

3 月金股组合

股票代码	股票名称
1519.HK	极兔速递-W
601857.SH	中国石油
688019.SH	安集科技
000680.SZ	山推股份
300073.SZ	当升科技
600600.SH	青岛啤酒
000524.SZ	岭南控股
603986.SH	兆易创新

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3368.70	(0.04)
深证成指	10643.82	(0.05)
沪深 300	3919.36	(0.33)
中小 100	6652.20	0.23
创业板指	2139.90	(0.26)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
综合	2.11	银行	(1.45)
农林牧渔	1.64	公用事业	(0.43)
汽车	1.23	有色金属	(0.35)
纺织服饰	1.00	钢铁	(0.32)
机械设备	0.81	石油石化	(0.23)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250327

■重点关注

【金融工程】如何基于资金流构建行业轮动策略？*郭策 李腾。本报告通过对主力资金的流向方向及其资金强度的分析，旨在揭示市场中大资金的布局逻辑和趋势信号。同时，尾盘资金的流向与强度则反映了市场情绪的变化及其对行业轮动的潜在影响。结合这两个核心维度，报告试图构建一个兼具前瞻性和实操性的行业轮动策略。最终模型在回测期间较行业等权基准年化超额收益 11.54%，超额最大回撤-12.48%。

【金融工程】如何利用财报因子的阶段失效构建行业轮动策略？*郭策 李腾。本报告基于“长期有效的因子在出现阶段失效后，未来有更大概率重新变得有效”这一基本假设，充分利用了财报因子近年来表现不佳的现象，构建了一套基于因子有效性均值回复理论的行业轮动策略。该策略每个月滚动筛选长期有效因子，再对长期有效因子近期的表现进行评估，最终做多长期有效但近期失效的因子。较财报因子优选策略年化超额显著提升。

【计算机】金山办公*杨思睿 郑静文。3 月 20 日，金山办公发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 51.21 亿元，同增 12.4%；归母净利 16.45 亿元，同增 24.8%。其中 2024Q4 公司营收 14.94 亿元，同增 16.2%；归母净利 6.05 亿元，同增 42.6%。2024 年 WPS 365 收入大幅增长，AI 技术将持续赋能，进一步推动业务发展。

【电力设备】宁德时代*武佳雄。公司发布 2024 年年报，全年实现盈利 507.45 亿元，同比增长 15.01%。公司业绩表现亮眼，行业龙头地位稳固。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【金融工程】如何基于资金流构建行业轮动策略？——中银量化行业轮动系列（十）

郭策 李腾

本报告通过对主力资金的流向方向及其资金强度的分析，旨在揭示市场中大资金的布局逻辑和趋势信号。同时，尾盘资金的流向与强度则反映了市场情绪的变化及其对行业轮动的潜在影响。结合这两个核心维度，报告试图构建一个兼具前瞻性和实操性的行业轮动策略。最终模型在回测期间较行业等权基准年化超额收益 11.54%，超额最大回撤 -12.48%。

机构单趋势强度因子：中银量化团队基于万得数据库中个股大小单成交金额统计，将中单与大单合并，统称为“机构单”。再对个股机构单净流入数据进行汇总得到中信一级行业的机构单净流入数据。在此基础上，测算滚动窗口内各行业平均日度净流入金额与日度净流入金额绝对值均值的比值，得到“机构单趋势强度因子”。因子的分子刻画了“机构单”资金的流动方向，分母刻画了“机构单”资金的流动强度。该因子介于[-1, 1]之间，越靠近-1表示资金流出强度越大，越靠近1表示资金流入强度越大。考虑到各行业流动性和市值导致的大小单特异性差异，需要对行业成分股平均自由流通市值和平均换手率中性化，并剔除高拥挤行业。回测期间“机构单趋势强度因子”较行业等权基准年化超额 10.16%，超额最大回撤-10.37%。

尾盘资金流入强度因子：尾盘资金的流向与强度反映了市场情绪的变化及其对行业轮动的潜在影响，中银量化团队使用万得数据库中的尾盘资金净流入数据，构建了“尾盘资金流入强度因子”。该因子从“尾盘资金净流入金额占成交额比值的边际变化（月度差值）”和“尾盘资金净流入金额占市值比值的边际变化（月度差值）”两个维度，综合刻画尾盘资金流入的强度。具体因子构建细节请见正文。回测期间“尾盘资金流入强度因子”较行业等权基准年化超额 8.09%，超额最大回撤-14.40%。

