



A股策略专题 20260127

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：方智勇（执业 S1130525070001） 分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）

fangzhiyong@gjzq.com.cn

mouyiling@gjzq.com.cn

2026年红利策略三问

一问红利：2026年是否会有超额？

2025年红利策略大幅跑输市场，最核心的原因在于市场找到了新的能够突破宏观趋势的成长性：以AI产业投资为代表，以及景气度也开始逐步扩散到与AI强相关的“泛AI”领域。所以市场的定价驱动力从2022年至2024年上半年的股息率 d 逐步开始重新转向增长率 g 。展望2026年，红利策略是否会有相较于全A的超额收益，核心判断还是在于市场是否依旧以基本面的边际变化作为核心驱动力？基于我们年度策略《世界的中国》对于2026年的基本面展望，在AI投资宏观风险较低、降息周期下全球制造业景气度向上的背景下，2026年中国的企业盈利修复可能是股票市场的核心驱动力，会有更多的行业景气度出现改善。在这种宏观背景下，我们认为投资者可能还是会更加关注基本面的**边际变化（增长率）而非股息率**。所以2026年红利策略似乎很难获取超额收益。但这并不意味着红利策略不重要，因为它依旧是很多投资者构建投资组合的压舱石和降低组合波动的重要工具：一方面，A股权益资产内部红利资产的估值水平最低，波动率也相对较低；另一方面，与主要城市二手住宅租金回报、10年期国债到期收益率相比，红利资产股息率仍具备较高性价比。而且参考2025年10-11月红利风格占优的经验，当市场出现明显的波动和科技成长的下行风险时，风格也会出现再均衡。

二问红利：买A股还是港股？

2025年港股的红利低波指数明显跑赢A股，相对收益高达49%，主要贡献来源是工业、金融和能源行业。尽管如此，由于分红比例较高，所以港股红利低波的整体股息率依旧更具性价比，PE估值的绝对水平其实与A股已经相差无几。但值得注意的是随着2023年以来个股层面的股息率差异不断收敛，尤其是A-H红利股（即同时存在于A股和港股通红利低波指数中的成分股），未来进一步收敛的空间有限。从过去的相对收益来源来看，我们通过业绩归因分析发现：**核心不在于行业配置贡献，而是个股选择贡献（即港股红利更好的表现并不能从行业分布上予以解释，而是个股特征）**。分行业来看，累计个股选择贡献最多的行业是金融，其次是能源、工业和材料，而能源的个股选择贡献主要出现在2024年上半年，而工业和材料一直都有正的个股选择贡献。上述行业个股选择的超额实际上主要都可以由股息率的差异所解释：无论是共有的A-H红利低波股还是港股独有的股票，贡献了主要相对收益来源的行业的股息率都是港股>A股。所以站在当下展望2026年红利策略买A股还是港股，我们的结论是：港股的配置性价比从股息率视角看依旧更好，但由于收敛的空间已经有限，二者之间的表现差异可能不会像2025年那样明显；相反，如果2026年红利策略要向基本面要弹性，那么港股红利的股息率优势也会有所削弱。需要说明的是港股红利税对机构投资者而言几乎没有影响，但对于个人投资者存在影响，考虑到居民入市在2026年较为重要，港股红利股的性价比会因此明显下降。

三问红利：如何构建和优化2026年的红利组合？

基于我们年度策略对于基本面变化的展望，未来主要有三大核心线索：一是海外AI投资与制造业复苏带来缺电；二是新兴市场的资源保护主义与降息周期共振；三是内需破局，消费力恢复，走出通缩。根据上述线索，我们发现资源和传统制造业红利的受益范围最广：资源类红利将同时受益于海外缺电和全球制造业投资与降息周期共振；金融类红利可能仅在走出通缩之后的盈利后周期修复，比如企业盈利/信贷回暖等；公用事业类的红利里面部分受益于制造业的生产活动恢复和服务业用电增长；传统制造业红利受益面最广，除了服务性消费以外的逻辑都受益；传统消费类红利部分受益于新兴市场的城镇化，受益于内需破局和走出通缩。所以我们认为2026年高股息策略的配置思路应该重在结构切换：即从**注重历史分红比例和静态股息率的思维向寻求有一定基本面弹性或边际改善趋势、未来分红比例可能抬升且预测股息率符合要求的方向转换**。基于上述思路，我们构建了一套红利策略细分行业胜率和赔率相结合的评分体系：赔率以股息率为核心分析指标，同时结合分红比例的稳定性和提升空间分析；而胜率以盈利能力（ROE TTM）为核心分析指标，同时结合影响基本面/业绩的核心因素进行分析。最终基于上述评分体系，我们以（50分，50分）为中心进行划分，可以得到以下四个象限对应的行业：第一象限是赔率胜率都较好的行业：包括**保险、纺织制造、煤炭开采、航运港口、饮料乳品、通信服务、家居用品、食品加工、非白酒、物流**等行业。第二象限赔率不足但胜率有余：比如**摩托车、工程机械**等。第三象限相对而言赔率和胜率都不足，包括**造纸、酒店餐饮、专业连锁**等。第四象限赔率较好但胜率不足：比如**白酒、银行、铁路公路、基础建设、装修建材、厨卫电器**等。我们建议可以加大对于第一象限行业的配置，而第四象限的行业虽然胜率不足，但有一些赔率很高的行业也可以作为中长期配置的方向。基于行业的胜率评分，结合个股的基本面和估值数据，我们也筛选出了2026年A+H红利标的组合供投资者参考。

风险提示

基本面假设证伪；测算误差。



内容目录

| | |
|----------------------------|----|
| 第一问：2026 年的红利策略能有超额吗？ | 4 |
| 第二问：2026 年的红利策略，买 A 股还是港股？ | 7 |
| 第三问：如何构建和优化 2026 年的红利组合？ | 12 |
| 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：2025 年全年红利策略大幅跑输市场，但在市场波动放大阶段反而有较好的收益 | 4 |
| 图表 2：2025 年红利策略细分行业的涨跌幅与股息率整体呈现负相关关系 | 5 |
| 图表 3：2025 年红利策略细分行业的涨跌幅与 ROE 的环比变化（Q3-Q2）整体呈现正相关关系 | 5 |
| 图表 4：ROE 回升阶段，红利是否有超额收益取决于 ROE 回升的驱动力是否与红利所对应的主要行业相关 | 5 |
| 图表 5：2025 年传统制造业红利表现最好，但依旧跑输市场 | 6 |
| 图表 6：2023 年之后，传统制造业红利相较于实物消耗型红利的表现与工业增加值-工业用电量的差值走势变成正相关 | 6 |
| 图表 7：当前市场的风险溢价处于历史-1x 标准差附近，但还未触及历史极端值 | 7 |
| 图表 8：从 A 股权益资产内部看，红利资产估值水平最低 | 7 |
| 图表 9：与主要城市二手住宅租金回报、10 年期国债到期收益率相比，红利资产股息率仍具备较高性价比 | 7 |
| 图表 10：2024 年 4 月 17 日至今 A 股红利低波大幅跑输了港股红利低波 | 8 |
| 图表 11：2024 年以来即便港股通红利低波上涨更多，但和 A 股股息率并未明显收敛，因为分红比例更高 | 8 |
| 图表 12：港股红利低波相较于 A 股大幅降低了对金融的暴露，而在能源、工业和公用事业上的暴露大幅增加 | 9 |
| 图表 13：从收益率的差异来看，港股通红利低波的主要相对收益来源来自工业、金融、能源的贡献 | 9 |
| 图表 14：本轮港股通红利低波相较于 A 股红利低波的主要收益来源是个股选择贡献 | 9 |
| 图表 15：分行业来看，个股选择贡献主要来自金融、能源、工业和材料 | 9 |
| 图表 16：2024 年以来 A-H 红利低波股，即便港股标的都涨得更多，但股息率绝对水平仍更高 | 10 |
| 图表 17：不过从时间序列来看，二者股息率均值的差值已经处于 2023 年以来的极低位 | 10 |
| 图表 18：A 股的金融股个数远远多于港股，而港股在能源、公用事业和工业上的个股数多于 A 股 | 10 |
| 图表 19：除了医疗保健、房地产以外，其他行业港股红利低波的股息率均值都要高于 A 股 | 10 |
| 图表 20：当前非重合个股股息率均值的差值已经处于 2023 年以来的最低位 | 11 |
| 图表 21：A 股和港股通股利扣税规则对比 | 11 |
| 图表 22：基于前述的基本面线索，资源类和传统制造业的红利受益范围最广 | 12 |
| 图表 23：从当前的估值水平来看，股息率历史分位数在 90% 及以上的行业集中在传统消费类红利 | 12 |
| 图表 24：红利策略内部的赔率和胜率构建思路 | 13 |
| 图表 25：基于赔率和胜率评分的红利策略（传统制造业类、资源类以及传统消费类）子行业筛选 | 13 |



