

策略数据说 美股“盈利预喜”拆解

策略研究 · 策略专题

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

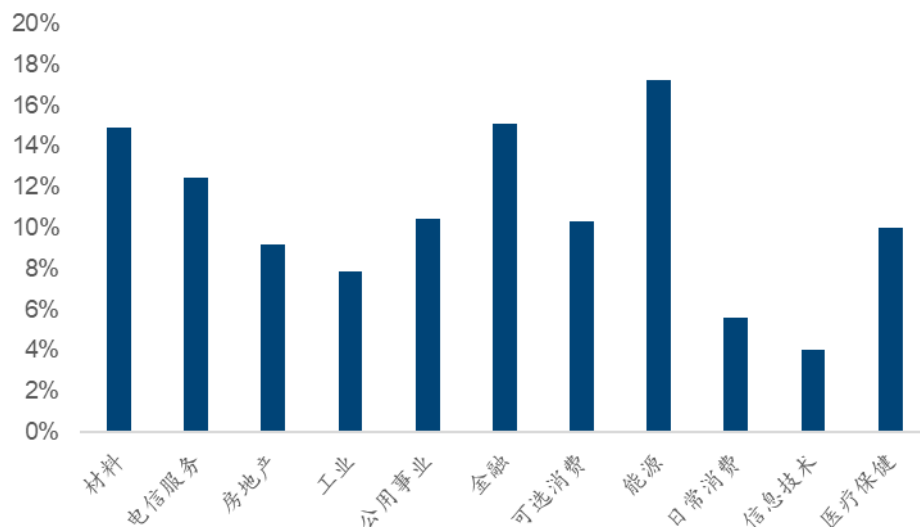
- **行业分化显著，能源、金融、材料领跑超预期。** 1) GICS一级行业中，能源（17.26%）、金融（15.12%）、材料（14.90%）盈利超预期概率最高，主要受益于能源价格波动、息差管理能力及供应链修复。2) 信息技术（4.04%）和日常消费（5.58%）表现低迷，反映高基数效应及需求疲软。3) 二级行业中，保险Ⅱ（27.90%）、多元金融（18.79%）及媒体Ⅱ（17.75%）超预期概率突出，半导体（2.85%）等周期敏感行业承压。
- **小盘股占盈利超预期绝对优势，但阿尔法效应逐步衰减。** 1) 小盘股以64.61%的占比主导盈利超预期个股分布，显著高于中盘股（21.47%）和大盘股（13.92%）。2) 动态趋势显示，小盘股超预期概率从疫情期22.55%骤降至2024Q4的7.16%，市值因子溢价逐渐让位于产业趋势驱动。
- **高波动个股成盈利超预期主力，但风险补偿要求提升。** 1) 高波动个股以53.14%的占比成为超预期主力，但其概率较峰值（2020Q2的20.11%）腰斩至2024Q4的10.64%，反映市场对弹性品种的博弈趋于谨慎。2) 低波动资产（如科技、医疗）超预期概率极低（信息技术1.15%、医疗3.15%），凸显市场对其盈利预期的过度共识。
- **经济周期驱动盈利预期差，政策与地缘因素影响显著。** 1) 疫情初期（2020-2021年）：金融、能源受益于政策刺激及地缘冲突，超预期概率冲高；2) 后疫情时代（2022-2024年）：科技行业受高利率压制（2024Q4概率2.10%），金融业韧性分化（保险领跑、银行低迷）；3) 紧缩尾声期（2024年）：小盘股及高波动资产逆势反弹，反映资金提前布局利率见顶预期。
- **盈利超预期持续性较弱，金融与医疗结构性占优。** 1) 仅0.35%的企业能连续十期超预期，短期因素（库存周期、价格波动）驱动的改善易被市场快速定价。3) 金融（24.47%）和医疗（22.28%）凭借利率周期红利及创新刚性需求，成为连续盈利预喜的主要赛道。
- **风险提示：** 本文所列举个股仅作复盘，不作为投资推荐依据；海外货币政策节奏和幅度的不确定性；海外局部地缘冲突风险。

- **盈利大幅超预期的定义：**基于数据的可得性和可解释性，筛选出毛利润、净利润、EPS三个财务指标，进行分析师一致性预期与财报实际披露值的提取；根据对美股的研究经验，实际毛利润超预期30%，实际净利润超预期50%，实际EPS超预期20%，三个条件满足任一即可将该公司该财报期的盈利表现定义为大幅超预期。
- **市值类型：**以20亿美元、100亿美元分别作为中盘股、大盘股的准入门槛。
- **波动类型：**以财报公布前一期的年化波动率为准，30%为低波动类型的上限，50%为高波动类型的下限，剩余部分则为中等波动区间。
- **研究时间跨度：**从2020年1月1日至今。
- **研究对象：**在所有美股中剔除OTC类、剔除非自由流通类；对于在2020年后退市的股票，取2020年至退市前最近可用的财务数据。

