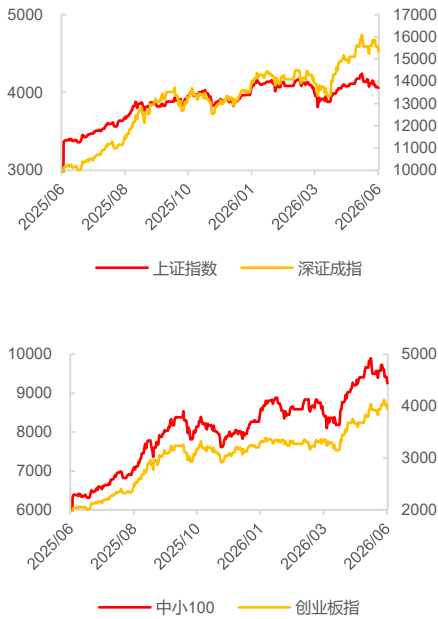




大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

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

近期研究报告

《美以伊三方博弈框架及资产定价》 -
2026. 03. 20

策略观点

业绩之锚 7：一季报定价中习惯与“甜区”策略

● 投资要点

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，业绩增速的预期差是更好的策略博弈点。在既往的系列报告中，对不同报告期提出了相应的业绩超额挖掘方式，本报告将在此基础上进一步完善业绩超额挖掘方式，并提供一种业绩评定方式。

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。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中，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

当一季报更新后就可以通过个股在“业绩预期—超预期幅度”上的分布来判断其是否落在了胜率和赔率双优的“好格子”中，选择为好格子中的个股作为组合不失为一种策略。虽然以这种方法构建的组合在下跌环境（2023、2024 年）时仍会因成长风格的暴露而表现相对不稳定，但在更为一般的市场环境下基于业绩 α 的相对收益是较为显著的。

根据 2026 年一季报披露后万得净利一致预期 (FY1) 变动，业绩超预期概率继续回升，延续了 2025 年中报以来改善趋势，显示 A 股业绩 U 型底右侧逐渐明确，但和 2023 年之前的中枢水平仍有差距。业绩不及预期概率略有下降，但仍处于 2022 年以来的高位。业绩预期调整显示出 A 股整体虽然缺乏业绩惊喜，但业绩中枢和预期中枢正逐渐靠拢。

在实际应用中，如上的业绩比较方法论也可以用来进行细分行业或赛道内部的横向比较。更符合市场定价习惯的甜区中的个股，在赛道内部股价表现中有着更明显的个股 α 定价。

● 风险提示：

统计存在误差、市场学习效应等。

目录

1 一季报的“业绩-预期差”定价习惯	4
2 2026 年一季报绩超预期情况	11
3 “甜区”策略在横向择股中的应用	12
4 风险提示.....	13

图表目录

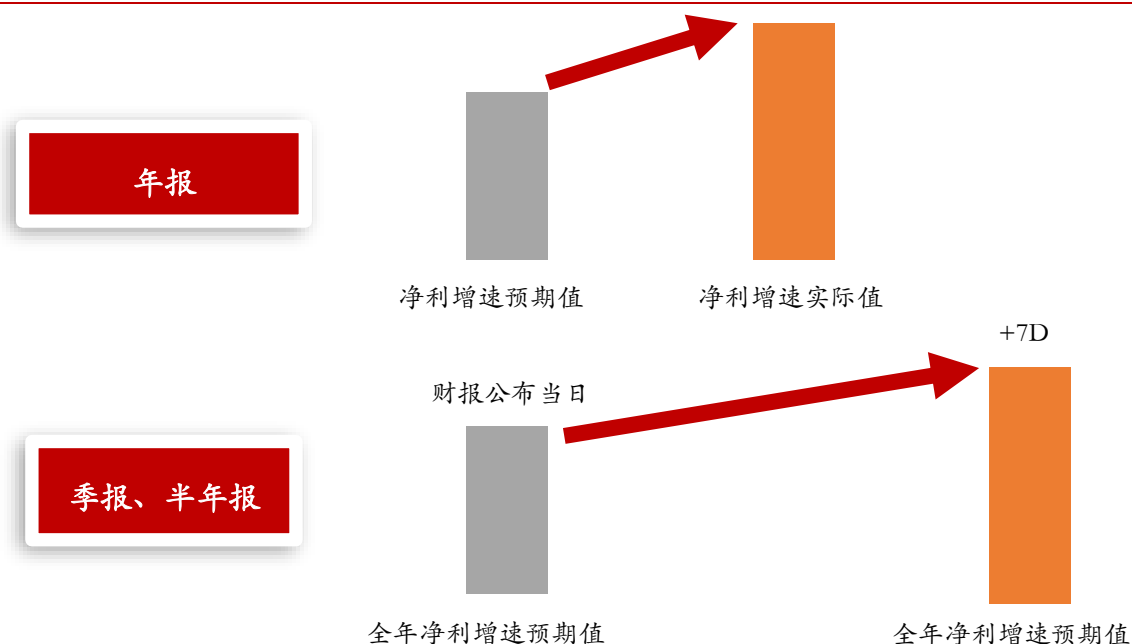
图表 1: 如何构建上市公司业绩增速预期差	4
图表 2: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率 (%)	5
图表 3: 各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数相对收益率 (%)	6
图表 4: 30 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	7
图表 5: 60 天时间截面上的“绿色柯伊伯带” (%)	7
图表 6: 30 天截面一季报业绩超预期个股相对胜率 (%)	8
图表 7: 60 天截面一季报业绩超预期个股相对胜率 (%)	8
图表 8: 30 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率 (%)	9
图表 9: 60 天截面一季报业绩超预期个股相对收益率 (%)	9
图表 10: 一季报“胜率-赔率”60 天组合相对收益 (%)	9
图表 11: 2026 年一季报“胜率-赔率”双优策略组合	10
图表 12: 各财报季业绩超预期和不及预期比例 (%)	11
图表 13: 申万一级行业业绩预期上调与下调比例 (%)	11
图表 14: 部分申万二级行业业绩预期上调与下调比例 (%)	12
图表 15: CPO 赛道内部个股超额收益期望胜率及赔率	13
图表 16: CPO 赛道内部个股股价表现 (%)	13

