

另辟蹊径：发掘分析师因子中的另类 alpha

——量化研究系列报告之十七

报告日期：2024-06-12

主要观点：

分析师：严佳炜

执业证书号：S0010520070001

邮箱：yanjw@hazq.com

联系人：吴正宇

执业证书号：S0010522090001

邮箱：wuzy@hazq.com

● 分析师数据是重要的 alpha 来源

随着金融市场的发展，证券分析师作为投资者与上市公司之间的桥梁，通过撰写研究报告进行行业分析，或提供上市公司盈利预测和投资建议。对于量化从业人员而言，分析师数据是收益端的有效补充，能有效提供独立的增量 alpha。本文基于**慧博分析师预期数据**，从**目标价**、**报告页数**和**发布时点**三个角度挖掘蕴藏在分析师数据中的**另类 alpha**。

● 慧博分析师数据质量较高，一致预期估值因子表现优异

目前，慧博量化投研数据产品主要包括分析师原始预期和分析师一致预期数据，还详细提供了**分析师和机构的基础信息**。慧博数据报告数量丰富，股票和机构覆盖度广，并且具有更强的报告录入效率，整体而言数据质量较高。

基于慧博分析师一致预测数据的预期估值因子表现出色，**预期 BP 因子 Rank IC 达 5.94%**，**年化 ICIR 为 1.82**，**多空年化收益 14.75%**，**多头年化超额达 8.2%**，**一致预期 EP 因子多头年化超额收益为 10.3%**，主要增量来源于慧博汇总数据时对不同机构的赋权逻辑。

● 从目标价、报告页数和发布时点三个角度构造另类分析师因子

从目标价、报告页数和报告发布时点三个维度探寻分析师增量 alpha 因子：从目标价可比性、发布期前后个股涨跌幅和算法三个角度改进目标收益因子，**低谷掘金型目标收益因子多空年化收益 15.74%**，**多头年化超额为 4.4%**。**6 个月标准化目标收益因子年化 ICIR 为 2.48**，**多头年化超额收益 5.07%**；报告页数是分析师关注度的另类表达方式，**报告最大页数因子多空组合年化收益 16.76%**，**多头超额 4.2%**；**报告发布天数表明了分析师对其覆盖公司的优先级**，定义为报告发布时点相距最近财报的天数，**平均发布天数因子多头超额 4.2%**。

合成另类分析师因子 Rank IC 均值为 3.99%，年化 ICIR 分别为 2.58，**在各个选股域中均有不错的表现，且与传统 alpha 因子的相关性较低**：沪深 300 内，Rank IC 均值为 3.23%，年化 ICIR 为 1.45，分五组多头年化超额为 3.5%；中证 500 内，Rank IC 均值为 3.03%，年化 ICIR 为 1.41，分五组多头年化超额为 4.2%；中证 1000 内，Rank IC 均值为 4.46%，年化 ICIR 为 2.42，分五组多头年化超额为 7.3%，表现出色。

● 风险提示

本报告基于历史个股数据进行测试，历史回测结果不代表未来收益。未来市场风格可能切换，Alpha 因子可能失效，本文内容仅供参考。

相关报告

- 《探索股价动态关联，捕捉属性敏感的动量溢出——量化研究系列报告之十六》2024-3-21
- 《加速换手因子：“适逢其时”的换手奥秘——量化研究系列报告之十五》2024-3-16
- 《风格轮动三部曲：重构、探索和实践——量化研究系列报告之十四》2023-12-17
- 《PB 之变：精细分拆，新生华彩——量化研究系列报告之十三》2023-12-17
- 《收益和波动共舞：非对称性理论蕴含的 alpha——量化研究系列报告之十二》2023-9-10
- 《ChatGPT 与研报文本情绪的碰撞——量化研究系列报告之十一》2023-6-11

正文目录

1 分析师数据是重要的 ALPHA 来源	5
2 慧博分析师数据库及一致预期因子测试	6
2.1 数据来源	6
2.1.1 报告数量丰富	6
2.1.2 股票数量覆盖度广	7
2.1.3 机构数量覆盖稳定	7
2.1.4 报告录入及时性高	8
2.2 基于慧博分析师一致预期数据的基础性因子测试	8
3 挖掘分析师数据中的另类 ALPHA	14
3.1 改进目标价因子的三个法门	14
3.1.1 基于目标价可比性的改进	15
3.1.2 基于发布时点的改进	16
3.1.3 算法改进	18
3.2 分析师关注度的另类表达方式：报告页数因子	19
3.3 及时雨：报告发布天数因子	22
3.4 另类分析师因子表现优异	24
4 总结	28
风险提示:	29

图表目录

图表 1 分析师数据分类与应用示意图	5
图表 2 慧博分析师数据表字典明细	6
图表 3 慧博和友商年度报告数量	7
图表 4 慧博和友商分年度股票覆盖数量	7
图表 5 慧博和友商分年度机构覆盖数量	8
图表 6 慧博和友商报告录入时间分布	8
图表 7 分析师一致预测因子明细	9
图表 8 分析师一致预期因子在全市场内有效性汇总（不填充缺失值，结果按 RANK IC 降序排序）	9
图表 9 分析师一致预期因子在沪深 300 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	10
图表 10 分析师一致预期因子在中证 500 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	10
图表 11 分析师一致预期因子在中证 1000 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	10
图表 12 优秀分析师一致预期因子在全市场内有效性汇总（不填充缺失值，结果按 RANK IC 降序排序）	11
图表 13 优秀分析师一致预期因子在沪深 300 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	11
图表 14 优秀分析师一致预期因子在中证 500 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	11
图表 15 优秀分析师一致预期因子在中证 1000 内有效性汇总（结果按 RANK IC 降序排序）	12
图表 16 慧博&友商分析师一致预期因子在不同选股域内的有效性汇总（上表为慧博因子，下表对照组为友商因子）	12
图表 17 分析师一致预测 EP 因子 IC 序列	13
图表 18 分析师一致预测 EP 因子多头超额净值走势	13
图表 19 分析师一致预测 EP 因子多头组合分年度表现	14
图表 20 含目标价覆盖股票数及占比	15
图表 21 分析师一致预测目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31，全市场内不处理缺失值）	15
图表 22 一致预测调整目标收益因子计算示意图（以分析师中枢为例）	16
图表 23 分析师一致预测中枢调整目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	16
图表 24 分析师发布报告时点时间轴示意图	17
图表 25 考察期高点续航目标收益因子 vs 低谷掘金目标收益因子表现（2014.1.1-2024.1.31）	17
图表 26 不同时间窗口下低谷掘金目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	18
图表 27 验证期市场印证目标收益因子 vs 预测偏离目标收益因子表现（2014.1.1-2024.1.31）	18
图表 28 标准化分析师一致预测目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	18
图表 29 分析师一致预测目标收益因子分指数域表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	19
图表 30 报告总页数股票数分布	20
图表 31 报告平均页数股票数分布	20
图表 32 分析师报告页数因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	20
图表 33 分析师关注度类因子相关性检验（2014.1.1-2024.1.31）	20
图表 34 分析师报告页数偏离度因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	21
图表 35 分析师关注度类因子分指数域表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	22
图表 36 分析师报告发布天数分布	23
图表 37 分析师报告发布天数因子在全市场内表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	23
图表 38 分析师报告发布天数变化因子在全市场内表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）	24
图表 39 合成因子明细	24
图表 40 另类分析师因子 RANK IC 序列	24
图表 41 另类分析师因子分组年化超额收益	24

图表 42 另类分析师因子多空净值及最大回撤	25
图表 43 另类分析师因子分十组多头超额净值	25
图表 44 另类分析师因子分十组多头超额分年度表现汇总	26
图表 45 另类分析师因子分域有效性汇总	26
图表 46 另类分析师因子沪深 300 内多头净值表现	26
图表 47 另类分析师因子沪深 300 内多头组合分年度表现	26
图表 48 另类分析师因子中证 500 内多头净值表现	27
图表 49 另类分析师因子中证 500 内多头组合分年度表现	27
图表 50 另类分析师因子中证 1000 内多头净值表现	27
图表 51 另类分析师因子中证 1000 内多头组合分年度表现	27
图表 52 另类分析师因子与其它大类因子间相关性	28

1 分析师数据是重要的 alpha 来源

股价变化反映了投资者对上市公司基本面发展的一致性看法，投资者可以利用手中的“筹码”对看好的公司进行“投票”。随着金融市场的发展，证券分析师，作为金融从业人员的重要组成部分，扮演着投资者与上市公司之间的专门化中介和桥梁，他们利用自身的专业知识，通过撰写研究报告进行行业分析，或提供上市公司盈利预测和投资建议，是投资者进行股票投资的信息来源之一。

对于量化从业人员而言，分析师数据更是收益端的有效补充：从多因子模型的角度，alpha 来源大体可分为三部分：以财务报表数据为养料的基本面因子，以市场交易数据为基础的量价因子，以及以分析师预测数据为依据的分析师因子。由于分析师因子具有与传统基本面因子和市场交易因子相对独立的数据和收益来源，一直以来都是提供增量 alpha 的重要手段。

相较于披露时间和数据形式更规则化的财报和交易数据，分析师数据类型更为多样：一方面，财务报告的报告期是固定的，且其披露日期的范围也有规可循，而市场交易数据更是可实时跟踪。相比之下，分析师报告的发布时点相对不规律，与公司的重要事件、公告的发布时点，以及一些行业、政策性大事件息息相关；另一方面，从数据形式的角度，当前对财报和交易数据的挖掘主要基于数值型数据，而分析师数据中除了盈利预测、目标价、投资评级等数值型数据外，研报的标题、摘要等文本数据亦是值得探索的领域，业界中关于运用 NLP 算法对分析师文本进行情感分析的研究层出不穷，提供了广泛、前沿的因子挖掘思路。由此可见，分析师数据类型更为多元、灵活，从某种意义上讲，分析师因子的可塑性更强。

图表 1 分析师数据分类与应用示意图



资料来源：华安证券研究所整理

本文的分析师研报数据来源于慧博投研，慧博作为股票分析师预期数据供应商，其数据对 A 股有较为全面的覆盖，同时慧博也提供了根据原始数据加工得到的一致预期数据。当前，在市场有效性增强，alpha 日益稀缺的环境下，本文尝试从目标价、报告页数和发布时点这三个已有研究涉猎较少的角度，挖掘蕴藏在分析师数据中的 alpha 增量信息。

2 慧博分析师数据库及一致预期因子测试

2.1 数据来源

目前，慧博量化投研数据产品主要包括**分析师原始预期**和**分析师一致预期数据**，**原始报告数据**最早于2006年，涉及涵盖证券公司130余家、期货公司140余家及其他研究机构420余家，覆盖超过5000名证券分析师。截止2023年12月31日，慧博投研数据覆盖研究报告超过400万篇，其中个股报告约60万篇，数据字段包括分析师对于上市公司的**盈利预测、目标价、评级**等等；**分析师一致预期数据**始于2013年，包括**全体分析师一致预期**和**优秀分析师一致预期**两大类。二者均对分析师预测的原始数据，按照**机构和时间**维度加权而得，区别在于分析师所选取的范围不同，前者选取全市场的分析师，后者选取**包括新财富以及水晶球分析师**在内的优秀分析师。另外，慧博还提供了详细的**分析师基础信息、机构基础信息**以及**报告和分析师的关联信息**以便于研究人员更精细化地对数据进行处理和筛选，数据表具体信息如下所示：

图表 2 慧博分析师数据表字典明细

表名	中文名称	表类型	说明
SRR_BAS_INFO	分析师原始预期	分析师原始预期	该表包含了2013年开始以来分析师个股报告的基础信息，包括报告标题、摘要、评级、目标价等主要字段。
SRR_PRED_STK	分析师报告预测数据	分析师原始预期	该表包含了2013年开始以来分析师对个股分年度的预期数据，包括营业收入、净利润、每股收益、市盈率、市净率、市销率以及3大报表的指标等。
SRR_PS_ADJ	分析师盈利预测调整	分析师原始预期	该表包含了2013年开始以来分析师对个股盈利情况（营收、净利润以及每股收益）调整的相关数据。
SRR_TP_ADJ	分析师目标价调整	分析师原始预期	该表包含了2013年开始以来分析师对个股目标价调整的相关数据。
SRR_RATING_ADJ	分析师评级调整	分析师原始预期	该表包含了2013年开始以来分析师对个股评级调整的相关数据。
SRR_RATING_STD	分析师评级标准化	分析师原始预期	该表包含了所有券商研究所的原始评级以及对应的标准化评级，便于不同券商评级之间进行横向比较。
SRR_AU_CORR	分析师报告与作者关联信息	分析师原始预期	该表记录了研报报告所对应的分析师id以及是否是主要撰写人。
SRR_AU_INFO	分析师基础信息	分析师原始预期	该表记录了分析师的基础信息。
SRR_ORG_INFO	机构基础信息	分析师原始预期	该表记录了证券机构的基础信息。
ANAL_CON_PRED_STK	分析师一致性预期	分析师一致预期数据	该表包含了2013年开始以来所有个股的一致性预期指标，包括盈利类、估值类、成长类、规模类以及三大报表主要指标等指标类型。
EA_CON_PRED_STK	优秀分析师一致性预期	分析师一致预期数据	该表包含了2013年开始以来，选取优秀分析师所计算的所有个股的一致性预期指标，包括盈利类、估值类、成长类、规模类以及三大报表主要指标等指标类型。
ANAL_CON_ROLL_PRED_STK	分析师滚动一致性预期	分析师一致预期数据	该表包含了2013年开始以来所有个股的滚动一致性预期指标，包括盈利类、估值类、成长类、规模类以及三大报表主要指标等指标类型。