图表 26: 2026 年 A-H 红利股 50 标的组合名单 (由于有重复的标的, 顺延 5 个, 一共 55 个标的) 14



第一问：2026 年的红利策略能有超额吗？

2025 年红利策略大幅跑输市场，核心原因有三：

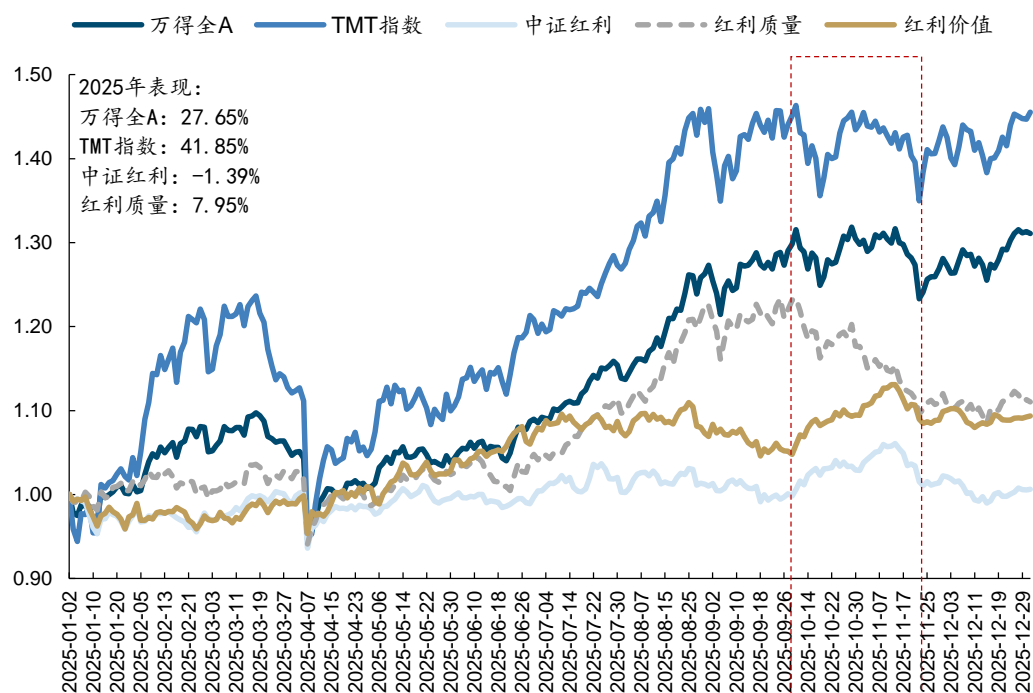
第一，市场找到了以 AI 为代表的产业趋势，以光模块、PCB、算力为代表的产业链环节进入了高景气区间，成长领域的赛道化投资卷土重来。

第二，制造业开始“反内卷”，对此前依赖于制造业内卷带来“用电量>实际 GDP”的实物消耗型红利造成了基本面的下行压力。

第三，2024 年“924”之后市场的风险偏好明显抬升，市场成交情绪一直处于相对高位。

但值得关注的是当 TMT 出现较大的波动、市场整体呈现震荡或者下行趋势，风格也会出现再均衡，红利在 1-2 个月的维度也会相对占优。

图表1：2025 年全年红利策略大幅跑输市场，但在市场波动放大阶段反而有较好的收益



来源：wind，国金证券研究所。注：纵轴为标准化之后的指数，2025-01-02=1。

所以展望 2026 年全年红利策略是否会有超额收益，核心在于上述三个原因是否会出现变化。

第一，2026 年我们对于基本面的假设是景气度逐步扩散带来全社会资本回报企稳回升，在这种环境下单纯依赖于股息率筛选的红利策略可能有绝对收益但依然缺乏相对收益。

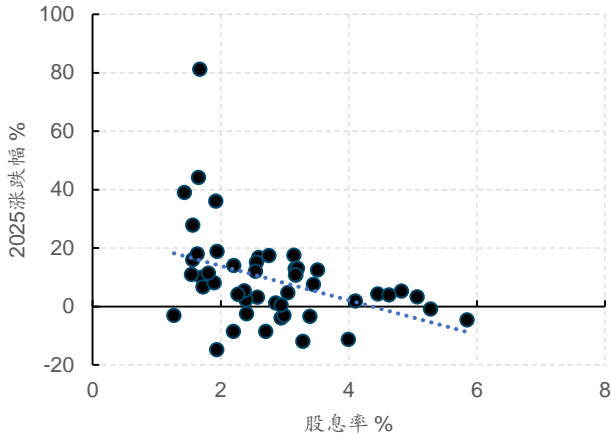
我们在年度策略展望中提到，在 AI 投资宏观风险较低、降息周期下全球制造业景气度向上的背景下，2026 年中国的企业盈利修复可能是股票市场的核心驱动力，会有更多的行业景气度出现改善。在这种宏观背景下，可能投资者会更加关注基本面的边际变化（增长率）而不像 2022-2024 年 H1 那样特别关注分红回报（股息率）。

从 2025 年的红利策略内部细分行业表现和股息率、ROE 的边际变化关系来看，也的确如此：如果我们选取申万二级行业，然后筛选出股息率大于均值的行业，这些行业 2025 年全年行业涨跌幅与股息率呈现明显的负相关关系，而大部分行业的涨跌幅与 ROE 的环比变化（2025Q3 相较于 2025Q2）呈现明显正相关关系。

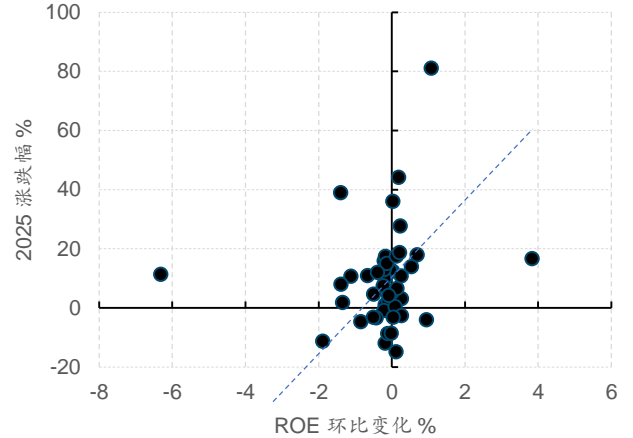
而从历史上看，全 A（非金融）ROE 回升阶段，红利是否有超额收益取决于 ROE 回升的驱动力是否与红利所对应的主要行业相关。比如 2005-2007 年和 2016-2017 年红利相对市场有明显超额，因为当时的红利行业也正好对应着宏观经济逻辑下最受益的部分。但如果 ROE 回升是以产业政策为驱动，比如 2008 年之后的消费下乡、2013 年的移动互联网以及 2019-2021 年的核心资产行情，那么红利便会跑输市场。



图表2: 2025年红利策略细分行业的涨跌幅与股息率整体呈现负相关关系



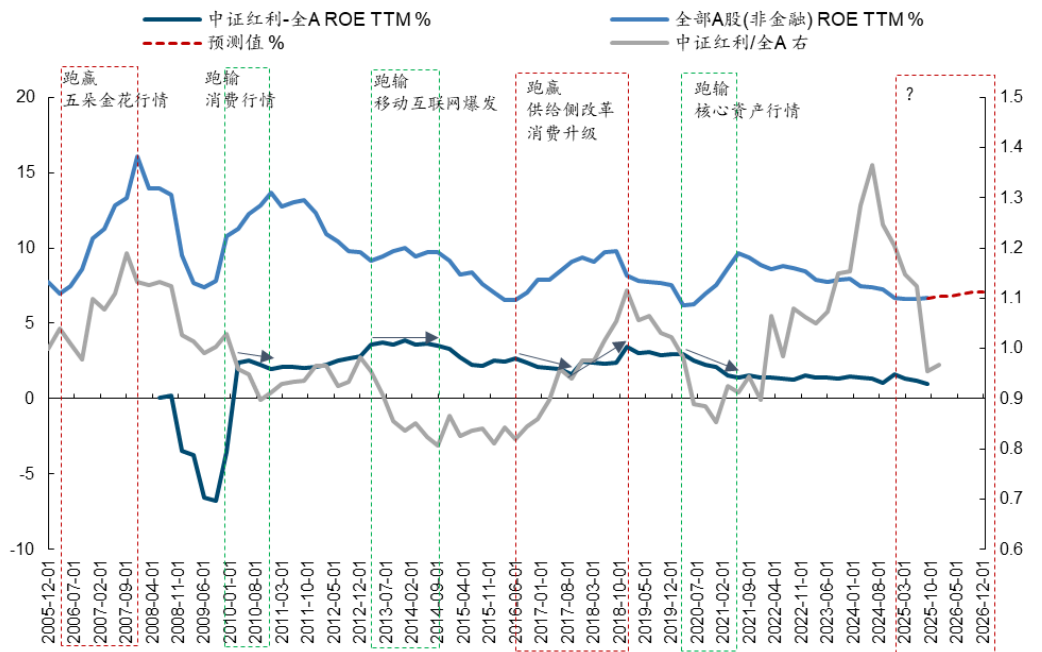
图表3: 2025年红利策略细分行业的涨跌幅与ROE的环比变化(Q3-Q2)整体呈现正相关关系



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表4: ROE回升阶段, 红利是否有超额收益取决于ROE回升的驱动力是否与红利所对应的主要行业相关



来源: wind, 国金证券研究所

第二, 制造业的反内卷还会继续, 实物消耗型的红利“价稳量升”, 传统制造业红利业绩弹性最大。但随着2026年需求回升, 补库周期下制造业的生产活动可能也会恢复, 叠加全球缺电, 国内用电量增速不会太差, 实物消耗型的红利“价稳量升”, 基本面预期也会有所修复。但相比之下最受益的可能还是传统制造业红利, 量价齐升带来基本面的触底反转。



