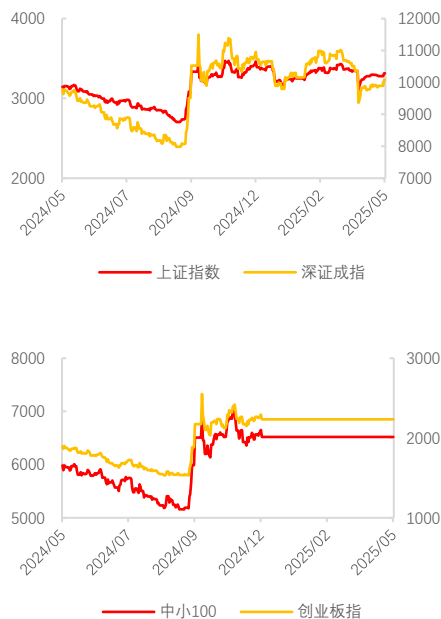


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子崧
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《定价权在谁手(1)：庶民的盛宴和春季躁动下半场》 - 2025.03.18

策略观点

业绩之锚 2：A 股如何定价一季报中的超预期？

● 投资要点

所有财报季中，一季报业绩最适合采用自下而上视角中“业绩预期差”策略。以样本个股相对万得全 A 指数获得超额收益的概率为胜率，2010 年至今一季报业绩超预期个股的胜率均值显著高于其他报告期。相较之下 A 股市场对年报超预期的反映最为平淡，是 4 个财报季中业绩超预期胜率最低的。

A 股市场在定价一季报业绩超预期时存在明显行业偏好。对消费类行业（食品饮料、家用电器、商贸零售）和交易景气逻辑的成长行业（电子、医药生物、电力设备、国防军工）的胜率要显著优于地产链和金融行业。相对收益方面，A 股市场对一季报业绩超预期个股的定价基本遵循“成长>消费>周期>金融”的规律。

一季报业绩增速和超预期幅度并非越高越好，某些程度的业绩超预期在 A 股投资眼中是利空。一方面或是业绩增速提供了现实锚点导致代表投资预期的股价向下修正，另一方面或是投资者处于业绩增速在单季度透支的担忧，当下的高增速会成为未来的高基数。同时也存在着可持续性业绩超预期和绝对大幅超预期两个相对更优的区间。

2025 年一季报差强人意，仍缺乏业绩验证的主线机会。2025 年一季报个股业绩超预期占比为 21.78%虽然较 2024 年一季报的低位有所回升，但远低于 2010 年以来的历史中枢水平。所有申万一级行业在 2025 年一季报中业绩预期下调比率均高于上调比率，这也就意味着 5 月如果要寻找行业层面的 β 机会更多需要从叙事逻辑和政策预期的角度出发，从业绩上难以找到支撑。

在行业层面缺乏业绩指引的主线机会时，更应该重视自下而上的个股 α 机会。基于“行业偏好+业绩超预期反应机制”的混合策略构建了 2025 年一季度个股业绩超预期组合，以致力于在 5 月中获取来自个股 α 的超额收益。根据回测，该策略在 2020-2024 年中能够较为稳定地获得超额收益。

● 风险提示：

统计存在误差、市场学习效应等。

目录

1 一季报披露后 A 股市场定价将更看重业绩	4
2 A 股市场如何定价一季报中的业绩超预期?	7
2.1 哪些行业在定价时更看重业绩超预期?	7
2.2 A 股定价一季报时如何在增速和超预期幅度间做取舍?	12
2.3 如何构建可行的业绩超预期策略组合?	17
3 仍缺乏业绩验证的主线机会, 专注抓取个股 α	17
3.1 2025 年一季报差强人意, 仍缺乏业绩验证的主线机会	17
3.2 2025 年一季度个股业绩超预期组合	20
风险提示	21

图表目录

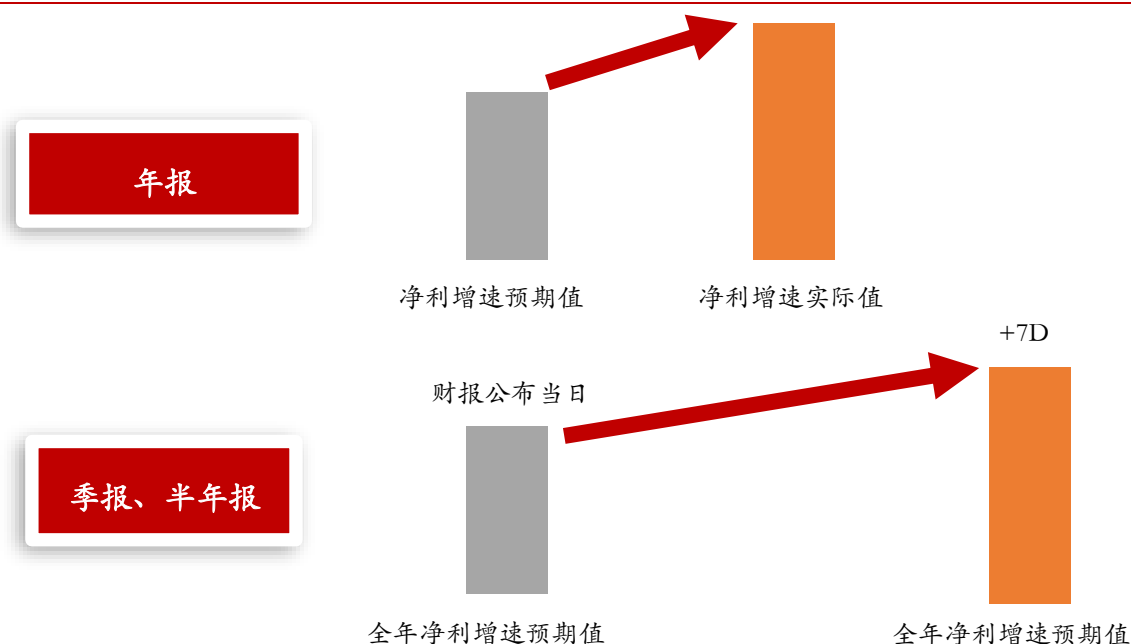
图表 1: 如何构建上市公司业绩增速预期差	4
图表 2: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率 (%)	5
图表 3: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数相对收益率 (%)	6
图表 4: 业绩超预期个股 30 天胜率 (%)	6
图表 5: 业绩超预期个股 60 天胜率 (%)	6
图表 6: 业绩超预期个股 30 天相对收益率 (%)	7
图表 7: 业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)	7
图表 8: 各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率	8
图表 9: 2010-2024 年一季报中业绩超预期胜率最高 5 个申万一级行业 (%)	9
图表 10: 2021 年以来一季报中业绩超预期胜率最高 5 个申万一级行业 (%)	9
图表 11: 各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全 A 指数收益率	10
图表 12: 2010-2024 年高胜率行业的相对收益率 (%)	11
图表 13: 2021 年以来高胜率行业的相对收益率 (%)	11
图表 14: 30 天时间截面上个股业绩预期、预期调整幅度及相对收益率关系 (%)	12
图表 15: 60 天时间截面上个股业绩预期、预期调整幅度及相对收益率关系 (%)	13
图表 16: 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	14
图表 17: 60 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	15
图表 18: 30 天截面一季报业绩超预期个股胜率 (%)	16
图表 19: 60 天截面一季报业绩超预期个股胜率 (%)	16
图表 20: 30 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率 (%)	16
图表 21: 60 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率 (%)	16
图表 22: 2020-2024 年 5 月混合策略相对万得全 A 指数超额收益率 (%)	17
图表 23: 2025 年一季报 A 股营收、归母净利增速 (%)	18
图表 24: 2025 年一季报个股业绩超预期及不及预期比例 (%)	18
图表 25: 2025 年一季报申万一级行业业绩预期调整情况 (%)	19
图表 26: 2025 年一季报部分申万二级行业业绩预期调整情况 (%)	19
图表 27: 2025 年一季报业绩超预期混合策略个股组合	20

随着 A 股年报及一季报披露完成，市场对于上市公司业绩表现的重视程度将进一步提升。投资者对于上市公司的业绩评判始终是主观的，业绩披露后的股价走势是投资预期向现实锚定再校准的过程，因此相比绝对的业绩增速，业绩增速的预期差更好的策略博弈点。在本篇报告中，将揭示年报及一季报业绩作为现实锚定对股价的校准机制，并尝试发掘在二季度能够从业绩定价中获得收益的个股组合。

1 一季报披露后 A 股市场定价将更看重业绩

在此首先说明是如何构建上市公司业绩增速预期差。季报及半年报采用财报公布后万得分析师一致预期的变动情况来衡量上市公司业绩是否出现超预期，年报则直接使用万得分析师一致预期和财报公布值进行比较，由此可以得到业绩现实锚定和主观预期之间的预期差。

