

量化专题报告

A股“现金奶牛”策略：解构自由现金流中的 alpha

现金流 Smart Beta

随着现金流指数和ETF的相继发布，自由现金流成为近年来市场关注的热点，历史数据显示高现金流是除红利风格以外能够长期稳健获取绝对收益的Smart Beta因子之一。

现金流选股因子

本文基于四类不同视角的自由现金流刻画，重构了自由现金流收益率因子FCFP；通过对自由现金流中资本开支因素的进一步拆解，本文构建了资本开支收益因子CAPEXP。

2016年以来，FCFP因子IC均值3.8%，ICIR达到2.41，多头组合年化超额收益7.1%；CAPEXP因子IC均值5.5%，ICIR达到2.38，多头组合年化超额收益8.6%。

“现金牛”组合

基于自由现金流概念，本文在全A和中证800指数成分股中分别构建了“现金牛”精选组合，组合长期绝对收益稳健，相对现金流指数和宽基指数也均有显著超额收益。

2016年以来，全A“现金奶牛”精选组合绝对收益表现优秀，年化收益21.0%，2018年组合取得收益-8.7%，在其余完整年份均取得正收益；同时对比各类自由现金流指数，组合相对收益同样明显。

限制在中证800指数成分中选股，2016年以来“800现金牛”组合年化收益18.0%，同期中证800指数年化收益-0.8%，超额收益18.7%，组合月度胜率67.9%。

整体而言，现金流选股策略在多策略体系中具有良好的配置价值，其持仓结构相较于传统红利策略具有明显差异、在价值行情中进攻性更强，可以作为防御型策略的一类优秀补充。

风险提示：报告结论基于历史数据统计建模，模型过拟合、市场风格切换均可能导致失效。

作者

分析师 缪铃凯

执业证书编号：S0680521120003

邮箱：miaolingkai@gszq.com

分析师 刘富兵

执业证书编号：S0680518030007

邮箱：liufubing@gszq.com

相关研究

- 《量化点评报告：贸易不确定性与全球恐慌交易程度的量化监测体系》 2025-04-07
- 《量化周报：科创50、深证成指确认日线级别下跌》 2025-04-06
- 《量化分析报告：择时雷达六面图：估值面与拥挤度好转》 2025-04-05

内容目录

一、现金流 Smart Beta	3
1.1 自由现金流.....	3
1.2 现金流指数.....	4
1.3 现金流 vs 红利.....	6
二、自由现金流重构	8
三、自由现金流与资本开支	13
四、“现金牛”筛选.....	16
五、A 股“现金牛”组合	18
5.1 全 A 现金牛组合.....	19
5.2 中证 800 现金牛组合	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 现金流指数分年绩效	4
图表 2: 现金流指数编制方案	5
图表 3: 现金流指数与红利指数收益比较	6
图表 4: 现金流指数与红利指数净值.....	6
图表 5: 中证红利指数市值分布.....	7
图表 6: 中证现金流指数市值分布.....	7
图表 7: 中证红利指数行业分布.....	7
图表 8: 中证现金流指数行业分布.....	7
图表 9: 不同现金流指标因子绩效.....	10
图表 10: 不同现金流算法下因子绩效.....	10
图表 11: FCFP 因子 IC 序列.....	11
图表 12: FCFP 因子分组收益	11
图表 13: FCFP 因子分年绩效	11
图表 14: FCFP 因子分域绩效	12
图表 15: FCFP 因子相关性分析.....	12
图表 16: 因子沪深 300 指数成分绩效	13
图表 17: 沪深 300 指数成分 TOP30 组合.....	13
图表 18: 不同生命周期企业资本开支.....	14
图表 19: 不同生命周期企业资本回报率.....	14
图表 20: CAPEXP 因子 IC 序列.....	15
图表 21: CAPEXP 因子相关性分析.....	15
图表 22: CAPEXP 因子分年绩效	15
图表 23: 基于资本开支分额度与回报分组绩效.....	16
图表 24: 样本池中盈利能力指标绩效.....	16
图表 25: 样本池中收现指标 1 绩效.....	17
图表 26: 样本池中收现指标 2 绩效.....	17
图表 27: 样本池中 1 个月反转因子绩效	17
图表 28: 样本池中 3 个月反转因子绩效	17
图表 29: 现金牛筛选流程.....	18
图表 30: 全 A 现金牛净值.....	19
图表 31: 全 A 现金牛分年绩效	19
图表 32: 800 现金牛净值	20
图表 33: 800 现金牛分年绩效.....	20

一、现金流 Smart Beta

随着现金流指数和 ETF 的相继发布，自由现金流成为近年来市场关注的热点，历史数据显示高现金流是除红利风格以外能够长期稳健获取绝对收益的 Smart Beta 因子之一。

本文基于四类不同视角的自由现金流刻画，重构了自由现金流收益率因子 FCFP；通过对自由现金流中资本开支因素的进一步拆解，本文构建了资本开支收益因子 CAPEXP。

基于自由现金流概念，本文在全 A 和中证 800 指数成分股中分别构建了“现金牛”精选组合，组合长期绝对收益稳健，相对现金流指数和宽基指数也均有显著超额收益。

1.1 自由现金流

近年来自由现金流指数在全球资本市场逐渐兴起，受到投资者和机构的重视。自由现金流（Free Cash Flow, FCF）指企业在满足生产经营和资本支出需求后可自由支配的现金流，是衡量企业真实盈利能力和财务健康度的重要指标。

美国市场早在 2016 年就推出了首只自由现金流 ETF，反响热烈；中国 A 股市场也在 2024 年底到 2025 年初迎来了首批自由现金流主题 ETF 的获批和上市，表明这一策略正获得本土投资者的关注。自由现金流因子具有防御性（下行市场中表现稳健）和价值特征，被视为 Smart Beta 策略的新成员，与传统红利、价值等因子相辅相成。

作为 Smart Beta 因子之一，自由现金流因子通过量化企业现金创造能力来选股，被认为能够捕捉企业高质量收益和稳健分红的特征。在风险偏好降低的环境下，资金更追求确定性和现金回报，过去几年红利策略大受追捧，本质上也是市场在追逐企业的现金流。

自由现金流因子与红利因子有异曲同工之处，但侧重点不同：红利因子关注股息收益率（股息/股价），而现金流因子关注自由现金流收益率（自由现金流/企业价值），更注重企业“真金白银”的盈利能力。因此，自由现金流充沛的公司往往财务稳健、抗风险能力强，即使在弱市环境也有能力通过现金分红和回购回馈股东。将这类公司纳入投资组合，有助于增强组合韧性，以防御姿态应对不确定的市场环境。

目前市场上主要的指数编制机构纷纷推出了基于自由现金流策略的指数产品，包括中证指数公司、国证指数（深证信息）、华证指数公司以及富时罗素等：

- 1) 中证指数公司自 2024 年以来先后发布了中证全指自由现金流指数以及系列宽基成份内选股的自由现金流指数。
- 2) 国证自由现金流指数由深证信息公司编制，覆盖沪深北三地上市公司，以近一年自由现金流收益率为核心因子选出 100 只成分股。
- 3) 华证指数 2024 年 6 月发布了华证自由现金流 100 指数（995218.SSI）以及随后细分的 50 只精选指数等。
- 4) 富时中国 A 股自由现金流聚焦指数则由富时罗素于 2024 年 7 月推出，包含 50 只高自由现金流收益率的 A 股。

上述指数的推出，标志着自由现金流因子投资在国内进入产品化阶段。各大机构通过指数和 ETF，将自由现金流这一价值投资理念转化为可供投资者方便参与的工具。

1.2 现金流指数

自由现金流指数长期收益稳健，在不同市场环境中均展现出较强的相对优势。

历史数据显示，自由现金流指数能够在牛市中抓住上涨机会，在熊市中展现抗跌能力，体现出“牛市跟涨，熊市抗跌”的特点。

在 2014 年牛市中，沪深 300 指数上涨 51.7%，同期间中证、国证、华证和富时现金流指数分别上涨 52.3%、51.5%、42.6%和 48.9%，收益表现均和沪深 300 指数较为接近。

在 2018 年市场下行阶段，沪深 300 指数全年跌幅达到-25.3%，同期间中证、国证、华证和富时现金流指数分别下跌-18.2%、-17.5%、-20.5%和-16.8%，相较于宽基指数在熊市中展现出更强的抗跌能力。

在 2021 至 2024 年这 4 年价值风格行情中，沪深 300 指数年均收益-5.9%，同期中证、国证、华证和富时现金流指数年均收益分别为 17.4%、23.8%、7.3%和 17.3%，现金流指数展现出更强的价值属性。

