

价值投资新范式(七)

风格投资复合视角——重构与迁移

策略研究 · 策略深度

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

- **从风格指数编制出发：**1) **历史情况复盘：**2000年-2007年、201年-2012年、2015年中-2018年10月、2022年-2024年中，价值风格占优；2007年11月-2010年、2013年-2015年中、2018年11月-2021年，成长风格占优。2) **风格指数编制：**境内指数成长因子以历史财务数据为核心，价值因子以传统估值指标为核心；通常为成长因子与价值因子单独打分，风格指数存在成分股重合现象。
- **重构静态风格：**1) **样本空间：**沪深上市公司（剔除ST、*ST，剔除财务数据不足三年样本）2) **成长因子：**营收增速、净利润增长率、ROE同比。价值因子：E/P、B/P、CF/P、D/P。3) **组合构建：**成长、价值、均衡三类互斥组合；市值加权+RCSS打分选股机制，降低极端市值个股的错判。
- **静态风格视角：**1) **纯粹成长：**高弹性与高波动并存。长期复利效应显著，尤其在科技创新周期及流动性宽松阶段超额收益突出；回撤风险较高，需警惕估值泡沫压力。2) **纯粹价值：**熊市防御工具，经济复苏期滞后反应。抗跌属性突出，但在经济复苏初期表现较弱，中后期超额收益跃升。3) **均衡组合：**穿越周期的“压舱石”。风险收益比更优，年化收益率与全样本接近，但波动率显著低于单一风格，在风格剧烈切换期超额收益稳定。
- **动态风格视角：**1) **迁移概率：**风格迁移股在周期中段提供高超额收益；价值组合内个股风格迁移概率总体大于成长组合内个股风格迁移概率。组合内风格迁移相对概率呈降低趋势时，对应的市场大势是该风格占优。2) **迁移方向：**风格固定组合是稳健型配置的基准锚；转向均衡组合存在防御与进攻的双向劣势；转向成长组合长期复利显著，但需把握波动节奏；转向价值组合超额收益持续为负。3) **迁移强度：**剧变组合对牛市行情存在放大作用，熊市风险敞口大；渗透组合在市场风格过渡期收益风险比失衡，不变组合存在相对稳健的防御价值与成长瓶颈。
- **锚定行业，动静结合：**1) **成长组合内行业细分：**科技赛道——半导体（2019年超额收益+107.0%）、新能源（2020年超额收益+146.7%），依赖技术迭代与政策催化。消费升级——医药生物（2020年超额收益+61.9%）、食品饮料（2019年超额收益+70.8%），长周期韧性突出。2) **价值组合内行业细分：**金融板块——银行（2024年超额收益+28.3%）、非银（2007年超额收益+218.4%），防御属性与利率周期强相关。周期品——煤炭（2021年超额收益+15.5%）、钢铁（2020年超额收益+140.9%），政策驱动脉冲式机会。3) **行业风格迁移模式：**成长迁移主导行业（机械设备、汽车、电子、电力设备）的进攻性策略为“成长+剧变”组合；双向剧烈切换型行业（医药生物、计算机）与价值迁移主导型行业（传媒、建筑材料）的进攻性策略为“成长+渗透”组合；三类风格切换模式的行业都可采取相同的防御性策略“均衡+风格固定”组合。
- **风险提示：**本文所列举个股、行业指数仅作复盘，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

- [01] 从风格指数编制出发
- [02] 重构静态风格
- [03] 引入动态风格
- [04] 锚定行业，动静结合
- [05] 结论梳理和投资建议

图：现有的风格研判与本文的风格重构逻辑

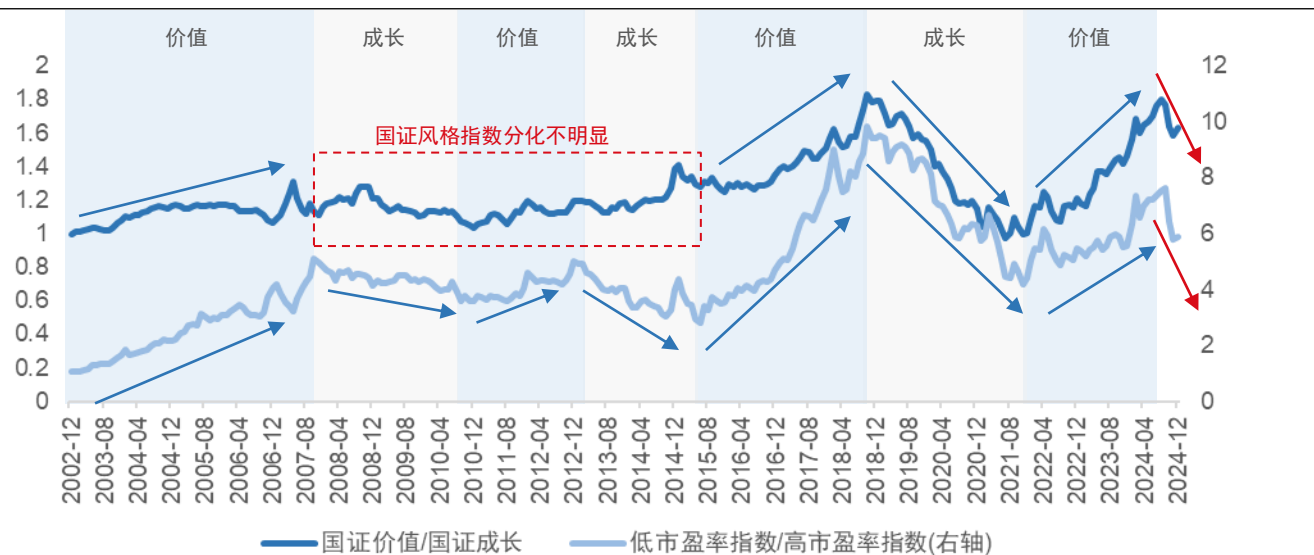


资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

历史情况复盘

- 2000-2007年：价值风格长期占优，重资产周期品主导 β 行情。经济高速增长+商品牛市驱动，金融、资源品超额收益显著，风格持续性长达8年。
- 2008年后：风格切换周期缩短至2-3年，产业趋势与政策成为核心变量。成长风格依赖技术创新与流动性宽松，价值风格依托盈利稳定性与供给侧结构性改革。
- 2007年11月-2010年：成长占优。核心驱动为四万亿后流动性极端宽松+智能手机产业周期爆发。
- 2011年-2012年：价值占优。核心驱动为经济增速换挡+估值修复。
- 2013年-2015年中：成长占优。核心驱动为移动互联网普及+并购重组宽松。
- 2015年中-2018年10月：价值占优。核心驱动为供给侧结构性改革（钢铁产能出清）+外资增配。
- 2018年11月-2021年：成长占优。核心驱动为降准降息周期开启+半导体国产化持续扩大+新能源渗透率持续上行。
- 2022年-2024年中：价值占优。核心驱动为存量经济特征强化+高股息策略盛行。
- 2024H2至今：价值风格优势仍在，成长风格回升，风格切换预期增强。

图：指数对比判定历史市场优势风格



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：2008年-2015年国证风格指数分化不明显，以市盈率指数为参考补充分析

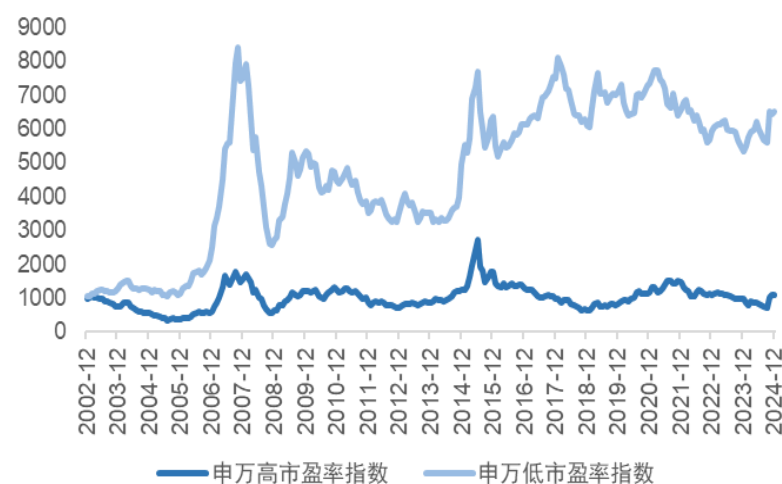
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国证成长/国证价值指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：申万高市盈率/低市盈率指数走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风格指数编制方案

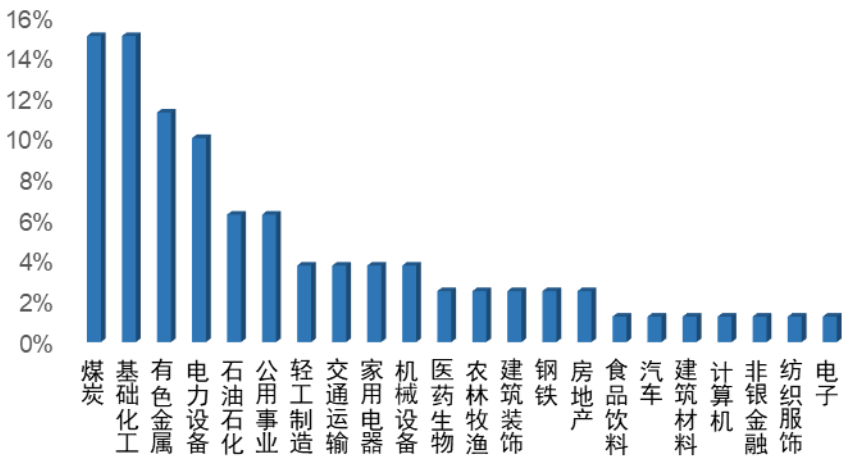
- **成长因子对比：历史财务vs.前瞻预期与市场动能**；境内指数强调历史财务稳健性，以主营业务收入增长率、净利润增长率、净资产收益率（ROE）为核心，侧重企业过往盈利能力的持续性和稳定性；境外指数纳入前瞻预期与市场动量，捕捉市场情绪驱动的短期成长溢价以及对管理层资本配置效率的前瞻性评估。
- **价值因子对比：传统估值vs.多维盈利质量**；境内指数侧重传统估值指标，以E/P、B/P、CF/P及D/P为核心，聚焦静态估值与现金流分红能力，符合A股高股息策略的长期有效性；境外指数拓展至盈利预期与收入质量，强化对盈利可持续性 & 收入增长质量的评估。

图：经典风格指数编制方案节选

指数	样本空间	成长因子	价值因子
国证风格指数系列	国证1000	主营业务收入增长率 净利润增长率 净资产收益率	每股收益与价格比率（E/P） 每股经营现金流与价格比率（CF/P） 每股净资产与价格比率（B/P） 股息收益率（D/P）
中证800风格指数系列	中证800	主营业务收入增长率 净利润增长率 净资产收益率同比	每股收益与价格比率（E/P） 每股经营现金流与价格比率（CF/P） 每股净资产与价格比率（B/P） 股息收益率（D/P）
S&P 500 Style Index	S&P 500	每股收益增长率 每股主营业务收入增长率 股价动量	每股收益与价格比率（E/P） 每股净资产与价格比率（B/P） 每股销售收入与价格比率（S/P）
CRSP Style Index	Large Cap Small Cap	未来长期每股收益增长率 未来短期每股收益增长率 每股收益增长率 每股销售收入增长率 流动投资与资产比率 资产收益率	每股净资产与价格比率（B/P） 预期每股收益与价格比率（FE/P） 每股收益与价格比率（E/P） 股息收益率（D/P） 每股销售收入与价格比率（S/P）

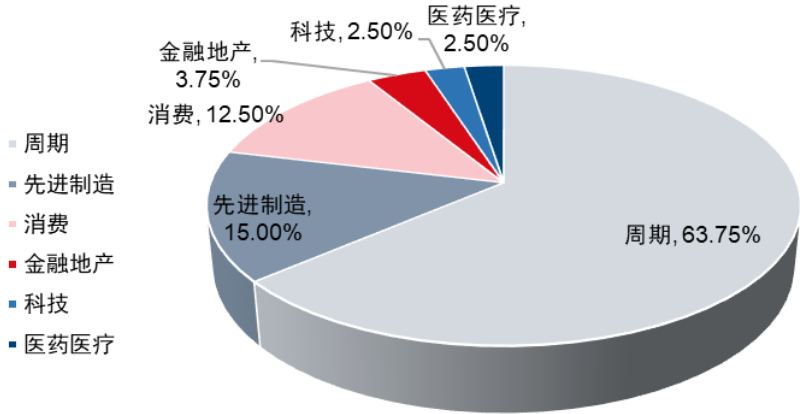
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：国证1000成长与国证1000价值指数成分交集各行业分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：国证1000成长与国证1000价值指数成分交集各板块分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 从风格指数编制出发
- [02] 重构静态风格
- [03] 引入动态风格
- [04] 锚定行业，动静结合
- [05] 结论梳理和投资建议

构造全A样本的纯粹风格组合



- 1) 剔除ST、*ST等风险警示类股票，剔除财务数据不足三年的样本，以确保研究标的具备基本财务健康性，规避极端风险扰动。2) 成长因子旨在反映公司核心业务扩张能力，规避短期波动干扰，衡量盈利能力的持续性与稳定性，捕捉股东回报效率的边际变化，体现成长质量的提升。3) 价值因子旨在反映股价被低估的可能，现金流折现视角下的安全边际判断，识别破净或资产重估潜力，衡量股东即期回报，契合低估值高分红特征。
- 与国证风格指数相比，新构造的风格组合：1) 基于筛选后的全A样本，每只股票都具备风格标签；2) 三种风格组合没有重合成分；3) 成长风格组合与价值风格组合具备单一纯粹风格特征；4) 将成长因子净资产收益率同比化、应用RCSS打分机制，减少因市值造成的错判。
- 后文所提及的成长、价值、均衡风格，均为重新构造后的纯粹风格，反映组合及个股的风格特征，与国证风格指数相区分。

图：个股风格研判——样本空间、因子选取、数据标准化

样本空间	沪深上市公司（非ST，*ST）
成长因子	主营业务收入增长率：过去3年主营业务收入增长率的均值
	净利润增长率：过去3年净利润增长率的均值
	ROE同比：当期季报的ROE与去年ROE进行比较
价值因子	每股收益与价格比率（E/P）
	每股经营现金流与价格比率（CF/P）
	每股净资产与价格比率（B/P）
	股息收益率（D/P）
数据标准化	将所有股票的7个变量进行排序 将处于下端10%的数值统一设定为下端第10%的数值 将处于上端10%的数值统一设定为上端第10%的数值 对变量进行Z-score标准化

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：个股风格研判——打分方法、选股方法

打分方法	1. 分别计算每只股票复合风格分数（CSS） 对于成长因子：CSS = G G = 3个成长因子变量Z值的均值 对于价值因子：CSS = V V = 4个价值因子变量Z值的均值
	2. 分别计算每只股票的排名复合风格分数（RCSS） RCSS = M1/M2 M2为样本空间内所有公司的总市值 对于成长因子（CSS = G，RCSS = RG）： M1 = 所有CSS高于该公司的所有公司的总市值+该公司市值/2 对于价值因子（CSS = V，RCSS = RV）： M1 = 所有CSS低于该公司的所有公司的总市值+该公司市值/2
	3. 分别计算每只股票的平均排名分（AR） AR = （RG + RV） / 2
个股风格研判	平均排名分小于0.3333的股票标记为成长型股票 平均排名分大于0.6667的股票标记为价值型股票 其余股票标记为均衡性股票