图表1： 如何构建上市公司业绩增速预期差



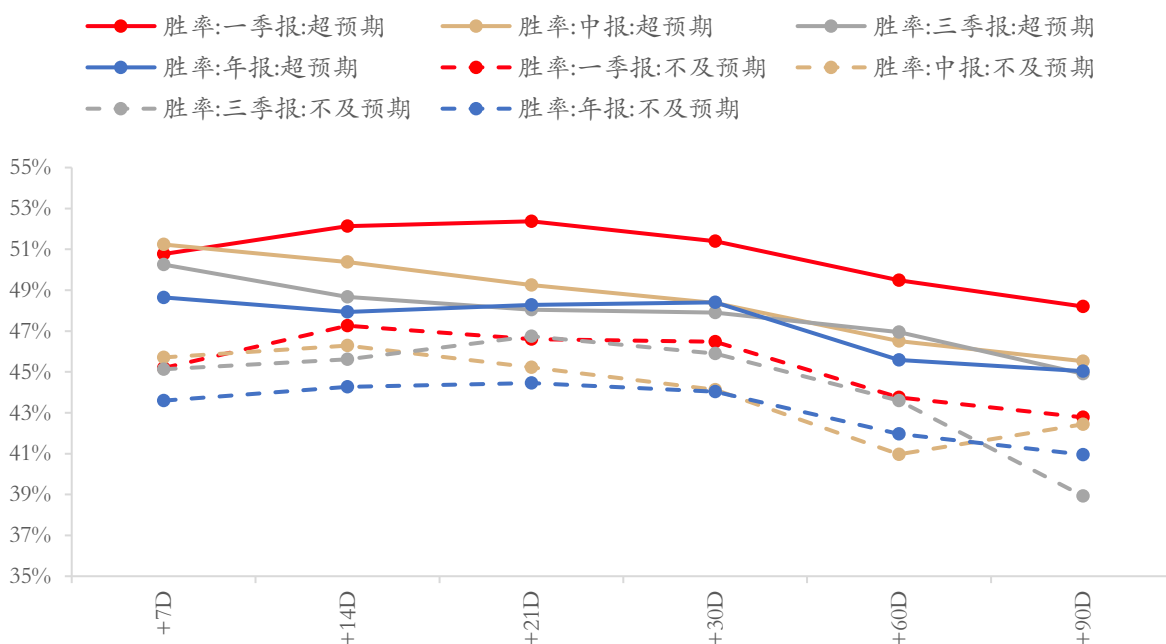
资料来源：中邮证券研究所

市场对不同财报季的业绩超预期个股有着不同的反映力度，如图 2 所示，以样本个股相对万得全 A 指数获得超额收益的概率为胜率，2010 年至今一季报业绩超预期个股的胜率均值显著高于其他报告期。和其他报告期胜率自财报发布 7 天后持续衰减不同，一季报中业绩超预期个股的胜在财报发布后的 7-21 天逐渐

上升后才转为衰减，并且在财报发布后 30 天和 60 天依然能保持 51.4%和 49.5% 的胜率。因此在所有财报季中，一季报业绩是最适合采用自下而上视角中“业绩预期差”策略的。

相较之下 A 股市场对年报超预期的反映最为平淡，是 4 个财报季中业绩超预期胜率最低的。而 A 股市场对年报不及预期的惩罚又相当严厉，年报不及预期的胜率同样是 4 个财报季中最低的。这也就意味着 A 股对于年报更倾向于定价业绩利空而不定价业绩利好。

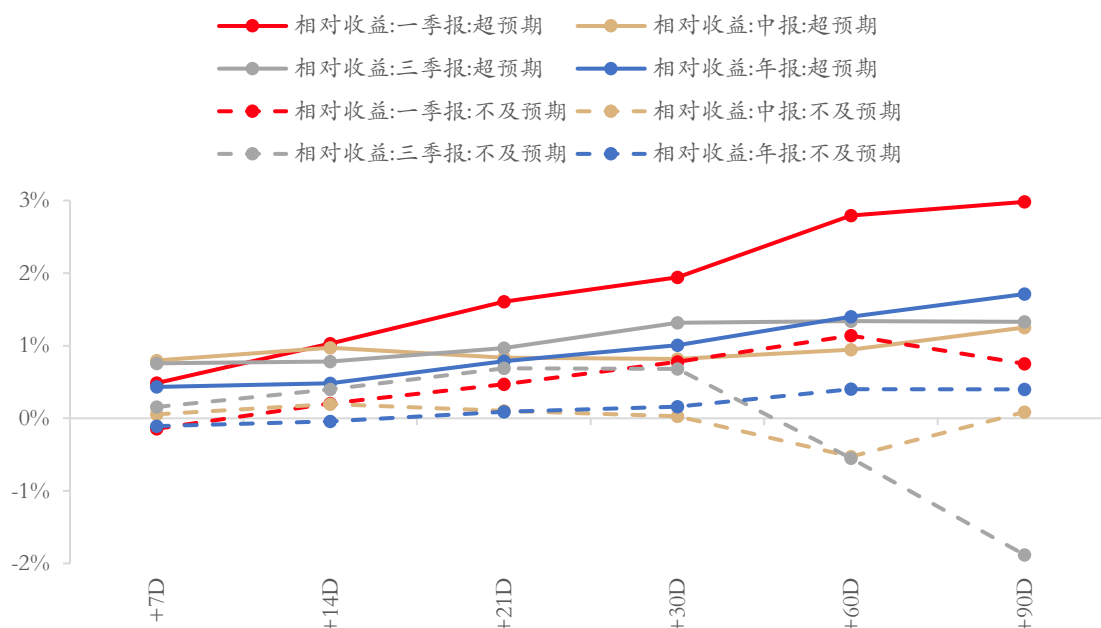
图表2：各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

一季报较其他财报季对业绩超预期给予更多股价上的正向反馈。如图 3 所示为 2010 年至今各财报季中个股业绩公布后其相对万得全 A 指数超额收益的均值，显然一季报中的业绩超预期个股在各报告季中是最能够持续获得超额收益的。一季报中的业绩超预期个股在财报公布后 30 天的超额收益均值为 1.9%，并在公布后 60 天上升至 2.8%，体现了 A 股市场对业绩超预期定价的持续性。

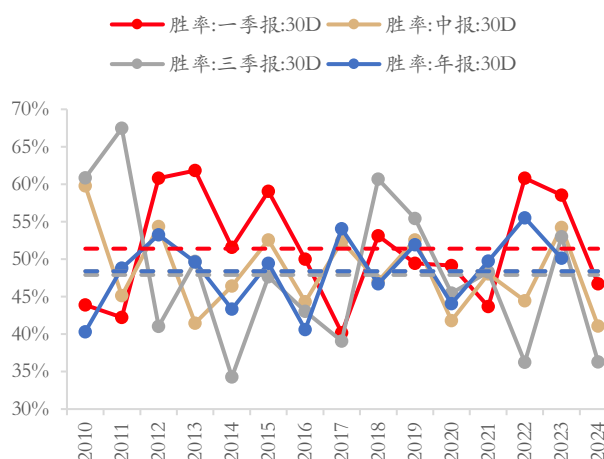
图表3：各财报季业绩超预期个股相对万得全A指数相对收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

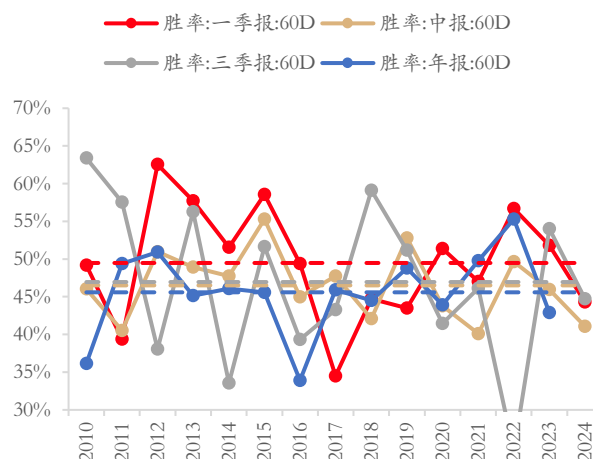
一季报业绩超预期的胜率优势在 2010 年至今的多数年份都成立。如图 4-5 所示，在更能代表市场对业绩超预期中长期定价的财报发布后 30 天和 60 天时间截面上，根据 2010 年至今的时间样本，一季报均是“业绩预期差”策略最行之有效的财报季，在 30 天时间截面上，一季报有 60% 的概率是当年业绩超预期个股胜率最高的报告季。

图表4：业绩超预期个股 30 天胜率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：业绩超预期个股 60 天胜率 (%)

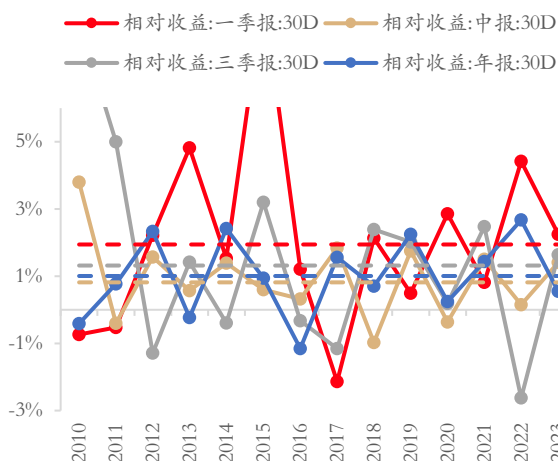


资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图 6-7 所示，在相对收益视角下，“业绩预期差”策略在一季报同样在 2010 年以来的多数年份中较其他财报期有着明显优势。并且“业绩预期差”策略在一