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，业绩增速的预期差是更好的策略博弈点。在既往的系列报告中，对不同报告期提出了相应的业绩超额挖掘方式，本报告将在此基础上进一步完善业绩超额挖掘方式，并提供一种业绩评定方式。

1 一季报的“业绩-预期差”定价习惯

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



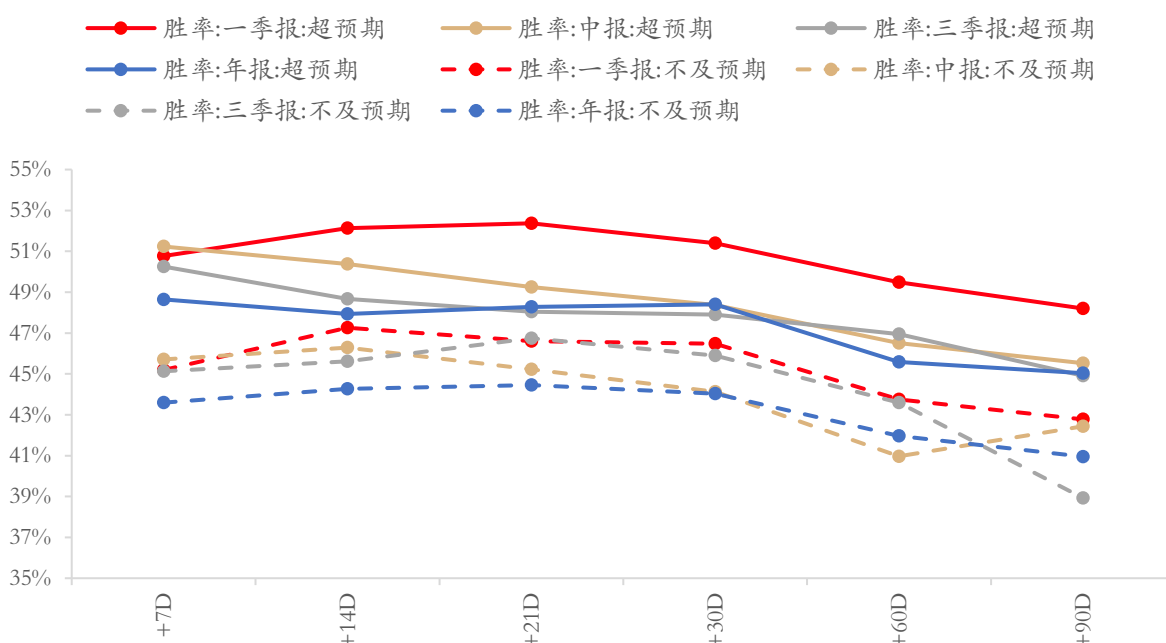
资料来源：中邮证券研究所

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率在财报发布后的 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应最为平淡,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。