资料来源：国信证券经济研究所整理

市值加权与RCSS机制优化：流动性共识的嵌入

➤ **传统排名缺陷：**若仅按因子得分排序（如直接取Z值排名），小市值股票可能因波动性高或短期业绩异常（如妖股净利润暴增）导致排名虚高，产生“伪成长”或“伪价值”信号。例如，一家市值50亿元的公司若单季度净利润增速达300%（或因基数效应、非经常性损益），其因子得分可能短暂跃升至市场前列，但缺乏持续性和资金共识支撑。

➤ **RCSS（Rank Composite Style Score）机制优化：**

➤ **1）成长型RG计算逻辑修正：**M1为所有成长得分（G）高于目标公司（j）的股票总市值加上该公司自身市值的一半，M2为全样本总市值。

$$RG = \frac{M1}{M2} \quad M1 = \sum_{G_i > G_j} M_i + \frac{M_j}{2}$$

核心逻辑：高成长得分+高市值=低RG(强成长)。若一家公司成长得分高且自身市值较大（如龙头股），其M1的分子端增量主要来自其他更高市值公司，而分母M2包含自身市值，导致RG值被稀释，即趋近于0。

隐含市场假设：大市值公司的高成长性通常经过长期验证（如宁德时代、茅台），资金共识更强；小市值公司的高成长得分可能因短期扰动被高估，但其市值占比低，对RG影响有限。

➤ **2）价值型RV计算逻辑修正：**M1为所有价值得分（V）低于目标公司（j）的股票总市值加上该公司自身市值的一半，M2为全样本总市值。

$$RV = \frac{M1}{M2} \quad M1 = \sum_{V_i < V_j} M_i + \frac{M_j}{2}$$

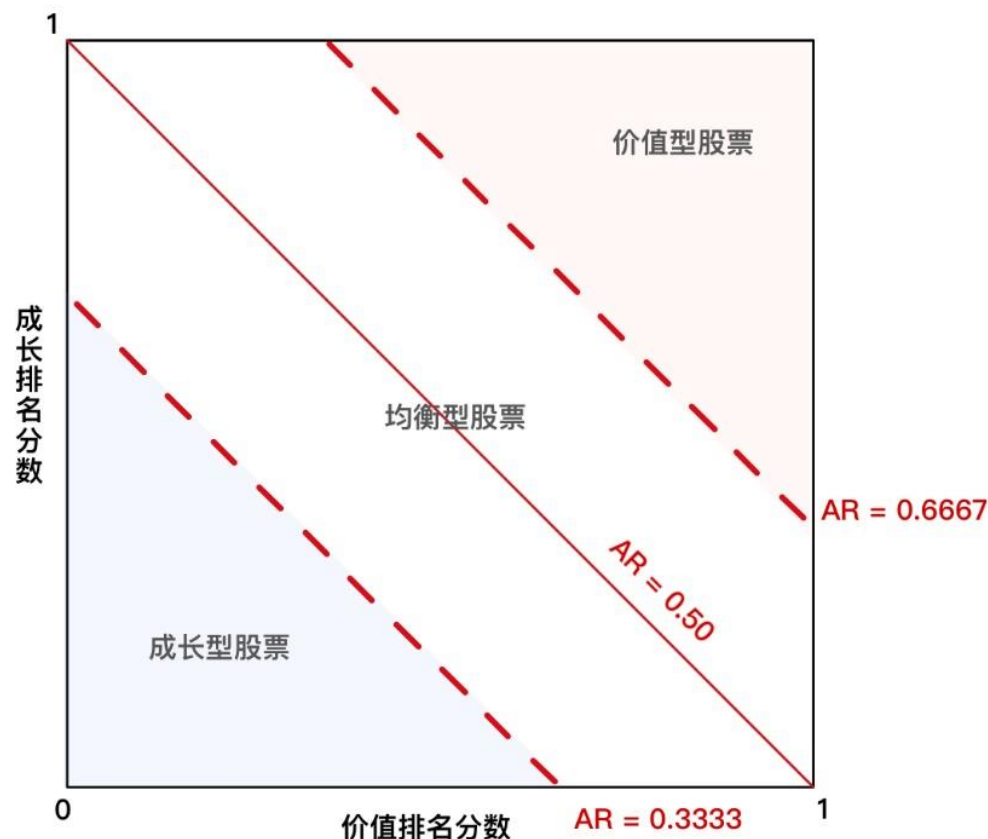
➤ **核心逻辑：**低估值+低市值=高RV(强价值)。价值型股票通常市值偏低（如传统行业破净股），但计算RV时需累加所有价值得分更低的公司市值。若目标公司价值得分较高（即估值更低），其自身市值较小，而价值得分更低的公司往往市值更低甚至接近，导致M1的分子端增量有限，而分母M2包含全市场市值，RV值被推高，趋近于1。

➤ **流动性折价补偿：**低估值股票常因流动性差被市场忽视，但RV机制通过“低分市值累加”放大其相对优势，即使小市值价值股也能在排名中凸显。

市值加权与RCSS机制优化：流动性共识的嵌入

- RCSS机制通过对单独的成长排名和价值排名嵌入市值调整，使成长排名分数从低到高映射成长风格由强到弱，使价值排名分数从低到高映射价值风格由弱到强，由此计算出平均排名分数，实现以一个综合性的指标刻画成长及风格的相对强弱，完成对个股最突出风格的精准定位。

图：个股风格划分依据平均排名分 (AR)



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：从RG、RV到AR

RG(RCSS of Growth): 成长排名分数



RV(RCSS of Value): 价值排名分数



$$AR = \frac{RG + RV}{2}$$

AR(Average of RCSS): 平均排名分数

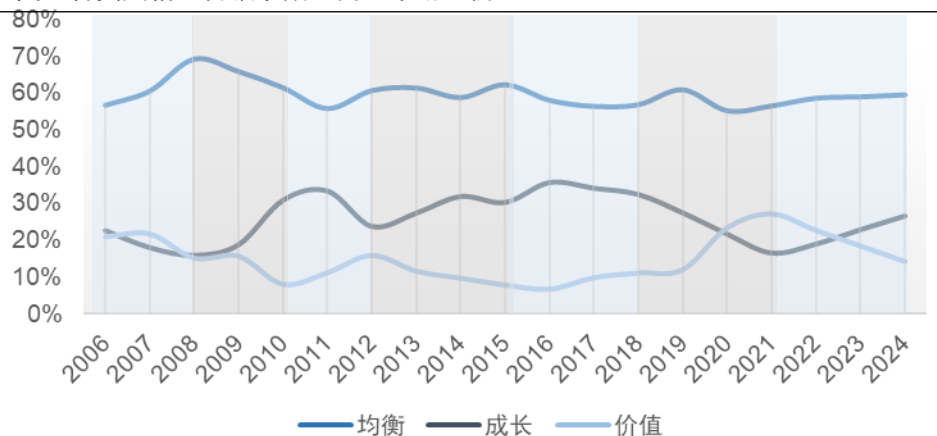


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

构造出的全A样本历年风格组合分布

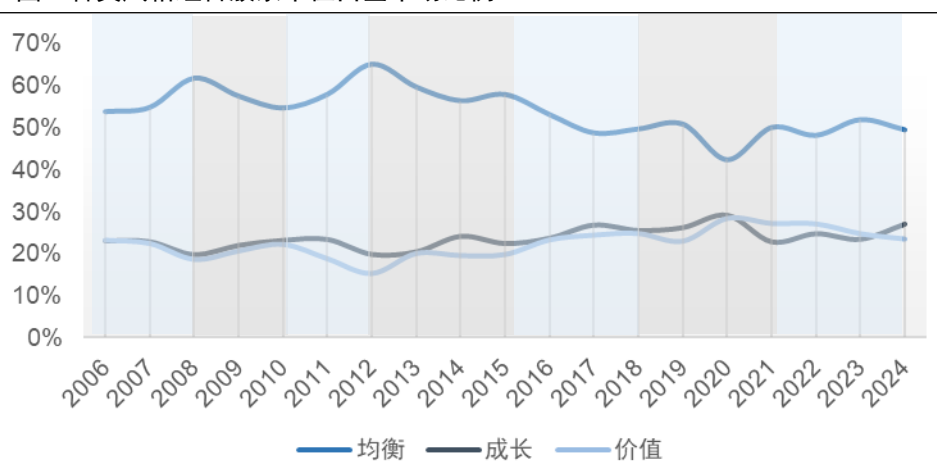
- **2006-2007年底（价值）**：均衡组合股票数量占比与市值占比持续上升；成长组合和价值组合股票数量占比与市值占比一致下降。
- **2008-2010年（成长）**：均衡组合股票数量占比与市值占比持续下降；价值组合股票数量占比反向驱动，反映价值型股票向大市值集中。
- **2011-2012年（价值）**：均衡组合及成长组合的股票数量占比走势趋于互补，价值组合股票数量占比与市值占比趋势方向相较上期发生扭转，反映价值型股票从大市值背离。
- **2013-2015年（成长）**：均衡组合市值占比下降，成长组合股票数量占比增加，市值占比与价值组合趋同，反映成长组合覆盖更多小市值股票。
- **2016-2018年（价值）**：均衡组合市值占比下降，成长组合与价值组合的股票数量分化严重，成长组合覆盖更多大市值股票。
- **2018-2021年（成长）**：均衡风格股票数量占比与市值占比区间内均值与上期持平；价值组合覆盖更多小市值股票，成长组合覆盖更多大市值股票。
- **2022-2024年（价值）**：均衡风格股票数量占比与市值占比区间内均值与上期持平；价值组合覆盖更多大市值股票，成长组合覆盖更多小市值股票。

图：各类风格组合股票数量占全市场比例



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各类风格组合股票市值占全市场比例

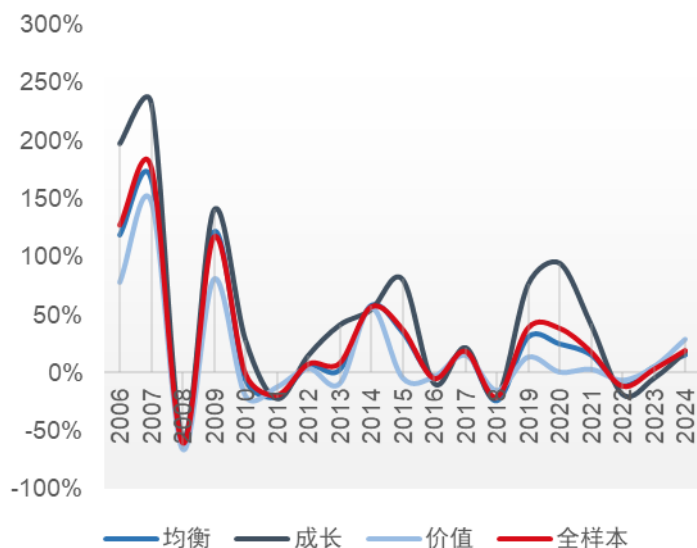


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

静态风格视角：纯粹成长领跑长期收益，纯粹价值防御性凸显

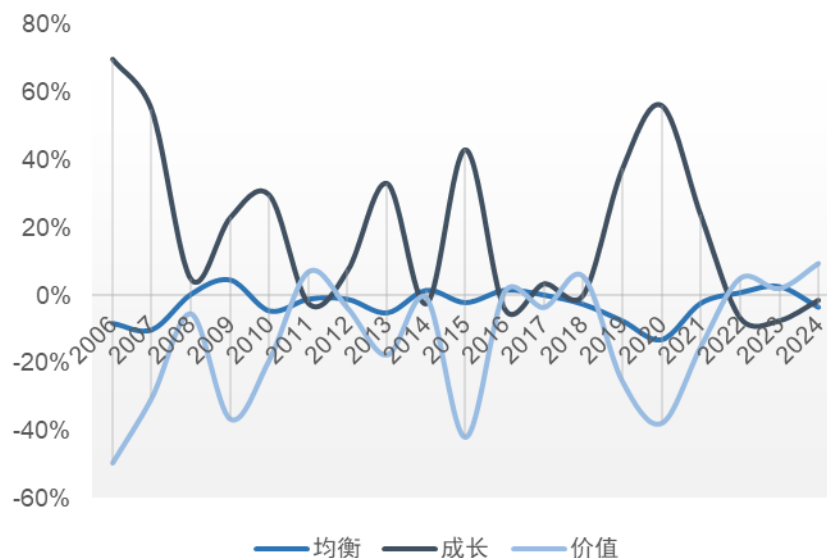
- **纯粹成长——高弹性与高波动并存：**1) **长期复利效应显著：**成长组合累积收益率远超全样本与价值组合，尤其在科技创新周期（如2013-2015年、2019-2020年）及流动性宽松阶段（如2006-2007年）超额收益突出，年化超额收益率多次突破50%（如2020年+56.16%）。2) **回撤风险较高：**在系统性风险释放期（如2008年、2018年、2022年），成长组合最大回撤接近或超过全样本，需警惕估值泡沫压力。
- **纯粹价值——熊市防御工具，经济复苏期滞后反应：**1) **抗跌属性突出：**价值组合在多数熊市阶段跑赢市场，如2008年（超额-5.53% vs 成长+4.76%）、2018年（超额+5.62%）、2022年（超额+4.98%），低估值与稳定现金流提供安全边际。2) **周期启动期存在滞后：**在经济复苏初期（如2009年、2020年）表现较弱，但在复苏中后期（如2024年）超额收益跃升（+9.41%），反映盈利改善预期驱动估值修复。
- **均衡组合——穿越周期的“压舱石”：**风险收益比更优，均衡组合年化收益率与全样本接近（2024年累积收益率14.04倍vs.全样本21.40倍），但波动率显著低于单一风格，在风格剧烈切换期（如2010年、2016年、2023年）超额收益稳定（2016年+1.34%、2023年+2.41%）。

图：价值/成长/均衡组合年收益率与全样本年收益率



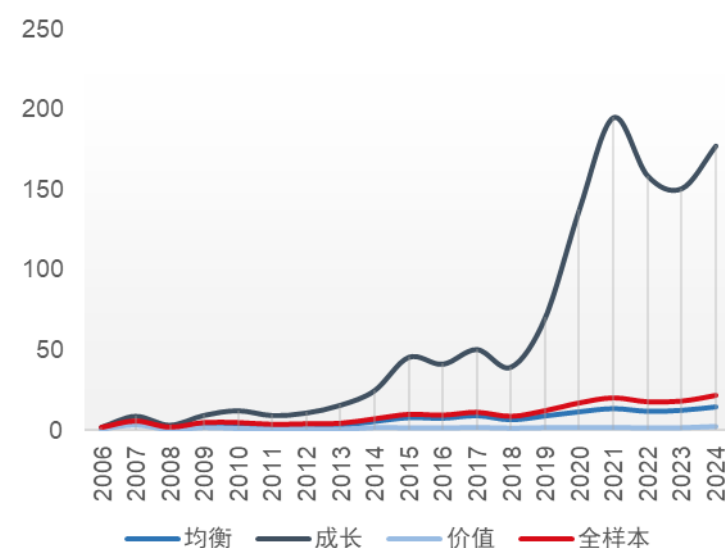
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：价值/成长/均衡组合年超额收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：价值/成长/均衡组合与全样本累积收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 从风格指数编制出发
- [02] 重构静态风格
- [03] 引入动态风格
- [04] 锚定行业，动静结合
- [05] 结论梳理和投资建议

迁移特征提取:方向及强度

- 迁移方向:
 - 风格固定: 上期与当期风格一致
 - 转向均衡: 当期风格为均衡且上期风格为成长或价值
 - 转向成长: 当期风格为成长且上期风格为均衡或价值
 - 转向价值: 当期风格为价值且上期风格为成长或均衡
- 迁移强度:
 - 剧变: 个股风格两年内由成长迁移至价值或由价值迁移至成长
 - 渗透: 个股风格两年内
 - 1) 由均衡迁移至价值或成长
 - 2) 由价值或成长迁移至均衡
 - 不变: 个股两年内风格保持固定