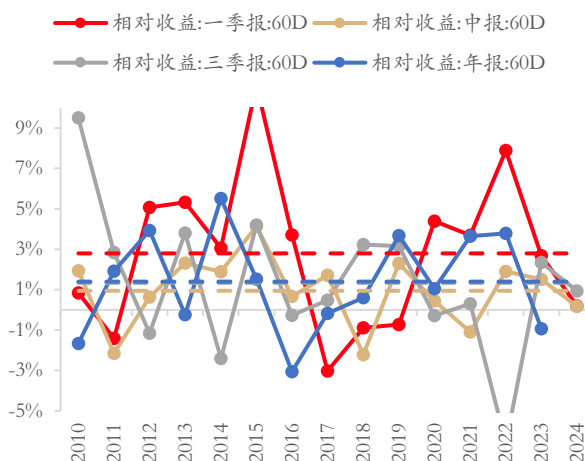
季报公布后的可行窗口也要明显长于其他财报季，一季报业绩超预期个股的预期相对收益在 30 天截面为 1.9%，而在 60 天截面为 2.8%，相比之下其他 3 个财报季在两个时间截面上并没有明显差距，中报季分别为 0.08%和 0.09%，三季报均为 1.3%，年报季分别为 1.0%和 1.4%。

图表6：业绩超预期个股 30 天相对收益率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：业绩超预期个股 60 天相对收益率 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上所述，可以得到 A 股市场对上市公司业绩的定价逻辑：①根据“业绩预期差”的分类方法，A 股市场确实会对上市公司业绩的“超预期”给予股价上的正面反馈；②一季报是 4 个财报季中最“看重业绩”的，给予业绩超预期个股最大的胜率和赔率，而年报则对超预期反应平淡，对不及预期给予最严厉的惩罚。

但根据 2010 年以来的历史数据，一季报买业绩超预期的胜率峰值（在财报公布后的 21 天）也仅有 52.4%，对应的同一时间截面相对收益期望为 1.6%。单纯“业绩超预期”的胜率和赔率显然不支持其作为一个可行的“自下而上”组合构建策略指导投资，因此在接下来将基于“业绩预期差”这一出发点进行增强。

2 A 股市场如何定价一季报中的业绩超预期？

2.1 哪些行业在定价时更看重业绩超预期？

A 股市场在面对不同行业时会对个股一季报业绩超预期给出不同的反馈，如图表 8 所示为 2010-2024 年一季度各申万一级行业在各时间截面的胜率数据，可见 A 股市场对消费类行业（食品饮料、家用电器、商贸零售）和交易景气逻辑的

成长行业（电子、医药生物、电力设备、国防军工）的胜率要显著优于地产链和金融行业。

图表8：各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率

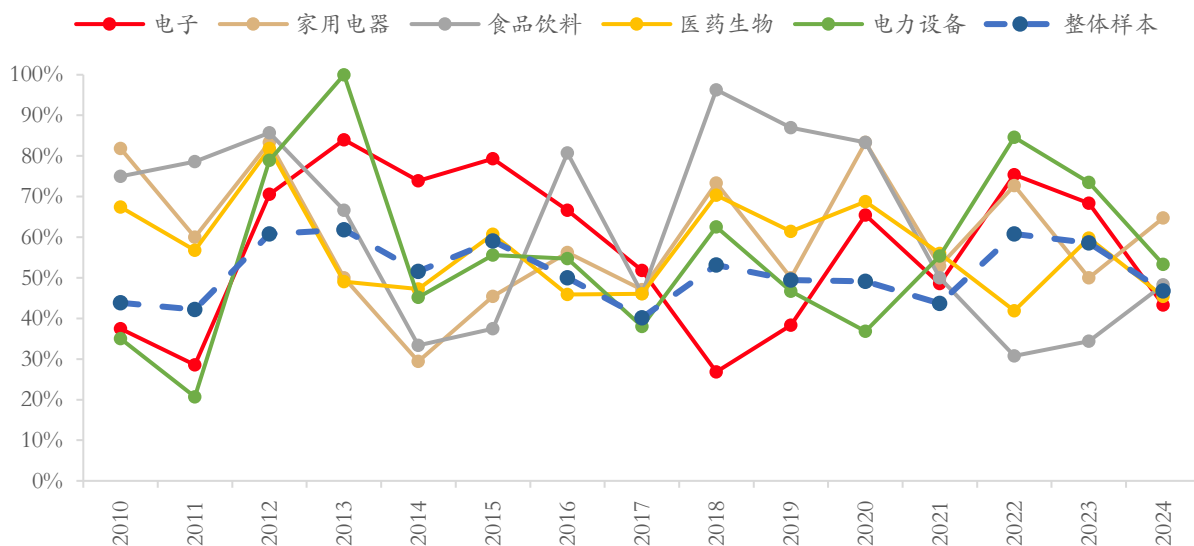
序号	行业	相对万得全 A 指数胜率					
		+7D	+14D	+21D	+30D	+60D	+90D
1	食品饮料	58.6%	57.4%	61.7%	60.4%	55.5%	52.8%
2	家用电器	54.6%	50.3%	53.0%	57.3%	54.6%	48.1%
3	电子	50.6%	50.3%	55.3%	57.0%	62.6%	57.3%
4	医药生物	57.6%	56.2%	57.6%	56.7%	54.0%	49.1%
5	电力设备	53.4%	53.3%	56.0%	56.3%	56.9%	56.5%
6	国防军工	44.4%	50.4%	54.0%	56.0%	55.6%	58.5%
7	商贸零售	56.1%	59.0%	56.6%	55.7%	46.7%	42.9%
8	基础化工	54.0%	52.5%	53.8%	54.7%	48.8%	51.2%
9	公用事业	51.9%	54.2%	58.5%	53.8%	44.8%	42.9%
10	石油石化	49.6%	54.5%	52.1%	53.7%	37.2%	48.8%
11	机械设备	54.5%	54.4%	52.2%	52.9%	54.4%	49.6%
12	美容护理	50.9%	56.1%	56.1%	52.6%	43.9%	43.9%
13	有色金属	48.5%	50.8%	53.4%	51.1%	51.1%	58.0%
14	轻工制造	51.5%	57.4%	59.1%	51.1%	46.0%	40.4%
15	传媒	56.3%	56.3%	51.9%	50.9%	47.2%	39.9%
16	汽车	47.7%	48.7%	49.5%	49.5%	51.3%	48.2%
17	农林牧渔	56.3%	58.1%	56.3%	48.6%	35.6%	42.8%
18	纺织服饰	53.8%	55.1%	53.0%	47.9%	44.9%	41.9%
19	计算机	46.2%	51.4%	48.1%	47.7%	48.6%	44.8%
20	通信	40.5%	54.7%	51.6%	47.4%	48.4%	51.1%
21	环保	49.7%	50.3%	54.0%	47.1%	41.3%	44.4%
22	建筑材料	49.7%	49.2%	50.3%	44.8%	49.2%	47.0%
23	交通运输	53.4%	47.8%	49.4%	44.6%	37.3%	38.6%
24	煤炭	44.9%	37.8%	39.4%	43.3%	35.4%	40.9%
25	房地产	42.6%	42.6%	40.5%	42.6%	39.5%	44.7%
26	银行	47.2%	52.2%	45.3%	41.6%	37.3%	44.1%
27	建筑装饰	48.1%	44.0%	38.6%	39.4%	33.6%	34.9%
28	社会服务	34.2%	40.6%	36.8%	36.8%	44.5%	33.5%
29	非银金融	45.1%	44.0%	39.1%	34.8%	30.4%	41.3%
30	钢铁	52.1%	44.5%	33.6%	33.6%	30.3%	37.0%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

但 A 股市场对行业业绩超预期定价的偏好并不是一成不变的，如图 9 所示为 2010-2024 年一季度中胜率最高 5 个申万一级行业历年的 30 天截面胜率，其中食品饮料作为全样本时长中胜率最高的行业却自 2021 年后胜率表现不及整体样本。如图 10 所示为自 2021 年以来一季度业绩超预期个股胜率出现明显的 5 个行

