下载日志已记录，仅供内部参考



# 景气验证的信号

证券研究报告
2026 年 10 月 12 日

## 基于盈利预期上修的行业配置优化

作者

**吴开达** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

**孙希民** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

**王澄睿** 联系人
wangchengrui@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：A 股策略周思考-A 股 Q4 逆风翻盘情况如何？》2026-10-11

2 《投资策略：10 月，防守反击-A 股动静框架之静态指标》2026-10-06

3 《投资策略：十一大事与大类资产梳理-政策与大类资产配置月观察》2026-10-06

**核心结论：**三季报披露完成后或是对全年做基本面补涨的窗口期，三季报披露完成后一个月的一致预期上修情况，本质上是对行业景气读数的更正，此时基本面上上修而前期滞涨的品种或许有超额。基于盈利预期调整的行业轮动策略对净值表现的优化有一定作用，但基于整体法下的行业预期上修策略对最大回撤并没有改善，个股净上调比例（广度指标）系统性优于行业净利润上修幅度（总量指标）；前者衡量“多少公司在被上调”，对景气扩散更敏感，后者容易被少数大市值公司的上修主导。

**正文摘要：**

**1） 三季报披露完成后或是对全年做基本面补涨的窗口期**

从 2021-2025 年四个关键节点一致预期净利润增速与后验的实际增速偏差来看，可以发现两点结论：1）一致预期系统性偏乐观。2）三季报后是精度拐点。我们用（一致预测-实际增速）的绝对值衡量绝对偏差，考虑预测的精确性，可以发现 30 个一级行业的绝对偏差在三季报披露后明显收敛。

三季报披露后预期的变化，对披露后一个月和报告期下季度的涨跌幅指示意义均不明显，但是对全年涨跌幅的指示意义较强。我们认为，三季报披露完成后一个月的一致预期上修情况，本质上是对行业景气读数的更正。结合三季报披露后一个月上修幅度对全年涨跌幅的指示意义较强。我们猜测，三季报披露完成后的剩余时间或许是对全年做基本面补涨的窗口期，即在此时基本面上上修而前期滞涨的品种或许有超额。

个股维度长周期来看，三季报后上修本身有效，三季报披露一个月后一致预测净利润增速上修超过 10%的个股平均值与中位数口径的近十年平均超额收益分别为 3.38%和 2.42%。叠加前三季度没有超额条件后，超额收益进一步提升，平均值和中位数口径的 2016-2025 年平均超额收益分别提升 0.57 和 1.11pct。因此，三季报披露后的窗口，具备一定盈利上修幅度且前期未超涨的品种或存在超额。

**2）基于盈利预期调整的行业轮动策略**

基于盈利预期调整的行业轮动策略对净值表现的优化有一定作用，但基于整体法下的行业预期上修策略对最大回撤并没有改善。

盈利预期的上下调比例对策略的改善更有效。个股净上调比例（广度指标）系统性优于行业净利润上修幅度(总量指标)；前者衡量“多少公司在被上调”，对景气扩散更敏感，后者容易被少数大市值公司的上修主导。考虑净上调比例的短期信号（4 周）与长期信号（13 周）混合，4 周 70% + 13 周 30%策略或最优。

需要注意的是，截止 2026/9/30 所有策略 2026 年均跑输基准。我们认为，一致预测盈利上修类信号本质是景气验证型，在由流动性/主题驱动的强动量行情中系统性缺位，实盘应用时应视为风格暴露而非全天候 alpha。

基于 4 周 70% + 13 周 30%口径的净上调比例策略的当前持仓行业为非银金融、煤炭、石油石化、交通运输。

风险提示：1）过去历史经验仅供参考；2）地缘风险超预期；3）海外流动性超预期收紧；4）回测失效、模型扰动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

1. 景气验证的信号：基于盈利预期上修的行业配置优化 ..... 3
1.1. 三季报披露完成后或是对全年做基本面补涨的窗口期 ..... 3
1.2. 基于盈利预期调整的行业轮动策略 ..... 5
2. 风险提示 ..... 6

