特殊性，我们将区分企业的行业阶段和金融属性，以更加细致的视角来衡量不同类型企业的质量。在此基础上，我们还将进行行业中性处理的实证测试，以验证这一方法在 A 股市场的适用性和有效性。

2.1 行业分层下质量指标的分类回测效果

我们对所有股票计算上述因子后，分别从成熟、成长、金融三种不同行业属性进行分类回测，并剔除了 ST、*ST、停牌、上市不足 3 个月的股票，回测期为 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，月度频率测试。

图表19:质量备选指标的分类行业回测效果

一级因子	二级因子	RankIC均值					RankICIR					多头年化收益				
		成熟	成长	金融	整体	整体行业中性	成熟	成长	金融	整体	整体行业中性	成熟	成长	金融	整体	整体行业中性
盈利能力	毛利率	0.32%	-0.53%	2.38%	-0.08%	0.18%	0.12	-0.16	0.44	-0.03	0.09	12%	8%	8%	9%	9%
	净资产收益率	1.32%	0.21%	5.79%	0.81%	0.63%	0.53	0.06	0.64	0.23	0.22	10%	5%	9%	7%	8%
	总资产收益率	1.19%	0.13%	-3.10%	0.58%	0.52%	0.33	0.04	-0.44	0.17	0.18	9%	7%	7%	7%	7%
	投入资本回报	1.47%	0.48%	-2.00%	0.83%	0.74%	0.41	0.14	-0.54	0.27	0.27	10%	7%	8%	8%	8%
	营业利润率	1.16%	-0.23%	2.68%	0.43%	0.47%	0.38	-0.08	0.46	0.15	0.19	10%	7%	6%	6%	8%
	销售净利率	1.11%	-0.26%	2.11%	0.36%	0.35%	0.37	-0.08	0.41	0.12	0.14	9%	7%	4%	6%	7%
	每股收益	1.57%	0.17%	7.78%	0.86%	0.81%	0.39	0.04	0.82	0.23	0.24	11%	4%	12%	7%	8%
盈利稳定性	预期每股收益	1.49%	-0.02%	6.61%	0.73%	0.56%	0.53	-0.01	0.72	0.29	0.26	13%	8%	13%	8%	9%
	每股收益波动	0.07%	-0.43%	2.36%	-0.05%	0.07%	0.02	-0.12	0.57	-0.01	0.03	10%	4%	8%	7%	7%
	股息率波动	3.05%	2.76%	7.05%	3.10%	2.86%	0.89	1.07	0.80	0.98	1.34	13%	14%	6%	13%	13%
	现金流盈利波动	-1.00%	-0.20%	-2.28%	-0.54%	-0.67%	-0.33	-0.07	-0.34	-0.20	-0.33	11%	8%	5%	9%	9%
	毛利率波动	-1.17%	-1.75%	-6.73%	-1.57%	-1.52%	-0.67	-1.17	-0.75	-1.11	-1.40	11%	10%	12%	11%	11%
	净资产收益率波动	-2.32%	-1.65%	-5.55%	-1.83%	-1.17%	-1.24	-1.03	-0.62	-1.05	-0.69	12%	9%	6%	10%	9%
	资产负债表应计	-0.98%	-1.75%	-2.25%	-1.71%	-1.57%	-0.39	-0.64	-0.36	-0.66	-0.81	10%	9%	4%	10%	9%
盈利质量	现金流量表应计	-0.94%	-0.76%	-1.07%	-0.96%	-1.11%	-0.40	-0.31	-0.17	-0.41	-0.68	9%	9%	8%	10%	11%
	净营运资产	0.20%	-0.61%	-5.52%	-0.44%	-0.65%	0.10	-0.28	-0.56	-0.20	-0.40	8%	10%	6%	9%	11%
	净营运资产环比	-1.26%	-1.59%	0.42%	-1.30%	-1.06%	-1.06	-1.36	0.08	-1.31	-1.40	13%	13%	4%	13%	12%
现金流质量	现金回报率	2.51%	1.81%	4.59%	2.16%	2.08%	0.90	0.83	0.78	0.98	1.11	13%	9%	8%	12%	11%
	净现比	2.03%	1.63%	5.03%	1.89%	1.15%	1.03	1.24	0.89	1.26	0.98	12%	11%	13%	11%	11%
投资能力	资产增长	-1.19%	-1.06%	-3.99%	-1.20%	-1.19%	-0.43	-0.34	-0.60	-0.40	-0.54	13%	9%	13%	11%	11%
	账面价值增长	-1.18%	-1.13%	-1.06%	-1.22%	-1.15%	-0.45	-0.40	-0.20	-0.44	-0.56	11%	10%	4%	10%	10%
	资本支出增长	-0.35%	-0.40%	1.10%	-0.31%	-0.43%	-0.20	-0.21	0.23	-0.17	-0.33	9%	8%	4%	9%	9%
	固定资产增长	-0.38%	0.43%	3.59%	0.05%	-0.12%	-0.17	0.18	0.71	0.02	-0.07	9%	8%	5%	8%	9%
	投入资本效益	1.79%	0.99%	0.80%	1.31%	1.25%	0.56	0.33	0.18	0.46	0.50	11%	7%	7%	9%	9%
资本结构	市场杠杆率	1.19%	0.81%	6.89%	1.02%	0.95%	0.28	0.18	0.91	0.22	0.57	12%	11%	6%	11%	14%
	账面杠杆率	-0.09%	-0.28%	3.21%	-0.13%	0.20%	-0.02	-0.07	0.64	-0.03	0.13	11%	9%	5%	9%	10%
	资产负债率	-0.50%	0.11%	6.25%	-0.05%	0.07%	-0.15	0.03	0.59	-0.01	0.03	7%	9%	8%	8%	9%
	债务权益比	-0.45%	0.15%	6.25%	-0.01%	0.27%	-0.14	0.04	0.59	0.00	0.14	7%	9%	8%	8%	10%
	股息率	3.50%	2.54%	8.21%	3.01%	2.73%	1.04	1.01	0.85	1.01	1.00	16%	14%	12%	14%	15%
分红回购	股东回报	3.49%	2.56%	7.25%	3.03%	2.91%	1.05	1.00	0.80	1.01	1.25	17%	13%	13%	15%	15%
	净股东回报	2.60%	2.26%	-4.39%	2.30%	1.67%	1.45	1.59	-0.62	1.67	1.39	16%	14%	12%	15%	13%
	前十大股东比例	1.30%	0.67%	2.38%	1.03%	0.86%	0.45	0.32	0.55	0.44	0.42	11%	12%	10%	12%	11%
公司治理	审计意见	-1.65%	-1.77%	-2.81%	-1.70%	0.11%	-1.05	-1.26	-0.67	-1.29	0.04	3%	9%	6%	10%	6%
	违规次数	-1.39%	-1.25%	-1.74%	-1.24%	-0.64%	-0.88	-0.88	-0.31	-0.92	-0.42	11%	9%	6%	10%	-1%
	违规金额	-0.34%	-0.34%	-0.40%	-0.25%	0.66%	-0.25	-0.34	-0.11	-0.31	0.21	10%	9%	6%	9%	9%
	诉讼次数	-0.72%	-0.78%	-2.65%	-0.77%	-0.27%	-0.42	-0.53	-0.40	-0.55	-0.20	10%	9%	6%	9%	11%
	诉讼金额	-0.70%	-0.66%	-2.24%	-0.70%	0.18%	-0.40	-0.44	-0.37	-0.47	0.13	10%	9%	6%	9%	10%

