

底仓再审视（二） 如何做到攻守兼备配底仓

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

- **布局底仓与灵活进攻一样重要。**过去 15 年的历史轮动告诉我们：无论极端左侧抄底还是右侧追涨，长期收益都低且回撤极深，关键在于择时误判和换仓冲击。而一篮子 **“高分红 × 低波动”** 的红利资产，却能在收益与回撤之间保持明显优势，为组合提供天然的“减震垫”。用稳定现金流和低 β 先把波动压住，再用剩余仓位去捕捉景气错配，组合才能穿越牛熊而不被极端行情击穿。
- **在红利池里放大收益：高息≠高收益，双筛才靠谱。**底仓确定后，问题变成：如何在泛红利资产里放大收益。实践证明，单凭“高股息”表观指标筛选往往买到外表光鲜、内里不确定性的公司——收益提升有限，波动却更大。只有再叠加 **低波、盈利质量或机构持仓**等第二道过滤，才能真正剔除伪高息、重仓漂移和高杠杆等隐患，继续放大泛红利资产的收益。
- **红利底仓之上，把握产业周期从左侧到右侧带来的系统性超额机遇。**在此底仓之上，超额主要来自产业反内卷的错位行情：先是主题催化带来估值脉冲，随后回撤消化，最终由盈利修复驱动主升。选赛道时，优先关注“利润受压但现金流仍稳”的企业——利润只是面子，现金流才是里子。目前水泥、有机硅、磷化工已经落入这一优选区间；相对地，光伏链条仍处“利润、现金流双亏”，需等待需求回暖。结合供需两端，再筛出焦炭、工程机械、风电、白电及零部件、医药商业、大众品，外加半导体、燃气等“供给收缩 + 需求向上”等赛道。整体配置思路，初期先建观察仓，盈利拐点前瞻指标确认后加仓，并以盈利再度走弱或毛利倒挂作退出信号，形成“左手防守、右手进攻”的动态平衡。
- **风险提示：**宏观不确定性；盈利波动风险；产业政策变动风险；数据与模型局限性

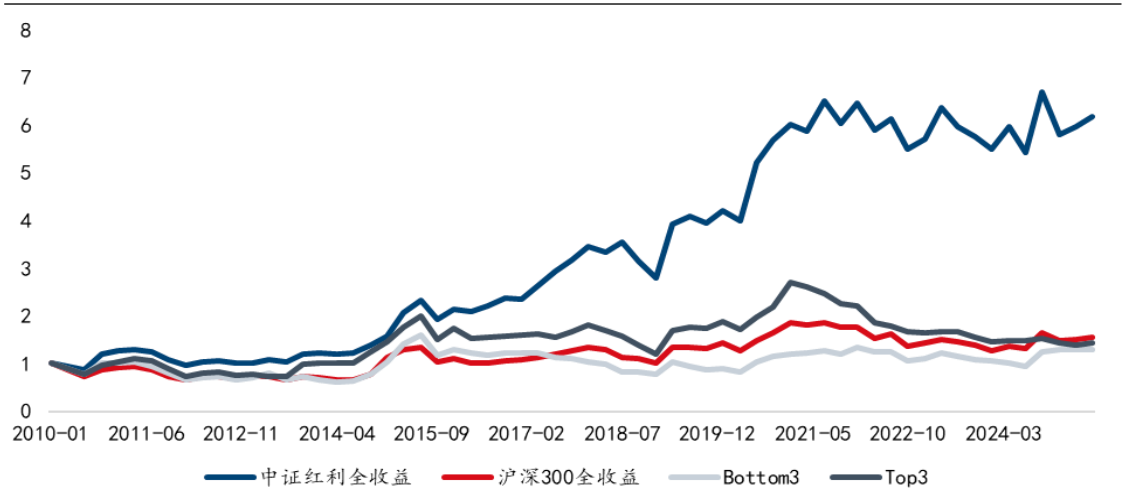
- [01] 底仓配置必要性：“纯左侧”与“纯右侧”不可取
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利低波增强的潜在打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

“纯左侧”与“纯右侧”不完全可取

在行业轮动中枢提升的市况里，绝对收益资金的第一原则应当是把长期托底的核心仓位筑好，再去讨论进攻仓位。我们把申万一级 31 个行业做了 15 年的季度轮动实验：无论极端左侧抄底，还是极端右侧追涨，最终都只拿到 个位数 的年化回报，却要承担 腰斩级 的回撤风险。相对之下，以“高分红 × 低波动”为特征的红利组合，既能稳定提供两位数的年化收益，又把回撤压在可承受的区间。

因此，与其冒择时失误和流动性冲击的潜在风险，不如在底仓配置中增加“高分红 + 低 β ”敞口，让持续现金流和低波动给组合提供安全垫；待真正出现基本面驱动的机遇时，加仓景气行业，实现攻守兼备、波动可控的配置效果。

图：轮动策略 vs. 红利与沪深300 —— 累计净值曲线（2010Q2 - 2024Q4）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

表：收益-风险指标总览 —— 右侧 Top3、左侧 Bottom3、沪深300 与中证红利

策略	年化收益率	总收益	夏普率	最大回撤	卡玛比率	备注
Bottom3	1.67%	129.2%	1.49	-51.55%	0.03	季度取后3行业、次季持有
Top3	2.34%	143.1%	1.67	-48.63%	0.05	季度取前3行业、次季持有
沪深300全收益	2.87%	155.0%	1.84	-34.44%	0.08	ETF 可复制
中证红利全收益	12.47%	618.2%	4.89	-24.46%	0.51	基准

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

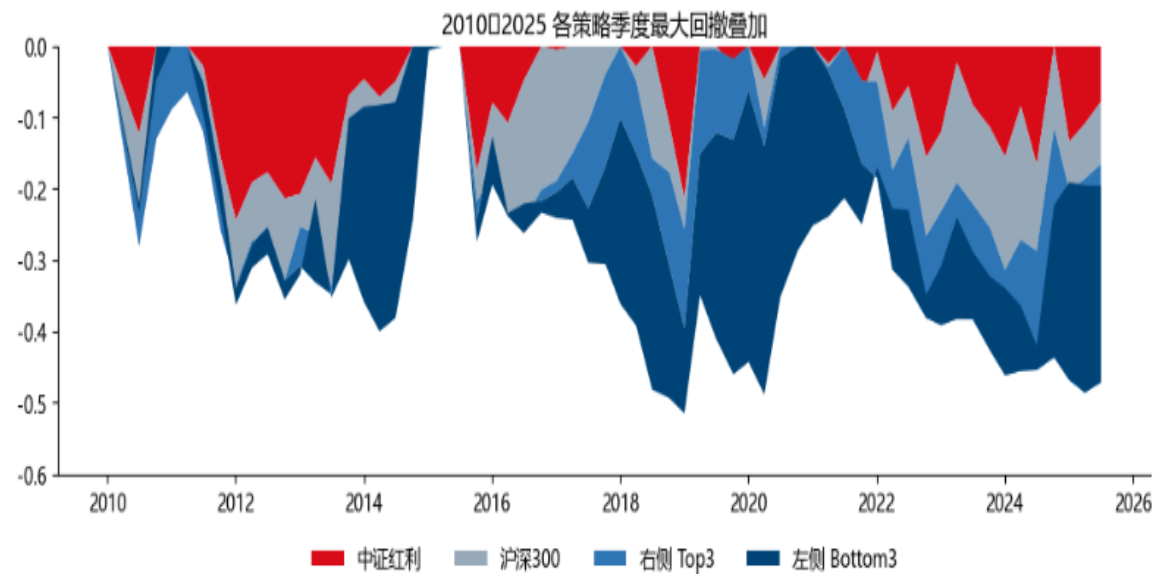
红利资产凸显“底仓”价值：轮动策略极端回撤与滚动 Sharpe 对比



在确定 红利资产是收益-回撤最优的核心底仓后，我们继续从压力测试的角度检验各类策略的性价比。历史多轮深调表明：红利指数的跌幅始终被锁在一个明显更浅的区间，天然充当组合的止损垫；沪深 300 作为中性 β ，回撤略深；而动量、反转一遇系统性回落就会大幅下探，盈亏同源、容错较低。再看 3 年滚动 Sharpe——红利曲线常年稳在正区间，并在上一轮大震荡中仍能保持相对高位；沪深 300 则随景气起落上下摇摆；动量 / 反转虽然牛市时瞬间冲高，但一旦趋势反转便掉进负值区间。