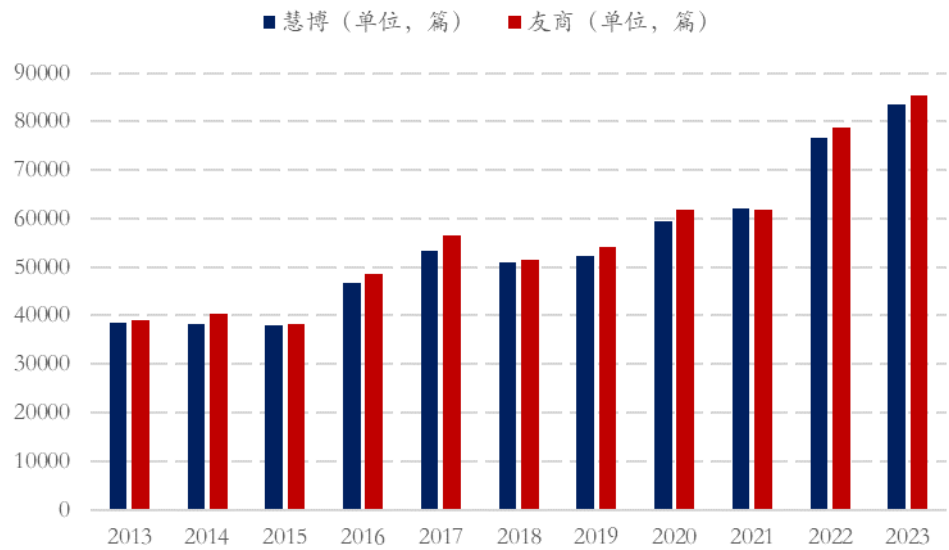
资料来源：慧博，华安证券研究所

2.1.1 报告数量丰富

目前朝阳永续、Wind、慧博等数据供应商均提供分析师预测数据，其中朝阳永续和慧博的特色就是**分析师预期数据**，而Wind所提供的**数据服务类型**更广，在国内机构投资者中相对更加普及。另外，每家数据提供商除了提供基础的原始报告明细数据之外，还提供加工得到的**衍生数据**，比如**一致预期净利润、一致预期市盈率**等等。为考察慧博分析师数据的特征，下面我们比较慧博和友商原始预测数据的差异。

从下图的对比来看，报告数量方面，两家数据库各年份收录报告数量均呈上升趋势，从2013年的3.8万篇，到2023年的8.5万多篇。总体来看，慧博收录的报告数量与友商差距不大。

图表 3 慧博和友商年度报告数量

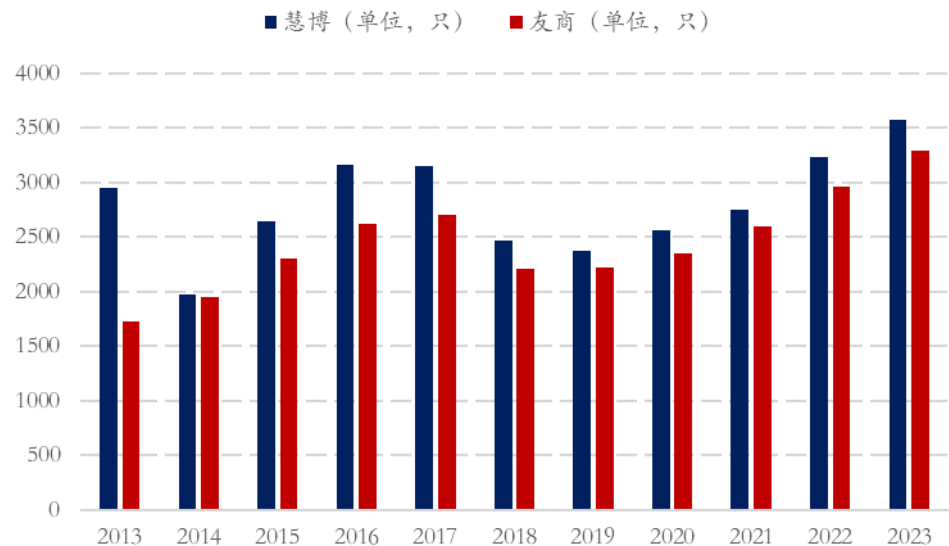


资料来源：慧博，华安证券研究所

2.1.2 股票数量覆盖度广

从两家数据商各年度收录报告覆盖的股票数量来看：慧博投研覆盖的股票数量长期一直高于友商。2023 年全年，慧博覆盖股票数量达 3578 只，而友商覆盖的股票数为 3293。

图表 4 慧博和友商分年度股票覆盖数量

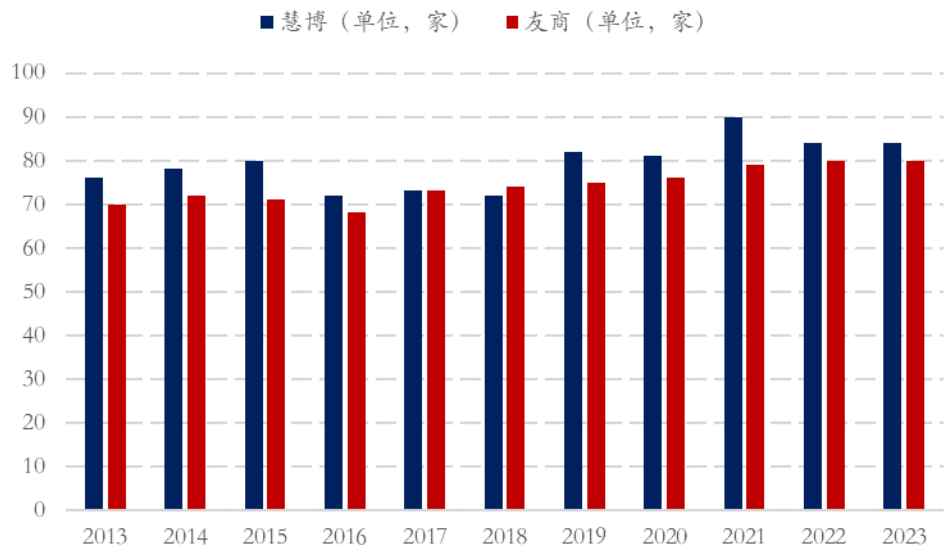


资料来源：慧博，华安证券研究所

2.1.3 机构数量覆盖稳定

从机构覆盖情况来看，慧博数据涵盖的机构数量总体略高于友商，2023 年覆盖机构总数达 84 家，友商机机构覆盖数量达 80 家，分年度数量变动不大。

图表 5 慧博和友商分年度机构覆盖数量



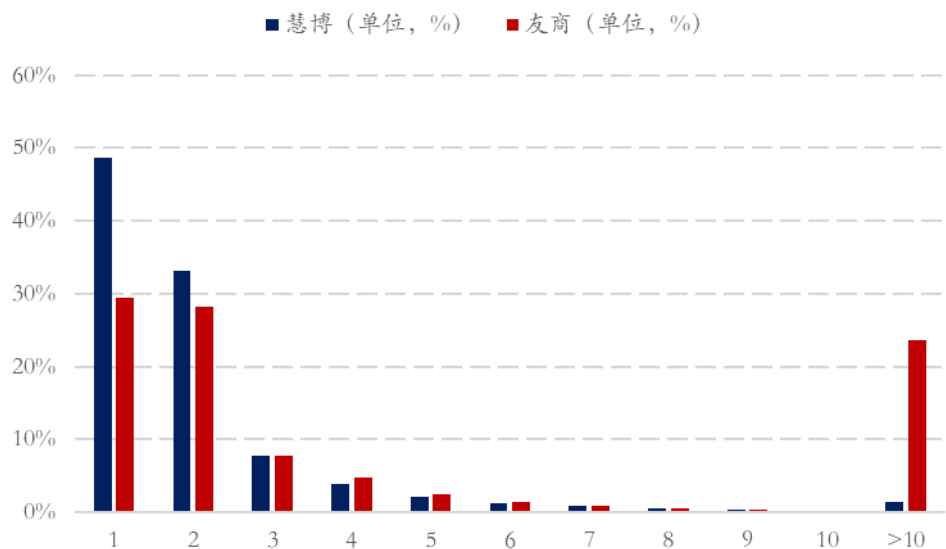
资料来源：慧博，华安证券研究所

2.1.4 报告录入及时性

分析师报告的发布时间和数据库的录入时间往往存在时间差（数据库录入日期-报告发布日期），由于我们一般通过数据供应商直接获取数据进行处理，因此时间差的长短也是影响数据质量的一大因素。

自 2013 年 1 月至 2023 年 12 月，慧博和友商数据库所收录的报告录入时间差分布占比如下所示：可以看到，慧博数据库录入报告的及时性更强，在报告发布后一天内录入数据库的数量占比约 49%（友商 29%），1-2 天内录入数量占比约 33%（友商 28%），录入效率明显高于友商。

图表 6 慧博和友商报告录入时间分布



资料来源：慧博，华安证券研究所

2.2 基于慧博分析师一致预期数据的基础性因子测试

上文主要对慧博分析师原始预期数据的覆盖度和录入及时性进行统计和展示，在这一节中，我们将基于慧博分析师一致预期数据构建因子，并回测其表现。直接

使用分析师一致预期数据计算因子步骤简便，对数据二次加工的成本较低，且能整体性地考察分析师预期指标及其在时间序列上的变动，不足之处在于分析师预期衍生指标是供应商基于原始数据加工得到的，**算法相对不透明**。

本文所构建的分析师一致预测因子明细如下表，在测试的过程中，因子均经过行业市值中性化处理，其中，若无特殊说明，因子在全市场内进行测试时剔除缺失值，回测区间为 2019 年 1 月 1 日-2024 年 1 月 31 日，通过 Rank IC、年化 ICIR、以及分十组年化收益（指数内分五组，超额收益比较基准为成分股等权，不考虑交易费用）来判断因子的有效性。

图表 7 分析师一致预测因子明细

因子释义	注释
分析师一致预期BP	对应年份的一致预期净资产除以总市值
分析师一致预期EP	对应年份的一致预期净利润除以总市值
分析师一致预期SP	对应年份的一致预期营业收入除以总市值
分析师一致预期eps三个月环比	对应年份的一致性预期EPS* (t/365) + 对应下一年份的一致性预期EPS* (1-t/365)
分析师一致预期净利润三个月环比	对应年份的一致性预期净利润* (t/365) + 对应下一年份的一致性预期净利润* (1-t/365)
分析师一致预期ROE	对应年份的一致预期净利润除以净资产
分析师一致预期ROE三个月变化	对应年份的一致预期净利润除以净资产三个月环比增速
分析师一致预期ROIC	对应年份的一致预期净利润除以投入资本
分析师一致预期ROIC三个月变化	对应年份的一致预期净利润除以投入资本三个月环比增速

资料来源：华安证券研究所整理

从回测结果看，分析师一致预期估值因子表现出色，其中，一致预期 BP 因子 Rank IC 达 5.94%，年化 ICIR 为 1.82，多空年化收益 14.75%，多头年化超额达 8.2%，一致预期 EP 因子多头年化超额收益为 10.3%，我们猜想，超额收益的增量可能来源于慧博在加权过程中对不同机构的赋权，慧博基于协会评级和机构发布报告数量综合给予权重，相较于直接求算术平均值更为合理；一致预期利润调整类因子 IC 表现相对一般，多头表现突出；分析师一致预期盈利因子整体表现较差，几乎没有显著的选股效果，一致预测 ROE 的 3 个月环比变化多头端具有一定的选股能力。