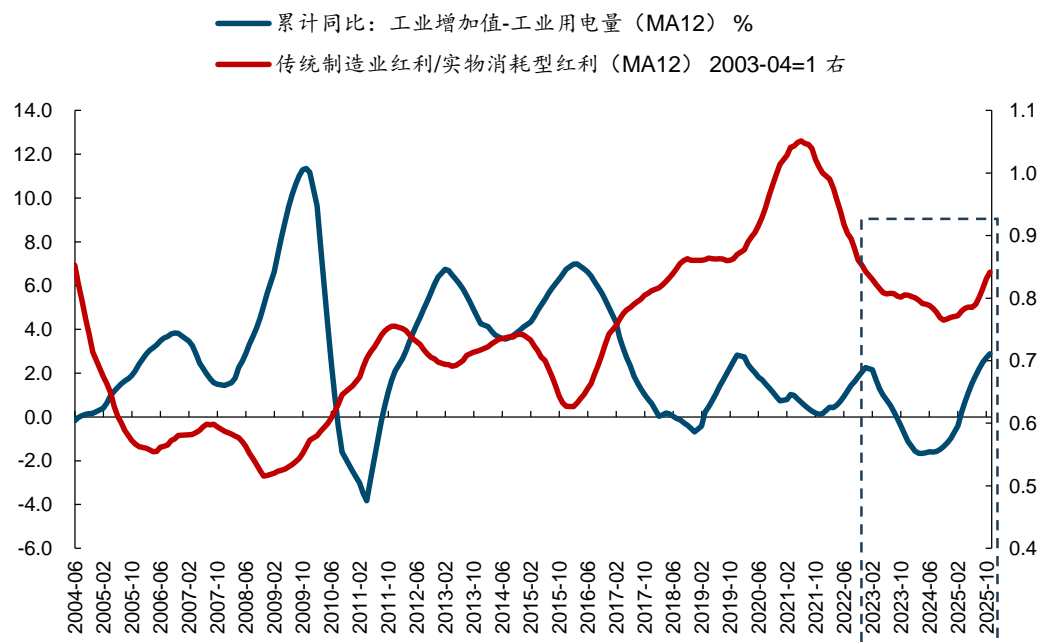
图表5: 2025年传统制造业红利表现最好, 但依旧跑输市场

| 代码 | 简称 | 股息率 (%) | 分类 | 2025年涨跌幅 % | 大类涨跌幅 (等权, %) | 大类涨跌幅 (股息率加权, %) | 代码 | 简称 | 股息率 (%) | 分类 | 2025年涨跌幅 % | 大类涨跌幅 (等权, %) | 大类涨跌幅 (股息率加权, %) |
|-----------|--------|---------|----------|------------|---------------|------------------|-----------|----------|---------|---------|------------|---------------|------------------|
| 801951.SI | 煤炭开采 | 5.89 | 资源类红利 | -6.30 | 27.88 | 11.94 | 801782.SI | 国有大型银行II | 5.16 | 金融类红利 | 11.80 | 10.66 | 9.17 |
| 801992.SI | 航运港口 | 4.29 | 资源类红利 | 5.08 | | | 801785.SI | 农商行II | 4.82 | 金融类红利 | 5.14 | | |
| 801963.SI | 炼化及贸易 | 3.76 | 资源类红利 | 11.56 | | | 801784.SI | 城商行II | 4.74 | 金融类红利 | 4.43 | | |
| 801055.SI | 工业金属 | 1.55 | 资源类红利 | 101.17 | | | 801783.SI | 股份制银行II | 4.68 | 金融类红利 | 5.53 | | |
| 801179.SI | 铁路公路 | 3.32 | 公用事业类红利 | -13.83 | 5.38 | 3.60 | 801194.SI | 保险II | 2.63 | 金融类红利 | 26.42 | 1.04 | 0.20 |
| 801163.SI | 燃气II | 3.00 | 公用事业类红利 | 16.00 | | | 801111.SI | 白色家电 | 5.43 | 传统消费类红利 | -2.86 | | |
| 801223.SI | 通信服务 | 2.99 | 公用事业类红利 | -2.08 | | | 801125.SI | 白酒II | 4.46 | 传统消费类红利 | -13.93 | | |
| 801723.SI | 基础设施建设 | 2.75 | 公用事业类红利 | 3.02 | | | 801127.SI | 饮料乳品 | 3.52 | 传统消费类红利 | 1.01 | | |
| 801161.SI | 电力 | 2.50 | 公用事业类红利 | -0.35 | | | 801114.SI | 厨卫电器 | 3.42 | 传统消费类红利 | -4.26 | | |
| 801178.SI | 物流 | 2.39 | 公用事业类红利 | 4.33 | | | 801133.SI | 饰品 | 3.14 | 传统消费类红利 | 16.61 | | |
| 801724.SI | 专业工程 | 1.63 | 公用事业类红利 | 13.63 | | | 801769.SI | 出版 | 3.07 | 传统消费类红利 | -5.41 | | |
| 801971.SI | 环境治理 | 1.57 | 公用事业类红利 | 15.07 | | | 801129.SI | 调味发酵品II | 2.65 | 传统消费类红利 | -6.45 | | |
| 801202.SI | 贸易II | 1.45 | 公用事业类红利 | 12.65 | | | 801132.SI | 服装家纺 | 2.55 | 传统消费类红利 | 11.94 | | |
| 801713.SI | 装修建材 | 3.36 | 传统制造业类红利 | 9.30 | | | 801155.SI | 中药II | 2.47 | 传统消费类红利 | -5.63 | | |
| 801131.SI | 纺织制造 | 3.19 | 传统制造业类红利 | 12.86 | | | 801017.SI | 养殖业 | 2.39 | 传统消费类红利 | 13.45 | | |
| 801115.SI | 照明设备II | 3.10 | 传统制造业类红利 | 12.58 | | | 801126.SI | 非白酒 | 2.37 | 传统消费类红利 | -11.73 | | |
| 801124.SI | 食品加工 | 3.08 | 传统制造业类红利 | 2.70 | 801128.SI | 休闲食品 | 2.20 | 传统消费类红利 | 7.57 | | | | |
| 801076.SI | 轨交设备II | 2.92 | 传统制造业类红利 | -3.80 | 801142.SI | 家居用品 | 2.01 | 传统消费类红利 | 17.33 | | | | |
| 801711.SI | 水泥 | 2.60 | 传统制造业类红利 | 13.26 | 801154.SI | 医药商业 | 1.95 | 传统消费类红利 | 5.05 | | | | |
| 801045.SI | 特钢II | 2.54 | 传统制造业类红利 | 27.89 | 801113.SI | 小家电 | 1.81 | 传统消费类红利 | 8.85 | | | | |
| 801033.SI | 化学原料 | 2.05 | 传统制造业类红利 | 18.81 | 801204.SI | 专业连锁II | 1.37 | 传统消费类红利 | -13.59 | | | | |
| 801077.SI | 工程机械 | 1.94 | 传统制造业类红利 | 35.33 | 801219.SI | 酒店餐饮 | 1.24 | 传统消费类红利 | -0.31 | | | | |
| 801881.SI | 摩托车及其他 | 1.66 | 传统制造业类红利 | 42.62 | | | | | | | | | |
| 801143.SI | 造纸 | 1.65 | 传统制造业类红利 | 9.22 | | | | | | | | | |
| 801096.SI | 商用车 | 1.64 | 传统制造业类红利 | 18.07 | | | | | | | | | |
| 801141.SI | 包装印刷 | 1.52 | 传统制造业类红利 | 35.38 | | | | | | | | | |
| 801043.SI | 冶钢原料 | 1.31 | 传统制造业类红利 | 44.96 | | | | | | | | | |

来源: wind, 国金证券研究所。注: 股息率数据是 2025-12-31 的时点数据。

我们发现在 2023 年之前, 工业增加值-工业用电量差值的走势与传统制造业红利/实物消耗型红利的表现基本上呈现明显的负相关关系, 但 2023 年之后二者走势变成正相关, 核心原因在于 2023 年之前用电量的走势和经济周期基本同步, 此时工业增加值和用电量之间的差值走势变化更与经济周期相关: 当经济复苏, 用电量更具弹性; 当经济走弱, 工业增加值更具韧性。而 2023 年之后用电量的走势与经济周期脱钩: 由于制造业内卷的存在, 所以即便宏观经济需求没有弹性, 但用电量也能大幅增长, 所以此时工业增加值和用电量之间的差值走势变化更表征制造业内卷的程度。这也印证了后续如果制造业继续“反内卷”, 传统制造业红利表现会比实物消耗型红利可能更好。