资料来源：Wind, 方正证券研究所

注：分组统计中将审计意见、违规及诉讼数据为 0 值的数据单独为一组。

根据回测结果，我们筛选 Rank IC 均值、年化 ICIR 以及多头组合表现都相对较好的指标定义为有效指标，可以得到以下结论：

- **整体概况：** 盈利稳定性、现金流质量和分红回购维度下的相关指标普遍具有较高的收益预测能力，而资本结构和公司治理维度下的有效指标较少。
- **成熟与成长企业的相似：** 对于这两类企业，股息率波动（盈利稳定性）、净资产收益率波动（盈利稳定性）、净营运资产环比（盈利质量）、净现比（现金流质量）、股息率和股东回报（分红回购）等指标均表现出较好的收益预测能力。
- **成熟与成长企业的差别：** 相比成长企业，成熟期企业在净资产收益率（盈利能力）、预期每股收益（盈利能力）、现金回报率（现金流质量）、投入资本效益（投资能力）、违规次数（公司治理）方面具有更好的收益效果。
- **金融行业的特征：** 金融行业的有效指标大体与成熟行业相似，但增加了毛利率波动（盈利稳定性）、资产增长（投资能力）和前十大股东占比（公司治理），减少了净营运资产环比（盈利质量）、现金回报率（现金流质量）

等。另外，净股东回报对于金融企业的收益影响为负，与逻辑不符合因此被剔除。

- **相关性：**从有效指标的相关性来看，ROE 与每股收益、投入资本效益，资产增长与账面价值增长，股息率与股东回报呈现较高的相关性（绝对值超过 70%），我们根据回测效果和市场普遍认知进行剔除。

