

## 【专题报告】

## CANSLIM4.0 策略：叠加企业生命周期

## ❖ 前言

风格轮动是资本市场中一个常见的现象，它不可避免地影响着投资者的选股策略和偏好。通过对过去几年市场风格变化进行回顾，我们发现市场风格发生了2次大的转变，而最近一次发生于23年12月底。风格的变化，必然导致选股策略要发生一定的调整，本文旨在研究如何将企业的现金流量相关因子纳入到选股策略中以提升组合表现。

## ❖ 市场及 CANSLIM 策略历史复盘

我们发现当市场偏向大市值风格时，盈利因子的表现会更好，高盈利分组相对低盈利分组有明显超额；流动性因子虽然历史上表现很稳定，但容易受动量因子的影响，当动量因子表现强势时，流动性因子会表现不佳；动量因子与成长因子正相关，而与BP因子负相关。

CANSLIM 策略的超额收益更多来自于其选股能力，其在风格与行业上偏离带来的收益贡献不显著。

## ❖ 企业生命周期

成熟期企业组合相对其他生命周期组合在历史上更具有超额收益，2010年来成熟期企业组合年化收益9.5%，相对全A等权超额2.31%。过去15年中，有12年跑赢了指数。成熟期企业分组的个股偏好为：高盈利、低估值、低波动、低杠杆的中市值个股。

## ❖ 综合选股策略

CANSLIM 策略及红利策略分别叠加成熟期企业的筛选后，各个组合的历史收益均有提升。综合策略自2012年来，年化收益23.4%，基准（中证800）年化收益4.1%，年化超额收益19.3%。在过去13年中，策略仅2014年没有跑赢基准，其他年份均获得8个点以上超额收益。另外，2024年至今（5月31日）策略绝对收益15%，相对基准超额收益17%。在所有股票型与偏股混合型基金中排名160（排名3.69分位数）。

## ❖ 风险提示：

策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：秦玄晋

电话：021-20572522  
邮箱：qinxuanjin@hcyjs.com  
执业编号：S0360522080005

## 证券分析师：王小川

电话：021-20572528  
邮箱：wangxiaochuan@hcyjs.com  
执业编号：S0360517100001

## 相关研究报告

- 《2024年6月指数样本股调整预测》 2024-05-03
- 《AI+HI 系列(3): 人工智能在选股与ETF轮动上应用》 2024-03-14
- 《AI+HI 系列: GRU 网络在风格自适应中的创新与应用》 2023-09-05
- 《量化选股系列——机构情绪与个人情绪》 2023-09-05
- 《ChatGLM 助力量化选股》 2023-06-14
- 《人工智能助力量化投资——ChatGLM 介绍》 2023-06-14
- 《基于 canslim 与 FESC 的沪深 300 指数增强策略》 2023-03-07
- 《行业轮动系列——FESC 行业轮动投资框架 1.0》 2022-09-07
- 《CANSLIM 3.0 投资法——成长与价值轮动》 2022-06-17
- 《CANSLIM 2.0 投资法——华创金工大师系列成长型之一》 2021-10-16

## 投资主题

## 报告亮点

2024 年来 A 股市场波动非常显著，小微盘股在年初经历了大幅的调整，随着“国九条”新规的推出，市场对上市公司质量的要求越来越高，过去几年在 A 股市场非常奏效的量价选股策略表现均出现下滑，反之市场对基本面量化的关注越来越大。

本文采用经营活动现金流净流入 TTM、筹资活动现金流净流入 TTM、投资活动现金流净流入 TTM 指标来对个股进行划分生命周期，筛选处于成熟期的企业作为股票池，并叠加其他选股策略以期实现持续战胜基准的目标。

## 投资逻辑

市场风格的变化不可避免地影响着投资者的选股策略和偏好。今年来市场风格的变化导致基本面策略有效性增强。因此，本文旨在研究如何将企业现金流因子纳入到投资组合中，以更有效地指导投资决策。

# 目 录

一、 CANSLIM 策略历史表现回顾 .....	6
(一) 不同风格指数和风格收益近年的表现 .....	6
(二) CANSLIM 策略的历史风格暴露 .....	9
1、 历史业绩复盘 .....	9
2、 风格归因 .....	11
(三) CANSLIM 策略的历史行业暴露 .....	13
二、 企业生命周期 .....	16
(一) 现金流相关因子的测试 .....	16
(二) 企业生命周期理论 .....	17
1、 全市场分布 .....	18
2、 各分组历史表现 .....	19
3、 各分组风格特点 .....	20
三、 CANSLIM 策略叠加生命周期 .....	20
(一) 单策略分析 .....	21
1、 CANSLIM1.0 策略 .....	21
2、 CANSLIM2.0 策略 .....	23
(二) 红利策略 .....	24
(三) CANSLIM 叠加生命周期 .....	25
1、 历史回溯 .....	25
2、 最新个股名单 .....	29
四、 总结 .....	30
五、 风险提示 .....	30
六、 参考文献 .....	31

# 图表目录

图表 1	2017 年来风格轮动现象 .....	6
图表 2	高波动性 Barra 风格因子组合 .....	7
图表 3	动量、成长、BP 组合 .....	7
图表 4	BETA、杠杆组合 .....	7
图表 5	高收益 Barra 风格因子组合 .....	8
图表 6	动量、波动率、流动性因子组合 .....	8
图表 7	市值、盈利、估值因子组合 .....	8
图表 8	CANSLIM 策略历史业绩 .....	9
图表 9	CANSLIM 对比各大宽基历年收益 .....	10
图表 10	组合风格暴露 .....	11
图表 11	风格暴露对比 .....	12
图表 12	风格收益贡献 .....	12
图表 13	组合行业暴露 .....	13
图表 14	组合行业暴露 .....	14
图表 15	相对中证 800 行业偏离度 .....	14
图表 16	行业偏离超额收益 .....	15
图表 17	选股超额收益 .....	15
图表 18	现金流因子 IC 统计结果 .....	16
图表 19	各因子 group_20 收益统计 .....	17
图表 20	现金流划分企业生命周期 .....	18
图表 21	全市场分布时序图 .....	18
图表 22	全市场分布统计 .....	18
图表 23	不同生命周期个股分组历史超额净值 .....	19
图表 24	不同生命周期个股分组历史净值 .....	19
图表 25	不同生命周期分组历年收益 .....	19
图表 26	各分组风格特点 .....	20
图表 27	CANSLIM1.0 策略叠加成熟期前后净值对比 .....	22
图表 28	历年收益 .....	22
图表 29	CANSLIM2.0 策略叠加成熟期前后净值对比 .....	23
图表 30	历年收益 .....	23
图表 31	红利策略叠加成熟期前后净值对比 .....	24
图表 32	历年收益 .....	25
图表 33	CANSLIM4.0 策略架构 .....	25

图表 34	综合策略净值.....	26
图表 35	策略风险收益.....	26
图表 36	行业分布.....	27
图表 37	市值分布—百亿.....	28
图表 38	综合策略风格暴露.....	28
图表 39	最新个股名单.....	29

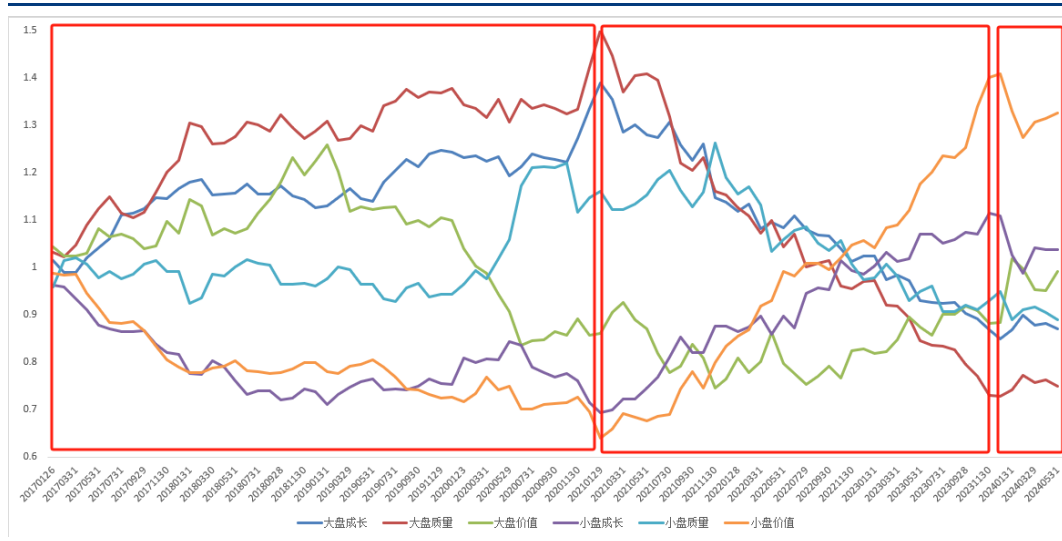
## 一、CANSLIM 策略历史表现回顾

### (一) 不同风格指数和风格收益近年的表现

市场风格轮动策略在 A 股市场一直受到投资者的密切关注。近年来，A 股市场经历了两次显著的风格轮动，分别在 2021 年 2 月和 2023 年 12 月。在 2021 年 2 月之前，市场偏好主要集中在大盘成长型和大盘质量型股票。然而，自 2021 年 2 月之后，市场风格逐渐向小盘股倾斜，其中小盘价值型和小盘成长型股票连续超过两年展现出超额收益。

进入 2023 年 12 月，市场风格再次出现转变。在过去两年表现突出的小盘股遭遇了显著的回调，而大盘股则重新受到市场的青睐。特别是大盘价值型股票，其表现尤为突出，实现了显著的超额回报。

图表 1 2017 年来风格轮动现象



资料来源：通联数据, wind, 华创证券

风格轮动是资本市场中一个常见的现象，它不可避免地影响着投资者的选股策略和偏好。对于量化投资者而言，风格因子的收益表现是他们密切关注的关键指标。下面我们将采用 Barra 风格因子作为代表，对过去几年 A 股市场的风格因子的组合收益进行回顾与分析。

以下图表展示了自 2017 年以来 Barra 风格因子组合的累计收益情况。为与前文的分析框架相衔接，我们将风格因子组合的演变划分为三个关键时期：2017 年至 2021 年 2 月、2021 年 2 月至 2023 年 12 月，以及 2023 年 12 月至今。

经过对超过六年的数据进行深入分析，我们识别出两大类风格因子组合：

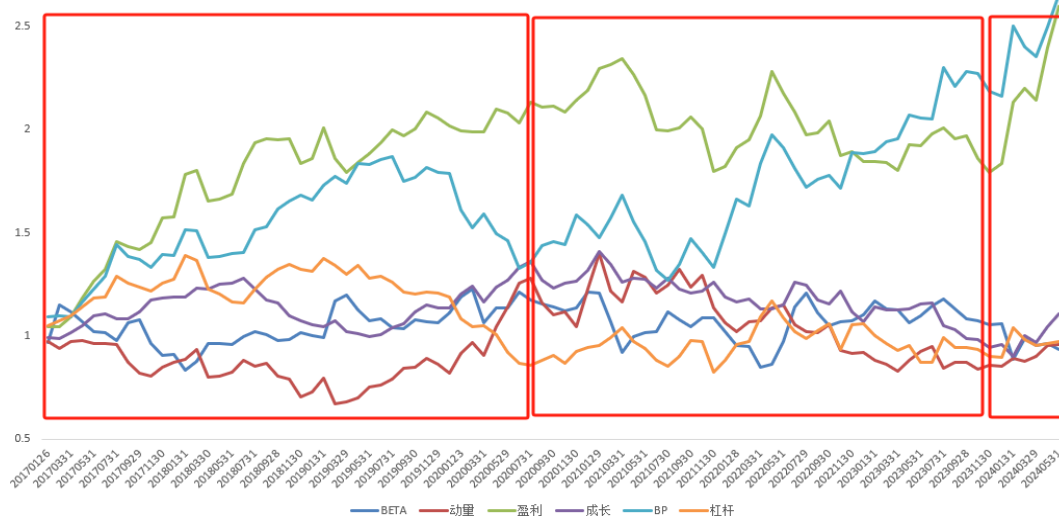
**高波动性因子组合：**这些因子组合在长期内表现出较大的波动性，包括 Beta 因子、动量因子、盈利因子、成长因子、账面市值比（BP）因子以及杠杆因子。这些因子组合在历史表现中显示出较大的波动性，这可能意味着它们对市场情绪和宏观经济因素更为敏感。

值得注意的是，波动性较大的因子组合并不总是意味着历史表现持续不佳，它们可能在某些市场环境下提供超额回报。

**高收益因子组合：**包括市值因子、非线性市值因子、流动性因子和波动率因子。这些因子组合在长期内实现了较为显著的累计收益，显示出较低的波动性和较高的收益稳定性。

这些因子的稳定性和收益潜力相比第一类因子会更佳。

图表 2 高波动性 Barra 风格因子组合

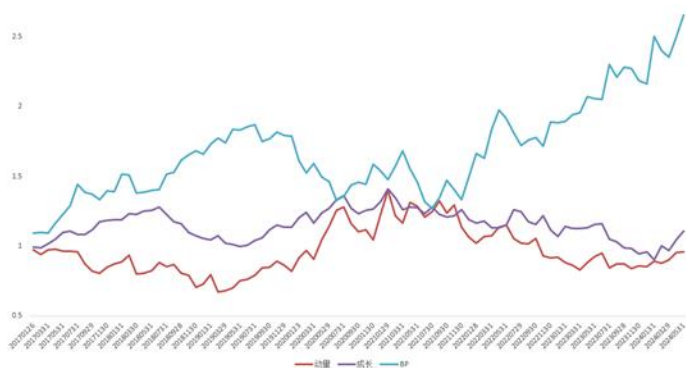


资料来源：通联数据, wind, 华创证券

在第一阶段，即 2017 年至 2021 年 2 月期间，市场偏好大盘成长型和大盘质量型股票，盈利因子组合表现尤为突出。在这一时期，高盈利能力的股票显示出能够长期稳定地实现超额收益的能力。这一现象与市场主流认知相一致，即在 2021 年之前，投资者普遍认为投资于 A 股市场的“核心资产”，如上证 50 和沪深 300 指数中的蓝筹股，能够带来显著的超额回报。