图表6: 2023 年之后, 传统制造业红利相较于实物消耗型红利的表现与工业增加值-工业用电量的差值走势变成正相关



来源: wind, 国金证券研究所



第三,当前市场的风险偏好并不极致。在宏观周期上行、风险溢价处于并不极端的位置下,市场的风险偏好可能并不会大幅下降,市场的成交情绪依旧维持活跃。

图表7: 当前市场的风险溢价处于历史-1x标准差附近,但还未触及历史极端值



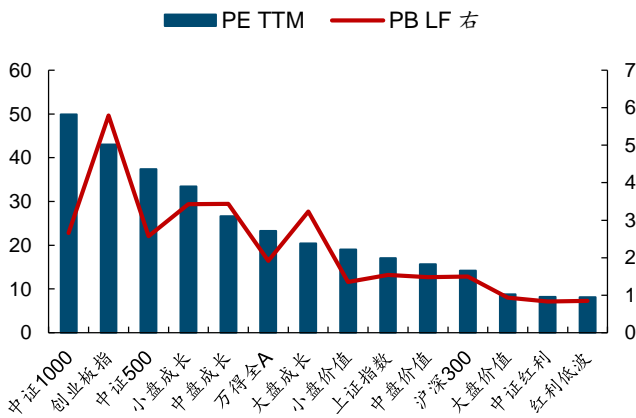
来源: wind, 国金证券研究所

所以总结来看,我们认为在基本面回升、制造业反内卷以及市场成交情绪维持高位的趋势下,2026年全年红利策略可能依旧很难取得超额收益。

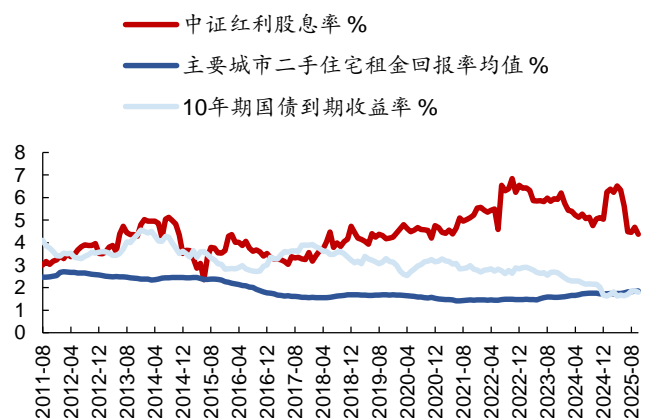
但这绝对不意味着红利策略不值得关注,对于大部分投资者而言它依旧是组合的压舱石,在兼顾股息率的同时,2026年从配置的行业结构上可以向基本面要弹性。而且如果市场出现了波动或者强势板块出现回撤,红利也有可能类似2025年10-11月那样逆势上行。

图表8: 从A股权益资产内部看,红利资产估值水平最低

图表9: 与主要城市二手住宅租金回报、10年期国债到期收益率相比,红利资产股息率仍具备较高性价比



来源: wind, 国金证券研究所



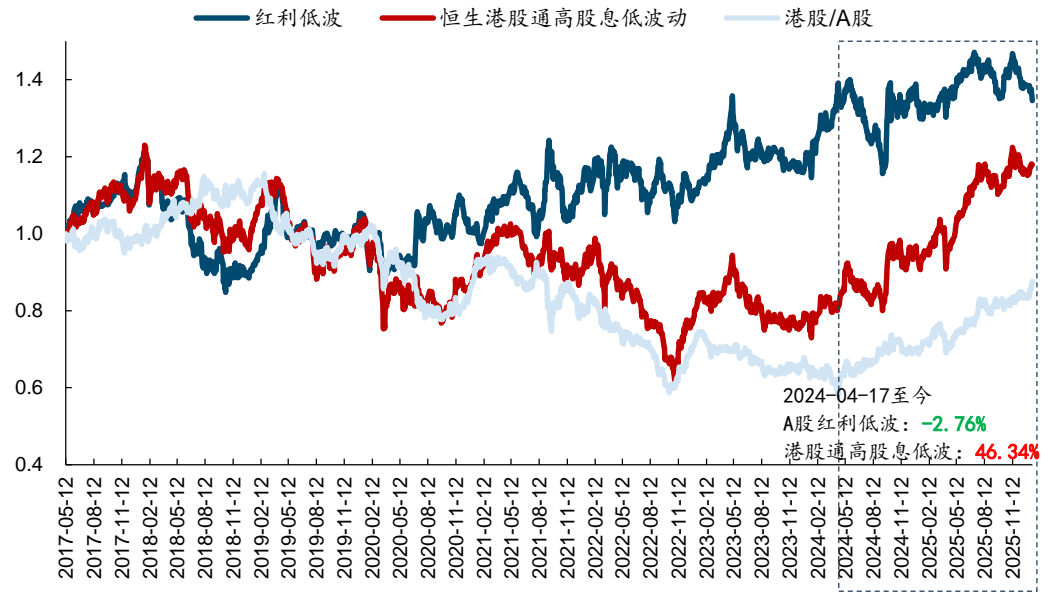
来源: wind, 国金证券研究所

第二问: 2026年的红利策略, 买A股还是港股?

跨市场来看,自2024年4月17日以来港股红利低波(本章节不作特殊说明的话港股均指恒生港股通高股息低波动指数, HSHYL.V. HI)大幅跑赢了A股红利低波(本章节不作特殊说明的话A股均指中证红利低波指数, H30269. CSI),相对收益可以高达49.10%。所以2026年红利策略是买A股红利还是港股红利?



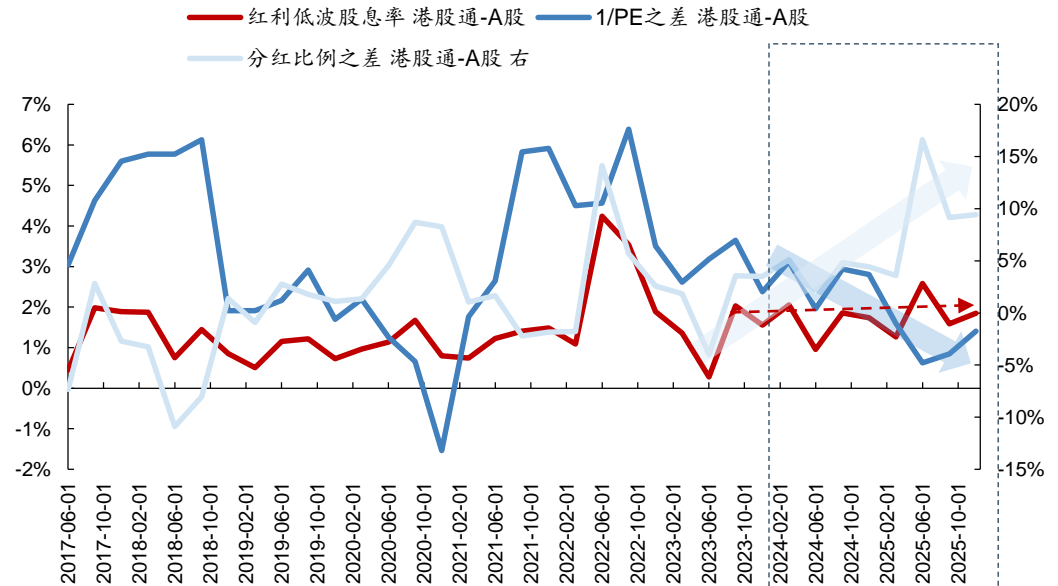
图表10：2024年4月17日至今A股红利低波大幅跑输了港股红利低波



来源：wind，国金证券研究所。注：数据截至2026-01-16。

性价比上看，港股通红利低波的PE估值虽然已经和A股红利低波相差无几，但股息率依旧更高，核心在于分红比例的差异。根据股息率 $d=1/PE \times \text{分红比例} D$ ，尽管过去这一轮港股通红利低波上涨更多，但实际上和A股的股息率差异并未明显收敛，中枢维持稳定，核心在于分红比例远远高于A股。二者 $1/PE$ 的差值的确在收敛，背后主要是因为港股通红利低波PE上行更多导致，但目前绝对值也没有超过A股红利低波。

图表11：2024年以来即便港股通红利低波上涨更多，但和A股股息率并未明显收敛，因为分红比例更高



来源：wind，国金证券研究所

从行业构成的差异和收益率贡献来看：过去一段时间港股通高股息低波跑赢A股的红利低波的主要贡献来源是工业、金融和能源行业。截至2025-12-31，港股红利低波在金融上的权重暴露远低于A股，而在能源行业上的权重远高于A股，此外工业和公用事业的权重相较于2024年也出现了明显的抬升。



图表12: 港股红利低波相较于A股大幅降低了对金融的暴露, 而在能源、工业和公用事业上的暴露大幅增加

| 红利低波权重差: 港股-A股 % | 2025/12/31 | 2025/6/30 | 2024/12/31 | 2024/6/30 | 2023/12/31 |
|------------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| 工业 | 7.27 | 3.31 | 3.48 | 1.16 | 0.85 |
| 公用事业 | 6.25 | 3.79 | 1.17 | 0.31 | 0.04 |
| 金融 | -29.63 | -20.97 | -10.15 | -5.08 | 1.42 |
| 日常消费 | 2.30 | 2.73 | 4.39 | 4.19 | 2.49 |
| 信息技术 | 2.66 | 2.55 | 0.00 | -1.46 | -0.07 |
| 能源 | 18.25 | 10.66 | 6.40 | -9.74 | -11.43 |
| 材料 | -5.09 | -6.88 | -4.96 | -3.69 | -6.39 |
| 可选消费 | 1.27 | -3.76 | -6.46 | 2.20 | 2.50 |
| 通讯服务 | -2.10 | -2.22 | -2.51 | 1.66 | 1.99 |
| 房地产 | -0.42 | 8.75 | 6.45 | 10.52 | 8.60 |
| 医疗保健 | -0.75 | 2.04 | 2.20 | 0.00 | 0.00 |