图表20: 部分质量备选指标的秩相关性

一级因子	二级因子	净资产收益率	每股收益	预期每股收益	股息率波动	毛利率波动	净资产收益率波动	现金流量表应计	净营运资产环比	现金回报率	净现比	资产增长	账面价值增长	投入资本效益	市场杠杆率	股息率	股东回报	净股东回报	前十大股东比例	违规次数
盈利能力	净资产收益率	100%	85%	43%	17%	-18%	-15%	27%	7%	37%	8%	29%	33%	74%	-14%	35%	34%	19%	28%	-19%
盈利能力	每股收益	85%	100%	57%	20%	-20%	-17%	30%	8%	31%	8%	36%	41%	66%	-14%	42%	40%	20%	33%	-22%
盈利能力	预期每股收益	43%	57%	100%	6%	-7%	2%	11%	7%	18%	-2%	17%	19%	36%	-12%	19%	18%	15%	16%	-2%
盈利稳定性	股息率波动	17%	20%	6%	100%	-3%	-12%	-5%	-3%	18%	14%	-1%	-4%	19%	17%	58%	57%	27%	14%	-7%
盈利稳定性	毛利率波动	-18%	-20%	-7%	-3%	100%	34%	-7%	-1%	-7%	-5%	1%	-1%	-16%	12%	-13%	-12%	-11%	-11%	15%
盈利稳定性	净资产收益率波动	-15%	-17%	2%	-12%	34%	100%	-4%	0%	-4%	-13%	10%	15%	-13%	-7%	-22%	-21%	-5%	-2%	16%
盈利质量	现金流量表应计	27%	30%	11%	-5%	-7%	-4%	100%	3%	-7%	-10%	43%	42%	21%	-12%	7%	6%	4%	16%	-16%
盈利质量	净营运资产环比	7%	8%	7%	-3%	-1%	0%	3%	100%	-2%	-5%	3%	2%	5%	-6%	-1%	-1%	2%	3%	-2%
现金流质量	现金回报率	37%	31%	18%	18%	-7%	-4%	-7%	-2%	100%	58%	-1%	3%	38%	-9%	21%	21%	21%	14%	-8%
现金流质量	净现比	8%	8%	-2%	14%	-5%	-13%	-10%	-5%	58%	100%	-7%	-5%	13%	9%	15%	15%	8%	5%	-5%
投资能力	资产增长	29%	36%	17%	-1%	1%	10%	43%	3%	-1%	-7%	100%	85%	26%	-9%	12%	13%	3%	23%	-15%
投资能力	账面价值增长	33%	41%	19%	-4%	-1%	15%	42%	2%	3%	-5%	85%	100%	29%	-16%	14%	15%	7%	29%	-18%
投资能力	投入资本效益	74%	66%	36%	19%	-16%	-13%	21%	5%	38%	13%	26%	29%	100%	-19%	32%	32%	24%	19%	-14%
资本结构	市场杠杆率	-14%	-14%	-12%	17%	12%	-7%	-12%	-6%	-9%	9%	-9%	-16%	-19%	100%	4%	5%	-25%	-12%	12%
分红回购	股息率	35%	42%	19%	58%	-13%	-22%	7%	-1%	21%	15%	12%	14%	32%	4%	100%	95%	53%	19%	-17%
分红回购	股东回报	34%	40%	18%	57%	-12%	-21%	6%	-1%	21%	15%	13%	15%	32%	5%	95%	100%	57%	17%	-14%
分红回购	净股东回报	19%	20%	15%	27%	-11%	-5%	4%	2%	21%	8%	3%	7%	24%	-25%	53%	57%	100%	9%	-8%
公司治理	前十大股东比例	28%	33%	16%	14%	-11%	-2%	16%	3%	14%	5%	23%	29%	19%	-12%	19%	17%	9%	100%	-18%
公司治理	违规次数	-19%	-22%	-2%	7%	15%	16%	-16%	-2%	-8%	-5%	-15%	-18%	-14%	12%	-17%	-14%	-8%	-18%	100%

资料来源：Wind, 方正证券研究所

从结果来看，我们定义的高质量企业应具备以下特征：盈利能力高、稳定性高、盈利质量高、现金流质量高、投资能力高、股东回报高、公司治理好。此外，不同行业属性所对应的质量因子构成应有所不同，以更准确地反映高质量企业带来的收益。

对于成熟行业来说，较为有效的指标包括：净资产收益率、预期每股收益、股息率波动、净资产收益率波动、净营运资产环比、现金回报率、净现比、投入资本效益、股东回报、净股东回报、审计意见和违规次数。

