

➤ **5 月基本面量化选股组合总体超额稳健。**5 月，AEG 估值潜力组合和竞争优势组合分别以 7.05%和 4.47%的回报率显著超越其基准指数，实现了 4.66%和 2.92%的超额回报。统计各策略在股票型公募基金中的相对排名，5 月各策略表现基本均位于中位数以上。

➤ **竞争优势组合表现跟踪：5 月回报 4.47%，相对于中证 800 超额收益 2.92%，本年绝对收益 5.98%。**策略介绍：竞争壁垒分析框架区分为四类行业：壁垒护盾型、竞争激烈型、稳中求进型和寻求突破型。**全区间表现：**竞争优势组合自 2012 年以来年化收益 17.04%，夏普比率 0.66，信息比率 0.12，最大回撤 -47.68%，卡玛比率 0.36。

➤ **安全边际组合表现跟踪：5 月回报 3.79%，相对于 wind 全 A 超额收益 1.40%，本年绝对收益 2.06%。**策略介绍：竞争优势的核心在于塑造企业的进入壁垒（即“护城河”）。**全区间表现：**安全边际组合自 2012 年以来年化收益 22.73%，夏普比率 1.02，信息比率 0.18，最大回撤 -35.10%，卡玛比率 0.65。

➤ **红利低波季调组合表现跟踪：5 月回报 4.07%，相对于红利低波 50 指数超额收益 -0.02%，本年绝对收益 3.32%。**策略介绍：“高股息陷阱”的表现形式多重多样，但本质是投资者单纯追逐高股息率而忽视了公司盈利可持续性和长期价值。**全区间表现：**红利低波季调组合自 2014 年以来年化收益 20.27%，夏普比率 0.94，信息比率 0.16，最大回撤 -43.06%，卡玛比率 0.47。

➤ **AEG 估值潜力组合表现跟踪：5 月回报 7.05%，相对于 wind 全 A 超额收益 4.66%，本年绝对收益 10.23%。**策略介绍：首先用 AEG_EP 因子选取 TOP100，然后选择股利再投资/P 比率高的 TOP50 股票，这意味着我们投资于那些市场尚未充分认识到其增长潜力的公司。**全区间表现：**AEG 估值潜力组合 2014 年以来年化收益 28.72%，夏普比率 1.11，信息比率 0.23，最大回撤 -44.34%，卡玛比率 0.65。

➤ **中证 800 内现金牛组合表现跟踪：5 月回报 1.99%，相对于中证 800 超额收益 0.44%，本年绝对收益 -0.01%。**策略介绍：通过 CFOR 分析体系深入评估企业的盈利能力和资产的现金生成效率。**全区间表现：**2019 年以来年化收益 13.56%，最大回撤 -19.80%，卡玛比率 0.68。

➤ **中证 800 内大模型 AI 选股组合表现跟踪：5 月回报 2.42%，相对于中证 800 超额收益 0.87%，本年绝对收益 3.50%。**策略介绍：通过融合思维链推理（COT）、对比分析与反事实推理，形成多维度验证闭环。**全区间表现：**2019 年以来年化收益 16.53%，夏普比率 0.71，信息比率 0.17，最大回撤 -33.01%，卡玛比率 0.50。

➤ **中证 800 内治理效能组合表现跟踪：5 月回报 3.44%，相对于中证 800 超额收益 1.89%，本年绝对收益 1.71%。**策略介绍：基于年报和半年报的 MD&A 通过 deepseek-R1 挖掘管理治理信息。**全区间表现：**2020 年以来实现年化收益 11.00%，夏普比率 0.51，信息比率 0.23，最大回撤 -23.74%，卡玛比率 0.46。

➤ **风险提示：**量化结论基于历史统计，如未来环境发生变化存在失效可能。选股模型结论不构成投资建议，实际投资还需要考虑外部市场环境、估值等因素并进一步评估。


分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

分析师 吴自强

执业证书：S0100525010001

邮箱：wuziqiang@mszq.com

相关研究

- 1.量化周报：流动性回升叠加分歧度下降-2025/06/15
- 2.基金分析报告：如何捕捉港股科技的估值修复和成长性机会？-2025/06/12
- 3.深度学习因子月报：Meta_Master 因子 5 月实现超额收益 3.9%-2025/06/11
- 4.量化周报：收缩盘整转上涨趋势的条件-2025/06/08
- 5.资产配置月报 202506：六月配置视点：今年业绩领先的基金有何特征？-2025/06/05

目录

1 量化组合近期表现概览.....	3
2 各组合介绍和历史表现.....	4
2.1 竞争优势组合.....	4
2.2 安全边际组合.....	6
2.3 红利低波季调组合.....	8
2.4 AEG 估值潜力组合.....	10
2.5 “现金牛”组合.....	12
2.6 大模型 AI 选股组合.....	14
2.7 治理能效组合.....	17
3 风险提示.....	20
插图目录.....	21
表格目录.....	21

1 量化组合近期表现概览

5月, AEG 估值潜力组合和竞争优势分别以 7.05%和 4.47%的回报率显著超越其基准指数, 实现了 4.66%和 2.92%的超额回报。

表1: 量化组合表现跟踪一览 (截至 2025.5.31)

策略名称	基准指数	本月表现		本季表现		最近一年表现		本年表现	
		本月回报	本月超额	本季回报	本季超额	最近一年回报	最近一年超额	本年回报	本年超额
竞争优势组合	中证800	4.47%	2.92%	3.38%	5.11%	15.98%	10.04%	5.98%	8.02%
安全边际组合	wind全A	3.79%	1.40%	-2.41%	-1.57%	7.79%	-5.47%	2.06%	1.02%
红利低波季调组合	中证红利低波50	4.07%	-0.02%	4.72%	1.27%	9.60%	7.99%	3.32%	1.27%
AEG估值潜力组合	wind全A	7.05%	4.66%	3.77%	4.61%	27.10%	13.84%	10.23%	9.19%
中证800现金牛组合	中证800	1.99%	0.44%	-4.06%	-2.33%	11.62%	4.78%	-0.01%	2.03%
大模型AI选股组合 (中证800内)	中证800	2.42%	0.87%	-2.62%	-0.89%	18.19%	11.35%	3.50%	5.54%
中证800治理能效组合	中证800	3.44%	1.89%	-0.25%	1.48%	27.12%	20.28%	1.71%	3.75%

资料来源: ichoice, 民生证券研究院

股票型公募基金本月、本季度和本年回报的中位数分别为 1.82%、-1.72%、2.49%, 最近一年表现相对较强, 中位数为 10.39%。

表2: 股票型公募基金表现 (截至 2025.5.31)

分位数	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
本月	-2.56%	-0.24%	0.89%	1.50%	1.82%	2.23%	2.76%	3.63%	5.43%
本季度	-6.10%	-4.67%	-3.69%	-2.95%	-1.72%	-1.00%	-0.11%	1.02%	3.96%
最近一年	-4.24%	0.98%	5.32%	8.33%	10.39%	12.82%	16.74%	23.28%	31.71%
本年	-3.48%	-1.30%	0.58%	1.45%	2.49%	3.66%	5.48%	8.29%	14.24%

资料来源: ichoice, 民生证券研究院

统计各策略在股票型公募基金中的相对排名, 5月各策略表现基本均位于中位数以上。

表3: 策略在股票型公募基金中相对排名 (截至 2025.5.31)

策略名称	绝对回报在股票基金中的排名 (越大越好)			
	本月	本季	最近一年	本年
竞争优势组合	0.8-0.9	0.8-0.9	0.6-0.7	0.7-0.8
安全边际组合	0.8-0.9	0.4-0.5	0.3-0.4	0.4-0.5
红利低波季调组合	0.8-0.9	0.9-1	0.4-0.5	0.5-0.6
AEG估值潜力组合	0.9-1	0.8-0.9	0.8-0.9	0.8-0.9
中证800现金牛组合	0.5-0.6	0.2-0.3	0.5-0.6	0.2-0.3
大模型AI选股组合 (中证800内)	0.6-0.7	0.4-0.5	0.7-0.8	0.5-0.6
中证800治理能效组合	0.7-0.8	0.6-0.7	0.8-0.9	0.4-0.5