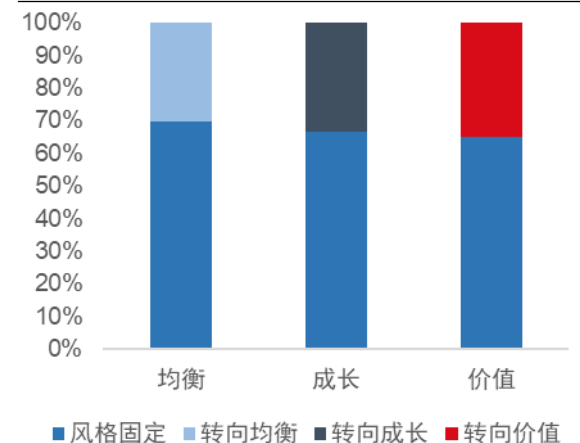
图: 迁移方向及迁移强度构建

	当期				
	上期	当期	均衡	成长	价值
迁移方向	均衡	风格固定	转向成长	转向价值	
	成长	转向均衡	风格固定	转向价值	
	价值	转向均衡	转向成长	风格固定	
迁移强度	均衡	不变	渗透	渗透	
	成长	渗透	不变	剧变	
	价值	渗透	剧变	不变	

资料来源: 国信证券经济研究所整理

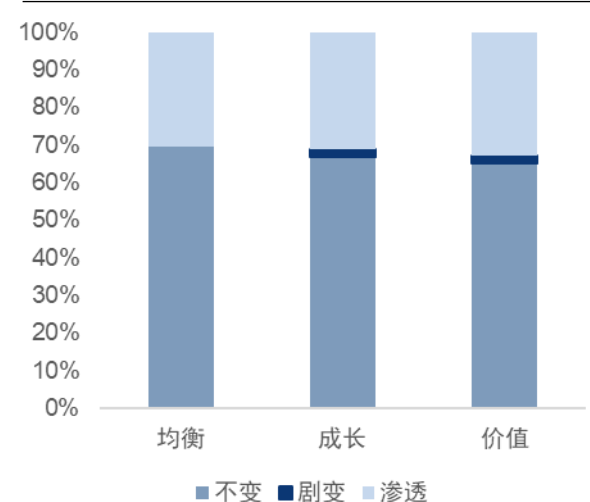
迁移方向及迁移强度是对迁移行为的多视角解读, 与静态风格不同, 在某些组合存在重合现象。例如, 上期和当期风格未发生迁移时, 迁移方向视角为风格固定类型, 迁移强度视角为不变类型; 二者行为本质相同, 出于同视角下的可比性考虑, 不进行单独提取。

图: 迁移方向各类在风格中的市值占比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

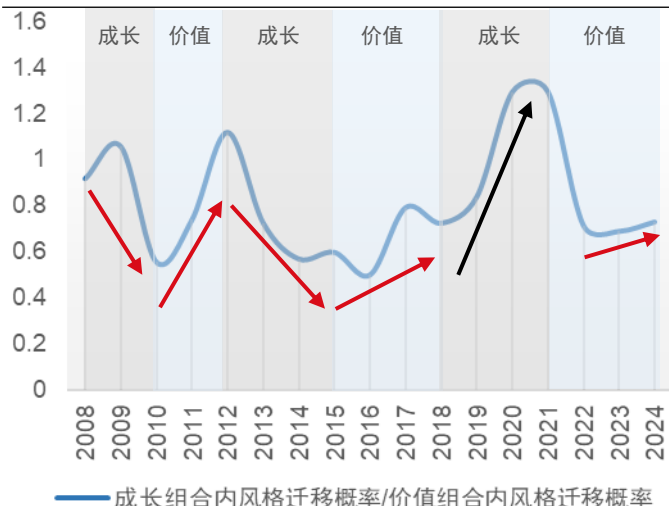
图: 迁移强度各类在风格中的市值占比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

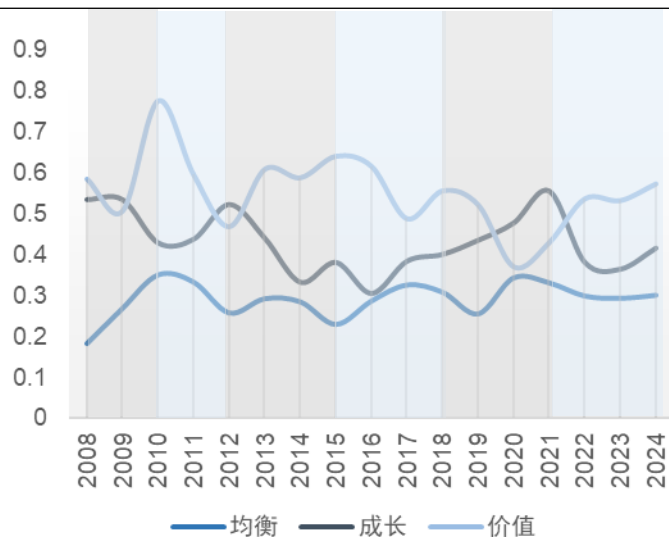
动态风格视角：个股迁移概率

图：成长组合与价值组合风格迁移相对概率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各组合内个股风格迁移概率



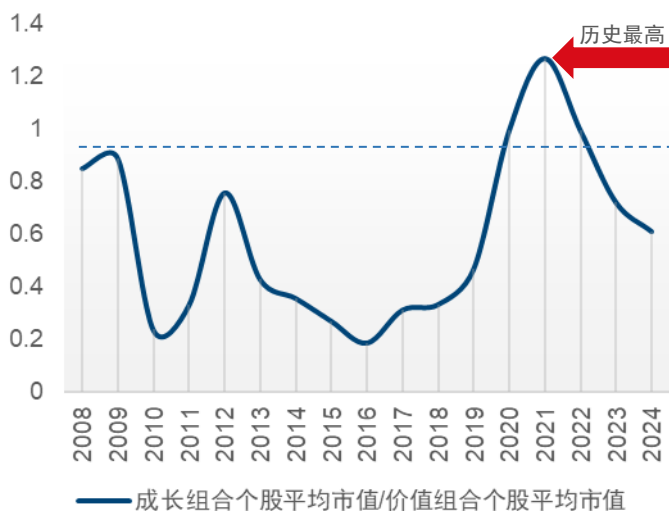
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

➤ **一般结论：**1) 价值股和成长股投资组合每年构成变化较大，价值组合内个股风格迁移概率总体大于成长组合内个股风格迁移概率。2) 组合内风格迁移相对概率呈降低趋势时，即分子端风格组合个股成分趋向稳定时，对应的市场大势是该风格占优。

➤ **特例：**2018-2021年，市场成长占优，但成长组合内的成分趋于动荡

图：成长组合与价值组合个股市值相对均值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

➤ **2021年成长组合与价值组合个股市值相对均值达到顶峰，大幅突破2009年的历史高位，表明了成长组合向大盘股的极致分化。**

图：巨潮大盘成长指数，巨潮小盘成长指数

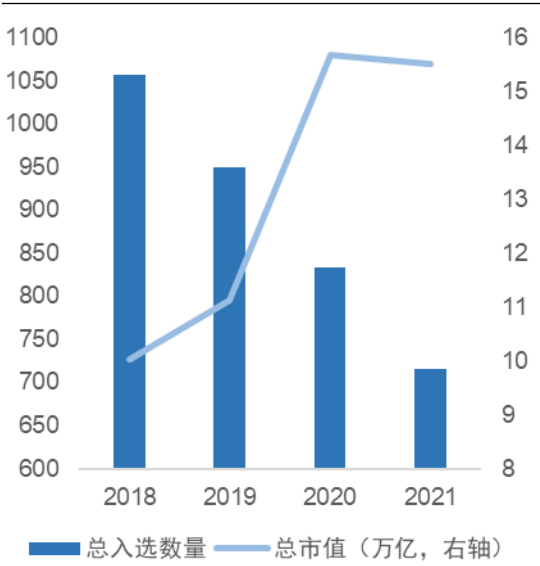


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

动态风格视角：个股迁移概率特例——成长股内部的结构性出清

- 在流动性宽松驱动的成长风格周期中，成长组合经历了“去伪存真”的过程，大量非典型成长股（营收增速虚高、ROE不可持续）迁移至均衡或价值阵营，同时资金向头部成长龙头集中。这种“成长风格极化”导致统计意义上的成长组合内个股迁移概率上升，实则反映了市场定价体系从粗放成长向精益成长的进化。
- 政策驱动下的资金虹吸效应：2018年央行开启降准降息周期，2020年疫情后全球流动性泛滥，但资金高度集中于头部科技股（如半导体、新能源龙头），形成“少数成长股暴涨+多数伪成长股掉队”的分化格局。
- 经济换挡期的业绩波动：2018年贸易战与2020年疫情导致大量中小成长股营收增速（主营业务收入增长率）剧烈波动，头部企业与其他企业的净利润增长率方差扩大。
- 并购重组退潮后的财务修正：2015-2017年并购潮产生的商誉在2018-2020年集中减值，导致被并购企业净利润增长率骤降，触发个股风格迁移。

图：成长组合2018-2021年成分数量及总市值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：成长组合2018-2021年市值Top3二级行业

市值占比Top3申万二级行业		
2018	白酒 II	13.37%
	化学制药	5.18%
	计算机设备	4.48%
2019	白酒 II	17.54%
	保险 II	5.63%
	化学制药	4.88%
2020	白酒 II	19.01%
	半导体	5.27%
	化学制药	5.11%
2021	电池	12.85%
	半导体	8.66%
	光伏设备	8.17%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：微观因子层面，成长与价值指标的结构性倒挂

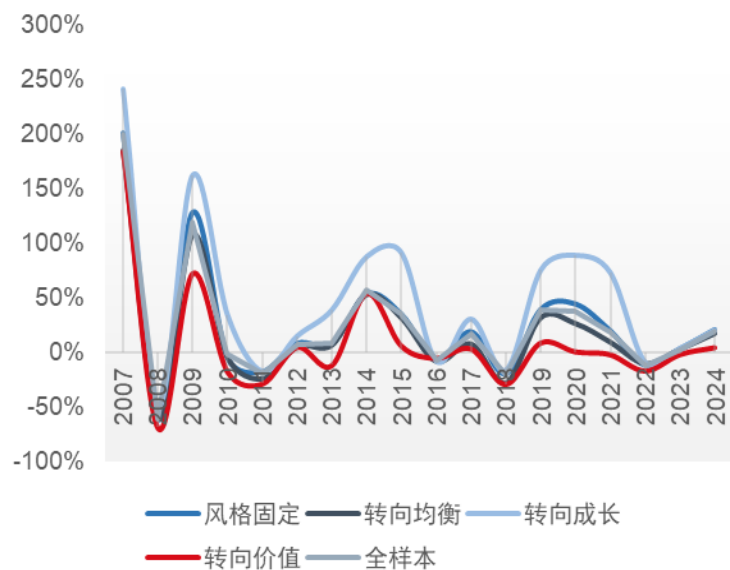
因子类型	关键指标	2018-2021年动态变化
成长因子	营收增长率	头部企业维持高增长（宁德时代2019-2021年营收CAGR 55%），但全市场成长股中位数增速从25%降至12%
	ROE同比	受研发费用资本化影响，伪成长股ROE虚高后暴雷（如信维通信ROE从22%跌至5%）
价值因子	E/P	2020年全A非金融E/P中位数升至6.2%（2018年为4.5%），大量低估值成长股被重新归类
	D/P	传统周期股提高分红（中国神华2020年D/P达10%），吸引资金从低分红成长股流出

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

动态风格视角：个股迁移方向

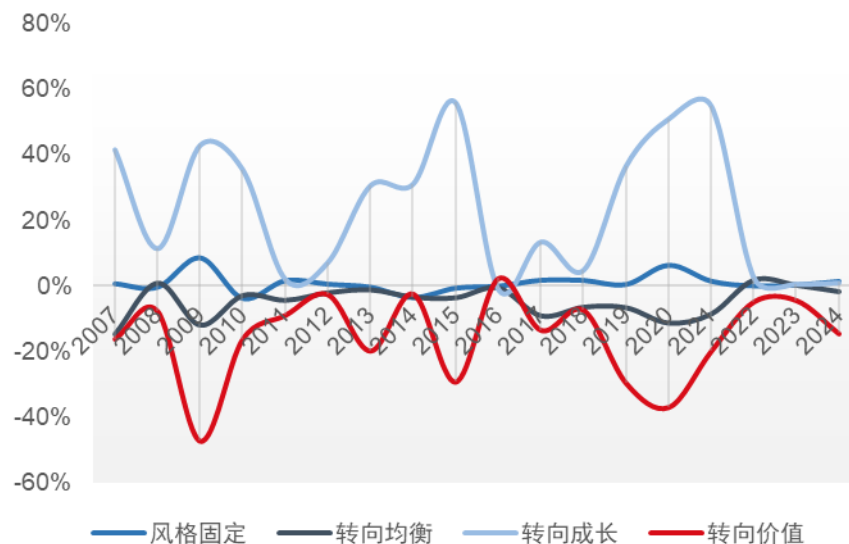
- 风格固定组合——稳健型配置的基准锚：1) 与全样本收益高度趋同，但在震荡市中体现微弱优势。2) 熊市防御属性：2008年、2022年跌幅略小于全样本，体现风格纯度对下行风险的部分缓释作用。
- 转向均衡组合——中庸之道的困境：1) 试图通过动态平衡降低波动，但实际表现呈现“双向劣势”。牛市跑输：2007年、2009年、2015年等牛市阶段，其收益率分别落后全样本15%、21%、4%。熊市未显韧性：2018年跌幅达28%，超额收益-7%。2) 均衡调仓可能错失单一风格爆发窗口，策略有效性依赖精准择时，实操难度较高。
- 转向成长组合——长期复利之王，但需把握波动节奏：1) 在牛市及结构性行情中展现出极强的进攻性，长期累积收益显著跑赢其他迁移方向组合。2) 在熊市初期虽相对抗跌，但绝对回撤仍较大。
- 转向价值组合——持续负超额的迷思：1) 理论与现实的割裂：传统价值投资强调低估值+高质量的双重筛选，本文讨论的纯粹价值风格与成长属性极端背离。剔除所有具备成长标签的企业（如部分消费龙头虽估值低但具备稳定增长）2) 由其他风格向价值的迁移扩大了财务风险暴露，估值陷阱显性化。

图：迁移方向组合年收益率与全样本年收益率



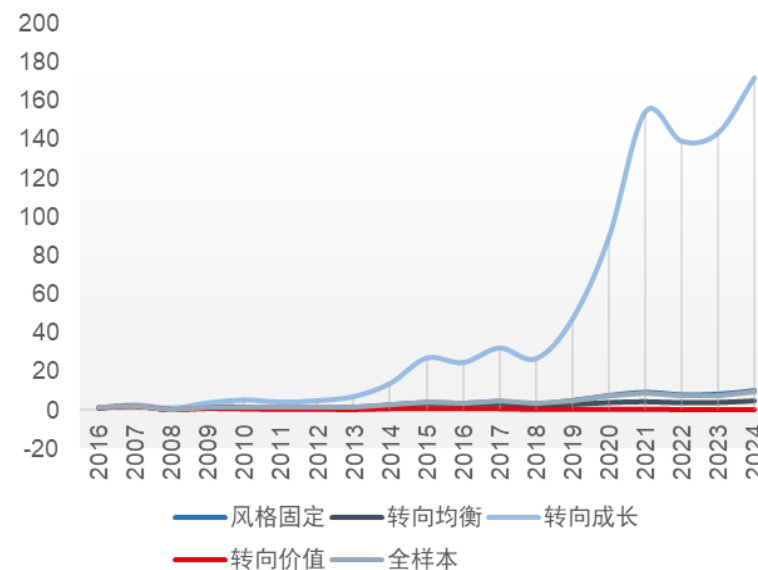
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：迁移方向组合年超额收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：迁移方向组合与全样本累积收益率