图表1: 现金流指数分年绩效

年份	932365.CSI	980092.CNI	995218.SSI	888888.FI	000300.SH
	中证	国证	华证	富时	沪深 300
2014	52.3%	51.5%	46.2%	48.9%	51.7%
2015	17.2%	14.9%	22.5%	5.0%	5.6%
2016	-3.9%	-4.3%	-5.8%	9.6%	-11.3%
2017	36.2%	29.2%	31.5%	37.5%	21.8%
2018	-18.2%	-17.5%	-20.5%	-16.8%	-25.3%
2019	21.4%	13.6%	30.9%	22.3%	36.1%
2020	9.7%	9.1%	9.1%	4.9%	27.2%
2021	30.8%	43.8%	20.8%	17.8%	-5.2%
2022	-8.9%	1.5%	-7.7%	0.5%	-21.6%
2023	12.1%	21.9%	0.7%	20.2%	-11.4%
2024	35.5%	28.1%	15.3%	30.7%	14.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

从四个现金流指数收益的对比情况来看，大家各有千秋：

- 中证自由现金流指数短期收益最强，在 2024 年取得 35.5%的最高收益；
- 国证自由现金流指数近 4 年以来表现最优，年均收益达到 23.8%；
- 华证自由现金流指数在成分权重集中度更低，2019 年录得 30.9%的最高收益；
- 富时自由现金流指数展现出优秀抗跌能力，在 2016、2018 年市场下行时表现更优；

各类现金流指数在不同市场行情中表现各有优劣，但是整体均呈现出明显价值属性，指数在市场风格偏向于价值时配置价值凸显。

从编制方案上看，四个自由现金流指数在编制逻辑上具有诸多相似之处，均以自由现金流收益率因子作为核心选股标准，按照自由现金流金额加权，筛选出现金流充沛、财务稳健的企业，以构建具备长期稳定增长潜力的指数。

无论是中证自由现金流指数、国证自由现金流指数、华证自由现金流100指数还是富时自由现金流指数，它们都强调企业的现金流创造能力，确保成分股具备稳健的盈利基础。

首先，四个指数均剔除了金融行业的股票，而国证、中证和富时指数更进一步排除了房地产行业的股票，主要是因为这两个行业的现金流模式特殊，传统自由现金流计算方法难以准确衡量其盈利能力。

其次，这四个指数都采用自由现金流收益率（即自由现金流与企业价值之比）作为核心选股指标，并根据该指标从高到低排序，以确保选出的公司在现金流质量和市场价值之间取得平衡。

最后，所有指数均设有定期调整机制，每年3月、6月、9月和12月对成分股进行调整，以适应市场变化，并对退市或财务状况恶化的公司进行替换。

尽管存在诸多相似之处，这四个指数在具体筛选标准和权重控制上仍存在部分差异。

首先，在选择时，国证和华证现金流指数要求企业要求最近三年现金流为正，同时剔除企业价值为负的股票；而中证现金流指数设置了更为严格的五年经营现金流持续为正的要求；富时现金流指数则限制样本池在富时中国A股自由流通指数的成分股中。

其次，中证和国证现金流指数的筛选中均设计了企业盈利质量分析，通过比较现金流和利润，对盈利质量差的样本进行负向剔除。而富时自由现金流指数则结合企业质量、成长性和波动率等多重因子，以提升指数的长期稳定性。华证现金流指数则不过多结合其他因素，可以视为更为纯粹的现金流 Smart Beta 刻画。

最后，在权重计算方面，指数均以自由现金流金额加权。其中，中证、国证和富时指数设定单只股票权重不超过10%，而华证自由现金流100指数设定更严格的单只股票权重上限5%，使其整体权重分布更加均衡。

图表2: 现金流指数编制方案

指数名称	样本选择标准	选样方法	加权方式	样本调整
国证自由现金流指数	适用于A股和蓝筹企业，上市超过1年（科创板、北交所）或6个月（其他），排除财务异常、经营异常和股价波动异常的股票。剔除最近半年日均成交额排名前20%的股票	1. 剔除金融和地产行业的证券 2. 自由现金流、企业价值、近3年经营现金流均为正 3. 剔除经营活动现金流占营业利润比排名后30%的证券 4. 自由现金流收益率排名前100位	持仓100只股票，按照自由现金流金额加权，单只股票权重不超过10%	每季度调整样本，定期调整时间为每年3月、6月、9月和12月，临时调整用于应对样本退市等情况
中证全指自由现金流指数	采用中证全指指数的样本空间，选取过去一年日均成交额排名前80%的股票	1. 剔除金融或地产行业的股票 2. 自由现金流和企业价值均为正，连续5年经营活动现金流为正 3. 盈利质量排名前80%的证券 4. 自由现金流率排名前100位		
华证自由现金流100指数	适用于A股上市公司，非ST、*ST或长期停牌，上市时间超过1年（科创板、北交所），其他超过6个月，选取过去一年日均成交额排名前80%的股票	1. 剔除金融行业股票 2. 剔除企业价值为负的股票 3. 选取近三年自由现金流持续为正的股票 4. 根据自由现金流收益率排名，选取前100只股票	持仓100只，按照自由现金流加权，单只股票权重不超过5%	
富时中国A股自由现金流指数	富时中国A股自由流通指数的成分股，过去12个月自由现金流为负或企业价值为负的证券将被排除	1. 排除金融和地产行业的股票 2. 排除质量排名落入最低30%的证券 3. 排除风险排名落入最高30%的证券 4. 排除预期收益和销售增长为负的证券 5. 自由现金流收益率前50位	持仓50只，按照自由现金流加权，单只股票权重不超过10%	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3 现金流 vs 红利

自由现金流指数和红利指数虽然都属于价值投资策略的一部分，但在收益表现、市值分布和行业配置方面存在显著差异。

在不同市场环境下，自由现金流指数通常相较于红利指数表现出更强的韧性，尤其是在经济下行或利率下行周期，自由现金流充裕的企业能够维持分红，并保持稳健的经营状况，从而受到投资者的青睐。相比之下，红利指数主要依赖股息收益，而当市场风险偏好较低、投资者更注重企业现金创造能力时，自由现金流指数往往更具吸引力。

此外，尽管在流动性宽松、成长行情主导的市场环境下，自由现金流指数的涨幅可能不及高成长型指数，但仍能与红利指数保持相当的收益水平。从长期表现来看，自由现金流指数凭借更好的选股逻辑，在价值投资的基础上融入了一定的成长性优势，使其长期收益水平高于传统红利指数。

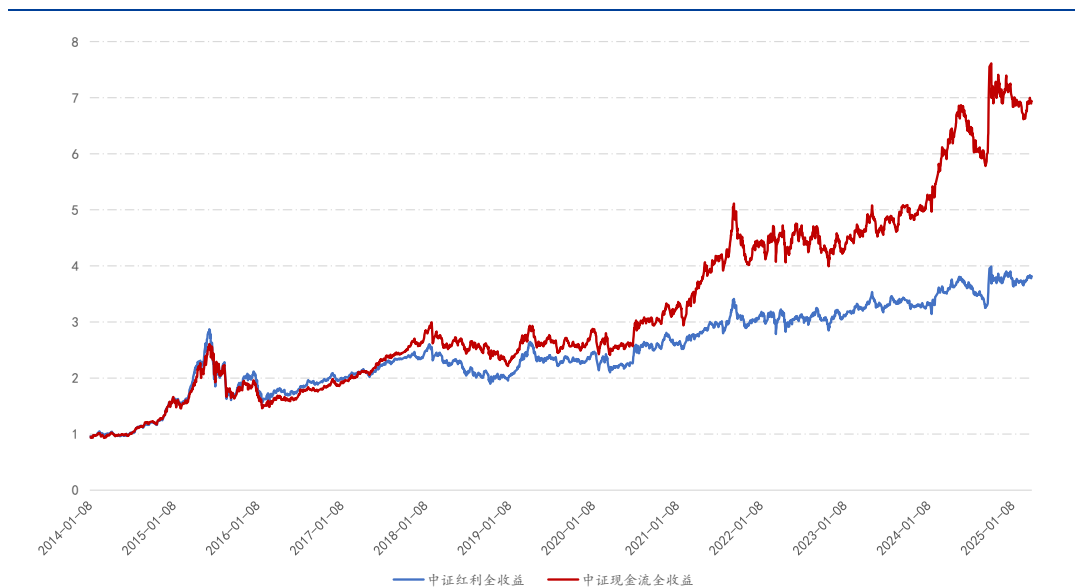
图表3: 现金流指数与红利指数收益比较

年份	中证现金流全收益	中证红利全收益	年份	中证现金流全收益	中证红利全收益
2013	-	-1.7%	2019	25.5%	20.9%
2014	57.4%	57.6%	2020	13.9%	8.2%
2015	19.4%	29.9%	2021	35.5%	18.2%
2016	-0.9%	-4.3%	2022	-2.8%	-0.4%
2017	41.8%	21.3%	2023	20.8%	6.3%
2018	-15.2%	-16.2%	2024	40.9%	18.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

近年来各类自由现金流指数的年涨幅在成长行情中也表现不俗，未明显落后于市场整体表现。这表明，自由现金流策略不仅具备价值投资的防御属性，同时也兼具一定的成长弹性，在长期投资中能够获得更优的收益风险比。