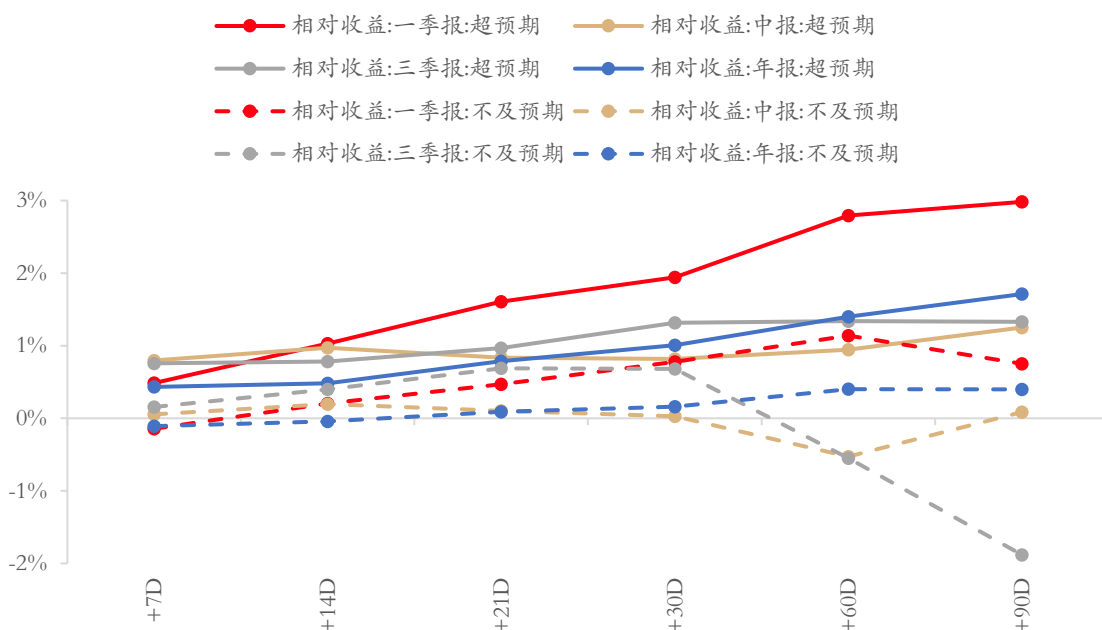
图表2：各财报季业绩超预期个股相对万得全 A 指数胜率(%)



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(%)



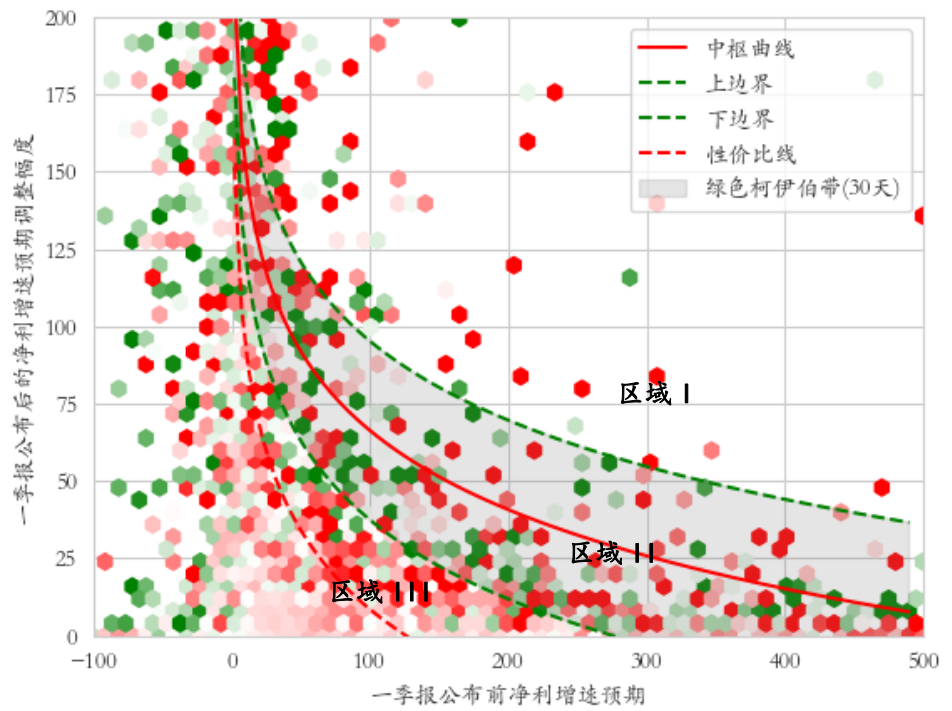
资料来源：Wind，中邮证券研究所

在本系列的第二篇《业绩之锚 2：A 股如何定价一季报中的超预期？》中，曾探讨过 A 股在一季报定价中难点“收益与业绩超预期之间定价的非线性”。在当时使用了区域分割的方法来规避“利好兑现即利空”的不利区域“绿色柯伊伯特”。在 30 天和 60 天的时间截面上“绿色柯伊伯特”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“绿色柯伊伯特”上边界上方的区域定位区域 I，“绿色柯伊伯特”为区域 II，“绿色柯伊伯特”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%。