# 图表目录

图 1：一级行业四个节点的当年一致预期净利润增速与实际年报增速差值平均值（%） ..... 3
图 2：一级行业四个节点的当年一致预期净利润增速与实际年报增速差值绝对值的中位数（%） ..... 3
图 3：一级行业四个节点一致预测净利润增速相对当年实际增速偏差 ..... 3
图 4：定期报告披露后净利润增速修正幅度与对应区间涨跌幅的关系 ..... 4
图 5：一级行业四季度涨跌幅与三季报披露后的一致预测净利润增速上修程度关系（单位：%） ..... 5
图 6：2016-2025 各口径个股的超额收益均值（单位：%） ..... 5
图 7：历年各口径个股的四季度涨跌幅中位数 ..... 5
图 8：行业整体预期净利润上修策略净值与全 A 走势对比 ..... 5
图 9：行业一致预测净利润净上调比例策略净值走势 ..... 6
图 10：各策略分年度收益汇总 ..... 6
图 11：各策略业绩指标汇总 ..... 6

下载日志已记录，仅供内部参考



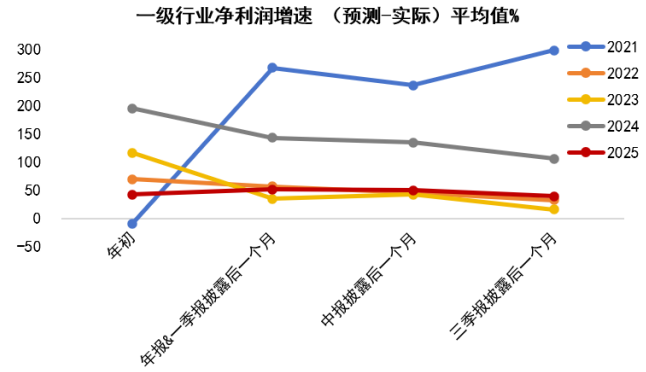
# 1. 景气验证的信号：基于盈利预期上修的行业配置优化

## 1.1. 三季报披露完成后或是对全年做基本面补涨的窗口期

本节分别从年初以及年报及一季报、中报、三季报披露完毕节点后一个月观察当年一致预期净利润增速（即每年的 1 月初、5 月末、9 月末、11 月末），旨在观察定期报告披露后，一致预期的修正程度与股价表现的关系。

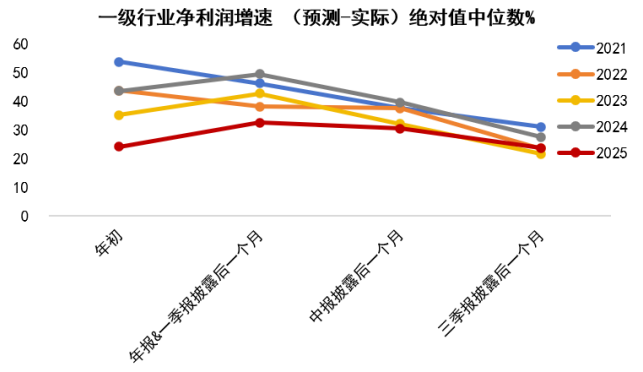
从 2021-2025 年四个关键节点一致预期净利润增速与后验的实际增速偏差来看，可以发现两点结论：**1）一致预期系统性偏乐观。**五年四个节点的一致预期偏差中位数全部为正，平均值除 21 年年初外全部为正；即一致预期的归母净利增速几乎总是高于实际值。**2）三季报后是精度拐点。**我们用（一致预测-实际增速）的绝对值衡量绝对偏差，考虑预测的精确性，可以发现 30 个一级行业的绝对偏差在三季报披露后明显收敛。理论上，随着定期报告的披露，进行盈利预测的信息量越多，那么准确性也会提升。从绝对偏差中位数来看，一季报披露后，部分年份预测偏差反而扩大，反映此时对景气做预测信息量仍不足；二季报披露后，部分年份预测偏差收敛程度较小，如 22 年仅收敛 0.5pct，25 年仅收敛 1.96pct。