来源: wind, 国金证券研究所

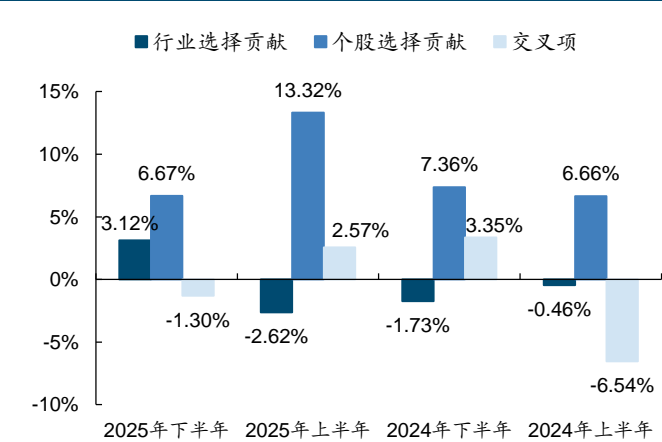
图表13: 从收益率的差异来看, 港股通红利低波的主要相对收益来源来自工业、金融、能源的贡献

| 红利低波收益率差: 港股-A股 | 2025年下半年 | 2025年上半年 | 2024年下半年 | 2024年上半年 | 加总 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 工业 | 2.93% | 1.60% | 2.05% | 1.39% | 7.97% |
| 公用事业 | 0.18% | -0.08% | 3.20% | -0.73% | 2.57% |
| 金融 | 2.71% | 4.37% | 1.69% | -2.21% | 6.55% |
| 日常消费 | -0.78% | 1.32% | 0.44% | -0.20% | 0.78% |
| 信息技术 | 0.41% | 0.00% | -1.22% | 0.03% | -0.78% |
| 能源 | 2.07% | 1.27% | 0.22% | 1.71% | 5.27% |
| 材料 | -0.63% | 1.53% | -0.16% | 0.58% | 1.32% |
| 可选消费 | 0.69% | -0.13% | 1.22% | -0.81% | 0.97% |
| 通讯服务 | 0.02% | 0.71% | 0.47% | 1.11% | 2.31% |
| 房地产 | 0.74% | 2.24% | 1.09% | -1.18% | 2.89% |
| 医疗保健 | 0.15% | 0.43% | 0.00% | 0.00% | 0.57% |

来源: wind, 国金证券研究所

如果我们利用 Brinson 单期 (以半年度为周期) 绩效归因模型对港股通红利低波相较于 A 股红利低波 (作为基准) 的相对收益进行拆分, 会发现 2024 年以来港股通红利低波大幅跑赢 A 股红利低波背后主要是来自个股选择贡献, 而行业选择贡献直到 2025 年下半年才为正。分行业来看, 累计个股选择贡献最多的行业是金融, 其次是能源、工业和材料, 而能源的个股选择贡献主要出现在 2024 年上半年, 而工业和材料一直都有正的个股选择贡献。

图表14: 本轮港股通红利低波相较于A股红利低波的主要收益来源是个股选择贡献



来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 分行业来看, 个股选择贡献主要来自金融、能源、工业和材料

| 个股选择贡献 | 2025年下半年 | 2025年上半年 | 2024年下半年 | 2024年上半年 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 工业 | 2.65% | 1.26% | 1.89% | 1.21% |
| 公用事业 | 0.00% | 0.00% | 3.08% | -0.74% |
| 金融 | 3.56% | 7.32% | 2.99% | -2.43% |
| 日常消费 | -1.31% | 0.58% | 0.09% | -0.16% |
| 信息技术 | 0.00% | 0.00% | -1.22% | 0.03% |
| 能源 | 0.31% | 0.99% | -0.55% | 7.60% |
| 材料 | 0.39% | 2.67% | 0.09% | 1.15% |
| 可选消费 | 0.96% | -1.25% | 0.63% | -0.45% |
| 通讯服务 | -0.02% | 1.14% | 0.37% | 0.45% |
| 房地产 | 0.14% | 0.61% | 0.00% | 0.00% |
| 医疗保健 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

来源: wind, 国金证券研究所

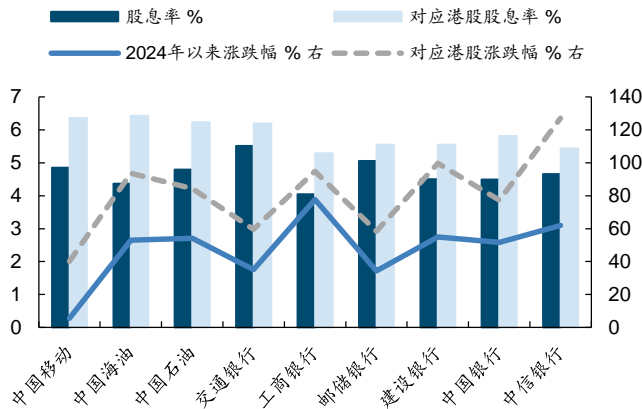
以最新一期的成分股作为分析样本, 我们分成两部分进行分析:

(1) 同时存在于 A 股红利低波和港股通红利低波的 A-H 个股一共有 9 只¹, 占比 18%, 并不高。其中金融股有 6 只, 包括工商银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行以及中信银行; 能源股有 2 只, 中石油和中海油; 还有一只是通讯服务的中国移动。这 9 只 A-H 红利低波股对比来看: 2024 年以来港股的表现明显比 A 股更好, 涨跌幅均值的差值高达 34%。即便如此, 目前这 9 只个股的港股股息率依旧明显高于 A 股, 股息率均值的差值依旧还有 1.17%, 接近 1 年期国债到期收益率的水平。不过从时间序列来看, 二者股息率均值的差值已经处于 2023 年以来的极低位, 这意味着虽然绝对水平上港股仍具备性价比, 但从历史的相对位置来看, 继续收敛的空间也已经有限, 可能需要更多的催化。

¹ 在做业绩归因分析时由于所处的市场不同, 这 9 只 A-H 红利股被当作是不同的股票。

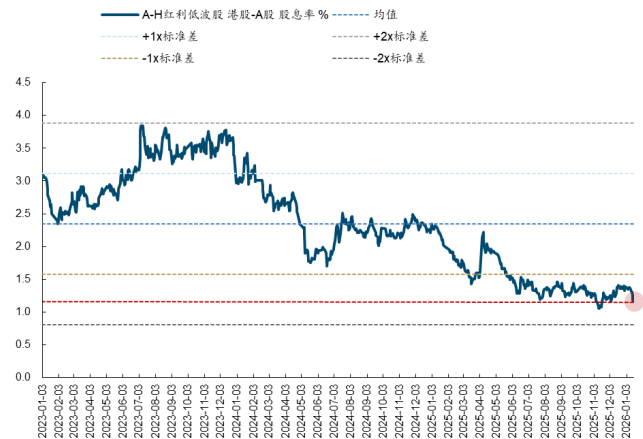


图表16: 2024年以来A-H红利低波股, 即便港股标的都涨得更多, 但股息率绝对水平仍更高



来源: wind, 国金证券研究所

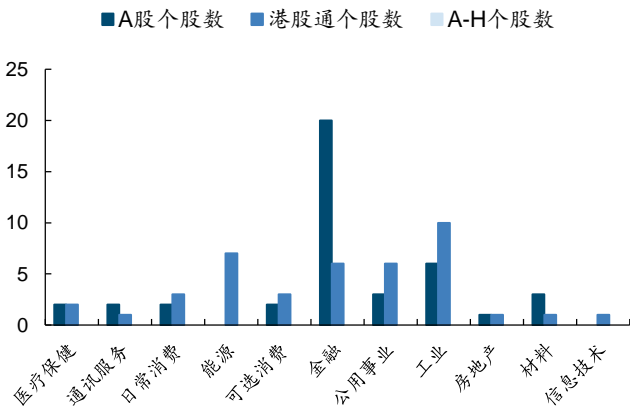
图表17: 不过从时间序列来看, 二者股息率均值的差值已经处于2023年以来的极低位



来源: wind, 国金证券研究所

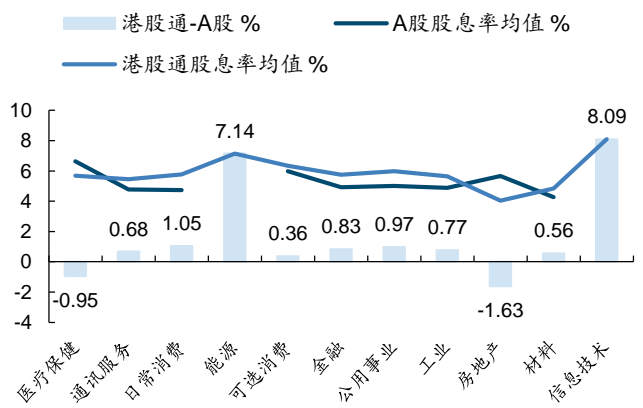
(2) 从不重合的个股来看, 主要的差异在于A股的金融股个数远远多于港股, 而港股在能源、公用事业和工业上的个股数多于A股。而从股息率均值的差值来看, 除了医疗保健、房地产以外, 其他行业港股红利低波的股息率均值都要高于A股, 能源和信息技术异常高是因为A股没有对应的标的。能源主要是因为港股通红利低波包括了很多以中石化、中国神华、兖矿能源等为代表的石油石化和煤炭股, 信息技术港股通囊括了伟易达。