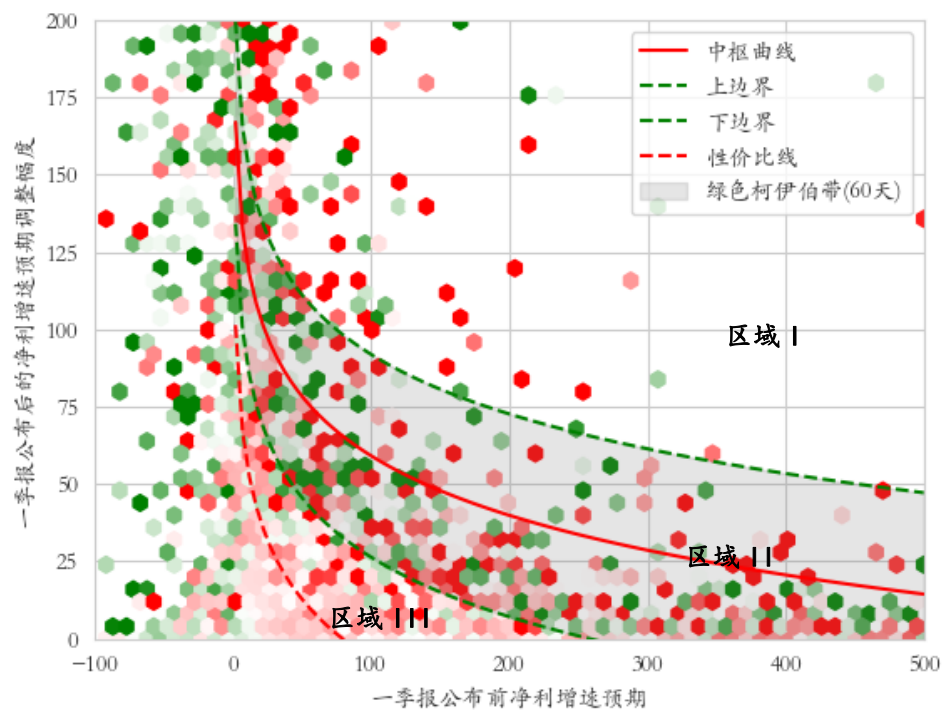
在 60 天时间截面中，区域 I 中业绩超预期个股的胜率期望为 48.5%，相对收益期望为 3.42%；区域 II 业绩超预期个股的胜率期望为 48.7%，相对收益期望为 4.42%；区域 III 业绩超预期个股的胜率期望为 50.1%，相对收益期望为 3.60%。

图表4：30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

图表5：60天时间截面上的“绿色柯伊伯带”（%）



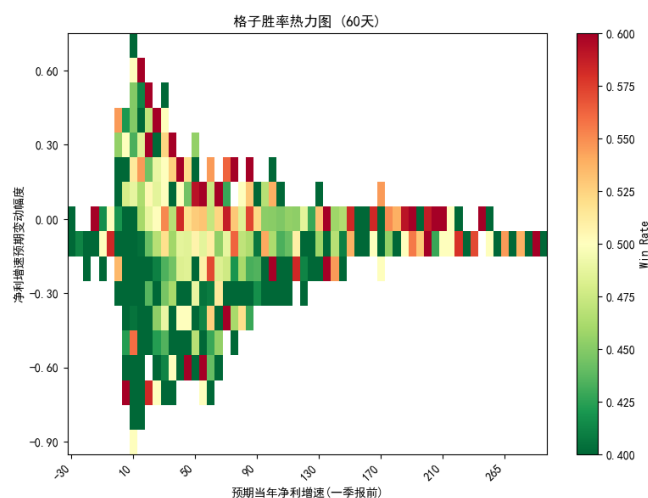
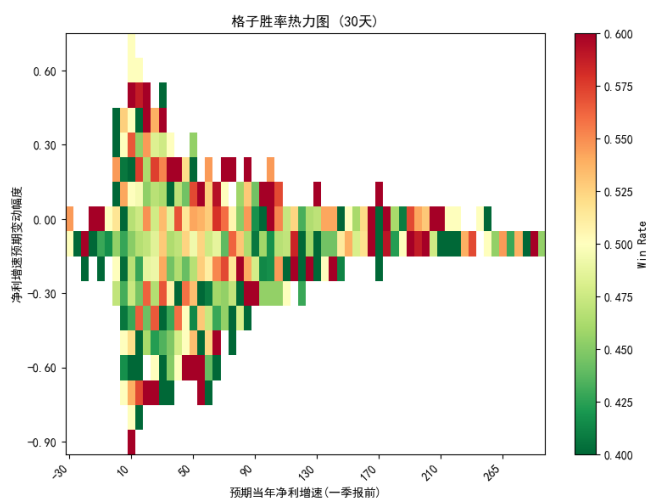
资料来源：Wind，中邮证券研究所