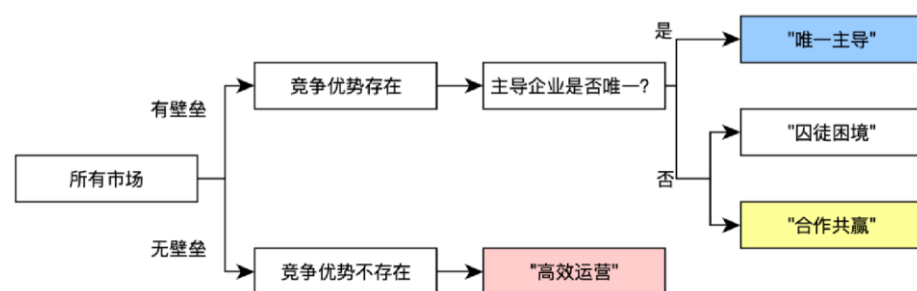
资料来源: ichoice, 民生证券研究院

2 各组合介绍和历史表现

2.1 竞争优势组合

竞争壁垒分析框架：该方法将企业竞争环境和战略因素纳入选股逻辑中，提供不同于传统因子投资的价值量化视角。在这一框架下，行业被细致分类，识别出具有不同竞争特性的四类行业：“壁垒护盾型”、“竞争激烈型”、“稳中求进型”和“寻求突破型”。特别地，“壁垒护盾型”行业因其长期稳定的市场份额和超强的盈利能力而受到重视。在“壁垒护盾型”行业中，策略聚焦于识别具有显著管理竞争优势的“唯一主导”企业，这些企业能够长期维持其市场领导地位。而在没有明显主导企业的壁垒行业里，寻找那些能够通过合作避免竞争、维持高利润率的“合作共赢”企业。对于非“壁垒护盾型”行业，策略则转向发掘那些即便在竞争环境中也能通过高效管理和成本控制实现优异运营表现的“高效运营”企业。具体可参见《量化专题报告：迈向价值之路：竞争壁垒分析框架下的选股逻辑》。

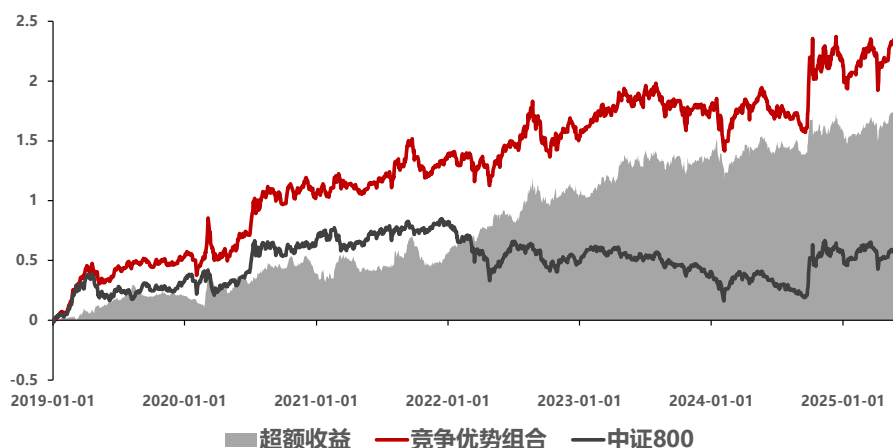
图1：企业竞争战略地位分析框架



资料来源：布鲁斯·格林沃尔德《竞争优势：透视企业护城河》，民生证券研究院

组合构建：将“壁垒护盾型”行业中的“唯一主导+合作共赢”组合与无壁垒保护行业中的“高效运营”组合结合，得到“竞争优势”组合。

图2：竞争优势净值表现（截至 2025.5.31）



资料来源：wind，民生证券研究院

竞争优势组合自 2019 年以来年化收益 20.41%，夏普比率 0.93，信息比率 0.12，最大回撤 -19.32%，卡玛比率 1.06。

表4：竞争优势组合最新持仓（2025.5）

序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业	序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业
1	600908.SH	无锡银行	134	银行(申万)	38	002395.SZ	双象股份	47	基础化工(申万)
2	601166.SH	兴业银行	4,703	银行(申万)	39	603013.SH	亚普股份	89	汽车(申万)
3	300691.SZ	联合光电	48	计算机(申万)	40	301551.SZ	无线传媒	199	传媒(申万)
4	601288.SH	农业银行	19,074	银行(申万)	41	000807.SZ	云铝股份	506	有色金属(申万)
5	000589.SZ	贵州轮胎	70	汽车(申万)	42	000897.SZ	津滨发展	37	房地产(申万)
6	301332.SZ	德尔玛	47	家用电器(申万)	43	600483.SH	福能股份	273	公用事业(申万)
7	002327.SZ	富安娜	68	纺织服饰(申万)	44	000543.SZ	皖能电力	167	公用事业(申万)
8	000521.SZ	长虹美菱	72	家用电器(申万)	45	300708.SZ	聚灿光电	75	电子(申万)
9	600919.SH	江苏银行	2,015	银行(申万)	46	600361.SH	创新新材	159	有色金属(申万)
10	601169.SH	北京银行	1,332	银行(申万)	47	688252.SH	天德钰	94	电子(申万)
11	002142.SZ	宁波银行	1,764	银行(申万)	48	000927.SZ	中国铁物	157	机械设备(申万)
12	601186.SH	中国铁建	1,009	建筑装饰(申万)	49	603929.SH	亚翔集成	57	建筑装饰(申万)
13	601390.SH	中国中铁	1,284	建筑装饰(申万)	50	600955.SH	维远股份	72	基础化工(申万)
14	300502.SZ	新易盛	876	通信(申万)	51	600916.SH	中国黄金	142	纺织服饰(申万)
15	600760.SH	中航沈飞	1,324	国防军工(申万)	52	000825.SZ	太钢不锈	203	钢铁(申万)
16	300815.SZ	玉禾田	98	环保(申万)	53	605007.SH	五洲特纸	53	轻工制造(申万)
17	002290.SZ	禾盛新材	75	家用电器(申万)	54	300979.SZ	华利集团	618	纺织服饰(申万)
18	300475.SZ	香农芯创	128	电子(申万)	55	603698.SH	航天工程	96	机械设备(申万)
19	600967.SH	内蒙一机	213	国防军工(申万)	56	688605.SH	先锋精科	112	电子(申万)
20	600577.SH	精达股份	159	电力设备(申万)	57	601882.SH	海天精工	98	机械设备(申万)
21	300834.SZ	星辉环材	41	基础化工(申万)	58	600873.SH	梅花生物	299	基础化工(申万)
22	601138.SH	工业富联	3,759	电子(申万)	59	002043.SZ	兔宝宝	84	建筑材料(申万)
23	002987.SZ	京北方	125	计算机(申万)	60	603163.SH	圣晖集成	28	建筑装饰(申万)
24	600459.SH	贵研铂业	107	有色金属(申万)	61	605111.SH	新洁能	126	电子(申万)
25	600389.SH	江山股份	83	基础化工(申万)	62	301036.SZ	双乐股份	35	基础化工(申万)
26	600993.SH	马应龙	125	医药生物(申万)	63	301004.SZ	嘉益股份	103	轻工制造(申万)
27	600426.SH	华鲁恒升	442	基础化工(申万)	64	002244.SZ	滨江集团	292	房地产(申万)
28	301358.SZ	湖南裕能	208	电力设备(申万)	65	000034.SZ	神州数码	264	计算机(申万)
29	301380.SZ	挖金客	33	通信(申万)	66	603897.SH	长城科技	49	电力设备(申万)
30	002938.SZ	鹏鼎控股	655	电子(申万)	67	002801.SZ	微光股份	69	电力设备(申万)
31	001379.SZ	腾达科技	40	机械设备(申万)	68	001339.SZ	智微智能	115	计算机(申万)
32	002796.SZ	世嘉科技	28	通信(申万)	69	603227.SH	雪峰科技	96	基础化工(申万)
33	002311.SZ	海大集团	1,008	农林牧渔(申万)	70	301210.SZ	金杨股份	50	电力设备(申万)
34	603909.SH	建发合诚	24	建筑装饰(申万)	71	603529.SH	爱玛科技	312	汽车(申万)
35	000680.SZ	山推股份	137	机械设备(申万)	72	601225.SH	陕西煤业	2,023	煤炭(申万)
36	000025.SZ	特力A	71	综合(申万)	73	301395.SZ	仁信新材	26	基础化工(申万)
37	301301.SZ	川宁生物	289	医药生物(申万)					