对于成长行业来说，有效指标包括：股息率波动、毛利率波动、净营运资产环比、净现比、股东回报和净股东回报、审计意见和违规次数等。

对于金融行业来说，有效指标包括：净资产收益率、每股收益、预期每股收益、毛利率波动、净现比、资产增长、股东回报和前十大股东比例。

2.2 综合质量因子的构建与回测

在总结了不同行业属性对应的有效质量因子后，我们考虑利用这些有效指标合成综合质量因子，并尝试不同的合成方式，回测该因子的收益效果。

图表21: 综合质量因子的指标构成

	综合质量因子构成
成熟	$f(\text{净资产收益率}) + f(\text{预期每股收益}) + f(\text{股息率波动}) - f(\text{净资产收益率波动}) - f(\text{净营运资产环比}) + f(\text{现金回报率}) + f(\text{净现比}) + f(\text{投入资本效益}) + f(\text{股东回报}) + f(\text{净股东回报}) - f(\text{审计意见}) - f(\text{违规次数})$
成长	$f(\text{股息率波动}) - f(\text{净营运资产环比}) + f(\text{净现比}) + f(\text{股东回报}) + f(\text{净股东回报}) - f(\text{审计意见}) - f(\text{违规次数})$
金融	$f(\text{净资产收益率}) + f(\text{预期每股收益}) - f(\text{毛利率波动}) + f(\text{净现比}) - f(\text{资产增长}) + f(\text{股东回报}) + f(\text{前十大股东比例})$

资料来源：方正证券研究所

注：负号仅代表该因子的方向， $f(x)$ 为因子合成处理方式，为百分位法和 Zscore 方法

首先，针对不同因子的合成处理方法，我们参考指数构建方法，采用百分位法和 Zscore 方法两种。

百分位法：将每个因子在样本中的取值转化为相应的百分位数，表示该因子在样本中的相对位置。这种方法能够较好地处理极端值和异常值，因为它主要关注的是因子在整个样本中的位置而不是具体取值，从而减少了极端值对合成结果的影响。

Zscore 方法：将每个因子的取值转化为标准化分数，即将原始取值减去均值后再除以标准差，表示该因子取值与样本均值的偏离程度。这种方法可以保留更多的样本信息，因为它考虑了每个因子的绝对取值大小，但对于极端值和异常值的处理能力较差，因此该方法使用前通常需要对数据进行缩尾处理，这里采用4倍标准差缩尾的方法。

其次，在因子权重分配上，考虑到常见的质量指数通常采用等权方式合成，并且我们希望筛选出盈利能力高、稳定性好、盈利质量高、现金流质量高、投资能力强、股东回报高、公司治理良好的综合质量高的股票，因此我们在此也采用等权方式来处理因子权重，即各大类因子内部先等权合成，然后大类因子之间也采用等权方式合并。

从回测结果来看，百分位法和 Z-score 方法下的因子合成效果差异较小，Rank IC 和多头收益均相近。以百分位法为例，综合质量因子的分组表现如下所示：

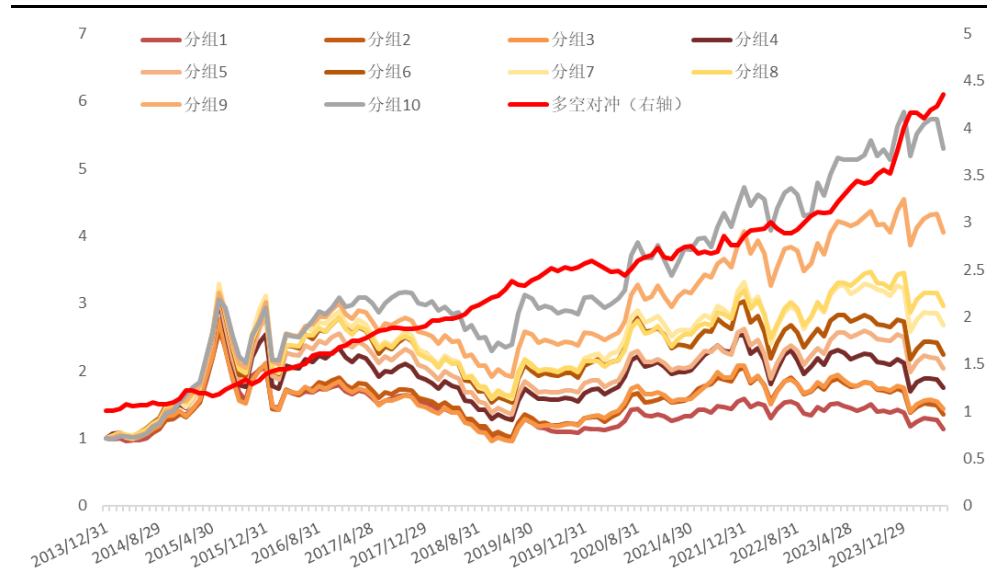
图表22: 质量因子测试

因子名称	因子绩效		十分组多空组合表现				
	Rank IC	Rank ICIR	年化收益率	年化波动率	信息比率	月度胜率	最大回撤
质量因子	4.53%	2.94	13.34%	6.81%	1.96	76.19%	-6.21%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