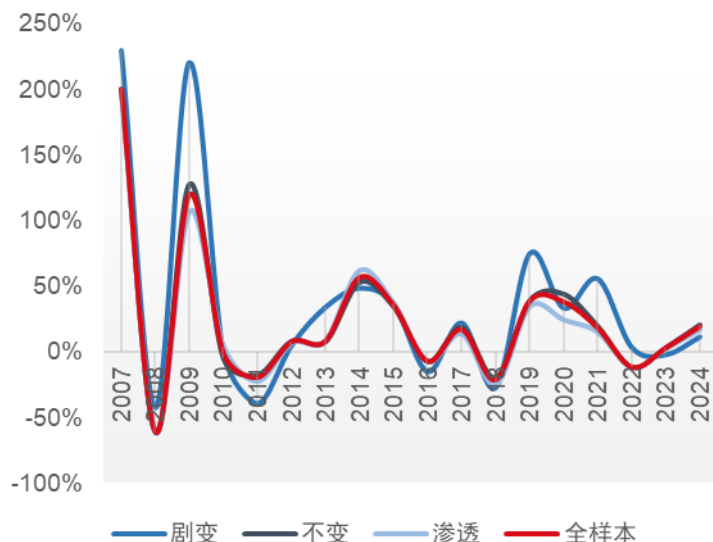


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

动态风格视角：个股迁移强度

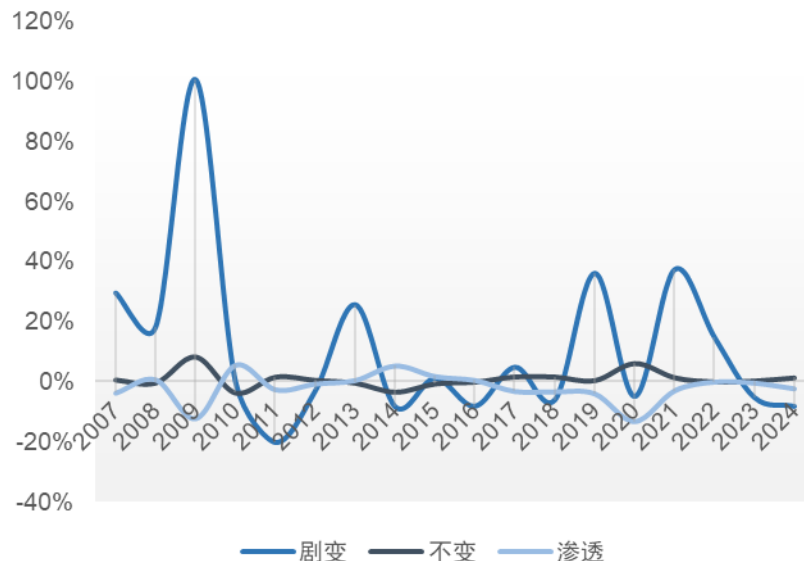
- **剧变组合——高弹性与高波动的双刃剑：**1) **趋势放大器属性：**在牛市及产业周期爆发阶段超额收益显著，2007年（超额29%）、2009年（超额100%）、2021年（超额37%）等年份体现对市场主线的精准捕捉；2) **熊市尾部风险暴露：**2011年（-40%）、2018年（-28%）等宏观风险集中释放期，其跌幅远超全样本；3) **长期复利效应凸显：**多次回撤复合年化收益率仍超全样本，验证“高波动≠低收益”的另类逻辑。
- **不变组合——稳健基准的防御价值与成长瓶颈：**1) **防御属性存疑：**2008年（-62%）、2022年（-12%）等熊市阶段跌幅大于全样本，显示风格固化难抵系统性风险。2) **结构性机会捕捉能力缺失：**在成长主导周期超额收益持续为负，印证其低弹性缺陷；3) **配置价值再定位：**2024年累积收益9.78略超全样本，显示其更适合作为流动性管理工具而非收益增强品种。
- **渗透组合——过渡期策略的失效：**1) **风格切换损耗：**在趋势形成初期及末期均易错判方向。2) **收益风险比失衡：**最大回撤达-61%但历史最高年度超额仅6%，风险补偿不足。3) **策略逻辑脆弱性：**2021年后超额收益持续为负，反映注册制下市场定价效率提升对渐进式风格迁移策略的压制。

图：迁移强度组合年收益率与全样本年收益率



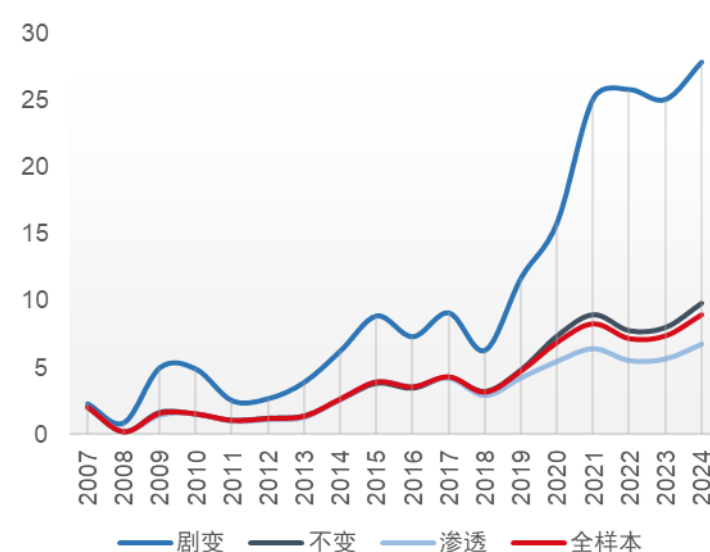
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：迁移强度组合年超额收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：迁移强度组合与全样本累积收益率



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 从风格指数编制出发
- [02] 重构静态风格
- [03] 引入动态风格
- [04] 锚定行业，动静结合
- [05] 结论梳理和投资建议

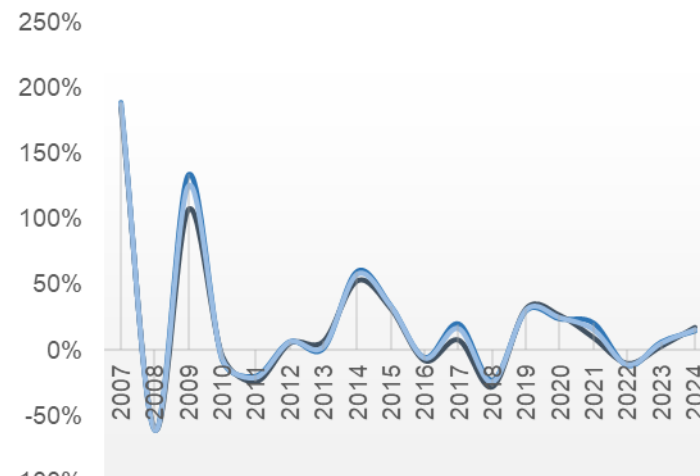
复合风格的超额扩大：均衡风格组合中的迁移方向和强度分类

图：均衡风格中迁移方向分类和迁移强度分类的年度收益年度超额收益、累积收益

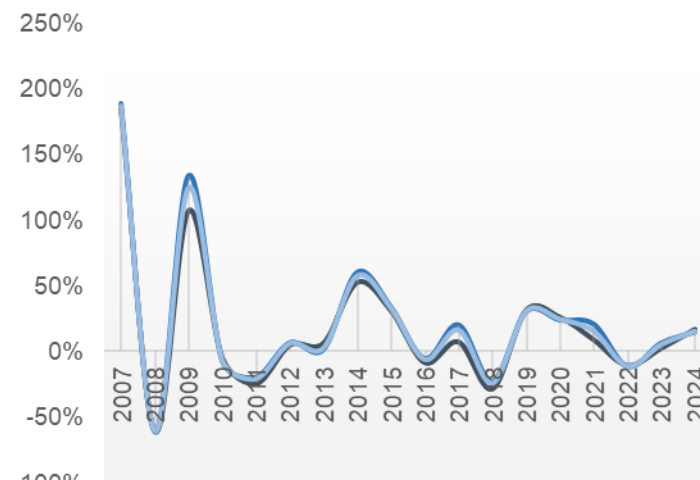
均衡风格中：

风格固定组合占优

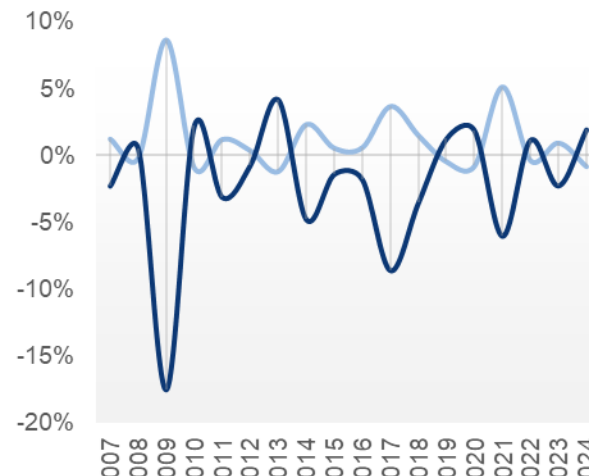
- 风格固定，即迁移动能为0的股票组合，在长期视角下能够提供更高的超额收益。
- 上期为成长或价值而当期均为均衡的组合则大幅跑输稳定在均衡风格内的组合，体现出均衡组合的优势源于风格的高度稳定。



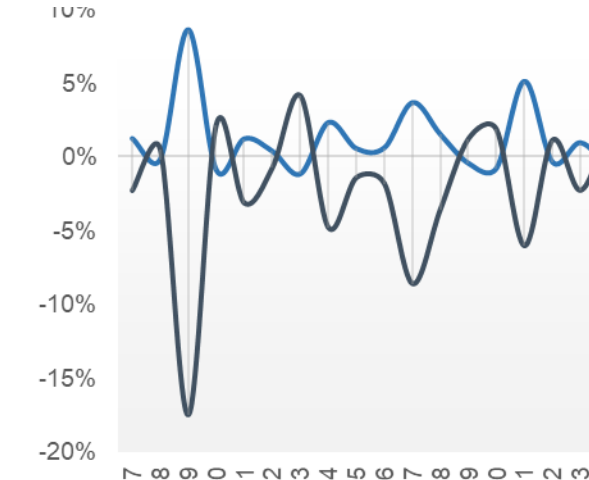
—— 风格固定 —— 转向均衡 —— 均衡组合



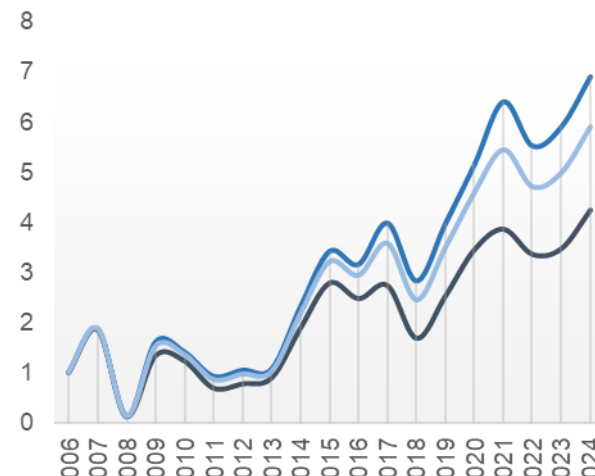
—— 不变 —— 渗透 —— 均衡组合



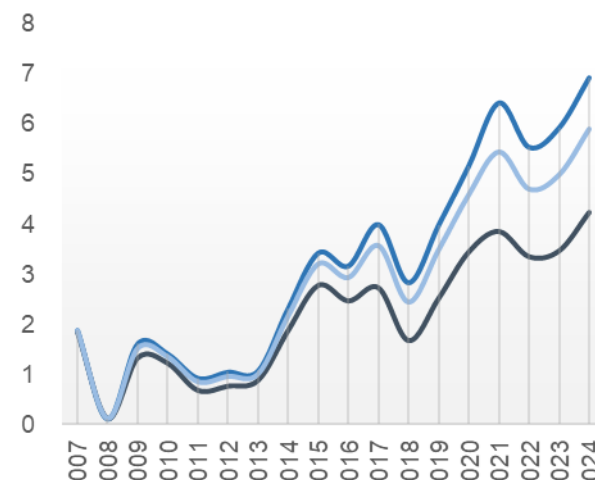
—— 风格固定 —— 转向均衡



—— 不变 —— 渗透



—— 风格固定 —— 转向均衡 —— 均衡组合



—— 不变 —— 渗透 —— 均衡组合

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

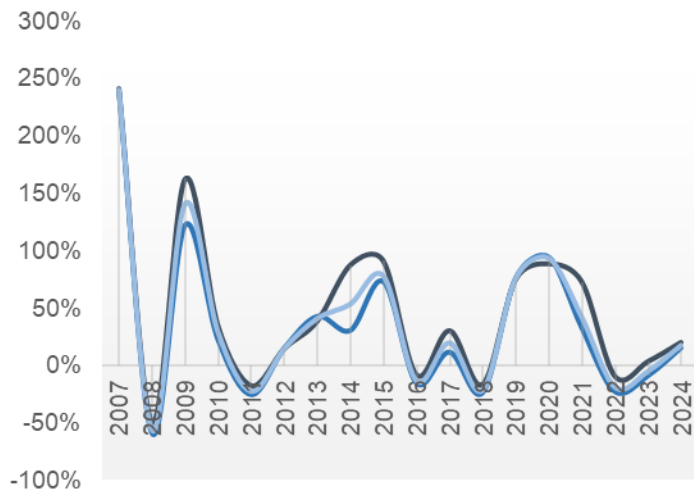
复合风格的超额扩大：成长风格组合中的迁移方向和强度分类

图：成长风格中迁移方向分类和迁移强度分类的年度收益年度超额收益、累积收益

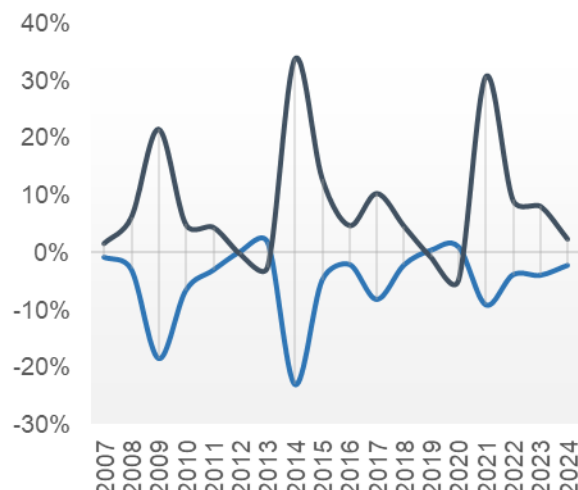
成长风格中：

转向成长+剧变组合占优

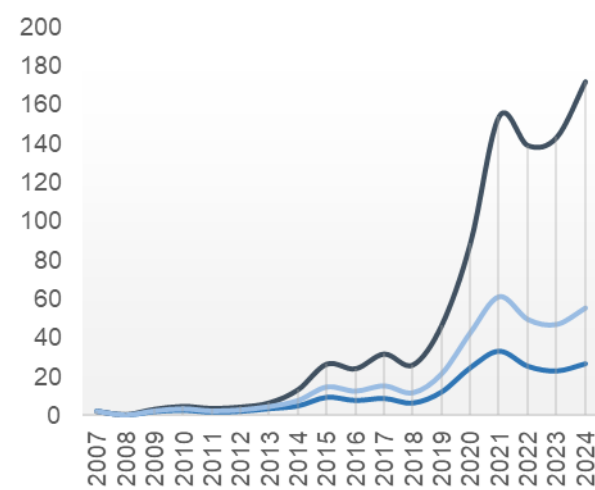
- 从迁移方向看，“转向成长”为超额收益的主要来源。
- 以迁移强度对“转向成长”再次进行细分，“剧变”胜过“渗透”，并且贡献了相较于“转向成长”更低的回撤。