资料来源：ichoice，民生证券研究院；注：市值信息日期为 2025.5.31，下同。

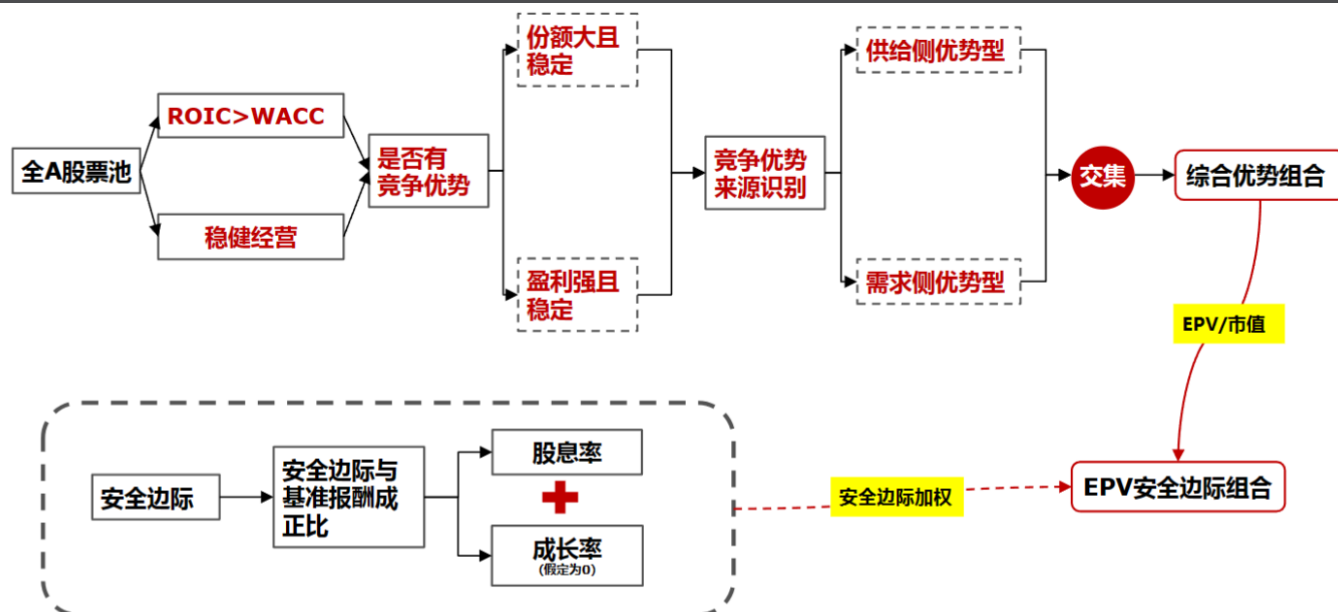
2.2 安全边际组合

波特的产业组织范式强调外部环境对企业赢利的影响，但忽视了企业内在因素。竞争优势的核心在于塑造企业的进入壁垒，进而确保其在市场中的独特地位和持续盈利能力。

ROIC 的计算可以了解一家公司过去和未来创造价值的的能力。如果一家企业通过高 NOPAT 利润率实现高 ROIC，应该将分析重点放在客户锁定上。如果公司的高回报来自高投资资本周转率，应该强调成本领先分析。最为可持续的综合竞争优势来源于需求侧竞争优势和供给侧竞争优势的叠加。

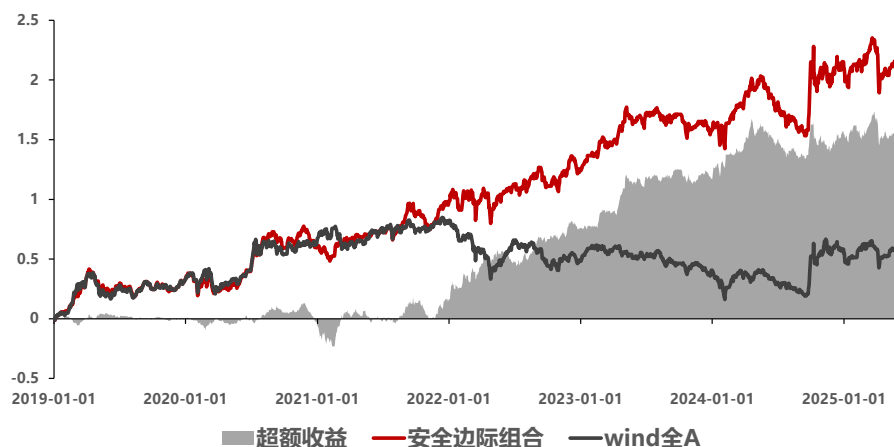
安全边际是企业内在价值与市场价格之间的差距，问题的核心在于企业内在价值的合理估计。在企业经营稳健、且不考虑企业增长的情况下，盈利能力价值通常被视为更可靠地反映企业实际价值的指标。我们通过计算个股的盈利能力价值作为安全边际，在综合竞争优势股票池内选择安全边际最大的前 50 标的并采用股息率加权的方式最大化组合安全边际。具体可参见《量化专题报告：深入价值之路：量化刻画“护城河”与安全边际》。