质量因子 Rank IC 均值为 4.53%，Rank ICIR 为 2.94，多空组合年化收益率为 13.34%，信息比率为 1.96，选股效果较为出色。

图表23: 质量因子十分组及多空对冲净值走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

从十分组表现来看，各分组保持了严格的单调性，多头组合年化收益率 17.20%，空头组合年化收益率 1.23%，整体区分能力较好。

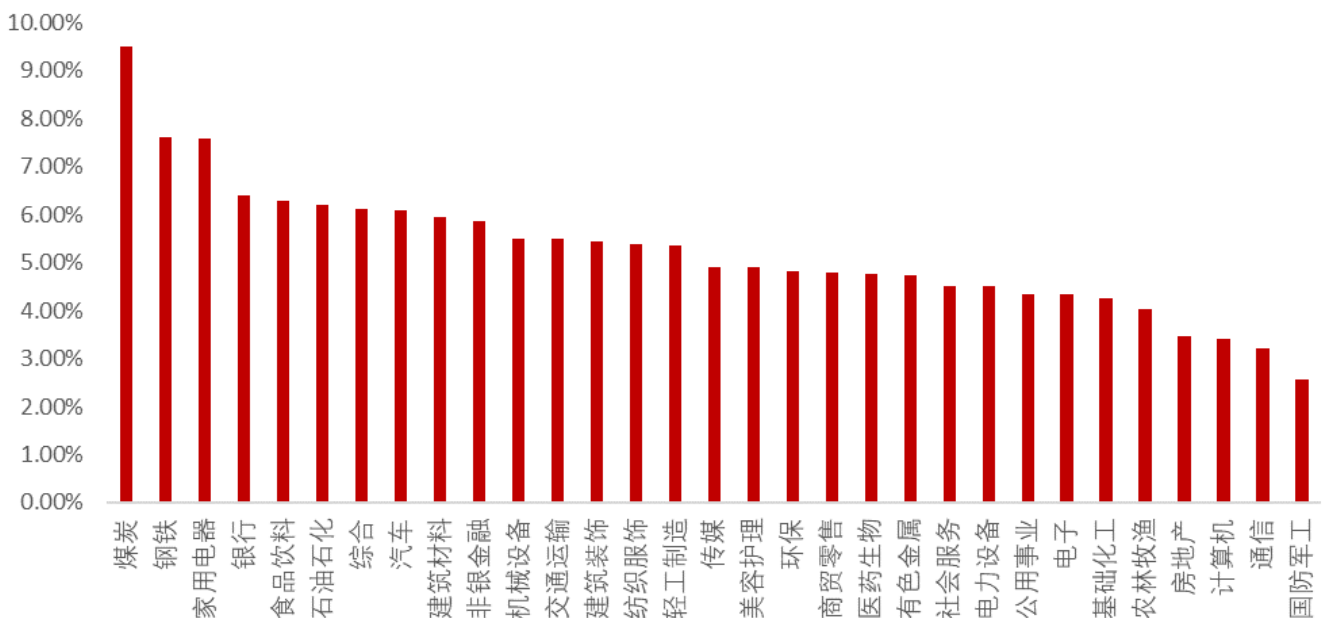
图表24: 质量因子分组表现

因子名称	累积收益率	年化收益率	年化波动率	信息比率	月度胜率	最大回撤
分组1	13.75%	1.23%	25.26%	4.89%	46.83%	-62.65%
分组2	35.04%	2.90%	27.20%	10.67%	52.38%	-62.21%
分组3	43.49%	3.50%	28.37%	12.33%	53.17%	-65.60%
分组4	75.42%	5.50%	28.62%	19.21%	50.79%	-58.52%
分组5	102.94%	6.97%	29.25%	23.84%	50.00%	-56.68%
分组6	123.67%	7.97%	29.28%	27.21%	49.21%	-52.21%
分组7	167.08%	9.81%	29.10%	33.70%	52.38%	-52.07%
分组8	196.00%	10.89%	27.35%	39.81%	53.17%	-49.51%
分组9	305.54%	14.26%	26.05%	54.76%	55.56%	-39.42%
分组10	429.13%	17.20%	23.69%	72.59%	58.73%	-30.49%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

分行业来看, 质量因子在各一级行业内表现普遍较好, 大多数行业内 Rank IC 均值超过 3%。

图表25: 质量因子在不同行业内的 Rank IC 均值



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 综合质量因子组合相较于传统质量指数优势较为明显

本节我们利用综合质量因子构建股票组合, 首先我们分析在不同股票加权方式下质量因子 top50 组合的收益表现, 并将其与主流质量指数进行比较。在前文中我们发现几只质量指数大多采用了两种加权方式: 自由流通市值加权 (如中证质量成长指数、沪深 300 质量成长指数等) 或者是自由流通市值乘以质量因子得分加权 (如 MSCI 中国 A 股国际公司质量指数、标普中国 A 股质量价值指数), 并且它们均设置了个股权重的上限。设置个股权重上限的一个原因是, 样本股市值分布不均匀, 其中一些个股的市值较大, 自由流通市值加权的方式可能会导致它们在计算权重时占比过大。此外, 一些常见的 Smartbeta 指数还采用了因子得分加权的方法 (如中证红利/中证红利低波指数采用股息率加权)。我们根据当期综合质量因子排序, 选出因子值最大的 50 只股票作为组合, 并通过以下几种加权方式进行股票组合的权重分配: 等权、因子得分加权、自由流通市值加权、自由流通市值乘以质量得分加权、自由流通市值加权上限 10%、自由流通市值乘以质量得分加权上限 10%。