盈利大幅超预期美股行业透析

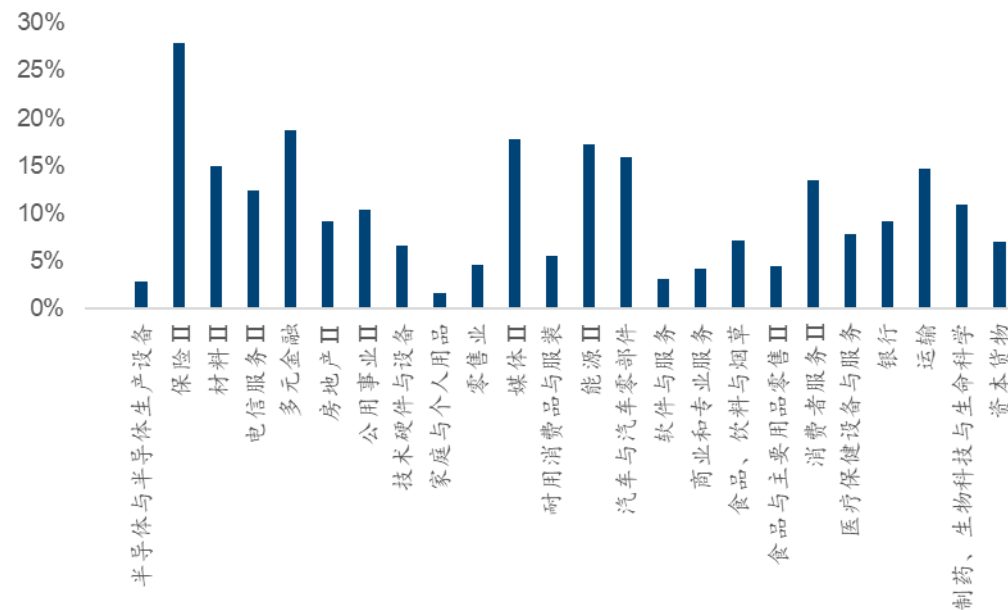
- 从GICS一级行业数据来看，能源（17.26%）、金融（15.12%）和材料（14.90%）为盈利大幅超预期概率最高的三大行业，显著高于市场整体10.17%的平均水平。这一表现与能源价格波动、金融机构息差管理能力以及原材料供应链修复带来的成本优化直接相关。而日常消费（5.58%）和信息技术（4.04%）的超预期概率垫底一定程度上反映消费需求对业绩突破动力不足及科技行业高基数效应下的预期透支问题。
- 在GICS二级行业中，保险Ⅱ（27.90%）、多元金融（18.79%）和媒体Ⅱ（17.75%）展现出超预期盈利空间，其中保险子行业的盈利对利率中枢上移带来的投资端收益改善较敏感。而半导体（2.85%）、家庭与个人用品（1.64%）等行业的低迷表现，则凸显出半导体周期下行压力及必需消费品定价权削弱的行业痛点。

图：GICS一级行业盈利大幅超预期概率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：GICS二级行业盈利大幅超预期概率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

盈利大幅超预期美股行业透析



- 疫情冲击下的极端波动（2020-2021年）：1）金融业在2020Q2创下盈利超预期概率35.23%的峰值，反映美联储紧急降息与财政刺激带来的资产负债表修复红利，但随后连续6个季度下滑至2021Q4的14.06%，显示政策效应衰减。2）能源行业呈现“过山车”行情，2020Q4达29.78%后，2022Q2因俄乌冲突再度冲高至21.82%，但2024Q4骤降至4.94%，凸显地缘政治敏感型行业的强波动特征。3）医疗保健在2020Q2（17.80%）和2023Q4（10.54%）形成双峰结构，与疫苗周期及GLP-1药物商业化进程高度相关。
- 后疫情时代的趋势重构（2022-2024年）：1）金融业韧性分化：保险子行业（二级行业数据）持续领跑，但银行板块自2022Q1起盈利超预期概率长期低于10%，印证利率倒挂对传统存贷业务的压制。2）科技行业困境深化：信息技术超预期概率持续低于5%，2024Q4仅2.10%，反映高利率环境下研发投入收缩与资本开支延迟的传导效应。3）必需消费结构性突围：日常消费整体低迷，但食品饮料子行业在2023Q1-Q3维持6-7%的相对优势，显示必选消费的定价权分层现象。
- 顺周期行业弹性收窄：材料行业从2020Q2的18.48%震荡下行至2024Q4的8.40%，工业板块同期从14.38%降至4.15%，表明全球制造业PMI走弱背景下，周期品盈利惊喜空间收窄。