**图 1：一级行业四个节点的当年一致预期净利润增速与实际年报增速差值平均值（%）**



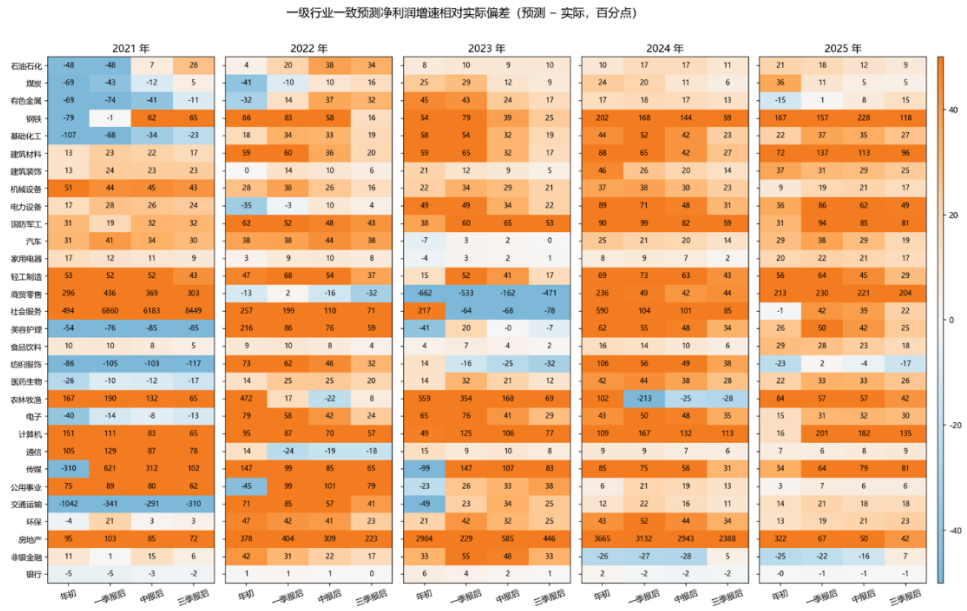

资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 2：一级行业四个节点的当年一致预期净利润增速与实际年报增速差值绝对值的中位数（%）**




资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 3：一级行业四个节点一致预测净利润增速相对当年实际增速偏差**




资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



进一步，观察财报披露后的净利润增速修正幅度与股价表现的关系。这里分别定义一致预测净利润增速上修/下修幅度超过 5%作为上修/下修分组，上修/下修幅度小于 5%的作为持平分组。观察发现：1）一季报披露后预期的变化对全年涨跌幅的指示意义较强，体现为上修分组五年中有四年为三个组别中全年涨跌幅最强的，对披露后一个月的涨跌幅也具有指示意义；我们认为，一季报披露完成时，市场对于全年基本面的有效信息仍较少，那么一季报&上一年年报对于预期的修正意义较大。2）二季报披露后预期的变化对各个维度的涨跌幅指示意义均不明显。**3）三季报披露后预期的变化，对披露后一个月和报告期下季度的涨跌幅指示意义均不明显，但是对全年涨跌幅的指示意义较强**，五年中有四年为三个组别中全年涨跌幅最强的。

我们认为，三季报披露完成后一个月的一致预期上修情况，本质上是对行业景气读数的更正。结合三季报披露后一个月上修幅度对全年涨跌幅的指示意义较强**。我们猜测，三季报披露完成后的剩余时间或许是对全年做基本面补涨的窗口期，即在此时基本面上上修而前期滞涨的品种或许有超额。**下文将展开验证。

**图 4：定期报告披露后净利润增速修正幅度与对应区间涨跌幅的关系**

| | | 一季报披露后一个月 | | | 中报披露后一个月 | | | 三季报披露后一个月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 年份 | 上修分组 | 持平分组 | 下修分组 | 上修分组 | 持平分组 | 下修分组 | 上修分组 | 持平分组 | 下修分组 |
| 报告披露后一个月涨跌幅% | 2021 | 3.24 | 2.99 | 6.93 | -4.00 | -0.87 | 2.55 | -3.34 | 2.78 | 3.75 |
| | 2022 | 6.26 | 5.84 | 5.75 | -7.01 | -6.13 | -8.05 | 6.34 | 8.98 | 10.27 |
| | 2023 | -3.32 | -6.11 | -5.20 | -1.75 | 0.21 | -1.32 | 0.37 | 0.94 | 0.38 |
| | 2024 | -0.59 | -1.69 | -1.26 | 19.48 | 20.55 | 23.56 | 1.51 | 1.37 | 1.52 |
| | 2025 | 2.62 | 2.89 | 1.68 | 3.03 | 0.04 | 1.01 | -3.21 | -0.88 | -1.08 |
| | 2026 | -3.57 | -0.08 | -8.19 | -6.85 | -3.67 | -2.79 | | | |
| 报告期下一个季度涨跌幅% | 2021 | 4.93 | 0.33 | 9.87 | 11.17 | -4.36 | -3.03 | -4.54 | 4.24 | 7.58 |
| | 2022 | 4.20 | 7.89 | 1.05 | -10.30 | -10.93 | -13.40 | -8.11 | 0.52 | 6.04 |
| | 2023 | -3.72 | -6.67 | -2.52 | -4.19 | -3.32 | -3.93 | -0.14 | -4.58 | -5.46 |
| | 2024 | -3.89 | -5.43 | -12.81 | 9.20 | 15.57 | 16.40 | 0.50 | -0.13 | 0.72 |
| | 2025 | 3.52 | 2.95 | 0.41 | 21.55 | 13.54 | 12.48 | 9.61 | 3.82 | -0.60 |
| | 2026 | 2.35 | 1.50 | -13.41 | -7.33 | -2.25 | -2.61 | | | |
| 全年涨跌幅% | 2021 | 12.92 | 0.35 | 7.69 | 20.42 | 6.27 | 3.78 | 25.45 | 10.07 | 2.50 |
| | 2022 | -14.84 | -18.94 | -18.54 | -14.08 | -17.93 | -17.12 | -0.24 | -16.58 | -18.48 |
| | 2023 | -5.79 | -9.14 | -6.80 | -16.26 | -1.09 | -7.01 | -1.16 | 1.63 | -10.24 |
| | 2024 | 7.03 | 10.86 | -1.43 | -11.58 | 14.56 | 0.63 | 30.17 | 11.29 | 1.88 |
| | 2025 | 25.95 | 16.29 | 9.52 | 39.63 | 19.95 | 15.91 | 52.40 | 21.86 | 15.98 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