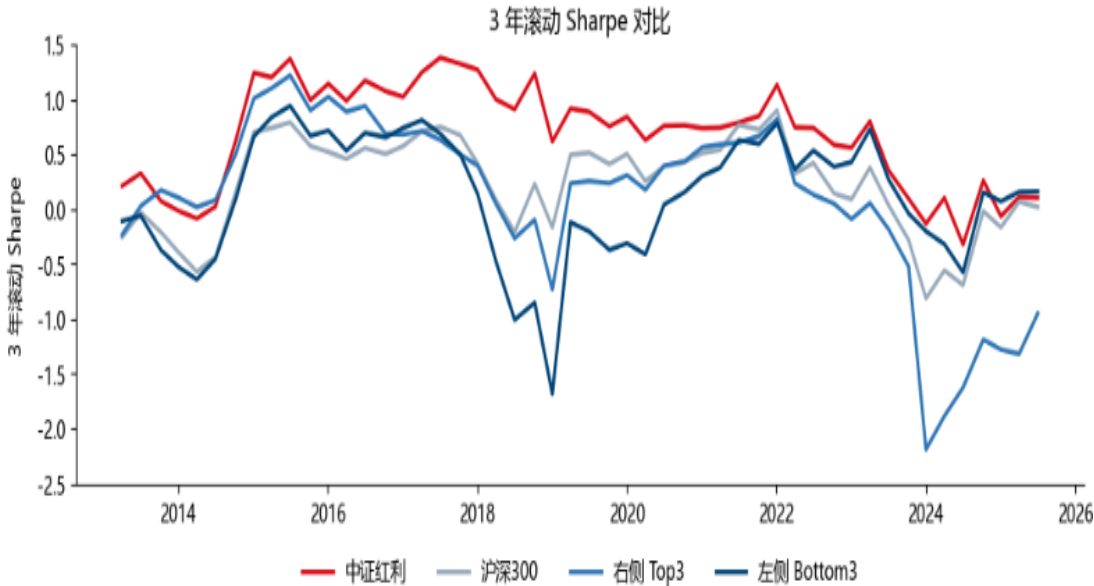
红利以更低尾部风险守住本金，同时凭借长期稳健的 Sharpe 曲线提供持续 β ，是相对优质的底仓选择。

图：三类策略季度回撤叠加



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：三年滚动 Sharpe 率对比 & 中证红利指数点位



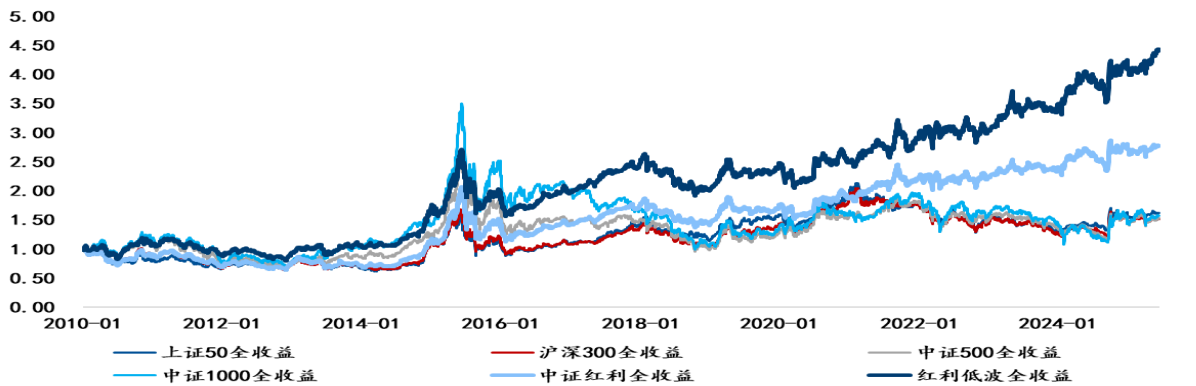
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

红利资产长期视角下不需要择时



红利资产之所以能成为“长期托底”的首选，是因为它天生带着一种“低买高卖”的自我纠偏：当成份股的股息率和估值优势削弱，就会在下一轮调仓中被自动替换；多数宽基或主题指数却往往反向操作，追涨杀跌。结果是，红利低波在任何市况下都能把回撤控制在相对浅的区间，同时保持始终为正、且明显高于大盘的风险-收益效率——即便经历急跌反弹再到弱势震荡的极端行情，它的“每承担一分波动就稳定赚一分收益”的能力依旧稳固。换句话说，红利低波不仅抗回撤，还能真正做到长期持有、无需择时。

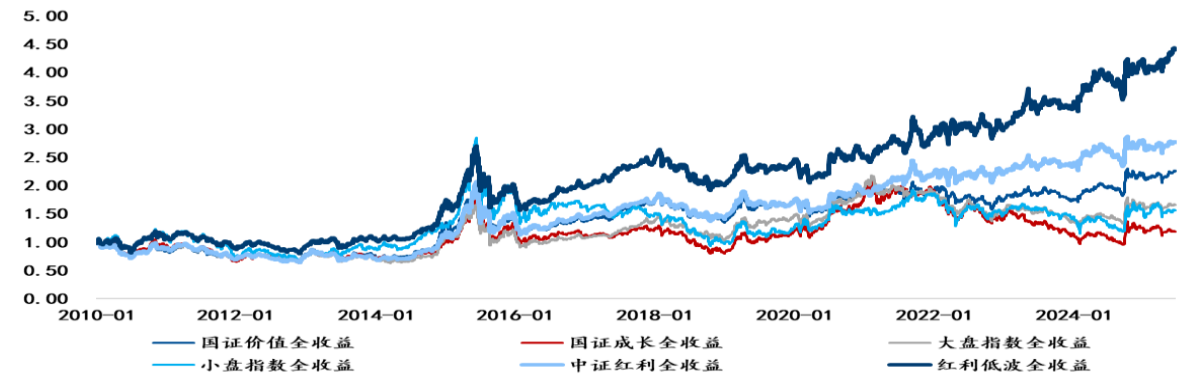
图：红利资产与规模宽基对比



		上证50全收益	沪深300全收益	中证500全收益	中证1000全收益	中证红利全收益	红利低波全收益
年化收益	2010年至今	3.14	2.73	2.86	3.06	6.95	10.36
	2019年至今	5.58	6.60	7.05	6.58	11.09	13.32
	2022年至今	-2.69	-4.59	-5.32	-6.46	6.89	13.45
最大回撤	2010年至今	-43.80	-46.06	-64.14	-71.79	-45.66	-42.49
	2019年至今	-40.54	-41.56	-39.63	-45.58	-20.53	-19.66
	2022年至今	-28.12	-32.19	-37.27	-45.09	-14.53	-13.54
夏普比率	2010年至今	0.18	0.16	0.18	0.20	0.37	0.54
	2019年至今	0.31	0.36	0.36	0.33	0.63	0.76
	2022年至今	-0.16	-0.25	-0.21	-0.19	0.40	0.79
Calmar比率	2010年至今	0.07	0.06	0.04	0.04	0.15	0.24
	2019年至今	0.14	0.16	0.18	0.14	0.54	0.68
	2022年至今	-0.09	-0.14	-0.14	-0.14	0.47	0.99

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：红利资产与风格宽基对比



		国证价值全收益	国证成长全收益	大盘指数全收益	小盘指数全收益	中证红利全收益	红利低波全收益
年化收益	2010年至今	5.51	1.08	3.35	3.04	6.95	10.36
	2019年至今	8.46	6.37	7.72	7.82	11.09	13.32
	2022年至今	4.88	-13.33	-3.81	-5.12	6.89	13.45
最大回撤	2010年至今	-42.99	-54.56	-45.43	-67.19	-45.66	-42.49
	2019年至今	-24.47	-54.52	-40.10	-40.17	-20.53	-19.66
	2022年至今	-21.27	-49.46	-30.60	-38.37	-14.53	-13.54
夏普比率	2010年至今	0.30	0.10	0.19	0.19	0.37	0.54
	2019年至今	0.48	0.33	0.42	0.39	0.63	0.76
	2022年至今	0.28	-0.55	-0.21	-0.18	0.40	0.79
Calmar比率	2010年至今	0.13	0.02	0.07	0.05	0.15	0.24
	2019年至今	0.35	0.12	0.19	0.19	0.54	0.68
	2022年至今	0.23	-0.27	-0.12	-0.13	0.47	0.99

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

红利资产长期视角下胜率赔率更稳健



从任意时点买入并持有来看，红利资产无论在 1 年、2 年还是拉长到 3 - 5 年的持有窗口，取得正收益的概率都稳居同类策略之首：短期内就能超过大多数宽基与风格指数，中期更是把胜率推高到“十有七八能赚钱”的区间。进一步把红利组合叠加低波筛选后，这种优势依旧放大：短周期胜率再上一个台阶，中长期的收益中位数也抬升到同类策略难以企及的水平。

简而言之，以红利低波或质量低波作为底仓，再辅以适度股息率单因子筛选的红利ETF，既能在 1 - 2 年窗口凸显胜率与收益双重优势，又能在 3 - 5 年维度继续放大复利效果，同时保持回撤受控。

图：任意时点持有并观察胜率赔率，红利低波&质量低波优势显著

任意时间点建仓持有正 收益概率(%)	中证红利	红利低波	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000	质量低波	国证价值	国证成长	大盘指数	小盘指数
1年	59.5%	70.2%	47.7%	56.7%	44.8%	48.0%	55.4%	54.3%	62.5%	54.4%	51.6%	47.1%	53.5%
2年	62.4%	73.8%	43.5%	50.8%	53.5%	49.3%	47.1%	48.1%	63.2%	57.4%	45.2%	51.6%	50.0%
3年	68.9%	72.5%	50.9%	58.8%	54.2%	57.0%	50.6%	48.1%	74.1%	57.7%	54.0%	59.3%	51.0%
5年	85.0%	92.4%	69.9%	89.8%	64.7%	71.3%	80.2%	63.7%	97.7%	76.5%	79.6%	76.9%	69.9%