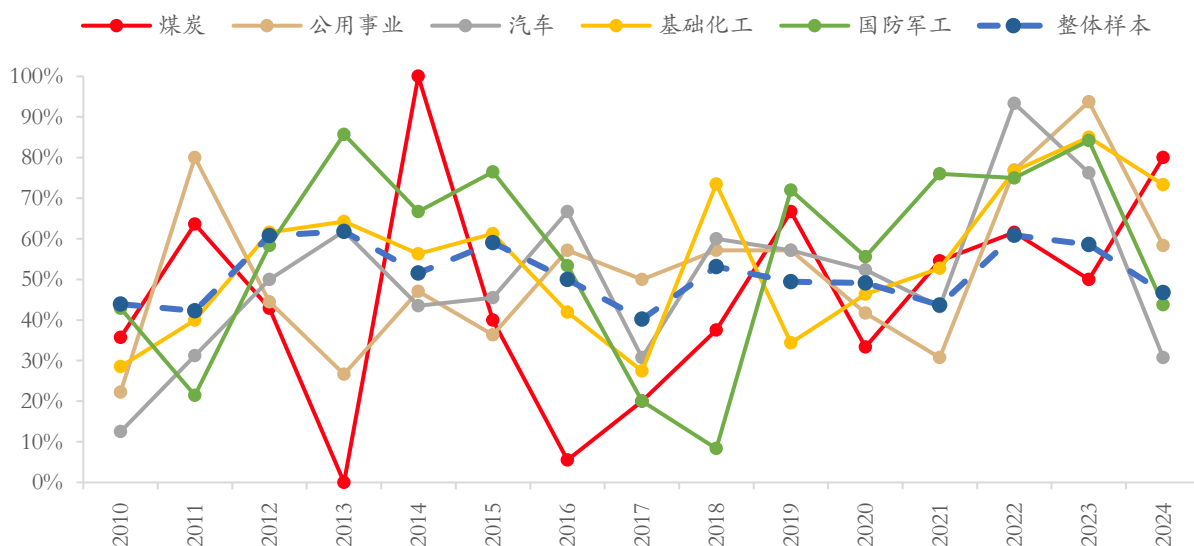
业，煤炭、基础化工和公用事业是典型的周期性行业，而汽车和国防军工更偏向成长。从胜率角度出发，申万一级行业中在 2024 年一季报后较易因个股业绩超预期获得超额收益的或仍是交易行业景气的成长类行业（电子、电力设备、国防军工）和部分上游周期品（公用事业、基础化工）。

图表9：2010-2024 年一季报中业绩超预期胜率最高 5 个申万一级行业(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：2021 年以来一季报中业绩超预期胜率最高 5 个申万一级行业(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

相对收益方面，A 股市场对一季报业绩超预期个股的定价基本遵循“成长>消费>周期>金融”的规律。如图表 11 所示为各申万一级行业中一季报业绩超预期

个股相对万得全 A 指数的超额收益, 和前文中所提到的胜率排名相比成长类行业有明显提升, 这也就意味着这部分行业虽然胜率较低, 但获得高超额收益的可能性更大。同时也可见公用事业、石油石化等周期行业的排名下降, 这反映了周期类行业个股因业绩超预期得到的超额收益相对有限。

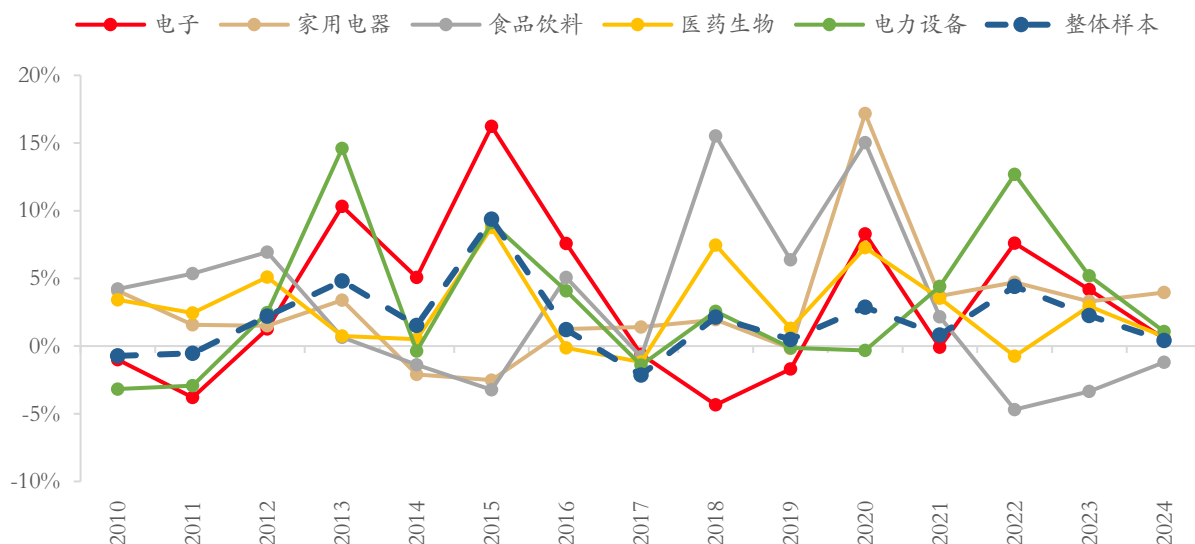
图表11：各申万一级行业一季报业绩超预期个股相对万得全 A 指数收益率

序号	行业	相对万得全 A 指数收益率					
		+7D	+14D	+21D	+30D	+60D	+90D
1	电力设备	0.5%	1.1%	2.7%	3.5%	8.1%	10.1%
2	传媒	1.5%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	1.1%
3	电子	0.5%	0.8%	2.4%	3.2%	6.9%	8.6%
4	食品饮料	1.4%	1.9%	2.7%	2.9%	4.1%	3.5%
5	医药生物	1.2%	1.7%	2.4%	2.8%	3.6%	3.2%
6	基础化工	1.0%	1.2%	2.0%	2.7%	3.2%	5.6%
7	美容护理	1.2%	2.5%	2.0%	2.5%	-0.1%	-2.0%
8	轻工制造	0.5%	1.5%	2.1%	2.4%	1.5%	-0.5%
9	有色金属	0.3%	0.8%	1.9%	2.4%	4.0%	6.7%
10	家用电器	0.6%	1.1%	1.7%	2.3%	2.8%	0.7%
11	国防军工	-0.1%	0.4%	1.4%	2.2%	2.4%	5.9%
12	农林牧渔	1.2%	1.8%	2.3%	2.2%	-1.0%	-0.2%
13	通信	-0.2%	0.7%	1.5%	2.2%	4.3%	4.3%
14	机械设备	0.9%	1.4%	1.9%	2.1%	4.2%	4.1%
15	计算机	0.0%	1.3%	1.8%	2.1%	3.1%	0.6%
16	商贸零售	1.1%	1.9%	1.7%	2.0%	0.7%	0.2%
17	纺织服饰	0.8%	1.4%	1.7%	1.7%	1.5%	-0.2%
18	环保	0.3%	0.8%	2.0%	1.7%	0.0%	-0.3%
19	公用事业	0.5%	1.2%	1.3%	1.6%	0.8%	0.1%
20	石油石化	0.6%	0.7%	2.1%	1.4%	-0.1%	1.0%
21	汽车	0.2%	0.6%	0.9%	1.1%	4.7%	5.4%
22	交通运输	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	0.2%	-1.3%
23	社会服务	-1.1%	-0.3%	0.2%	0.5%	-0.9%	-3.6%
24	建筑材料	0.2%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.8%	1.6%
25	煤炭	-0.6%	-1.2%	-1.6%	-0.4%	-1.2%	-0.4%
26	建筑装饰	0.1%	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.7%
27	房地产	-0.6%	-0.9%	-1.3%	-1.2%	-1.9%	-0.9%
28	非银金融	0.2%	0.2%	-0.4%	-1.4%	-3.4%	-2.7%
29	银行	0.2%	0.3%	-1.0%	-1.5%	-3.2%	-2.2%
30	钢铁	0.8%	-0.1%	-1.7%	-2.5%	-3.0%	2.0%

从 30 天截面相对收益的时间序列数据来看, 近年来高胜率行业的相对收益期望值均有所收敛, 其中家用电器和煤炭尚处在比较合意的区间。由于 A 股未来

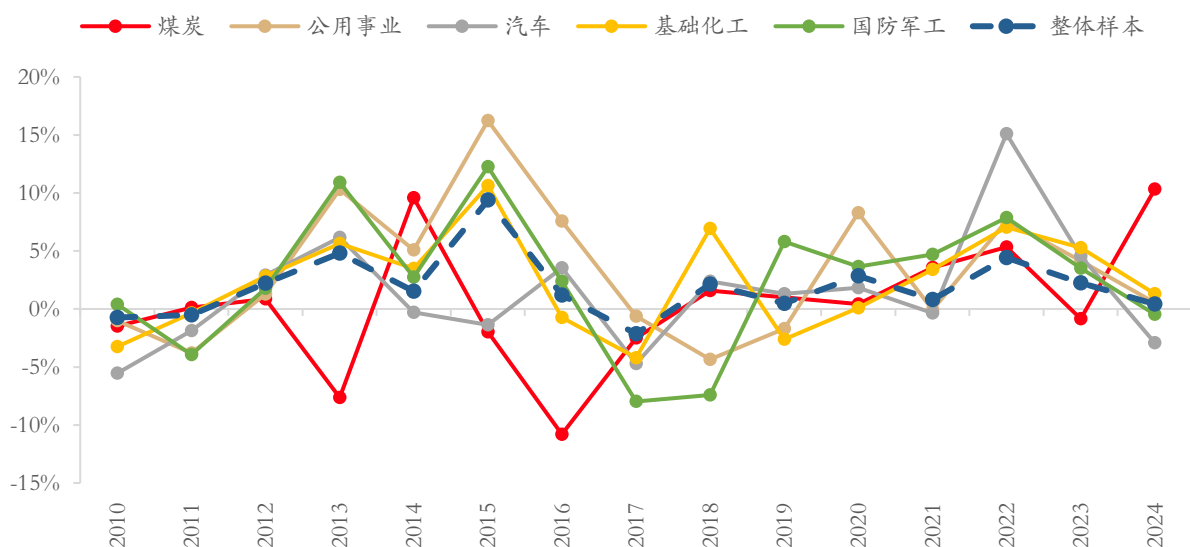
再重演 2021 年 12 月开始的长期单边熊市的可能性不大，因此认为 A 股市场给予的业绩超预期溢价将会回升，各行业由业绩超预期带来的个股相对收益或终向历史均值水平回归。