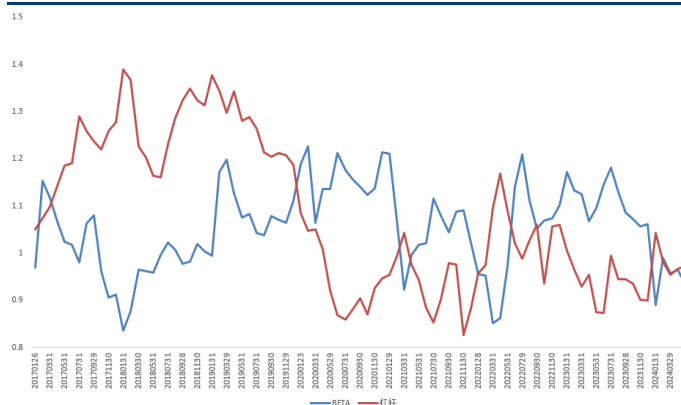
进入第二阶段，即 2021 年 2 月至 2023 年 12 月期间，小盘价值型和小盘成长型股票成为市场的主导力量。在这一阶段，盈利因子组合经历了显著的回撤，然而，当市场在 2023 年 12 月再次转向大盘风格时，盈利因子组合重新展现出其超额收益的潜力。

图表 3 动量、成长、BP 组合



资料来源：wind, 华创证券

图表 4 BETA、杠杆组合



资料来源：wind, 华创证券

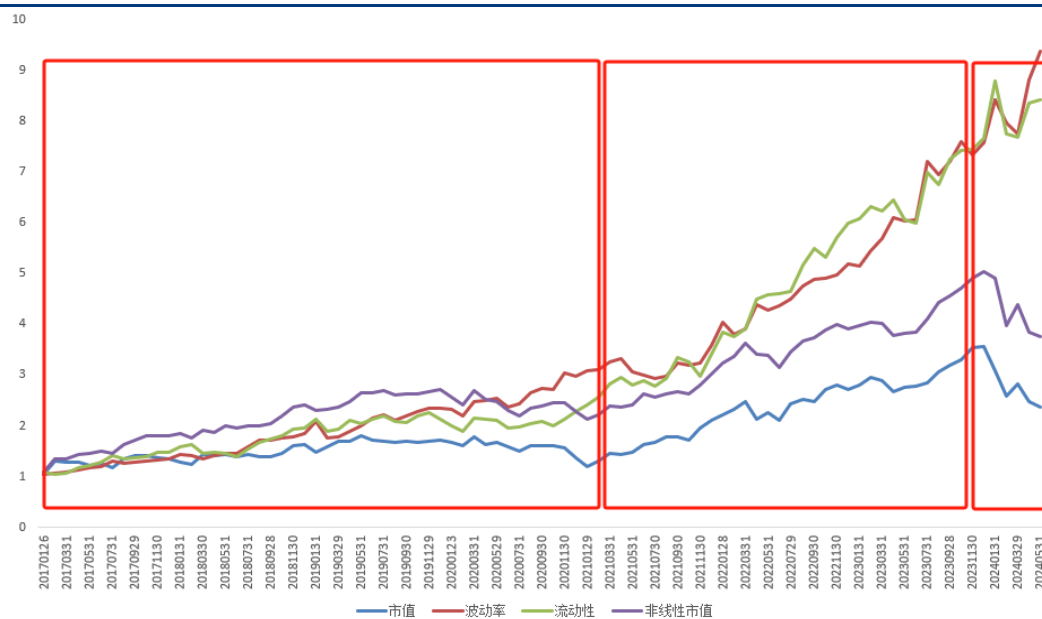
纵观整个时间区间，我们可以观察到动量因子和账面市值比（BP）因子的表现呈现出一定的负相关性，而与成长因子的表现则显示出较为同步的趋势（参见图表 3）。

在第一阶段，即 2017 年至 2021 年 2 月期间，动量因子和成长因子组合的走势呈现出先下降后上升的模式。与此同时，BP 因子组合则表现出相反的趋势，即先上升后下降。

进入第二阶段，即 2021 年 2 月至 2023 年 12 月期间，这三个因子组合均显示出震荡的走势。然而，自 2021 年 7 月开始，市场出现了分化：高 BP 因子组合，即那些被市场低估的股票，开始持续展现出稳定的超额收益。与此同时，动量因子组合和成长因子组合则经历了长达一年半的调整期，动量因子和成长因子在此期间均逐渐失效。直到 2024 年 1 月，即第三阶段开始时，动量因子和成长因子组合才出现了明显的反转迹象。

另外，BETA 因子与杠杆因子组合虽然在过去历史中阶段性出现过一定超额收益，但长期来看两者非常不稳定。尤其在 2021 年之后，两者的因子组合净值基本都围绕在 1 附近波动（图表 4）。

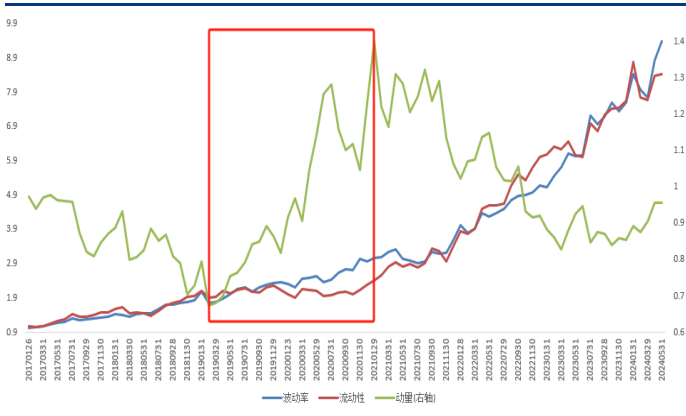
图表 5 高收益 Barra 风格因子组合



资料来源：通联数据, wind, 华创证券

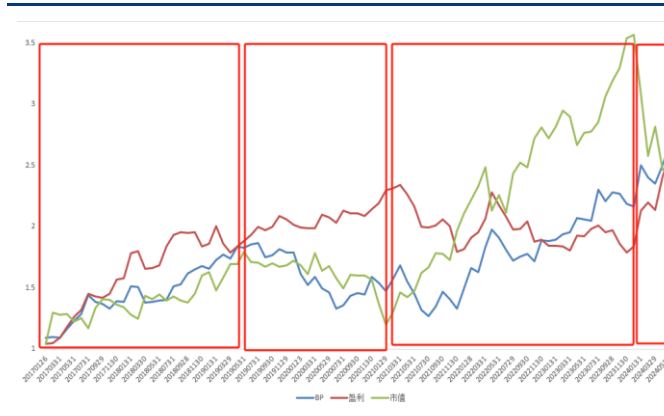
上图可以看出，波动率因子分组和流动性因子分组之间的历史走势存在一定相关性，在过去六年中，这两个因子组合的表现显示出了高度的稳定性。低波动率和低流动性分组的个股相对于高波动率及高流动性分组的个股，展现出了持续且稳定的超额收益。

图表 6 动量、波动率、流动性因子组合



资料来源：通联数据, wind, 华创证券

图表 7 市值、盈利、估值因子组合



资料来源：通联数据, wind, 华创证券

进一步的对比分析显示，在动量因子表现较为有效的阶段，即 2019 年至 2021 年期间，

流动性因子经历了一定程度的回撤（参见图表6）。与此同时，波动率因子在这一时期内表现出了较强的稳定性，基本未受到动量因子波动的显著影响。这表明波动率因子具有一定的独立性，即使在动量驱动的市场环境中仍保持相对稳定的表现。

此外，2024年年初，波动率因子和流动性因子的组合均出现了较大的回撤。这一现象与市场小微盘股的大幅调整和大盘股相对稳定的表现为背景。考虑到小盘股通常具有较低的流动性和波动率，这种市场动态可能导致了这两个因子组合的回撤。

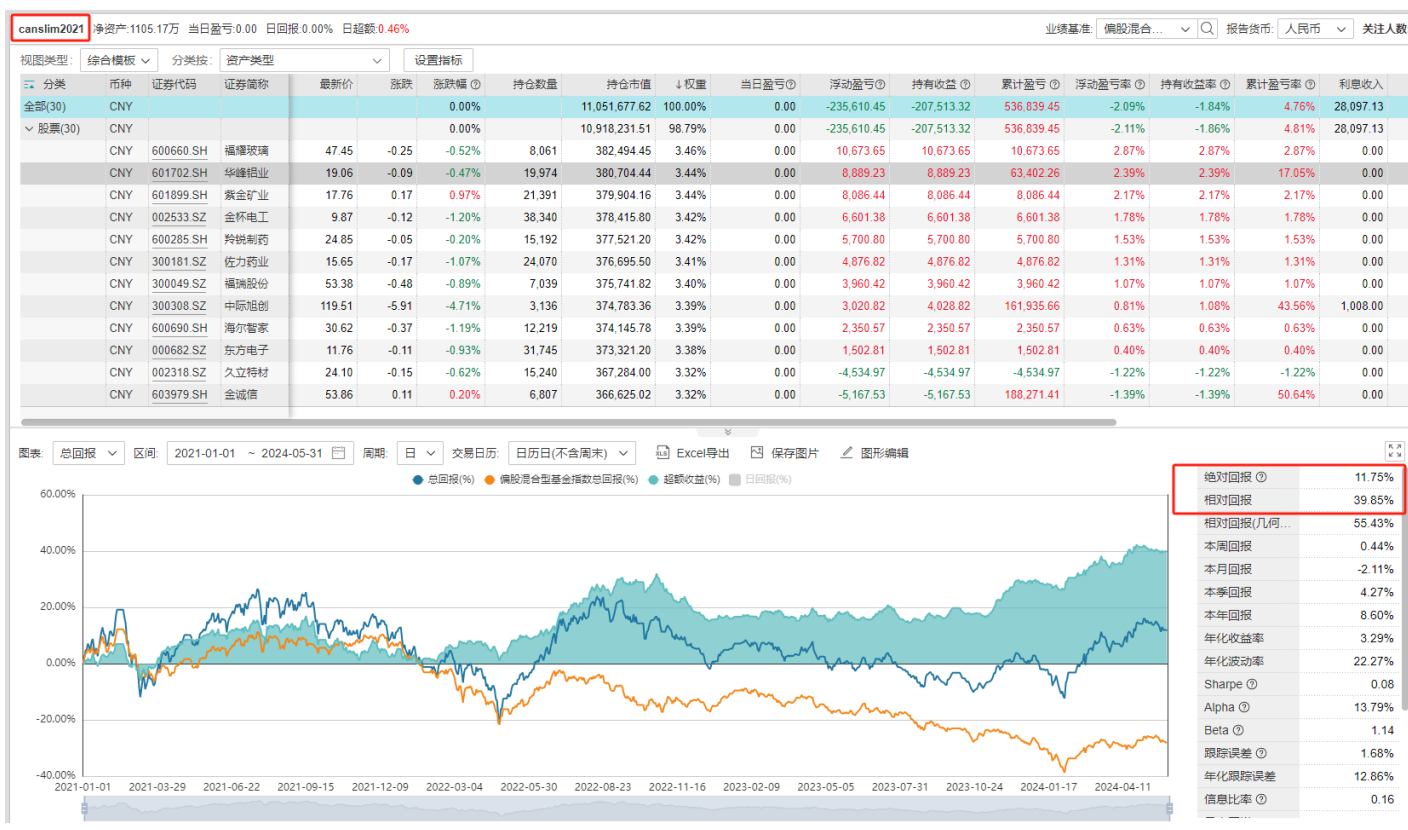
过去六年市值因子经历了三次显著的转折点，分别在2019年5月、2021年2月、2023年12月。通过对比分析，我们发现2024年之前市值因子组合与BP因子组合表现出高度的相关性，两者在市场趋势上呈现出同向变动的特点。而进入2024年之后两者表现出现了明显的分化。这种变化可以归因于市场主线的转变，即市场开始更加青睐以“中字头”为代表的国企、央企等高股息高分红的个股。与此同时，小微盘股遭到市场的抛弃。市值因子与盈利因子的关系则较为复杂和不稳定，但当市场风格转向偏好大市值股票时，高盈利因子组合相对于低盈利因子组合，展现出了一定的超额收益。在大市值股票受到市场追捧的背景下，盈利能力较强的公司更容易获得投资者的青睐。

## （二）CANSLIM策略的历史风格暴露

通过上文对市场过去几年的复盘，我们对近年来表现出色的CANSLIM策略也进行复盘，对其过去几年的超额收益进行拆解，分析组合的收益来源。

### 1、历史业绩复盘

图表8 CANSLIM策略历史业绩



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 展示了自 2021 年以来 CANSLIM 策略的业绩走势。CANSLIM 策略自 2019 年 10 月成立以来，其表现一直受到市场的关注。投资者可以通过 Wind 组合管理搜索工具查询其详细情况。