在系列后续关于三季报和年报业绩预告的业绩超额研究中，改进了数理统计方法，选择以聚类的方式来进行“黄金簇”的筛选，并且在后续的业绩组合构建中都得到了效果验证。但在将上述方法运用到一季报上时，由于一季报的“业绩预期—超预期幅度”二维空间分布极度稀疏不均，并且针对一季报缺乏符合财务直觉的分类方式来获得一个更为均匀的分布空间。在三季报中采取的基于“困境反转”和展望跨期业绩增速差的空间构建方法在一季报缺乏事实支撑，而又缺乏像业绩预告那样的人为设定标签来分割二维空间。所以，在细化一季报的定价优势区域时，最终选择了“区间筛选”这样欠缺数理美感的方法。

如图 6-7 所示为一季报公布后 30 天和 60 天时间截面上“业绩预期—超预期幅度”各区间中个股相对万得全 A 指数获得超额收益的胜率。在同样的热力坐标下，可见 60 天时间截面上超预期幅度为负的个股所在格显著变绿，并且在超预期格中相对收益表现也明显分化。对于 A 股而言，一季报的“业绩预期—超预期幅度”是一个持续的价值发现过程，这对趋势交易是相对友好的。

图表6：30 天截面一季报业绩超预期个股相对胜率(%)

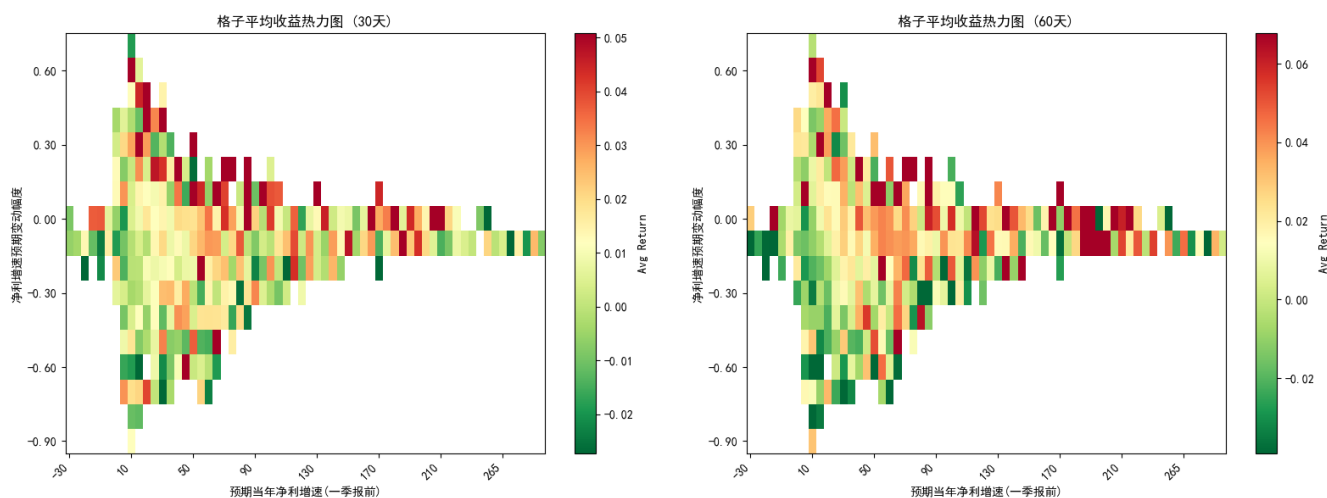
图表7：60 天截面一季报业绩超预期个股相对胜率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