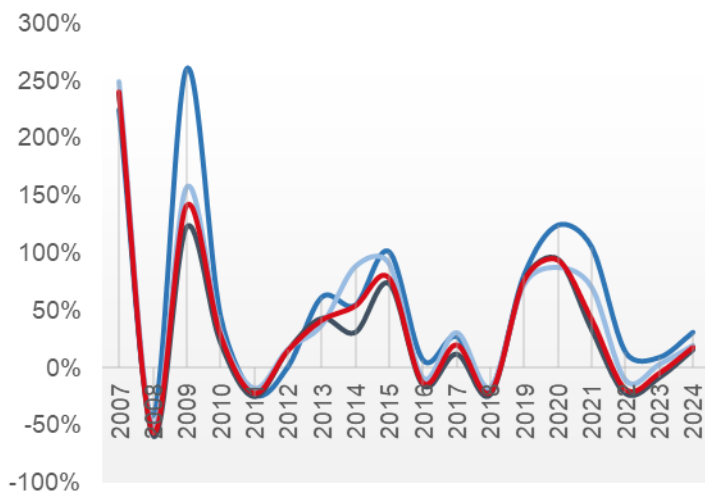
— 风格固定 — 转向成长 — 成长组合



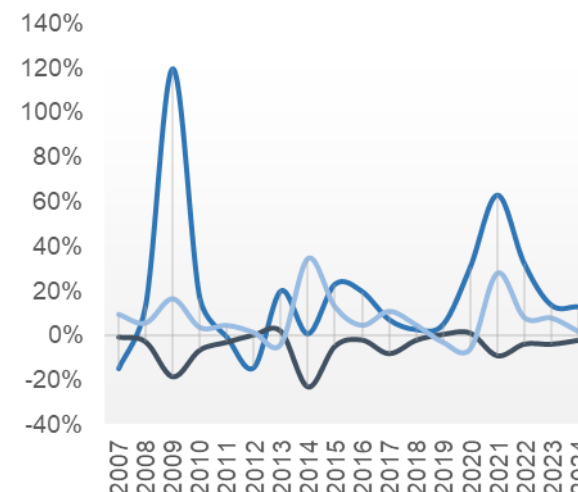
— 风格固定 — 转向成长



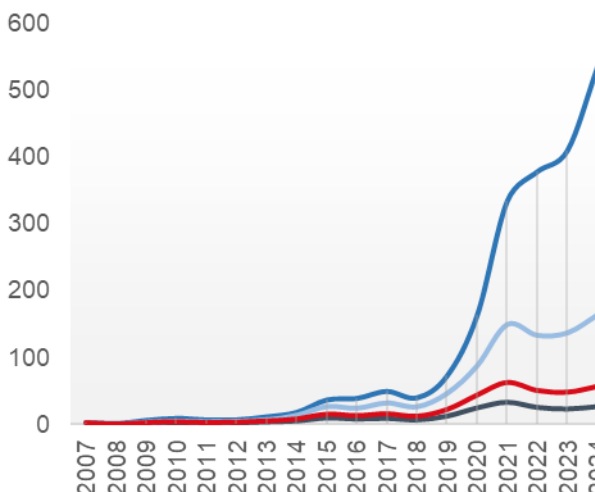
— 风格固定 — 转向成长 — 成长组合



— 剧变 — 不变 — 渗透 — 成长组合



— 剧变 — 不变 — 渗透



— 剧变 — 不变 — 渗透 — 成长组合

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

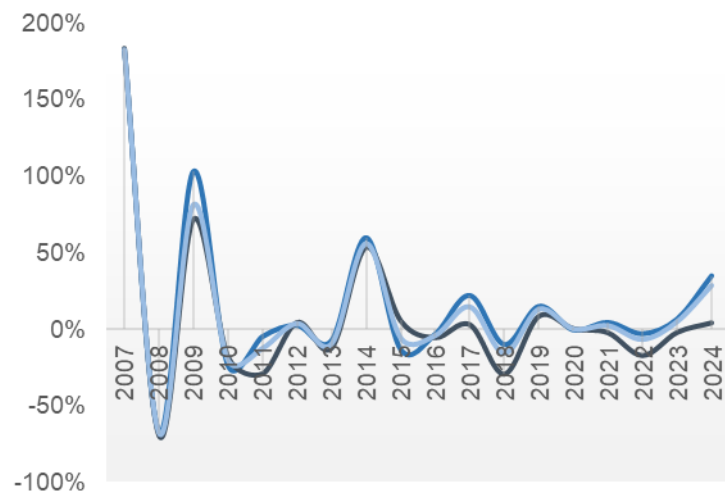
复合风格的超额扩大：价值风格组合中的迁移方向和强度分类

图：成长风格中迁移方向分类和迁移强度分类的年度收益年度超额收益、累积收益

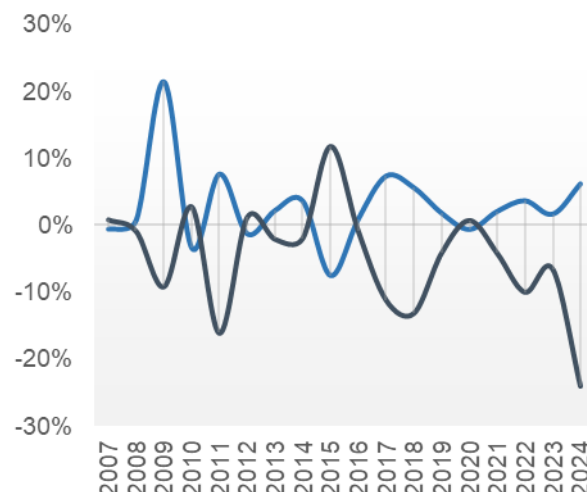
价值风格中：

风格固定组合占优

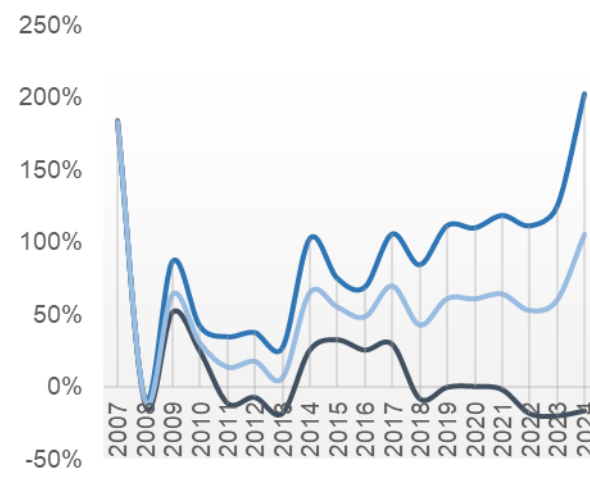
- 从迁移方向看，“风格固定”组合为长期超额收益的主要来源。
- 以迁移强度对“转向价值”再次进行细分，“剧变”的累积收益率在2009年后呈现持续下跌趋势，而“渗透”只在2010年、2015年、2020年捕捉到了价值组合中最大的超额收益，反映了在成长周期中的微弱优势。



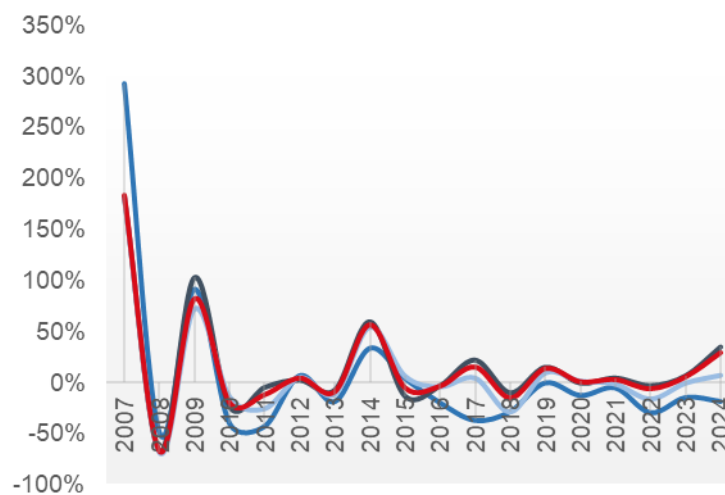
—— 风格固定 —— 转向价值 —— 价值组合



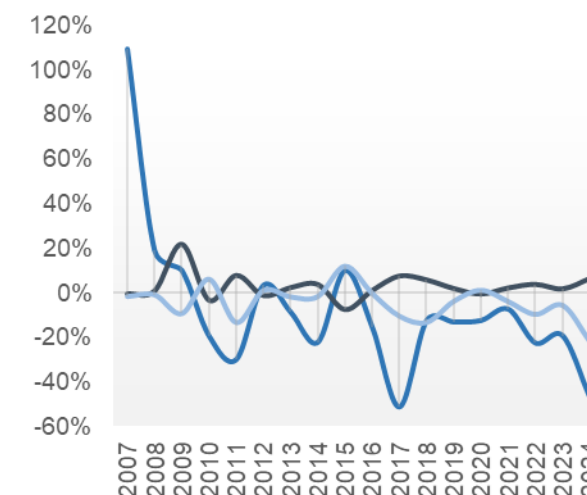
—— 风格固定 —— 转向价值



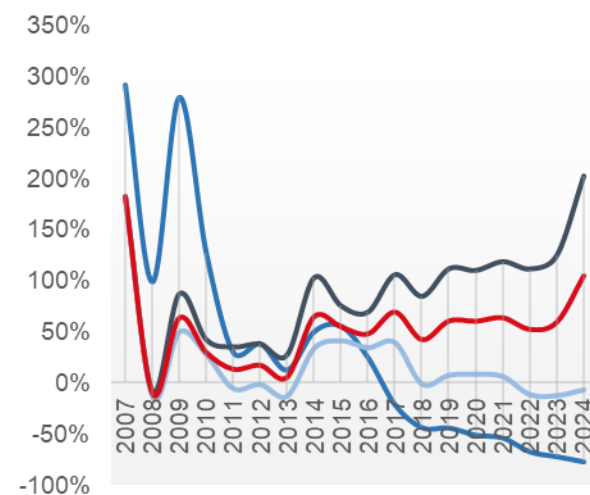
—— 风格固定 —— 转向价值 —— 价值组合



—— 剧变 —— 不变 —— 渗透 —— 价值组合



—— 剧变 —— 不变 —— 渗透



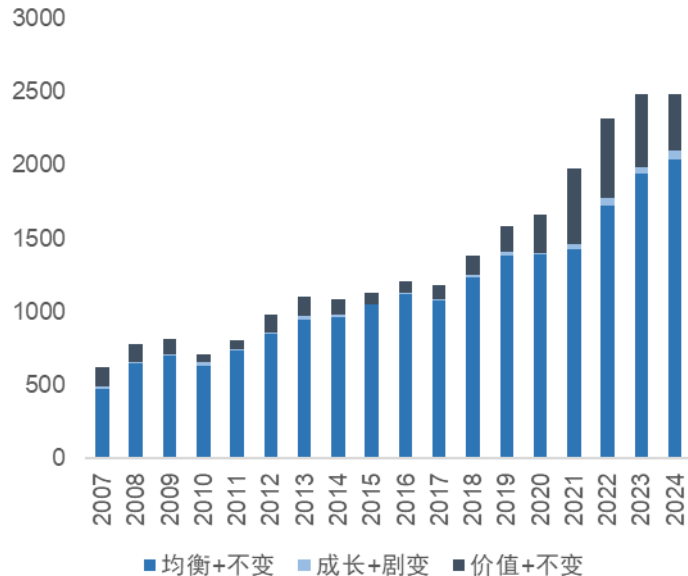
—— 剧变 —— 不变 —— 渗透 —— 价值组合

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“成长+剧变” vs. “价值+不变” vs. “均衡+不变”

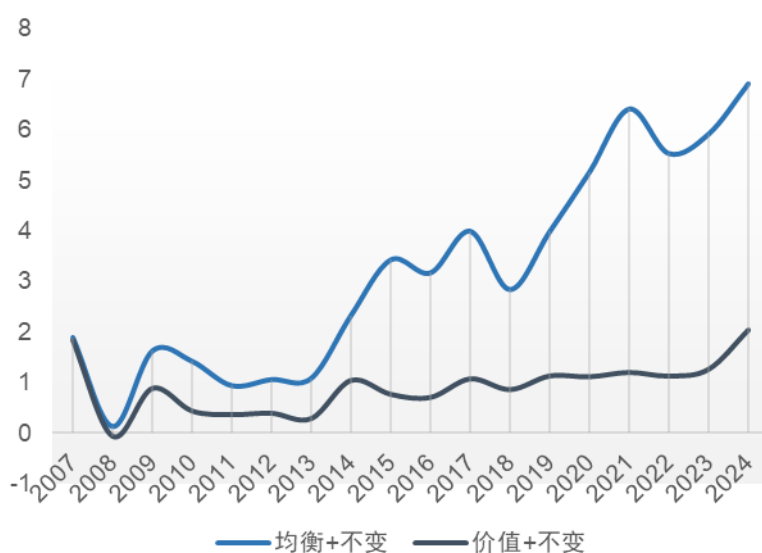
- **成长+剧变**：1) 对择股与择时都提出了极高的要求，入选的股票数量极少，要求严苛。2) 超额收益跨越周期，远超以价值、均衡风格为基的选股策略。
- **价值+不变**：1) 选股数量在2019年后得到了显著的提升，基于公司上市数量增长和价值风格稳定化的双驱动。2) 对择时要求极高，只能捕捉强共识的价值占优行情。3) 组合内按市值再分层，需根据不同价值周期进行市值占优情况的再挖掘。
- **均衡+不变**：1) 选股数量远超其他策略，需要细化优选。2) 能捕捉主要由产业周期爆发驱动的强共识成长占优行情，但在风格开启年份或末年回撤较大；3) 按市值大小再分层，中盘股累积收益明显超过其他市值组合，小盘股在2016-2018年价值占优期间发生逆增长。

图：成长+剧变、价值+不变、均衡+不变策略选股数量



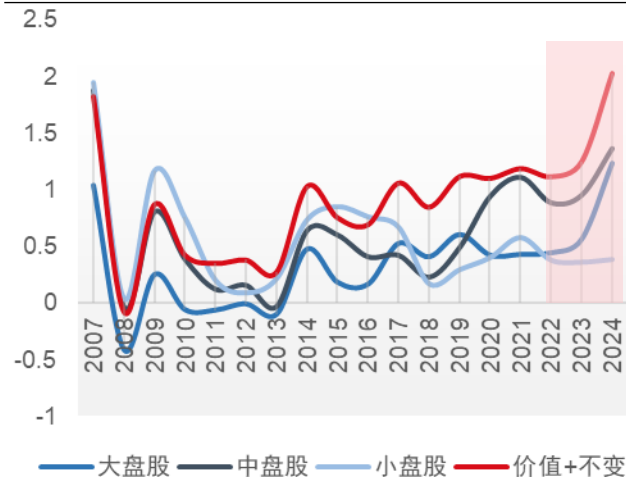
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：均衡+不变、价值+不变策略的累积收益