图表 8 分析师一致预期因子在全市场内有效性汇总（不填充缺失值，结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	5.94%	1.8174	63.93%	14.75%	-10.63%	8.22%	-8.21%
roll_homo_ep	4.68%	1.8168	65.57%	15.28%	-10.66%	10.27%	-6.36%
roll_homo_sp	3.36%	1.3076	60.66%	12.82%	-8.92%	6.96%	-6.42%
roll_homo_roe_change3m	0.91%	0.5768	55.74%	11.91%	-15.39%	5.60%	-7.02%
roll_homo_eps_change3m	0.68%	0.3904	55.74%	8.97%	-10.76%	7.01%	-3.06%
roll_homo_np_change3m	0.56%	0.3158	55.74%	9.22%	-9.84%	5.69%	-4.54%
roll_homo_roic	0.27%	0.1860	59.02%	0.37%	-19.59%	-1.39%	-1.85%
roll_homo_roic_change3m	0.00%	0.0008	50.82%	4.28%	-5.47%	0.20%	-4.77%
roll_homo_roe	-0.61%	-0.2849	55.74%	0.28%	-29.86%	-0.03%	-1.43%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

分指数域来看，分析师一致预期估值类因子在不同选股域均有出色的表现，其中，分析师一致预测 BP 在中证 500 和中证 1000 内表现更佳，一致预测 EP 因子在沪深 300 内表现更好，这一定程度上与指数成分股行业分布有关。其余预期调整因

子多头端具有一定贡献，但 IC 表现相对不稳定。

图表 9 分析师一致预期因子在沪深 300 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_ep	4.04%	1.2928	59.02%	7.31%	-22.78%	6.05%	-2.05%
roll_homo_bp	3.48%	0.8845	59.02%	7.48%	-23.60%	2.86%	-5.84%
roll_homo_sp	1.37%	0.3993	47.54%	0.54%	-31.67%	3.06%	1.01%
roll_homo_roic	1.12%	0.4988	57.38%	1.82%	-23.94%	-1.06%	-2.80%
roll_homo_roe_change3m	0.99%	0.5304	60.66%	6.49%	-25.41%	0.50%	-6.64%
roll_homo_np_change3m	0.78%	0.3231	54.10%	0.90%	-34.57%	0.26%	-1.60%
roll_homo_eps_change3m	0.77%	0.3311	54.10%	4.65%	-31.80%	1.50%	-3.99%
roll_homo_roic_change3m	0.41%	0.2146	49.18%	6.15%	-9.74%	-0.08%	-6.90%
roll_homo_roe	-0.34%	-0.1045	45.90%	-2.77%	-44.84%	-0.46%	0.17%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

图表 10 分析师一致预期因子在中证 500 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	4.91%	1.4759	68.85%	15.99%	-11.29%	8.02%	-8.72%
roll_homo_ep	4.53%	1.5634	65.57%	8.38%	-12.42%	4.77%	-4.96%
roll_homo_sp	2.57%	1.0868	62.30%	8.65%	-7.28%	5.02%	-4.32%
roll_homo_roe_change3m	0.86%	0.5307	52.46%	8.52%	-11.89%	2.13%	-7.10%
roll_homo_roic	0.58%	0.3710	57.38%	2.03%	-26.36%	-1.13%	-3.73%
roll_homo_eps_change3m	0.46%	0.2604	50.82%	9.79%	-10.20%	3.88%	-6.91%
roll_homo_np_change3m	0.30%	0.1708	50.82%	8.94%	-10.60%	3.66%	-6.21%
roll_homo_roic_change3m	0.26%	0.1704	47.54%	4.17%	-12.57%	2.21%	-2.47%
roll_homo_roe	-0.34%	-0.1584	47.54%	5.14%	-20.00%	2.46%	-3.47%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

图表 11 分析师一致预期因子在中证 1000 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	3.68%	1.5300	62.30%	14.92%	-9.92%	14.16%	-2.81%
roll_homo_ep	3.15%	1.3971	59.02%	13.43%	-13.17%	10.93%	-3.98%
roll_homo_sp	2.26%	1.0617	55.74%	10.04%	-12.30%	11.01%	-0.29%
roll_homo_np_change3m	0.96%	0.5974	54.10%	9.22%	-15.91%	6.07%	-4.06%
roll_homo_eps_change3m	0.96%	0.5891	54.10%	8.55%	-15.88%	6.25%	-3.17%
roll_homo_roic	0.81%	0.6320	60.66%	-1.86%	-26.17%	2.26%	3.57%
roll_homo_roe_change3m	0.58%	0.3852	54.10%	10.46%	-16.43%	4.83%	-6.32%
roll_homo_roe	0.50%	0.3264	49.18%	-4.12%	-34.86%	0.16%	4.30%
roll_homo_roic_change3m	0.38%	0.2887	45.90%	2.25%	-10.26%	1.95%	-0.95%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

除常规的全体分析师一致预期数据以外，慧博还提供优秀分析师一致预测数据，类似的，我们基于该数据构建个股的一致性预期指标：从回测结果来看，优秀分析师一致预期类因子表现相对于全体分析师一致预期因子表现没有明显提升。横向对比因子有效性，仍然是分析师预期估值因子表现最佳。

图表 12 优秀分析师一致预期因子在全市场内有效性汇总（不填充缺失值，结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
ea_homo_bp	4.66%	1.3980	63.93%	13.04%	-12.00%	7.89%	-6.97%
ea_homo_ep	3.40%	1.1859	62.30%	9.75%	-12.01%	7.12%	-4.11%
ea_homo_sp	2.45%	0.8780	54.10%	9.63%	-10.35%	5.30%	-4.92%
ea_homo_roe_change3m	0.46%	0.3071	55.74%	1.21%	-32.29%	0.61%	-1.63%
ea_homo_eps_change3m	0.09%	0.0514	47.54%	-0.32%	-33.11%	2.52%	1.85%
ea_homo_np_change3m	0.05%	0.0294	54.10%	1.55%	-29.38%	2.58%	-0.09%
ea_homo_roic	-0.18%	-0.1321	52.46%	3.86%	-13.12%	0.30%	-3.93%
ea_homo_roic_change3m	-0.23%	-0.2188	44.26%	-0.02%	-12.81%	-2.45%	-2.51%
ea_homo_roe	-1.07%	-0.6261	54.10%	7.79%	-15.20%	3.63%	-4.92%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

分指数域来看，优秀分析师一致预期 BP 因子更有效，其余预期调整因子相对全体分析师预期调整因子未见明显改善。

图表 13 优秀分析师一致预期因子在沪深 300 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
ea_homo_bp	3.33%	0.8399	55.74%	5.76%	-32.26%	4.30%	-3.42%
ea_homo_ep	2.99%	0.9173	60.66%	5.05%	-25.49%	6.87%	0.82%
ea_homo_sp	1.08%	0.3010	40.98%	2.93%	-32.26%	3.48%	-0.94%
ea_homo_eps_change3m	0.76%	0.3133	55.74%	4.47%	-25.22%	5.28%	-0.27%
ea_homo_np_change3m	0.75%	0.2989	54.10%	1.73%	-31.74%	2.87%	0.24%
ea_homo_roe_change3m	0.32%	0.1498	55.74%	2.20%	-32.42%	0.05%	-2.72%
ea_homo_roic	-0.04%	-0.0197	45.90%	-0.21%	-15.92%	-0.84%	-1.56%
ea_homo_roic_change3m	-0.56%	-0.3352	62.30%	-5.99%	-32.52%	-5.24%	0.70%
ea_homo_roe	-0.67%	-0.2541	52.46%	3.35%	-33.41%	3.36%	-2.08%

资料来源：慧博，wind 资讯，安证券研究所

图表 14 优秀分析师一致预期因子在中证 500 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
ea_homo_bp	4.11%	1.3654	63.93%	11.98%	-11.30%	6.06%	-6.93%
ea_homo_ep	3.11%	1.0867	63.93%	5.55%	-12.82%	4.16%	-2.51%
ea_homo_sp	1.82%	0.7390	60.66%	4.43%	-9.67%	3.92%	-1.30%
ea_homo_roe_change3m	-0.10%	-0.0569	42.62%	-4.36%	-31.58%	-3.12%	1.09%
ea_homo_roic_change3m	-0.15%	-0.0988	50.82%	-3.03%	-20.25%	-2.02%	0.98%
ea_homo_roic	-0.16%	-0.1041	45.90%	2.34%	-19.94%	-1.20%	-3.94%
ea_homo_np_change3m	-0.67%	-0.3577	50.82%	-5.22%	-31.43%	-3.55%	1.92%
ea_homo_eps_change3m	-0.83%	-0.4574	59.02%	-3.02%	-24.59%	-1.22%	1.93%
ea_homo_roe	-0.96%	-0.5041	52.46%	11.86%	-11.22%	6.29%	-6.13%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

图表 15 优秀分析师一致预期因子在中证 1000 内有效性汇总（结果按 Rank IC 降序排序）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
ea_homo_bp	2.10%	0.8922	60.66%	10.81%	-12.56%	11.33%	-1.63%
ea_homo_ep	1.63%	0.7228	57.38%	9.00%	-18.23%	9.95%	-0.57%
ea_homo_sp	1.27%	0.6051	52.46%	7.30%	-12.67%	8.50%	0.08%
ea_homo_np_change3m	0.34%	0.2244	57.38%	4.30%	-28.21%	5.28%	-0.31%
ea_homo_roe_change3m	0.56%	0.3873	60.66%	3.68%	-26.83%	3.64%	-1.00%
ea_homo_eps_change3m	0.50%	0.3332	60.66%	2.12%	-27.27%	3.33%	0.03%
ea_homo_roic	1.04%	0.8205	60.66%	-3.33%	-26.46%	0.49%	3.85%
ea_homo_roic_change3m	0.61%	0.4563	54.10%	-1.71%	-29.50%	-0.69%	0.79%
ea_homo_roe	0.22%	0.1468	54.10%	-6.04%	-36.54%	-1.45%	4.70%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

进一步的，对比慧博和友商一致预测因子在不同选股样本中的表现：总体来看，慧博一致预期估值因子表现更佳，尤其是在中小市值股票域中，其多头超额收益有明显提升，而慧博的预期盈利调整类因子，例如 EPS 和 ROE 的季度环比变化，相较而言表现弱于友商。

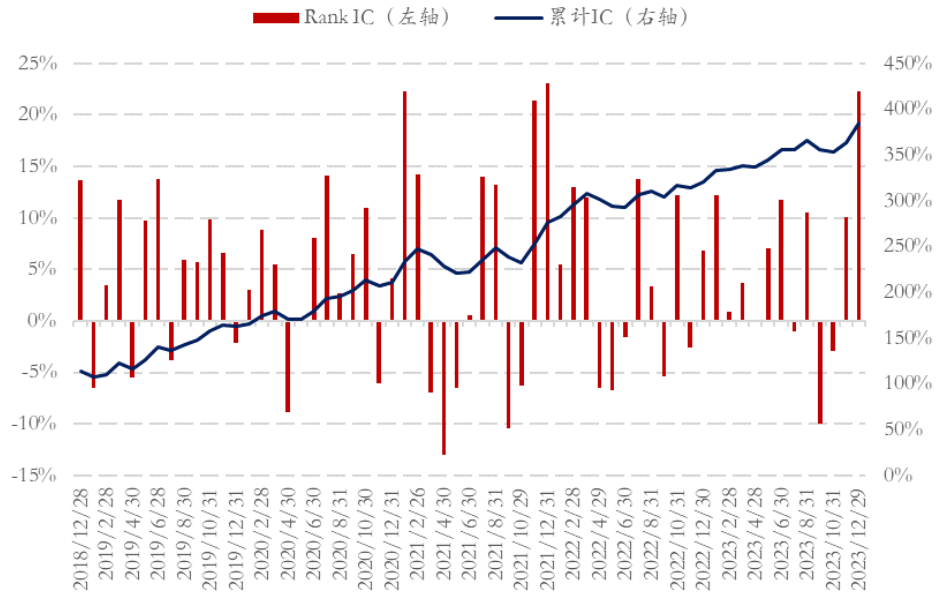
图表 16 慧博&友商分析师一致预期因子在不同选股域内的有效性汇总（上表为慧博因子，下表对照组为友商因子）