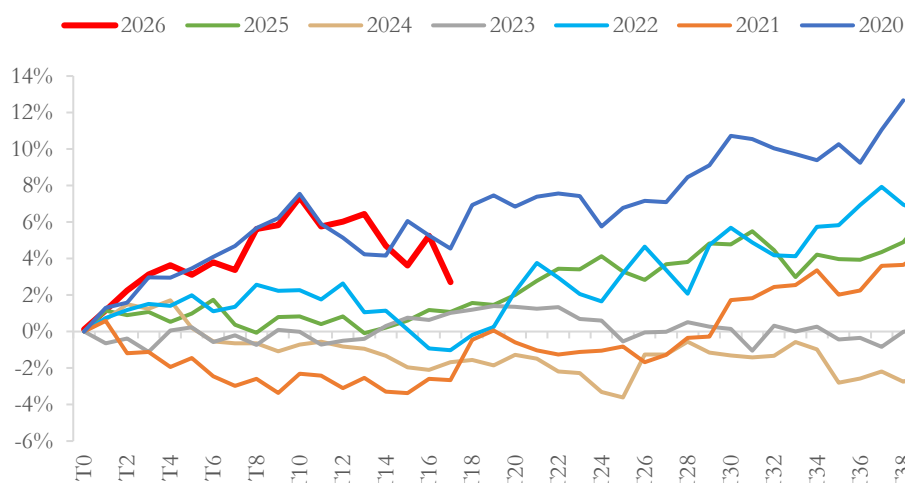
这种价值发现的过程在相对超额层面亦有体现。如图 8-9 所示为一季报公布后 30 天和 60 天时间截面上“业绩预期—超预期幅度”各区间中个股相对万得全 A 指数获得的超额收益期望。同样可见在 60 天截面上对不及预期个股的惩罚力度逐渐加大，并且超预期区域的超额收益逐渐增厚。

图表8：30天截面一季报业绩超预期个股相对收益率(%) **图表9：60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

资料来源：Wind，中邮证券研究所

至此，一个最直接的运用方法也就显而易见，当一季报更新后就可以通过个股在“业绩预期—超预期幅度”上的分布来判断其是否落在了胜率和赔率双优的“好格子”中，选择为好格子中的个股作为组合不失为一种策略。当然这个策略的成立存在一个非常强的前提假设“好格子的分布并不会因为年份的不同而发生偏移”，即A股对一季报业绩超预期的定价行为是时序稳定且市场状态中性的。如图10所示为2020年以来这一策略所构建的等权组合相对万得全A获得超额收益的情况，除了2024年外均获得了正收益。虽然以这种方法构建的组合在下跌环境（2023、2024年）时仍会因成长风格的暴露而表现相对不稳定，但在更为一般的市场环境下基于业绩 α 的相对收益是较为显著的。

图表10：一季报“胜率-赔率”60天组合相对收益(%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

更具体地，2026 年一季报中符合“胜率-赔率”筛选要求的个股名单如下：

图表11：2026 年一季报“胜率-赔率”双优策略组合

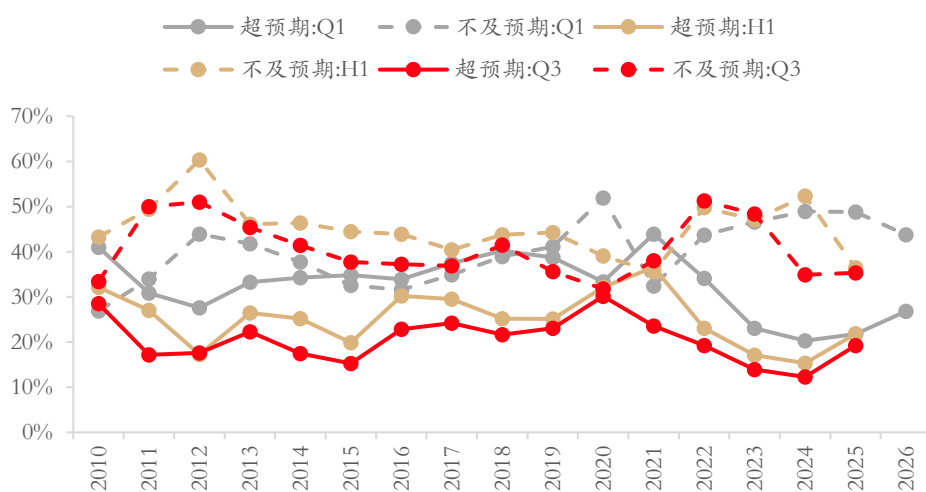
股票代码	股票名称	申万一级	申万二级	总市值 (亿元)	净利增速 预期	超预期幅 度	期望胜率	期望超 额	样本数量 (个)
000960.SZ	锡业股份	有色金属	小金属	617.0	66.7%	13.0%	63%	11%	27
002226.SZ	江南化工	基础化工	化学制品	134.8	66.7%	14.0%	63%	11%	27
002281.SZ	光迅科技	通信	通信设备	1645.2	65.7%	13.5%	63%	11%	27
002648.SZ	卫星化学	基础化工	化学原料	783.9	52.0%	13.3%	59%	10%	49
300142.SZ	沃森生物	医药生物	生物制品	205.8	53.6%	15.6%	59%	10%	49
600346.SH	恒力石化	石油石化	炼化及贸易	1210.0	50.6%	17.7%	59%	10%	49
688006.SH	杭可科技	电力设备	电池	239.4	52.1%	13.2%	59%	10%	49
600498.SH	烽火通信	通信	通信设备	704.8	188.8%	1.6%	59%	10%	22
600882.SH	妙可蓝多	食品饮料	饮料乳品	97.8	188.1%	0.0%	59%	10%	22
688522.SH	纳睿雷达	国防军工	军工电子II	91.9	186.4%	0.0%	59%	10%	22
002183.SZ	怡亚通	商贸零售	贸易II	159.7	139.0%	0.0%	63%	8%	24
300863.SZ	卡倍亿	汽车	汽车零部件	160.2	137.9%	0.0%	63%	8%	24
600029.SH	南方航空	交通运输	航空机场	994.8	135.6%	3.8%	63%	8%	24
688052.SH	纳芯微	电子	半导体	417.6	136.2%	3.0%	63%	8%	24
688295.SH	中复神鹰	基础化工	化学纤维	434.0	137.3%	0.9%	63%	8%	24
688668.SH	鼎通科技	通信	通信设备	403.8	137.8%	0.0%	63%	8%	24
688702.SH	盛科通信-U	电子	半导体	1154.2	135.7%	0.2%	63%	8%	24
002468.SZ	申通快递	交通运输	物流	234.2	42.6%	25.3%	75%	8%	20
000672.SZ	上峰水泥	建筑材料	水泥	165.2	55.6%	10.4%	61%	7%	36
601600.SH	中国铝业	有色金属	工业金属	1959.1	59.4%	20.0%	61%	7%	36
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	工业金属	3960.1	56.7%	13.0%	61%	7%	36
002975.SZ	博杰股份	机械设备	自动化设备	300.3	85.6%	0.0%	57%	6%	75
300790.SZ	宇瞳光学	计算机	计算机设备	125.3	87.4%	6.9%	57%	6%	75
301421.SZ	波长光电	电子	光学光电子	112.2	87.8%	2.7%	57%	6%	75
301510.SZ	固高科技	机械设备	自动化设备	132.2	87.4%	0.0%	57%	6%	75