图表12：2010-2024 年高胜率行业的相对收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：2021 年以来高胜率行业的相对收益率(%)



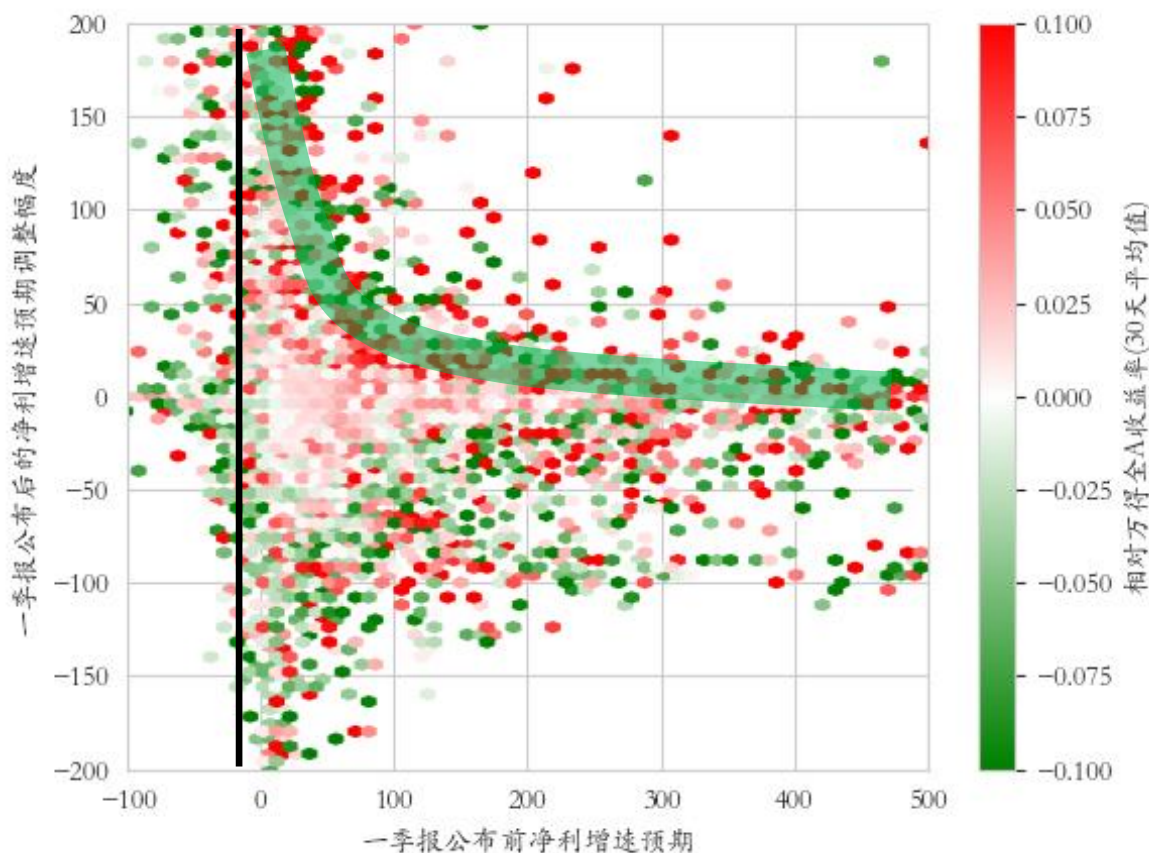
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 A股定价一季报时如何在增速和超预期幅度间做取舍？

除了行业间差异之外，A股具体如何对业绩超预期定价也是一个值得探讨的问题，即市场将如何在不同增速和不同超预期幅度之间做取舍？是业绩超预期的幅度越大越好，还是对不同的增速区间有着不同的定价方式？

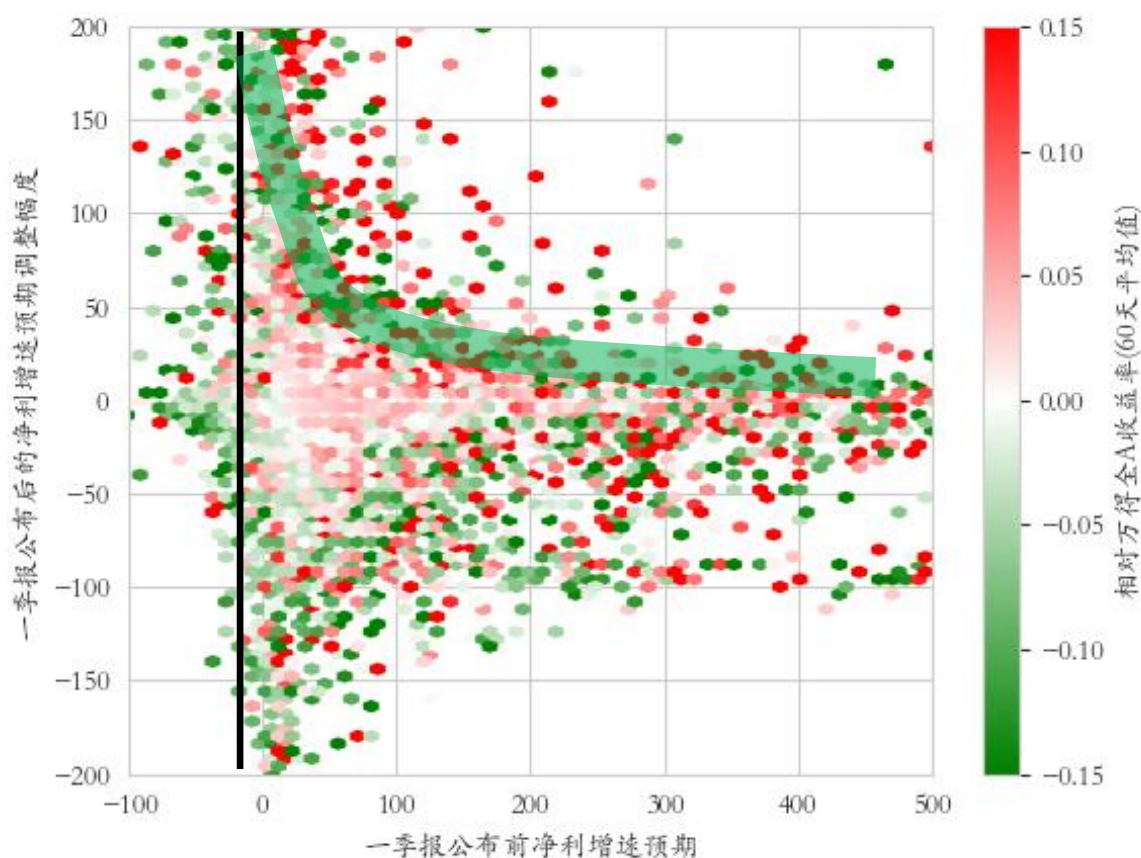
此时容易想到的增强方式是以业绩增速预期高低和超预期幅度来做聚类，以此找到预期相对收益最高的簇。如图 14 所示为 2010-2024 年一季度有万得一致预期个股在一季报公布前净利增速预期（横轴）、一季报公布后的净利增速预期调整幅度（纵轴）和 30 天时间截面相对收益（红高绿低）。如果按照净利增速越高相对收益越大的直觉，图 14 中第一象限应当是约靠近右上角红色数据点约集中，但实际上第一象限的红色数据点被一条富集绿色数据点的带状区域进行了分割，在此将其称为“绿色柯伊伯带”。代表高相对收益的红色数据点一部分集中在这条“绿色柯伊伯带”的下方，另一部分则散逸在绿色柯伊伯带的上方。并且如图 15 所示，在 60 天时间截面上这条绿色的柯伊伯带也依然成立。

图表14：30 天时间截面上个股业绩预期、预期调整幅度及相对收益率关系（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表15：60 天时间截面上个股业绩预期、预期调整幅度及相对收益率关系（%）