任意时间点建仓持有累 计收益率中位数(%)	中证红利	红利低波	上证指数	万得全A	上证50	沪深300	中证500	中证1000	质量低波	国证价值	国证成长	大盘指数	小盘指数
1年	2.8	6.0	-1.1	2.8	-2.6	-0.9	2.5	3.3	8.3	1.6	0.7	-1.7	3.3
2年	6.5	10.7	-4.7	0.5	1.9	-0.5	-2.1	-2.2	10.1	3.7	-4.1	1.3	0.0
3年	10.7	16.3	0.9	10.2	5.9	10.0	0.6	-1.7	25.3	3.8	5.7	13.4	1.0
5年	26.6	33.6	12.1	33.0	15.2	16.7	16.3	16.3	60.0	21.0	22.3	19.7	22.8

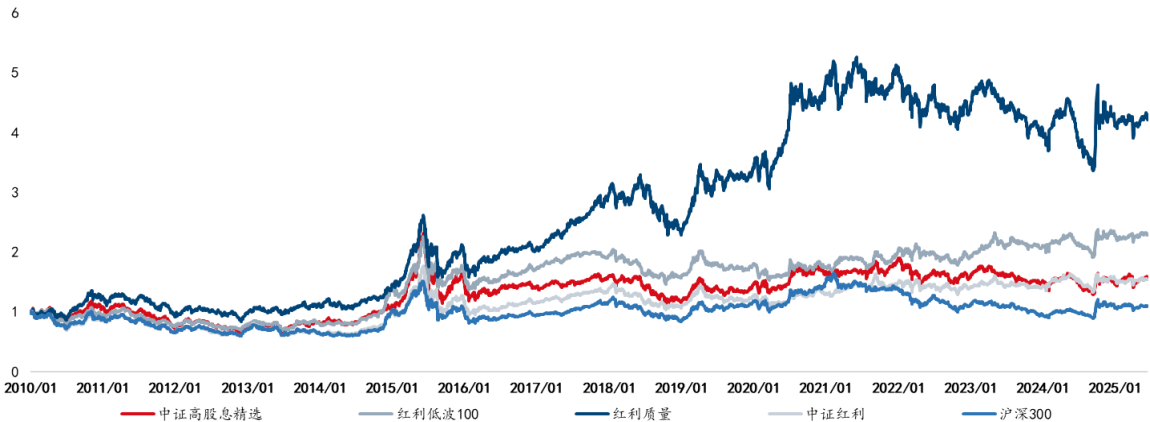
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 底仓配置必要性：“纯左侧”与“纯右侧”不可取
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利低波增强的潜在打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

纯股息因子不完全可取

在确定红利资产已经是底仓配置核心后，接下来的关键是把红利池再精炼出 α 。如果只按“高股息”挑股票往往买到外表高息、实则高波动的标的——收益抬不动、回撤又大；而在同一红利池里再加一道低波或盈利质量筛选，收益立刻抬高，波动与回撤明显收缩，整体性价比更高。更重要的是，统计回归也证明，单纯股息率对未来收益的解释力极弱——纯股息因子只是第一道筛选门槛，真正想做到红利增强，就必须靠低波、质量或机构浓度做“二次精炼”，规避伪高息、风格漂移和高杠杆雷区。

图：四大红利指数收益曲线对比

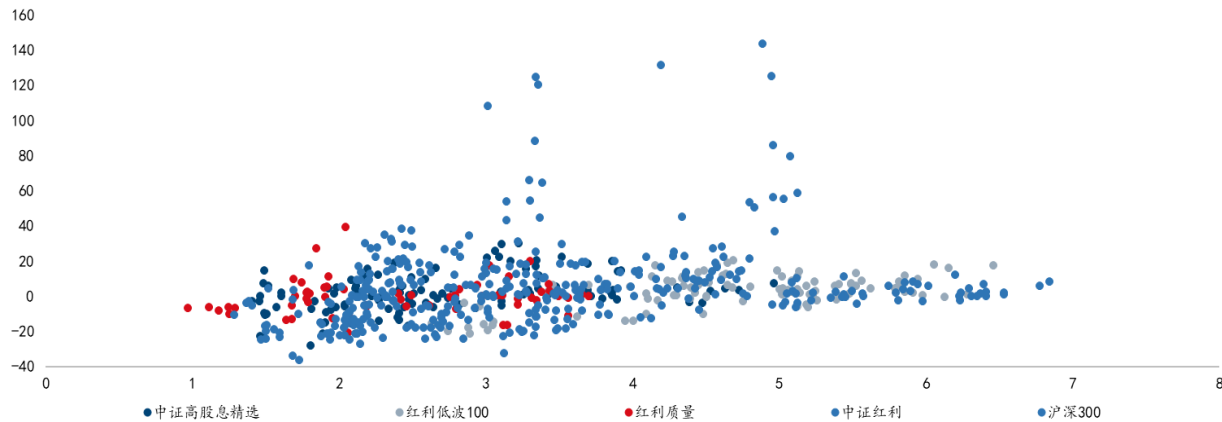


	中证高股息精选	红利低波100	红利质量	中证红利	沪深300
年化收益率	2.95	5.62	9.98	2.83	0.54
年化波动率	23.29	24.42	26.42	25.58	24.86
最大回撤	-51.96	-39.73	-39.62	-46.51	-46.70
卡玛比率	0.06	0.14	0.25	0.06	0.01
夏普比率	0.18	0.31	0.49	0.17	0.06
胜率(对沪深300)	0.54	0.52	0.53	0.52	-
绝对胜率	0.53	0.52	0.52	0.52	0.51

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：数据截至2025年6月中

图：股息率 vs 随后12个月收益（2010-2025 月度截面）：高息≠高回报



	中证高股息精选	红利低波100	红利质量	中证红利	沪深300
平均后12月收益	1.72	2.65	-0.80	6.13	4.07
相关系数 ρ	0.39	0.55	0.13	0.25	0.51
斜率 β	5.03	5.72	1.65	5.54	23.42
截距 α	-11.84	-24.24	-4.80	-17.65	-53.21
R^2	0.15	0.30	0.02	0.06	0.26
斜率标准误SE	1.16	0.89	1.67	1.56	2.95
t值 (β / SE)	4.33	6.46	0.99	3.54	7.95
P值(双尾)	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00
回归SEE	10.36	7.79	10.03	23.00	20.98

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

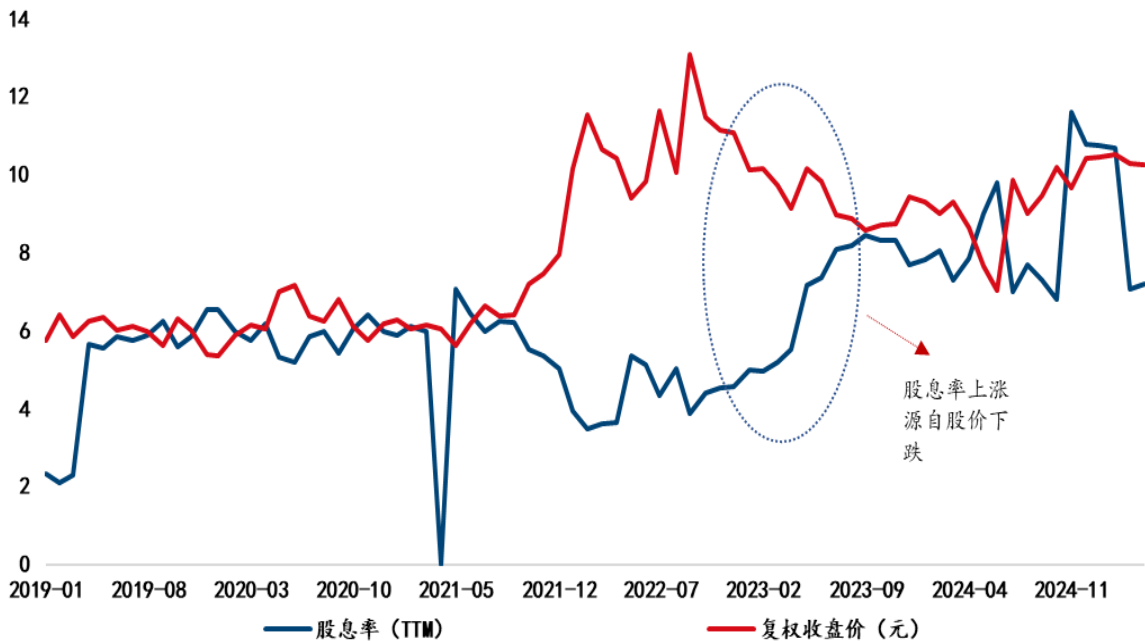
注：数据截至2025年6月中

股息率单因子陷阱案例（一）-某工业公司



这家工业公司看似“高股息”，其实全靠一次性收益硬撑：近几年盈利的大头来自资产处置和补贴，经营现金流却长期为负，分红金额早已超出可支配现金。结果就是一股息率冲高的同时，股价已明显回落，高息不过是“跌出来”的数字假象。真正可持续的红利，需要尽可能同时满足三条红线：① 分红来源于稳定的主营现金流；② 非经常性损益仅占净利小头；③ 现金流能够完全覆盖分红。踩破上述其一，应该重新对公司的三表质量进行审视，避免落入“股息可见、亏损隐形”的陷阱。