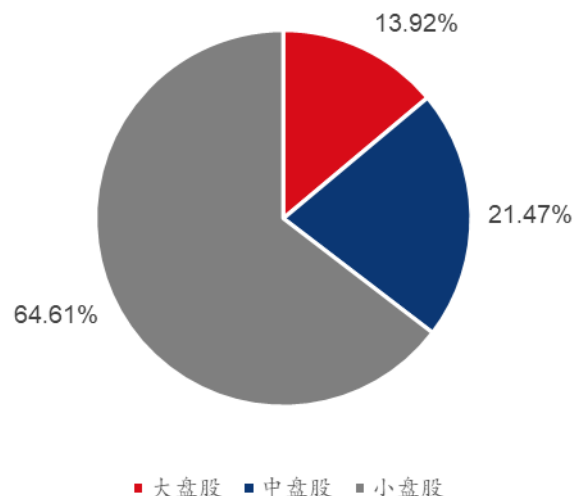
图：各行业盈利大幅超预期概率随报告期变化

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	趋势图
材料	11.06%	18.48%	15.31%	17.14%	18.89%	13.06%	10.09%	15.74%	16.89%	12.33%	12.79%	14.95%	19.53%	15.70%	14.41%	14.61%	17.98%	14.35%	13.45%	8.40%	
电信服务	16.67%	16.67%	21.95%	11.90%	11.36%	11.63%	2.38%	19.57%	9.52%	9.76%	16.28%	9.09%	18.18%	6.82%	6.67%	20.45%	9.52%	11.63%	9.30%	5.56%	
房地产	5.49%	10.70%	10.00%	17.35%	11.79%	10.05%	7.61%	9.60%	6.12%	8.54%	7.89%	7.29%	6.84%	11.23%	8.20%	12.71%	7.82%	6.08%	9.55%	8.14%	
工业	8.18%	14.38%	11.06%	10.94%	7.74%	10.79%	7.64%	8.03%	7.27%	7.38%	6.47%	4.98%	7.62%	7.02%	6.78%	7.59%	7.31%	6.05%	4.73%	4.15%	
公用事业	9.52%	5.75%	6.90%	8.14%	12.64%	15.73%	8.89%	8.51%	14.29%	9.57%	9.68%	8.70%	12.90%	13.33%	9.57%	9.57%	10.64%	11.34%	14.58%	5.00%	
金融	5.41%	35.23%	31.97%	27.77%	25.52%	21.96%	16.72%	14.06%	11.99%	8.44%	9.86%	9.28%	9.00%	11.45%	9.97%	12.44%	12.18%	8.99%	10.99%	8.51%	
可选消费	8.53%	17.89%	19.42%	13.05%	14.40%	15.93%	11.15%	9.32%	9.06%	10.75%	8.51%	8.16%	8.12%	10.20%	7.49%	8.72%	7.93%	6.31%	6.57%	4.41%	
能源	22.22%	27.78%	18.14%	23.11%	19.57%	14.53%	14.66%	29.78%	11.21%	19.64%	21.82%	20.45%	13.00%	12.56%	12.16%	17.59%	9.81%	11.52%	11.16%	4.94%	
日常消费	4.72%	5.71%	7.27%	10.43%	7.14%	6.96%	5.04%	7.09%	7.03%	3.13%	3.94%	6.20%	6.30%	7.81%	4.48%	4.44%	3.79%	5.19%	1.54%	3.85%	
信息技术	1.89%	5.75%	3.97%	2.97%	3.26%	3.69%	3.15%	4.10%	3.31%	3.66%	4.45%	4.99%	5.98%	4.58%	4.87%	3.51%	3.18%	5.52%	4.47%	2.10%	
医疗保健	7.97%	17.80%	14.16%	11.14%	11.52%	8.55%	7.32%	10.66%	8.12%	7.66%	8.63%	10.38%	9.61%	8.94%	10.12%	10.54%	9.54%	11.71%	9.18%	4.64%	