图表4: 现金流指数与红利指数净值

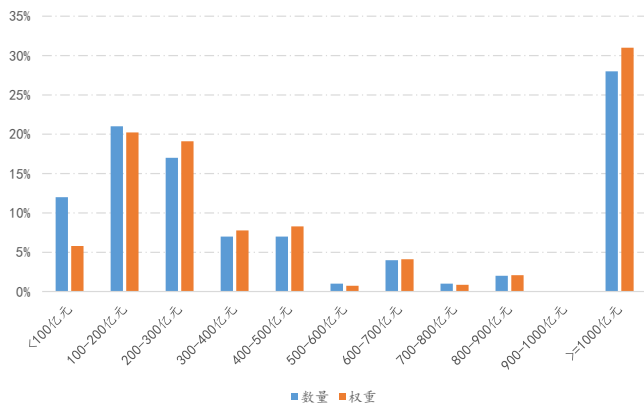


资料来源: wind, 国盛证券研究所

现金流指数普遍采用现金流收益率选择、现金流金额加权，这使得指数成分中小市值股票数量占比极高，而大市值股票权重占比极高。以中证现金流指数为例，根据最新一期持仓，中证现金流指数中市值1000亿元以上的股票成分数量占比仅为8%，但是却贡献了超过60%的权重；市值100亿元以下的股票成分数量占比达到45%，但是只贡献了约7%的权重。

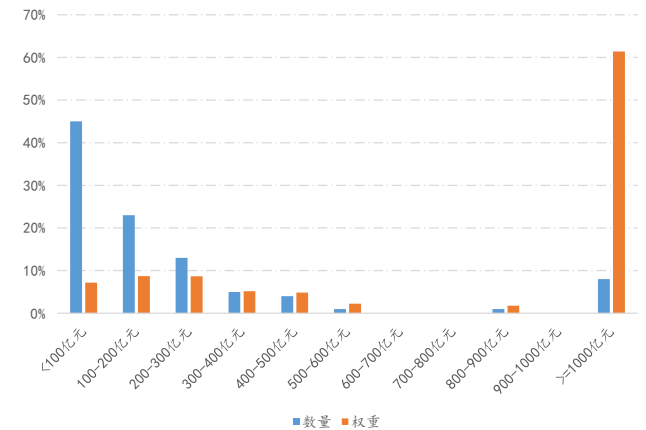
红利指数一般选择和加权都依据股息率指标，整体权重市值分布更均匀。以中证红利指数为例，根据最新一期持仓，中证红利指数中市值1000亿元以上的股票成分数量占比仅为28%，贡献了31%的权重；市值100亿元以下的股票成分数量占比为12%，贡献了约5.8%的权重。

图表5: 中证红利指数市值分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表6: 中证现金流指数市值分布

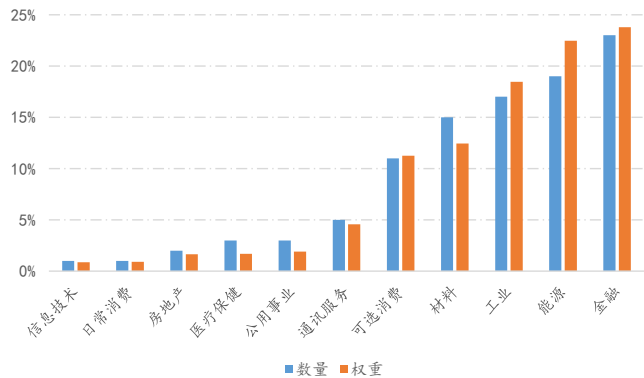


资料来源: wind, 国盛证券研究所

在行业配置方面，现金流指数和红利指数的侧重点也存在较大区别。红利指数的行业分布更加集中于金融和传统公用事业领域，银行、煤炭和交通运输行业的权重占比相对较高。按照 Wind 一级行业分类，中证红利指数权重占比最高的行业为金融、能源，占比约 23.8% 和 22.5%。

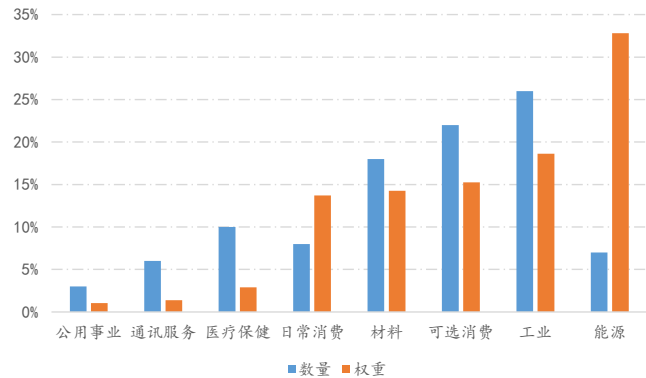
自由现金流指数在选择时剔除了金融业股票，这使得其完全不包含银行股，在能源行业的占比更高。按照 Wind 一级行业分类，中证现金流指数中能源行业权重达到 32.8%，并且权重高度集中于行业龙头，7%数量占比的能源股贡献了超过 30%的权重。

图表7: 中证红利指数行业分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 中证现金流指数行业分布



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、自由现金流重构

在财务会计中，自由现金流 FCF 是企业营运现金流超过其营运资本需求和固定资产支出(资本支出)的金额。它是可以从公司提取并分配给债权人和证券持有人的那部分现金流，而不会对其运营造成问题。因此，它是公司财务灵活性的指标，并且对公司股权、债务、优先股和可转换证券的持有人以及潜在的贷方和投资者都具有吸引力。

美国学者阿尔弗雷德·拉巴波特 (Alfred Rappaport) 和迈克尔·詹森 (Michael Jensen) 等人在 20 世纪 80 年代提出自由现金流的概念，科普兰教授 (Tom Copeland) 在 1990 年对自由现金流量的计算方法进行了详细阐述。后来自由现金流的概念和计算方法经历了多位学者的研究和完善，但始终没有一个权威的计算方式，因此本文提供四种经典的计算方式供参考。

1) 自由现金流算法 1 (基于 Jensen 估值模型和后人推导)

Jensen 在 20 世纪 80 年代提出自由现金流概念，其将自由现金流界定为满足所有净现值为正(以相关资本成本折现)的项目投资所需现金后剩余的现金流。通常，我们基于现金流量表可以拥有一个自由现金流的简洁计算方式，即：

自由现金流=过去一年经营活动产生的现金流量净额-过去一年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

该方法适用于分析企业的实际现金创造能力，直接反映企业经营活动所产生的现金在扣除资本性支出后的剩余部分，是最为基础的自由现金流计算方法，在企业估值和现金流管理中广泛应用。

2) 自由现金流算法 2 (基于 Copeland 《Valuation》)

该方法基于 Copeland 的估值框架，强调自由现金流的经济意义，即：

自由现金流量=息税前利润×(1-所得税率)+折旧-资本支出-营运资本增加

其中：息税前利润=营业收入-营业成本-销售费用-管理费用
营运资本增加=Δ(流动资产-货币资金-流动负债)

该方法适用于企业估值，特别是在股权自由现金流 (FCFE) 和企业自由现金流 (FCFF) 的计算中更具经济学意义，能够排除资本结构对现金流的影响，从而更准确地衡量企业运营所带来的真实价值。

3) 自由现金流算法 3 (基于谢德仁《企业分红能力之理论研究》)

谢德仁在其研究中提出，自由现金流是决定企业分红能力的重要因素之一，并且需扣除利息支出及非现金费用，以衡量企业实际可支配的现金流：

自由现金流=经营活动产生的现金流量净额-利息支出-折旧与摊销

该方法的逻辑在于，企业可用于股东分红和偿债的资金不仅取决于经营活动现金流，还需考虑债务融资的利息支出，同时折旧与摊销作为非现金流项目应加回，以反映企业可动用的实际现金流。

4) 自由现金流算法 4 (基于 Damodaran 《investment-valuation》)

该方法结合资本支出和融资活动的影响，采用如下公式：

自由现金流=经营活动现金净额-[购建固定资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他资产的净额]+[发行债券或借款收到的现金-偿还债务所支付的现金]

该方法不仅关注企业的经营活动现金流，还考虑了资本性支出、资产处置收益以及融资活动的影响，适用于评估企业的整体现金流状况，尤其是在进行杠杆调整和企业资本结构分析时具有较高的参考价值。

以上四类自由现金流计算方法在核心逻辑上保持一致，均旨在衡量企业在满足运营需求和资本支出后可自由支配的现金流量，但在具体计算方式和适用场景上有所不同。

Jensen 提出的自由现金流算法是最基础的计算方式，直接通过经营活动产生的现金流量净额减去资本支出，适用于评估企业的实际现金创造能力，简单直观但未考虑税收、折旧和融资等因素。

Copeland 的自由现金流计算方式则进一步结合了税收、折旧及营运资本变动，以息税前利润为起点，扣除资本支出和营运资本增加，从企业整体运营角度衡量自由现金流，更适用于企业估值和财务分析。