图：股息率与股价（2019-2024）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

图：估值与分红速览表（2019-2024E）

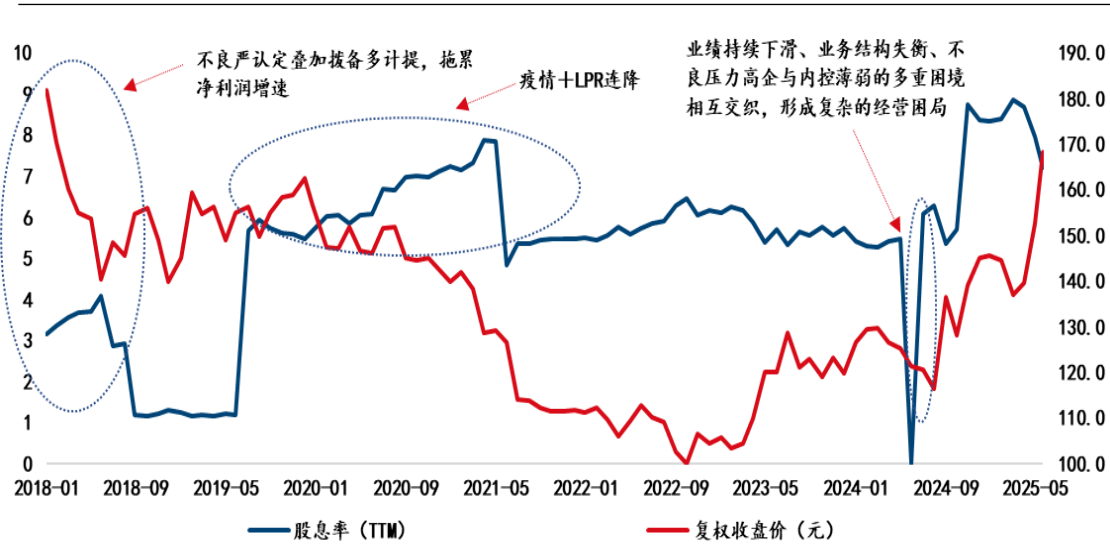
年度	股息率	每股自由 现金流 (元)	现金分 红/股	现金分红总 额 (亿元)	归母净利 (亿元)	非经常性 损益	现金分红 / 归 母净利	非经常性损益 / 归母净利	现金分红 / 扣非归母净利
2019	5.56	-2.18	0.50	14.18	47.79	5.35	30%	11%	33%
2020	6.03	-2.40	0.50	14.32	56.65	7.23	25%	13%	29%
2021	5.51	-6.96	0.60	18.04	50.74	18.33	36%	36%	56%
2022	4.40	-0.03	0.80	24.04	62.90	25.76	38%	41%	65%
2023	8.31	14.86	0.70	21.03	151.27	106.97	14%	71%	47%
2024	6.78	-2.45	0.70	20.63	27.41	10.41	75%	38%	121%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

这家金融机构的“高股息”并非盈利提升，而是股价下跌后的产物。三次股息率跳升都发生在利润走弱、估值下降阶段，分红金额节节缩，ROE也一路滑落。换言之，所谓高息不过是价格贴现的副产物。要避免这种“假高息”陷阱，必须同时设定基本盈利（ROE）、估值（PB）和息差 / 盈利趋势三道闸门，确保分红来自可持续现金流，而非透支未来。

图：“高息陷阱”三阶段：股价下跌与股息率飙升的同步轨迹（2018-2025）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

图：关键财务与估值指标年度对比（2018-2024E）

报告期	每股现金 分红 (元)	年末股息 率 (%)	加权 ROE (%)	净息差 (bp)	归母净利润 (亿元)	不良贷款 率 (%)	资本充足 率 (%)	市净率 (LF)
2018	0.35	1.31	12.94	1.73	522.55	1.76	11.75	0.62
2019	0.37	5.47	12.40	2.11	531.71	1.56	13.17	0.63
2020	0.21	7.12	6.81	2.14	456.19	1.82	13.04	0.49
2021	0.21	5.46	6.59	1.91	324.67	1.79	13.64	0.35
2022	0.21	6.17	6.31	1.60	326.72	1.68	13.14	0.30
2023	0.22	5.72	6.10	1.46	350.68	1.48	13.14	0.31
2024	0.13	8.38	5.18	1.39	327.32	1.47	12.89	0.33

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

股息率单因子陷阱案例（三）-某交运公司

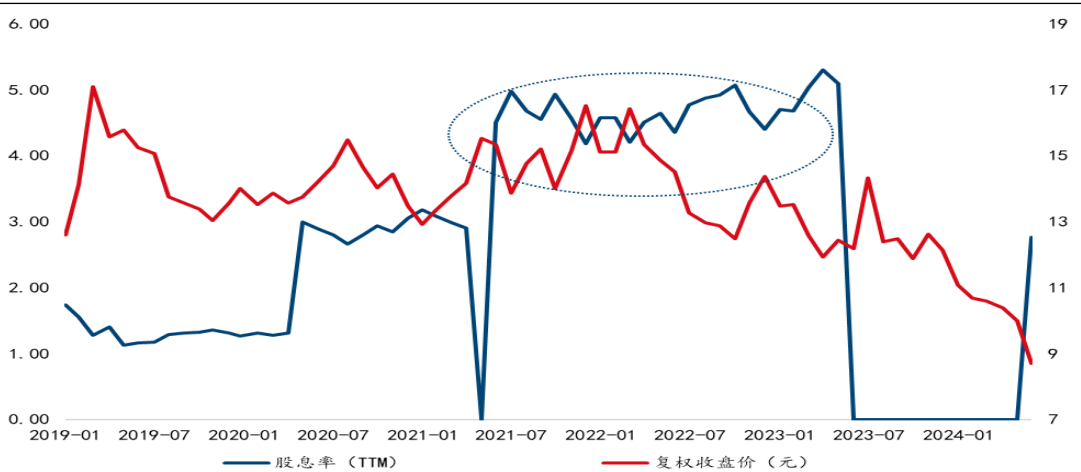
这家企业的股息率与景气周期同时触顶。2019-2021 年，行业运价指数抬升，股价却随后大幅回落，股息率看似抬高实则源于估值塌陷；同期盈利、自由现金流和 ROE 全线走弱。规避此类景气高点的高息陷阱，可考虑同时满足四条硬性过滤——① ROE 连续两个季度不下行；② 分红完全由经营现金流覆盖，派息率不超过扣非净利的 60%；③ 行业价格和库存未出现拐头；④ PB 仍处 0.8–1.5 倍且不低于自身五年 30 分位。

表：案例个股估值与分红速览表（2019-2024E）

年份	市净率 (LF)	归母净利润 (亿元)	每股自由现金流 (元)	派息率 (%)	ROE (%)
2019	1.21	2.90	0.09	0.29	7.21
2020	1.15	2.46	0.08	0.63	5.56
2021	1.35	3.08	0.30	0.81	4.89
2022	1.24	-1.70	0.52	1.83	-3.53
2023	1.02	1.73	0.23	0.00	3.87
2024	1.17	1.15	0.14	1.21	3.58

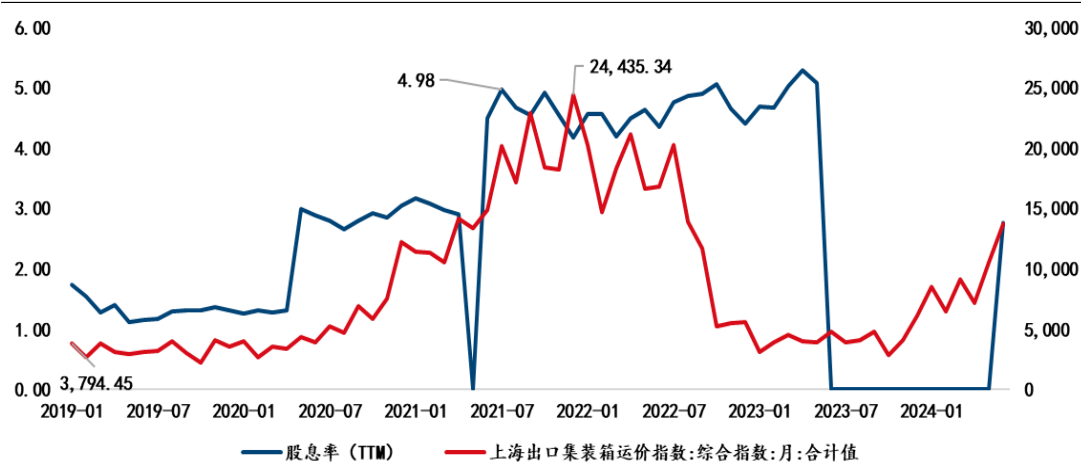
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