全市场							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	5.94%	1.8174	63.93%	14.75%	-10.63%	8.22%	-8.21%
roll_homo_ep	4.68%	1.8168	65.57%	15.28%	-10.66%	10.27%	-6.36%
roll_homo_eps_change3m	0.68%	0.3904	55.74%	8.97%	-10.76%	7.01%	-3.06%
roll_homo_roe_change3m	0.91%	0.5768	55.74%	11.91%	-15.39%	5.60%	-7.02%
因子简称 (对照组)	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
BP_FY1	4.45%	1.2312	61.98%	10.76%	-23.66%	6.26%	-7.05%
EP_FY1	4.35%	1.4240	70.25%	7.91%	-22.43%	3.56%	-6.31%
EPSChange3M_FTTM	1.93%	1.2375	69.42%	11.90%	-11.60%	7.70%	-5.10%
ROEChange3M	1.92%	1.4458	68.60%	9.90%	-10.64%	5.10%	-5.45%
沪深300							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	3.48%	0.8845	59.02%	7.48%	-23.60%	2.86%	-5.84%
roll_homo_ep	4.04%	1.2928	59.02%	7.31%	-22.78%	6.05%	-2.05%
roll_homo_eps_change3m	0.77%	0.3311	54.10%	4.65%	-31.80%	1.50%	-3.99%
roll_homo_roe_change3m	0.99%	0.5304	60.66%	6.49%	-25.41%	0.50%	-6.64%
因子简称 (对照组)	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
BP_FY1	4.31%	1.1128	63.64%	8.55%	-40.93%	5.08%	-4.89%
EP_FY1	4.76%	1.4655	66.12%	8.58%	-34.70%	5.85%	-3.75%
EPSChange3M_FTTM	1.69%	0.7193	57.85%	8.46%	-19.40%	4.05%	-4.58%
ROEChange3M	0.98%	0.4995	57.02%	6.25%	-12.67%	2.76%	-3.86%
中证500							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	4.91%	1.4759	68.85%	15.99%	-11.29%	8.02%	-8.72%
roll_homo_ep	4.53%	1.5634	65.57%	8.38%	-12.42%	4.77%	-4.96%
roll_homo_eps_change3m	0.46%	0.2604	50.82%	9.79%	-10.20%	3.88%	-6.91%
roll_homo_roe_change3m	0.86%	0.5307	52.46%	8.52%	-11.89%	2.13%	-7.10%
因子简称 (对照组)	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
BP_FY1	2.95%	0.9357	61.16%	4.32%	-21.62%	4.28%	-1.59%
EP_FY1	3.57%	1.1870	61.98%	5.80%	-21.82%	5.00%	-2.22%
EPSChange3M_FTTM	1.48%	0.8348	58.68%	7.18%	-11.63%	4.13%	-3.70%
ROEChange3M	1.15%	0.6699	59.50%	6.63%	-8.54%	4.28%	-3.08%
中证1000							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
roll_homo_bp	3.68%	1.5300	62.30%	14.92%	-9.92%	14.16%	-2.81%
roll_homo_ep	3.15%	1.3971	59.02%	13.43%	-13.17%	10.93%	-3.98%
roll_homo_eps_change3m	0.96%	0.5891	54.10%	8.55%	-15.88%	6.25%	-3.17%
roll_homo_roe_change3m	0.58%	0.3852	54.10%	10.46%	-16.43%	4.83%	-6.32%
因子简称 (对照组)	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
BP_FY1	2.02%	0.8277	54.95%	2.85%	-22.53%	5.70%	1.10%
EP_FY1	2.74%	1.0119	62.16%	5.35%	-23.47%	5.79%	-1.69%
EPSChange3M_FTTM	2.81%	2.0187	75.68%	10.97%	-8.65%	6.70%	-4.22%
ROEChange3M	2.96%	2.0438	69.37%	10.93%	-5.76%	7.83%	-3.43%

资料来源：慧博，华安证券研究所

考察全体分析师一致预测 EP 因子在时间序列上的表现：从因子 Rank IC 序列走势来看，分年度表现相对稳定，且近几年 IC 趋势向上，并未出现明显的衰减或长时间失效的情况。

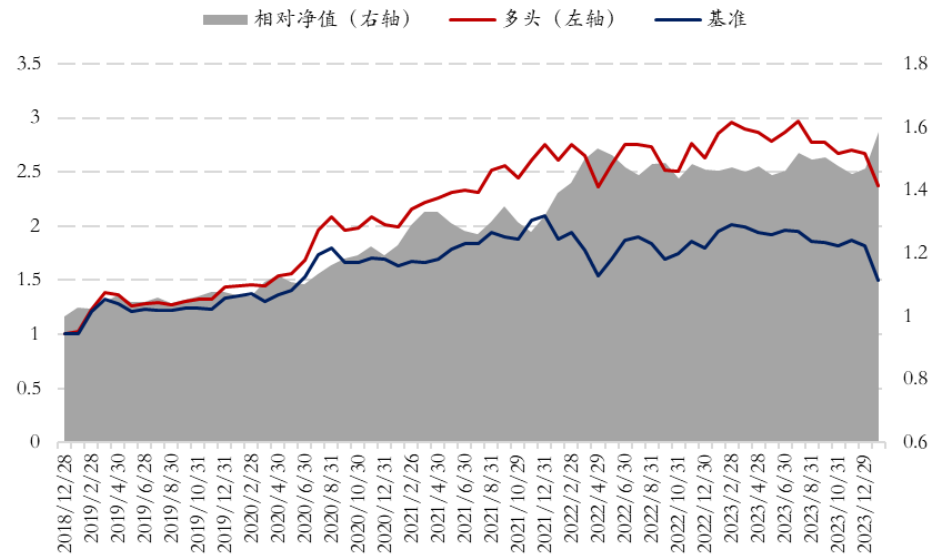
图表 17 分析师一致预测 EP 因子 IC 序列



资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

进一步的，从全市场分十组多头组合的净值走势来看，多头组合年化超额收益约 10.27%，相对回撤-6.84%。分年度来看，多头组合每年都能稳定跑赢基准，2023 年表现稍弱。

图表 18 分析师一致预测 EP 因子多头超额净值走势



资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

图表 19 分析师一致预测 EP 因子多头组合分年度表现

年份	基准	策略	超额收益	信息比	相对回撤	跟踪误差
2019	33.53%	43.72%	10.20%	1.95	-2.22%	5.22%
2020	26.69%	40.23%	13.54%	1.83	-2.60%	7.38%
2021	23.83%	36.71%	12.87%	1.16	-6.31%	11.09%
2022	-14.06%	-4.41%	9.65%	0.94	-6.84%	10.25%
2023	1.16%	1.45%	0.30%	0.05	-4.39%	5.90%
20240131	-17.98%	-11.38%	6.60%	——	0.00%	——
汇总	8.21%	18.48%	10.27%	1.22	-6.84%	8.45%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

3 挖掘分析师数据中的另类 alpha

上节主要根据慧博分析师一致预期数据构造传统分析师因子，相比友商数据，基于**慧博数据的预期估值类因子表现更佳**。当然，分析师数据不仅仅局限于盈利预测，还包含其它维度的信息。在这一章中，我们尝试深耕分析师原始预期数据，从**目标价、报告页数和发布时点**挖掘另类视角下的分析师增量 alpha。

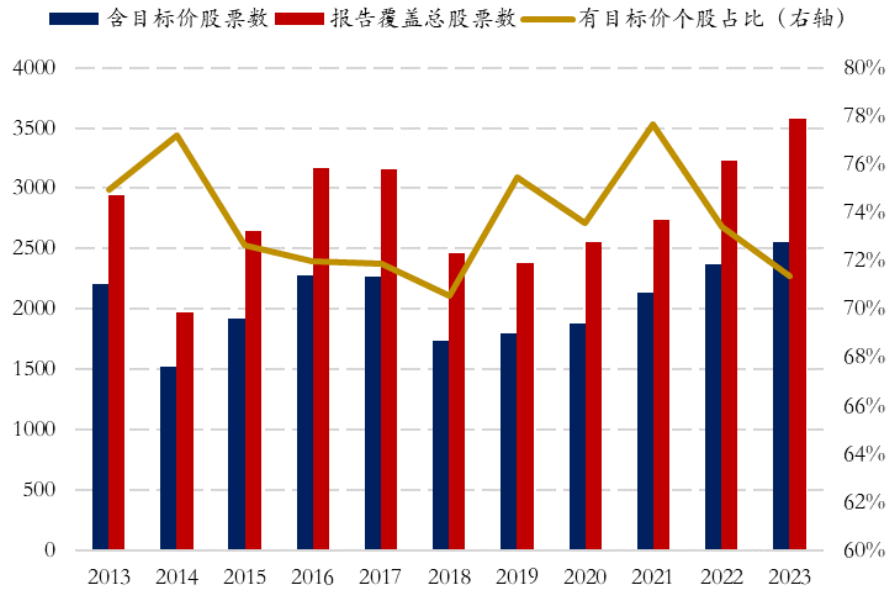
3.1 改进目标价因子的三个法门

众多分析师预期数据中，**盈利预测、目标价和评级数据是最主要的元素，其中最核心的当属盈利预测**。随着市场有效性不断提升，投资者对于公开信息的吸收速度变快，历史基本面因子的选股有效性变得愈发不稳定。与此同时，分析师报告的关注度提升，其盈利预测能较好地弥补基本面数据的迟滞性，因此，如何加工、整合分析师预期数据构造有效、稳定的盈利预期调整因子变得尤为重要，当前业界涉猎这个领域的研究较为丰富，具体做法本文不多赘述。

实际上，目标价同样也是分析师预测数据中的重要参考。首先，盈利预测仅能反映分析师对于上市公司基本面的把握程度，而目标价包含分析师对这家公司的**盈利和估值预期**，能综合体现分析师对上市公司业绩前景的观点和市场情绪的判断，相比盈利预测数据更具有**差异性**；其次，目标价直接对应的是股票收益，能更直接地表明分析师对个股的观点，对投资更具有指导意义。

自 2013 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，在慧博投研收录的报告中，按覆盖个股统计，分析师覆盖的股票中大部分股票都有目标价信息，2023 年入库的报告覆盖了 3578 只股票，而有目标价字段的报告覆盖了 2553 只股票，占比达 71.4%，从历史情况来看，占比均在 70%以上。

图表 20 含目标价覆盖股票数及占比



资料来源：慧博，华安证券研究所

由于慧博的分析师一致预测指标中不包含目标价，我们基于分析师原始预测数据汇总得到一致预测目标收益因子，计算方法如下：

- (1) 在每个月末回溯过去 3 个月，筛选出所有含目标价格的分析师报告，其中，若同一分析师存在多篇关于同一股票的报告，保留最新的预测值；
- (2) 取报告中最高目标价和最低目标价的平均值作为该篇报告出具的目标价格，计算个股所有覆盖报告目标价的算术平均值作为一致预测目标价；
- (3) 定义个股一致预期目标价相对当前时点收盘价的涨跌幅为一致预测目标收益因子。

自 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 31 日，行业市值中性后的一致预测目标收益因子具有一定的选股效果，但 IC 表现不稳定，且多头表现不突出。分指数域来看，因子在沪深 300 内的表现相对较好，一定程度上也与覆盖度更高有关，分五组多头年化超额达 2.6%。总体来说，该因子在构造方式上较为粗糙，仍有较大的优化空间，下文从目标价可比性、发布时点和算法三个角度对一致预测目标收益因子进行改进。

图表 21 分析师一致预测目标收益因子表现汇总 (2014.1.1-2024.1.31, 全市场内不处理缺失值)

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
全市场	2.99%	1.3702	65.29%	10.98%	-11.40%	3.16%	-7.95%
沪深300	2.01%	0.8006	55.37%	3.30%	-20.17%	2.62%	-1.23%
中证500	1.26%	0.6450	57.02%	1.31%	-21.46%	1.56%	0.31%
中证1000	1.07%	0.6284	58.56%	3.19%	-13.80%	3.46%	0.25%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

3.1.1 基于目标价可比性的改进

我们发现，同一个股在过去一段时间的不同目标价格不具有可比性，往往由以下原因导致：(1) 不同分析师或机构给出目标价高低的风格不同，部分分析师相对乐观，给出的目标价明显高于同行，而部分分析师又较为谨慎，从而导致了对于同一个股，不同分析师给出的目标价难以比较；(2) 其次，分析师推票时点不同，推票当