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 2026 年一季报绩超预期情况

根据 2026 年一季报披露后万得净利一致预期 (FY1) 变动, 业绩超预期概率继续回升, 延续了 2025 年中报以来改善趋势, 显示 A 股业绩 U 型底右侧逐渐明确, 但和 2023 年之前的中枢水平仍有差距。业绩不及预期概率略有下降, 但仍处于 2022 年以来的高位。业绩预期调整显示出 A 股整体虽然缺乏业绩惊喜, 但业绩中枢和预期中枢正逐渐靠拢。

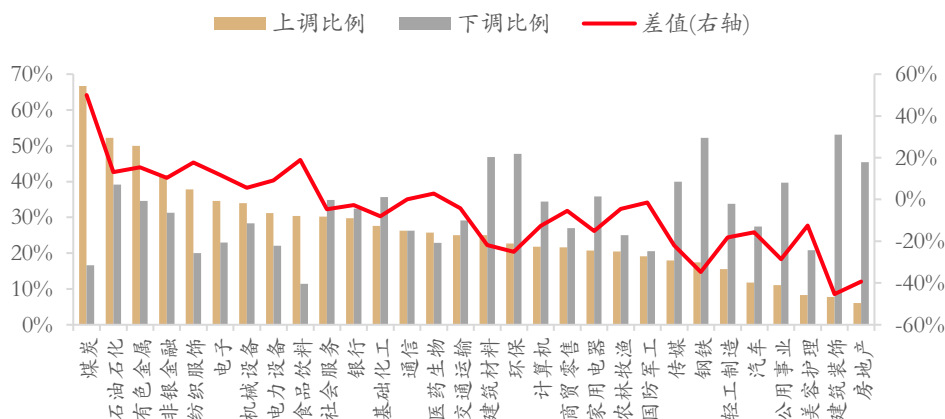
图表12: 各财报季业绩超预期和不及预期比例 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

行业层面, 2026 年一季报后申万一级行业中共有 10 个行业上调比率高于下调比率, 较 2025 年三季报的 4 个行业出现明显好转。超预期行业分布较为平衡, 既有煤炭、石油石化、有色金属为代表的上游周期。