相比之下，谢德仁的方法侧重于企业分红能力，比较算法 3 和算法 1，忽略利息支出后，算法 1 扣除了现金流量表中科目【过去一年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金】，其属于当期资本开支；而算法 3 则是扣除了科目【折旧摊销】，【折旧摊销】一定程度上代表了企业过去的资本开支，其是企业长期资本开支更稳定的刻画，这一方法更加关注股东收益的稳定性，适用于衡量企业的股息支付能力。

Damodaran 的计算方法则在基本自由现金流计算的基础上进一步考虑了债权融资的影响，包括资本性支出、资产处置收益及融资活动的资金流入流出，适用于全面评估企业的资本结构和杠杆调整能力，尤其在企业并购和资本市场交易中具有重要应用价值。

因此，四种算法各具特点，其中 Jensen 方法最为简单直接，Copeland 方法更适合估值分析，谢德仁方法有助于衡量分红能力，而 Damodaran 方法提供了更加综合的视角，适用于资本市场交易分析。

此外，自由现金流是衡量企业可供股东和债权人自由支配资金的重要指标，不仅是企业估值的重要基础，也是判断企业财务健康状况、分红能力及偿债能力的核心指标。

自由现金流收益率 (FCFOP) 衡量公司每单位市值或企业价值所能产生的自由现金流，反映企业的财务健康状况和估值水平 ($FCFOP = FCF / MV$)。

自由现金流利润比 (FCFOI) 则衡量净利润的含金量，即每一块钱的净利润中包含多少真正具有“造血能力”的现金，数值越高，企业的经营质量和竞争力越强 ($FCFOI = FCF / income$)。

此外，净资产自由现金流回报率 (FCFOE) 从股东价值创造的角度出发，衡量上市公司自由现金流的创造能力，以净资产为基准计算现金流收益率 ($FCFOE = FCF / equity$)。

同时，考虑到部分企业的现金流可能存在较大波动，我们定义了波动率调整后的现金流指标 ($FCFOvol = FCF / \text{std}(FCF)$)，以衡量企业现金流的稳定性，这一指标能够帮助投资者更全面地评估企业的长期现金流表现。

图表9: 不同现金流指标因子绩效

年份	fcf1op		fcf1oi		fcf1oe		fcf1ovol	
	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值
2016	9.1%	2.8%	1.8%	1.3%	2.2%	2.6%	1.7%	2.7%
2017	14.6%	3.2%	-3.4%	1.9%	8.2%	3.3%	7.9%	3.1%
2018	4.4%	3.0%	0.4%	2.2%	4.4%	3.3%	7.5%	3.7%
2019	-5.0%	1.6%	-1.7%	1.1%	2.2%	2.4%	6.7%	2.9%
2020	-0.7%	1.1%	-4.2%	0.8%	2.8%	2.0%	4.9%	2.0%
2021	6.0%	1.7%	10.6%	0.6%	-1.4%	0.4%	2.1%	0.8%
2022	8.4%	2.0%	7.1%	1.7%	0.4%	1.7%	0.2%	1.8%
2023	3.6%	4.1%	6.7%	2.4%	-1.1%	3.7%	6.7%	4.4%
2024	13.7%	4.7%	2.0%	2.2%	7.3%	4.6%	8.6%	4.8%
20250127	-0.2%	7.3%	-0.7%	-1.5%	0.0%	8.7%	1.4%	9.2%
period	6.4%	2.7%	1.8%	1.6%	3.0%	2.7%	5.4%	3.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

首先，以自由现金流算法 1 为例，我们对比四个自由现金流指标。其中，fcf1op 与 fcf1ovol 因子表现较佳，月度 IC 均值分别为 2.7%、3.0%，多头年化超额收益超过 5%。

fcf1oe 因子 IC 均值 2.7%，多头组合超额收益较低，年化超额 3.0%；而 fcf1oi 整体较弱，IC 均值为 1.6%，多头组合年化超额收益 1.8%，现金流与利润直接相除会涉及利润为负或者利润基础较小的问题。

图表10: 不同现金流算法下因子绩效

年份	fcf1op		fcf2op		fcf3op		fcf4op	
	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值
2016	9.1%	2.8%	8.2%	2.8%	9.7%	5.1%	9.3%	2.9%
2017	14.6%	3.2%	9.6%	2.8%	17.8%	5.2%	10.4%	3.5%
2018	4.4%	3.0%	1.8%	1.7%	4.6%	4.2%	1.8%	2.5%
2019	-5.0%	1.6%	-2.9%	2.6%	-0.7%	3.8%	0.0%	2.8%
2020	-0.7%	1.1%	-4.9%	1.4%	1.7%	2.8%	3.9%	2.2%
2021	6.0%	1.7%	10.9%	2.2%	7.4%	2.4%	12.6%	2.5%
2022	8.4%	2.0%	12.6%	2.5%	9.4%	2.6%	11.3%	3.0%
2023	3.6%	4.1%	2.9%	3.7%	4.1%	5.2%	5.1%	4.1%
2024	13.7%	4.7%	10.0%	3.8%	12.3%	4.8%	12.3%	4.9%
20250127	-0.2%	7.3%	-0.2%	5.2%	0.2%	12.6%	0.1%	7.9%
period	6.4%	2.7%	5.5%	2.6%	7.7%	4.1%	7.4%	3.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

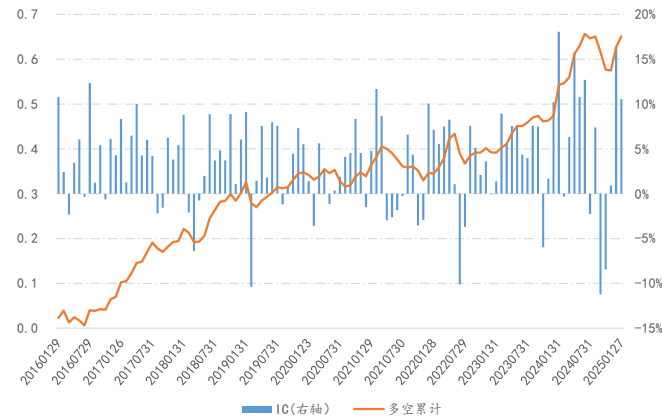
其次，以 FCFOP(自由现金流/市值)指标为例，对比不同自由现金流算法下的因子绩效。基于不同现金流算法得到的 FCFOP 因子整体因子绩效接近，多头超额收益在 5%~8%之间，IC 均值在 2.7%~4.1%之间，但各指标独立性较高，因子相关性均值约 46.5%。

我们综合四类自由现金流算法，得到自由现金流的综合刻画，基于此得到自由现金流收益率指标（综合自由现金流/市值，FCFP）：

$$FCFP = FCF/MV$$

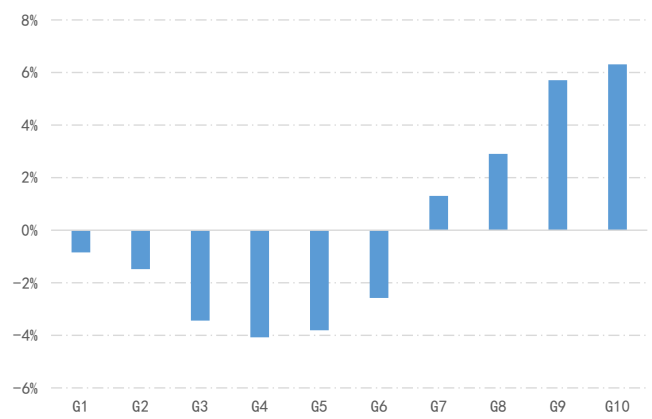
2016年以来，FCFP因子月度IC均值3.8%，ICIR达到2.41，多头组合年化超额收益7.1%，因子整体绩效表现优秀。

图表11: FCFP因子IC序列



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表12: FCFP因子分组收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

但是从分组超额收益可以看出FCFP因子分组单调性并不显著，多空收益和多头超额收益幅度不均衡，因子空头组合的负向超额收益并不显著。

按照“自由现金流=经营现金流-资本开支”的构成方式，FCFP因子的空头一般是资本开支较高的企业，而资本开支可以视为企业成长性的一种刻画，成长期的企业一般拥有更高的资本开支需求，历史上成长股整体拥有超过市场平均的收益表现，这可能是导致该因子空头绩效较弱的重要原因。

图表13: FCFP因子分年绩效

年份	多空收益	多头超额	多头 IR	IC 均值	ICIR	IC 胜率
2016	7.7%	8.8%	0.92	4.1%	3.17	75.0%
2017	11.7%	14.3%	2.20	4.4%	4.12	83.3%
2018	8.3%	5.6%	1.01	3.2%	2.34	75.0%
2019	7.0%	-3.7%	-0.72	3.5%	2.20	83.3%
2020	-0.6%	-2.6%	-0.31	2.3%	2.33	75.0%
2021	1.2%	5.7%	0.47	2.7%	1.63	50.0%
2022	5.3%	10.6%	1.18	2.8%	1.79	75.0%
2023	8.9%	4.4%	0.87	5.0%	3.93	91.7%
2024	19.5%	16.8%	1.37	5.5%	1.95	66.7%
20250127	2.4%	0.3%	0.00	10.5%	-	100.0%
period	8.2%	7.1%	0.83	3.8%	2.41	75.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表14: FCFP 因子分域绩效