为了减少频繁的成分股更换和降低交易成本，组合在每季度末（3、6、9、12月）进行成分股调整，并设置成份股数量的 20% 为缓冲区间。

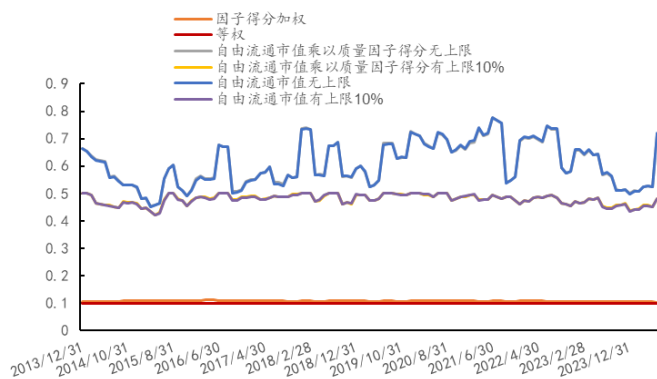
图表26: 不同股票加权方式的计算说明

权重计算方法	计算说明
等权	设定权重为1/50
因子得分加权	根据其质量得分占总质量得分的比例确定权重
自由流通市值无上限	根据其自由流通市值占总自由流通市值的比例确定权重
自由流通市值乘以质量因子得分无上限	将自由流通市值和最终质量得分归一化后相乘，再按比例确定权重。其中最终质量得分由质量得分计算：当 $Z \geq 0,1 + Z$ ，当 $Z < 0,1 / (1 - Z)$
自由流通市值有上限10%	根据自由流通市值占总自由流通市值的比例确定权重，并限制最大权重不超过10%。其中个股限制通过将超过指定上限的权重设置为上限值，然后按比例调整未超限的权重，使总和等于1，反复调整直到满足条件。
自由流通市值乘以质量因子得分有上限10%	将自由流通市值和质量得分归一化后相乘，再按比例确定权重，并限制最大权重不超过10%。其中最终质量得分由质量得分计算：当 $Z \geq 0,1 + Z$ ，当 $Z < 0,1 / (1 - Z)$ ；股限制通过将超过指定上限的权重设置为上限值，然后按比例调整未超限的权重，使总和等于1，反复调整直到满足条件。

资料来源：方正证券研究所

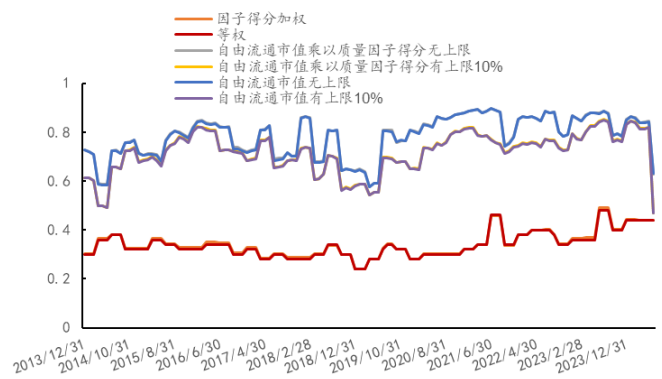
从回溯结果来看，每次股票组合调仓数量平均约为 25 只左右。其次，不同股票加权方式的个股集中度表现如下：等权和因子得分加权方式的集中度最低，而未设置上限的加权方式的集中度较高。在 2020 年至 2021 年期间，前五大股票的权重占比接近 70%。这可能是因为股票组合中部分股票的市值较大，在未设置上限的加权方式下，这些股票的权重较高。从行业集中度来看，等权和因子得分加权方式的前 3 行业占比均在 50% 以下，而未设置上限的加权方式的行业集中度均值高于 50%。由于综合质量因子已经过百分比归一化或缩尾后标准化处理，因此因子本身的差异不大，因此等权和因子得分加权、自由流通市值与自由流通市值乘以质量得分这些方式的权重结果相似。