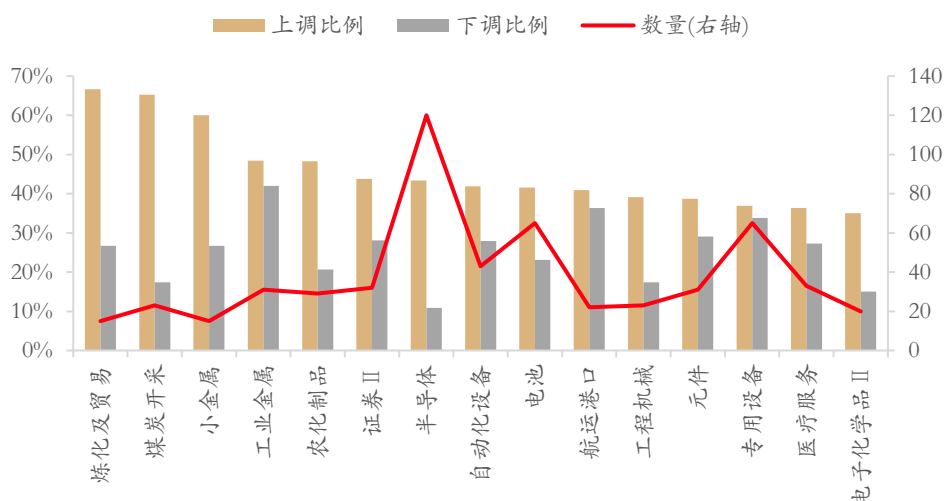
图表13: 申万一级行业业绩预期上调与下调比例 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

申万二级行业方面展现出了颇多亮点，和 2025 年三季报超预期集中于仅有少数上市公司的小行业相比，2026 年一季报中超预期行业的个股容量明显增加，有不少采样容量在 15 以上的行业都出现了整体的超预期。在上游资源品和半导体产业链中，行业景气交易或比过去 3 年要容易很多。

图表14：部分申万二级行业业绩预期上调与下调比例（%）

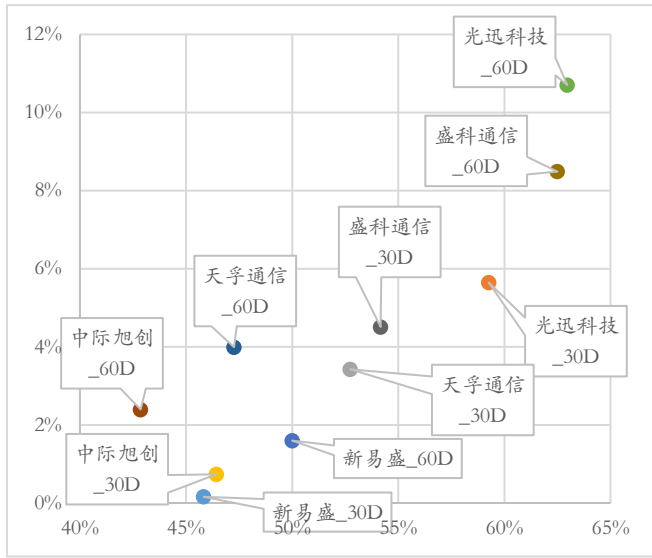


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 “甜区”策略在横向择股中的应用

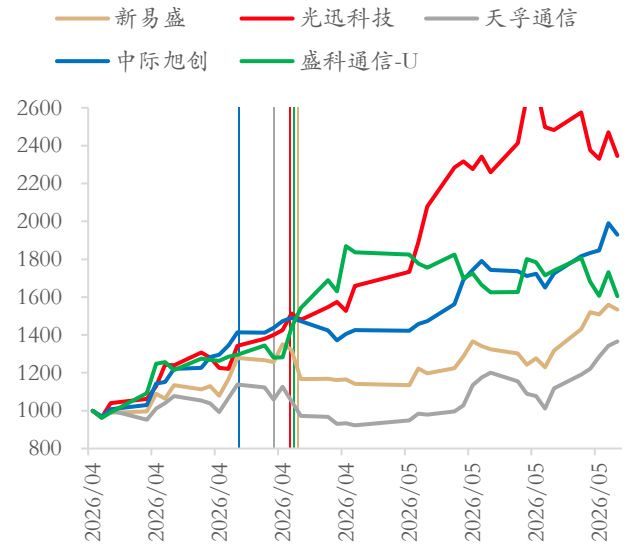
在实际应用中，如上的业绩比较方法论也可以用来进行细分行业或赛道内部的横向比较。如图 15 所示为主要 CPO 赛道股 2026 年一季报所在“业绩增速-超预期幅度”二维空间所对应的获得超额收益率的概率和期望相对超额，可见在 30 天和 60 天的时间截面上认为光迅科技会在更符合市场定价习惯的甜区上。在图 16 所示的 CPO 赛道内部股价表现中，可以发现右上角的高胜率且高赔率区域个股在一季报公布后有着更明显的个股 α 定价。

图表15: CPO 赛道内部个股超额收益期望胜率及赔率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表16: CPO 赛道内部个股股价表现 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4 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。

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，中邮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。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

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