回顾近年来的 A 股市场，我们注意到在经历了 2019-2020 年的牛市之后，市场出现了显著的调整。具体来看，大盘指数如上证 50 和沪深 300 分别累计下跌了 32.5% 和 31.42%。与此同时，小盘股指数中证 500 和中证 1000 的下跌幅度分别为 18.19% 和 22.46%。在这一市场环境下，仅有红利指数实现了正向增长，累计涨幅达到 24.56%。

在这一背景下，CANSLIM 策略自 2021 年至今（截至 6 月 7 日）的涨幅达到了 11.75%，这一表现显著超越了除红利指数以外的其他宽基指数。当我们进一步考虑牛市期间的收益情况，CANSLIM 策略以 100.1% 的累计收益大幅领先于所有宽基指数，显示出其卓越的市场适应能力和收益潜力。

图表 9 CANSLIM 对比各大宽基历年收益

证券代码	证券简称	2020 年至今 涨跌幅	2021 年至今 涨跌幅	2024 年至今 涨跌幅	2023 年涨 跌幅	2022 年涨 跌幅	2021 年涨 跌幅	2020 年涨 跌幅
<b>CANSLIM 策略</b>	<b>CANSLIM 策略</b>	<b>100.10</b>	<b>11.75</b>	<b>7.35</b>	<b>2.08</b>	<b>-10.64</b>	<b>12.80</b>	<b>81.96</b>
399296.SZ	创成长	79.18	-39.02	-3.91	-26.17	-28.79	20.71	97.14
399673.SZ	创业板 50	70.08	-40.29	-4.21	-24.00	-29.83	16.88	88.74
399088.SZ	深创 100	64.03	-36.25	-0.71	-12.67	-28.57	2.93	59.75
<b>885001.WI</b>	<b>偏股混合型基金指数</b>	<b>61.58</b>	<b>-28.53</b>	<b>-2.81</b>	<b>-13.52</b>	<b>-21.03</b>	<b>7.68</b>	<b>55.91</b>
399295.SZ	创价值	49.76	-39.01	-5.48	-11.66	-26.29	-0.91	62.39
399102.SZ	创业板综	45.89	-28.87	-12.92	-5.41	-26.77	17.93	47.85
399006.SZ	创业板指	42.43	-39.96	-5.83	-19.41	-29.37	12.02	64.96
399330.SZ	深证 100	39.67	-39.83	-0.16	-17.36	-26.13	-1.27	49.58
000009.SH	上证 380	34.58	-10.72	0.02	-7.09	-17.46	16.39	20.74
881001.WI	万得全 A	33.55	-20.08	-5.07	-5.19	-18.66	9.17	25.62
399107.SZ	深证 A 指	32.49	-27.95	-8.64	-6.97	-21.94	8.62	35.25
399106.SZ	深证综指	32.45	-27.91	-8.63	-6.97	-21.92	8.62	35.20
746059.MI	MSCI 中国 A50 互联互通	31.26	-29.81	9.22	-16.27	-20.64	-3.29	38.43
399101.SZ	中小综指	31.18	-24.39	-9.48	-8.47	-20.06	14.17	31.55
<b>000015.SH</b>	<b>红利指数</b>	<b>30.02</b>	<b>24.56</b>	<b>15.53</b>	<b>2.67</b>	<b>-2.42</b>	<b>7.62</b>	<b>-5.69</b>
399001.SZ	深证成指	27.84	-36.04	-2.82	-13.54	-25.86	2.67	38.73
399303.SZ	国证 2000	27.49	-11.63	-16.41	-1.16	-17.20	29.19	16.87
932000.CSI	中证 2000	25.11	-11.10	-21.51	5.57	-14.77	25.89	15.39
<b>000905.SH</b>	<b>中证 500</b>	<b>24.97</b>	<b>-18.19</b>	<b>-4.06</b>	<b>-7.42</b>	<b>-20.31</b>	<b>15.58</b>	<b>20.87</b>
399311.SZ	国证 1000	24.33	-27.57	1.29	-10.44	-21.34	1.50	27.54
399005.SZ	中小 100	23.13	-39.33	-3.81	-17.98	-26.49	4.62	43.91
000002.SH	上证 A 指	22.49	-12.13	2.56	-3.68	-15.10	4.78	13.91
000001.SH	上证指数	22.35	-12.14	2.57	-3.70	-15.13	4.80	13.87
000906.SH	中证 800	20.02	-28.64	1.96	-10.37	-21.32	-0.76	25.79

830009.XI	富时中国 A50	19.80	-29.72	8.18	-11.54	-17.16	-11.34	23.10
<b>000300.SH</b>	<b>沪深 300</b>	<b>18.72</b>	<b>-31.42</b>	<b>4.17</b>	<b>-11.38</b>	<b>-21.63</b>	<b>-5.20</b>	<b>27.21</b>
<b>000852.SH</b>	<b>中证 1000</b>	<b>16.33</b>	<b>-22.46</b>	<b>-12.46</b>	<b>-6.28</b>	<b>-21.58</b>	<b>20.52</b>	<b>19.39</b>
000010.SH	上证 180	15.45	-26.43	5.94	-9.83	-18.77	-5.19	20.36
000016.SH	上证 50	7.16	-32.50	5.64	-11.73	-19.52	-10.06	18.85
000903.SH	中证 100	7.07	-36.34	4.54	-12.64	-22.07	-10.55	24.09
931643.CSI	科创创业 50	1.65	-45.61	-6.86	-18.83	-28.32	0.37	86.90
000688.SH	科创 50	-26.21	-47.03	-13.39	-11.24	-31.35	0.37	39.30

资料来源: wind, 华创证券

## 2、风格归因

截至 2021 年, 市场上共有 2837 只主动型公募基金产品。自 2021 年至今 (截至 6 月 7 日), 这些公募基金的涨幅中位数为-25%。

在这一背景下, CANSLIM 策略以 11.75% 的涨幅表现出色, 其排名为第 174 位, 位于所有主动型公募基金产品中的前 6.13% 分位数。这一表现不仅显著超越了公募基金的平均表现, 也突显了 CANSLIM 策略在市场波动中的稳健性和收益潜力。

延续上文中对市场表现的分析方法, 我们选择采用 Barra 风格因子模型来进一步剖析 CANSLIM 策略的持仓。

图表 10 组合风格暴露

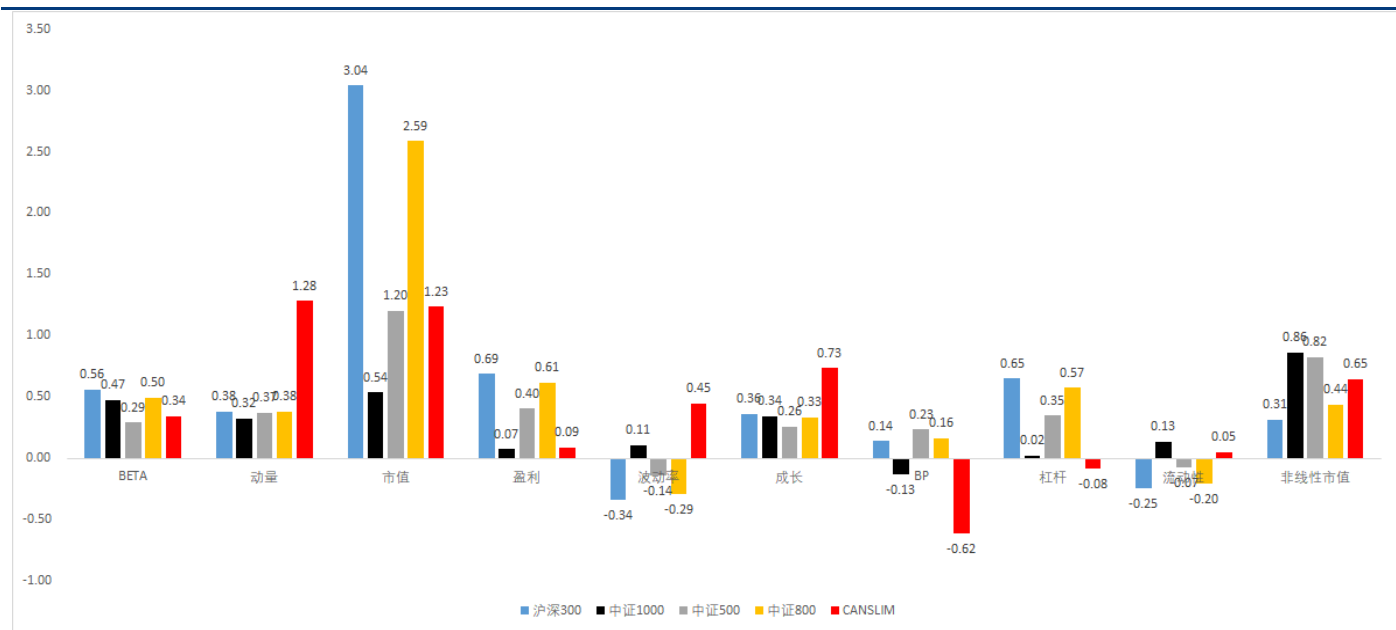
	统计指标	BETA	动量	市值	盈利	波动率	成长	BP	杠杆	流动性	非线性市值
沪深 300	均值	0.56	0.38	3.04	0.69	-0.34	0.36	0.14	0.65	-0.25	0.31
	中位数	0.68	0.27	3.05	0.63	-0.39	0.36	0.15	0.64	-0.23	0.31
	标准差	0.74	0.38	0.07	0.23	0.34	0.05	0.17	0.07	0.19	0.05
中证 1000	均值	0.47	0.32	0.54	0.07	0.11	0.34	-0.13	0.02	0.13	0.86
	中位数	0.50	0.32	0.55	0.10	0.14	0.34	-0.16	0.05	0.14	0.86
	标准差	0.19	0.24	0.06	0.08	0.15	0.04	0.11	0.06	0.09	0.05
中证 500	均值	0.29	0.37	1.20	0.40	-0.14	0.26	0.23	0.35	-0.07	0.82
	中位数	0.23	0.33	1.20	0.42	-0.18	0.26	0.26	0.36	-0.09	0.82
	标准差	0.22	0.26	0.05	0.09	0.09	0.03	0.12	0.06	0.06	0.05
中证 800	均值	0.50	0.38	2.59	0.61	-0.29	0.33	0.16	0.57	-0.20	0.44
	中位数	0.55	0.28	2.59	0.60	-0.34	0.34	0.17	0.58	-0.19	0.43
	标准差	0.59	0.34	0.05	0.18	0.24	0.04	0.15	0.05	0.14	0.04
CANSLIM	均值	0.34	1.28	1.23	0.09	0.45	0.73	-0.62	-0.08	0.05	0.65
	中位数	0.09	1.34	1.23	0.09	0.43	0.75	-0.65	-0.09	0.07	0.66
	标准差	0.83	0.30	0.25	0.20	0.18	0.12	0.15	0.17	0.12	0.08

资料来源: wind, 华创证券, 2018 年至今 (5 月 31 日)

通过对比 2018 年来策略每期持仓的风格暴露与四大宽基指数风格暴露, 策略的 BETA 暴露均值 0.34 与中证 500 的 BETA 暴露均值接近, 市值暴露 1.23 同样接近中证 500 的市值暴露 1.2, 反映出策略倾向于投资于中等市值的股票, 与中证 500 的市场定位相一致。非

线性市值的暴露介于中证 800 (0.44) 与中证 500 (0.82) 之间。

图表 11 风格暴露对比

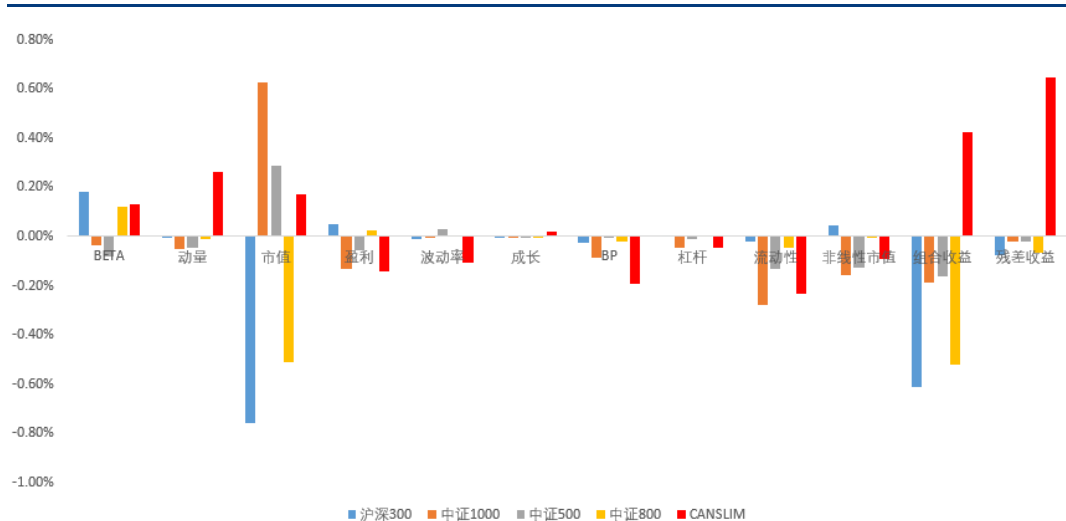


资料来源: wind, 华创证券

策略在动量风格与成长风格上的暴露显著高于宽基指数, 这与策略构建的初衷高度一致。策略偏好选择具有较大动量的股票, 这导致其波动率也相应地高于宽基指数, 显示出策略具有较大的弹性。