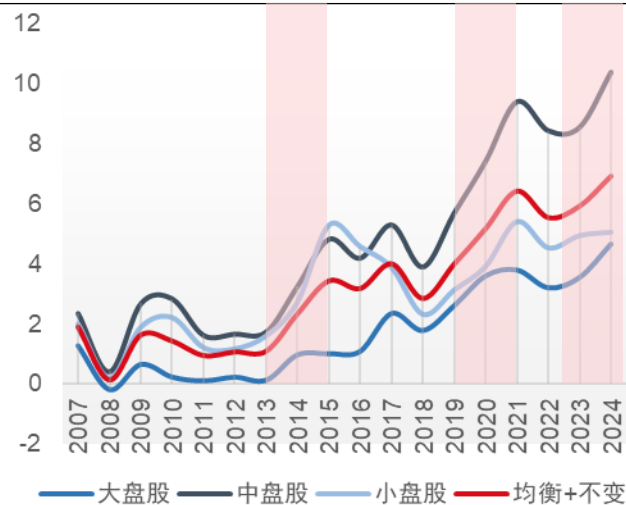
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：价值+不变策略的累积收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：均衡+不变策略的累积收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

成长组合内各行业的超额收益

图：成长组合内各行业相对于全样本组合超额收益

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
交通运输	-24.9%	40.2%	-4.1%	63.4%	14.3%	2.2%	-4.6%	41.0%	24.6%	59.4%	17.2%	-15.3%	-10.8%	-10.5%	39.1%	3.6%	8.1%	-28.6%	-0.6%
传媒	64.5%	-130.8%	-9.2%	-27.5%	11.1%	16.9%	-6.3%	163.5%	-39.9%	67.9%	-21.2%	-27.1%	-11.5%	35.5%	5.4%	13.9%	-0.7%	34.1%	-4.9%
公用事业	-17.7%	205.1%	2.7%	-28.8%	3.7%	-3.4%	11.8%	6.0%	1.8%	38.0%	4.2%	-14.8%	-15.2%	11.2%	35.2%	77.1%	-6.7%	-20.9%	7.5%
农林牧渔	26.8%	77.9%	14.0%	-0.2%	61.9%	-1.3%	-4.7%	17.6%	-32.4%	47.5%	-3.8%	-22.4%	8.7%	100.8%	11.5%	-7.7%	6.8%	-17.2%	-9.2%
医药生物	147.9%	180.6%	36.5%	1.4%	46.4%	-2.9%	12.4%	40.2%	-38.7%	44.0%	2.3%	-1.1%	14.6%	30.2%	61.9%	-8.7%	-7.2%	-5.6%	-25.9%
商贸零售	96.7%	28.8%	2.4%	10.3%	26.2%	-10.7%	-6.3%	27.0%	-11.1%	93.5%	-8.5%	-7.1%	21.1%	-6.8%	155.4%	-37.9%	20.7%	-42.2%	41.2%
国防军工	32.5%	-8.0%	1.7%	24.5%	36.1%	-6.9%	-7.9%	27.5%	5.2%	26.0%	-8.4%	-25.9%	-5.3%	3.5%	97.5%	3.6%	-7.0%	-11.2%	0.4%
基础化工	42.3%	22.6%	6.2%	65.4%	16.4%	2.2%	0.6%	45.9%	-11.3%	60.6%	10.5%	1.8%	-7.6%	0.9%	32.4%	99.6%	-1.1%	-15.2%	-5.2%
家用电器	-16.0%	13.5%		10.0%	-2.6%	4.7%	-2.8%	60.8%	-36.5%	77.4%	8.4%	17.6%	-1.0%	33.3%	20.1%	21.2%	-17.0%	22.7%	-23.6%
建筑材料	-58.8%	-31.7%	22.8%	25.5%	18.5%	-5.4%	12.6%	10.2%	-24.9%	43.5%	20.4%	-7.2%	-14.9%	33.4%	75.9%	3.7%	-7.0%	-30.6%	-16.5%
建筑装饰	-30.8%	102.7%	9.0%	41.5%	77.6%	-0.9%	34.1%	-14.4%	-32.8%	30.3%	10.1%	-9.5%	-11.2%	-27.9%	32.0%	25.9%	-5.4%	16.0%	-9.0%
房地产	55.9%	-2.7%	-1.5%	1.0%	-20.5%	7.6%	37.2%	-17.3%	24.0%	13.4%	-15.0%	-35.8%	-5.7%	1.7%	-39.7%	60.6%	35.3%	3.7%	-2.8%
有色金属	136.7%	131.2%	-7.8%	139.1%	59.6%	-20.2%	17.6%	-27.5%	-10.5%	13.4%	3.8%	32.5%	-19.2%	-3.5%	31.5%	73.4%	-11.8%	-15.7%	-8.3%
机械设备	108.2%	60.4%	3.3%	34.8%	47.6%	-8.5%	-13.6%	69.7%	-14.1%	58.5%	-16.1%	-2.9%	-1.4%	21.2%	64.6%	4.1%	3.3%	6.9%	-5.0%
汽车	0.6%	32.9%	-4.9%	177.3%	-3.2%	-12.6%	10.0%	39.9%	13.3%	53.0%	6.8%	-22.9%	-11.4%	-9.2%	45.9%	48.4%	4.5%	12.7%	10.1%
煤炭		125.7%	28.1%	131.0%	8.3%	-9.9%	-9.8%	-13.7%	-14.9%		-2.7%	-8.8%	-14.1%	18.9%	-57.5%	107.5%	-11.8%	-4.3%	-31.7%
环保	-55.1%	135.0%	10.1%	2.1%	38.0%	-4.6%	10.4%	69.2%	-25.8%	34.7%	-8.0%	-16.6%	-18.7%	-19.0%	-24.7%	61.6%	-8.1%	-6.1%	5.5%
电力设备	2.3%	129.5%	16.9%	-9.8%	67.5%	-17.9%	-7.1%	38.7%	-19.0%	68.0%	-4.8%	0.8%	-3.0%	17.4%	146.7%	50.8%	-9.4%	-31.5%	12.3%
电子	-44.5%	-1.0%	13.8%	2.7%	89.2%	-16.8%	19.3%	42.6%	-42.4%	85.6%	-0.8%	10.7%	-10.7%	107.0%	30.9%	24.7%	-18.7%	4.9%	30.9%
石油石化	-31.1%	144.3%	14.1%	-98.4%	82.3%	-1.7%	-3.9%	31.0%	-41.6%	5.8%	16.8%	-15.3%	-7.3%	-1.8%	55.1%	0.5%	10.5%	-13.0%	-24.8%
社会服务	45.1%	267.6%	-6.3%	11.5%	19.8%	6.1%	-13.2%	44.1%	-16.9%	103.5%	-18.1%	-40.0%	12.9%	61.7%	6.9%	-6.1%	19.0%	-26.7%	-2.4%
纺织服饰	-5.7%	38.1%	20.2%	-25.6%	29.9%	4.9%	-8.7%	14.2%	-23.7%	66.8%	-6.8%	-42.6%	-7.2%	-14.1%	-50.4%	99.6%	35.4%	-4.1%	6.5%
综合	69.6%	65.6%	-8.6%	9.3%	43.0%	-7.1%	-1.4%	52.0%	-16.1%	171.5%	-4.8%	-40.2%	10.2%	-5.6%	-59.2%	-25.8%	26.9%	-16.3%	-18.7%
美容护理	24.7%				89.1%	-15.8%	32.8%	8.6%	3.7%	61.9%	34.0%	-3.4%	2.0%	-9.9%	19.6%	6.7%	11.3%	-36.0%	-25.8%
计算机	-18.0%	-0.6%	28.3%	106.0%	38.9%	-5.6%	15.3%	78.2%	-3.2%	78.3%	-7.9%	19.2%	3.4%	23.7%	10.1%	-1.0%	-4.4%	17.1%	-2.3%
轻工制造	22.0%	58.4%	-12.1%	-4.8%	15.2%	-11.5%	18.5%	86.6%	-26.9%	126.2%	14.3%	-14.4%	2.4%	10.3%	22.9%	-24.3%	-3.5%	-21.3%	-9.1%
通信	-13.8%	-66.8%	32.0%	12.5%	41.5%	7.2%	-1.6%	57.2%	4.8%	87.2%	-5.9%	8.9%	-6.3%	37.6%	-20.4%	24.2%	-10.4%	119.1%	28.0%
钢铁	-111.9%	135.1%		93.0%	10.8%	-16.5%	-14.7%	11.2%	49.7%	18.7%	-15.2%	35.9%	-15.9%	-31.6%	140.9%	101.1%	15.7%	-19.7%	-22.0%
银行	8.7%	-26.0%	-7.3%	-0.9%	-33.9%														
非银金融	217.3%	80.9%	2.7%	-20.6%	-22.6%	-8.3%	34.0%	12.8%	92.3%	-36.6%	-12.4%	-12.3%	-2.9%	27.0%	13.3%	8.9%	-20.1%	-5.5%	-2.9%
食品饮料	169.8%	-16.4%	4.7%	125.9%	46.2%	23.3%	-3.2%	8.4%	-35.7%	53.9%	14.2%	74.2%	7.6%	70.8%	69.3%	11.8%	-0.9%	-21.3%	-24.9%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：红色填充为提供超额的行业，蓝色填充为当年提供Top3超额的行业

成长组合内各行业的超额收益

图：成长组合内行业超额收益特征解析与重点行业驱动逻辑

行业超额收益特征解析

科技成长：创新周期决定超额收益爆发力

- 1) 半导体与新能源：电子行业在2019年（+107.0%）、电力设备在2020年（+146.7%）超额收益领先，分别受益于国产替代加速与全球碳中和浪潮。
- 2) TMT赛道分化：计算机（2013年+78.2%、2015年+78.3%）受益于移动互联网红利，但需警惕技术迭代风险（2024年计算机-2.3%）。

消费升级：医药与食品饮料长周期韧性

- 1) 医药生物：2010年（+46.4%）、2020年（+61.9%）超额收益显著，疫情催化与创新药审批加速驱动增长。
- 2) 食品饮料：长期超额收益稳健（2019年+70.8%、2020年+69.3%），但需关注消费分级下的结构性分化（2024年-24.9%）。

周期成长：政策催化下的脉冲式机会

- 1) 新能源相关周期品：有色金属（2009年+139.1%、2021年+73.4%）、汽车（2009年+177.3%）超额收益与产业政策高度联动。
- 2) 传统周期转型：煤炭（2021年+107.5%）、钢铁（2020年+140.9%）受益于供给侧结构性改革与绿色转型，但可持续性存疑（2024年煤炭-31.7%）。

重点行业表现与驱动逻辑

电力设备：碳中和核心赛道，超额收益持续性最强

2020年（+146.7%）、2021年（+50.8%）超额收益领跑，对应光伏装机量爆发与储能政策落地；2024年+12.3%反映新型电力系统建设预期。

电子：半导体周期与创新需求共振

2019年（+107.0%）、2023年（+4.9%）超额收益分别对应5G换机潮与AI算力需求，2024年+30.9%预示消费电子复苏与先进封装突破。

医药生物：集采压力与创新突围并存

2020年（+61.9%）超额收益受疫情需求驱动，但2024年-25.9%反映创新药投融资降温，需关注GLP-1、ADC等细分领域突破。

国防军工：强Beta属性下的阶段性机会

2020年（+97.5%）超额收益源于地缘冲突升级，但行业高波动特征显著（2017年-25.9%、2024年+0.4%），需把握资产注入与军品定价改革催化。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