年份	沪深 300 指数		中证 500 指数		中证 800 指数		中证 1000 指数	
	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值	多头超额	IC 均值
2016	10.1%	7.8%	6.9%	4.4%	8.9%	5.4%	8.3%	3.4%
2017	14.4%	10.9%	8.1%	6.2%	10.3%	7.8%	8.2%	0.5%
2018	8.8%	6.4%	1.6%	2.7%	4.3%	4.1%	3.9%	2.2%
2019	-8.8%	2.1%	-6.2%	2.5%	-6.2%	2.5%	3.9%	4.8%
2020	-20.2%	-4.0%	-7.2%	1.3%	-11.9%	-0.6%	-2.3%	1.5%
2021	4.5%	3.7%	2.9%	1.7%	5.4%	2.4%	3.4%	3.2%
2022	8.9%	5.9%	3.9%	5.2%	4.4%	5.5%	7.5%	3.2%
2023	13.9%	11.2%	6.8%	5.5%	8.5%	7.4%	6.3%	4.2%
2024	19.5%	4.3%	8.4%	6.2%	12.1%	5.4%	11.2%	7.2%
20250127 period	0.1% 6.5%	11.2% 5.4%	0.6% 3.2%	15.1% 4.1%	0.3% 4.5%	13.6% 4.5%	-0.3% 5.8%	7.4% 3.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

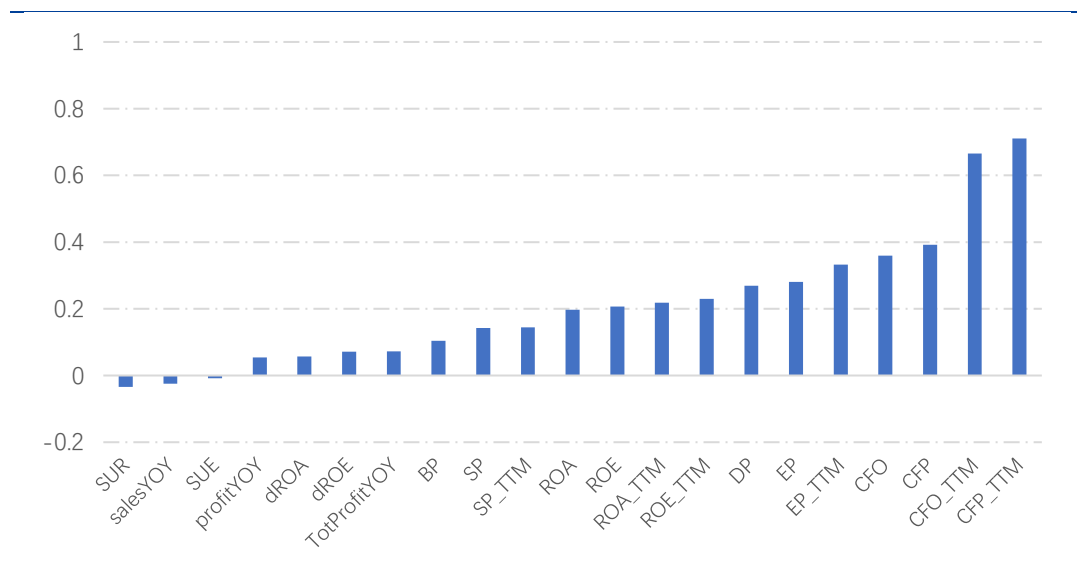
我们计算 FCFP 因子在沪深 300、中证 500、中证 800 和中证 1000 等核心指数成分池中的绩效表现。从 IC 维度看, FCFP 因子在大市值股票域中表现更好, 在沪深 300 指数成分中 IC 均值达到 5.4%; 中证 800、中证 500 和中证 1000 指数成分股中 IC 均值分别为 4.5%、4.1%和 3.4%。

整体而言 FCFP 因子在大市值股票域中的表现更佳, 这与我们直观逻辑相契合, 成熟期企业我们关注稳定现金流, 而处于发展阶段的企业我们更侧重对于其未来盈利的成长性。

比较自由现金流收益率指标与常用的财务指标的相关性, FCFP 因子与盈利、成长常用基本面指标相关性较低, 但因子与市现率指标 CFP(经营现金流/市值)具有较高的相关性。

从因子构建维度看, 自由现金流收益率 FCFP 与市现率倒数 CFP 的差异在于: 分子端自由现金流 FCF 相对经营现金流 CF 扣除了资本开支, 我们在下文重点单独分析资本开支。

图表15: FCFP 因子相关性分析



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、自由现金流与资本开支

我们在沪深 300 指数成分池中分别测算 FCFP 与 CFP 因子的绩效，2016 年以来 FCFP 和 CFP 因子在沪深 300 指数成分中的 5 分组多头超额分别为 6.5%和 4.8%，月度 IC 均值分别为 5.4%和 4.0%，FCFP 在沪深 300 指数成分中的表现显著好于 CFP。

图表16: 因子沪深 300 指数成分绩效

年份	FCFP			CFP		
	多头超额	IC 均值	ICIR	多头超额	IC 均值	ICIR
2016	10.1%	7.8%	3.70	14.0%	8.4%	2.04
2017	14.4%	10.9%	3.56	7.6%	6.9%	2.69
2018	8.8%	6.4%	2.88	2.1%	2.8%	0.88
2019	-8.8%	2.1%	0.60	-7.6%	0.8%	0.21
2020	-20.2%	-4.0%	-1.54	-19.7%	-7.1%	-1.73
2021	4.5%	3.7%	0.96	16.8%	4.7%	0.78
2022	8.9%	5.9%	1.80	6.3%	6.5%	1.65
2023	13.9%	11.2%	4.13	11.8%	10.7%	4.32
2024	19.5%	4.3%	0.78	7.5%	2.2%	0.43
20250127	0.1%	11.2%	-	-0.8%	6.2%	-
period	6.5%	5.4%	1.57	4.8%	4.0%	0.96

资料来源: wind, 国盛证券研究所

更进一步，每月根据 FCFP 与 CFP 因子在沪深 300 指数成分中选取因子值最高的 30 只股票等权持有。2016 年以来，沪深 300 指数年化收益 0.3%，FCFP 与 CFP 因子 TOP30 组合收益分别为 6.4%和 3.7%，均跑赢指数，FCFP 因子的 TOP 组合同样表现最优。

图表17: 沪深 300 指数成分 TOP30 组合

年份	沪深 300	FCFP 30	CFP 30	收益差
2016	-11.3%	-0.9%	-0.7%	-0.2%
2017	21.8%	22.9%	20.9%	2.0%
2018	-25.3%	-18.5%	-23.6%	5.1%
2019	36.1%	23.8%	25.2%	-1.4%
2020	27.2%	16.8%	11.8%	5.0%
2021	-5.2%	17.3%	19.4%	-2.1%
2022	-21.6%	-14.2%	-14.5%	0.3%
2023	-11.4%	2.9%	-0.3%	3.2%
2024	14.7%	21.2%	9.3%	11.9%
20250127	-3.0%	-2.3%	-2.4%	0.1%
全样本	0.3%	6.4%	3.7%	2.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

然而实际上，我们发现资本开支额度与企业未来的表现并非简单的线性关联。整体而言，资本开支额度作为成长性的刻画，高开支意味着更高的扩张性需求，这往往也将获得成

长风格的溢价。而成熟期企业通常是维持性资本开支，低开支一定程度上意味着更优的商业模型，因子测试也表明考虑资本开支的自由现金流在沪深300成分中绩效更优。

基于该矛盾性，我们认为除了资本开支额度外，资本开支预期回报率也是一个重要维度。

通常而言，成熟期企业已占据稳定的市场份额，核心业务趋于饱和，无需通过大规模资本投入进行产能扩张。此时资本开支更多用于维持现有运营效率（如设备维护、技术升级），而非战略扩张。

按照企业生命周期理论，我们将企业划分成初创期、成长期、成熟期、衰退期和死亡期。我们统计各个阶段企业的资本开支占净资产以及营收的比例。成长期的企业一般追求战略扩张，有着更高的资本开支，因此其资本开支占比显著高于其他阶段的企业；而衰退期和死亡期企业通常自身经营已经出现较大困难，难以维系其应有的运营效率，因此资本开支显著低于其他阶段的企业。