图表27: 不同股票加权方式的前五大股票占比



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表28: 不同股票加权方式的前三大行业占比

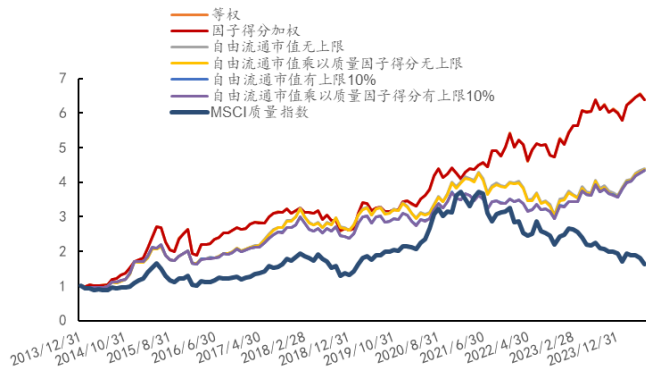


资料来源：Wind, 方正证券研究所

从收益表现来看，综合质量因子的 4 种股票组合的年化收益均高于 MSCI 质量指数，且 6 种股票组合最大回撤均低于该质量指数。此外，综合质量因子组合在传统质量指数表现较差的年份（如 2018 年、2022 年、2023 年）均实现了收益的增强。

从不同加权组合来看，等权和因子得分加权的年化收益最高，分别为 19.31% 和 19.30%，带有权重上限的自由流通市值加权上限 10% 和自由流通市值乘以质量得分加权上限 10% 两个组合，虽然收益表现低于等权组合，但年化收益仍然高于 MSCI 质量指数并且回撤也相对较小。

图表29:不同股票加权方式的净值走势



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表30:不同股票加权方式的收益表现

	等权	因子得分 加权	自由流通 市值无上 限	自由流通 市值乘以质量 因子得分无 上限	自由流通 市值有上 限10%	自由流通 市值乘以质量 因子得分有 上限10%	MSCI质 量指数
2014年	69.20%	69.45%	70.10%	70.18%	70.96%	71.15%	8.91%
2015年	56.10%	55.47%	19.04%	18.58%	18.86%	18.00%	18.97%
2016年	-0.28%	-0.34%	-0.36%	-0.37%	-1.47%	-1.41%	7.48%
2017年	20.42%	20.65%	48.85%	48.64%	38.92%	39.01%	58.87%
2018年	17.37%	17.21%	12.63%	12.67%	13.76%	13.78%	28.61%
2019年	31.30%	31.57%	29.77%	29.75%	29.85%	29.85%	62.81%
2020年	23.69%	23.57%	13.55%	13.31%	14.06%	14.06%	68.65%
2021年	27.23%	26.87%	3.93%	3.69%	-0.62%	-0.76%	19.95%
2022年	5.72%	5.72%	12.10%	12.05%	5.15%	5.16%	23.40%
2023年	17.93%	17.82%	2.59%	2.66%	8.47%	8.48%	21.82%
2024年H1	6.00%	6.14%	21.59%	21.58%	21.42%	21.45%	16.05%
年化收益	19.31%	19.30%	15.17%	15.07%	15.02%	14.99%	11.12%
最大回撤	-32.03%	-31.87%	-32.07%	-31.95%	-34.05%	-33.93%	-58.96%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.4 质量优选股票组合构建

接下来,我们尝试使用上述综合质量因子进行股票池筛选,并通过多因子方式来构建高质量优选股票组合。我们筛选上述综合质量因子排名前30%的股票作为高质量股票池,并测试其他选股因子在备选池内的表现。各因子在备选池内表现如下所示:

图表31:高质量股票池内主要选股因子表现测试

因子名称	Rank IC	Rank ICIR	多空组合年化收益率	多空组合年化波动率	多空组合信息比率	多空组合最大回撤
BP	4.83%	1.47	11.94%	13.38%	0.89	-17.59%
EP	4.87%	1.98	9.87%	12.44%	0.79	-15.50%
最近12个月股息率	3.45%	1.82	11.30%	8.70%	1.30	-11.35%
单季度EPS	2.70%	1.29	6.58%	8.80%	0.75	-13.31%
单季度ROE	2.84%	1.28	5.84%	9.21%	0.63	-18.24%
单季度归母净利润同比增速	2.78%	1.35	9.79%	9.37%	1.04	-22.33%
单季度ROE同比变化	3.06%	1.78	10.46%	8.99%	1.16	-18.28%
标准化预期外盈利	2.65%	1.71	12.34%	8.01%	1.54	-10.49%
分析师一致预期上修	4.64%	2.37	22.53%	10.59%	2.13	-13.46%
低波动	-7.54%	-2.26	16.15%	14.81%	1.09	-15.00%
低换手	-7.32%	-2.80	25.14%	11.49%	2.19	-12.15%
综合量价	-10.29%	-4.19	36.08%	11.39%	3.17	-9.61%