图3：安全边际组合策略框架一览



资料来源：民生证券研究院绘制

组合每年 5.1、9.1 和 11.1 换仓，每次持有 50 只股票。

图4：安全边际组合净值表现（截至 2025.5.31）


资料来源：wind，民生证券研究院

安全边际组合自 2019 年以来年化收益 20.27%，夏普比率 1.02，信息比率 0.13，最大回撤-16.89%，卡玛比率 1.20。

表5：安全边际组合最新持仓（2025.5）

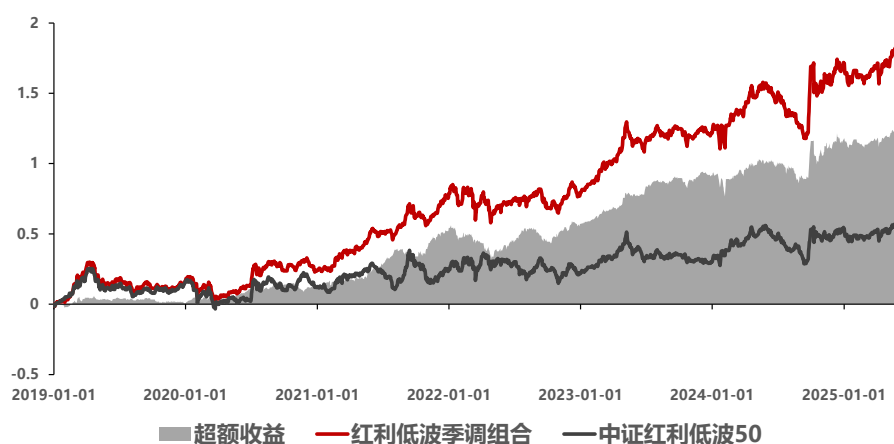
序号	代码	名称	总市值（亿元）	行业	序号	代码	名称	总市值（亿元）	行业
1	002394.SZ	联发股份	27	纺织服饰(申万)	26	600694.SH	大商股份	75	商贸零售(申万)
2	000915.SZ	华特达因	73	医药生物(申万)	27	601900.SH	南方传媒	141	传媒(申万)
3	601717.SH	郑煤机	289	机械设备(申万)	28	300743.SZ	天地数码	28	计算机(申万)
4	603408.SH	建霖家居	51	轻工制造(申万)	29	605166.SH	聚合顺	36	基础化工(申万)
5	002083.SZ	孚日股份	44	纺织服饰(申万)	30	000902.SZ	新洋丰	166	基础化工(申万)
6	601801.SH	皖新传媒	131	传媒(申万)	31	600420.SH	国药现代	144	医药生物(申万)
7	600873.SH	梅花生物	299	基础化工(申万)	32	300724.SZ	捷佳伟创	180	电力设备(申万)
8	002532.SZ	天山铝业	359	有色金属(申万)	33	000528.SZ	柳工	201	机械设备(申万)
9	600273.SH	嘉化能源	113	基础化工(申万)	34	002215.SZ	诺普信	111	农林牧渔(申万)
10	603639.SH	海利尔	48	基础化工(申万)	35	300160.SZ	秀强股份	42	家用电器(申万)
11	600998.SH	九州通	262	医药生物(申万)	36	002588.SZ	史丹利	103	基础化工(申万)
12	300360.SZ	炬华科技	79	电力设备(申万)	37	300274.SZ	阳光电源	1,252	电力设备(申万)
13	600704.SH	物产中大	272	交通运输(申万)	38	002825.SZ	纳尔股份	35	基础化工(申万)
14	600757.SH	长江传媒	117	传媒(申万)	39	002357.SZ	富临运业	27	交通运输(申万)
15	603589.SH	口子窖	217	食品饮料(申万)	40	601677.SH	明泰铝业	152	有色金属(申万)
16	603506.SH	南都物业	24	房地产(申万)	41	600389.SH	江山股份	83	基础化工(申万)
17	600970.SH	中材国际	238	建筑装饰(申万)	42	300641.SZ	正丹股份	126	基础化工(申万)
18	000928.SZ	中钢国际	93	建筑装饰(申万)	43	002835.SZ	同为股份	40	计算机(申万)
19	600729.SH	重庆百货	129	商贸零售(申万)	44	600216.SH	浙江医药	145	医药生物(申万)
20	603611.SH	诺力股份	57	机械设备(申万)	45	600105.SH	永鼎股份	121	通信(申万)
21	605090.SH	九丰能源	177	公用事业(申万)	46	002893.SZ	京能热力	28	公用事业(申万)
22	603998.SH	方盛制药	46	医药生物(申万)	47	300677.SZ	英科医疗	153	医药生物(申万)
23	601566.SH	九牧王	51	纺织服饰(申万)	48	600961.SH	株冶集团	107	有色金属(申万)
24	601311.SH	骆驼股份	98	电力设备(申万)	49	600664.SH	哈药股份	96	医药生物(申万)
25	600269.SH	赣粤高速	123	交通运输(申万)	50	002668.SZ	TCL智家	111	家用电器(申万)

资料来源：ichoice，民生证券研究院

2.3 红利低波季调组合

股息率的高低更多取决于业务的属性以及企业所处的发展阶段，并不一定是越高越好。从统计结果看，股息率次高组拥有相对于大盘最高的胜率。“高股息陷阱”的表现形式多种多样，但本质是投资者单纯追逐高股息率而忽视了公司盈利可持续性 and 长期价值。因此，一方面可以通过股息率本身的预测加以规避，另外也考虑诸如剔除股价表现极端、负债率异常的标的等负向清单制度。具体可参见报告《量化专题报告：红利策略优化：“高股息陷阱”与股息预测》。

图5：红利低波季调组合



资料来源：wind，民生证券研究院

红利低波季调组合自2019年以来年化收益17.36%，夏普比率1.00，信息比率0.15，最大回撤-21.61%，卡玛比率0.80。

表6：红利低波季调组合最新持仓（2025.5）

序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业	序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业
1	600755.SH	大秦铁路	136	交通运输(申万)	26	601598.SH	苏泊尔	335	交通运输(申万)
2	600177.SH	南京高科	347	纺织服饰(申万)	27	002233.SZ	千金药业	93	建筑材料(申万)
3	000937.SZ	宝钢股份	237	煤炭(申万)	28	002267.SZ	威孚高科	87	公用事业(申万)
4	600016.SH	海螺水泥	1,850	银行(申万)	29	600750.SH	佛燃能源	145	医药生物(申万)
5	601009.SH	厦门国贸	1,269	银行(申万)	30	601328.SH	宝丰能源	5,187	银行(申万)
6	601825.SH	福建高速	864	银行(申万)	31	600273.SH	伟星股份	113	基础化工(申万)
7	600919.SH	梅花生物	2,015	银行(申万)	32	601658.SH	中联重科	5,155	银行(申万)
8	601169.SH	华域汽车	1,332	银行(申万)	33	601963.SH	陕西煤业	329	银行(申万)
9	601006.SH	粤高速A	1,360	交通运输(申万)	34	601166.SH	冀中能源	4,703	银行(申万)
10	603886.SH	重庆水务	31	食品饮料(申万)	35	601838.SH	分众传媒	822	银行(申万)
11	601187.SH	塔牌集团	171	银行(申万)	36	601000.SH	海澜之家	244	交通运输(申万)
12	601818.SH	君正集团	2,264	银行(申万)	37	601997.SH	华菱钢铁	223	银行(申万)
13	601229.SH	富森美	1,503	银行(申万)	38	601939.SH	洪城环境	16,377	银行(申万)
14	601998.SH	嘉化能源	4,187	银行(申万)	39	600461.SH	养元饮品	123	环保(申万)
15	000651.SZ	中国石化	2,600	家用电器(申万)	40	600548.SH	宁波华翔	248	交通运输(申万)
16	601225.SH	赣粤高速	2,023	煤炭(申万)	41	600019.SH	大商股份	1,477	钢铁(申万)
17	600015.SH	陕天然气	1,198	银行(申万)	42	601988.SH	唐山港	15,129	银行(申万)
18	002966.SZ	中国神华	390	银行(申万)	43	600282.SH	山西焦煤	263	钢铁(申万)
19	601077.SH	宁沪高速	790	银行(申万)	44	600757.SH	天健集团	117	传媒(申万)
20	601398.SH	山东高速	23,603	银行(申万)	45	600585.SH	森马服饰	1,173	建筑材料(申万)
21	601288.SH	新钢股份	19,074	银行(申万)	46	000429.SZ	重庆百货	275	交通运输(申万)
22	601857.SH	三钢闽光	14,698	石油石化(申万)	47	600064.SH	鄂尔多斯	132	房地产(申万)
23	603156.SH	青岛港	308	食品饮料(申万)	48	600350.SH	开滦股份	555	交通运输(申万)
24	000581.SZ	太钢不锈	184	汽车(申万)	49	601568.SH	电投能源	166	基础化工(申万)
25	601088.SH	马钢股份	7,550	煤炭(申万)	50	000830.SZ	中国石油	200	基础化工(申万)

资料来源：ichoice，民生证券研究院

2.4 AEG 估值潜力组合

收益的来源实质上分为两个方面：一是资产本身生成的收益；二是通过将利息再投资于其他资产所产生的收益。

二者的加总被称为带息收益或全收益，这包括了股息在内的所有收益。与之相对，不包括股息再投资的收益则被称为除息收益或净收益。投资的价值是基于预期带息收益来确定的，同样，市盈率（P/E）比率通常也应当基于带息收益的增长来计算，这是因为我们需要考虑投资收益的所有来源。带息收益增长超过机会成本的部分，被称为超额收益增长(AEG, Abnormal Earnings Growth)，其含义是公司的总体收益超过机会成本部分的价值：