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

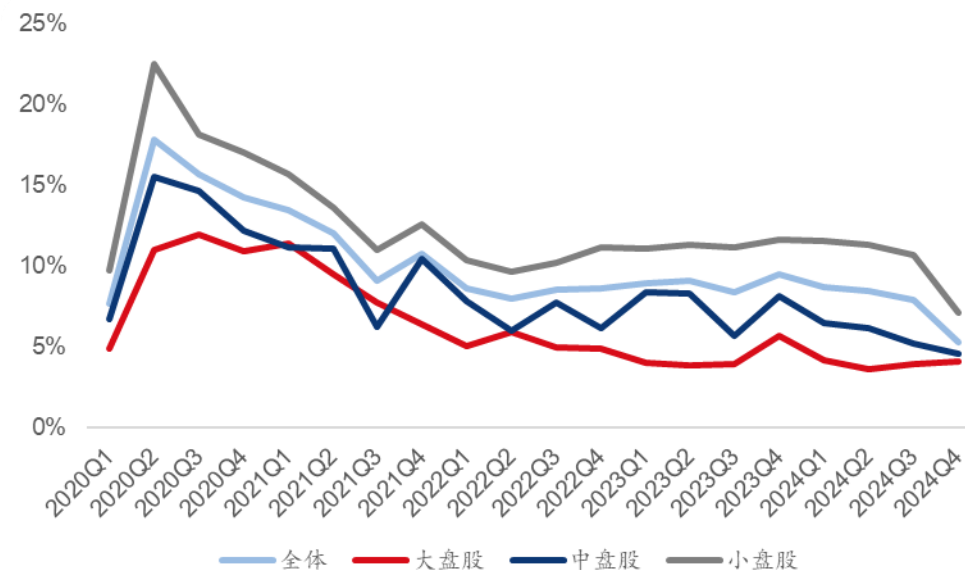
- **市值效应显著**：小盘股以64.61%的绝对占比主导盈利超预期个股分布，较中盘股（21.47%）和大盘股（13.92%）形成断层优势，印证市场对小市值公司预期管理偏差更大的特征。
- **动态趋势解析**：**1）大盘股预期管理趋严**：超预期概率从2020Q2的11.01%单边下滑至2024Q4的4.10%，机构投资者对蓝筹股的盈利预测精度持续提升，预期差收窄至历史低位。**2）中盘股韧性分化**：2023Q2-Q4期间超预期概率（8.13-8.32%）显著高于大盘股，但2024年加速回落至4.58%，反映中等市值公司在经济转型期的定位模糊性。**3）小盘股阿尔法衰减**：尽管维持相对优势，但其超预期概率从疫情期22.55%降至2024Q4的7.16%，降幅达68%，提示需重新评估小盘股投资逻辑——单纯市值因子溢价正在让位于产业趋势驱动。

图：盈利大幅超预期个股市值分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

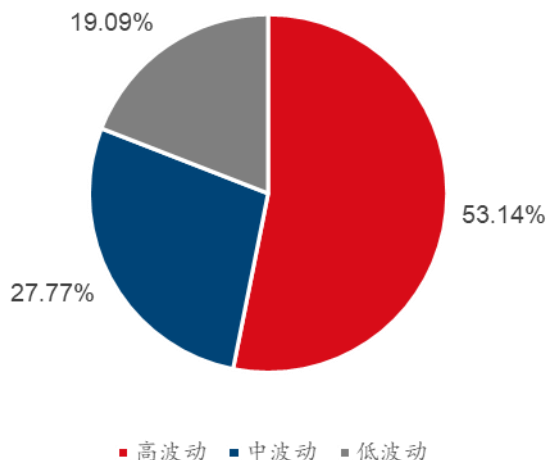
图：大盘股、中盘股、小盘股组合中盈利大幅超预期概率随财报期变化



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

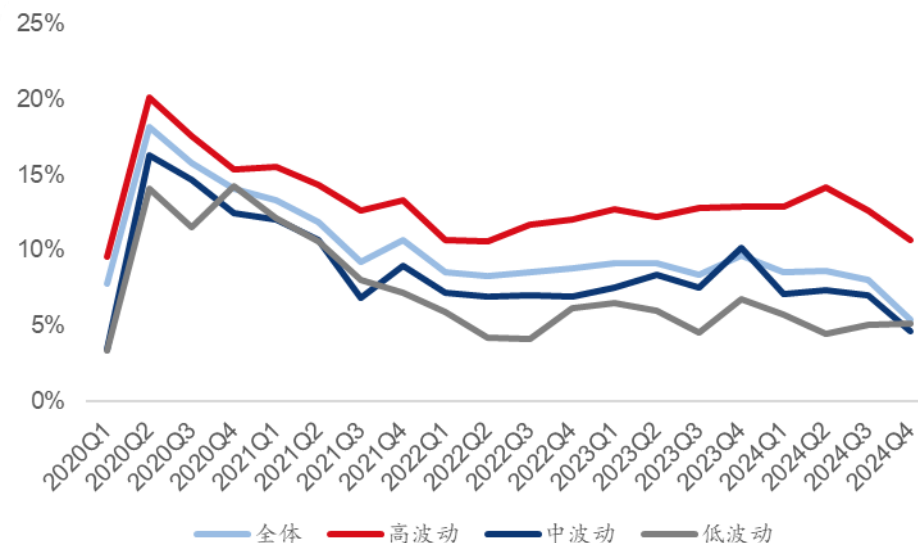
- **波动率分层主导性显著：**高波动个股以53.14%的绝对占比成为盈利超预期主力，较中波动（27.77%）和低波动（19.09%）形成碾压性优势，验证市场对高beta资产预期定价效率偏弱的特征。但需注意其双刃剑属性——高波动个股在2024Q4超预期概率（10.64%）虽仍居首，但较峰值（2020Q2的20.11%）近乎腰斩，显示风险补偿要求提升。
- **周期相位敏感度分化：**
 - 1）危机应对期（2020-2021）：**高波动个股在2020Q2创20.11%峰值，反映极端市场环境下预期差扩大，而低波动个股同期表现低迷（14.04% vs 中波动16.24%），打破传统防御认知，暗示恐慌情绪中机构对“稳定资产”的过度共识。
 - 2）政策正常化期（2022-2023）：**高波动个股维持12%+超预期概率，显著跑赢中低波动资产，尤其在2022Q4（12.04%）和2023Q4（12.85%）形成双顶，与美联储激进加息周期中市场反复博弈政策拐点的行为共振。
 - 3）紧缩尾声期（2024）：**高波动个股韧性凸显，2024Q2逆势冲高至14.13%，而低波动个股跌至4.51%的历史低位，反映资金在利率见顶预期下提前布局弹性品种。