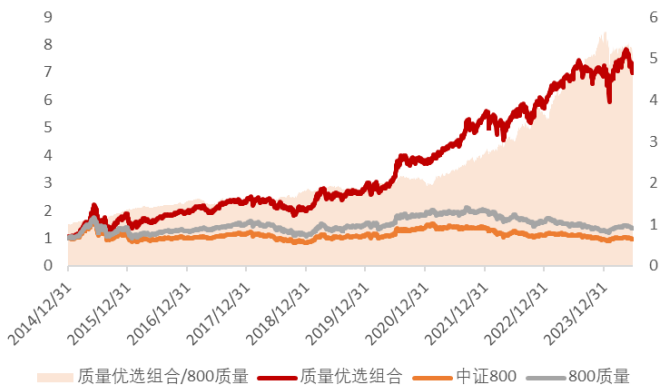
资料来源: Wind, 方正证券研究所

其中,低波动因子由最近20/60日波动率等权合成,低换手因子由最近20/60日日均换手率等权合成,综合量价因子则由方正金工高频因子低频化系列13个特色量价因子等权合成得到。

从上表可以看到,在高质量股票池中,低估值、高盈利、高成长、高分析师预期、低波动、低换手以及高频量价因子均有较好的选股效果。我们将上述因子按照过去一年Rank ICIR加权构建复合因子。我们筛选复合因子得分最高的50只股票构建质量优选股票组合,组合按照月度频率调整更新。

从历史表现来看,质量优选股票组合长期表现较为出色,自2015年以来组合年化收益为22.92%,同期中证800指数年化收益-0.39%,800质量指数年化收益3.28%,组合相较中证800指数年化超额收益为23.30%,相较800质量指数年化超额19.64%。

图表32: 质量优选股票组合历史表现



资料来源: Wind, 方正证券研究所

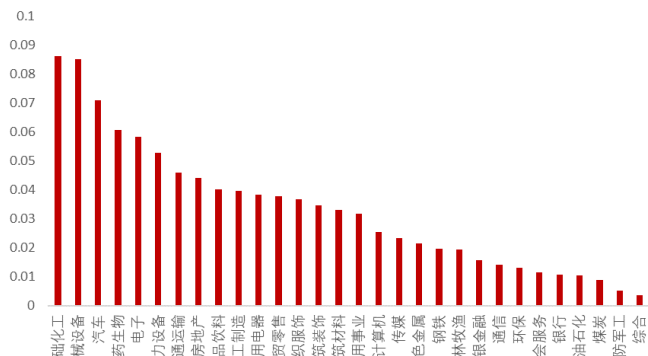
图表33: 质量优选股票组合分年度业绩表现

年份	质量优选	中证800	800质量	相对中证800超额	相对800质量超额
2015年	84.98%	14.91%	36.08%	70.07%	48.91%
2016年	4.58%	-13.27%	-7.84%	17.85%	12.42%
2017年	20.19%	15.16%	20.49%	5.03%	-0.30%
2018年	-14.30%	-27.38%	-26.20%	13.08%	11.90%
2019年	41.86%	33.71%	36.01%	8.16%	5.85%
2020年	32.61%	25.79%	22.39%	6.82%	10.22%
2021年	45.36%	-0.76%	8.52%	46.11%	36.83%
2022年	5.73%	-21.32%	-21.30%	27.05%	27.03%
2023年	23.25%	-10.37%	-17.43%	33.62%	40.68%
2024年	0.00%	-1.76%	3.81%	1.77%	-3.80%
年化收益率	22.92%	-0.39%	3.28%	23.30%	19.64%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

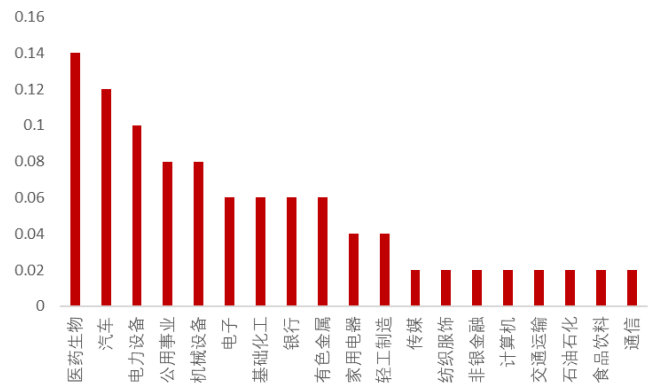
从质量优选组合历史持仓平均行业分布情况来看, 基础化工、机械设备、汽车、医药生物等行业股票入选次数较多, 最新一期持仓股票中, 医药生物、汽车、电力设备、公用事业等行业权重占比相对较高。

图表34: 质量优选组合历史持仓行业分布



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表35: 最新质量优选组合行业分布



资料来源: Wind, 方正证券研究所

3 风险提示

本报告基于历史数据分析, 不构成任何投资建议; 受宏观经济环境、市场风格变化等因素影响, 股票的业绩存在一定的波动风险; 股票因子未来可能会失效。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com