图：案例个股股息率与股价（2019-2024）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

图：案例个股股息率与 SCFI 运价指数同步冲顶（2019-2024）

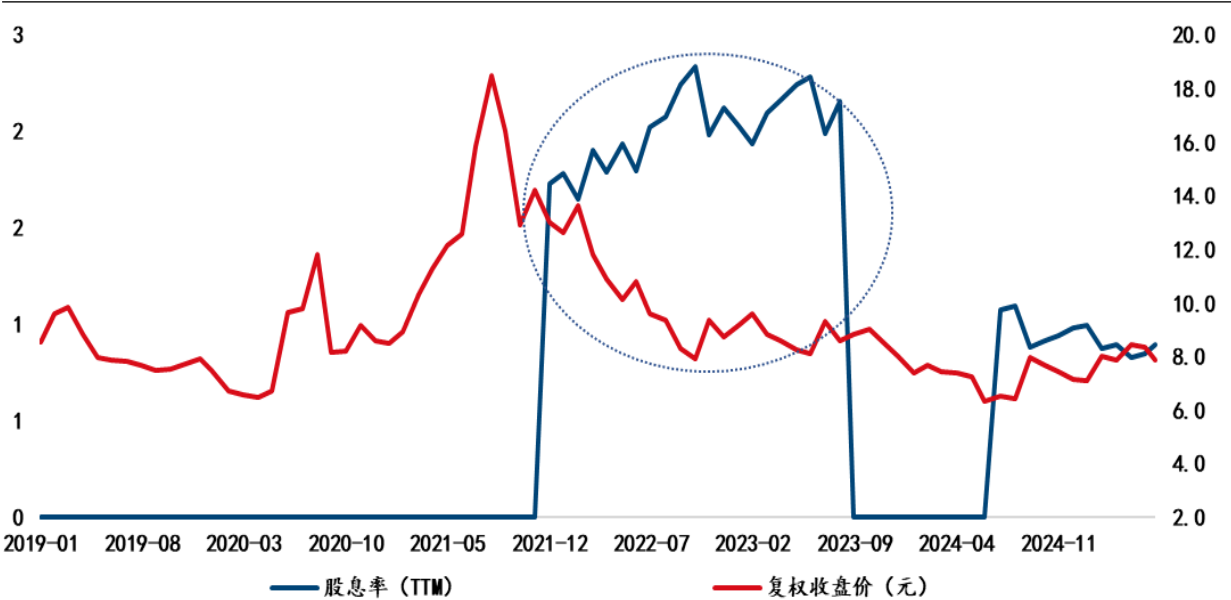


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

股息率单因子陷阱案例（四）- 某材料公司

这家公司表面“高股息”背后是并不理性的高杠杆。公司在盈利下滑甚至亏损时仍强派现金，派息额多次超过可支配现金流，只能动用借款与留存现金填补；结果估值被持续压缩，股息率升高不过是股价下跌的衍生数字。要避免此类“假高息”，必须先剔除资产负债率长期高于行业中枢、利息覆盖不足的企业，再要求经营现金流能够完全覆盖分红、派息率不超扣非净利 60%，并在净利转负仍分红或派息覆盖率破百时设立两年观察期随时调整而非一直持有，否则此类“高息”最终只会吞噬现金流与股价。

图：案例个股股息率与股价（2019-2024）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

图：案例个股估值与分红速览表（2019-2024）

年度	每股自由现金流 (元)	现金分红/ 股	现金分红总额 (亿 元)	归母净利 (亿 元)	资产负债 率	现金分红 / 归母 净利
2019	0.31	0.00	0.00	14.99	71.92	0%
2020	2.11	0.10	6.69	11.89	73.10	56%
2021	1.85	0.00	0.00	64.35	66.59	0%
2022	1.28	0.08	6.26	29.70	65.03	21%
2023	0.43	0.03	2.34	2.95	60.43	79%
2024	1.20	0.02	1.71	-0.83	58.59	-206%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为客观数据复盘需求，不涉及主观意见

- [01] 底仓配置必要性：“纯左侧”与“纯右侧”不可取
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利低波增强的潜在打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

红利“改进”指数的防御失效：质量 / 潜力指数在回撤中波动更大



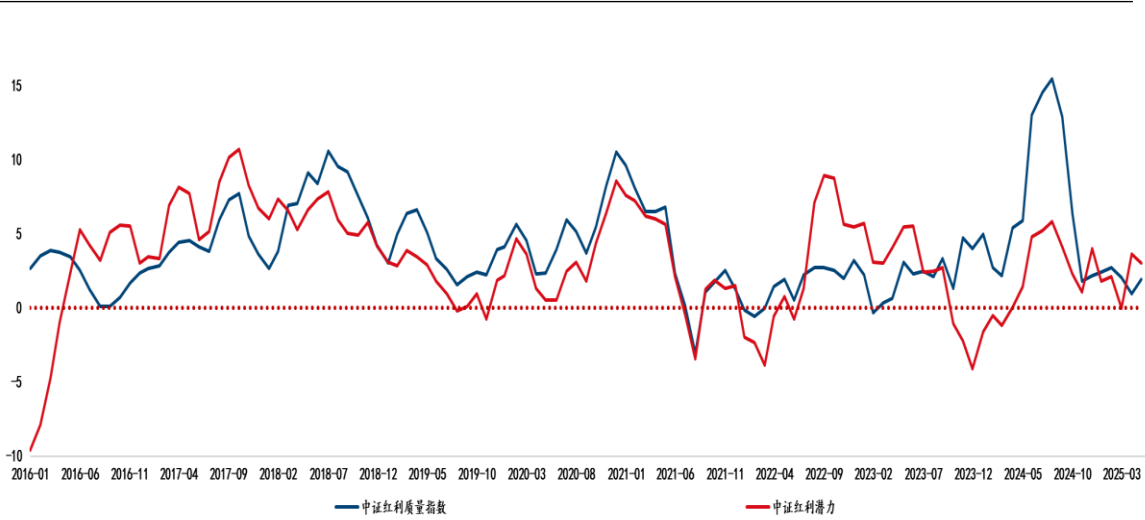
与中证红利相比，以“红利质量”与“红利潜力”为代表的改良指数不仅没实现低波防守，反而波动更大、回撤更深：它们在多数年份的波动率都高于基准，熊市 β 明显失控，单次下跌幅度也显著扩大；滚动 β 甚至在负值到数倍正值之间剧烈摆动，既放大急跌又经常错位补跌，根本原因是风格漂移与风险敞口失控。

图：两大指数关键风险指标对比（2016 - 2020 vs 2021 - 2025）

时间段	2016-2020	2021-2025
质量平均波动率	20.70	19.48
潜力平均波动率	19.96	18.38
质量平均剪刀差波动率	4.53	3.49
潜力平均剪刀差波动率	3.79	2.40
质量平均剪刀差大于0	100%	91%
潜力平均剪刀差大于0	90%	74%
质量最大回撤	-28.38	-26.70
潜力最大回撤	-33.66	-28.33
质量平均熊市 β	1.77	1.29
潜力平均熊市 β	1.75	14.75

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年6月中

图：两大指数滚动四月波动率剪刀差（基准：中证红利指数）（2016-2025）

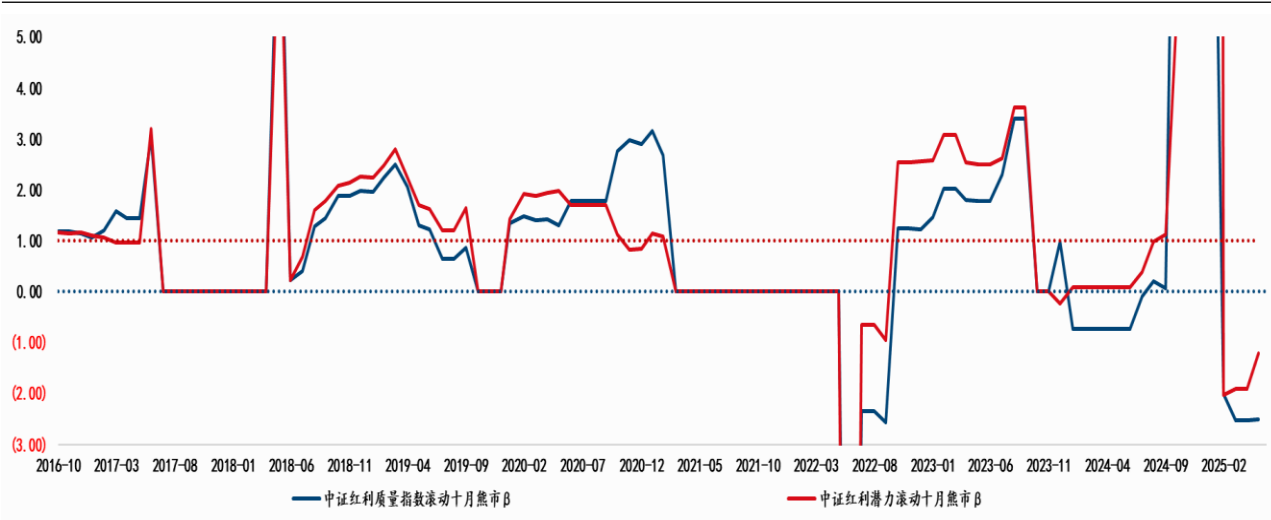


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：数据截至2025年6月中

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：两大指数滚动十月熊市 β （基准：中证红利指数）（2016-2025）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：数据截至2025年6月中