$$AEG = Y_t - N_t = (E_t + r * DPS_{t-1}) - (1 + r) * E_{t-1}$$

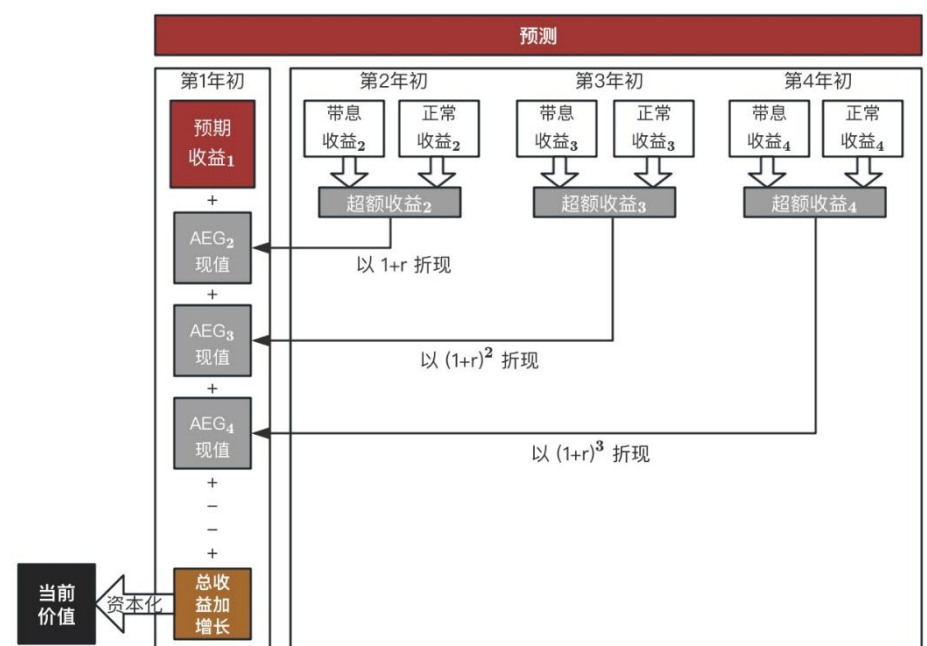
$$\frac{V_0}{E_1} = \frac{1}{r} + \frac{1}{r} * \left(\frac{AEG_2}{1+r} + \frac{AEG_3}{(1+r)^2} + \frac{AEG_4}{(1+r)^3} + \dots \right)$$

其中 E1 是第一期的盈利，V0 是当下的市值。所以，远期市盈率可以通过 1/要求回报率，再加上超额收益增长除以下一期收益的数值来计算。如果预测没有超额收益增长，则正常市盈率为：

$$\frac{V_0}{E_1} = \frac{1}{r}$$

所以，远期市盈率就是正常市盈率加上增长溢价。具体请详见报告《超额收益增长模型 AEG：PE 估值的内涵逻辑》。

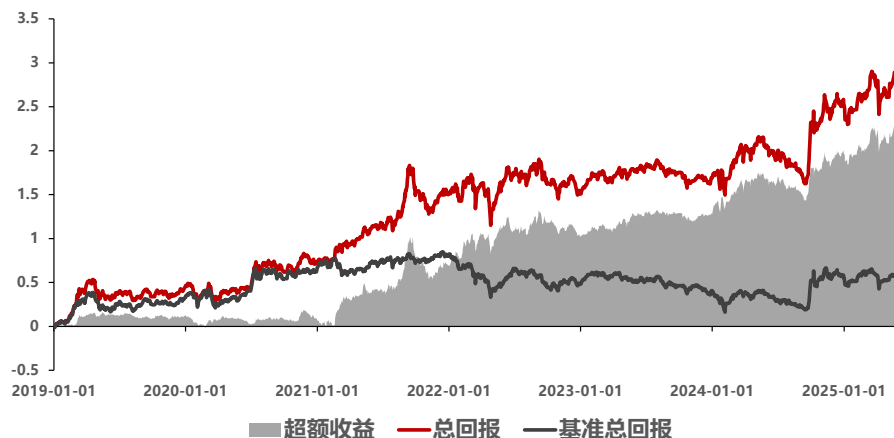
图6：基于 AEG 模型计算权益价值



资料来源：民生证券研究院绘制

首先用 AEG_EP 因子选取 TOP100, 然后选择股利再投资/P 比率高的 TOP50 股票, 这意味着我们投资于那些市场尚未充分认识到其增长潜力的公司。

图7: AEG 估值潜力组合



资料来源: wind, 民生证券研究院

AEG 估值潜力组合 2019 年以来年化收益 23.33%, 夏普比率 1.11, 信息比率 0.16, 最大回撤-24.04%, 卡玛比率 0.97。

表7: AEG 估值潜力组合最新持仓 (2025.5)

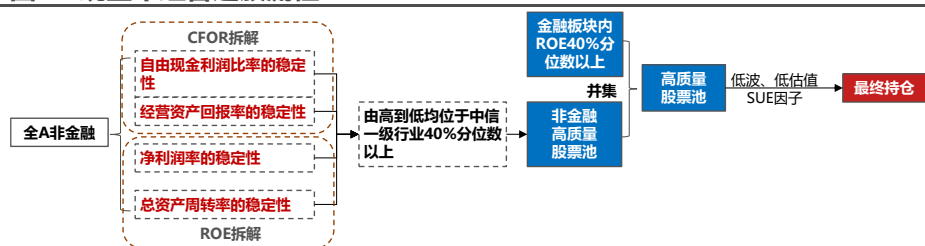
序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业	序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业
1	600281.SH	华阳新材	25	有色金属(申万)	26	600351.SH	亚宝药业	43	医药生物(申万)
2	002731.SZ	萃华珠宝	30	纺织服饰(申万)	27	002346.SZ	柘中股份	60	电力设备(申万)
3	000968.SZ	蓝焰控股	62	石油石化(申万)	28	603368.SH	柳药集团	67	医药生物(申万)
4	300533.SZ	冰川网络	60	传媒(申万)	29	600337.SH	美克家居	31	轻工制造(申万)
5	688379.SH	华光新材	26	机械设备(申万)	30	600251.SH	冠农股份	58	农林牧渔(申万)
6	603612.SH	索通发展	80	基础化工(申万)	31	601512.SH	中新集团	111	房地产(申万)
7	002739.SZ	万达电影	231	传媒(申万)	32	603230.SH	内蒙新华	45	传媒(申万)
8	603103.SH	横店影视	98	传媒(申万)	33	002852.SZ	道道全	33	农林牧渔(申万)
9	002905.SZ	金逸影视	32	传媒(申万)	34	600785.SH	新华百货	27	商贸零售(申万)
10	600638.SH	新黄浦	36	房地产(申万)	35	600736.SH	苏州高新	62	房地产(申万)
11	600502.SH	安徽建工	81	建筑装饰(申万)	36	002893.SZ	京能热力	28	公用事业(申万)
12	601801.SH	皖新传媒	131	传媒(申万)	37	601918.SH	新集能源	174	煤炭(申万)
13	002244.SZ	滨江集团	292	房地产(申万)	38	601636.SH	旗滨集团	140	建筑材料(申万)
14	601038.SH	一拖股份	120	机械设备(申万)	39	600757.SH	长江传媒	117	传媒(申万)
15	601003.SH	柳钢股份	91	钢铁(申万)	40	002215.SZ	诺普信	111	农林牧渔(申万)
16	600064.SH	南京高科	132	房地产(申万)	41	600858.SH	银座股份	28	商贸零售(申万)
17	002588.SZ	史丹利	103	基础化工(申万)	42	002355.SZ	兴民智通	46	汽车(申万)
18	001210.SZ	金房能源	20	公用事业(申万)	43	300967.SZ	晓鸣股份	37	农林牧渔(申万)
19	000514.SZ	渝开发	37	房地产(申万)	44	300641.SZ	正丹股份	126	基础化工(申万)
20	002296.SZ	辉煌科技	42	通信(申万)	45	000965.SZ	天保基建	43	房地产(申万)
21	002661.SZ	克明食品	33	食品饮料(申万)	46	000906.SZ	浙商中拓	46	交通运输(申万)
22	002314.SZ	南山控股	69	房地产(申万)	47	600105.SH	永鼎股份	121	通信(申万)
23	601101.SH	昊华能源	105	煤炭(申万)	48	603682.SH	锦和商管	28	商贸零售(申万)
24	000042.SZ	中洲控股	46	房地产(申万)	49	600694.SH	大商股份	75	商贸零售(申万)
25	600713.SH	南京医药	68	医药生物(申万)	50	000573.SZ	粤宏远A	29	房地产(申万)