另一方面, 策略在盈利和账面市值比(BP)上的暴露明显低于沪深 300 与中证 500 指数。这一点归因于策略更注重个股的成长潜力和动量表现, 而非仅仅基于盈利能力和估值水平。这种选择可能使得策略在某些市场环境下能够捕捉到高增长机会, 但也可能因为忽视了盈利和估值因素而面临较高的风险。值得注意的是, 盈利上的暴露为 0.09 略高于中证 1000 指数, 说明组合的盈利暴露非常偏小。

图表 12 风格收益贡献



资料来源: wind, 华创证券

图表 12 表示策略在每个风格上的收益，组合收益对比各大宽基指数的超额收益非常明显，但从分析的结果来看对组合有正贡献的风格并不多，组合的超额收益都来自于残差部分的收益，这里的残差表述并不十分恰当，因为从 barra 模型的公式来看，除 10 种风格因子外还有市场和行业部分。

10 种风格中对组合有正贡献的有：beta、动量、市值、成长，其中动量的贡献最大。成长对于组合的收益贡献小于预期，但相比于成长在各大宽基中的贡献为负，还是有一定超额。流动性因子、BP 因子、盈利因子的负贡献最大，其中 BP 因子在各大宽基上的贡献同样为负，盈利因子在沪深 300 和中证 800 上的贡献为正。

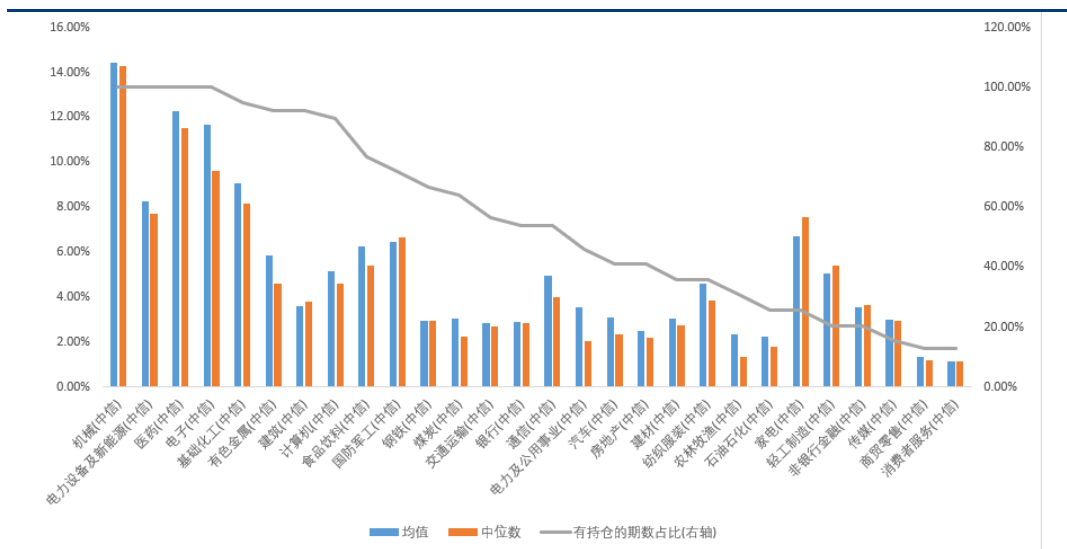
### （三）CANSLIM 策略的历史行业暴露

图表 13 组合行业暴露

一级行业	均值	中位数	有暴露的期数占比
机械(中信)	14.41%	14.29%	100.00%
电力设备及新能源(中信)	8.27%	7.69%	100.00%
医药(中信)	12.30%	11.54%	100.00%
电子(中信)	11.66%	9.62%	100.00%
基础化工(中信)	9.04%	8.16%	94.87%
有色金属(中信)	5.83%	4.60%	92.31%
建筑(中信)	3.60%	3.77%	92.31%
计算机(中信)	5.16%	4.62%	89.74%
食品饮料(中信)	6.28%	5.41%	76.92%
国防军工(中信)	6.45%	6.63%	71.79%
钢铁(中信)	2.93%	2.94%	66.67%
煤炭(中信)	3.03%	2.22%	64.10%
交通运输(中信)	2.87%	2.69%	56.41%
银行(中信)	2.91%	2.86%	53.85%
通信(中信)	4.96%	4.00%	53.85%
电力及公用事业(中信)	3.56%	2.06%	46.15%
汽车(中信)	3.11%	2.37%	41.03%
房地产(中信)	2.47%	2.20%	41.03%
建材(中信)	3.05%	2.73%	35.90%
纺织服装(中信)	4.61%	3.85%	35.90%
农林牧渔(中信)	2.33%	1.36%	30.77%
石油石化(中信)	2.22%	1.80%	25.64%
家电(中信)	6.70%	7.55%	25.64%
轻工制造(中信)	5.05%	5.42%	20.51%
非银行金融(中信)	3.53%	3.65%	20.51%
传媒(中信)	2.99%	2.94%	15.38%
商贸零售(中信)	1.36%	1.18%	12.82%

消费者服务(中信)	1.15%	1.15%	12.82%
资料来源: wind, 华创证券			

图表 14 组合行业暴露

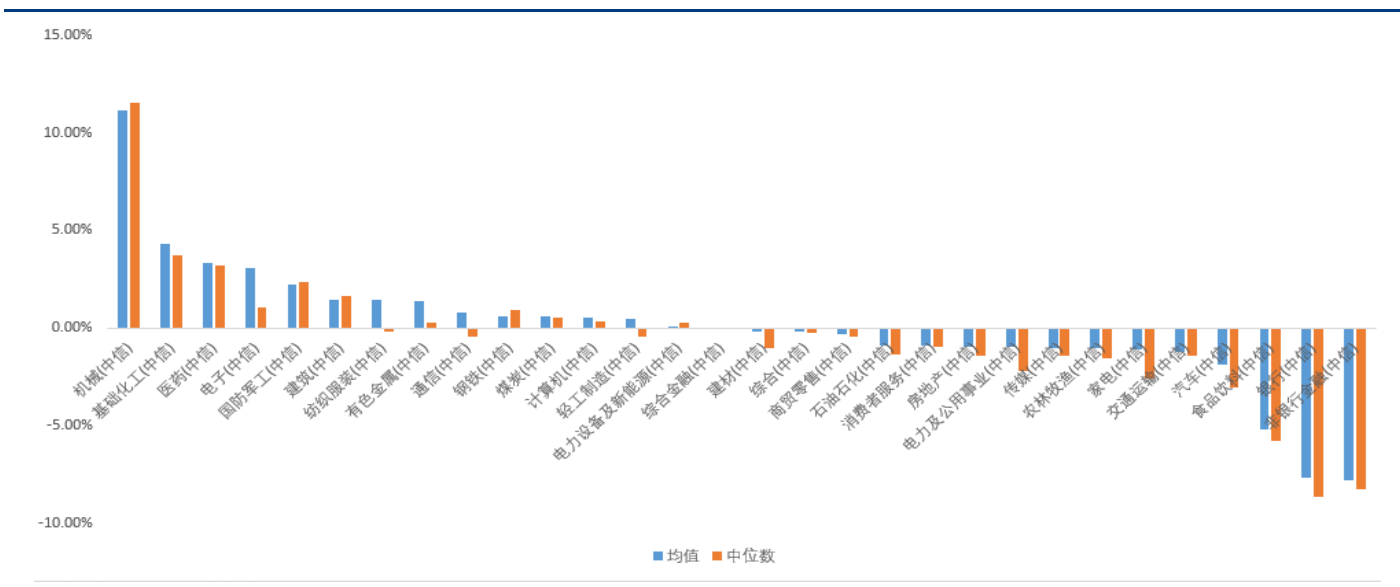


资料来源: wind, 华创证券

自 2021 年以来, 结果显示, 机械、电力设备及新能源、医药、电子这四个行业在每期均有个股入选策略持仓。其次, 基础化工、有色金属、建筑、计算机这四个行业的入选期数占比超过了 80%。相比之下, 消费者服务、商贸零售、传媒、非银金融、轻工制造这些行业的入选期数占比相对较低, 不足 25%。另外, 综合与综合金融并没有个股入选过。

平均持仓占比来看, 机械、医药、电子的平均占比最大, 均超过 10%; 基础化工、电力设备及新能源平均持仓占比为: 9.04%、8.27%。另外, 消费者服务、商贸零售、石油石化、农林牧渔、房地产、交通运输历史平均持仓占比最小。

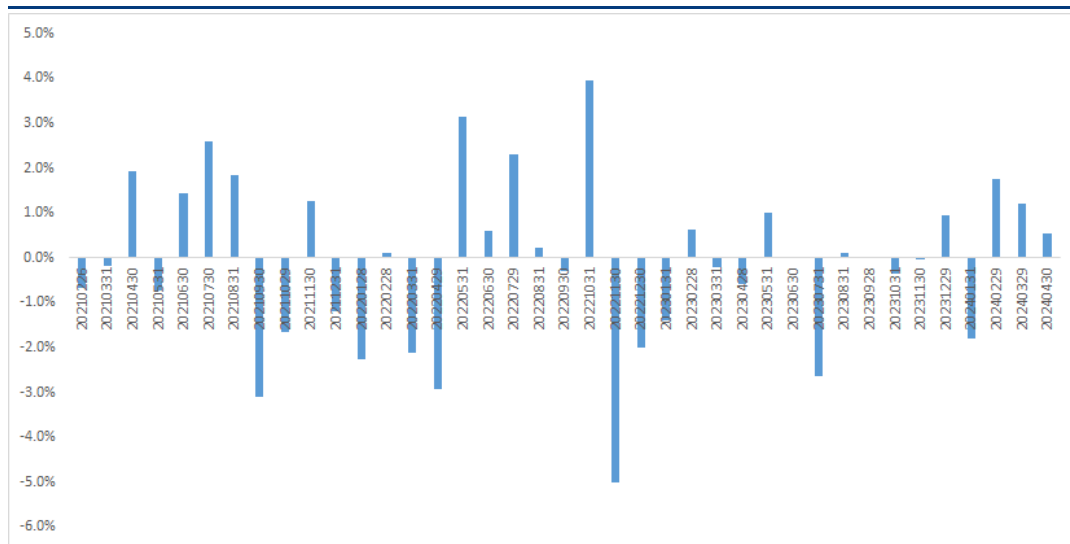
图表 15 相对中证 800 行业偏离度



资料来源: wind, 华创证券

上图表示组合相对中证 800 指数每期的行业偏离度，可以发现策略平均持仓大的几个行业的偏离度也较大：机械、电子、医药、基础化工等，其中机械行业的平均偏离度最大为：11.16%，其次基础化工行业的平均偏离度为 4.32%，医药行业的平均偏离度为 3.32%。

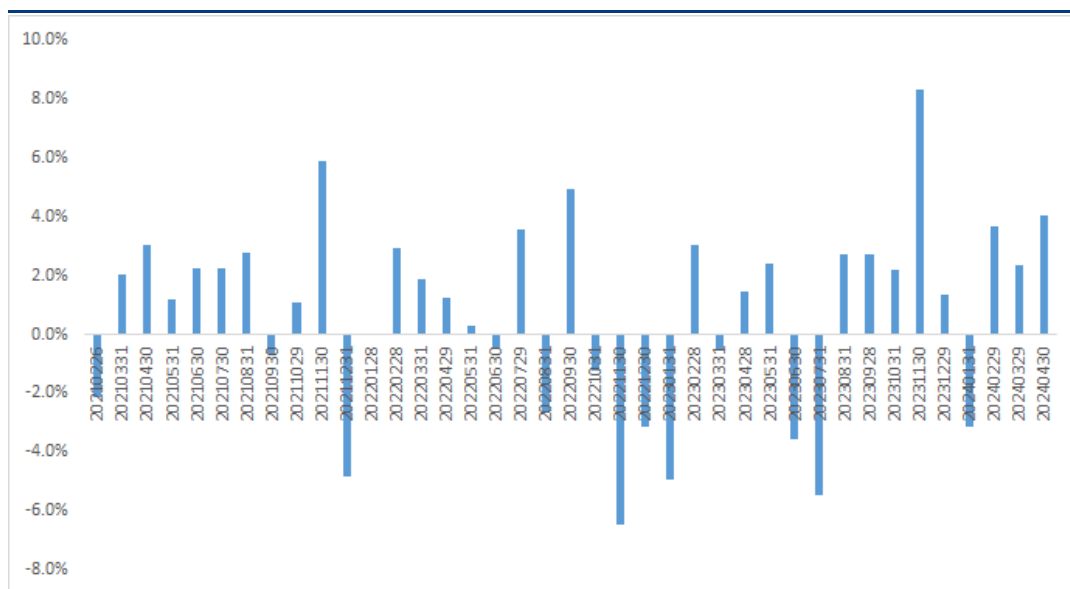
图表 16 行业偏离超额收益



资料来源：wind, 华创证券

上图表示每期行业偏离的总超额收益，平均每期的行业偏离的超额收益接近为 0 (0.0069%)，表明在长期内，策略的行业偏离并没有带来显著的超额收益。单期最大超额收益为 3.95%，最小超额为-4.9%，超额大于 0 的占比为 51.3%。