图：盈利大幅超预期个股波动分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：高波动、中波动、低波动组合中盈利大幅超预期概率随财报期变化

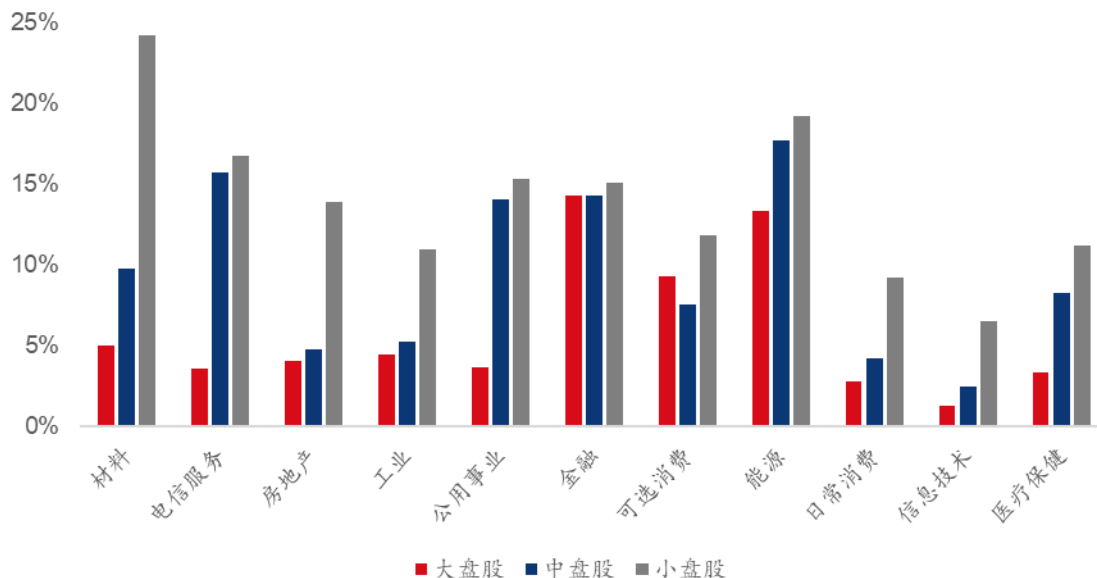


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

盈利大幅超预期美股行业及市值透析

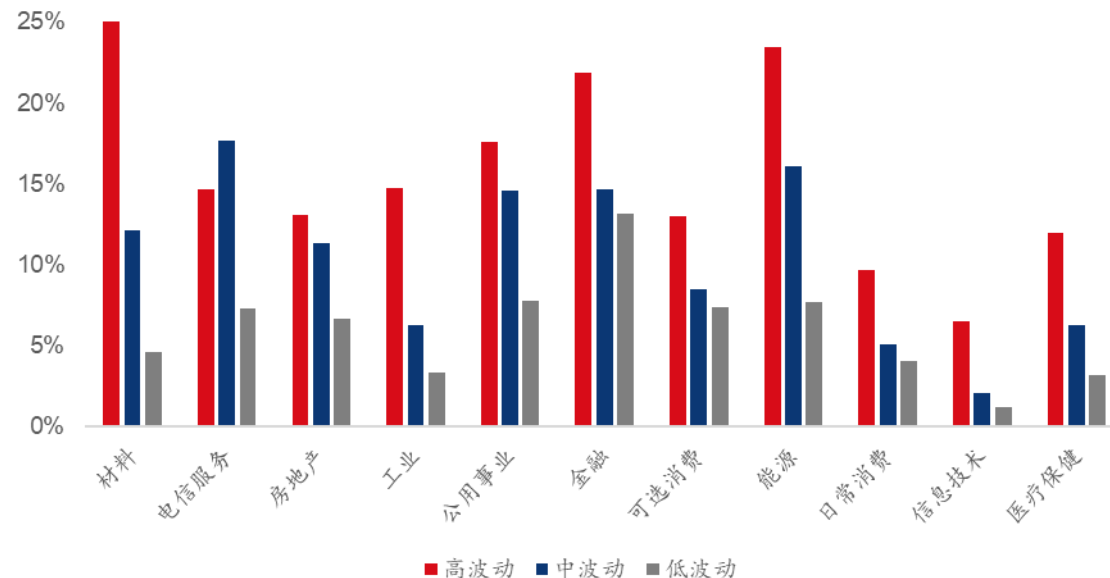
- **市值分层：小盘股超预期概率显著占优。**1) **小盘股普遍领跑：**除金融行业外，其余10个行业的小盘股盈利超预期概率均显著高于中盘及大盘股。如材料（24.21%）、电信服务（16.73%）、能源（19.20%）行业的小盘股概率分别较其大盘股高出19.24pct、13.16pct、5.9pct，反映小市值公司因市场预期基数较低或业务灵活性更高，更易实现业绩突破。2) **金融行业逆势分化：**金融板块中，大盘股以14.29%的超预期概率略超中小盘股（14.23%、15.03%），与大型金融机构在利率周期及宏观经济波动中具备更强的盈利预测稳定性有关。3) **防御性行业差异显著：**日常消费与信息技术行业的小盘股概率（9.20%、6.51%）虽为各自板块最高，但绝对值显著低于周期及成长板块，显示市场对防御性行业的盈利预期更为精准。
- **波动性特征：高波动行业更易超预期。**1) **高波动性驱动超额收益：**多数行业高波动股票的超预期概率显著高于中低波动股票，尤以材料（25.64%）、能源（23.47%）、金融（21.88%）行业最为突出，表明高波动个股因市场预期分歧较大或业务弹性较高，更易产生业绩惊喜。2) **电信服务与公用事业例外：**电信服务行业中波动股票概率（17.67%）高于高波动（14.62%），或反映其重资产属性下，中波动公司更易通过稳定现金流管理超预期；公用事业高波动股票概率（17.54%）虽领先，但中波动（14.56%）与低波动（7.77%）差距较小，显示行业整体盈利可预测性较强。3) **科技与医疗低波动陷阱：**信息技术与医疗保健行业的低波动股票概率仅为1.15%与3.15%，凸显过去五年市场对低波动科技及医疗股的盈利预期高度一致，突破难度较大。

图：GICS各一级行业中各市值规模的个股盈利大幅超预期概率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：GICS各一级行业中各波动类型的个股盈利大幅超预期概率