三大红利指数选股与权重规则对比

中证红利按三年股息率选100股，权重分散防御强；红利质量、潜力则叠加ROE、EPS成长因子，选50股，权重集中且频繁追高。

红利质量与潜力指数因估值（PB≥2.6）、集中度高，β偏高且频繁换仓追高，景气转弱时遭遇盈利与估值双杀，回撤明显高于中证红利（PB 0.79、β 0.71、权重分散）。

图：红利指数关键特征对比

组合特征	中证红利	红利质量	红利潜力	说明
权重集中度 (HHI)	0.18	0.15	0.20	HHI 越高 → 组合“押注”力度大
加权平均 PB (倍)	0.79	3.18	2.61	低 PB = 估值垫；质量/潜力更“贵”
β 对沪深 300	0.71	1.16	0.93	系统 β 决定整体波动
现金分红总额/归属母公司股东净利润 (2024年年度%)	59.78	53.40	60.32	质量指数优势：分红占比低
平均ROE 近 12 季 (百分点)	6.34	14.76	10.91	红利质量更看重ROE的挑选
ROE 近 12 季变化 (百分点)	-3.25	-10.04	-4.04	中证红利ROE下降最慢

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年6月中

图：红利指数选样方法对比

维度	中证红利 (000922.CSI)	红利质量 (931468.CSI)	红利潜力 (H30089.CSI)
样本规模	100 只	50 只	50 只
基日 / 基点	2004-12-31 / 1000	2004-12-31 / 1000	2005-12-30 / 1000
选样方法	按过去 3 年平均现金股息率由高到低排序，选前 100	对待选样本计算 6 个指标百分比排名（每股净利、每股未分配利润、盈利质量、毛利率、ROE 均值-σ、ROE 变化），简单平均为综合得分，取得分最高 50	计算每股收益、每股未分配利润、ROE 三项排名之和，综合排名前 50
权重方式 / 单票上限	股息率加权；单票 ≤ 10%，总市值 < 100 亿元者 ≤ 0.5%	综合得分标准化加权；单票 ≤ 10%，前 5 大合计 ≤ 40%	股息率调整后的自由流通市值加权；单票 ≤ 15%
定期调整频次	每年 12 月第二个星期五下一交易日	每半年（6 月、12 月）第二个星期五下一交易日	每年 12 月第二个星期五下一交易日
样本替换比例上限	≤ 20%（若因过去 1 年现金股息率 ≤ 0.5% 被剔除超 20% 可突破）	—（每次重新选定 50 只）	≤ 20%（若因分红 / 净利比 < 30% 被剔除超 20% 可突破）
单票临时调整	退市等按细则剔除	同左	同左

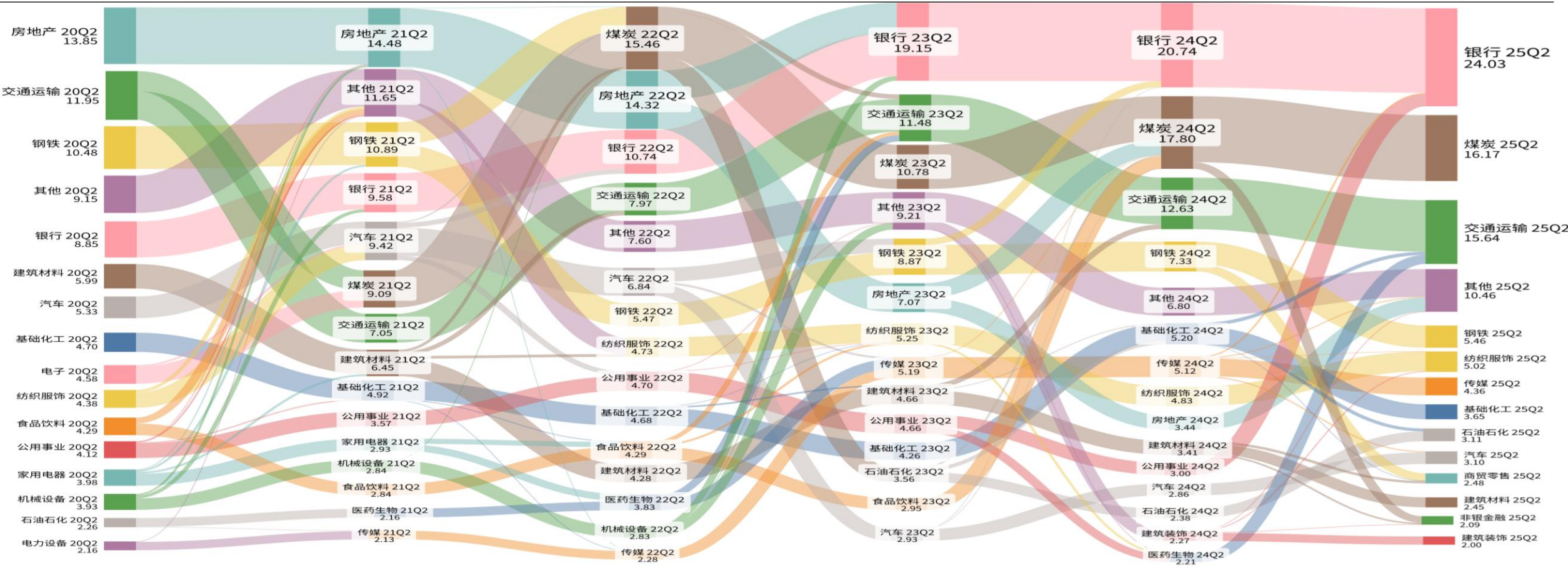
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年6月中

中证红利指数行业暴露与行业漂移对比（2020-Q2 → 2025-Q2）



从最近六期数据看，中证红利行业权重正从“相对均衡”快速走向“高度集中”：银行权重五年内从8.9%升至24.0%（叠加非银金融近26%），煤炭维持高位（16.2%），交通运输跃居第三大板块（15.6%）；医药、生消、地产等低 β 行业占比显著下滑，整体顺周期占比已高达56%，较2020年提高20个百分点。一旦利率上行压制金融估值或能源、运费见顶回落，指数回撤风险明显加大。可见，仅凭股息筛选而缺乏行业权重与低波约束，底仓易演变为“伪红利、真顺周期”。可见，仅凭“股息”筛选而不设行业上限与低波约束，容易把底仓被动演变成“伪红利、真顺周期”组合。

图：中证红利指数行业暴露对比

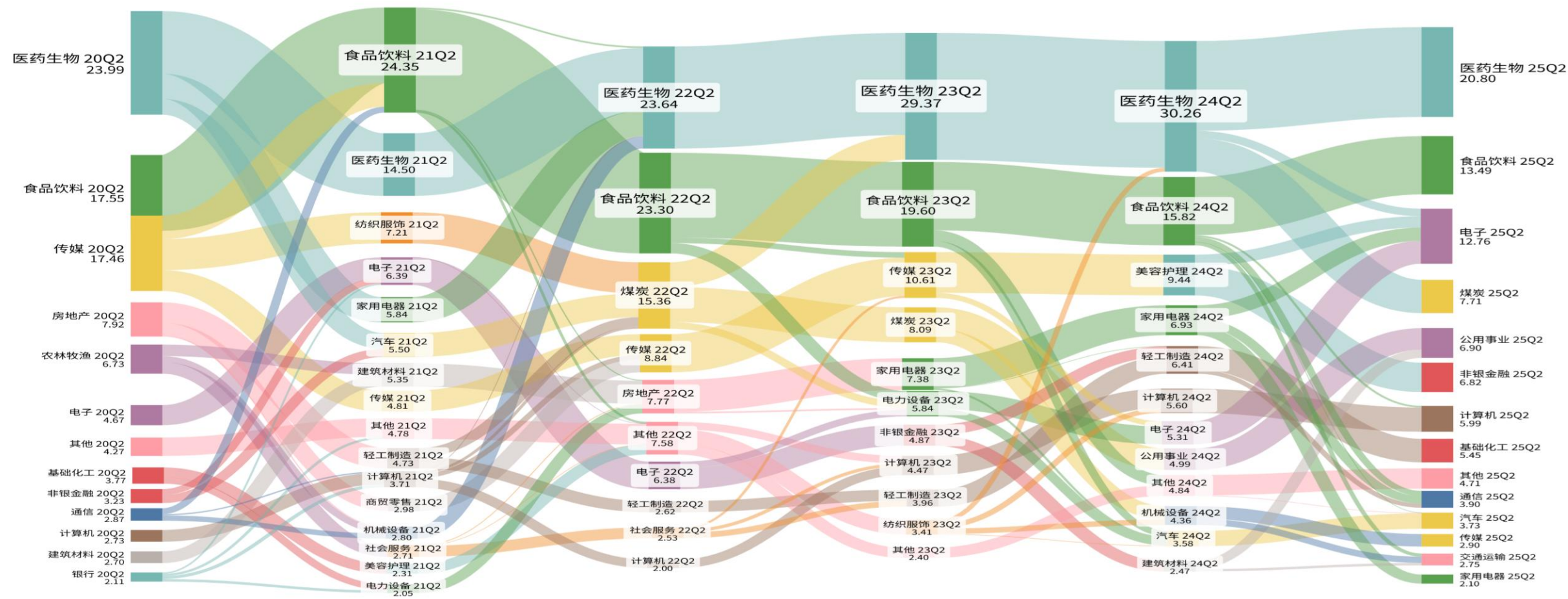


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

红利质量指数行业暴露与行业漂移对比（2020-Q2 → 2025-Q2）

从最新六期数据看，红利质量指数权重快速集中至医药和消费：医药生物权重一度超过30%，食品饮料、家用电器合计逼近60%。同时，煤炭、电子、非银金融、公用事业、基础化工等周期板块占比快速上升，传媒、地产则显著下降。指数的这种行业漂移导致一旦医药估值回调或资源价格走弱，回撤风险明显放大。仅凭“质量+高股息”而不设行业上限与低波约束，底仓会被动演变成“医药消费+资源顺周期”的高集中组合，难以在熊市里承担稳健防守功能。