图表 17 选股超额收益



资料来源：wind, 华创证券

选股超额收益来看，平均每期选股带来的超额收益为 0.57%，中位数为 1.13%，表明长期来看策略的选股能力非常优秀。单期最大超额收益为 8.29%，最小超额收益为-6.4%，超额大于 0 的占比为 64.1%。

## 二、企业生命周期

2024年证券市场推出的“国九条”新规，明确了提升上市公司质量的监管重点，并通过一系列针对性措施予以落实。这些措施涵盖了加强对信息披露和公司治理的监管，以确保财务报告的透明度和准确性；强化内部控制体系，提升独立董事的监督作用；完善股份减持规则，规范大股东的减持行为，遏制不当利益输送；鼓励公司通过股份回购和注销提升投资价值，聚焦核心业务，增强发展质量；加强发行承销环节的监管，整顿市场乱象；加大退市制度的执行力度，确保市场进出有序；监管证券基金机构，促进行业的健康增长；加强交易监管，保障市场稳定；以及通过法治建设和提高违法成本，形成推动资本市场高质量发展的协同效应，维护投资者的合法权益。

在“国九条”新规的启发下，结合近年来市场风格演变及 CANSLIM 投资组合的表现分析，我们对策略进行了深入的升级，旨在整合更丰富的基本面分析维度。在评估上市公司的质量时，现金流的健康状况被视为一项核心指标。稳定的现金流不仅是企业持续增长的基础，也是持续分红能力的保障。因此，在选股过程中，我们也应分析企业的现金流量表，确保其能够持续生成稳定的现金流，并拥有充足的自由现金流以支持分红政策。

### （一）现金流相关因子的测试

本部分我们对现金流量表中常用的几个因子及其衍生因子进行测试，具体结果如下：

#### ● IC 测试结果

图表 18 现金流因子 IC 统计结果

	平均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值	绝对值均值	大于 0 占比	年化 IC_IR	IC 的 t 统计量
投资活动现金净流入_ttm_环比	0	0.019	-0.065	-0.009	-0.001	0.01	0.05	0.01	0.47	0.08	0.26
投资活动现金净流入_单季度同比	0	0.022	-0.059	-0.013	0	0.02	0.06	0.02	0.50	0.03	0.10
投资活动现金净流入_ttm_环比	-0.002	0.020	-0.052	-0.016	-0.003	0.01	0.07	0.02	0.45	-0.28	-0.98
投资活动现金净流入_单季度同比	0	0.025	-0.06	-0.018	-0.001	0.02	0.08	0.02	0.47	-0.06	-0.20
经营活动现金净流入_ttm_环比	0.009	0.021	-0.058	-0.007	0.009	0.02	0.07	0.02	0.64	1.46	5.07
经营活动现金净流入_单季度同比	0.01	0.021	-0.046	-0.005	0.011	0.03	0.05	0.02	0.70	1.71	5.95

资料来源：wind, 华创证券

上图表示三个现金流量因子构建的六个因子的单因子测试结果，仅经营活动现金净流入相关的因子检验结果显著，经营活动现金净流入单季度同比和 ttm 环比因子的 IC 均值都大于 0，大于 0 的月份占比均超过 60%，年化 IC\_IR 均大于 1。其他几个因子的检验结果均不显著。

#### ● 分组测试结果

图表 19 各因子 group\_20 收益统计

因子	年化收益	年化波动率	最大回撤	夏普比率	年化超额收益	相对收益年化波动率	相对收益最大回撤	信息比率	换手率
筹资活动现金净流入_ttm_环比	8.93%	0.28	-54%	0.45	0.1%	0.04	-13.2%	0.05	9.28
筹资活动现金净流入_单季度同比	7.65%	0.29	-59%	0.40	-0.7%	0.05	-19.8%	-0.20	8.92
投资活动现金净流入_ttm_环比	10.51%	0.27	-44%	0.51	1.5%	0.05	-10.3%	0.37	9.52
投资活动现金净流入_单季度同比	9.01%	0.27	-47%	0.46	-0.1%	0.05	-17.7%	0.07	9.14
经营活动现金净流入_ttm_环比	8.32%	0.30	-57%	0.42	0.1%	0.05	-15.4%	-0.08	8.81
经营活动现金净流入_单季度同比	9.73%	0.29	-53%	0.47	1.3%	0.05	-5.9%	0.24	8.94

资料来源: wind, 华创证券

上图表展示了现金流因子多头组的收益情况对比, 分析结果显示, 各现金流因子多头组合的表现并不突出, 相对于市场基准的超额收益极为有限。此外, 组合的夏普比率也处于较低水平。鉴于传统因子选股方法在现金流相关因子上的应用效果并不显著, 我们认为有必要探索其他选股方法。

## (二) 企业生命周期理论

Victoria Dickinson (2010) 提出了一种利用经营现金流、投资现金流和融资现金流的正负性来识别企业所处生命周期阶段的方法, 该方法不受单一变量或复合度量所固有的分布假设影响, 提供了一个简洁但稳健的生命周期阶段指标。他指出现金流模式能够有效地反映企业在盈利能力、增长率、风险等方面的差异, 进而可映射到不同生命周期阶段(引入期、成长期、成熟期、震荡期(shake-out)、衰退期)。

他不仅验证了基于现金流模式的生命周期阶段与经济理论的一致性, 而且还与以往研究中使用的代理(如 Anthony 和 Ramesh 的度量和企业年龄)进行了比较。研究发现, 净资产收益率(RNOA)在不同生命周期阶段的分布与现金流模式代理的结果一致; 成熟阶段的企业显示出最高的盈利能力, 并且这种盈利能力具有持续性。

他还探讨了生命周期信息对股票市场表现的影响, 发现市场参与者可能低估了成熟企业的盈利持续性, 导致成熟企业在生命周期阶段分配后的一年内获得正的超额回报。基于生命周期的分类, 他发现结合账面市值比(B/M)和成熟生命周期阶段的筛选, 可能识别出具有潜在超额回报的投资机会。

我们参考 Dickinson 对现金流划分企业生命周期的方式, 对 A 股市场的上市公司进行区分, 具体划分方式参考下图(图表 20):

企业在引入期由于刚刚起步, 净经营活动现金流和净投资活动现金流为负、净筹资活动现金流为正; 在成长期企业的成长机会多着重发展扩张以占领市场通常其投资量大因而净经营活动现金流为正、净投资活动现金流为负、净筹资活动现金流为正; 企业进入成熟期后, 其累计利润不断增加但因成长机会减少投资强度也减弱, 该阶段净经营活动现金流仍为正但盈利能力下降净投资活动现金流和净筹资活动现金流均为负; 企业在动荡期的三种净现金流无法预测; 至于企业进入衰退期后, 整体处于下降状态净经营活动现金流为负、净投资活动现金流为正, 而净筹资活动现金流无法预测。

图表 20 现金流划分企业生命周期

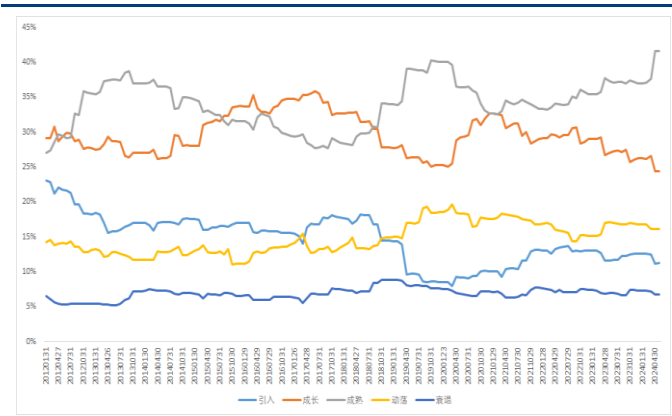
Economic Links to Cash Flow Patterns					
Cash Flow Type	Introduction	Growth	Mature	Shake-Out	Decline
Operating	Firms enter market with knowledge deficit about potential revenues and costs (Jovanovic 1982) <b>(-) Cash Flows</b>	Profit margins are maximized during period of greatest investment (Spence 1977, 1979, 1981) <b>(+) Cash Flows</b>	Efficiency maximized through increased knowledge of operations (Spence 1977, 1979, 1981; Wernerfelt 1985) <b>(+) Cash Flows</b>	Declining growth rates lead to declining prices (Wernerfelt 1985) Routines of established firms hinder competitive flexibility (Hannan and Freeman 1984) <b>(+/-) Cash Flows</b>	Declining growth rates lead to declining prices (Wernerfelt 1985) <b>(-) Cash Flows</b>
Investing	Managerial optimism drives investment (Jovanovic 1982) Firms make early large investments to deter entry (Spence 1977, 1979, 1981) <b>(-) Cash Flows</b>	Firms make early large investments to deter entry (Spence 1977, 1979, 1981) <b>(-) Cash Flows</b>	Obsolescence increases relative to new investment as firms mature (Jovanovic 1982, Wernerfelt 1985) <b>(-) Cash Flows</b>	Void in theory <b>(+/-) Cash Flows</b>	Liquidation of assets to service debt <b>(+) Cash Flows</b>
Financing	Pecking order theory states firms will access bank debt then equity (Myers 1984, Diamond 1991); Growth firms will issue short-term debt (Barclay and Smith 1995) <b>(+) Cash Flows</b>	Pecking order theory states firms will access bank debt then equity (Myers 1984, Diamond 1991); Growth firms will issue short-term debt (Barclay and Smith 1995) <b>(+) Cash Flows</b>	Focus shifts from acquiring financing to servicing debt and distributing excess funds to shareholders; Mature firms will issue longer term debt (Barclay and Smith 1995) <b>(-) Cash Flows</b>	Void in theory <b>(+/-) Cash Flows</b>	Focus on debt repayment and/or renegotiation of debt <b>(+/-) Cash Flows</b>

资料来源: Dickinson, V. (2010). Cashflow patterns as a proxy for firm life cycle. E. H. Patterson School of Accountancy, University of Mississippi.

我们对 A 股市场进行划分时采用经营活动现金流净流入 TTM、筹资活动现金流净流入 TTM、投资活动现金流净流入 TTM 指标来进行划分。

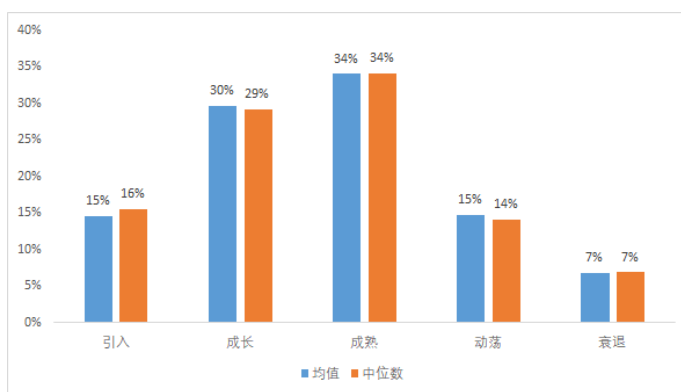
### 1、全市场分布

图表 21 全市场分布时序图



资料来源: wind, 华创证券

图表 22 全市场分布统计

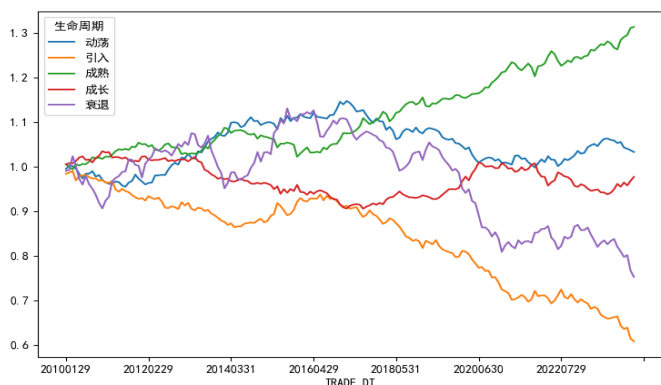


资料来源: wind, 华创证券

对比全市场不同生命阶段的占比, 其中处于成熟期的个股最多, 历史平均占比达 34%; 其次处于成长阶段的个股历史平均占比为 30%; 占比最小的为衰退期, 历史平均比例为 7%; 引入期和动荡期的个股数量相近, 平均占比均为 15%。

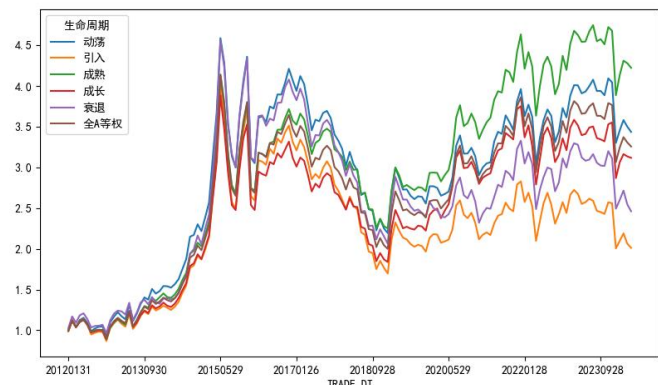
## 2、各分组历史表现

图表 23 不同生命周期个股分组历史超额净值



资料来源: wind, 华创证券

图表 24 不同生命周期个股分组历史净值



资料来源: wind, 华创证券

上两图表示不同生命周期个股分组的历史净值及超额收益图(剔除上市不足3个月个股), 分析结果揭示了一个显著的趋势: 自2010年以来, 成熟期个股分组相对于其他分组持续实现了超额收益。