月的市场表现同样会影响分析师的情绪，因此需要考虑发布时点的差异性。

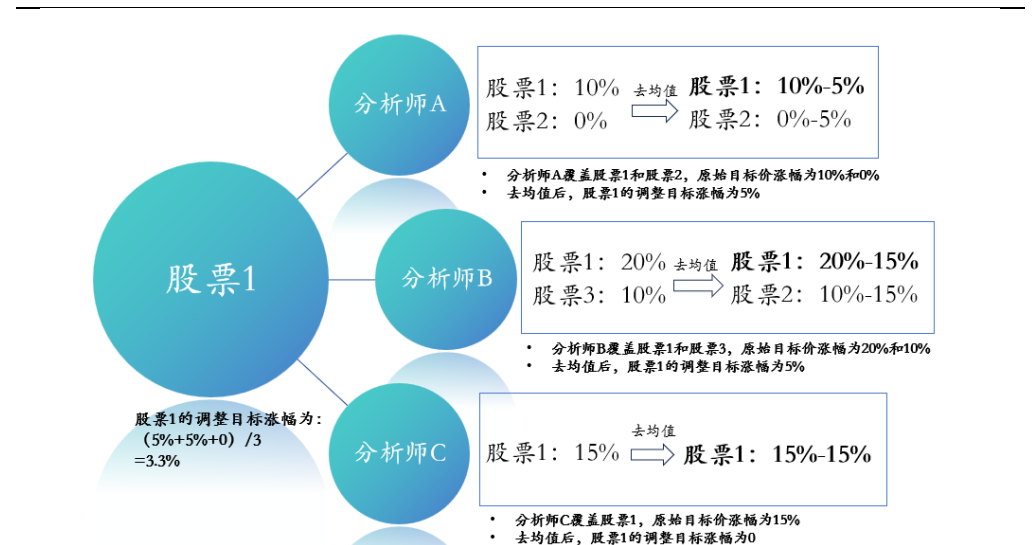
基于上述考虑，针对可比性问题对个股目标收益进行去均值化处理，构建调整目标收益因子。具体而言：

(1) 在每个月末回溯过去 3 个月，筛选出所有含目标价格的分析师报告，其中，若同一分析师存在多篇关于同一股票的报告，保留最新的预测值；

(2) 取报告中最高目标价和最低目标价的平均值作为该篇报告的目标价格，计算个股每篇报告的目标收益，并减去对应的可比中枢均值，记做调整目标收益，其中可比中枢均值分别定义为报告对应机构覆盖的所有股票的平均目标收益，对应分析师覆盖股票的平均目标收益，以及对应发布月份所有报告的平均目标收益。

(3) 计算个股所有报告的调整目标收益的算术平均值作为一致预测调整目标收益因子。

图表 22 一致预测调整目标收益因子计算示意图（以分析师中枢为例）



资料来源：华安证券研究所整理

从测试结果来看，使用分析师、机构、发布月份的平均目标收益对目标价进行调整均能取得不错的效果：调整后因子的 Rank IC 和 ICIR 相比原因子有一定提升，其中，经过分析师中枢调整后，因子表现最佳，多空年化提升了将近 2pct，多头年化超额近 4%。

图表 23 分析师一致预测中枢调整目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
目标收益-分析师中枢调整	3.27%	1.6874	71.07%	12.96%	-9.48%	3.99%	-8.89%
目标收益-机构中枢调整	3.18%	1.4719	66.94%	10.92%	-11.35%	2.53%	-8.40%
目标收益-发布月份中枢调整	3.11%	1.4353	66.94%	11.95%	-11.42%	3.02%	-9.00%
原因子	2.99%	1.3702	65.29%	10.98%	-11.40%	3.16%	-7.95%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

3.1.2 基于发布时点的改进

一致目标收益因子定义为个股一致预测目标价相对当前收盘价的涨跌幅，即目标价相对发布时点的区间涨跌幅，减去因子计算时点相对报告发布时点的区间涨跌

幅。然而，这种算法并未考虑**报告发布前个股的涨跌幅**，这个可能会直接影响分析师给出目标价的区间；另一方面，分析师在发布目标价之后，直到因子计算时点期间的价格变化对于分析师而言是**不可控的**，因此原始目标收益可能无法完全反映分析师的真实观点。

因此，定义报告发布前 t 日为**考察期**，分析师可能会根据这段时间市场、行业和个股的表现来给出目标价；定义发布时点至因子计算时点间的时期为**验证期**，这段时间可视为个股后续行情对于分析师目标价格的验证，分别考察这两个时期股票涨跌幅对因子有效性的影响。

图表 24 分析师发布报告时点时间轴示意图



资料来源：华安证券研究所整理

直觉上讲，**考察期涨跌幅对分析师及其目标价具有不同的含义**：（1）分析师自身的推票行为模式存在差异性，右侧推票型分析师倾向于在个股上涨趋势得到确认后发布报告，而左侧型分析师更习惯在股价的阶段性底部荐股；（2）发布报告前个股的涨跌幅可能会影响目标价的大小，分析师在市场环境较好的时期往往更加乐观，从而给出更高的目标价。

为考察报告发布前 20 日涨跌幅对因子有效性的影响，我们在因子构建步骤中对目标收益去均值化后（减去分析师覆盖股票目标收益均值），计算每篇报告发布前 20 日个股的区间涨跌幅，根据涨跌幅的大小将每只个股的目标价样本分成两部分，分别计算算术平均值，将高涨跌幅样本构造的因子称为“**高点续航**”目标收益因子，反之称为“**低谷掘金**”目标收益因子。

从回测结果来看，由**考察期（发布日前 20 日）涨跌幅相对较低的目标价样本构成的低谷掘金因子表现更佳**，年化 ICIR 为 1.75，多空年化收益为 14.76%，多头年化超额达 4.38%，因子表现进一步获得提升。而由涨跌幅较高一组样本构成的高点续航目标收益因子表现明显较弱，IC 表现、多空组合收益和多头超额低于前者。由此可见，分析师左侧出具的目标价样本更具有参考价值，其选股能力更强；换个角度想，前期个股涨幅过高可能会影响分析师的判断，从而高估公司的价值，影响目标价的精确度。

图表 25 考察期高点续航目标收益因子 vs 低谷掘金目标收益因子表现（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
高点续航目标收益	3.07%	1.6896	65.29%	11.95%	-8.72%	2.07%	-9.67%
低谷掘金目标收益	3.20%	1.7541	69.42%	14.76%	-7.11%	4.38%	-10.19%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

在不同的时间窗口下，低谷掘金目标收益因子表现均较为稳健，相比于原始因子有明显提升，其中，当考察期的时间窗口取 10 日时，因子表现最佳，Rank IC 均值 3.28%，年化 ICIR 为 1.82，多空年化收益 15.74%，多头年化超额为 4.4%。

图表 26 不同时间窗口下低谷掘金目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
N=5	3.18%	1.7516	69.42%	14.97%	-8.25%	3.91%	-10.78%
N=10	3.28%	1.8190	70.25%	15.74%	-8.19%	4.42%	-10.95%
N=20	3.20%	1.7541	69.42%	14.76%	-7.11%	4.38%	-10.19%
N=60	3.12%	1.7424	69.42%	15.01%	-7.59%	4.30%	-10.54%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

进一步的，考察验证期（发布日-因子计算时点）区间涨跌幅对因子有效性的影响，因子构建方式与上文类似，即对目标价收益去均值化后（减去分析师覆盖股票目标收益均值），根据验证期的区间涨跌幅将每个个股的目标价样本分成两部分，高涨跌幅样本构造的因子称为“市场印证”一致预测目标收益因子，反之称为“预期偏离”因子。有趣的是，结论与考察期涨跌幅对因子的影响方向部分截然相反：报告发布后，恰恰是验证期涨跌幅偏高的那部分目标价样本，即市场印证目标收益因子具有更强的择股能力，无论是 IC 还是多头组表现，均领先于涨跌幅偏低的样本。我们猜想，可能是因为发布日之后的涨跌幅可以验证分析师对股价的判断方向，股价与判断一致的个股未来更有可能超涨，相反，如果在分析师推票后，股价开始下跌，或涨幅不及预期，此时目标价的参考价值则有所下降。

图表 27 验证期市场印证目标收益因子 vs 预测偏离目标收益因子表现（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
目标收益-预测偏离型	3.06%	1.6595	66.12%	12.71%	-10.77%	2.44%	-10.03%
目标收益-市场印证型	3.17%	1.7810	71.07%	14.43%	-7.05%	4.19%	-10.18%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

3.1.3 算法改进

最后，借鉴分析师预期调整的算法，我们对一致预测目标收益因子进行时间序列上的处理表征分析师的情绪变化：具体来说，我们在每个月末计算目标收益因子相对过去 N 个月的 ZSCORE，记做标准化目标预期收益因子。

从回测结果看，无论是 IC 表现还是多头组表现，标准化目标预期收益因子相对一致预测目标收益因子均有稳定提升。其中，6 个月标准化目标收益的年化 ICIR 为 2.48，多头年化超额收益 5.07%，多空最大回撤-6.86%。

图表 28 标准化分析师一致预测目标收益因子表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
3个月标准化目标收益	2.17%	1.6601	62.81%	8.64%	-17.12%	4.82%	-4.45%
6个月标准化目标收益	3.46%	2.4766	73.55%	11.89%	-6.86%	5.07%	-6.99%
12个月标准化目标收益	3.31%	2.2294	75.21%	12.83%	-10.76%	4.23%	-8.50%
目标收益因子	2.99%	1.3702	65.29%	10.98%	-11.40%	3.16%	-7.95%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

分指数域来看，6个月标准化目标收益因子在各个选股域表现均较为稳健，在沪深300、中证500、中证1000内的分五组多头超额分别为4.65%、3.79%和6.52%，表现优异，相对一致预测目标收益因子在IC以及多头端有显著提升。而调整目标收益因子相对原因子的提升更多体现在小微盘的选股域中。

图表 29 分析师一致预测目标收益因子分指数域表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）

全市场							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
调整目标收益	3.28%	1.8190	70.25%	15.74%	-8.19%	4.42%	-10.95%
6个月标准化目标收益	3.46%	2.4766	73.55%	11.89%	-6.86%	5.07%	-6.99%
一致预测目标收益	2.99%	1.3702	65.29%	10.98%	-11.40%	3.16%	-7.95%
沪深300							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
调整目标收益	2.12%	0.9564	62.81%	2.97%	-23.12%	1.73%	-1.59%
6个月标准化目标收益	2.34%	1.2646	64.46%	7.46%	-9.09%	4.65%	-3.13%
一致预测目标收益	2.01%	0.8006	55.37%	3.30%	-20.17%	2.62%	-1.23%
中证500							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
调整目标收益	1.11%	0.6228	57.85%	1.16%	-22.41%	1.37%	0.35%
6个月标准化目标收益	1.42%	0.8059	61.98%	2.49%	-9.25%	3.79%	0.96%
一致预测目标收益	1.26%	0.6450	57.02%	1.31%	-21.46%	1.56%	0.31%
中证1000							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
调整目标收益	0.94%	0.5750	58.56%	5.32%	-6.39%	4.53%	-0.73%
6个月标准化目标收益	2.40%	1.5509	66.67%	8.50%	-4.85%	6.52%	-2.08%
一致预测目标收益	1.07%	0.6284	58.56%	3.19%	-13.80%	3.46%	0.25%

资料来源：慧博，wind 资讯，华安证券研究所

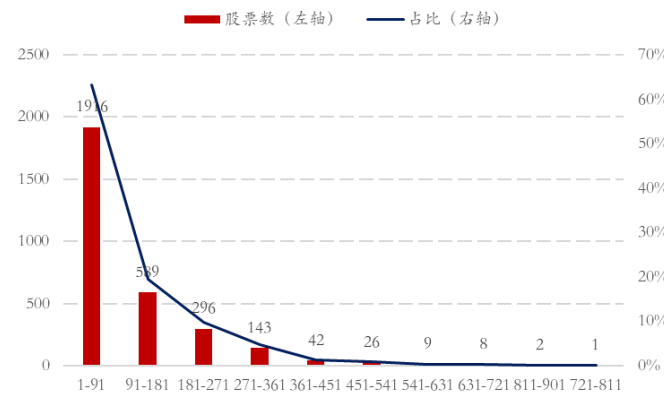
3.2 分析师关注度的另类表达方式：报告页数因子

由于分析师的精力是有限的，他们会围绕基本面预期向好，当下具有投资机会的个股撰写研报，因此，分析师覆盖度反映了分析师对于该股的看好和关注程度。常规而言，分析师覆盖度因子定义为过去一段时间分析师对该公司发布的研报总数量。慧博数据库在报告基础信息中提供了报告页数数据，相比于机构数量或报告数量，报告页数更具有差异性，本节主要挖掘报告页数数据中蕴含的 alpha。

报告页数因子定义如下：在每个月末，回溯过去 180 日，计算每只个股覆盖报告的总页数、平均页数、最大页数、最小页数以及最大最小页数差 5 个因子，其中，因子在中性化前取根号处理，缺失值填充为 0。