图：红利质量指数行业暴露对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

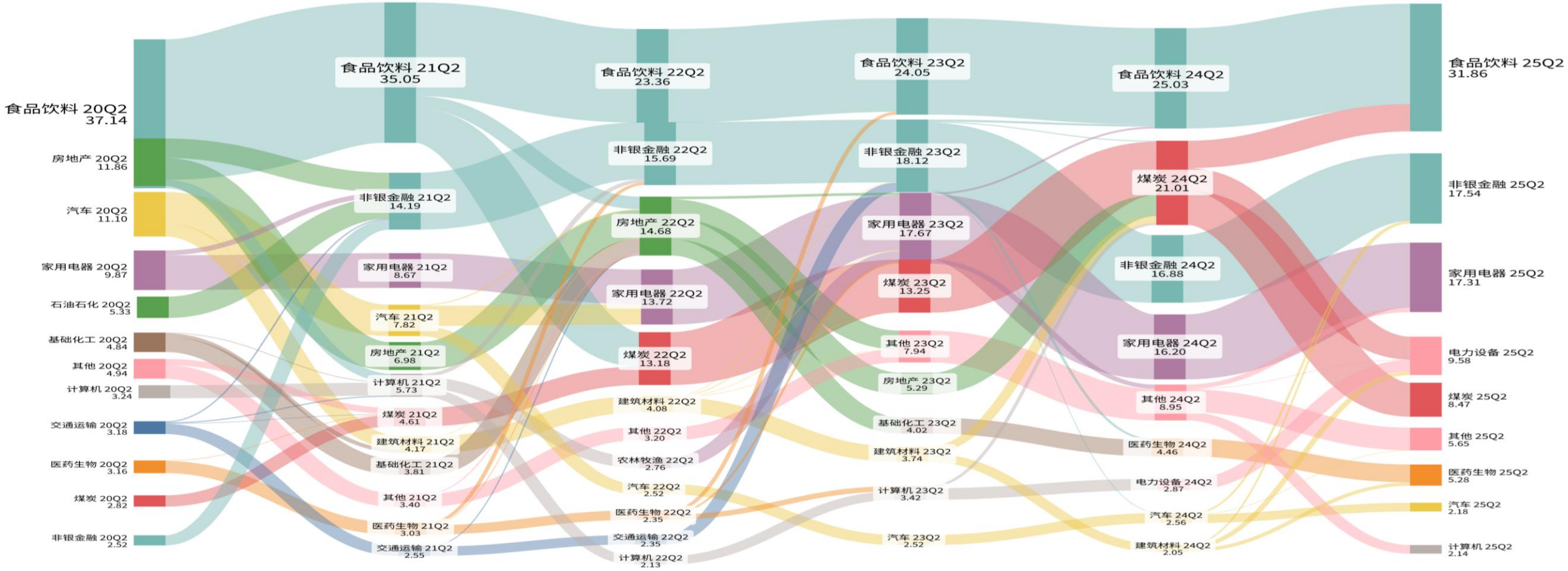
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

红利潜力指数行业暴露与行业漂移对比（2020-Q2 → 2025-Q2）



从最新六期数据看，红利潜力指数权重经历了明显的“消费—金融—资源”三轮漂移：食品饮料稳居第一大板块，占比长期高于30%；家电板块占比升至17%以上；非银金融与煤炭先后快速升至18%和21%的高位，房地产则由15%左右急降至1.4%，行业集中度不断提高且轮动剧烈。结果是“食品饮料+家电+非银金融+煤炭”四大高β板块在高峰时合计权重逼近70%，一旦消费估值压缩或能源、金融补跌，指数回撤将被显著放大；可见若不设行业上限与低波约束，“红利潜力”极易演变成“消费+高β金融/能源”重仓组合，难以担当稳健底仓。

图：红利潜力指数行业暴露对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 底仓配置必要性：“纯左侧”与“纯右侧”不可取
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利低波增强的潜在打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

潜在打开方式1：红利+定价权思路

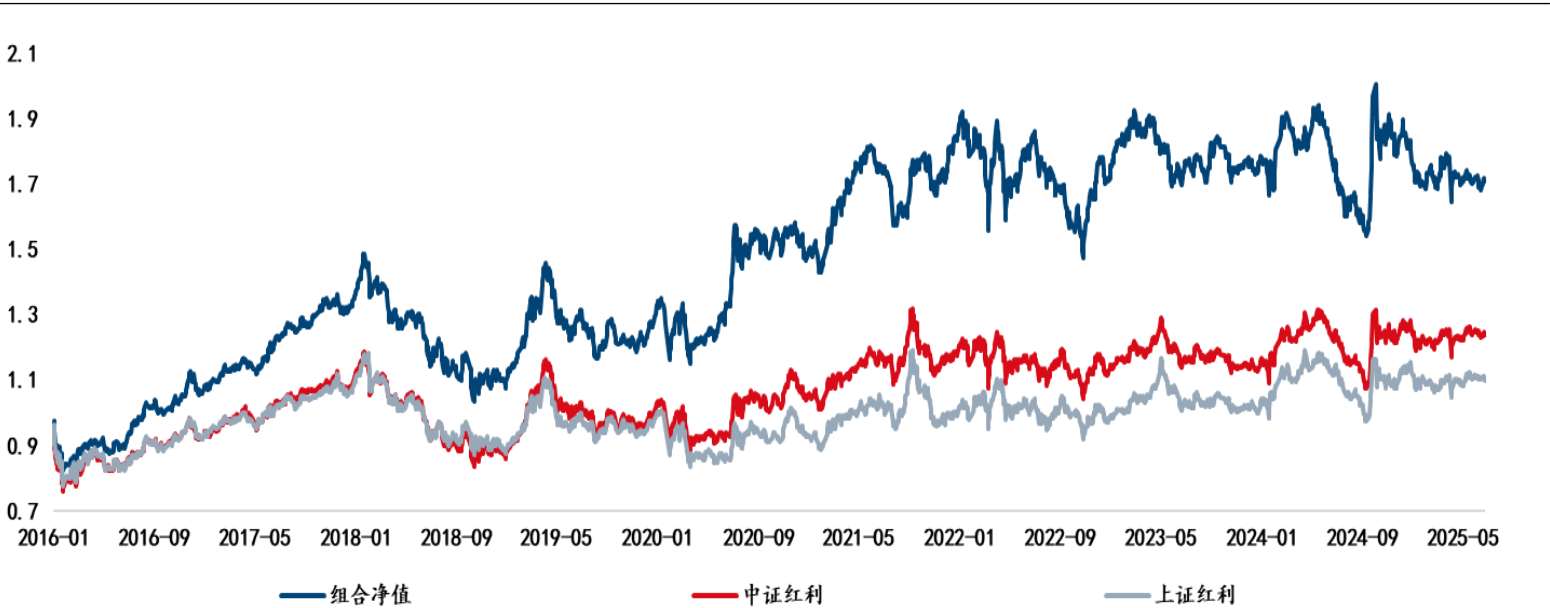


传统高股息指数存在三大硬伤：其一，成分股风格漂移——指数规则调整频繁，前后持股差异大；其二，单纯按照分红率筛选，容易把周期性、估值已高的“高息高风险”个股一并纳入，熊市阶段反而放大回撤；其三，右侧交易属性明显，投资者常在盈利拐点后才拿到高息，却同时承受估值断崖。

综合得分以最新年报为底稿，对全 A 超过五千家上市公司逐家打分后排序：先将所有指标做区间归一化（缺口自动置零），再按 72 % × 定价权得分、18 % × 市盈率得分、10 % × 稳健度得分汇总。定价权得分本身来自五条硬指标——三年现金分红率（20 %）、三年派息率（10 %）、五年主营产品单价 CAGR 扣 CPI（30 %）、五年平均毛利率及其波动强度（合计 10 %）以及五年平均 ROIC-WACC（30 %）；市盈率得分对 TTM PE 取倒数后归一化，低估值自动映射高分；稳健度得分以净债务 / EBITDA 为核心，再叠加 β 与历史波动反向处理，财务与市场杠杆越低、得分越高。年度评分完成后，仅将综合得分排名前二十的股票等权纳入组合并锁定持仓十二个月，次年同日重新评估与轮换。

十年回测显示：双因子组合累计收益 71.08 %，年化收益 5.63 %，在同等波动下明显领先；最大回撤仅 30.00 %，较中证红利削减 9.2 个百分点。高分红提供估值“地板”，强定价权抬高盈利“斜率”，两者结合既守得住分红，又有效压缩回撤，真正实现“稳息、稳价、稳心”的长期底仓方案。