具体来看, 成熟期分组自2010年起录得的年化收益率为9.5%, 在所有分组中表现最为突出。这一收益率不仅超越了同期全A等权指数的年化收益7.19%, 也显著高于其他各生命周期阶段的个股分组。动荡期分组以7.34%的年化收益紧随其后, 而成长期和衰退期分组的年化收益分别为7.01%和4.94%, 均未能超越市场平均水平。特别值得注意的是, 引入期分组的年化收益仅为3.25%, 在所有分组中表现最弱。

图表 25 不同生命周期分组历年收益

	引入	成长	成熟	动荡	衰退	全A等权
2010	16.15	21.59	19.45	14.58	7.17	17.92
2011	-28.11	-25.85	-23.16	-25.14	-21.42	-25.27
2012	3.94	4.47	3.26	11.16	9.19	5.06
2013	14.56	14.7	24.12	24.37	11.61	19.09
2014	47.73	45.13	44.54	49.86	55.27	46.66
2015	86.39	74.9	73.73	82.62	92.72	78.6
2016	25.22	22.84	30.1	30.63	25.9	26.72
2017	-15.4	-11.56	-9.63	-15.5	-16.67	-12.54
2018	-32.22	-27.37	-27.22	-30.31	-30.28	-28.69
2019	25.8	31.59	30.31	26.23	24.93	29.27
2020	6.45	19.91	21.09	13.35	3.27	16.5
2021	33.62	34.13	38.31	36.34	43.45	36.63
2022	-5.19	-4.68	-0.36	-0.45	-1.66	-2.31
2023	-3.91	1.81	3.52	4.18	-2.67	1.76
2024	0.39	8.72	8.67	4.08	-1.28	6.26

资料来源: wind, 华创证券

上图表示各分组里面收益对比，2010 年至今（2024.5.31）15 年，各分组的表现呈现出明显的差异。成熟期分组表现尤为突出，其中 12 年的年度收益超越了全 A 等权指数，占比高达 80%。动荡期分组也显示出较好的表现，有 8 年的年度收益超过了全 A 等权指数，占比 53.3%。

相比之下，成长期分组的表现则略显逊色，仅有 7 年的年度收益跑赢市场，占比为 46.7%。这可能与成长期企业面临的高增长风险和市场竞争激烈有关。

成熟期的企业在长期内为投资者提供了较为稳定和可观的收益。动荡期的企业在某些年份也展现出了超额收益的潜力。而成长期企业虽然具有高增长的潜力，但其收益表现的波动性较大。引入期的企业则显示出较低的收益率，这可能与面临的高风险和不确定性有关。

### 3、各分组风格特点

图表 26 各分组风格特点



资料来源: wind, 华创证券

各企业生命周期分组在风格因子上的暴露呈现出显著差异。成熟期和成长期分组在盈利因子上均展现出正向暴露，尤其是成熟期分组，其盈利因子的暴露程度远超其他分组。相对地，引入期与衰退期分组在盈利因子上呈现出较为显著的负暴露。在市值偏好方面，引入期、动荡期、衰退期分组倾向于偏好小市值股票，这可能与这些企业的成长潜力和市场机会探索有关。成长期和成熟期分组则表现出对中大市值个股的偏好，这与这些企业的市场地位和业务稳定性相符合。在成长因子的暴露上，引入期和成长期分组显示出明显的正向暴露，而动荡期与衰退期则呈现出明显的负向暴露。此外，仅成熟期分组在估值因子、波动率因子和财务杠杆因子上展现出负向暴露。

成熟期分组的个股显示出对高盈利、低估值、低波动、低杠杆的中市值个股的偏好。成长期分组则偏好具有高成长性、较大市值、较高盈利和较高杠杆的个股。引入期的个股则倾向于高杠杆、高成长性、高波动性、低盈利的小市值个股。

### 三、CANSLIM 策略叠加生命周期

通过上文分析我们知道，传统的现金流量相关的因子在进行因子选股时对个股的区分效

果较差，多数因子的 IC 检验结果均不显著，在进行全市场分组时多头组的超额收益均不显著。

然而，当我们采用现金流净流入的正负性对全市场进行分组，并根据企业生命周期理论进一步细分时，我们发现不同分组之间存在显著的区分度。特别是成熟期个股分组，由于其对高盈利、低估值、低波动、低杠杆和中市值股票的偏好，在过去 15 年中有 12 年实现了相对于全市场的超额收益。

鉴于成熟期个股分组的稳健表现，我们计划将其与 CANSLIM 策略进行叠加，以期提升投资组合的整体稳定性和收益潜力。

### （一）单策略分析

在先前的报告中，我们详细介绍并构建了两个版本的 CANSLIM 投资策略。首先，《威廉·欧奈尔 CANSLIM 投资法》策略严格遵循了威廉·欧奈尔的原始投资理念，这一经典模型在历史上证明了其有效性。随着市场环境和风格的不断演变，我们对这一策略进行了深入的审视和必要的调整，推出了“CANSLIM 2.0”策略，以期更好地适应 A 股市场的特点。为了进一步增强我们的投资策略，我们计划将这两个版本的 CANSLIM 策略与企业生命周期理论进行叠加对比分析。

#### 1、CANSLIM1.0 策略

每个月初我们采用经营活动现金流净流入 TTM、筹资活动现金流净流入 TTM、投资活动现金流净流入 TTM 指标来对个股进行划分生命周期，筛选其中分类为成熟期的个股作为股票池。在此基础上，按照如下方法筛选个股：

- A. 当季净利润增速达到 18%以上。
- B. 五年净利润符合增速 $\geq 15\%$ ，且每年皆为正成长。
- C. 股价为近 1 年新高附近或已创 1 年新高。
- D. 一年股价相对强弱度(RPS) $\geq 80$ 。
- E. 机构持有个数 $\geq 6$ 。
- F. 外资持股比 $\geq 5\%$ 。

#### ● 策略回测方法

我们按照如下方法进行回测：

数据：2012 年 01 月 01 日至 2024 年 05 月 31 日的历史上所有 A 股，包括后来退市的 A 股。

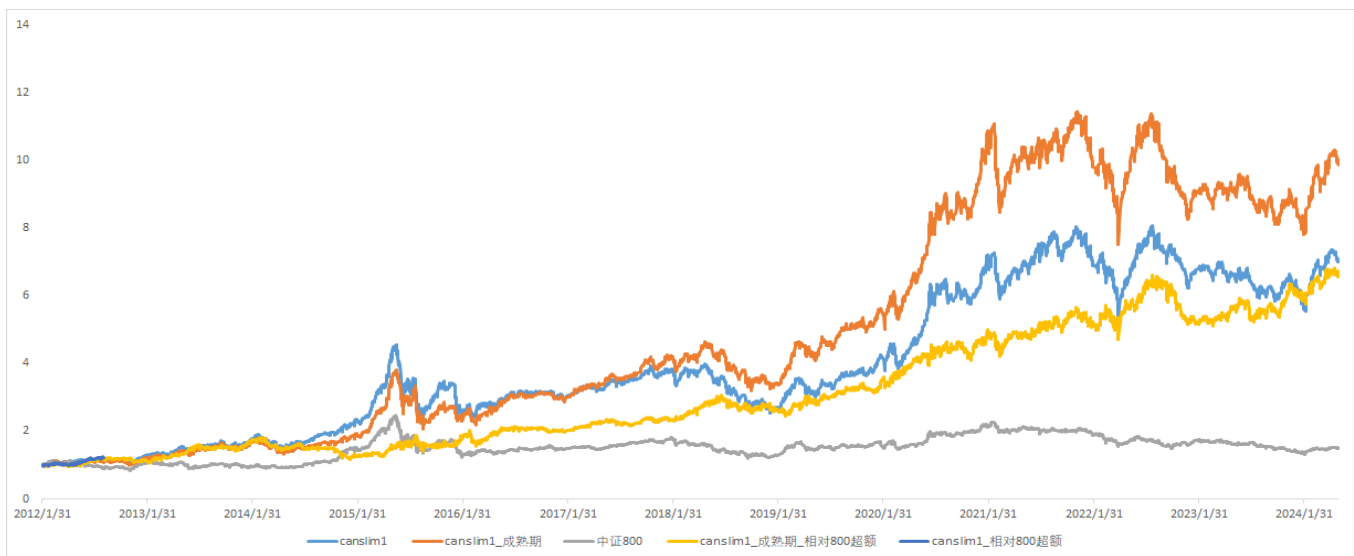
调仓频率：月度调仓，调仓日为每月的第一个交易日，考虑停牌、涨跌停对交易影响。

仓位控制：等权调仓，同时个股的最大持仓比例不超过 5%。

策略基准：我们使用了中证 800 作为比较基准。

资金在选出股票上平均分配，交易费用买卖各收千分之 1.3。

图表 27 CANSLIM1.0 策略叠加成熟期前后净值对比



资料来源: wind, 华创证券

上图表示 CANSLIM1.0 策略叠加成熟期前后与中证 800 收益对比, CANSLIM1.0 策略 2012 年来年化收益 17.79%, 最大回撤 45.9%。叠加成熟期企业的筛选之后, 策略的年化收益提到 21.9%, 最大回撤 43.59%。对比中证 800 年化超额收益由 14.5%提升到 18.7%, 效果非常显著。

图表 28 历年收益

年	CANSLIM1(%)	CANSLIM1_成熟期(%)	沪深 300(%)	中证 800(%)	中证 500(%)	中证 1000(%)
2012	22.3	18.98	2.38	1.71	-0.57	0
2013	37.54	36.72	-7.65	-2.14	16.89	31.59
2014	36.48	20.73	51.66	48.28	39.01	34.46
2015	54.71	61.32	5.58	14.91	43.12	76.1
2016	-14.42	5.3	-11.28	-13.27	-17.78	-20.01
2017	25.58	36.59	21.78	15.16	-0.2	-17.35
2018	-28.68	-15.47	-25.31	-27.38	-33.32	-36.87
2019	48.81	55.45	36.07	33.71	26.38	25.67
2020	69.01	87.21	27.21	25.79	20.87	19.39
2021	18.81	13.18	-5.2	-0.76	15.58	20.52
2022	-16.34	-24.88	-21.63	-21.32	-20.31	-21.58
2023	4.22	10.11	-11.38	-10.37	-7.42	-6.28
2024	7.62	11.88	4.34	2.57	-2.22	-9.04

资料来源: wind, 华创证券

对比改进前后历年收益, 改进后的 CANSLIM1.0 策略表现更加稳定, 2012 年来仅 2014 年、2022 年相对中证 800 没有超额收益, 其他年份均有 9%以上的超额收益。另外, 2024 年至今 (5 月 31 日) 策略收益绝对收益 11.88%, 相对中证 800 超额收益 9.31%。

## 2、CANSLIM2.0 策略

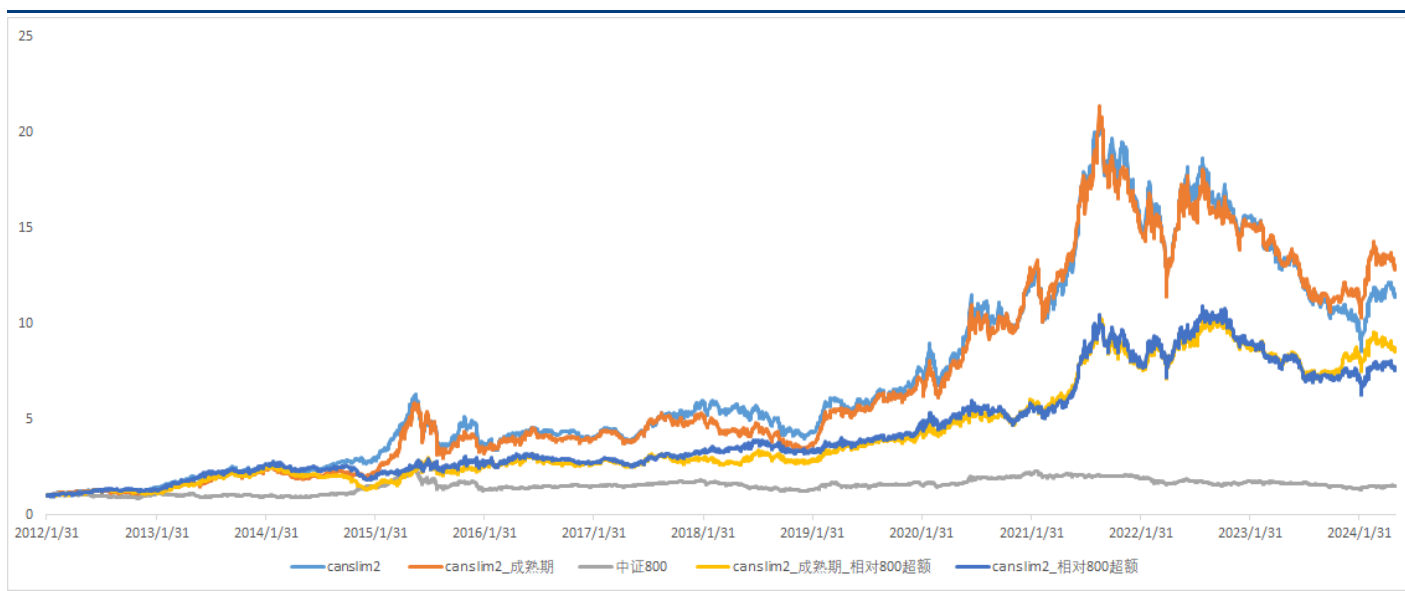
我们采用相同的方法来对 2.0 策略进行改进，首先利用现金流对个股进行生命周期划分并筛选成熟期个股作为股票池，在此基础上叠加 2.0 策略的选股条件