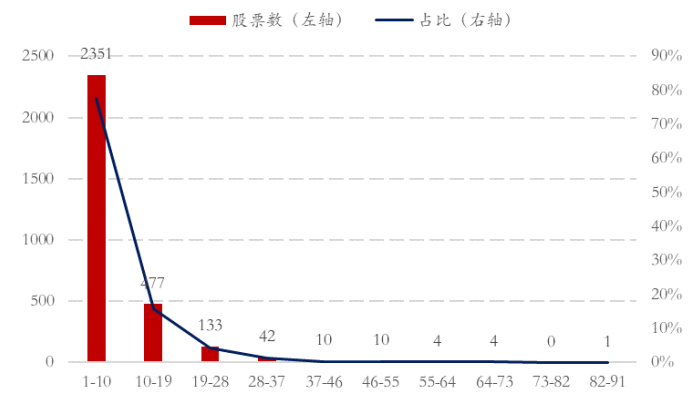
从 2023 年 12 月末个股报告总页数和平均页数分布情况来看，绝大多数股票的总页数和平均页数集中在最小的一组，相较而言，平均页数分布更为集中。

图表 30 报告总页数股票数分布



资料来源：慧博，华安证券研究所

图表 31 报告平均页数股票数分布



资料来源：慧博，华安证券研究所

从全市场内的表现来看，报告页数类因子均具备一定的选股能力，但总体 IC 稳定性较弱，多空组合的最大回撤显著小于传统分析师覆盖度因子，其中，报告最大页数因子多空组合年化收益 16.76%，最大回撤 8.9%，多头超额 4.2%。

图表 32 分析师报告页数因子表现汇总 (2014.1.1-2024.1.31)

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
分析师覆盖度	3.38%	1.2801	60.33%	14.97%	-16.35%	3.10%	-11.85%
报告总页数	3.12%	1.1878	60.33%	15.45%	-15.10%	3.06%	-11.98%
报告最大最小页数差	2.76%	1.2040	59.50%	16.23%	-9.53%	3.19%	-12.09%
报告最大页数	2.35%	0.9862	62.81%	16.76%	-8.90%	4.20%	-11.70%
报告平均页数	1.79%	0.8813	61.16%	15.79%	-6.65%	3.32%	-11.58%
报告最小页数	1.51%	0.8902	60.33%	14.95%	-4.10%	3.42%	-10.91%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

对分析师关注度类因子进行相关性检验：与直觉相符，传统分析师覆盖度因子与报告总页数因子值间的相关性较高，而与其他因子的相关性均处于中等水平，说明了报告页数类因子相对传统分析师覆盖度因子有信息增量。

图表 33 分析师关注度类因子相关性检验 (2014.1.1-2024.1.31)

	分析师覆盖度	报告总页数	报告最大页数	报告最大最小页数差	报告平均页数	报告最小页数
分析师覆盖度	100%	91%	50%	62%	-4%	-52%
报告总页数	91%	100%	75%	77%	32%	-38%
报告最大页数	50%	75%	100%	88%	71%	-12%
报告最大最小页数差	62%	77%	88%	100%	44%	-42%
报告平均页数	-4%	32%	71%	44%	100%	36%
报告最小页数	-52%	-38%	-12%	-42%	36%	100%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

然而，与分析师覆盖度类似，由于分析师会天然倾向覆盖“大白马”，即市值较大，历史业绩优秀的公司，导致无法通过报告页数的绝对值大小来甄别分析师的观点变化，报告页数更像是一类风格因子，选股能力稳定性欠佳。因此，比较分析师报告页数在时间序列上的变化更有意义。类似的，对报告页数因子进行时间序列处理。具体而言，报告页数偏离度因子定义为当期原始因子值相对过去 N 个月的均值，中

性化前取根号，缺失值用 0 填充。

从回测结果看，报告总页数、最大最小页数差以及最大页数的偏离度均具备显著的选股效果，其 Rank IC 和 ICIR 优于原因子，但多头和多空未出现改善，且最大回撤有所放大。

图表 34 分析师报告页数偏离度因子表现汇总 (2014.1.1-2024.1.31)

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
报告总页数3个月偏离度	3.40%	1.8775	70.25%	9.55%	-14.57%	2.69%	-6.49%
报告总页数6个月偏离度	3.32%	2.0014	71.90%	10.92%	-14.53%	3.48%	-7.00%
报告总页数12个月偏离度	3.47%	2.1368	73.55%	11.14%	-15.54%	3.80%	-6.98%
报告最大页数3个月偏离度	3.24%	1.3295	66.94%	6.49%	-16.66%	1.13%	-5.15%
报告最大页数6个月偏离度	3.26%	2.3165	76.03%	9.09%	-15.19%	2.18%	-6.32%
报告最大页数12个月偏离度	3.25%	2.3801	72.73%	9.83%	-16.99%	2.48%	-6.64%
报告最大最小页数差3个月偏离度	3.07%	1.3698	67.77%	6.21%	-17.12%	1.88%	-4.08%
报告最大最小页数差6个月偏离度	3.26%	2.4457	76.86%	10.25%	-14.56%	2.74%	-6.78%
报告最大最小页数差12个月偏离度	3.28%	2.4360	76.03%	11.26%	-14.35%	2.97%	-7.43%
报告平均页数3个月偏离度	2.90%	1.8407	71.90%	6.75%	-21.32%	1.12%	-5.19%
报告平均页数6个月偏离度	2.89%	1.8526	71.90%	6.76%	-24.36%	0.37%	-5.83%
报告平均页数12个月偏离度	3.02%	1.8049	69.42%	6.52%	-28.64%	-0.38%	-6.29%
报告最小页数3个月偏离度	2.42%	0.8507	60.33%	3.40%	-18.68%	0.37%	-3.14%
报告最小页数6个月偏离度	2.56%	1.0071	59.50%	3.74%	-16.64%	-1.16%	-4.76%
报告最小页数12个月偏离度	2.56%	1.1006	63.64%	2.44%	-26.33%	-1.07%	-3.40%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

对分析师关注度因子在各选股域中的表现进行考察：我们发现，**报告页数偏离度因子在不同选股域均有良好的表现**。中证 500 内，报告总页数偏离度因子 Rank ICIR 达 1.64，多头超额 4.4%；中证 1000 内，报告总页数偏离度因子年化 ICIR 达 2.67，多头超额 5.81%，表现稳定。

图表 35 分析师关注度类因子分指数域表现汇总 (2014.1.1-2024.1.31)

全市场							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
报告总页数	3.12%	1.1878	60.33%	15.45%	-15.10%	3.06%	-11.98%
报告总页数12个月偏离度	3.47%	2.1368	73.55%	11.14%	-15.54%	3.80%	-6.98%
报告最大页数	2.35%	0.9862	62.81%	16.76%	-8.90%	4.20%	-11.70%
报告最大页数12个月偏离度	3.25%	2.3801	72.73%	9.83%	-16.99%	2.48%	-6.64%
报告最大最小页数差	2.76%	1.2040	59.50%	16.23%	-9.53%	3.19%	-12.09%
报告最大最小页数差12个月偏离度	3.28%	2.4360	76.03%	11.26%	-14.35%	2.97%	-7.43%
报告平均页数	1.79%	0.8813	61.16%	15.79%	-6.65%	3.32%	-11.58%
报告平均页数12个月偏离度	3.02%	1.8049	69.42%	6.52%	-28.64%	-0.38%	-6.29%
报告最小页数	1.51%	0.8902	60.33%	14.95%	-4.10%	3.42%	-10.91%
报告最小页数12个月偏离度	2.56%	1.1006	63.64%	2.44%	-26.33%	-1.07%	-3.40%
分析师覆盖度	3.38%	1.2801	60.33%	14.97%	-16.35%	3.10%	-11.85%
沪深300							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
报告总页数	1.47%	0.4207	56.20%	2.53%	-33.98%	-0.28%	-3.38%
报告总页数12个月偏离度	0.79%	0.3782	57.85%	0.90%	-16.56%	3.20%	1.99%
报告最大页数	1.17%	0.4652	52.07%	4.22%	-16.41%	0.37%	-4.01%
报告最大页数12个月偏离度	0.64%	0.4049	52.89%	-0.90%	-25.80%	2.05%	2.77%
报告最大最小页数差	1.43%	0.5396	52.89%	5.44%	-16.31%	0.91%	-4.79%
报告最大最小页数差12个月偏离度	0.74%	0.4474	52.07%	-0.96%	-26.72%	1.78%	2.59%
报告平均页数	0.34%	0.1751	51.24%	2.39%	-18.99%	-0.90%	-3.46%
报告平均页数12个月偏离度	0.62%	0.3800	50.41%	-1.48%	-28.47%	1.14%	2.36%
报告最小页数	-1.03%	-0.5025	56.20%	0.60%	-18.65%	-1.38%	-2.19%
报告最小页数12个月偏离度	-1.20%	-0.5391	55.37%	4.92%	-7.47%	5.65%	0.43%
分析师覆盖度	1.55%	0.4321	57.85%	3.78%	-39.04%	0.48%	-3.91%
中证500							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
报告总页数	2.84%	0.9653	57.85%	7.44%	-17.54%	3.85%	-4.23%
报告总页数12个月偏离度	2.42%	1.6358	68.60%	8.03%	-4.46%	4.40%	-3.66%
报告最大页数	2.38%	0.9380	58.68%	5.38%	-16.38%	2.35%	-3.67%
报告最大页数12个月偏离度	2.10%	1.4643	69.42%	4.52%	-5.79%	2.05%	-2.68%
报告最小页数	2.33%	0.8915	58.68%	6.05%	-14.29%	2.91%	-3.57%
报告最小页数12个月偏离度	2.20%	1.6041	71.90%	6.13%	-4.43%	2.36%	-3.91%
报告平均页数	2.15%	1.1940	61.98%	3.28%	-17.03%	0.84%	-3.07%
报告平均页数12个月偏离度	1.67%	1.2523	61.16%	3.92%	-10.36%	1.99%	-2.26%
报告最小页数	1.35%	1.0080	62.81%	1.58%	-14.89%	0.60%	-1.41%
报告最小页数12个月偏离度	0.44%	0.2292	59.50%	-2.01%	-25.57%	-0.79%	0.71%
分析师覆盖度	2.92%	0.9734	55.37%	6.87%	-17.58%	2.72%	-4.84%
中证1000							
因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
报告总页数	4.22%	1.4450	63.96%	15.18%	-13.06%	5.81%	-8.49%
报告总页数12个月偏离度	3.59%	2.6660	79.28%	13.12%	-2.49%	5.46%	-6.78%
报告最大页数	3.39%	1.2683	62.16%	12.96%	-8.33%	4.54%	-7.55%
报告最大页数12个月偏离度	3.05%	2.4824	77.48%	10.86%	-3.44%	4.21%	-6.07%
报告最小页数	3.67%	1.3908	64.86%	15.11%	-7.19%	4.45%	-9.43%
报告最小页数12个月偏离度	3.13%	2.4663	80.18%	11.13%	-3.09%	4.50%	-6.04%
报告平均页数	2.92%	1.3395	60.36%	10.69%	-7.85%	4.07%	-6.07%
报告平均页数12个月偏离度	2.47%	1.8797	73.87%	7.43%	-5.28%	1.96%	-5.04%
报告最小页数	2.64%	1.5327	65.77%	9.69%	-5.27%	3.55%	-5.73%
报告最小页数12个月偏离度	-0.10%	-0.0554	52.25%	-0.91%	-12.71%	-0.53%	0.38%
分析师覆盖度	4.37%	1.4955	63.06%	14.84%	-13.02%	6.09%	-8.01%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