价值组合内各行业的超额收益

图：价值组合内各行业相对于全样本组合超额收益

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
交通运输	-64.4%	11.6%	-6.9%	-53.8%	-17.8%	-13.4%	-9.2%	-12.5%	9.0%	-29.5%	-7.2%	-11.9%	-15.5%	-23.5%	-49.9%	-10.6%	13.6%	3.2%	-2.1%
传媒	-27.7%	-94.3%	8.7%	-69.0%	-12.5%	-3.4%	-16.6%	29.9%	15.9%		16.0%	-55.5%	-3.9%	-36.9%	-51.1%	-8.3%	0.2%	9.7%	-6.9%
公用事业	-82.7%	-35.3%	1.0%	-90.7%	-18.7%	8.1%	-10.6%	-9.4%	23.3%	-22.5%	-13.7%	-22.6%	15.8%	-36.1%	-33.3%	25.1%	7.0%	5.2%	-7.6%
农林牧渔	-40.0%	-2.3%	1.3%	-73.5%	-15.5%		-25.1%	9.4%	-64.8%	-7.2%	-3.5%	-31.8%	1.2%	-26.6%	2.2%	-25.4%	-7.5%	-15.6%	-24.8%
医药生物	-82.1%	6.9%	4.1%	-13.5%	-4.6%	-22.5%	-12.6%	0.5%	-51.9%	-9.2%	-12.6%	-45.0%	15.6%	-23.9%	-31.4%	-15.8%	-8.2%	-5.0%	-34.7%
商贸零售	-40.3%	106.8%	-4.1%	18.7%	-10.7%		-27.4%	2.5%	-9.5%	-18.7%	-6.0%	-33.5%	-11.6%	-23.8%	-19.1%	-15.6%	9.0%	-12.3%	-14.9%
国防军工	-91.7%	-47.0%	1.6%	-31.4%	-10.4%	-19.0%	-8.2%	3.8%	-10.0%	5.0%			-18.8%	150.3%	-18.5%	-19.8%	-4.0%	7.9%	-18.4%
基础化工	-72.2%	25.1%	0.6%	-65.7%	-10.5%	-11.3%	-26.4%	-5.1%	-19.2%	1.3%	-3.0%	-40.0%	-6.1%	-44.8%	-29.4%	1.5%	-11.6%	-14.9%	-23.4%
家用电器	-86.6%	13.6%	7.5%	30.5%	-17.7%	-24.6%	-19.0%	6.5%	-52.8%	-24.1%	24.6%	-32.4%	-12.3%	-28.7%	-22.3%	-44.2%	-0.8%	11.4%	17.2%
建筑材料	20.7%	-29.2%	2.4%	18.9%	-7.0%	-26.6%	2.5%	-21.7%	-19.3%	-45.9%	6.3%	-22.0%	-15.9%	-21.7%	-26.0%	-27.6%	-10.7%	-15.3%	-23.0%
建筑装饰	-73.6%	0.0%	24.6%	-44.4%	-24.4%	-11.0%	-6.4%	-26.2%	165.4%	-14.7%	-7.1%	-20.7%	7.8%	-50.0%	-55.9%	-9.2%	15.1%	-1.3%	5.2%
房地产	12.0%	-22.0%	1.0%	32.6%	-32.1%	-5.5%	3.1%	-28.2%	-5.6%	58.1%	2.3%	18.5%	-5.8%	-25.4%	-50.1%	-26.1%	8.1%	-32.7%	-17.1%
有色金属	57.2%	59.2%	-19.1%	-4.1%	-24.5%	-26.2%	-12.4%	-36.9%	-7.6%	-27.0%	29.2%	-11.2%	-10.6%	-22.6%	-17.1%	4.3%	-12.2%	-15.3%	-13.9%
机械设备	-10.0%	-74.3%	-9.1%	-10.8%	6.6%	-8.1%	-9.2%	-17.0%	0.9%	6.9%	-5.0%	-18.2%	-4.4%	-38.3%	-44.6%	-0.4%	-9.2%	2.2%	-4.0%
汽车	-31.6%	-28.0%	-7.9%	66.5%	-10.1%	-26.8%	-13.4%	-10.1%	-14.6%	-31.8%	-3.4%	5.0%	-19.9%	-27.6%	18.8%	-9.8%	-14.5%	-1.9%	6.5%
煤炭	-70.3%	-89.4%		22.4%	-25.0%	-17.3%	-19.9%	-50.0%	-22.0%	-56.5%	13.2%	-10.8%	-13.1%	-13.1%	-27.1%	15.5%	9.5%	9.4%	-19.0%
环保	-97.7%	-62.4%	1.3%	54.1%	-29.5%	-7.0%	-17.0%	4.2%	-16.4%	-5.0%	-10.4%	-42.1%	-0.4%	-13.7%	-39.9%	2.1%	-6.8%	6.0%	-20.8%
电力设备	-87.3%	-25.7%	38.9%	-17.3%	-9.4%	-25.6%	-28.1%	-2.0%	40.0%	-56.6%	-14.4%	-26.7%	-12.7%	-21.2%	-5.7%	10.8%	-20.3%	-24.3%	-29.2%
电子	-115.4%	-20.1%	-7.1%	21.9%	6.7%	-15.2%	-12.2%	35.7%	-20.3%	-7.1%	-12.8%	-16.1%	-27.9%	34.1%	-21.7%	-23.3%	-14.4%	8.2%	-15.4%
石油石化	-80.7%	-106.9%	-8.7%	-70.7%	-2.6%	-9.5%	-7.0%	-18.8%	-8.7%	-58.2%	5.3%	-4.5%	-5.3%	-31.8%	-60.2%	-3.7%	15.6%	30.2%	5.6%
社会服务	-46.4%	-100.8%	6.9%	11.7%	-8.3%		-29.2%	-26.0%	-4.9%	-49.5%		-63.7%	-9.1%	-29.6%	-9.8%	-2.2%	2.8%	-17.8%	-14.8%
纺织服饰	-11.6%	55.0%	0.6%	-1.2%	-17.9%	-10.1%	-19.1%	-6.7%	-45.9%	-10.2%	-2.9%	-33.4%	-7.2%	-24.3%	-43.4%	-6.9%	-0.4%	3.4%	-18.2%
综合	-80.9%	69.8%	9.0%	41.2%	-20.4%		-4.8%		-46.1%	-33.7%		-36.9%	-8.6%	-26.9%	-17.3%	-10.9%	-5.2%	-4.4%	-29.9%
美容护理	4.1%	431.6%	22.1%			-21.2%					-23.9%	-14.0%	-18.0%	-32.5%	-51.7%	-52.8%	-4.7%	-23.9%	-16.2%
计算机	-105.4%	-26.1%	23.4%	-9.8%	-0.4%	-31.8%	-18.3%	11.7%		-43.5%		-62.6%	-27.5%	7.1%	-66.9%	-22.3%	-13.5%	3.1%	-29.4%
轻工制造	-101.4%	-10.7%	-8.4%	1.3%	-18.8%	-11.3%	-16.3%	2.3%	-7.9%	23.3%	-12.9%	-32.7%	-10.8%	-17.9%	-36.4%	-9.2%	-16.8%	-4.7%	-26.3%
通信	-11.2%	-94.2%	2.8%	-57.2%	-33.9%	-24.8%	-36.8%			-11.5%	16.9%	-59.1%	-6.2%	-54.8%	-50.7%	-10.9%	20.2%	19.0%	2.4%
钢铁	-46.3%	18.4%	-10.9%	-3.7%	-29.3%	-9.0%	-9.5%	-23.7%	20.0%	-50.5%	2.9%	12.1%	5.8%	-38.7%	-40.9%	-1.0%	-3.5%	2.7%	-12.7%
银行	60.9%			-53.4%	-18.7%	20.8%	-0.4%	-15.6%	30.0%	-40.3%	3.3%	6.9%	13.5%	-23.5%	-44.6%	-16.9%	11.3%	9.7%	28.3%
非银金融	-65.9%	218.4%	-12.3%	-6.8%	-18.7%	2.3%	42.8%	-9.6%	-3.5%	-26.6%	-12.3%	-5.1%	-7.4%	-16.2%	-37.4%	-45.5%	6.6%	-7.0%	9.5%
食品饮料	-34.6%	-38.0%	1.4%	-25.6%	-0.1%	-9.1%	-14.7%	-39.7%	-24.7%	-33.2%	-9.2%	-9.4%	-22.6%	-29.7%	-20.6%	-35.6%	1.0%	-4.3%	-25.9%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：红色填充为提供超额的行业，蓝色填充为当年提供Top3超额的行业

价值组合内各行业的超额收益

图：价值组合内行业超额收益特征解析与重点行业驱动逻辑

行业超额收益特征解析

金融板块：低估值防御属性凸显

- 1) 银行：超额收益与利率周期强相关，2024年（+28.3%）受益于存款利率下调与资产质量改善预期，但经济下行期回撤显著（2019年-44.6%）。
- 2) 非银金融：高弹性与高波动并存，2007年（+218.4%）牛市行情下超额收益爆发，但熊市回撤剧烈（2020年-37.4%）。

周期行业：政策驱动下的脉冲式机会

- 1) 煤炭：供给侧结构性改革推动2016年（+13.2%）、2021年（+15.5%）超额收益，但需求端长期走弱压制估值（2024年-19.0%）。
- 2) 钢铁：2017年（+12.1%）、2022年（+2.7%）超额收益反映产能出清预期，但行业景气度与地产链高度绑定（2024年-12.7%）。

消费与公用事业：防御性失效与结构性分化

- 1) 食品饮料：消费分级下超额收益持续走弱（2024年-25.9%），高端白酒估值溢价消退。
- 2) 公用事业：电价改革预期推动2022年（+7.0%）超额收益，但煤价波动压制盈利稳定性（2024年-7.6%）。

重点行业表现与驱动逻辑

银行：高股息策略核心载体

2024年（+28.3%）超额收益领跑，反映市场对“中特估”逻辑的认可，叠加净息差企稳与不良率改善预期，但需警惕地产链风险传导。

非银金融：牛市旗手属性弱化

2007年（+218.4%）、2014年（+42.8%）超额收益与市场成交量高度相关，但注册制改革与佣金率下行压制长期盈利空间（2024年+9.5%）。

煤炭：供给刚性下的股息吸引力

2021年（+15.5%）、2023年（+9.4%）超额收益受益于能源保供政策，但新能源替代压制长期需求（2024年-19.0%）。

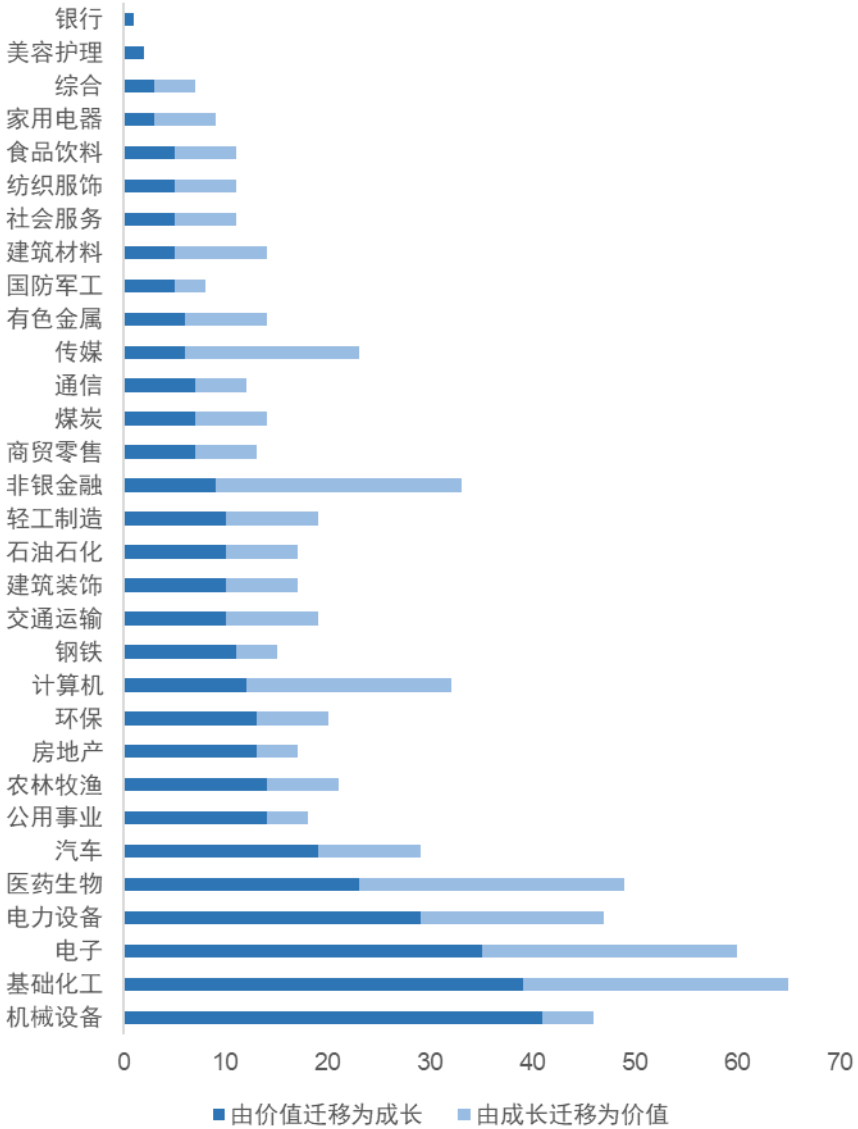
房地产：政策博弈下的超跌反弹

2015年（+58.1%）、2022年（+8.1%）超额收益反映政策宽松预期，但行业出清未结束（2024年-17.1%），需关注城中村改造等增量政策。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

个股风格剧变常发行业透析

图：2007-2024年剧变发生次数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：行业迁移模式分类归因

成长迁移主导型行业（价值→成长占比>60%）

行业	价值→成长	成长→价值	剧变总数	核心驱动逻辑
机械设备	41	5	46	自动化设备渗透率提升、新能源装备需求爆发
汽车	19	10	29	电动化与智能化技术迭代推动估值重塑
电子	35	25	60	半导体国产替代、消费电子创新周期
电力设备	29	18	47	光伏/储能政策补贴落地、技术降本加速

归因：高端制造与科技行业的技术突破和政策红利（如“专精特新”扶持）推动企业从传统价值属性（高ROE、低增速）向成长属性（高研发投入、收入增速）迁移。

双向剧烈切换型行业（价值↔成长比例接近）

行业	价值→成长	成长→价值	剧变总数	核心驱动逻辑
医药生物	23	26	49	集采政策压制创新药估值（成长→价值）、CXO出海推动反向切换
非银金融	9	24	33	牛市券商股成长属性强化（价值→成长）、熊市保险股回归低估值
计算机	12	20	32	信创政策催生成长预期、项目制公司现金流恶化后估值下修

归因：政策周期（如医保谈判、资本市场改革）与商业模式缺陷（如计算机行业应收账款风险）导致盈利预期反复修正，引发风格双向摆动。

价值迁移主导型行业（成长→价值占比>60%）

行业	价值→成长	成长→价值	剧变总数	核心驱动逻辑
传媒	6	17	23	内容监管收紧、流量红利消退后盈利增速下台阶
建筑材料	5	9	14	地产下行周期中水泥/玻璃企业现金流承压，估值模型向价值回归

归因：行业景气度长期下行（如地产链）或监管冲击（如文娱行业）迫使企业从成长叙事转向分红/资产重估逻辑。

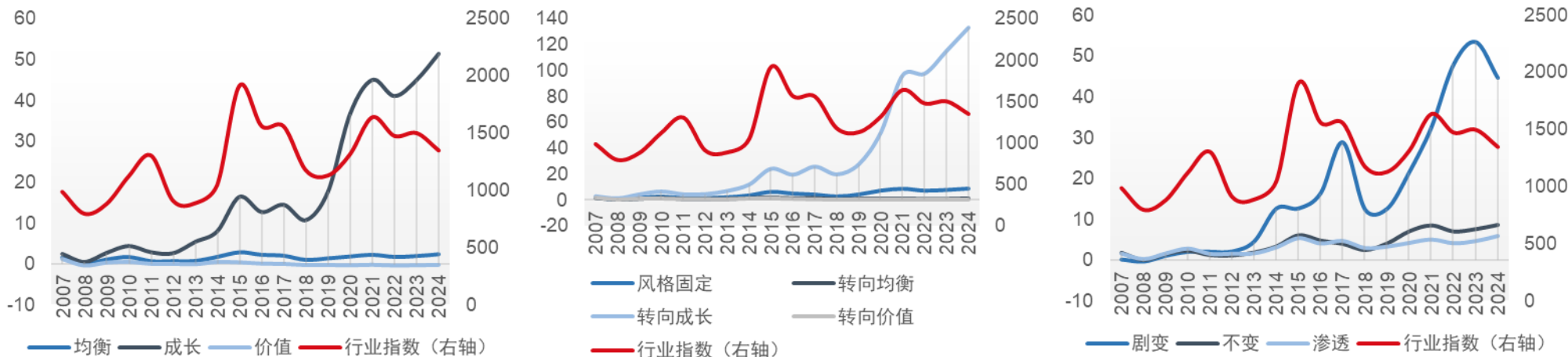
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

成长迁移主导型行业：机械设备、汽车

机械设备行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：剧变
- 进攻性：成长+转向成长+剧变
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

图：机械设备行业各组合累积收益

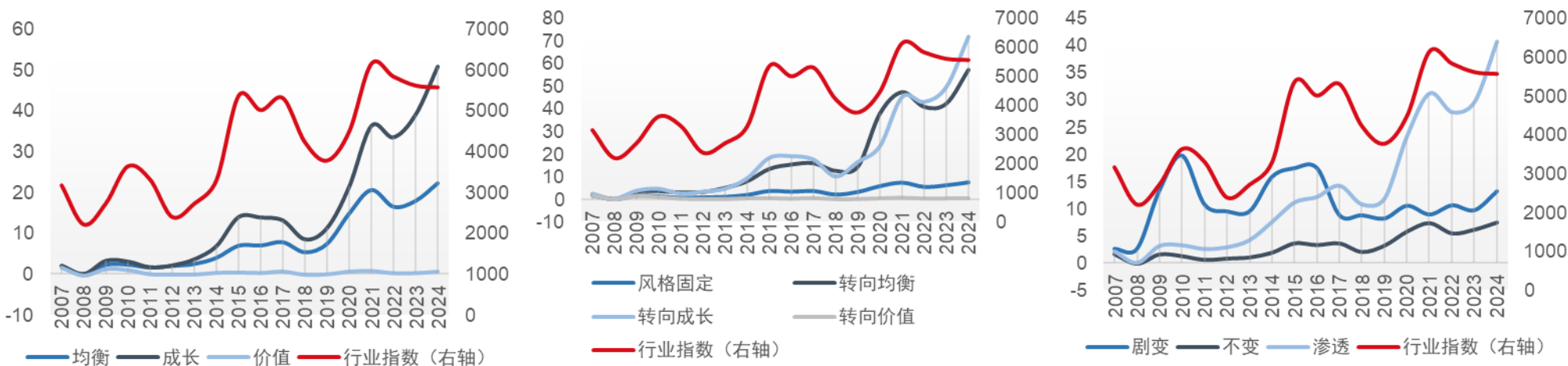


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

汽车行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长/转向均衡
- 迁移强度：渗透
- 进攻性：成长+转向成长+渗透
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