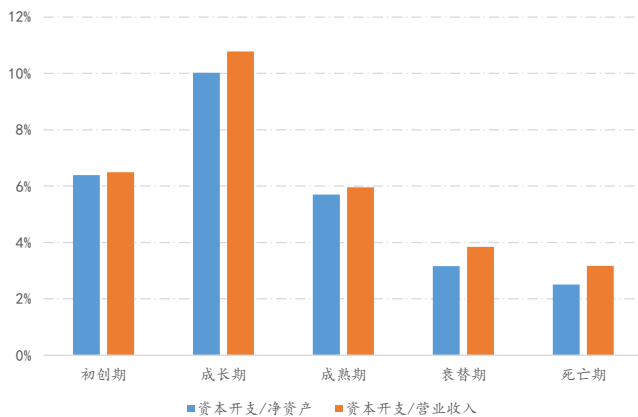
所以，单纯考虑资本开支额度的大小并不合理，我们同样需要关注资本开支投入后的产出效率。我们以 ROIC 衡量企业的资本结构效率：

$$ROIC = NOPLAT / IC$$

其中 NOPLAT 为息前税后利润，投入资本 IC = 净资产 + 有息负债 - 超额现金。

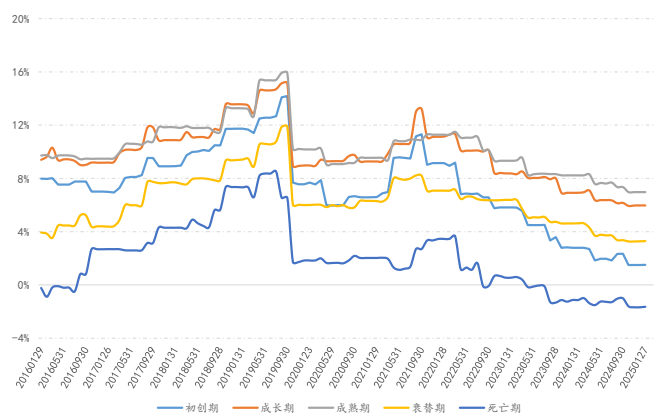
不同生命周期企业的资本结构回报率也存在明显差异，整体而言成长期和成熟期企业 ROIC 显著高于其他生命周期的企业，而死亡期企业基本已经难以维系经营，整体 ROIC 长期处于低位。

图表18: 不同生命周期企业资本开支



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表19: 不同生命周期企业资本回报率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

因此，资本开支和资本回报效率应该协同考虑，以市值作为标准化变量剥离企业规模影响，我们定义资本开支带来的收益为：

$$CAPEXP = CAPEX * ROIC_{FORE} / MV$$

由于 ROIC 是静态的资本结构效率，资本支出转化为利润需要时间，我们简单线性外推估计企业未来的资本结构效率得到 ROIC 预测值 $roic_{fore}$ ：

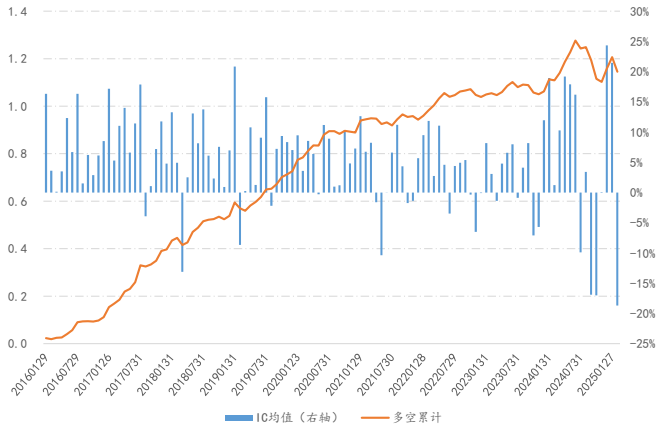
$$roic_{fore} = 0.5 * (roic_{ttm} + 4 * (roic_q + d_{roic}))$$

其中 $roic_{ttm}$ 为过去 1 年 ROIC， $4 * (roic_q + d_{roic})$ 为基于 ROIC 同比增幅预测未来 1 年 ROIC，我们取动态和静态结果的均值作为回报率简单估计。

此外，由于资本开支到利润兑现的滞后性，资本开支回报不仅取决于当期资本开支，也受到历史资本开支的影响。但是如前文所述，历史资本开支一定程度上能在当期折旧摊销中反应。

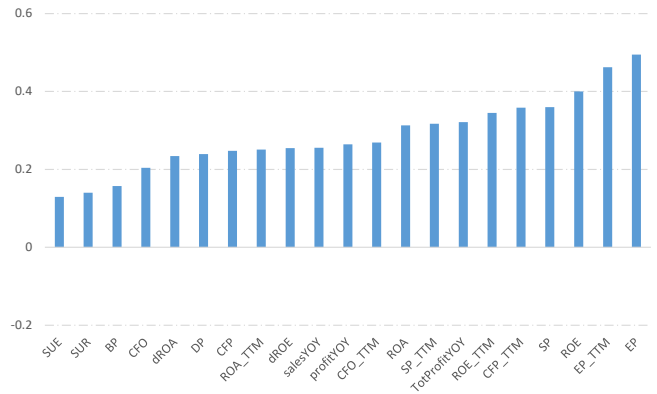
为此，我们利用当前资本开支“过去一年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与历史资本开支代理变量“折旧摊销”构建资本开支综合度量CAPEX。

图表20: CAPEXP 因子 IC 序列



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表21: CAPEXP 因子相关性分析



资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于以上逻辑构建的资本开支收益因子历史绩效优秀,2016年以来 CAPEXP 因子月度 IC 均值 5.5%, ICIR 达到 2.38, IC 胜率达到 80%; 因子多空收益年化 13.7%, 其中多头组合年化超额收益 8.6%, 整体表现优秀。

计算 CAPEXP 因子与常用基本面选股因子相关性,因子与 EP、ROE 等净利润相关指标呈现出较明显相关性,整体偏向于盈利指标逻辑。

这与我们在上文中讨论的逻辑相一致,CAPEXP 从资本开支回报维度刻画了企业的预期盈利质量,可以作为盈利类因子的良好补充。

图表22: CAPEXP 因子分年绩效

年份	多空收益	多头超额	多头 IR	IC 均值	ICIR	IC 胜率
2016	11.4%	11.5%	1.63	7.0%	4.48	100.0%
2017	26.0%	17.8%	2.67	8.7%	4.67	91.7%
2018	10.4%	5.0%	1.29	5.5%	2.63	91.7%
2019	24.6%	9.7%	1.98	6.6%	2.86	83.3%
2020	19.3%	10.0%	1.72	6.0%	5.33	91.7%
2021	7.5%	6.5%	0.74	3.4%	1.78	58.3%
2022	9.6%	9.4%	1.70	3.7%	2.26	66.7%
2023	2.6%	-0.3%	-0.04	3.3%	1.94	66.7%
2024	13.6%	8.1%	0.74	5.6%	1.35	75.0%
20250228	-0.7%	-0.8%	-0.67	1.4%	0.17	50.0%
period	13.7%	8.6%	1.32	5.5%	2.38	80.0%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

四、“现金牛”筛选

我们想筛选 A 股市场的“现金奶牛”企业，我们构建基础股票池。首先，金融、地产行业由于其特殊行业属性，其现金流与一般企业不具有可比性，我们排除在外；其次，“现金奶牛”一般都属于行业中占据稳定市场份额的企业，我们要求企业长期（连续 5 年）有稳定的经营现金流入。基于此我们构建**基础股票池**：

- 行业维度：按照中信一级行业，剔除金融、综合金融和房地产行业股票；
- 现金流维度：考虑现金流稳定性，要求经营活动产生的现金流量净额长期稳定为正。

在**基本面维度**，按照“自由现金流=经营现金流-资本开支”以及“经营活动->利润->现金流”的传导路径，我们考虑以下因素：

- 资本开支：规避高资本开支且低资本结构效率企业；
- 经营活动->利润：强调企业本身的盈利质量；
- 利润->现金流，强调企业利润健康性与收款能力。

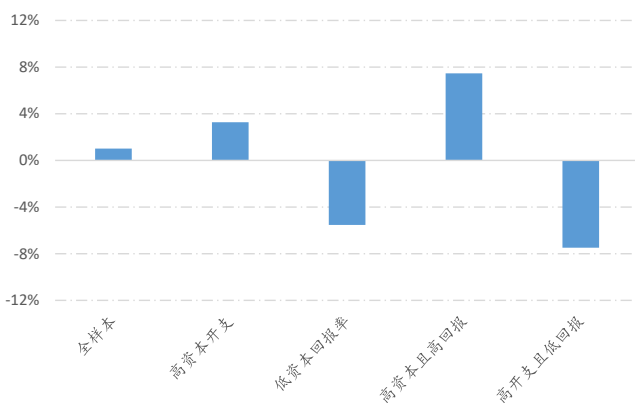
在**技术面维度**，我们主要考虑避免基于反转逻辑选股。高现金流“现金奶牛”股票应类似于高股息红利股票，我们着重于挑选行业格局稳定、企业现金流丰厚且注重股东回报的股票，这些股票通常能长期稳定获取绝对收益，我们希望避免短期博取股价超跌后的反弹收益。自由现金流收益率 FCFP（自由现金流/市值）的增长不应由股价下跌驱动，而应该由现金流改善驱动。