图表18: A股的金融股个数远远多于港股, 而港股在能源、公用事业和工业上的个股数多于A股



来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 除了医疗保健、房地产以外, 其他行业港股红利低波的股息率均值都要高于A股



来源: wind, 国金证券研究所

从不重合个股的股息率均值的差值时间序列来看, 自2023年9月以来持续收敛, 目前已经接近2023年以来的-2倍标准差的位置, 最新截至2026-01-16的差值为1.02%。所以绝对意义上港股这一部分的红利股仍有性价比, 但与重合个股面临类似的问题, 即收敛空间已经越来越小。



图表20: 当前非重合个股股息率均值的差值已经处于 2023 年以来的最低位



来源: wind, 国金证券研究所

所以总结来看: 尽管过去一段时间港股的红利低波相较于 A 股有明显的相对收益, 但从性价比的角度来看, 由于分红比例较高, 所以整体股息率依旧更具性价比。从过去的相对收益来源来看, 核心不在于行业配置, 而是个股选择的超额。个股选择的超额实际上主要都可以由股息率的差异所解释: 无论是共有的 A-H 红利低波股还是港股独有的股票, 贡献了主要相对收益来源的行业的股息率都是港股 > A 股。但值得注意的是随着 2023 年以来的股息率差值不断收敛, 导致未来收敛空间可能有限。

所以站在当下展望 2026 年红利策略买 A 股还是港股, 我们的结论是: 港股的配置性价比依旧更好, 但由于收敛的空间已经有限, 二者之间的表现差异可能不会像 2025 年那样明显; 相反, 如果 2026 年红利策略要向基本面要弹性, 那么港股红利的股息率优势也会有所削弱。

需要说明的是上述股息率的比较没有包括港股通红利税的影响。但从规则上看, 由于港股通红利税的存在, 对于以保险为代表的机构投资者而言, 只要持股满一年就可以免征红利税, 而保险持股周期也较长, 因此几乎没有什么影响; 但对于个人投资者而言, 买入港股要被征收 20% 的红利税, 相较之下 A 股个人投资者持有一年以上就可以免征红利税, 持有 1 个月以上至 1 年 (含 1 年) 税率仅为 10%。因此对于机构投资者而言, 上述结论依旧适用; 但对于个人投资者而言, 考虑红利税之后的港股红利股相较于 A 股可能就没有上述股息率的优势。

图表21: A 股和港股通股利扣税规则对比

| A股股利扣税规则 | | 内地投资者投资港股通股利扣税规则 | |
|----------------|------|-------------------|---------------|
| 持有期限 | 扣税比率 | 投资者类型 | 扣税比率 |
| 1个月以内 (含1个月) | 20% | 个人投资者-H股 | 20% |
| 1个月以上至1年 (含1年) | 10% | 内地企业投资者-H股 (满1年) | 0% |
| 一年以上 | 0% | 内地企业投资者-H股 (未满1年) | 计入利润, 扣减企业所得税 |
| | | 内地企业投资者-非H股 | 可申请税收抵免 |

来源: 财政部、国家税务总局, 国金证券研究所



第三问：如何构建和优化 2026 年的红利组合？

基于我们年度策略对于基本面变化的展望，未来主要有三大核心线索：一是海外 AI 投资与制造业复苏带来缺电；二是新兴市场的资源保护主义与降息周期共振；三是内需破局，消费力恢复，走出通缩。

资源和传统制造业红利的受益范围最广。我们一一梳理了五大细分红利策略受益的方向：资源类红利同时受益于线索一和二；金融类红利仅受益于走出通缩之后的盈利后周期修复，比如企业盈利/信贷回暖等；公用事业类的红利里面部分受益于制造业的生产活动恢复和服务业用电增长；传统制造业红利受益面最广，除了服务性消费以外的逻辑都受益；传统消费类红利部分受益于新兴市场的城镇化，受益于内需破局和走出通缩。未来高股息策略的配置思路应该是重在结构切换：即从注重历史分红比例和静态股息率的思维向寻求有一定基本面弹性或边际改善趋势、未来分红比例可能抬升且预测股息率符合要求的方向转换。

图表22：基于前述的基本面线索，资源类和传统制造业的红利受益范围最广

| 五大细分策略 | 海外AI投资与制造业复苏带来缺电 | | 新兴市场的资源保护主义与降息周期共振 | | 内需破局，消费力恢复，走出通缩 | |
|----------|------------------|----------|--------------------|----------------|-----------------|---------|
| | 受益于AI投资 | 受益于缺电 | 新兴市场基础设施建设 | 海外降息带来制造业投资需求 | 服务性消费 | 居民消费力恢复 |
| 资源类红利 | 工业金属受益电网投资 | √ | √ | 对工业金属、油更利 | × | × |
| 金融类红利 | × | × | × | × | × | √ |
| 公用事业类红利 | × | × 国内不缺电 | × | √ 受益于制造业生产活动恢复 | √ 服务业用电 | × |
| 传统制造业类红利 | √ | √ 产能向外扩张 | √ | √ | × | √ |
| 传统消费类红利 | × | × | 部分出口消费受益于新兴市场城镇化 | × | √ | √ |

来源：国金证券研究所绘制

从估值水平来看，目前传统消费类红利的赔率最高。一方面，股息率历史分位数在 90% 及以上的行业集中在传统消费类红利，整体股息率分位数也最高；另一方面，以白电、白酒为代表的传统消费行业股息率甚至已经超过了国有大型银行、炼化及贸易。