资料来源: ichoice, 民生证券研究院

2.5 “现金牛” 组合

为了补充传统杜邦分解的不足，引入了自由现金流（FCF）和自由现金流回报率（CFOR）作为关键分析维度，通过 CFOR 分析体系深入评估企业的盈利能力和资产的现金生成效率。**CFOR 体系通过拆解现金流量回报率，揭示企业如何将经营活动产生的现金流转化为净利润，包括自由现金利润比率和经营资产回报率，从而更全面地评估企业的经营绩效和财务稳定性。**

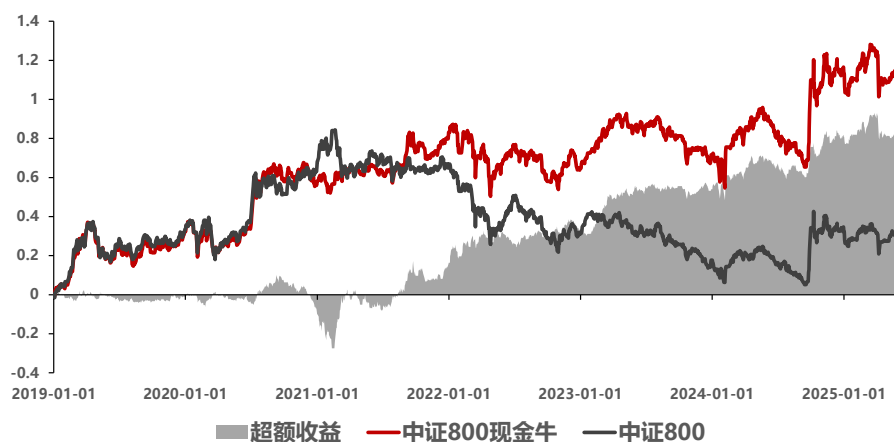
图8：现金牛组合选股流程



资料来源：wind，民生证券研究院

我们着重关注中证 800 内的现金牛组合。

图9：中证 800 现金牛组合



资料来源：wind，民生证券研究院

中证 800 现金牛组合 2019 年以来年化收益 13.56%，夏普比率 0.66，信息比率 0.13，最大回撤-19.80%，卡玛比率 0.68。

表8：中证 800 现金牛组合最新持仓 (2025.5)

序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业	序号	代码	名称	总市值 (亿元)	行业
1	300502.SZ	新易盛	876	通信(申万)	26	600380.SH	健康元	204	医药生物(申万)
2	603444.SH	吉比特	181	传媒(申万)	27	601098.SH	中南传媒	249	传媒(申万)
3	601857.SH	中国石油	14,698	石油石化(申万)	28	601568.SH	北元集团	166	基础化工(申万)
4	688006.SH	杭可科技	103	电力设备(申万)	29	002001.SZ	新和成	674	基础化工(申万)
5	300866.SZ	安克创新	542	电子(申万)	30	600299.SH	安迪苏	258	基础化工(申万)
6	000983.SZ	山西焦煤	342	煤炭(申万)	31	600741.SH	华域汽车	571	汽车(申万)
7	002056.SZ	横店东磁	210	电力设备(申万)	32	600956.SH	新天绿能	260	公用事业(申万)
8	600875.SH	东方电气	524	电力设备(申万)	33	000830.SZ	鲁西化工	200	基础化工(申万)
9	600352.SH	浙江龙盛	319	基础化工(申万)	34	601019.SH	山东出版	208	传媒(申万)
10	600873.SH	梅花生物	299	基础化工(申万)	35	600056.SH	中国医药	157	医药生物(申万)
11	000878.SZ	云南铜业	231	有色金属(申万)	36	601766.SH	中国中车	1,953	机械设备(申万)
12	300136.SZ	信维通信	208	电子(申万)	37	600998.SH	九州通	262	医药生物(申万)
13	600219.SH	南山铝业	436	有色金属(申万)	38	300015.SZ	爱尔眼科	1,157	医药生物(申万)
14	600517.SH	国网英大	281	非银金融(申万)	39	600373.SH	中文传媒	148	传媒(申万)
15	000708.SZ	中信特钢	574	钢铁(申万)	40	600332.SH	白云山	415	医药生物(申万)
16	600959.SH	江苏有线	167	传媒(申万)	41	600511.SH	国药股份	226	医药生物(申万)
17	601877.SH	正泰电器	471	电力设备(申万)	42	688819.SH	天能股份	262	电力设备(申万)
18	002244.SZ	滨江集团	292	房地产(申万)	43	603589.SH	口子窖	217	食品饮料(申万)
19	600582.SH	天地科技	246	机械设备(申万)	44	002373.SZ	千方科技	149	计算机(申万)
20	601668.SH	中国建筑	2,347	建筑装饰(申万)	45	600062.SH	华润双鹤	203	医药生物(申万)
21	600563.SH	法拉电子	232	电子(申万)	46	002266.SZ	浙富控股	170	环保(申万)
22	600089.SH	特变电工	587	电力设备(申万)	47	002507.SZ	涪陵榨菜	157	食品饮料(申万)
23	601117.SH	中国化学	472	建筑装饰(申万)	48	600970.SH	中材国际	238	建筑装饰(申万)
24	600483.SH	福能股份	273	公用事业(申万)	49	000333.SZ	美的集团	6,047	家用电器(申万)
25	600018.SH	上港集团	1,360	交通运输(申万)	50	603233.SH	大参林	198	医药生物(申万)

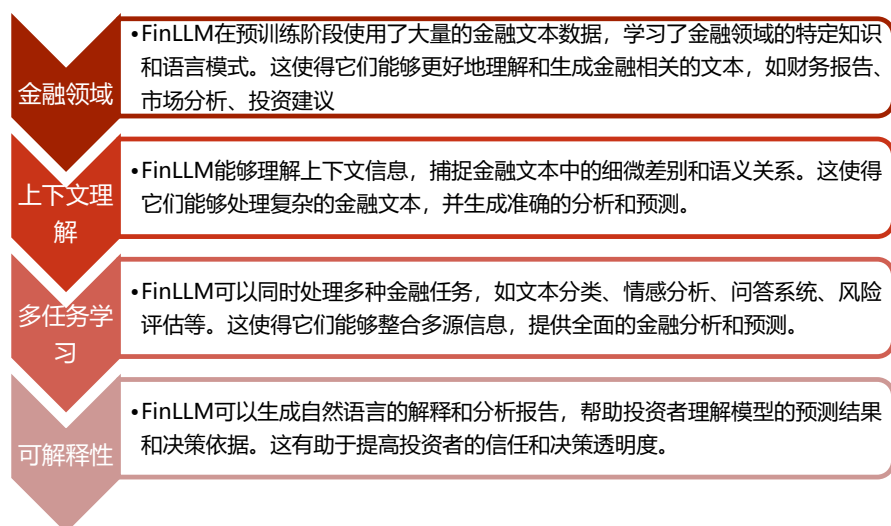
资料来源：ichoice，民生证券研究院

2.6 大模型 AI 选股组合

传统投研模型面临信息整合与逻辑验证的双重困境。依赖结构化数据的传统模型难以有效处理非结构化金融文本（如研报、公告、调研纪要），导致语义信息丢失与逻辑断裂。面对信息过载、数据割裂及解释性缺失，模型预测精度受限，投资者信任度下降。

FinLLM 通过预训练与领域优化，显著提升非结构化金融文本的解析能力。传统投研模型受限于结构化数据依赖与语义信息丢失，而 FinLLM 基于海量金融文本（研报、公告、调研）的预训练，突破了对非结构化信息的整合瓶颈，通过语义蒸馏与跨模态对齐，有效捕捉隐含的市场信号与管理层意图，为智能投研提供更全面的数据基础。