首先，关于“**资本开支**”，我们按照资本开支和资本回报率分别将基础股票池中股票等分成 10 组，并计算最高资本开支分组、最低资本回报率分组以及两者交集股票在次月相对全 A 股票平均收益的超额年化值。

2016 年以来，基础股票池略微跑赢全 A 股票等权收益，而高资本开支分组股票取得了最高的相对收益，高资本开支通常意味着企业处于扩张阶段，这与历史上成长股有着更高的收益表现相一致。

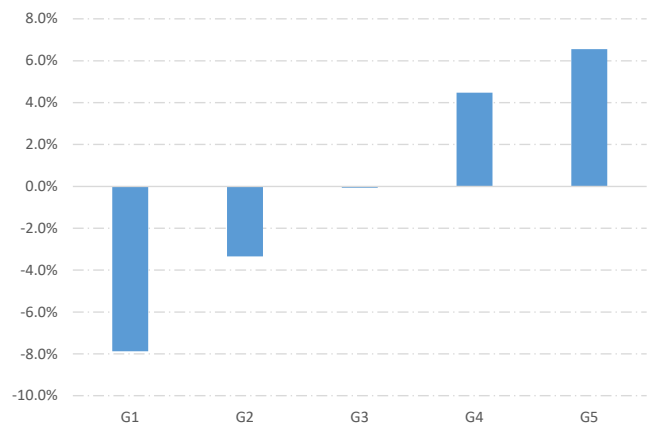
同时，低资本回报率分组股票跑输市场平均水平，而若企业在资本回报率同时还有着高资本开支，这些股票在历史上显著跑输于市场平均收益。

图表23: 基于资本开支分额度与回报分组绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表24: 样本池中盈利能力指标绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

其次，关于“**经营活动->利润**”，我们在现金流指数编制方案中也发现企业盈利能力也是常见的考量因素。经营现金流的来源在于企业营业利润到现金流的转变，因此企业自身盈利能力是现金流的核心。

盈利能力因素在现金流指数编制方案在也有所反映。国证现金流的编制方案中考虑了企业盈利能力的稳定性，剔除近12个季度ROE稳定性排名后10%的证券；富时现金流编制方案中基于质量因子做了进一步筛选，并剔除预期利润和预期营收增长为负的样本。

我们基于常用的基本面因子评价企业盈利质量：

$$quality = zs(ROE) + zs(dROE) + zs(ROA) + zs(dROA)$$

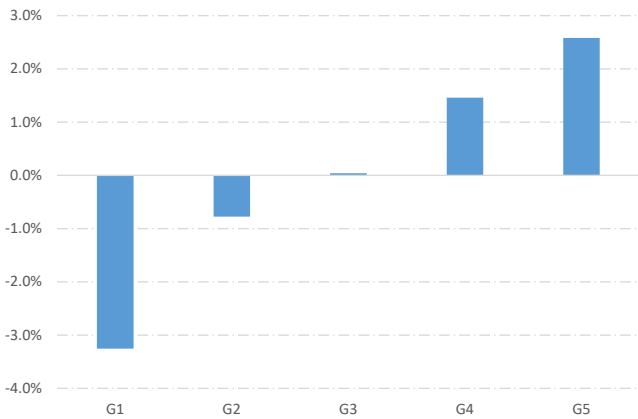
根据盈利质量因子将基础股票池等分成5组，盈利质量因子在基础股票池中表现出显著区分能力，盈利质量占优的股票显著跑赢其余分组的股票。

此外，关于“利润->现金流”，经营现金流占利润的比例是常用衡量企业利润“含金量”的核心指标，直接反映企业将账面利润转化为实际现金收款的能力，在中证现金流指数和国证现金流指数的编制方案中我们均见到了类似的指标：

中证：（经营现金流-营业利润）/总资产；国证：经营现金流/营业利润

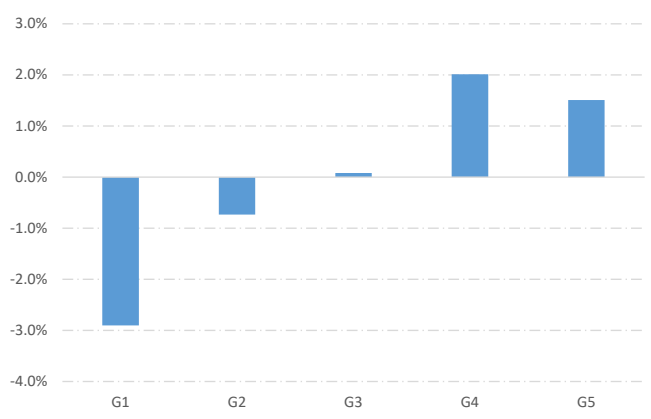
从两个指标分组收益表现可以发现，利润“含金量”最低组股票均跑输平均水平，但是由于利润当分母存在不稳定性，前者的多头组合绩效好于后者。

图表25: 样本池中收现指标1绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

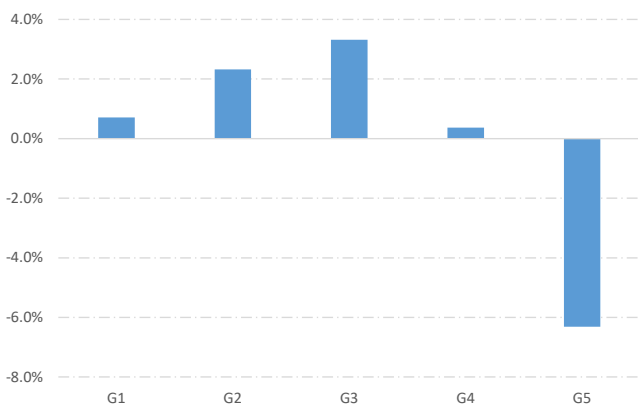
图表26: 样本池中收现指标2绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

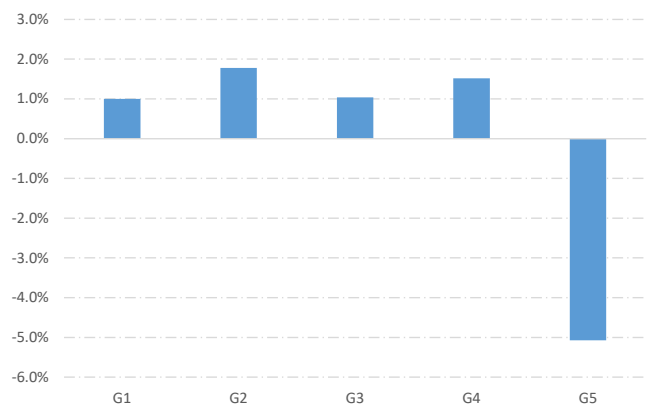
最后，技术面维度我们发现反转效应在基础股票池中仍然存在，过去相对收益更高的股票在未来大概率跑输平均水平；但出于组合动量特性的定位，我们希望规避短期跌幅过大的股票，这个分组股票虽有正超额，但幅度并不明显。

图表27: 样本池中1个月反转因子绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表28: 样本池中3个月反转因子绩效



资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、A股“现金牛”组合

我们分别在全A股票和中证800指数成分中构建两类A股“现金奶牛”精选组合，基于前文讨论，我们将选股域限定在金融、地产行业以外的现金流稳健股票中。

基础股票池：

- 1) 按照中信一级行业分类，不属于金融或地产行业；
- 2) 剔除过去一年日均成交金额排名处于市场最低的20%分位股票；
- 3) 要求连续5年经营活动产生的现金流量净额为正，同时剔除企业价值为负样本。

同时，考虑“自由现金流=经营现金流-资本开支”的构成，以及企业从“经营->利润”、再从“利润->现金流”的转变过程。我们在资本开支与资本回报率、盈利质量、收现能力等基本面维度限制筛选的股票。技术面维度，我们希望规避短期超跌股票，选取长期稳健跑赢市场平均收益的个股。

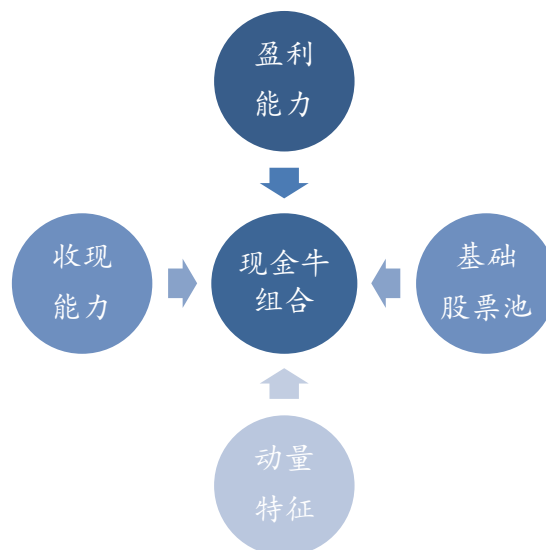
筛选方式：

- 4) 剔除收现能力处在市场最低的20%分位股票；
- 5) 剔除资本开支处在最高10%分位且资本开支预期回报处在最低10%位的股票；
- 6) 在每个行业内剔除盈利质量最低的20%分位股票；
- 7) 剔除最近1个月和3个月跌幅最大的20%股票；
- 8) 选取自由现金流收益率最高的75只股票，剔除其中盈利质量低的1/3股票；
- 9) 每个月末持有50只股票，按照自由现金流金额加权，单只股票最大权重10%。