行业维度，我们发现三季报披露后上修且前三季没有超额的行业表现强于其余口径。具体来看，仅仅是在三季报披露后一个月相对二季报披露后一个月一致预测净利润增速上修的一级行业，相对全部一级行业均值并没有超额；上修且前三季度没超额的一级行业相对平均值上修明显。但是由于 2022、2023 年上修且前三季没超额的样本缺失，**行业维度的结论需要进一步验证可靠性，我们下沉到个股维度进行验证，采用中证 800 指数 2016 年以来的所有成份股作为股票池。**

个股维度长周期来看，三季报后上修本身有效，三季报披露一个月后一致预测净利润增速上修超过 10%的个股平均值与中位数口径的近十年平均超额收益分别为 3.38%和 2.42%。叠加前三季度没有超额条件后，超额收益进一步提升，平均值和中位数口径的 2016-2025 年平均超额收益分别提升 0.57 和 1.11pct。**因此，三季报披露后的窗口，具备一定盈利上修幅度且前期未超涨的品种或存在超额。**

下载日志已记录，仅供内部参考

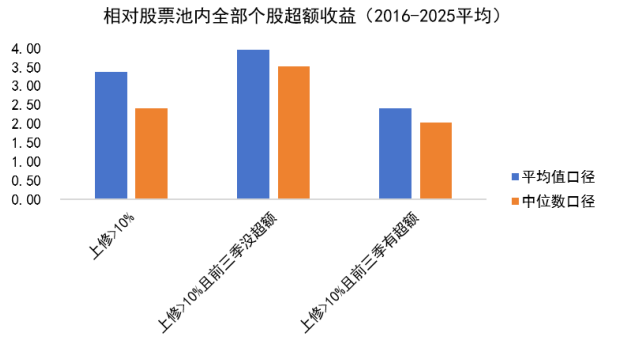


**图 5：一级行业四季度涨跌幅与三季报披露后的一致预测净利润增速上修程度关系（单位：%）**

| 行业维度 四季度涨跌幅均值（%） | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 平均 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 全部30个一级行业 | 4.11 | 3.62 | -5.05 | 0.48 | 1.99 | 1.03 |
| 上修 | -3.74 | -4.61 | -3.48 | 7.94 | 4.52 | 0.12 |
| 上修且前三季有超额 | -4.63 | -4.61 | -3.48 | 2.78 | 7.86 | -0.42 |
| 上修且前三季没超额 | -1.97 | - | - | 18.25 | 1.18 | 5.82 |