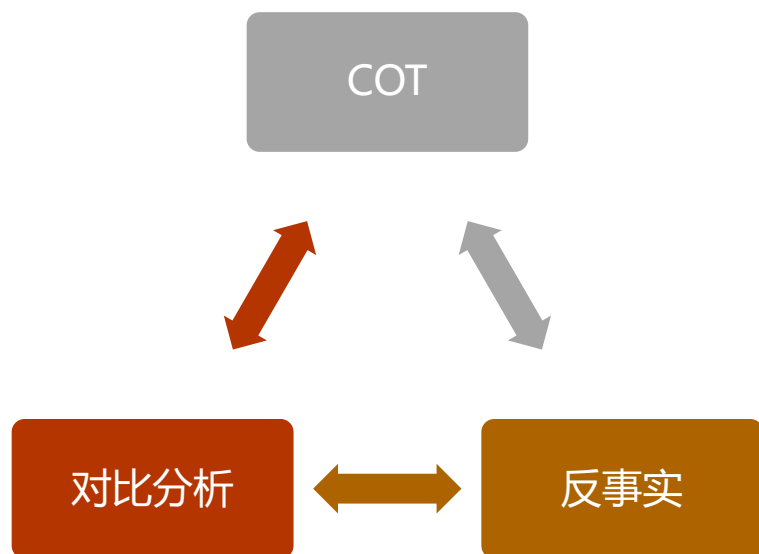
图10：FinLLM 的特点



资料来源：民生证券研究院

三角验证体系系统性提升模型推理能力与透明度。通过融合思维链推理（COT）、对比分析与反事实推理，形成多维度验证闭环：COT 显式化决策路径（如“锂价下跌→成本改善→毛利率提升”），对比分析横向校验历史规律与同行数据，反事实推理压力测试结论稳健性。

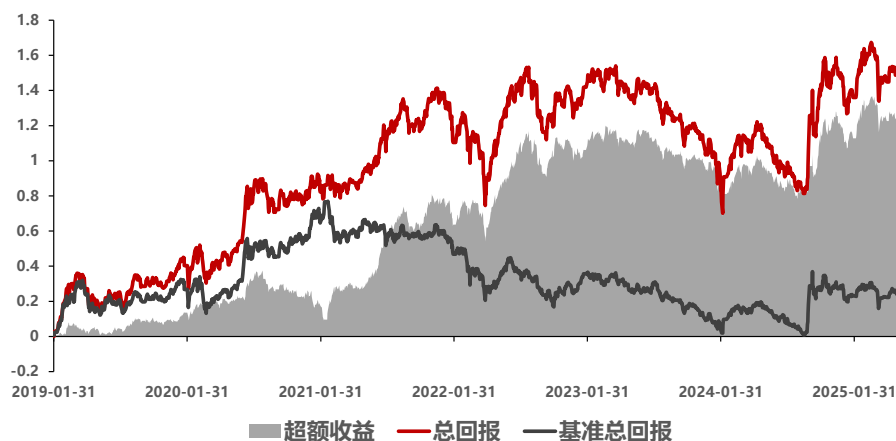
图11：三角验证体系



资料来源：民生证券研究院

分层次数据提纯框架实现多源异构信息的高效融合。以“研报-公告-调研”三元组为最小分析单元，通过语义蒸馏、逻辑一致性验证等方法提取关键信号，并从不同来源的数据中提取因果关系并进行交叉验证，解决了金融场景中数据异构性与逻辑断裂的难题。

图12：大模型 AI 选股组合



资料来源：wind，民生证券研究院

大模型 AI 选股组合 2019 年以来年化收益 16.53%，夏普比率 0.71，信息比率 0.17，最大回撤-33.01%，卡玛比率 0.50。

表9：大模型 AI 选股组合最新持仓（2025.5）

序号	代码	名称	行业	序号	代码	名称	行业
1	600183.SH	生益科技	电子(申万)	26	002064.SZ	华峰化学	基础化工(申万)
2	300741.SZ	华宝股份	基础化工(申万)	27	002001.SZ	新和成	基础化工(申万)
3	600418.SH	江淮汽车	汽车(申万)	28	300759.SZ	康龙化成	医药生物(申万)
4	002938.SZ	鹏鼎控股	电子(申万)	29	002472.SZ	双环传动	汽车(申万)
5	300433.SZ	蓝思科技	电子(申万)	30	300482.SZ	万孚生物	医药生物(申万)
6	000852.SZ	石化机械	机械设备(申万)	31	300832.SZ	新产业	医药生物(申万)
7	000657.SZ	中钨高新	有色金属(申万)	32	300017.SZ	网宿科技	计算机(申万)
8	002046.SZ	国机精工	机械设备(申万)	33	300039.SZ	上海凯宝	医药生物(申万)
9	002714.SZ	牧原股份	农林牧渔(申万)	34	002461.SZ	珠江啤酒	食品饮料(申万)
10	600223.SH	福瑞达	美容护理(申万)	35	002128.SZ	电投能源	煤炭(申万)
11	002008.SZ	大族激光	机械设备(申万)	36	000709.SZ	河钢股份	钢铁(申万)
12	002180.SZ	纳思达	计算机(申万)	37	600020.SH	中原高速	交通运输(申万)
13	002320.SZ	海峡股份	交通运输(申万)	38	600356.SH	恒丰纸业	轻工制造(申万)
14	002635.SZ	安洁科技	电子(申万)	39	600186.SH	莲花控股	食品饮料(申万)
15	002841.SZ	视源股份	电子(申万)	40	002572.SZ	索菲亚	轻工制造(申万)
16	000685.SZ	中山公用	环保(申万)	41	600268.SH	国电南自	电力设备(申万)
17	002275.SZ	桂林三金	医药生物(申万)	42	002120.SZ	韵达股份	交通运输(申万)
18	002051.SZ	中工国际	建筑装饰(申万)	43	000959.SZ	首钢股份	钢铁(申万)
19	600038.SH	中直股份	国防军工(申万)	44	000425.SZ	徐工机械	机械设备(申万)
20	600292.SH	远达环保	环保(申万)	45	002062.SZ	宏润建设	建筑装饰(申万)
21	600115.SH	中国东航	交通运输(申万)	46	600279.SH	重庆港	交通运输(申万)
22	000157.SZ	中联重科	机械设备(申万)	47	300776.SZ	帝尔激光	电力设备(申万)
23	000818.SZ	航锦科技	基础化工(申万)	48	600031.SH	三一重工	机械设备(申万)
24	002083.SZ	孚日股份	纺织服饰(申万)	49	000410.SZ	沈阳机床	机械设备(申万)
25	600237.SH	铜峰电子	电子(申万)	50	002431.SZ	棕榈股份	建筑装饰(申万)

资料来源：智谱清言 chatGLM4-flash，wind，民生证券研究院

2.7 治理能效组合

MD&A（管理层讨论与分析）作为企业年报核心文本，本质上是一份由企业最高决策层撰写的“经营解码说明书”。从时间上看，MD&A 通过“历史经营回顾 + 未来战略展望”搭建发展桥梁；从空间上看，MD&A 披露财务指标外的非财务信息和管理层可信度。因此，财务数据仅呈现“结果”，而 MD&A 揭示“过程”和“逻辑”，将成为主动管理和量化策略共同争夺的 alpha 前沿阵地。

巴菲特 MD&A 分析的三大核心原则。巴菲特评估 MD&A 聚焦三大维度：一是**管理层坦诚度**，要求管理层主动承担责任，避免将问题归咎于宏观经济等外部因素，如主动承认战略失误而非用“行业周期性波动”模糊表述；二是**业务与财务逻辑一致性**，强调财务指标变动需与业务动因（如产能扩张、技术升级）形成可验证的因果链，非财务指标（如研发人员数量）需与财务表现匹配；三是**长期价值创造**，关注战略规划合理性与可持续性，重视研发投入、护城河建设等长期竞争优势，警惕追逐短期热点或空泛的“战略转型”表述。