图：汽车行业各组合累积收益



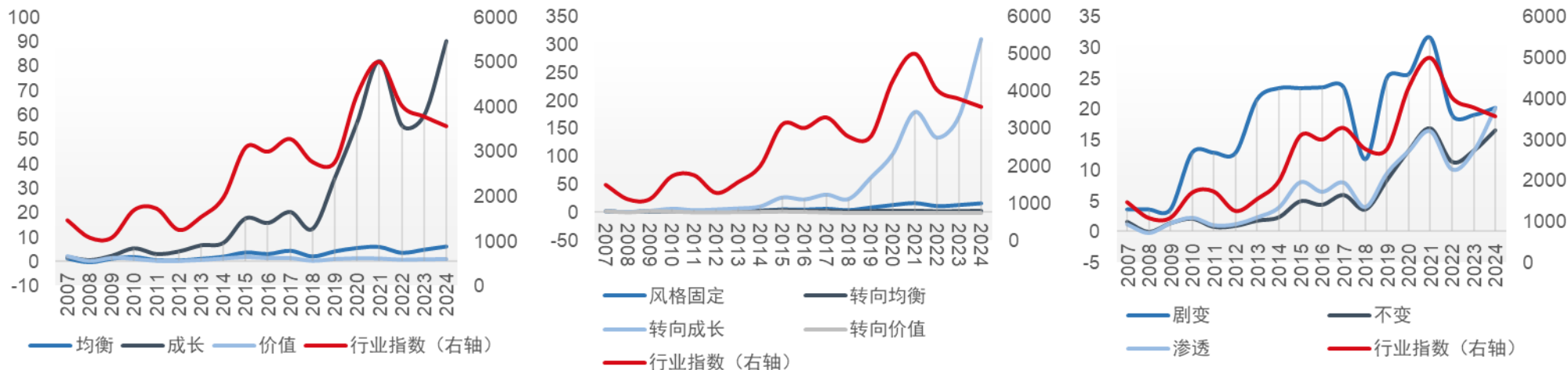
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

成长迁移主导型行业：电子、电力设备

图：电子行业各组合累积收益

电子行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：剧变/渗透
- 进攻性：成长+转向成长+剧变
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

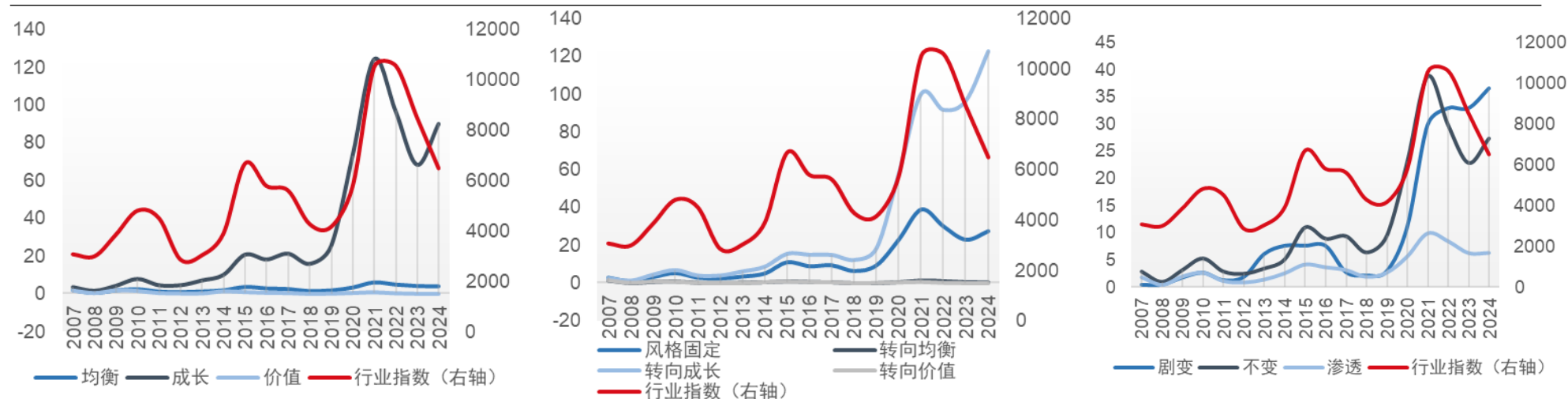


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：电力设备行业各组合累积收益

电力设备行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：剧变
- 进攻性：成长+转向成长+剧变
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）



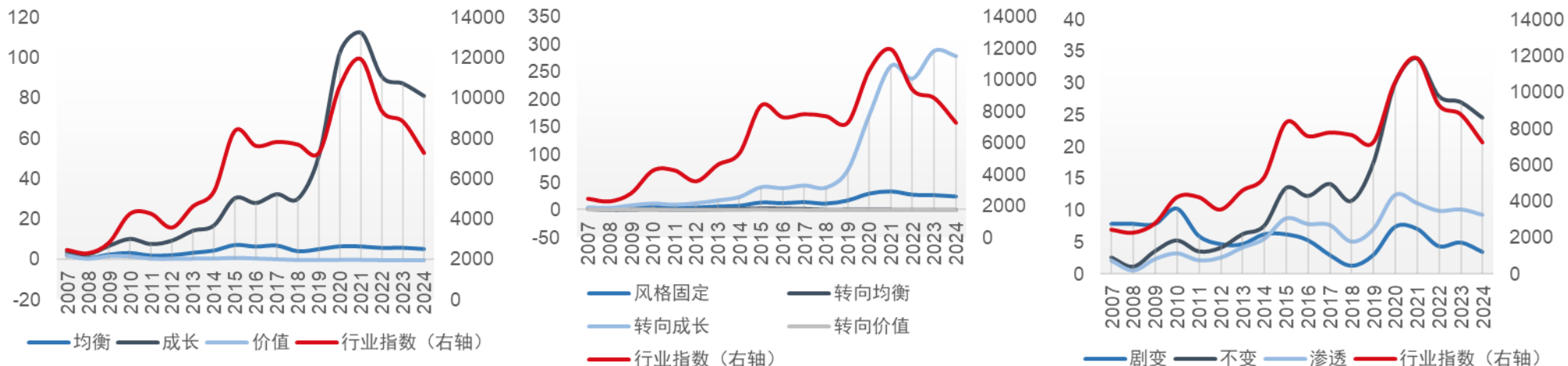
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

双向剧烈切换型行业：医药生物、计算机

医药生物行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：不变
- 进攻性：成长+转向成长+渗透
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

图：医药生物行业各组合累积收益

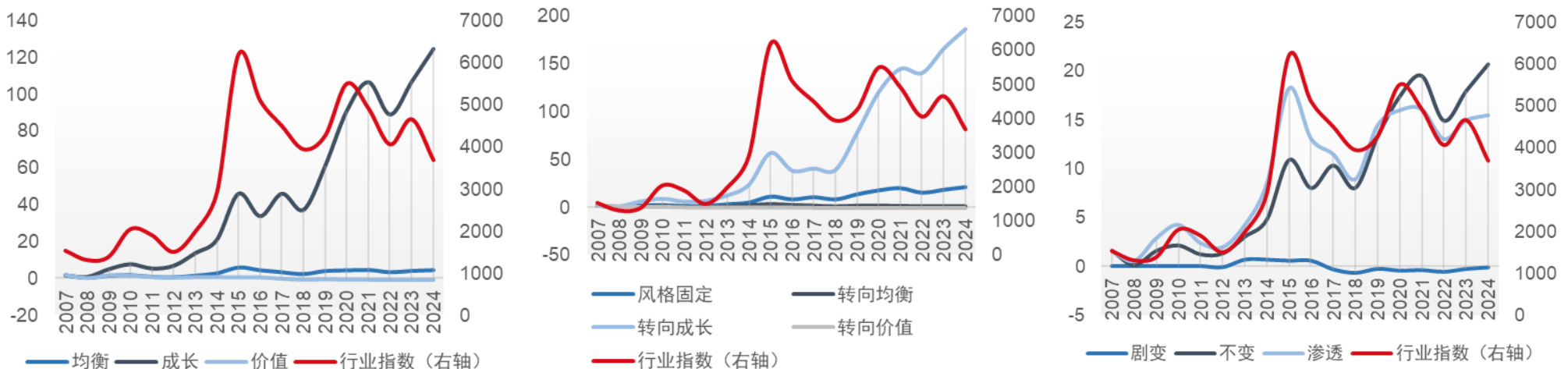


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

计算机行业优选组合：

- 静态风格：成长
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：不变、渗透收益弹性大
- 进攻性：成长+转向成长+渗透
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

图：计算机行业各组合累积收益



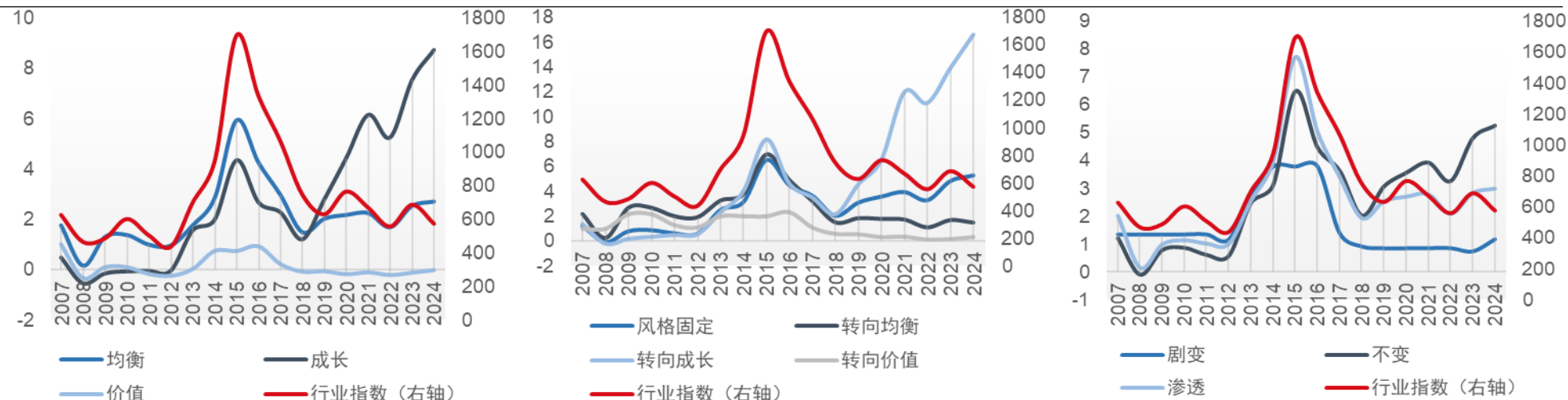
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

价值迁移主导型行业：传媒、建筑材料

传媒行业优选组合：

- 静态风格：均衡、成长收益弹性大；价值抗跌属性强
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：不变
- 进攻性：成长+转向成长+渗透
- 防御性：均衡+风格固定（+不变）

图：传媒行业各组合累积收益

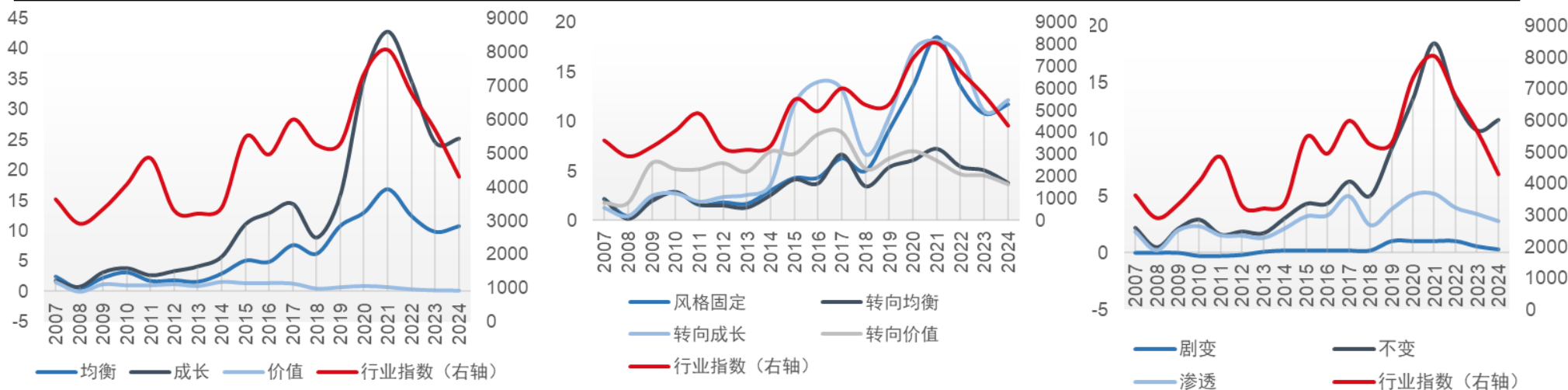


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

建筑材料行业优选组合：

- 静态风格：成长收益弹性大；价值抗跌属性强
- 迁移方向：转向成长
- 迁移强度：不变
- 进攻性：成长+转向成长+渗透
- 防御性：均衡+风格（+固定）

图：建筑材料行业各组合累积收益



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

[01] 从风格指数编制出发

[02] 重构静态风格

[03] 引入动态风格

[04] 锚定行业，动静结合

[05] 结论梳理和投资建议

- **横向对比——个股风格精确定位：**通过对全市场个股的历史财务数据及传统估值数据进行分析，提取成长因子与价值因子。若数据可得性较高，可进一步加入前瞻预期与市场动能数据，以构建更为全面的成长因子及价值因子体系。全盘样本横向对比，对个股的成长因子和价值因子分别排名打分的基础上，引入市值权重构成复合风格分数，将个股精准划分为成长、价值或均衡型股票，实现对个股风格的精准呈现。
- **纵向对比——风格迁移动态把控：**将个股的当期风格与往期风格对比，提取出个股风格迁移的方向（转向成长、转向价值、转向均衡）及强度（剧变、渗透、不变）特征。静态风格组合内的迁移特征统计结果往往与市场风格大势相呼应，成长组合与价值组合内个股风格迁移相对概率下行的一方通常为市场占优风格。
- **长期投资视角下，**精选的纯粹成长组合能够跨越牛熊市场，获得持续的超额收益。而纯粹价值组合在风险收益比方面的整体表现则不如均衡组合。这一现象主要源于传统价值投资强调低估值与高质量的双重筛选标准，但在本报告的打分机制下，对成长和价值风格进行了极致的纯化处理，导致价值组合与成长属性完全背离。实际上，大众认知中的优质价值股往往具备不容忽视的成长属性（例如部分消费龙头股，虽然估值较低，但具备稳定的增长能力），这类股票在本报告的分类中被归为均衡型股票。通过对均衡组合进行动态风格标签及市值大小的细分，可以进一步挖掘出符合常规认知的优质价值组合的投资优势。
- **行业分类视角下，**个股风格迁移模式有异，结合宏观大势研判和行业内演绎驱动因素的分析，完成对行业的锚定。对于成长迁移主导型行业，对于机械设备、汽车、电子、电力设备等成长迁移主导型行业，进攻性策略建议采用“成长+转向成长+剧变”标准。这一策略能够将个股向成长风格迁移的动能所带来的溢价效应发挥到极致，从而捕捉到行业内的高弹性投资机会。对于成长价值双向切换频繁及价值迁移主导型的行业，对于医药生物、计算机、传媒、建筑材料等成长价值双向切换频繁及价值迁移主导型行业，进攻性策略建议采用“成长+转向成长+渗透”标准。由于这类行业本身向成长风格迁移的动能相对不足，个股向成长风格的剧烈迁移发生次数较少，因此使用渗透特征的筛选标准能够在一定程度上弥补样本稀少所带来的不确定性，同时捕捉到行业内的成长机会。防御性策略：无论在何种行业分类下，防御性策略均建议筛选风格固定的均衡型股票。这类股票在捕捉行业周期行情的同时，能够有效减少风险暴露，为投资组合提供较为稳定的收益。

- (1) 本文所列举个股、行业指数仅作复盘，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