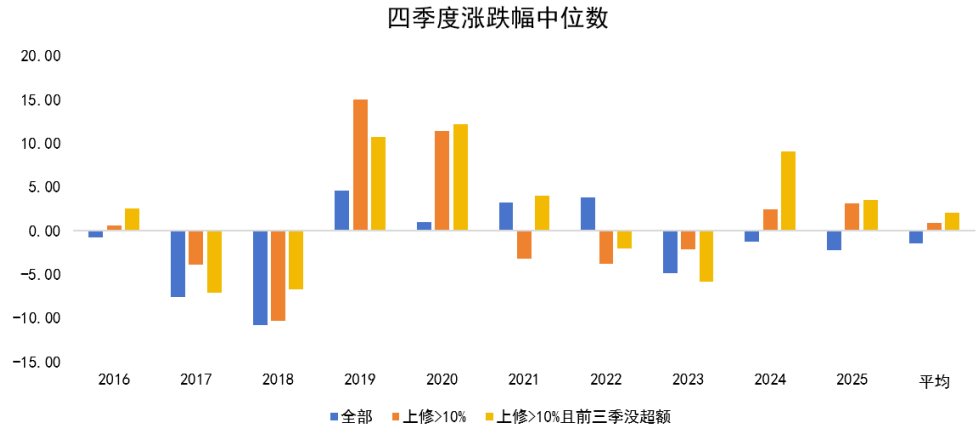
资料来源：Wind，天风证券研究所　注：“上修”指三季报披露后一个月的一致预测净利润增速相较中报披露后一个月的一致预测净利润增速有上修，“前三季有超额”指行业前三季度的涨跌幅相对全部 30 个一级行业均值有超额

**图 6：2016-2025 各口径个股的超额收益均值（单位：%）**




资料来源：Wind，天风证券研究所　注：“上修＞10%”指三季报披露后一个月的一致预测净利润增速-中报披露后一个月的一致预测净利润增速超过 10%，“前三季有超额”指个股前三季度的涨跌幅相对股票池内个股均值有超额，下同

**图 7：历年各口径个股的四季度涨跌幅中位数**

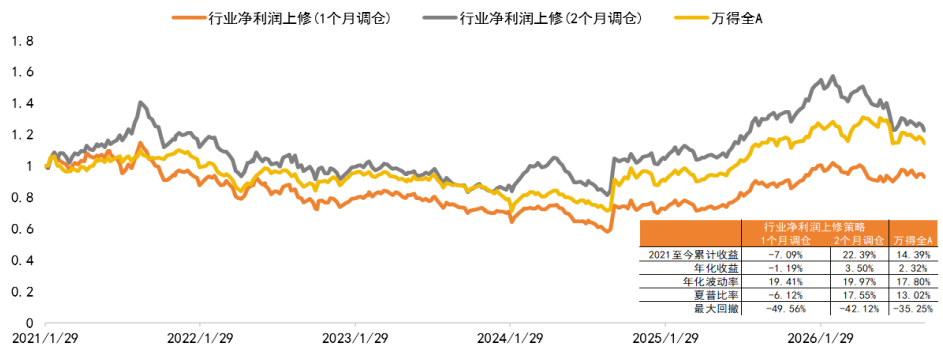



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 基于盈利预期调整的行业轮动策略

**基于盈利预期调整的行业轮动策略对净值表现的优化有一定作用。**考虑一个简单的净利润上修策略，滚动选取整体法口径下一致预测净利润上修幅度最大的 TOP4 行业，滚动 1 个月调仓口径策略对全 A 没有改善，滚动 2 个月调仓口径下相对全 A 表现有明显改善，2021 年至今相对全 A 超额收益约 8%。我们认为或因为月度调仓时的噪声有相当部分来自过度换手，信号本身需要更长时间兑现。但基于整体法下的行业预期上修策略对最大回撤并没有改善。

**图 8：行业整体预期净利润上修策略净值与全 A 走势对比**




资料来源：Wind，天风证券研究所　注：定基 2021/1/29 为 1，回测区间 2021/1/29-2026/9/30

下载日志已记录，仅供内部参考



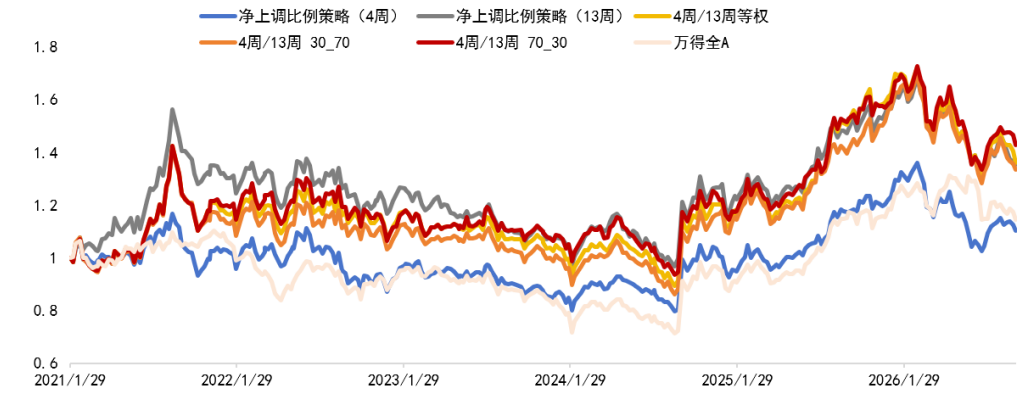
**盈利预期的上下调比例对策略的改善更有效。**考虑这样一个基于盈利预期改善的行业轮动策略：1）以中证 800 指数 2016 年以来的所有历史成分股为股票池，分别计算滚动 4 周与滚动 13 周口径的一致预期净利润的变化幅度；2）每 2 个月滚动计算行业内个股一致预测净利润净上调比例，净上调比例=（上调数-下调数）/有效家数；3）按照各个口径，选取净上调比例 TOP4 且有效个股数不少于 5 个的一级行业作为当期组合。**可以发现，个股净上调比例（广度指标）系统性优于行业净利润上修幅度（总量指标）；前者衡量“多少公司在被上调”，对景气扩散更敏感，后者容易被少数大市值公司的上修主导。**