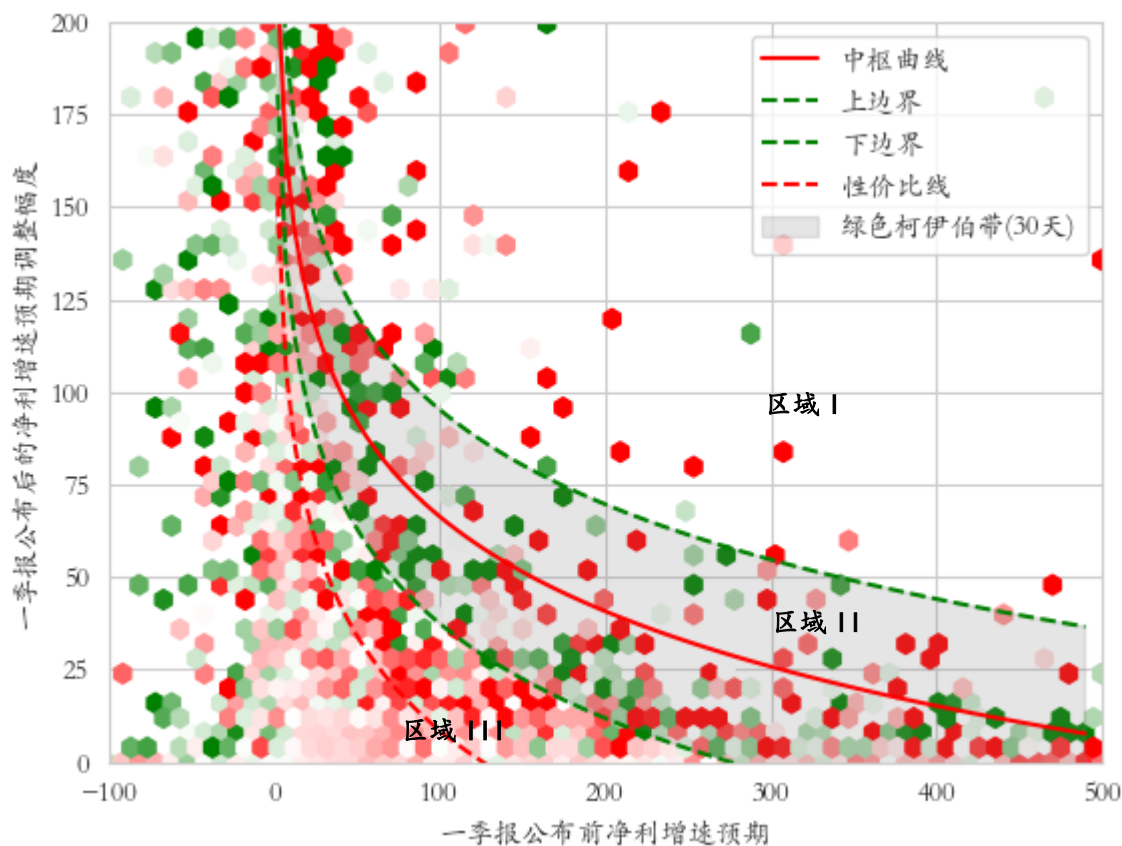


资料来源：Wind，中邮证券研究所

这条绿色柯伊伯带证实了“利好兑现是利空”这一投资者行为现象在 A 股中的存在。某些程度的业绩超预期在 A 股投资眼中是利空的原因一方面或是业绩增速提供了现实锚点导致代表投资预期的股价向下修正，另一方面或是投资者处于业绩增速在单季度透支的担忧，当下的高增速会成为未来的高基数。通过拟合数据，如图 16 所示，可以得到“绿色柯伊伯带”的具体数学表达式，在 30 天和 60 天的时间截面上“绿色柯伊伯带”均可有效将第一象限（一季报公布前净利增速预期为正，且一季报公布后净利增速遭上调）中期望相对收益的正负区域进行分割。将“绿色柯伊伯带”上边界上方的区域定位区域 I，“绿色柯伊伯带”为区域 II，“绿色柯伊伯带”下边界至性价比线为区域 III。

在 30 天时间截面中，区域 II 中业绩超预期个股的胜率期望为 51.0%，相对收益期望为 2.24%；区域 I 业绩超预期个股的胜率期望为 52.5%，相对收益期望为 2.61%；区域 III 业绩超预期个股的胜率期望为 53.6%，相对收益期望为 2.94%。

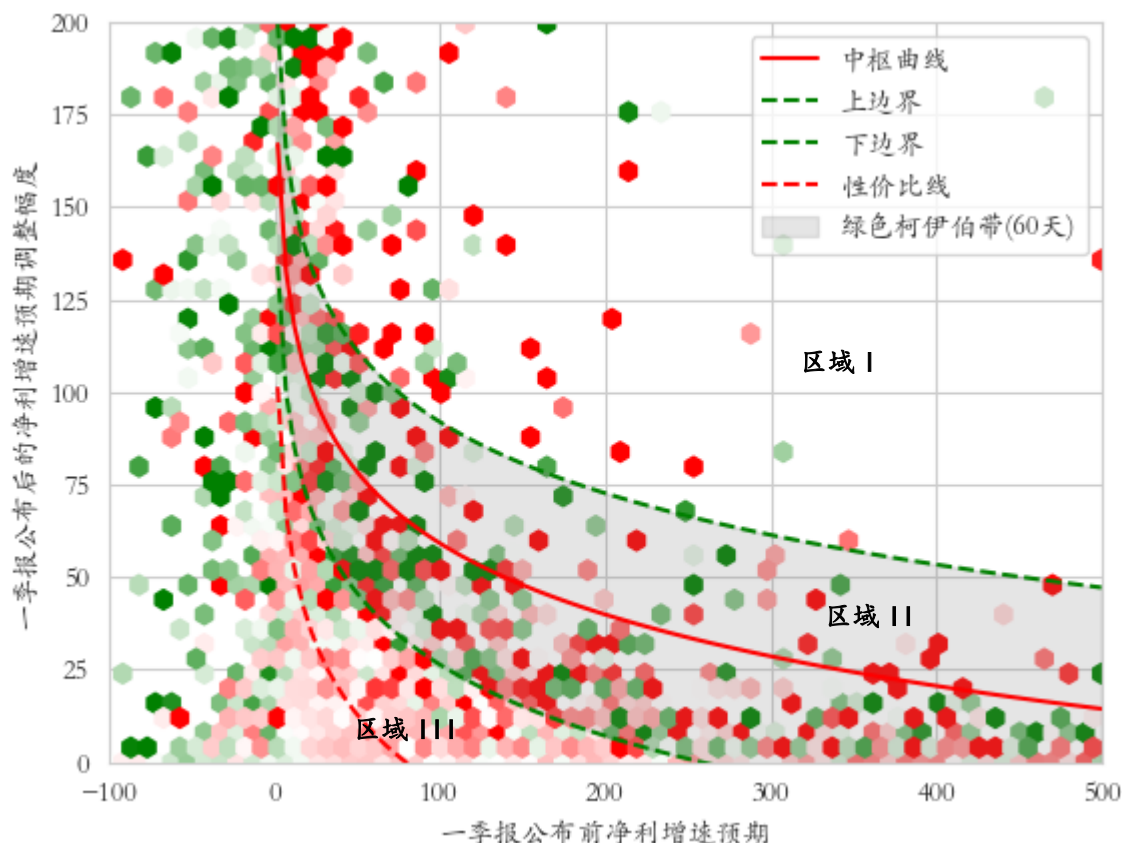
图表16：30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

在 60 天时间截面中，区域 I 中业绩超预期个股的胜率期望为 48.5%，相对收益期望为 3.42%；区域 II 业绩超预期个股的胜率期望为 48.7%，相对收益期望为 4.42%；区域 III 业绩超预期个股的胜率期望为 50.1%，相对收益期望为 3.60%。

图表17：60 天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



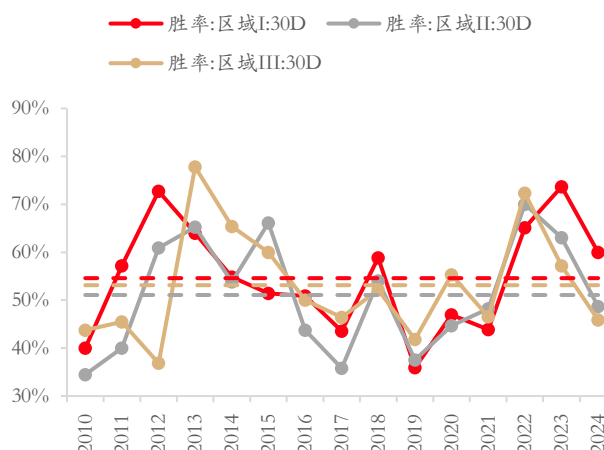
资料来源：Wind，中邮证券研究所

从长时间样本的统计数据来看，无论是在 30 天还是 60 天时间截面上，“绿色柯伊伯带”中的个股样本在胜率和相对收益方面均是 3 个区间中最低的。在 30 天时间截面上，位于性价比线（中枢曲线-2std）和“绿色柯伊伯带”下边界（中枢曲线-1std）之间的个股胜率和相对收益均是最优。在 60 天时间截面上，“绿色柯伊伯带”上方的样本相对收益较高而胜率较低，“绿色柯伊伯带”下方的样本相对收益较低而胜率较高，实际变成了“风险—收益”之间的取舍。