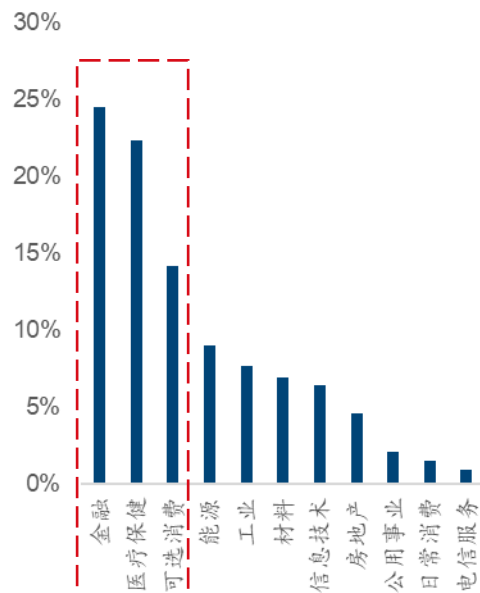


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

盈利连续大幅超预期透析

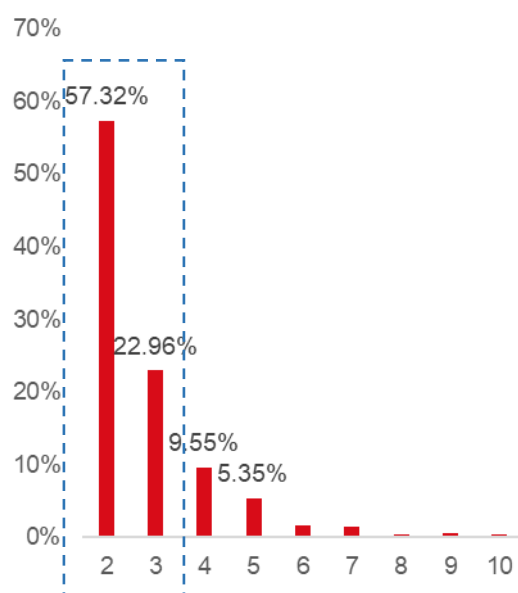
- **持续性特征：盈利超预期难以长期延续。**1) 连续期数分布：57.32%的案例仅连续两期超预期，仅0.35%能延续至第十期，表明市场预期调整速度较快，企业难以长期维持“惊喜”。2) 经济周期与竞争壁垒的影响：短期因素（如库存周期、价格波动）驱动的盈利改善易被市场迅速定价，而具备强护城河的企业（如专利药企、垄断性金融牌照）更可能实现持续超预期。
- **金融与医疗连续领跑预期，周期与成长分化显著。**1) 金融行业（24.47%）：金融板块的超预期表现源于利率上行周期下的息差扩张。美联储加息背景下，银行净利息收入改善，保险和资管机构受益于资产端收益率提升。2) 医疗保健（22.28%）：结构性需求刚性和创新驱动盈利连续超预期。3) 可选消费（14.12%）与能源（9.04%）：可选消费的盈利连续超预期反映服务消费复苏（旅游、娱乐）及供应链压力缓解对盈利端的持续作用。能源板块则受地缘冲突引发的油价脉冲及资本开支纪律性增强（页岩油企业削减勘探支出）推动，盈利波动性显著。
- **市值与波动性：小盘股&高波动性再次验证盈利超预期可持续性。**与单报告季结论相同，小盘股和高波动性个股盈利超预期弹性更大，从连续的视角来看，盈利超预期的公司小盘股和高波动性的特征更为集中。

图：历史盈利连续大幅超预期的个股行业分布



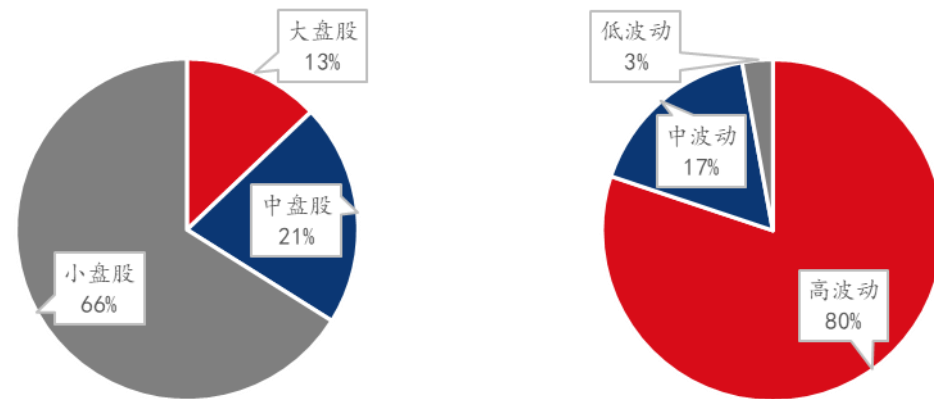
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：连续大幅超预期的样本中，最大连续期数概率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：历史盈利连续大幅超预期的个股市值及波动类型分布



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

盈利连续大幅超预期透析