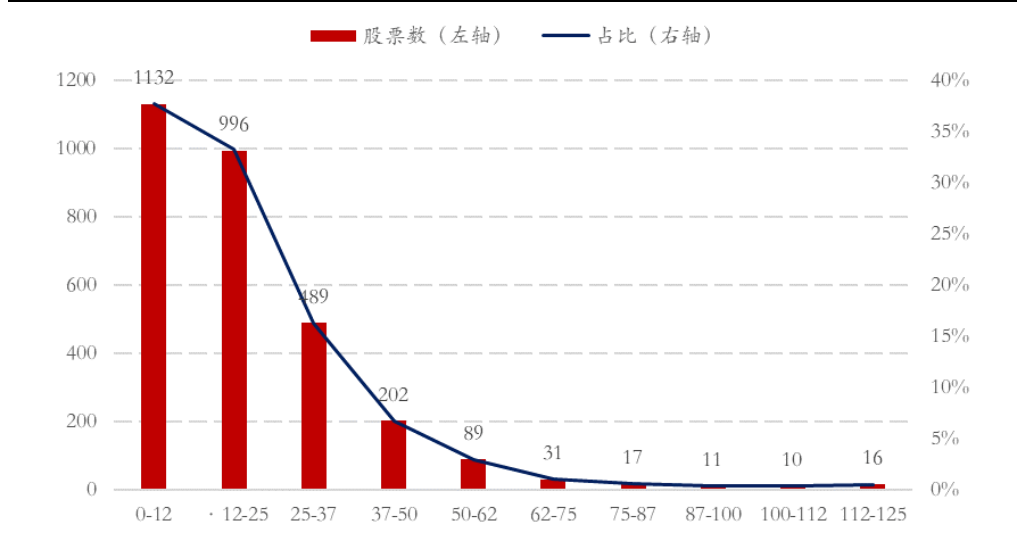
3.3 及时雨：报告发布天数因子

有别于上市公司定期披露的财务报告，分析师报告的发布时点更具主观性。由于分析师群体的精力是有限的，他们可能会更倾向于及时覆盖那些他们更看好、基

本面超预期的个股，因而分析师发布报告的时间可能包含独立于传统分析师因子的增量信息。

我们统计每个上市公司披露财报（定期报告，业绩快报，业绩预告）后分析师撰写报告的平均间隔天数，可以看到，随着间隔天数变大，股票数量几乎呈单调递减，其中，38%左右股票的分析师报告的平均发布间隔天数在12天以内，33%股票的分析师报告在12-25天内发布，超过25天发布报告的个股数不足30%。考虑到部分类型的研究报告并不与公司财务报告直接挂钩，实际间隔天数可能会更短。

图表 36 分析师报告发布天数分布



资料来源：慧博，华安证券研究所

分析师发布天数因子的定义如下：每个月末回溯过去90天，分别计算每只个股所有报告的发布时间与最近的财报的公告时间间隔天数的平均值、最大值、最小值和离差（最大值-最小值），因子在中性化前取根号，剔除缺失值样本。

从回测结果看，与直觉相符，因子呈现负向选股能力，即分析师报告发布间隔天数越短，股票未来收益越高。总体来看，因子的IC表现较为一般，但多头超额具有不错的表现，平均发布天数因子多头超额4.2%。

图表 37 分析师报告发布天数因子在全市场内表现汇总（2014.1.1-2024.1.31）

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
最小发布间隔天数	-1.46%	-1.0802	57.02%	9.17%	-11.34%	3.90%	-5.36%
平均发布间隔天数	-1.03%	-0.9224	64.46%	5.92%	-6.59%	4.16%	-2.08%
最大发布间隔天数	-0.89%	-0.7986	60.33%	4.05%	-8.90%	4.15%	-0.06%
最大最小发布间隔天数差	0.09%	0.0670	50.41%	2.81%	-13.35%	0.82%	-1.78%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

类似的，对发布天数因子进行时序处理，计算原始因子值相对过去N个月的环比变化，从回测结果看，经过时间序列处理后，因子表现无明显改善。

图表 38 分析师报告发布天数变化因子在全市场内表现汇总 (2014.1.1-2024.1.31)

因子简称	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
最小发布间隔天数3个月环比变化	-1.61%	-1.0410	63.64%	5.34%	-13.22%	2.26%	-3.74%
最小发布间隔天数6个月环比变化	-1.79%	-1.3891	64.46%	4.95%	-13.06%	0.35%	-5.20%
平均发布间隔天数3个月环比变化	-0.65%	-0.4715	56.20%	3.54%	-9.64%	0.43%	-3.52%
平均发布间隔天数6个月环比变化	-0.38%	-0.3308	54.55%	3.22%	-9.89%	0.86%	-3.00%
最大发布间隔天数3个月环比变化	-0.35%	-0.2720	55.37%	1.95%	-12.29%	0.92%	-1.68%
最大发布间隔天数6个月环比变化	-0.22%	-0.2230	52.89%	1.46%	-8.06%	0.96%	-1.04%
最大最小发布间隔天数差3个月环比变化	-0.14%	-0.1210	51.24%	0.82%	-18.05%	1.54%	0.09%
最大最小发布间隔天数差6个月环比变化	-0.27%	-0.2693	52.89%	0.99%	-15.98%	1.74%	0.26%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

3.4 另类分析师因子表现优异

前文中我们从分析师目标价、报告页数和报告发布时点三个角度构造了一系列预测能力显著的另类分析师因子，下面挑选出其中表现相对优异的因子进行复合，并检验合成因子在不同选股域中的表现，因子及其权重如下所示。

图表 39 合成因子明细

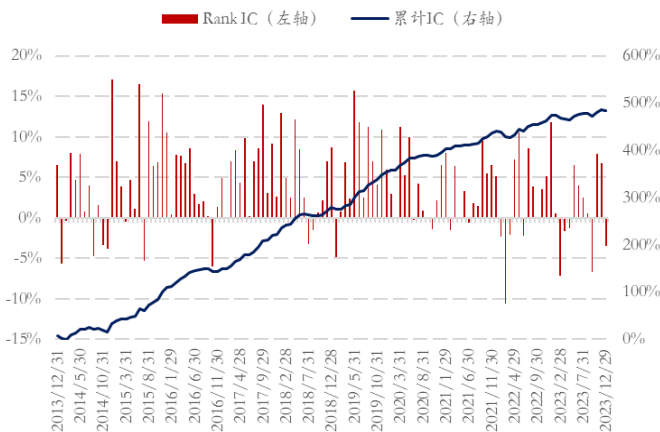
因子名称	因子类别	权重
调整目标收益	目标收益	20.0%
6个月标准化目标收益	目标收益	20.0%
报告总页数	报告页数	10.0%
报告总页数12个月偏离度	报告页数	10.0%
报告最大最小页数差	报告页数	10.0%
报告最大最小页数差12个月偏离度	报告页数	10.0%
最小发布间隔天数	发布天数	10.0%
平均发布间隔天数	发布天数	10.0%

资料来源：华安证券研究所整理

对上述因子进行合成，同时对行业市值中性化后的另类分析师因子在全市场内的有效性进行分析：自 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 31 日，Rank IC 均值为 **3.99%**，年化 ICIR 分别为 **2.58**，IC 月胜率达 **77%**，表现稳健。

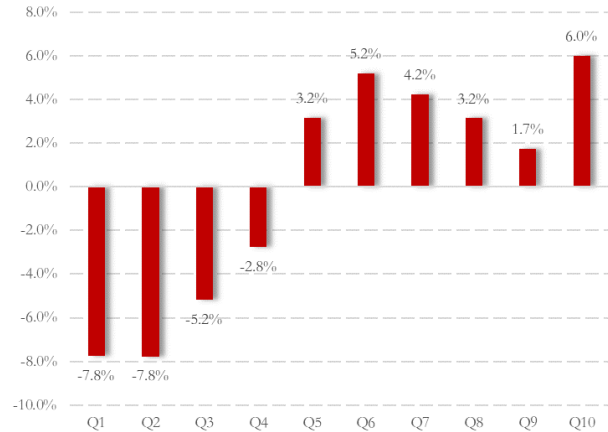
从分组收益统计来看，十组收益单调性一般，多头端具有不错的表现，年化超额收益约 **6.0%**，因子的空头剔除效应较强，空头端（Q1 组）年化超额收益约为 **7.8%**。

图表 40 另类分析师因子 Rank IC 序列



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

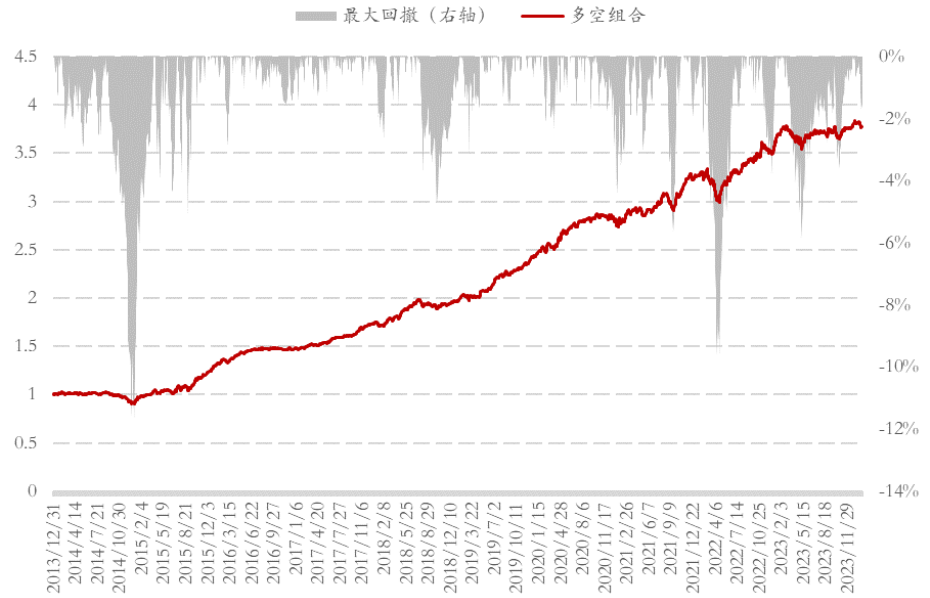
图表 41 另类分析师因子分组年化超额收益



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

从多空的角度，分十组多空年化收益达 14.0%，信息比达 2.11。分年度来看，最大回撤发生在 2014 年 12 月，当月市场风格出现切换，对因子表现造成一定的扰动。总体上多空净值稳定，近几年仍保持趋势向上。

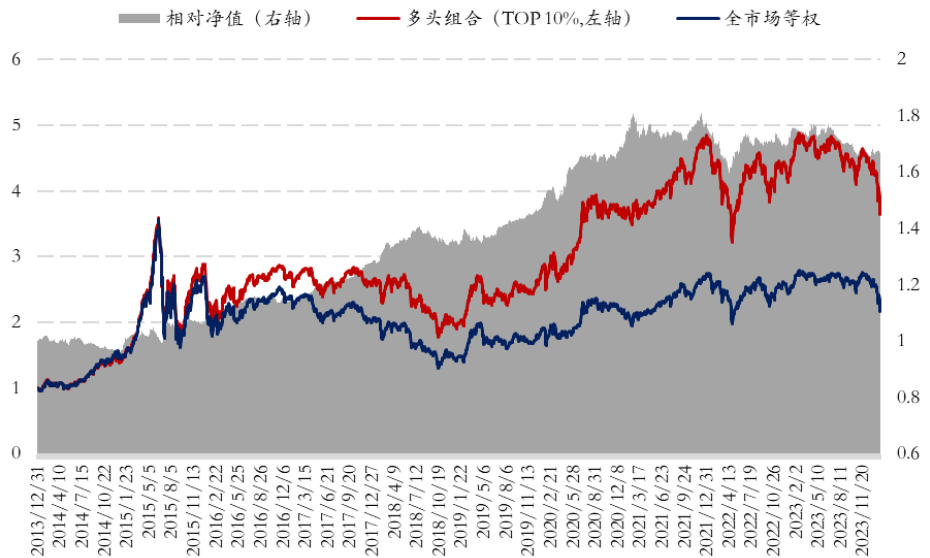
图表 42 另类分析师因子多空净值及最大回撤



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

从多头超额净值表现来看，年化超额收益为 6%，月超额最大相对回撤约-8.1%，发生在 2014 年 12 月。分年度来看，除 2014 年、2022 和 2023 年以外，其余年份因子能提供稳定的多头超额收益，表现不错。

图表 43 另类分析师因子分十组多头超额净值



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

图表 44 另类分析师因子分十组多头超额分年度表现汇总

年份	基准	策略	超额收益	信息比	相对回撤	跟踪误差
2014	46.72%	41.35%	-5.37%	-1.25	-5.72%	4.28%
2015	82.05%	104.16%	22.11%	2.68	-2.39%	8.25%
2016	-11.13%	-5.19%	5.94%	1.44	-1.52%	4.11%
2017	-14.10%	-3.06%	11.03%	4.67	0.00%	2.36%
2018	-29.42%	-25.62%	3.79%	0.80	-3.07%	4.76%
2019	28.00%	37.76%	9.75%	2.42	-2.57%	4.03%
2020	19.39%	38.21%	18.81%	2.69	-1.67%	6.99%
2021	25.55%	33.94%	8.39%	1.42	-2.04%	5.92%
2022	-9.79%	-12.09%	-2.30%	-0.34	-7.46%	6.76%
2023	7.38%	4.37%	-3.00%	-0.74	-5.56%	4.04%
20240131	-18.46%	-18.44%	0.01%	——	0.00%	——
汇总	8.04%	14.05%	6.01%	1.09	-8.12%	5.50%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