综合以上条件我们构建月度调仓的“现金牛”组合。筛选方式看似繁杂，但其核心思路清晰，条件1)至3)基于行业、流动性和现金流稳定性圈定股票池；在选择时，条件4)考虑收现能力进行负向剔除，条件5)、6)和8)考虑盈利能力进行负向剔除；条件7)与股票基本面无关，属于组合的技术面定位。

最终，条件9)我们参考现金流指数采用现金流收益率选择、现金流金额加权的模式，构建与现金流指数模式可比的主动量化选股策略。

图表29: 现金牛筛选流程

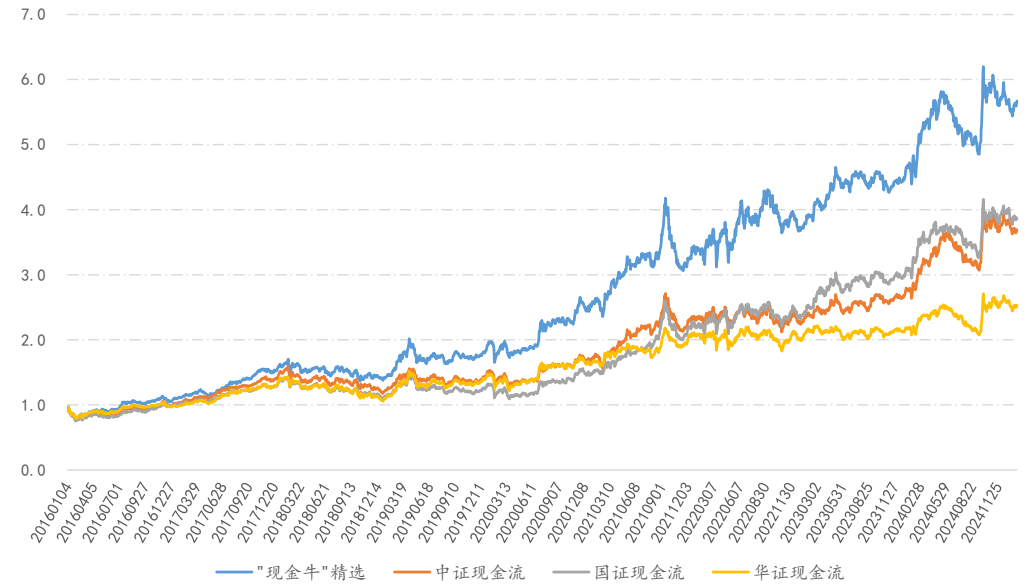


资料来源：国盛证券研究所

5.1 全 A 现金牛组合

我们在全 A 股票中构建 A 股“现金奶牛”精选组合，每月持有 50 只股票，按照自由现金流加权，单只股票权重上限 10%。

图表30: 全 A 现金牛净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2016 年以来，全 A “现金奶牛”精选组合绝对收益表现优秀，年化收益 21.0%，除去 2018 年组合收益-8.7%外，组合在其他完整年份均取得正收益。

同时对比各类自由现金流指数，组合相对收益同样明显：

- 中证现金流全收益指数同期年化收益 15.4%，超额 5.6%；
- 国证现金流全收益指数同期年化收益 16.0%，超额 5.0%；
- 华证现金流全收益指数同期年化收益 10.7%，超额 10.2%。

图表31: 全 A 现金牛分年绩效

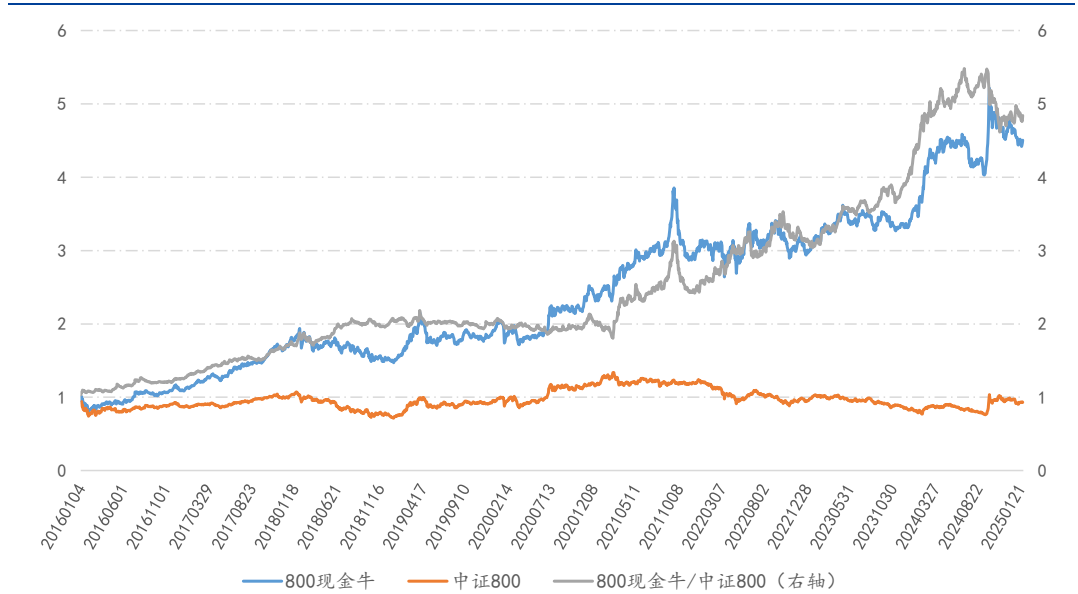
年份	组合收益	中证 R	超额收益	国证 R	超额收益	华证 R	超额收益
2016	6.2%	-0.9%	7.1%	-1.7%	8.0%	-3.0%	9.2%
2017	45.7%	41.8%	4.0%	32.1%	13.7%	35.2%	10.6%
2018	-8.7%	-15.2%	6.5%	-14.7%	6.0%	-18.0%	9.2%
2019	34.5%	25.5%	9.0%	17.7%	16.8%	35.6%	-1.1%
2020	33.6%	13.9%	19.7%	13.0%	20.5%	12.8%	20.8%
2021	32.4%	35.5%	-3.1%	49.2%	-16.7%	25.0%	7.4%
2022	10.0%	-2.8%	12.8%	6.0%	4.0%	-3.0%	13.0%
2023	22.1%	20.8%	1.4%	28.9%	-6.8%	7.8%	14.4%
2024	24.6%	40.9%	-16.4%	32.4%	-7.9%	19.7%	4.9%
20250127	0.7%	-3.3%	4.0%	-2.7%	3.4%	-1.7%	2.4%
全样本	21.0%	15.4%	5.6%	16.0%	5.0%	10.7%	10.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

5.2 中证 800 现金牛组合

与现金流指数类似，全 A 选股的“现金牛”精选组合持仓包含较多小市值股票。为了更适配于投资者对于核心资产的配置需求，我们在中证 800 指数成分中构建“800 现金牛”组合，每月持有 30 只股票，按照现金流金额加权，单只股票权重上限 10%。

图表32: 800 现金牛净值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2016 年以来，“800 现金牛”组合年化收益 18.0%，组合在 2018、2022 年未取得正收益，分别录得收益-12.2%和-2.9%，其余完整年份组合均录得正收益。同期中证 800 指数年化收益-0.8%，超额收益 18.7%，组合月度胜率 67.9%。

图表33: 800 现金牛分年绩效

年份	组合收益	中证 800	超额收益	信息比率	月度胜率
2016	9.5%	-13.3%	22.8%	2.25	75.0%
2017	56.6%	15.2%	41.4%	3.74	91.7%
2018	-12.2%	-27.4%	15.2%	1.72	75.0%
2019	33.4%	33.7%	-0.3%	0.02	58.3%
2020	19.6%	25.8%	-6.2%	-0.40	41.7%
2021	27.8%	-0.8%	28.6%	1.17	58.3%
2022	-2.9%	-21.3%	18.4%	1.13	75.0%
2023	15.9%	-10.4%	26.2%	2.31	75.0%
2024	34.2%	12.2%	22.0%	1.18	66.7%
20250127	-2.9%	-2.8%	-0.1%	-0.03	0.0%
全样本	18.0%	-0.8%	18.7%	1.26	67.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

从分年绩效可以看出，现金流策略作为与红利类似的防御型策略。在市场风险偏好放大、成长风格强势的年份，组合可能可以获取绝对收益，但在相对收益维度可能不及宽基指数。整体而言，现金流策略在多策略体系中具有良好的配置价值，可以作为防御型策略的一类补充，其持仓结构相较于传统红利策略具有明显差异，在价值行情中进攻性更强。

风险提示

报告结论基于历史数据统计建模，模型过拟合、市场风格切换均可能导致失效。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com