- **盈利超预期概率与宏观指标的动态背离：预期差驱动的博弈逻辑。**1) 疫情初期的“预期差红利”（2020Q2）：尽管2020Q2美国GDP同比暴跌7.5%，但财报超预期概率跃升至18.15%，创数据周期内峰值。这一矛盾现象源于市场极端悲观预期与企业实际韧性的错配：疫情初期，投资者过度下调盈利预测（尤其是消费、科技板块），而财政刺激（如CARES法案）与居家经济需求意外爆发，推动企业盈利快速修复，形成“低基数+政策托底”驱动的超预期窗口。2) 经济过热期的预期收敛（2021Q1-Q2）：2021Q1制造业PMI升至64.7（扩张峰值），GDP同比转正，但超预期概率持续回落。这表明市场预期已充分定价经济复苏，企业盈利增长被视作“顺周期必然结果”，超预期空间收窄。此外，供应链瓶颈推高成本，部分企业利润率承压，削弱盈利惊喜潜力。3) 滞胀与软着陆博弈下的分化（2022Q4-2024Q4）：2022Q4后，制造业PMI持续低于荣枯线（50），但超预期概率在2023Q4反弹至9.66%。这一阶段的核心矛盾在于成本端改善（能源价格回落、供应链修复）与需求端韧性（服务业消费支撑）的共振。企业通过提效降本（如裁员、库存优化）部分抵消需求放缓影响，尤其在医疗、金融等议价能力较强的行业，盈利超预期概率逆势回升。
- **小盘股：高波动性与超预期的“双刃剑”。**1) 单次超预期：小盘股在高波动环境下超预期占比达41.39%，显著高于中大盘股。其低流动性、高业绩弹性特性使其更易受短期因素（如订单波动、技术突破）驱动，吸引事件型资金博弈。2) 连续超预期：小盘股在高波动中连续超预期概率飙升至56.15%，但需警惕“高贝塔陷阱”——此类公司盈利持续性高度依赖外部环境（如融资条件宽松、行业景气延续），一旦宏观风向逆转（如利率上行压制风险偏好），盈利预期可能快速下修。
- **大盘股：低波动环境下的“安全垫”与高波动期的“突变风险”。**1) 大盘股在低波动环境中单次超预期占比5.96%，反映其盈利稳定性（如必需消费、公用事业）。但连续超预期概率仅1.48%，表明规模效应下边际改善空间有限。2) 高波动大盘股连续超预期概率升至6.83%（如能源巨头因地缘冲突提价），提示系统性冲击（如供给侧结构性改革、监管变化）可能打破大盘股盈利稳态，形成阶段性机会。