考虑净上调比例的短期信号（4 周）与长期信号（13 周）混合，4 周 70% + 13 周 30%策略或最优，以 4 周信号为主捕捉边际上修，用 30%的 13 周信号压住噪声，再叠加 2 个月调仓过滤换手，2021 年以来累积收益 42.8%，是样本内收益风险比最优且年度收益分布相对均衡的方案。

需要注意的是，截止 2026/9/30 所有策略 2026 年均跑输基准。我们认为，一致预测盈利上修类信号本质是景气验证型，在由流动性/主题驱动的强动量行情中系统性缺位，实盘应用时应视为风格暴露而非全天候 alpha。

基于 4 周 70% + 13 周 30%口径的净上调比例策略的当前持仓行业为非银金融、煤炭、石油石化、交通运输。

**图 9：行业一致预测净利润净上调比例策略净值走势**




资料来源：Wind，天风证券研究所　注：定基 2021/1/29 为 1，回测区间 2021/1/29-2026/9/30；”4 周/13 周 30_70”指 4 周信号权重为 30%，13 周信号权重为 70%，其他同理。

**图 10：各策略分年度收益汇总**

| | 行业一致预测净利润净上调比例策略 | | | | | 行业净利润上修策略 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4周 | 13周 | 4周/13周等权 | 4周/13周 30_70 | 4周/13周 70_30 | |
| 2021 | -6.14% | 22.72% | 8.78% | 5.38% | 10.17% | 11.79% |
| 2022 | 5.18% | 8.07% | 10.54% | 9.37% | 9.82% | -4.63% |
| 2023 | -1.84% | -3.49% | 1.67% | 2.06% | 4.90% | -2.54% |
| 2024 | 3.47% | 6.21% | 2.60% | 4.33% | -0.16% | 13.67% |
| 2025 | -1.59% | -2.34% | 9.72% | 8.18% | 5.76% | 6.26% |
| 2026YTD | -7.25% | -10.31% | -12.67% | -11.53% | -6.99% | -10.29% |

资料来源：Wind，天风证券研究所　注：回测区间 2021/1/29-2026/9/30

**图 11：各策略业绩指标汇总**

| | 行业一致预测净利润净上调比例策略 | | | | | 行业净利润上修策略 | 万得全A |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4周 | 13周 | 4周/13周等权 | 4周/13周 30_70 | 4周/13周 70_30 | | |
| 累计收益 | 10.17% | 35.28% | 36.12% | 33.26% | 42.81% | 22.39% | 14.39% |
| 年化收益 | 1.66% | 5.29% | 5.40% | 5.02% | 6.26% | 3.50% | 2.32% |
| 年化波动率 | 18.78% | 19.52% | 20.62% | 20.45% | 20.57% | 19.97% | 17.80% |
| 夏普比率 | 8.86% | 27.09% | 26.18% | 24.53% | 30.45% | 17.55% | 13.02% |
| 最大回撤 | -31.87% | -38.04% | -37.25% | -39.22% | -34.48% | -42.12% | -35.25% |

资料来源：Wind，天风证券研究所　注：回测区间 2021/1/29-2026/9/30

## 2. 风险提示

1）过去历史经验仅供参考；2）地缘风险超预期；3）海外流动性超预期收紧；4）回测失效、模型扰动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

### 天风证券研究


| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区东长治路 [illegible] 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼 | 深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200082 | 邮编：518028 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-60256006 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |


人在草木间