从时间序列来看，自 2016 年以来不管是 30 天还是 60 天胜率均未在出现过区域 II 取胜的年份，虽然具体是区域 I 还是区域 III 占优并没有稳定规律可循，但区域 II 基本可以被认定为是严格更劣的那一个选项。在相对收益的时间序列上有着同样的倾向，自 2016 年以来区域 II 的相对收益基本为更劣的那一个选

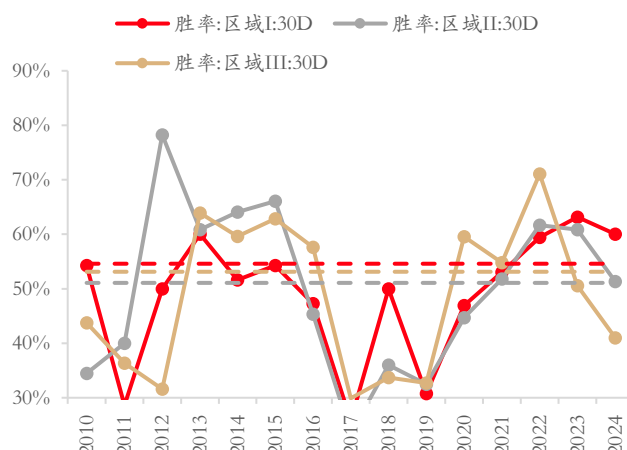
项。在 2018-2022 年的一季报行情中区域 I 更优，而在进入单边下跌之后是区域 III 更优，这或暗示着 A 股在不同趋势中有着不同偏好，在由业绩和景气作为核心驱动因素的核心资产牛市中代表着“可持续超预期”的区域 III 占优，而在弱势市场中 A 股显然更喜欢代表着绝对超预期的区域 I。

图表18：30 天截面一季报业绩超预期个股胜率(%)



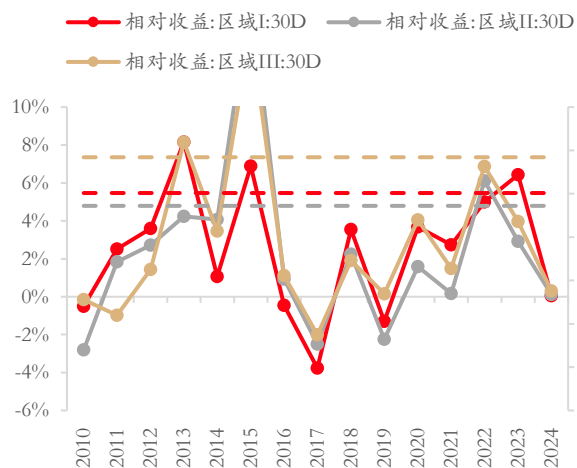
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表19：60 天截面一季报业绩超预期个股胜率(%)



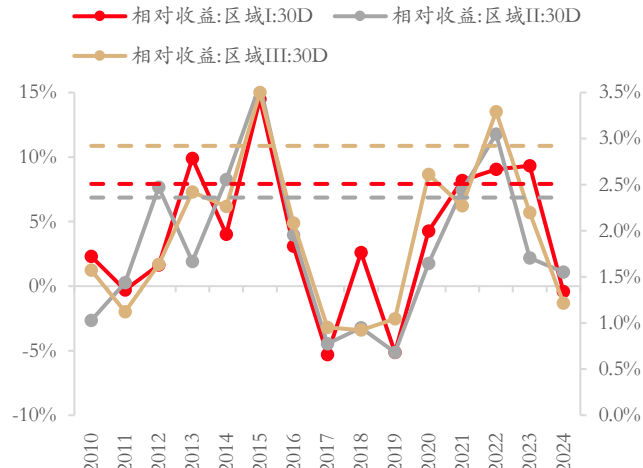
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20：30 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表21：60 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率(%)



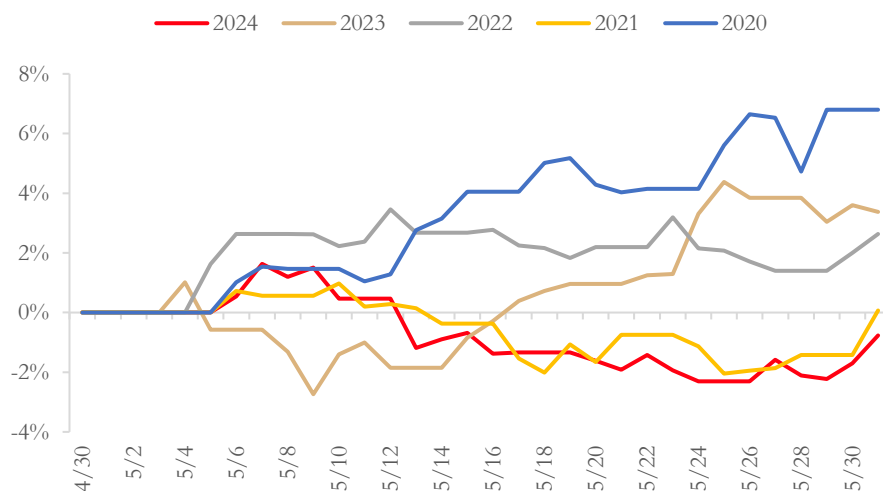
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 如何构建可行的业绩超预期策略组合？

在上文中讨论了 A 股对不同行业 and 不同业绩增速在个股业绩超预期定价上的差异，前文中采用的两种聚类方式胜率和赔率均不稳定，显然无法成为一种构建投资组合的自下而上策略。因此在此将行业偏好和业绩超预期反应机制二者结合起来制定针对 5 月的业绩超预期策略。

如图 22 所示为 2020-2024 年此业绩超预期策略在历年 5 月相对万得全 A 指数的走势，可见除 2024 年外均较万得全 A 指数获得了超额收益。即使是相对跑输的 2024 年，5 月的相对收益为-0.77%，并没有出现大幅低于市场的情况。因此认为“行业偏好+业绩超预期反应机制”的混合策略在一般市场环境下是可行的。

图表22：2020-2024 年 5 月混合策略相对万得全 A 指数超额收益率(%)



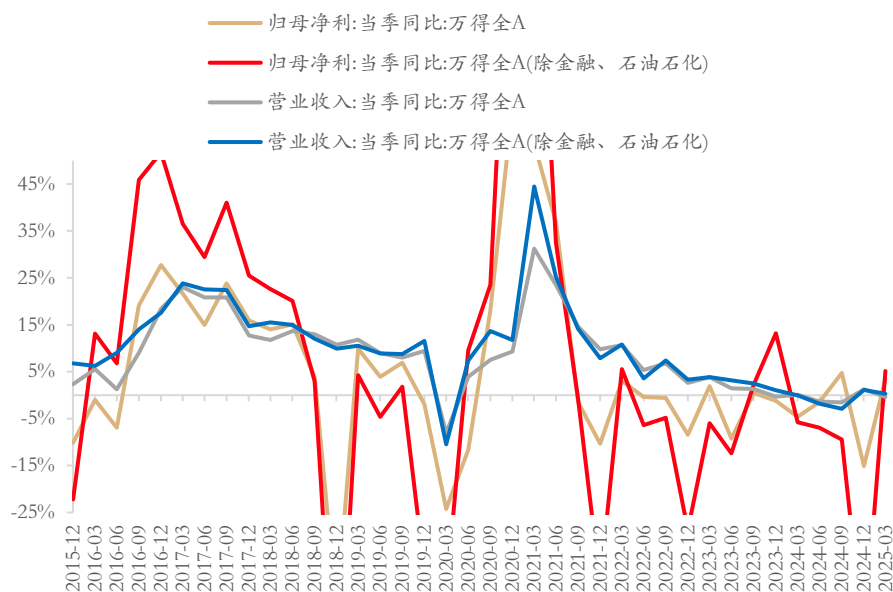
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 仍缺乏业绩验证的主线机会，专注抓取个股 α