图：盈利超预期个股市值与波动类型概率矩阵

	大盘股	中盘股	小盘股
高波动	2.57%	7.97%	41.39%
中波动	5.38%	8.01%	14.84%
低波动	5.96%	5.48%	8.40%

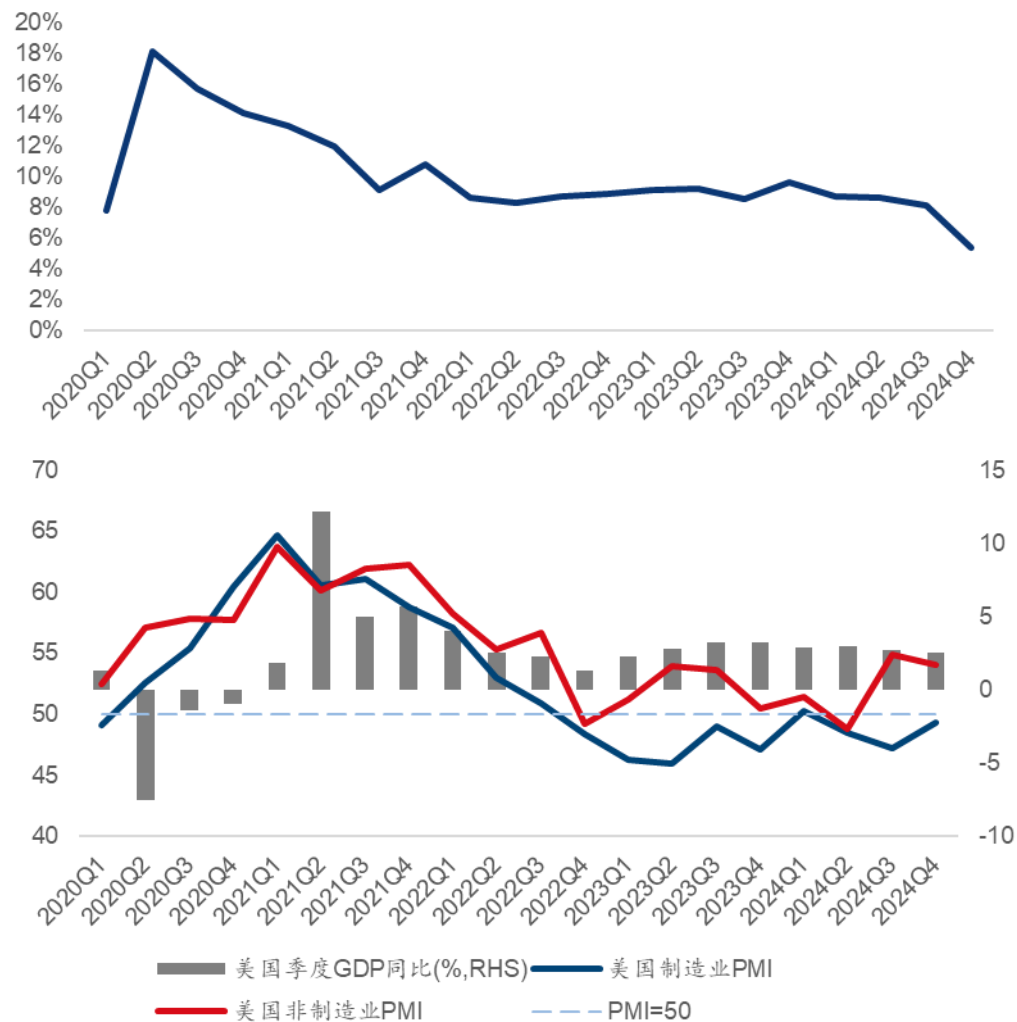
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：连续超预期市值与波动类型概率矩阵

	大盘股	中盘股	小盘股
高波动	6.83%	16.40%	56.15%
中波动	5.13%	4.56%	7.86%
低波动	1.48%	0.46%	1.14%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：盈利超预期的概率与宏观指标动态背离



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- (1) 本文所列举个股仅作复盘，不作为投资推荐依据；
- (2) 海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- (3) 海外局部地缘冲突风险。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032