分指数域来看，另类分析师因子在各个选股域中均有不错的表现：沪深 300 内，Rank IC 均值为 3.23%，年化 ICIR 为 1.45，分五组多头年化超额为 3.5%；中证 500 内，Rank IC 均值为 3.03%，年化 ICIR 为 1.41，分五组多头年化超额为 4.2%；中证 1000 内，Rank IC 均值为 4.46%，年化 ICIR 为 2.42，分五组多头年化超额为 7.3%，表现出色。总体来看，因子在各个选股域中的表现均较为出色，尤其是在中大盘股中 alpha 愈发稀缺的情况下，仍能稳定贡献多头收益。

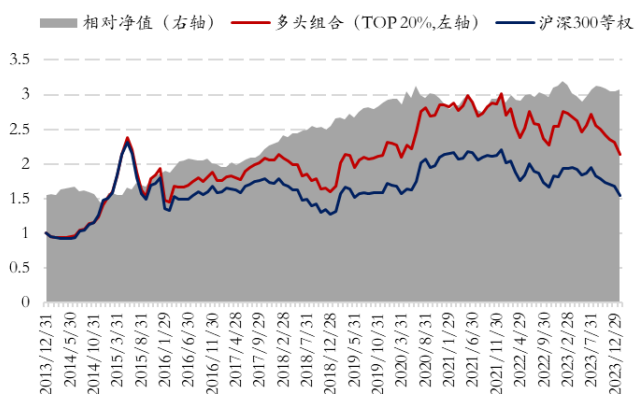
图表 45 另类分析师因子分域有效性汇总

选股域	Rank IC	年化ICIR	IC月胜率	多空年化	最大回撤	多头年化超额	空头年化超额
全市场	3.99%	2.5814	76.86%	14.02%	-7.93%	6.01%	-7.75%
沪深300	3.23%	1.4529	64.46%	7.78%	-9.26%	3.46%	-4.59%
中证500	3.03%	1.4133	66.12%	8.33%	-12.18%	4.15%	-4.47%
中证1000	4.46%	2.4244	73.87%	15.63%	-3.85%	7.33%	-7.41%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

分年度来看，沪深 300 内多头组合表现相对稳定，近几年仍能提供多头正贡献。

图表 46 另类分析师因子沪深 300 内多头净值表现



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

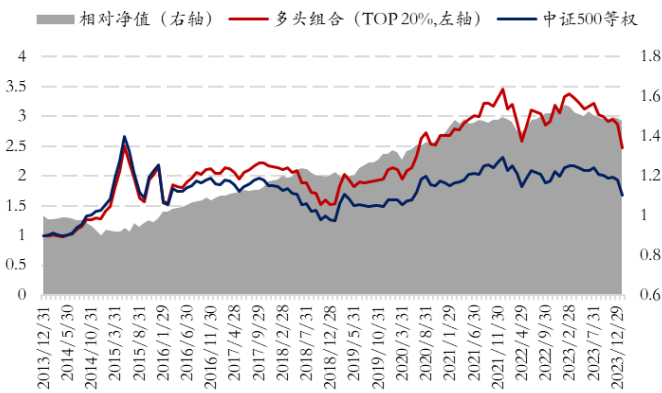
图表 47 另类分析师因子沪深 300 内多头组合分年度表现

年份	基准	策略	超额收益	信息比	相对回撤	跟踪误差
2014	47.41%	41.30%	-6.11%	-1.28	-7.76%	4.76%
2015	22.07%	37.14%	15.07%	2.31	-1.11%	6.52%
2016	-12.26%	-9.43%	2.83%	0.80	-2.04%	3.52%
2017	9.30%	17.00%	7.70%	2.82	-0.77%	2.73%
2018	-26.13%	-22.18%	3.96%	1.33	-1.25%	2.96%
2019	34.45%	44.99%	10.53%	2.95	-0.96%	3.57%
2020	24.48%	22.90%	-1.58%	-0.22	-5.40%	7.20%
2021	3.31%	6.04%	2.73%	0.51	-4.77%	5.31%
2022	-17.97%	-15.82%	2.15%	0.44	-1.86%	4.84%
2023	-7.42%	-8.79%	-1.37%	-0.30	-5.40%	4.54%
20240131	-7.90%	-7.59%	0.31%	——	0.00%	——
汇总	4.39%	7.85%	3.46%	0.72	-7.76%	4.80%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

另类分析师因子在中证 500 内的多头表现稳定性相对一般，2014 年表现较差，2023、2024 年小幅跑数基准。

图表 48 另类分析师因子中证 500 内多头净值表现



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

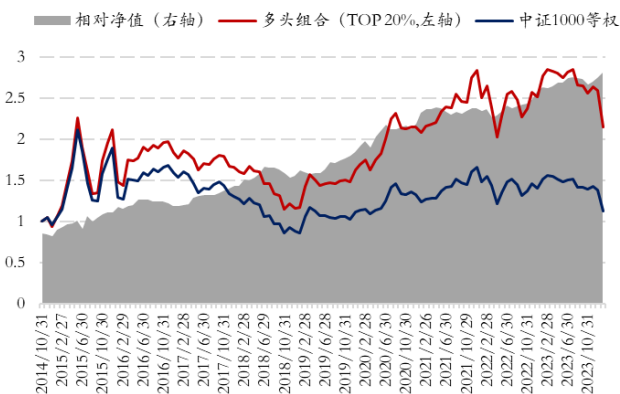
图表 49 另类分析师因子中证 500 内多头组合分年度表现

年份	基准	策略	超额收益	信息比	相对回撤	跟踪误差
2014	42.32%	28.18%	-14.14%	-3.68	-10.38%	3.84%
2015	53.67%	68.03%	14.36%	2.10	-2.08%	6.84%
2016	-14.46%	-5.30%	9.16%	3.01	-1.08%	3.04%
2017	-2.14%	5.65%	7.79%	2.92	-0.47%	2.67%
2018	-31.21%	-29.57%	1.64%	0.40	-3.11%	4.07%
2019	26.96%	38.25%	11.29%	2.48	-2.41%	4.55%
2020	17.89%	27.47%	9.58%	1.73	-3.32%	5.54%
2021	22.56%	29.16%	6.60%	1.37	-1.81%	4.84%
2022	-13.80%	-11.57%	2.23%	0.44	-4.67%	5.02%
2023	-3.36%	-5.92%	-2.56%	-0.67	-4.93%	3.81%
20240131	-12.94%	-13.95%	-1.01%	——	-1.01%	——
汇总	5.25%	9.40%	4.14%	0.87	-10.38%	4.74%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

中证 1000 内，多头组合年化超额 7.3%，相对回撤-4.4%，除 2014 年以外均能稳定跑赢基准，表现优异。

图表 50 另类分析师因子中证 1000 内多头净值表现



资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

图表 51 另类分析师因子中证 1000 内多头组合分年度表现

年份	基准	策略	超额收益	信息比	相对回撤	跟踪误差
2014	-4.16%	-6.00%	-1.85%	-2.63	-1.86%	0.70%
2015	96.96%	124.47%	27.51%	3.18	-3.73%	8.66%
2016	-15.78%	-13.04%	2.75%	0.64	-3.15%	4.28%
2017	-17.77%	-9.66%	8.11%	2.69	-0.25%	3.01%
2018	-32.84%	-30.00%	2.84%	0.55	-4.40%	5.14%
2019	27.09%	40.40%	13.31%	3.13	-1.86%	4.25%
2020	18.74%	31.77%	13.02%	1.87	-2.33%	6.98%
2021	25.30%	31.92%	6.62%	1.45	-2.33%	4.56%
2022	-15.88%	-11.11%	4.77%	0.96	-2.56%	4.97%
2023	-1.54%	2.78%	4.32%	1.38	-2.14%	3.14%
20240131	-18.29%	-17.10%	1.19%	——	0.00%	——
汇总	1.27%	8.60%	7.33%	1.42	-4.40%	5.18%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

从回测结果来看，以单因子角度，另类分析师因子的表现并非特别出彩，那么该因子与传统大类 alpha 因子间的相关性如何呢？为此，我们考察另类分析师因子与其它大类因子之间的因子值相关性：可以看到，另类分析师因子与其它因子间的相关性处于较低水平，与传统大类分析师因子（盈利预期调整、分析师覆盖度和均衡估值因子合成得到）间的相关性也仅 22%，由此可见，另类分析师因子能提供独立的 alpha 来源。

图表 52 另类分析师因子与其它大类因子间相关性

	分析师	另类分析师	成长	流动性	运营	另类	盈利	反转	价值
分析师	100%	22%	37%	1%	12%	22%	19%	2%	16%
另类分析师	22%	100%	9%	1%	3%	10%	17%	9%	15%
成长	37%	9%	100%	1%	37%	34%	36%	-2%	30%
流动性	1%	1%	1%	100%	3%	12%	-5%	57%	12%
运营	12%	3%	37%	3%	100%	13%	9%	2%	13%
另类	22%	10%	34%	12%	13%	100%	20%	5%	15%
盈利	19%	17%	36%	-5%	9%	20%	100%	2%	48%
反转	2%	9%	-2%	57%	2%	5%	2%	100%	25%
价值	16%	15%	30%	12%	13%	15%	48%	25%	100%

资料来源：慧博，Wind 资讯，华安证券研究所

4 总结

随着金融市场的发展，证券分析师扮演着投资者与上市公司之间的桥梁，他们利用自身的专业知识，通过撰写研究报告进行行业分析，或提供上市公司盈利预测和投资建议。对于量化从业人员而言，分析师数据是收益端的有效补充，一直以来都是提供增量 alpha 的重要手段。当前，在市场有效性增强，alpha 日益稀缺的背景下，本文基于慧博分析师预期数据，从目标价、报告页数和发布时点三个角度出发，挖掘蕴藏在分析师数据中的 alpha 增量信息。

目前，慧博量化投研数据产品主要包括分析师原始预期和分析师一致预期数据，截止 2023 年 12 月 31 日，慧博投研数据覆盖研究报告超过 400 万篇，其中个股报告约 60 万篇，数据字段包括分析师对于上市公司的盈利预测、目标价、评级等等；分析师一致预期数据包括全体分析师一致预期和优秀分析师一致预期 2 大类。慧博数据报告数量与友商旗鼓相当，股票数量和机构覆盖度更广，并且具有更强的报告录入效率，整体而言拥有较高的数据质量。

基于慧博分析师一致预期数据构建常规分析师因子：从回测结果看，分析师一致预期估值因子表现出色，其中，一致预期 BP 因子 Rank IC 达 5.94%，年化 ICIR 为 1.82，多空年化收益 14.75%，多头年化超额达 8.2%，一致预期 EP 因子多头年化超额收益为 10.3%，主要增量来源于慧博对报告所属机构的赋权逻辑。

进一步的，从目标价、报告页数和报告发布时点三个维度探寻分析师增量 alpha 因子：从目标价可比性、发布期前后个股涨跌幅和算法三个维度改进目标收益因子，低谷掘金型目标收益因子年化 ICIR 为 1.82，多空年化收益 15.74%，多头年化超额为 4.4%。6 个月标准化目标收益的年化 ICIR 为 2.48，多头年化超额收益 5.07%；报告页数同样蕴含着 alpha 信息，是分析师关注度的另类表达方式，其中，报告最大页数因子多空组合年化收益 16.76%，最大回撤 8.9%，多头超额 4.2%；报告发布时点表明了分析师对于覆盖公司的优先级，定义为报告发布时点相对最近财报的天数。与直觉相符，经过回测，因子呈现负向选股能力，即发布间隔天数越短，股票未来收益越高，其中，平均发布天数因子多头超额 4.2%。

从上述因子中挑选表现相对优异的因子进行合成，自 2014 年 1 月 1 日至 2024 年 1 月 31 日，另类分析师因子 Rank IC 均值为 3.99%，年化 ICIR 分别为 2.58，IC 月胜率达 77%，表现稳健。分指数域来看，另类分析师因子在各个选股域中均有不错的表现：沪深 300 内，Rank IC 均值为 3.23%，年化 ICIR 为 1.45，分五组多头年化超额为 3.5%；中证 500 内，Rank IC 均值为 3.03%，年化 ICIR 为 1.41，分五组

多头年化超额为 4.2%；中证 1000 内，Rank IC 均值为 4.46%，年化 ICIR 为 2.42，分五组多头年化超额为 7.3%，表现出色。总体来看，另类分析师因子在各个选股域中的表现均较为出色，且与传统大类 alpha 因子的相关性处于较低水平，在当前中大盘股中 alpha 愈发稀缺的情况下，仍能贡献相对独立的多头收益。

风险提示：

本报告基于历史个股数据进行测试，历史回测结果不代表未来收益。未来市场风格可能切换，Alpha 因子可能失效，本文内容仅供参考。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。