图表23：从当前的估值水平来看，股息率历史分位数在 90% 及以上的行业集中在传统消费类红利

| 代码 | 简称 | PE TTM | PE TTM 分位数 | PB LF | PB LF 分位数 | 股息率 (%) | 股息率分位数 | 分类 | 代码 | 简称 | PE TTM | PE TTM 分位数 | PB LF | PB LF 分位数 | 股息率 (%) | 股息率分位数 | 分类 |
|-----------|--------|--------|------------|-------|-----------|---------|--------|----------|---------------|----------|--------|------------|--------|-----------|---------|---------|---------|
| 801951.SI | 煤炭开采 | 17 | 54.37% | 1.32 | 25.66% | 5.75 | 74.20% | 资源类红利 | 801783.SI | 股份制银行II | 6 | 19.65% | 0.47 | 5.11% | 5.78 | 84.20% | 金融类红利 |
| 801992.SI | 航运港口 | 12 | 17.02% | 1.23 | 19.25% | 4.35 | 88.90% | 资源类红利 | 801785.SI | 农商行II | 6 | 26.41% | 0.56 | 20.56% | 4.98 | 77.40% | 金融类红利 |
| 801963.SI | 炼化及贸易 | 23 | 64.49% | 1.31 | 15.95% | 3.92 | 76.30% | 资源类红利 | 801784.SI | 城商行II | 5 | 19.84% | 0.50 | 4.99% | 4.96 | 90.00% | 金融类红利 |
| 801055.SI | 工业金属 | 24 | 33.88% | 3.69 | 82.09% | 1.23 | 83.00% | 资源类红利 | 801782.SI | 国有大型银行II | 7 | 69.86% | 0.61 | 25.02% | 4.29 | 9.40% | 金融类红利 |
| 801179.SI | 铁路公路 | 17 | 40.87% | 0.93 | 1.32% | 3.41 | 65.70% | 公用事业类红利 | 801194.SI | 保险II | 8 | 6.82% | 1.34 | 23.09% | 2.46 | 66.90% | 金融类红利 |
| 801163.SI | 燃气II | 25 | 19.75% | 2.09 | 30.10% | 3.06 | 92.00% | 公用事业类红利 | 801111.SI | 白色家电 | 11 | 3.47% | 2.17 | 16.09% | 5.47 | 99.40% | 传统消费类红利 |
| 801223.SI | 通信服务 | 28 | 33.47% | 2.01 | 73.53% | 2.88 | 83.80% | 公用事业类红利 | 801125.SI | 白酒II | 18 | 12.76% | 4.38 | 32.72% | 4.46 | 89.40% | 传统消费类红利 |
| 801723.SI | 基础设施建设 | 10 | 60.01% | 0.66 | 19.30% | 2.78 | 76.00% | 公用事业类红利 | 801017.SI | 养殖业 | 16 | 10.55% | 2.50 | 20.02% | 2.43 | 98.20% | 传统消费类红利 |
| 801161.SI | 电力 | 19 | 35.66% | 1.59 | 27.60% | 2.47 | 58.90% | 公用事业类红利 | 801114.SI | 厨卫电器 | 19 | 29.99% | 1.95 | 9.30% | 3.35 | 88.10% | 传统消费类红利 |
| 801178.SI | 物流 | 18 | 32.54% | 1.26 | 6.62% | 2.35 | 90.50% | 公用事业类红利 | 801133.SI | 饰品 | 31 | 43.65% | 2.27 | 25.64% | 3.04 | 92.60% | 传统消费类红利 |
| 801724.SI | 专业工程 | 21 | 70.54% | 1.27 | 31.87% | 1.48 | 80.20% | 公用事业类红利 | 801769.SI | 出版 | 24 | 31.41% | 1.83 | 30.92% | 2.91 | 78.90% | 传统消费类红利 |
| 801971.SI | 环境治理 | 28 | 36.93% | 1.63 | 17.78% | 1.48 | 86.80% | 公用事业类红利 | 801127.SI | 饮料乳品 | 25 | 33.42% | 3.38 | 31.06% | 3.55 | 92.60% | 传统消费类红利 |
| 801202.SI | 贸易II | 31 | 61.58% | 1.66 | 31.40% | 1.35 | 74.20% | 公用事业类红利 | 801155.SI | 中药II | 27 | 22.75% | 2.28 | 10.60% | 2.44 | 94.20% | 传统消费类红利 |
| 801713.SI | 装修建材 | 41 | 73.85% | 2.10 | 16.90% | 3.25 | 97.80% | 传统制造业类红利 | 801129.SI | 调味发酵品II | 29 | 8.90% | 3.61 | 39.88% | 2.69 | 100.00% | 传统消费类红利 |
| 801115.SI | 照明设备II | 47 | 86.40% | 2.08 | 25.34% | 3.02 | 96.30% | 传统制造业类红利 | 801132.SI | 服装家纺 | 30 | 61.92% | 1.89 | 29.77% | 2.53 | 61.50% | 传统消费类红利 |
| 801131.SI | 纺织制造 | 25 | 30.57% | 1.86 | 40.96% | 3.13 | 98.40% | 传统制造业类红利 | 801126.SI | 非白酒 | 28 | 11.67% | 2.83 | 28.87% | 2.34 | 96.30% | 传统消费类红利 |
| 801124.SI | 食品加工 | 28 | 23.14% | 2.26 | 3.87% | 3.10 | 81.00% | 传统制造业类红利 | 801128.SI | 休闲食品 | 37 | 40.30% | 3.15 | 35.67% | 2.14 | 86.50% | 传统消费类红利 |
| 801045.SI | 特钢II | 23 | 57.49% | 1.69 | 40.70% | 2.53 | 71.50% | 传统制造业类红利 | 801142.SI | 家居用品 | 28 | 25.23% | 2.26 | 27.19% | 2.08 | 87.80% | 传统消费类红利 |
| 801711.SI | 水泥 | 20 | 45.28% | 0.82 | 7.38% | 2.56 | 42.90% | 传统制造业类红利 | 801154.SI | 医药商业 | 21 | 27.61% | 1.46 | 9.16% | 2.00 | 91.00% | 传统消费类红利 |
| 801076.SI | 轨交设备II | 19 | 24.33% | 1.37 | 18.91% | 2.88 | 99.20% | 传统制造业类红利 | 801204.SI | 专业连锁II | 79 | 96.74% | 3.66 | 73.80% | 1.31 | 90.10% | 传统消费类红利 |
| 801077.SI | 工程机械 | 23 | 55.85% | 2.46 | 53.96% | 2.04 | 75.70% | 传统制造业类红利 | 801113.SI | 小家电 | 27 | 34.39% | 3.35 | 45.92% | 1.77 | 50.50% | 传统消费类红利 |
| 801033.SI | 化学原料 | 29 | 39.99% | 1.74 | 32.88% | 1.91 | 84.20% | 传统制造业类红利 | 801219.SI | 酒店餐饮 | 46 | 50.97% | 2.02 | 10.17% | 1.19 | 70.50% | 传统消费类红利 |
| 801096.SI | 商用车 | 33 | 71.16% | 3.66 | 92.47% | 1.64 | 60.00% | 传统制造业类红利 | 资源类红利 (均值) | 19 | 42.44% | 1.9 | 35.74% | 3.81 | 80.60% | — | |
| 801881.SI | 摩托车及其他 | 35 | 33.98% | 3.86 | 62.68% | 1.64 | 82.30% | 传统制造业类红利 | 公用事业类红利 (均值) | 22 | 43.48% | 1.5 | 26.61% | 2.36 | 78.68% | — | |
| 801141.SI | 包装印刷 | 40 | 73.77% | 2.65 | 52.80% | 1.52 | 62.10% | 传统制造业类红利 | 传统制造业类红利 (均值) | 32 | 54.04% | 2.1 | 37.20% | 2.31 | 78.59% | — | |
| 801143.SI | 造纸 | 31 | 53.92% | 1.31 | 26.80% | 1.69 | 83.10% | 传统制造业类红利 | 金融类红利 (均值) | 7 | 28.52% | 0.7 | 15.75% | 4.50 | 65.58% | — | |
| 801043.SI | 冶钢原料 | 58 | 86.78% | 2.13 | 45.16% | 1.35 | 65.70% | 传统制造业类红利 | 传统消费类红利 (均值) | 29 | 32.10% | 2.6 | 28.05% | 2.69 | 86.33% | — | |

来源：wind，国金证券研究所

所以接下来我们重点在传统制造业类、资源类以及传统消费类红利的细分行业中进行筛选。我们将构建一个红利策略细分行业的赔率和胜率打分体系，赔率以股息率为核心分析指标，同时结合分红比例的稳定性和提升空间分析；而胜率以盈利能力（ROE TTM）为核心分析指标，同时结合影响基本面/业绩的核心因素进行分析，比如量价指标等。具体而言，赔率打分=股息率的绝对水平排名分位数（衡量当前低估的状态）和股息率的历史分位数（衡量未来股息率提升空间）均值；胜率打分=ROE TTM的绝对水平排名（衡量当前静态/过去一段时间的盈利水平）和ROE TTM的历史分位数（衡量未来盈利能力提升空间）均值。



上述打分只是基于历史已发生的事实的静态结果，不包括未来的判断。赔率部分我们还会考虑到过去分红的稳定性和分红的绝对水平以及历史分位数，分红越稳定越好，分红的绝对水平和历史分位数越高越好，这样就能避免“高股息陷阱”；胜率部分我们会结合基本面的指标进行判断过去的趋势是否会出现变化：比如过去基本面趋势向上的行业是否会继续上行，过去基本面趋势下降的行业是否会出现扭转等。

图表24：红利策略内部的赔率和胜率构建思路



来源：国金证券研究所绘制

最终我们以（50分, 50分）为中心划分，可以得到四个象限对应的行业：

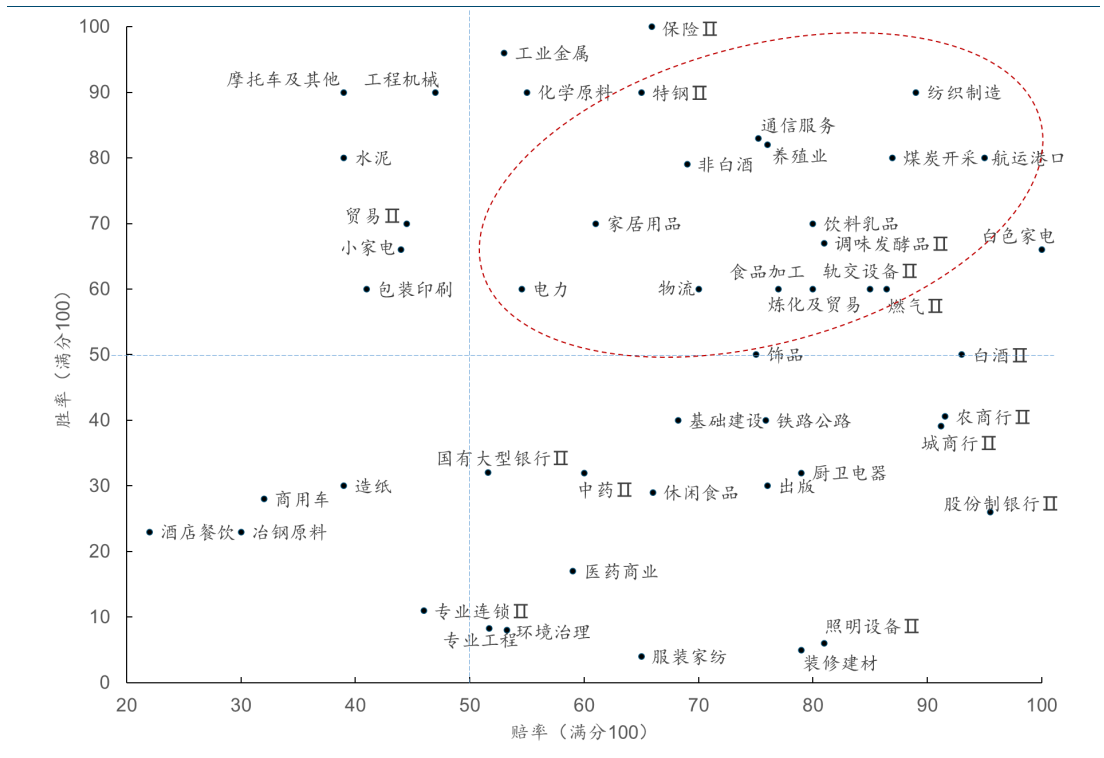
第一象限是赔率胜率都较好的行业：包括**保险、纺织制造、煤炭开采、航运港口、饮料乳品、通信服务、家居用品、食品加工、非白酒、物流**等行业。