- A. 筛选公募基金重仓股作为备选股票池。
- B. 个股最近季度的归母净利润同比增速在市场的前 20% 名单。
- C. 个股的业绩预报、业绩快报的同比增速市场的前 20% 名单。
- D. 扣除上市前三个月的收益及最近一个月的收益的一年动量。
- E. 一致预期 EPS 增速(3M)。

### ● 策略回测方法

策略的回测方法与上文方法相同，具体结果如下：

图表 29 CANSLIM2.0 策略叠加成熟期前后净值对比



资料来源：wind, 华创证券

上图表示 CANSLIM2.0 策略叠加成熟期前后与中证 800 收益对比，CANSLIM2.0 策略 2012 年来年化收益 22.78%，最大回撤 51.4%。叠加成熟期企业的筛选之后，策略的年化收益提升到 24.02%，最大回撤 51.3%。对比中证 800 年化超额收益由 18.4% 提升到 19.96%。

图表 30 历年收益

年	CANSLIM2(%)	CANSLIM2_成熟期 (%)	沪深 300(%)	中证 800(%)	中证 500(%)	中证 1000(%)
2012	36.63	29.58	2.38	1.71	-0.57	0
2013	81.6	99.23	-7.65	-2.14	16.89	31.59
2014	15.38	-9.75	51.66	48.28	39.01	34.46
2015	80.84	101.82	5.58	14.91	43.12	76.1
2016	-5.68	18.52	-11.28	-13.27	-17.78	-20.01
2017	42.36	36.87	21.78	15.16	-0.2	-17.35

2018	-23.66	-23.04	-25.31	-27.38	-33.32	-36.87
2019	68.33	93.28	36.07	33.71	26.38	25.67
2020	67.14	93.45	27.21	25.79	20.87	19.39
2021	68.23	53.85	-5.2	-0.76	15.58	20.52
2022	-16.74	-9.89	-21.63	-21.32	-20.31	-21.58
2023	-23.65	-16.92	-11.38	-10.37	-7.42	-6.28
2024	8.12	8.63	4.34	2.57	-2.22	-9.04

资料来源: wind, 华创证券

对比改进前后历年收益, 改进后的 CANSLIM2.0 策略表现更加稳定, 2012 年来仅 2014 年、2023 年相对中证 800 没有超额收益, 其他年份均有 8% 以上的超额收益。另外, 2024 年至今 (5 月 31 日) 策略收益绝对收益 8.63%, 相对中证 800 超额收益 6.06%。

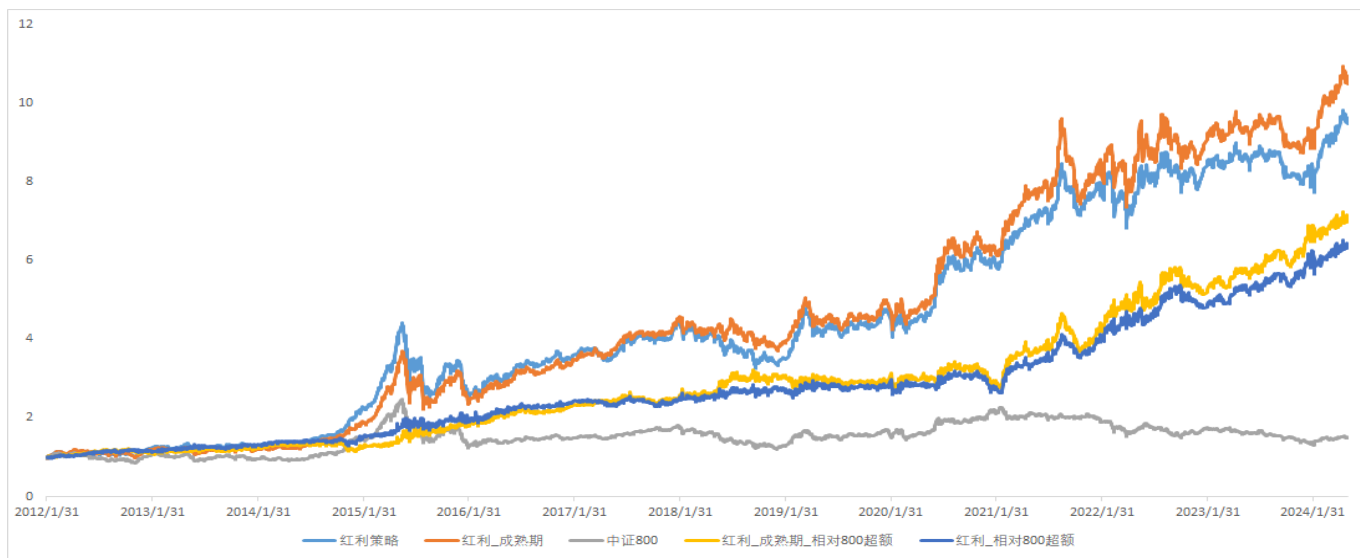
## (二) 红利策略

在《CANSLIM 3.0 投资法——成长与价值轮动》中我们采用股市估值与十年国债收益率倒数差来对市场的风格进行判断, 以此来进行策略的轮动, 样本外跟踪了 2 年发现轮动策略的效果较一般, 究其原因在于轮动的信号过于单一, 虽然单个策略在不同的区间都有超额, 但如果信号发出不准确反而对策略造成较大的伤害。我们同样采用相同的方法对 3.0 策略中的红利策略进行增强。

### ● 策略回测方法

策略的回测方法与上文方法相同, 具体结果如下:

图表 31 红利策略叠加成熟期前后净值对比



资料来源: wind, 华创证券

上图表示红利策略叠加成熟期前后与中证 800 收益对比, 红利策略 2012 年来年化收益 21.13%, 最大回撤 44.67%。叠加成熟期企业的筛选之后, 策略的年化收益提升到 21.82%, 最大回撤 39.46%。对比中证 800 年化超额收益由 16.8% 提升到 17.82%, 夏普比率由 0.81 提升到 0.84。

图表 32 历年收益

年	红利策略(%)	红利策略_成熟期(%)	沪深 300(%)	中证 800(%)	中证 500(%)	中证 1000(%)
2012	22.02	13.43	2.38	1.71	-0.57	0
2013	9.13	5.80	-7.65	-2.14	16.89	31.59
2014	53.17	37.93	51.66	48.28	39.01	34.46
2015	66.54	83.01	5.58	14.91	43.12	76.1
2016	2.55	5.35	-11.28	-13.27	-17.78	-20.01
2017	16.11	25.10	21.78	15.16	-0.2	-17.35
2018	-16.19	-9.28	-25.31	-27.38	-33.32	-36.87
2019	35.97	28.57	36.07	33.71	26.38	25.67
2020	28.07	28.93	27.21	25.79	20.87	19.39
2021	27.72	26.32	-5.20	-0.76	15.58	20.52
2022	2.64	5.67	-21.63	-21.32	-20.31	-21.58
2023	2.08	3.55	-11.38	-10.37	-7.42	-6.28
2024	16.42	16.82	4.34	2.57	-2.22	-9.04

资料来源: wind, 华创证券

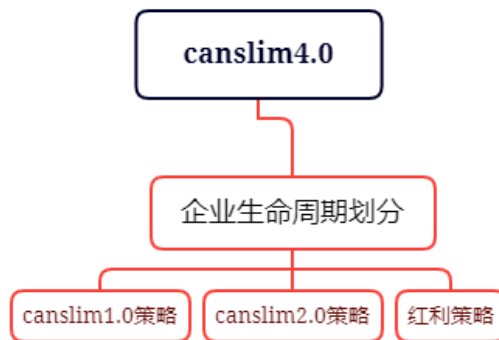
对比改进前后历年收益, 改进后的红利策略表现更加稳定, 2012 年来仅 2014 年、2019 年相对中证 800 没有超额收益, 其他年份均有 4% 以上的超额收益。红利策略的盈利能力非常强, 仅 2018 年收益为负其他年份涨幅均大于 0。

2024 年至今 (5 月 31 日) 策略收益绝对收益 16.82%, 相对中证 800 超额收益 13.15%。

### (三) CANSLIM 叠加生命周期

鉴于之前的轮动信号效果较差, 我们对于 CANSLIM 策略和红利策略不再进行轮动, 尝试将二者进行简单合并的方式。

图表 33 CANSLIM4.0 策略架构



资料来源: 华创证券

#### 1、历史回溯

每个月初我们采用经营活动现金流净流入 TTM、筹资活动现金流净流入 TTM、投资活动

现金流净流入 TTM 指标来对个股进行划分生命周期,筛选其中分类为成熟期的个股作为股票池。在此基础上,分别利用每个策略的选股方法筛选各自的股票池。

我们按照如下方法进行回测:

数据: 2012 年 01 月 01 日至 2024 年 05 月 31 日的历史上所有 A 股,包括后来退市的 A 股。

调仓频率: 月度调仓,调仓日为每月的第一个交易日,考虑停牌、涨跌停对交易影响。

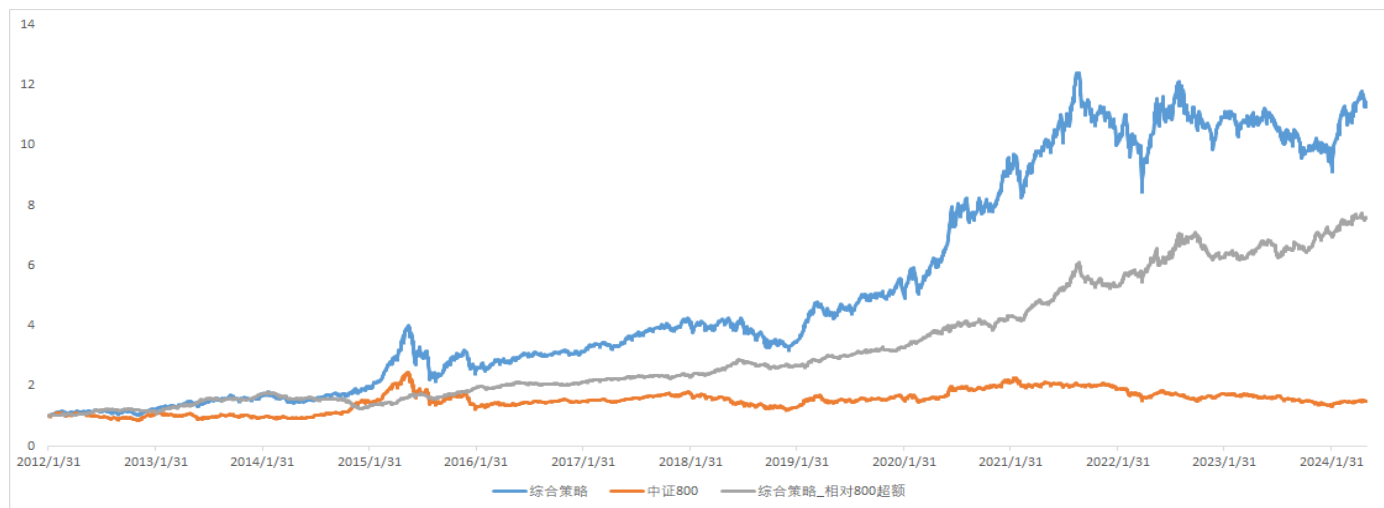
调仓规则: 三个子策略采用等权的方式配置,每个子策略配置 1/3 的资金。

仓位控制: 每个子策略内部个股等权调仓,同时个股的最大持仓比例不超过 5%。

策略基准: 我们使用了中证 800 作为比较基准。

资金在选出股票上平均分配,交易费用买卖各收千分之 1.3。

图表 34 综合策略净值



资料来源: wind, 华创证券

上图表示 2012 年来综合策略、中证 800 及超额收益的对比,可以发现长期来看策略稳定跑赢中证 800 指数。组合 2012 年来年化收益率 23.4%,基准年化收益 4.1%,年化超额收益 19.3%。策略最大回撤 46%,换手率 10.37 倍,夏普比率 0.88。

图表 35 策略风险收益

	策略组合	基准	超额	相对波动率	信息比
2012	17%	-1%	17%	0.08	2.16
2013	39%	18%	21%	0.07	2.90
2014	22%	38%	-16%	0.06	-2.55
2015	63%	41%	22%	0.09	2.55
2016	9%	-10%	20%	0.08	2.62
2017	26%	-1%	27%	0.07	4.09
2018	-18%	-34%	16%	0.08	2.15
2019	57%	27%	30%	0.08	3.83

2020	64%	19%	45%	0.08	5.81
2021	28%	14%	15%	0.08	1.93
2022	-8%	-20%	12%	0.09	1.32
2023	-1%	-9%	8%	0.07	1.06
2024	15%	-2%	17%	0.10	1.72