3.1 2025 年一季报差强人意，仍缺乏业绩验证的主线机会

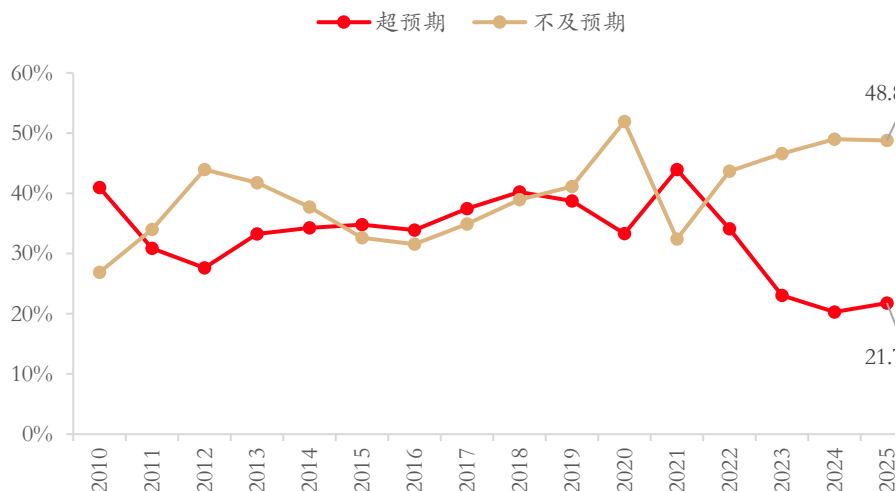
就 2025 年一季报而言，个股业绩预期层面尚未出现明显好转的迹象。尽管如图 23 所示在 2025 年一季报中万得全 A 和万得全 A（除金融、石油石化）的净利增速均同比转正，但如图 24 所示的个股预期变化显示 2025 年的一季报中仍然缺乏惊喜，2025 年一季报个股业绩超预期占比为 21.78%虽然较 2024 年一季报的低位有所回升，但远低于 2010 年以来的历史中枢水平。

图表23：2025 年一季报 A 股营收、归母净利增速(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

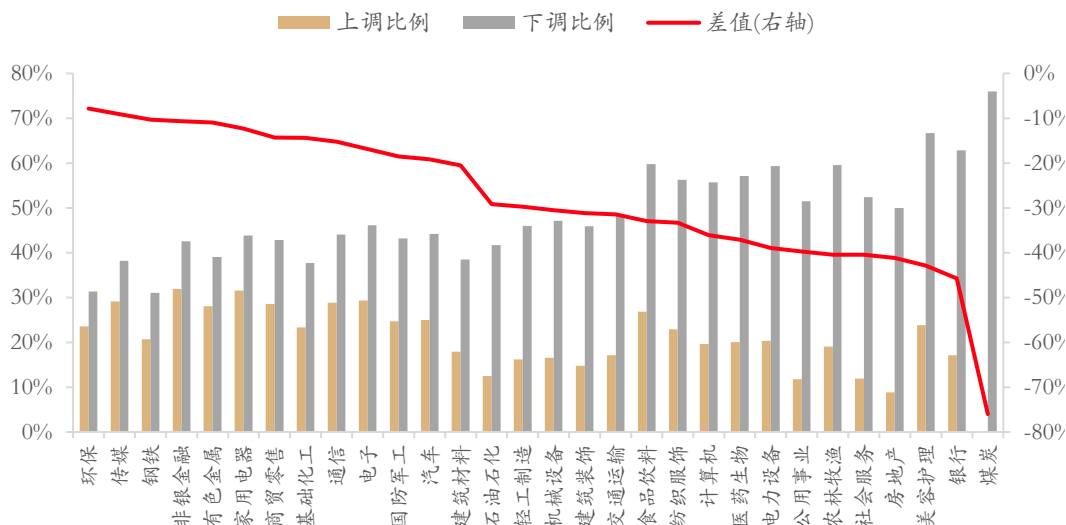
图表24：2025 年一季报个股业绩超预期及不及预期比例(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面 2025 年一季报仍缺乏业绩验证的主线机会。如图 25 所示，所有申万一级行业在 2025 年一季报中业绩预期下调比率均高于上调比率，较 2024 年三季报边际转差，这也就意味着 5 月如果要寻找行业层面的 β 机会更多需要从叙事逻辑和政策预期的角度出发，从业绩上或难以找到支撑。

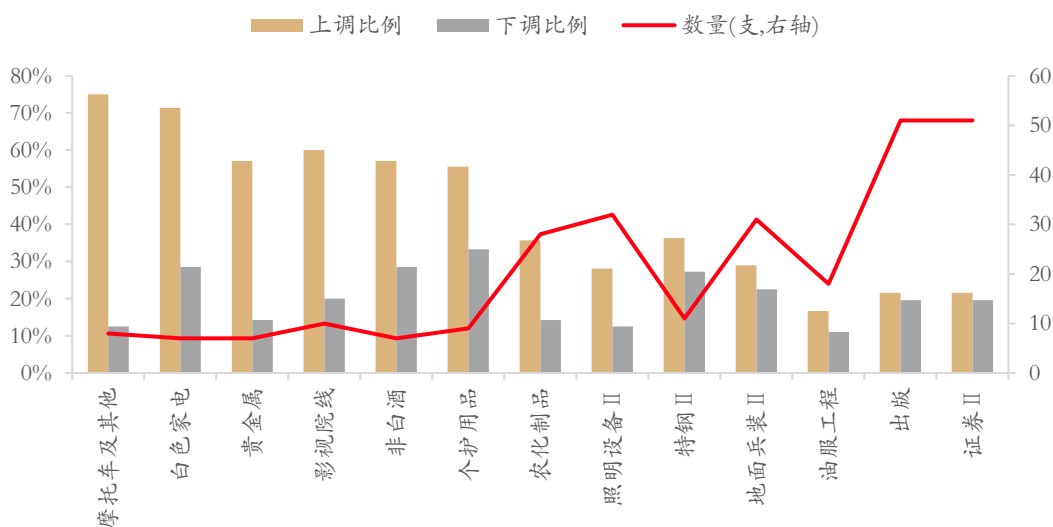
图表25：2025 年一季报申万一级行业业绩预期调整情况(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

如图 26 所示，申万二级行业方面仍有一些亮点可循，部分行业在 A 股整体业绩不及预期的情况下仍能够做到行业内部的业绩预期上调比例大于等于下调比例。但这些二级行业分布较为分散，无法为 A 股在 5 月提供一条基于业绩验证的叙事主线。

图表26：2025 年一季报部分申万二级行业业绩预期调整情况(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 2025 年一季度个股业绩超预期组合

在行业层面缺乏业绩指引的主线机会时，更应该重视自下而上的个股 α 机会。

如图表 27 所示，基于“行业偏好+业绩超预期反应机制”的混合策略构建了 2025 年一季度个股业绩超预期组合，以致力于在 5 月中获取来自个股 α 的超额收益。

图表27：2025 年一季报业绩超预期混合策略个股组合					
股票代码	股票名称	2025 净利预期增速(%)		申万一级行业	总市值(亿)
		调整前	调整后		
688256.SH	寒武纪-U	147.2	327.0	电子	2952
688661.SH	和林微纳	1328.6	1340.2	电子	53
002384.SZ	东山精密	168.1	178.1	电子	466
300323.SZ	华灿光电	101.4	114.6	电子	111
600363.SH	联创光电	145.2	148.4	电子	261
600460.SH	士兰微	134.4	146.7	电子	421
688020.SH	方邦股份	134.2	140.3	电子	27
688048.SH	长光华芯	123.3	124.7	电子	107
688172.SH	燕东微	195.0	196.2	电子	229
688173.SH	希荻微	82.0	97.6	电子	54
688183.SH	生益电子	163.3	172.1	电子	248
688233.SH	神工股份	262.6	264.5	电子	49
688261.SH	东微半导	178.4	184.2	电子	51
688286.SH	敏芯股份	182.1	185.6	电子	40
688322.SH	奥比中光-UW	207.7	212.3	电子	239
688525.SH	佰维存储	238.9	248.3	电子	296
688620.SH	安凯微	228.2	228.2	电子	49
000803.SZ	山高环能	536.6	774.4	公用事业	26
002068.SZ	黑猫股份	309.8	671.8	基础化工	84
688087.SH	英科再生	7.4	25.6	基础化工	45
000893.SZ	亚钾国际	47.8	76.9	基础化工	265
002170.SZ	芭田股份	187.0	187.6	基础化工	97
003002.SZ	壶化股份	120.1	133.5	基础化工	57
301035.SZ	润丰股份	109.1	123.3	基础化工	151
603379.SH	三美股份	99.8	109.3	基础化工	293
603663.SH	三祥新材	120.4	128.3	基础化工	103
605020.SH	永和股份	87.9	111.4	基础化工	106
688196.SH	卓越新能	138.0	149.2	基础化工	48
002242.SZ	九阳股份	159.8	169.3	家用电器	73
688696.SH	极米科技	198.5	202.8	家用电器	86
000876.SZ	新希望	133.8	135.7	农林牧渔	442
002688.SZ	金河生物	99.1	111.3	农林牧渔	48
300138.SZ	晨光生物	251.8	257.8	农林牧渔	54

603151.SH	邦基科技	179.3	207.2	农林牧渔	24
300616.SZ	尚品宅配	131.1	131.8	轻工制造	28
600966.SH	博汇纸业	205.4	208.3	轻工制造	60
603898.SH	好莱客	133.5	142.2	轻工制造	31
002149.SZ	西部材料	90.4	112.1	有色金属	94
600595.SH	中孚实业	164.5	181.9	有色金属	156

资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示

统计存在误差、市场学习效应等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048