因子等权复合：将“机构单趋势强度因子”和“尾盘资金流入强度因子”进行 zscore 后等权相加得到复合因子。该复合因子较等权基准年化超额 11.84%，超额最大回撤-11.83%。

风险提示：本报告回测结果均基于历史数据，历史数据不代表未来，提醒投资者注意未来模型失效的风险。

【金融工程】如何利用财报因子的阶段失效构建行业轮动策略？——中银量化行业轮动系列（十一）

郭策 李腾

本报告基于“长期有效的因子在出现阶段失效后，未来有更大概率重新变得有效”这一基本假设，充分利用了财报因子近年来表现不佳的现象，构建了一套基于因子有效性均值回复理论的行业轮动策略。该策略每个月滚动筛选长期有效因子，再对长期有效因子近期的表现进行评估，最终做多长期有效但近期失效的因子。较财报因子优选策略年化超额显著提升。

构建财报因子：报告通过对财务报表的梳理，共筛选出 8 个利润表/现金流量表指标（如净利润、营业利润等）和 6 个资产负债表指标（如总资产、净资产等）。再通过上述指标的排列组合共得到 64 个基础因子。基础因子可以分为 3 类：分别是 48 个类 ROA 因子、8 个类净利润 yoy 因子和 8 个类净利润 qoq 因子。报告再将 64 个基础因子进行“保留原值”、“一阶差分”和“计算历史分位数”三种处理，共可以得到 192 个衍生财报因子。衍生因子可以分为 9 类（3 类基础因子分别进行 3 种操作）。

财报因子优选策略：每月以 T 年为滚动周期，分别以年化超额和月均 IC 作为筛选标准，筛选“长期有效因子”。再根据“长期有效因子”所属的类别，在每类中挑选年化超额最高的“长期有效因子”进行 zscore 等权复合。通过参数遍历发现“财报因子优选策略”表现不佳，年化仅在 3%-4% 左右，且在 2021 年开始超额开始衰减。

财报因子反转优选策略：在财报因子优选策略的基础上，报告尝试添加对失效因子的处理。在筛选出“长期有效因子”后，筛选“长期有效因子”中近 3 个月每个月较等权基准超额均为负的因子，称为“近期失效因子”。若本期 192 个衍生因子中存在“近期失效因子”，则按照近期失效因子所属类别，在每类中筛选年化超额最高的因子进行 zscore 复合得到最终复合因子。若本期 192 个衍生因子中不存在满足条件的“近期失效因子”，则在“长期有效因子”的每个类别挑选年化超额最高的因子进行 zscore 复合得到最终复合因子。回测结果显示，财报因子反转优选策略较财报因子优选策略在年化超额和超额回撤方面有显著提升。

财报因子反转优选策略（优化）：为进一步优化“财报因子反转优选策略”，我们将“近期失效因子”的筛选方式添加迭代条件，修改为“连续 N 个月跑输基准，若无因子满足条件，则继续筛选连续 N-1 个月跑输基准的因子，直到 N=3 或有因子满足条件。若 N=3 还没有因子满足条件，则在‘长期有效因子’的每类中挑选年化超额最高的因子进行复合”。优化后的“财报因子反转优选策略”较之前年化超额进一步提升，达到 8.94%，最大回撤-10.54%（日度颗粒）。

风险提示：（1）本报告回测结果均基于历史数据，历史数据不代表未来，提醒投资者注意未来模型失效的风险。（2）本文策略在市场结构及交易行为改变时有可能存在失效风险。

【计算机】金山办公—付费用户数持续提升，AI 赋能驱动产品升级

杨思睿 郑静文

3月20日，金山办公发布2024年年报。2024年公司实现营收51.21亿元，同增12.4%；归母净利16.45亿元，同增24.8%。其中2024Q4公司营收14.94亿元，同增16.2%；归母净利6.05亿元，同增42.6%。2024年WPS 365收入大幅增长，AI技术将持续赋能，进一步推动业务发展。

支撑评级的要点

2024年WPS 365业务收入大幅增长。公司2024年年报中将主营业务收入分类口径由商业模式分类转变为产品业务分类，划分为WPS个人业务、WPS 365业务、WPS软件业务和其他，更清晰展现公司核心产品的经营态势和发展方向。2024年，WPS365面向组织级客户全新升级，包含WPS Office、WPS协作及WPS AI企业版，打通了文档、协作、AI三大能力，实现一站式AI办公。2024年，公司WPS 365业务实现收入4.37亿元，同比大幅增长149.3%。该业务新增的标杆客户包括华润集团、中粮集团、中国中铁、海尔等知名企业，公司在巩固央国企客户优势的同时加速开拓民营企业及地方国企客户，WPS 365的市场影响力稳步提升。