资料来源：华创证券

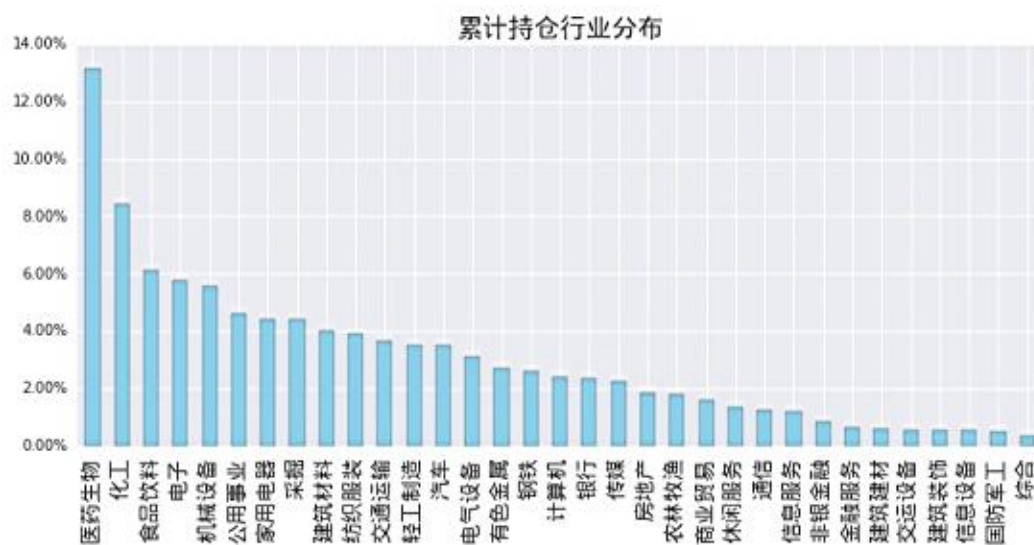
上图表表示策略风险收益分析结果。在过去 13 年中，策略仅 2014 年没有跑赢基准（中证 800），其他年份均获得 8 个百分点以上超额收益。

因为综合策略不再进行风格判断，而是将成长与红利简单“相加”，因此策略具有攻守兼备的特点，在熊市中红利策略可以起到很好的降低回撤的效果，如在 2022 年、2023 年策略仅回撤 8%、1%，同时在牛市中成长策略也可使策略具有一定的进攻性，使其跑赢基准。

另外，2024 年至今（5 月 31 日）策略绝对收益 15%，相对基准超额收益 17%。在所有股票型与偏股混合型基金中排名 160（3.69 分位数）。

● 策略分析

图表 36 行业分布



资料来源：wind, 华创证券

组合中医药行业的个股历史持仓比例最高接近 14%，另外，化工、食品饮料的历史平均持仓比例超过 6%。电子、机械设备、公用事业、家电、采掘行业的持仓比例也较高，平均持仓均超过 4%。可见组合的持仓相对较分散，平均持仓超过 4% 以上的行业共计 8 个。多元化的投资组合策略有助于分散特定行业或市场风险，从而提高整体投资组合的稳定性和抗风险能力。

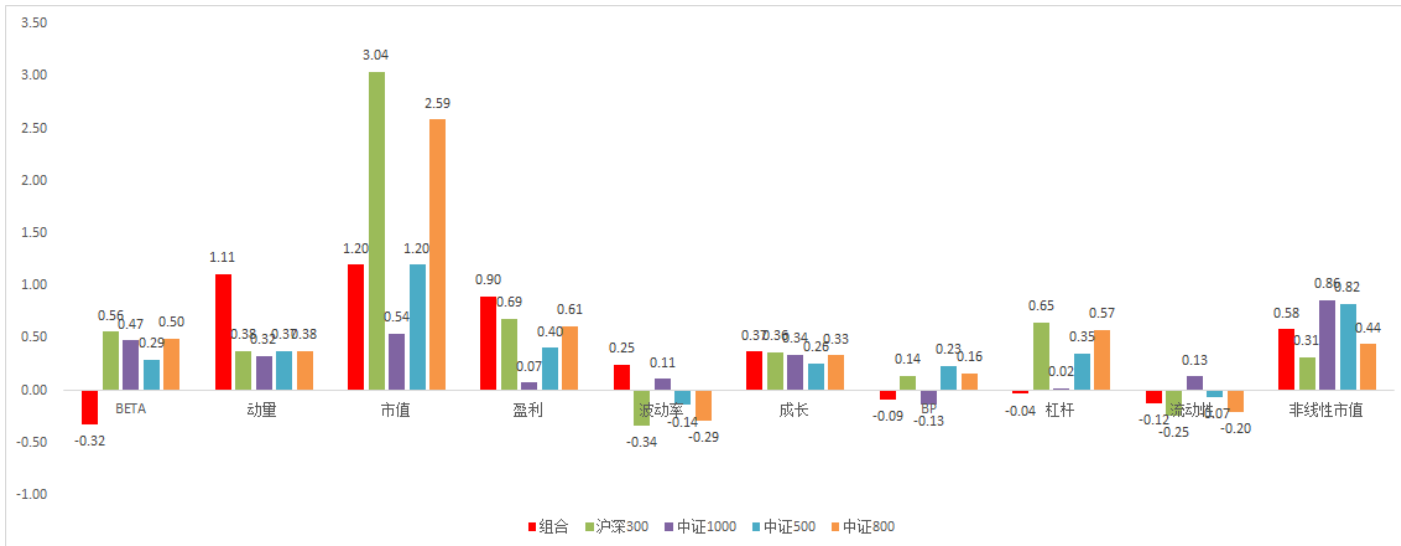
图表 37 市值分布—百亿



资料来源: wind, 华创证券

从组合持仓市值的分布来看，历史上组合市值的中位数在 200 亿附近，策略有 72.8% 以上的时间持仓个股的市值中位数在 150 亿以上，有 95% 的时间持仓个股的市值中位数在 100 亿以上。

图表 38 综合策略风格暴露



资料来源: wind, 华创证券

相比之前 CANSLIM 策略，策略在盈利因子上的暴露明显增加，主要得益于企业生命周期的加持。在成长因子、BP 因子上的暴露明显的减少，同时 BETA 因子暴露变化最大，由原来正暴露转为负暴露。

相对几个宽基指数综合策略在动量、盈利因子上的暴露更高。综合策略在市值上的暴露与中证 500 相同，从上文对持仓个股市值的分布来看其市值中位数 200 亿附近也与中证 500 指数相近。成长因子上的暴露与指数基本持平，非线性市值上暴露没有明显偏离。

## 2、最新个股名单

图表 39 最新个股名单

股票代码	股票名称	中信一级行业	PE(TTM)	最新收盘价	市值(亿元)	股票代码	股票名称	中信一级行业	PE(TTM)	最新收盘价	市值(亿元)
002315.SZ	焦点科技	传媒	28.85	34.64	113.19	002752.SZ	昇兴股份	轻工制造	18.11	5.05	49.33
600642.SH	中能股份	电力及公用事业	12.88	7.94	388.61	301004.SZ	嘉益股份	轻工制造	11.30	67.76	72.34
601991.SH	大唐发电	电力及公用事业	26.96	2.92	540.40	002697.SZ	红旗连锁	商贸零售	12.64	4.82	67.05
000682.SZ	东方电子	电力设备及新能源	21.49	9.40	126.03	600916.SH	中国黄金	商贸零售	18.59	10.59	185.64
002955.SZ	鸿合科技	电子	24.30	26.77	62.99	601808.SH	中海油服	石油石化	27.22	19.06	920.92
002674.SZ	兴业科技	纺织服装	18.46	10.79	33.16	000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	20.77	191.35	2816.65
300979.SZ	华利集团	纺织服装	20.01	59.13	702.42	002991.SZ	甘源食品	食品饮料	23.55	88.80	82.78
603365.SH	水星家纺	纺织服装	10.86	17.01	44.69	003000.SZ	劲仔食品	食品饮料	32.91	14.21	65.45
603558.SH	健盛集团	纺织服装	18.46	10.62	40.08	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	27.02	252.54	3080.90
601038.SH	一拖股份	机械	16.87	16.56	189.78	300308.SZ	中际旭创	通信	54.37	116.80	1308.61
601717.SH	郑煤机	机械	7.40	15.39	274.79	300394.SZ	天孚通信	通信	63.98	115.68	644.61
603277.SH	银都股份	机械	23.25	28.64	120.47	300502.SZ	新易盛	通信	61.35	70.93	503.55
000830.SZ	鲁西化工	基础化工	35.20	9.78	189.35	000526.SZ	学大教育	消费者服务	50.90	60.98	74.47
002215.SZ	诺普信	基础化工	26.77	8.42	86.87	000888.SZ	峨眉山 A	消费者服务	24.10	10.27	55.12
300218.SZ	安利股份	基础化工	1322.97	13.59	29.73	002033.SZ	丽江股份	消费者服务	23.54	9.80	55.77
601058.SH	赛轮轮胎	基础化工	15.99	15.08	501.44	605098.SH	行动教育	消费者服务	25.66	44.23	53.27
601163.SH	三角轮胎	基础化工	8.70	16.50	132.00	000423.SZ	东阿阿胶	医药	30.23	61.59	406.99
603379.SH	三美股份	基础化工	79.26	43.12	264.76	000999.SZ	华润三九	医药	16.95	39.22	516.52
605016.SH	百龙创园	基础化工	40.52	19.30	62.88	002422.SZ	科伦药业	医药	19.08	29.65	464.40
000333.SZ	美的集团	家电	11.70	63.43	4614.84	300049.SZ	福瑞股份	医药	103.98	49.83	131.08
000651.SZ	格力电器	家电	6.89	40.12	2259.32	300181.SZ	佐力药业	医药	21.01	12.73	91.95
000921.SZ	海信家电	家电	10.14	31.50	437.20	300760.SZ	迈瑞医疗	医药	31.07	281.34	3428.18
002035.SZ	华帝股份	家电	23.70	6.04	51.20	300832.SZ	新产业	医药	38.64	67.05	533.74
600690.SH	海尔智家	家电	12.24	25.62	2418.05	301015.SZ	百洋医药	医药	28.86	33.27	179.23
605555.SH	德昌股份	家电	28.45	18.99	71.94	600285.SH	羚锐制药	医药	18.44	21.18	120.12
600970.SH	中材国际	建筑	9.38	11.34	309.15	603939.SH	益丰药房	医药	28.08	32.92	403.83
600012.SH	皖通高速	交通运输	11.27	13.75	228.06	688617.SH	惠泰医疗	医药	51.88	436.84	292.08
601101.SH	昊华能源	煤炭	11.02	7.34	105.70	600926.SH	杭州银行	银行	4.21	11.29	669.53
000338.SZ	潍柴动力	汽车	14.72	17.17	1498.35	000975.SZ	银泰黄金	有色金属	31.73	18.35	517.03
300969.SZ	恒帅股份	汽车	38.26	82.76	66.53	002155.SZ	湖南黄金	有色金属	28.42	13.66	165.40
600066.SH	宇通客车	汽车	17.47	19.94	465.81	600489.SH	中金黄金	有色金属	19.52	13.40	649.54
600480.SH	凌云股份	汽车	15.19	10.14	95.37	601702.SH	华峰铝业	有色金属	22.06	18.67	186.43
600660.SH	福耀玻璃	汽车	19.59	43.64	1169.17	601899.SH	紫金矿业	有色金属	16.79	16.68	4441.19
601127.SH	赛力斯	汽车	(33.28)	90.43	1365.30	603993.SH	洛阳钼业	有色金属	35.05	8.25	1781.94

002078.SZ	太阳纸业	轻工制造	12.70	14.70	410.80						
-----------	------	------	-------	-------	--------	--	--	--	--	--	--

资料来源：wind，华创证券 注：截止时间 2024.5.31

#### 四、总结

风格轮动是资本市场中一个常见的现象，它不可避免地影响着投资者的选股策略和偏好。通过对过去几年市场风格变化进行回顾，我们发现市场风格发生了 2 次大的转变，而最近一次发生于 23 年 12 月底。风格的变化，必然导致选股策略要发生一定的调整，本文旨在研究如何将企业的现金流量相关因子纳入到选股策略中以提升组合表现。

通过对市场的复盘，我们发现当市场偏向大市值风格时，盈利因子的表现会更好，高盈利分组相对低盈利分组有明显超额；流动性因子虽然历史上表现很稳定，但容易受动量因子的影响，当动量因子表现强势时，流动性因子会表现不佳；动量因子与成长因子正相关，而与 BP 因子的负相关。

CANSLIM 策略的超额收益更多来自于其选股能力，其在风格与行业上偏离带来的收益贡献不显著。

成熟期企业组合相对其他生命周期组合在历史上更具有超额收益，2010 年来成熟期企业组合年化收益 9.5%，相对全 A 等权超额 2.31%。过去 15 年中，有 12 年跑赢了指数。成熟期企业分组的个股偏好为：高盈利、低估值、低波动、低杠杆的中市值个股。

CANSLIM 策略及红利策略分别叠加成熟期企业的筛选后，各个组合的历史收益均有提升。综合策略自 2012 年来，年化收益 23.4%，基准（中证 800）年化收益 4.1%，年化超额收益 19.3%。在过去 13 年中，策略仅 2014 年没有跑赢基准，其他年份均获得 8 个以上超额收益。另外，2024 年至今（5 月 31 日）策略绝对收益 15%，相对基准超额收益 17%。在所有股票型与偏股混合型基金中排名 160（3.69 分位数）。

#### 五、风险提示

策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性。

## 六、参考文献

[1] Dickinson, V. (2010). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. E. H. Patterson School of Accountancy, University of Mississippi.

## 金融工程组团队介绍

### 组长、首席分析师：王小川

同济大学管理学博士。2017 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：秦玄晋

上海对外经贸大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨宸祎

美国伊利诺伊大学香槟分校会计学、金融工程学硕士，CFA。2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：黄河

东华大学工学博士，FRM。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：洪远

华南理工大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522