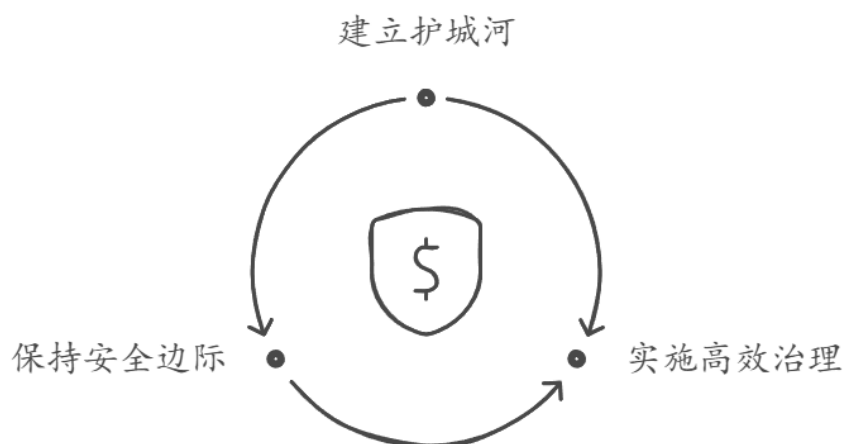
巴菲特直言：“我们的成功方程式-那就是以合理的价格买进具有产业竞争优势同时由诚实有才干的人经营的做法”。巴菲特的投资体系以护城河为基石，以管理层为动能，以安全边际为风控边界，形成闭环：

护城河决定企业“能走多远”：缺乏壁垒的企业终将陷入红海竞争，难以抵御行业周期；

管理层决定企业“走得是否稳健”：即使拥有深厚护城河，低效治理也会导致价值流失；

安全边际决定“容错空间”：再优质的企业若支付过高溢价，也可能因估值回归承受损失。

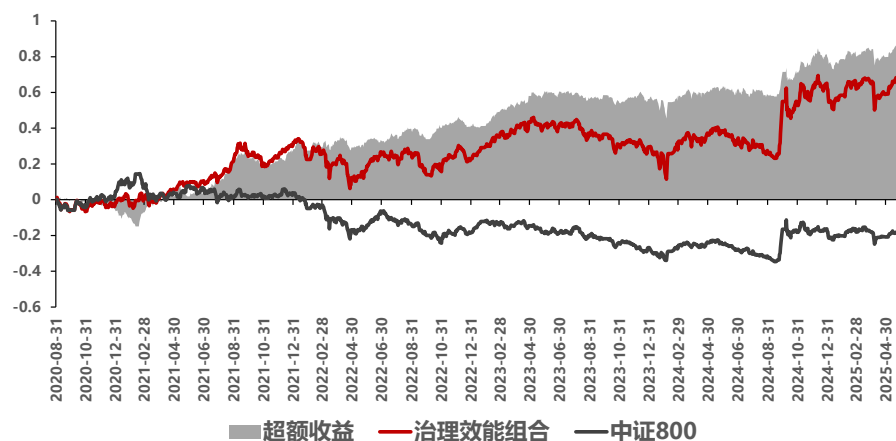
图13：巴菲特选股思想



资料来源：民生证券研究院绘制

组合的具体构建方式为先用短期利润指引因子和财务一致性因子(原始值)进行等权合成在中证 800 成分股内选股构成治理效能基础组合,再用 PB_ROE 因子(pb 排名减去 roe 排名,市值行业中性化)在治理效能基础组合内进一步选择,以表征整体估值和盈利能力在前 50 的个股构成治理效能 TOP50 组合。

图14: 中证 800 内治理效能组合



资料来源: wind, 民生证券研究院

中证 800 内治理效能组合自 2020 年以来实现年化收益 11.00%，夏普比率 0.51，信息比率 0.23，最大回撤-23.74%，卡玛比率 0.46。

表10：治理效能组合最新持仓 (2025.5)

序号	代码	名称	行业	序号	代码	名称	行业
1	601869.SH	长飞光纤	通信(申万)	26	600993.SH	马应龙	医药生物(申万)
2	002624.SZ	完美世界	传媒(申万)	27	002382.SZ	蓝帆医疗	医药生物(申万)
3	600557.SH	康缘药业	医药生物(申万)	28	601800.SH	中国交建	建筑装饰(申万)
4	002491.SZ	通鼎互联	通信(申万)	29	600098.SH	广州发展	公用事业(申万)
5	601211.SH	国泰海通	非银金融(申万)	30	601678.SH	滨化股份	基础化工(申万)
6	600967.SH	内蒙一机	国防军工(申万)	31	600572.SH	康恩贝	医药生物(申万)
7	002396.SZ	星网锐捷	通信(申万)	32	601326.SH	秦港股份	交通运输(申万)
8	000983.SZ	山西焦煤	煤炭(申万)	33	002745.SZ	木林森	电子(申万)
9	600120.SH	浙江东方	非银金融(申万)	34	601766.SH	中国中车	机械设备(申万)
10	601628.SH	中国人寿	非银金融(申万)	35	000528.SZ	柳工	机械设备(申万)
11	688188.SH	柏楚电子	计算机(申万)	36	002434.SZ	万里扬	汽车(申万)
12	600219.SH	南山铝业	有色金属(申万)	37	002603.SZ	以岭药业	医药生物(申万)
13	603355.SH	莱克电气	家用电器(申万)	38	000415.SZ	渤海租赁	非银金融(申万)
14	601311.SH	骆驼股份	电力设备(申万)	39	601607.SH	上海医药	医药生物(申万)
15	002500.SZ	山西证券	非银金融(申万)	40	002030.SZ	达安基因	医药生物(申万)
16	601669.SH	中国电建	建筑装饰(申万)	41	601811.SH	新华文轩	传媒(申万)
17	601801.SH	皖新传媒	传媒(申万)	42	002705.SZ	新宝股份	家用电器(申万)
18	600195.SH	中牧股份	农林牧渔(申万)	43	002233.SZ	塔牌集团	建筑材料(申万)
19	002244.SZ	滨江集团	房地产(申万)	44	002344.SZ	海宁皮城	商贸零售(申万)
20	000987.SZ	越秀资本	非银金融(申万)	45	002138.SZ	顺络电子	电子(申万)
21	601117.SH	中国化学	建筑装饰(申万)	46	002223.SZ	鱼跃医疗	医药生物(申万)
22	601298.SH	青岛港	交通运输(申万)	47	600008.SH	首创环保	环保(申万)
23	000783.SZ	长江证券	非银金融(申万)	48	002081.SZ	金螳螂	建筑装饰(申万)
24	000157.SZ	中联重科	机械设备(申万)	49	600970.SH	中材国际	建筑装饰(申万)
25	601098.SH	中南传媒	传媒(申万)	50	600073.SH	光明乳业	食品饮料(申万)

资料来源：deepseek-R1, wind, 民生证券研究院

3 风险提示

- 1) 量化结论基于历史统计，如未来环境发生变化存在失效可能。
- 2) 选股模型结论不构成投资建议，实际投资还需要考虑外部市场环境、估值等因素并进一步评估。

插图目录

图 1: 企业竞争战略地位分析框架.....	4
图 2: 竞争优势净值表现 (截至 2025.5.31)	4
图 3: 安全边际组合策略框架一览.....	6
图 4: 安全边际组合净值表现 (截至 2025.5.31)	7
图 5: 红利低波季调组合.....	8
图 6: 基于 AEG 模型计算权益价值.....	10
图 7: AEG 估值潜力组合.....	11
图 8: 现金牛组合选股流程	12
图 9: 中证 800 现金牛组合	12
图 10: FinLLM 的特点.....	14
图 11: 三角验证体系	15
图 12: 大模型 AI 选股组合	15
图 13: 巴菲特选股思想	17
图 14: 中证 800 内治理效能组合.....	18

表格目录

表 1: 量化组合表现跟踪一览 (截至 2025.5.31)	3
表 2: 股票型公募基金表现 (截至 2025.5.31)	3
表 3: 策略在股票型公募基金中相对排名 (截至 2025.5.31)	3
表 4: 竞争优势组合最新持仓 (2025.5)	5
表 5: 安全边际组合最新持仓 (2025.5)	7
表 6: 红利低波季调组合最新持仓 (2025.5)	9
表 7: AEG 估值潜力组合最新持仓 (2025.5)	11
表 8: 中证 800 现金牛组合最新持仓 (2025.5)	13
表 9: 大模型 AI 选股组合最新持仓 (2025.5)	16
表 10: 治理效能组合最新持仓 (2025.5)	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048