第二象限赔率不足但胜率有余：比如**摩托车、工程机械、水泥、小家电**等。

第三象限相对而言赔率和胜率都不足，包括**造纸、商用车、冶钢原料、酒店餐饮、专业连锁**。

第四象限赔率较好但胜率不足：比如**白酒、银行、铁路公路、基础建设、装修建材、厨卫电器**等。

图表25：基于赔率和胜率评分的红利策略（传统制造业类、资源类以及传统消费类）子行业筛选



来源：wind，国金证券研究所

我们建议可以加大对于第一象限行业的配置，而第四象限的行业虽然胜率不足，但有一些赔率很高的行业也可以作为中长期配置的方向。



基于以上行业的胜率评分，我们再对行业内的个股标的组合进行进一步的筛选，具体筛选标准如下：

(1) 确定样本空间。A股+港股上述细分领域的所有股票（此外港股新增房地产行业的个股）：剔除ST、*ST以及PE为负的股票；过去三年连续现金分红且过去三年股利支付率的均值和过去一年股利支付率均大于0且小于1；过去一年日均总市值排名在前80%；过去一年日均成交金额排名在前80%。

(2) 确定选样方法。胜率=行业基础胜率*50%+个股预测ROE排名分位数（100%为最高）*50%，赔率=过去三年加权（由远及近，10%，30%，60%权重）股息率排名分位数（100%为最高），最终综合打分=胜率评分*50%+赔率评分*50%。

最终选取综合评分在前50（由于有重复的A-H标的，顺延5个，最终一共55个标的的）个股作为2026年的A-H红利标的组合。具体个股名单和对应的数据、得分如下图所示。

图表26：2026年A-H红利股50标的组合名单（由于有重复的标的，顺延5个，一共55个标的）

| 代码 | 简称 | 所属行业 | 行业基础胜率打分 | 预测ROE | 预测ROE排名分位数 % | 过去三年股息率加权值 % | 过去三年股息率均值排名分位数 % | 最终打分 | 排名 |
|-----------|----------|---------|----------|-------|--------------|--------------|------------------|------|----|
| 6963.HK | 阳光保险 | 保险 II | 99 | | | 5.85 | 92 | 96 | 1 |
| 1378.HK | 中国宏桥 | 工业金属 | 96 | | | 5.37 | 88 | 92 | 2 |
| 1336.HK | 新华保险 | 保险 II | 99 | 31 | 99 | 5.02 | 85 | 92 | 3 |
| 603565.SH | 中谷物流 | 航运港口 | 75 | 18 | 87 | 8.65 | 99 | 90 | 4 |
| 000651.SZ | 格力电器 | 白色家电 | 66 | 22 | 95 | 6.67 | 96 | 88 | 5 |
| 0316.HK | 东方海外国际 | 航运港口 | 75 | | | 16.95 | 100 | 87 | 6 |
| 2318.HK | 中国平安 | 保险 II | 99 | 15 | 79 | 5.08 | 85 | 87 | 7 |
| 1308.HK | 海丰国际 | 航运港口 | 75 | | | 9.99 | 99 | 87 | 8 |
| 0762.HK | 中国联通 | 通信服务 | 83 | | | 5.54 | 90 | 86 | 9 |
| 1919.HK | 中远海控 | 航运港口 | 75 | 12 | 68 | 14.06 | 100 | 85 | 10 |
| 601919.SH | 中远海控 | 航运港口 | 75 | 12 | 68 | 11.11 | 100 | 85 | 11 |
| 2328.HK | 中国财险 | 保险 II | 99 | | | 4.04 | 68 | 83 | 12 |
| 0883.HK | 中国海洋石油 | 油气开采 II | | 16 | 84 | 7.93 | 98 | 83 | 13 |
| 601168.SH | 西部矿业 | 工业金属 | 96 | 21 | 93 | 4.09 | 70 | 82 | 14 |
| 0551.HK | 裕元集团 | 纺织制造 | 66 | | | 7.71 | 98 | 82 | 15 |
| 601225.SH | 陕西煤业 | 煤炭开采 | 47 | 18 | 87 | 6.53 | 96 | 81 | 16 |
| 0941.HK | 中国移动 | 通信服务 | 83 | 10 | 53 | 6.31 | 94 | 81 | 17 |
| 601318.SH | 中国平安 | 保险 II | 99 | 15 | 79 | 4.22 | 73 | 81 | 18 |
| 2601.HK | 中国太保 | 保险 II | 99 | 16 | 84 | 4.06 | 69 | 80 | 19 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 白酒 II | 67 | 23 | 96 | 4.60 | 79 | 80 | 20 |
| 603195.SH | 公牛集团 | 家居用品 | 49 | 24 | 97 | 5.20 | 86 | 80 | 21 |
| 002572.SZ | 索菲亚 | 家居用品 | 49 | 14 | 76 | 6.59 | 96 | 79 | 22 |
| 000933.SZ | 神火股份 | 工业金属 | 96 | 21 | 93 | 3.76 | 64 | 79 | 23 |
| 1339.HK | 中国人民保险集团 | 保险 II | 99 | 18 | 87 | 3.83 | 65 | 79 | 24 |
| 0168.HK | 青岛啤酒股份 | 非白酒 | 79 | 15 | 81 | 4.47 | 77 | 78 | 25 |
| 6186.HK | 中国飞鹤 | 饮料乳品 | 59 | | | 7.05 | 98 | 78 | 26 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 白酒 II | 67 | 19 | 90 | 4.52 | 78 | 78 | 27 |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 食品加工 | 37 | 23 | 96 | 5.47 | 89 | 78 | 28 |
| 1171.HK | 兖矿能源 | 煤炭开采 | 47 | 12 | 65 | 13.87 | 100 | 78 | 29 |
| 600188.SH | 兖矿能源 | 煤炭开采 | 47 | 12 | 65 | 8.84 | 99 | 77 | 30 |
| 0836.HK | 华消电力 | 电力 | 58 | | | 6.60 | 96 | 77 | 31 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 白色家电 | 66 | 19 | 91 | 4.34 | 75 | 77 | 32 |
| 1088.HK | 中国神华 | 煤炭开采 | 47 | 12 | 64 | 7.10 | 98 | 77 | 33 |
| 000921.SZ | 海信家电 | 白色家电 | 66 | 20 | 92 | 4.28 | 74 | 76 | 34 |
| 1138.HK | 中远海能 | 航运港口 | 75 | 11 | 61 | 5.02 | 85 | 76 | 35 |
| 601336.SH | 新华保险 | 保险 II | 99 | 31 | 99 | 3.04 | 52 | 76 | 36 |
| 2628.HK | 中国人寿 | 保险 II | 99 | 27 | 97 | 3.05 | 53 | 75 | 37 |
| 2380.HK | 中国电力 | 电力 | 58 | | | 6.09 | 93 | 75 | 38 |
| 601838.SH | 成都银行 | 城商行 II | 39 | 16 | 83 | 5.57 | 90 | 75 | 39 |
| 1258.HK | 中国有色矿业 | 工业金属 | 96 | | | 3.13 | 54 | 75 | 40 |
| 1908.HK | 建发国际集团 | 房地产开发 | | | | 8.37 | 99 | 74 | 41 |
| 000913.SZ | 钱江摩托 | 摩托车及其他 | 86 | 14 | 78 | 3.89 | 66 | 74 | 42 |
| 601088.SH | 中国神华 | 煤炭开采 | 47 | 12 | 64 | 5.72 | 91 | 73 | 43 |
| 603816.SH | 顾家家居 | 家居用品 | 49 | 18 | 88 | 4.52 | 78 | 73 | 44 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 饮料乳品 | 59 | 19 | 92 | 4.14 | 71 | 73 | 45 |
| 301004.SZ | 嘉益股份 | 家居用品 | 49 | 28 | 98 | 4.20 | 72 | 73 | 46 |
| 920599.BJ | 同力股份 | 工程机械 | 69 | 24 | 97 | 3.67 | 63 | 73 | 47 |
| 600803.SH | 新奥股份 | 燃气 II | 42 | 19 | 91 | 4.54 | 78 | 73 | 48 |
| 600863.SH | 内蒙华电 | 电力 | 58 | 13 | 73 | 4.65 | 80 | 72 | 49 |
| 600919.SH | 江苏银行 | 城商行 II | 39 | 14 | 77 | 5.17 | 86 | 72 | 50 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 纺织制造 | 66 | 15 | 80 | 4.11 | 71 | 72 | 51 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 白酒 II | 67 | 35 | 100 | 3.51 | 61 | 72 | 51 |
| 605599.SH | 菜百股份 | 饰品 | 36 | 18 | 89 | 4.80 | 81 | 72 | 53 |
| 0857.HK | 中国石油股份 | 炼化及贸易 | 43 | 10 | 49 | 6.96 | 97 | 72 | 54 |
| 0123.HK | 越秀地产 | 房地产开发 | | | | 6.09 | 93 | 72 | 55 |

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

基本面假设证伪：文中对于红利策略表现的判断以及子行业筛选都是基于未来基本面的推演，如果基本面的运行不及预期，假设被证伪，那么可能本文的结论也会被推翻。

测算误差：文中有关股息率的处理方式以及赔率和胜率的打分可能存在一定的测算误差。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究