WPS个人业务稳健成长。2024年，公司WPS个人业务实现收入32.83亿元，同比增长18%。WPS个人业务面向国内及海外的个人用户提供WPS Office产品及服务，公司在2024年推出了面向个人用户的WPS AI办公助手，包括AI协作/阅读/数据/设计助手等，并用AI技术改造WPS Office各组件的原有功能，降低了用户使用AI功能的门槛。截至2024年12月31日，WPS Office全球月活设备数为6.32亿，同比增长6.2%。2024年，国内WPS个人业务收入31.00亿元，累计年度付费个人用户数为4170万，同增17.5%；WPS Office PC版国内日活跃设备突破1亿，WPS AI月度活跃用户数达1968万。此外，随着海外市场环境的逐步稳定，公司积极拓展WPS国际业务。2024年海外WPS个人业务收入1.83亿元，累计年度付费个人用户数达到174万。

公司将积极推进政企客户采购升级。2024年，公司WPS软件业务实现收入12.68亿元，同比下降8.6%。公司聚焦政企客户需求，为客户提供以WPS客户端、文档中台等软件产品，持续推进正版化软件普及和国产化软件替代，助力政企客户实现数字化转型。公司将密切关注信创领域的政策动向，积极推进政企客户从单一软件产品向WPS 365平台的采购升级。

研发费用持续提升，AI技术是业务发展动力。2024年，公司研发费用为16.96亿元，同比增长15.2%，公司研发费用率为33.11%，较2023年提升0.79pct。2024年公司研发人员数量为3473人，较2023年增加386人，占总员工的比重约67%。公司将持续将AI技术作为推动业务发展的动力，为用户提供卓越产品和优质体验。

评级面临的主要风险

客户拓展不及预期，付费率提升不及预期，技术研发不及预期。

【电力设备】宁德时代—业绩符合预期，龙头地位稳固

武佳雄

公司发布2024年年报，全年实现盈利507.45亿元，同比增长15.01%。公司业绩表现亮眼，行业龙头地位稳固。

支撑评级的要点

2024年归母净利润同比增长15.01%，符合预期：公司发布2024年年报，全年实现营收3620.13亿元，同比下降9.70%；实现归母净利润507.45亿元，同比增长15.01%；实现扣非归母净利润449.93亿元，同比增长12.23%。根据业绩计算，2024Q4公司实现盈利147.44亿元，同比增长13.62%，环比增长12.24%；扣非归母净利润128.17亿元，同比下降2.24%，环比增长5.73%。公司此前发布业绩预告，预计2024年实现盈利490-530亿元，同比增长11.06%-20.12%，公司实际业绩符合预期。

行业龙头地位稳固，动储业务均表现亮眼：根据SNE Research数据，在动力电池领域，公司2017-2024年连续8年动力电池使用量排名全球第一，2024年全球市占率为37.9%；储能方面，公司2021-2024年连续4年储能电池出货量排名全球第一，2024年全球市占率为36.5%。根据公司年报披露，2024年公司实现锂离子电池销量475GWh，同比增长21.79%。分产品来看，动力电池系统销量381GWh，同比增长18.85%，实现收入2530.41亿元，同比减少11.29%，毛利率23.94%，同比提升5.81个百分点；储能电池系统销量93GWh，同比增长34.32%，实现收入572.90亿元，同比减少4.36%，毛利率26.84%，同比提升8.19个百分点。产能方面，公司目前已具备676GWh产能，在建产能219GWh。

产品矩阵丰富，固态电池技术行业领先：公司已打造出行业内最全面、最先进的产品矩阵，在乘用车领域，公司推出了以麒麟电池、神行电池和骁遥电池系列产品；商用车领域，公司推出了天行电池系列产品；储能领域，公司推出了天恒储能系统。固态电池方面，公司凭借多年的大量投入，相关研发及技术进展顺利，处于行业领先水平。

评级面临的主要风险

产业链需求不达预期；原材料价格出现不利波动；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车产品力不达预期，国际贸易摩擦。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

梁端玉 S1300523090003 duanyu.liang@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY 10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371