图：组合&基准净值曲线



图：组合与基准的核心绩效对比

指标	组合净值	中证红利	上证红利
累计收益	71.08%	23.79%	9.89%
年化收益	5.63%	2.20%	0.97%
年化波动	18.33%	17.80%	17.46%
最大回撤	-30.43%	-46.51%	-47.74%
夏普比率	0.20	0.01	(0.06)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

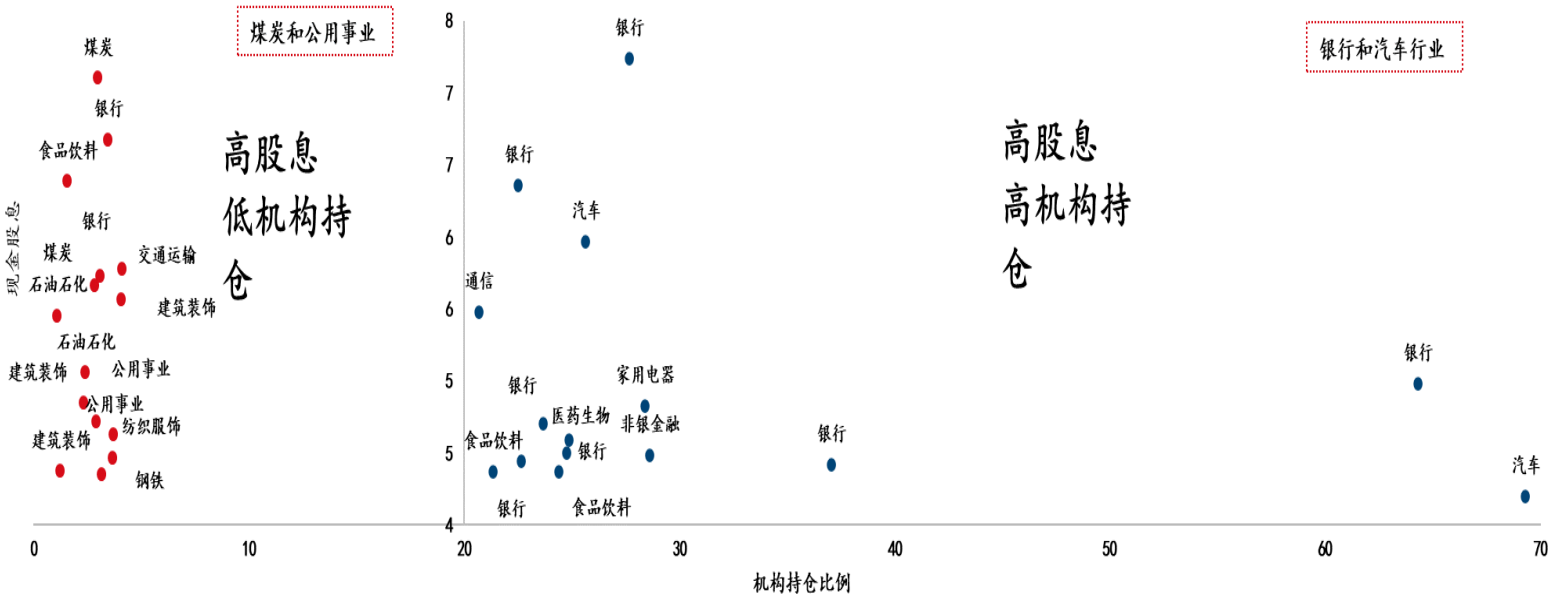
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

潜在打开方式2：考虑机构参与率

把机构持仓纳入高股息筛选后，可以一眼看出“高息不等于稳健”，关键差别在于谁在买单：

- 机构深度参与（持仓 $\geq 20\%$ ）的标的大多来自现金流稳定的行业，例如银行、金融租赁、汽车零部件等；在相同 5%+ 分红率下，它们的累计收益和上涨弹性明显更高，而下行回撤受控，整体风险-收益曲线更顺。
 - 机构参与度待提升（持仓 $< 20\%$ ）的高息股则集中在煤炭、公用事业、建筑类等周期波动大的板块，总回报和抗跌性都逊色不少。
- 要让高股息真正发挥“底仓稳”的作用，单看分红率远远不够，叠加机构参与率的视角，筛出既有高息、又有机构认可且波动可控的企业，构建更安全、更具持续斜率的红利组合。

图：考虑机构参与率下的高股息个股行业分布情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注:每个样本点的数据标注为对应个股所处一级行业

图：考虑机构参与率下的红利组合绩效对比

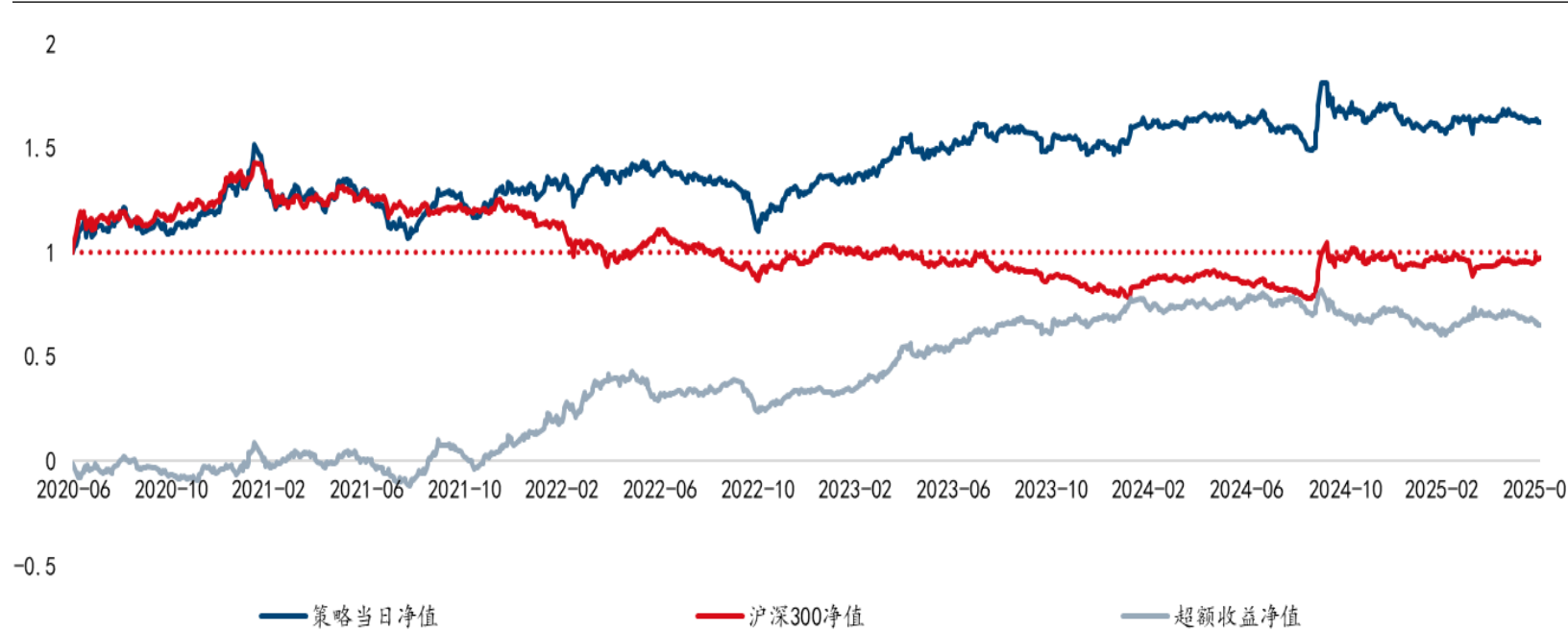
区间	TOP15	Bottom15
总回报	40.45%	20.29%
相对总回报	28.76%	8.60%
最大涨幅	105.40%	84.63%
最大跌幅	-25.08%	-31.67%
年化平均回报	8.89%	4.74%
年化平均超额回报	6.54%	2.09%
下行风险	15.07%	10.78%
年化波动率	22.51%	15.42%
跟踪误差	1.03%	0.81%
相关系数	0.69	0.69
Alpha	6.28%	2.96%
Beta	0.93	0.63
Sharpe	0.33	0.21
特雷诺比率	7.97%	5.11%
詹森 α（詹森指数）	6.18%	2.41%
决定系数（R 平方）	0.48	0.48
半方差	0.02	0.01
索提诺比率	0.49	0.3
信息比率	27.91	10.68

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 底仓配置必要性：“纯左侧”与“纯右侧”不可取
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利低波增强的潜在打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

2020 年 6 月发布的“质量 + 低波”双筛底仓，先用 ROE、ROIC 与现金流覆盖率挑掉高杠杆、低韧性企业，再用年化波动率、最大回撤和 β 压缩剩余样本的风险敞口。结果五年滚动净值约翻 1.6 倍，年化回报稳在低两位数，而波动与回撤较普通低波削去近三成，实现“市场涨我跟涨，市场下跌我少跌”的攻守平衡。质量低波的定位很清楚，即熊市靠高质量现金流 + 低波惯性慢跌少跌；牛市不会像宽基低波那样错失修复弹性。与此同时，采用波动率倒数加权的方式，为投资者提供更多样化的投资标的。

图：质量低波与沪深300收益曲线对比



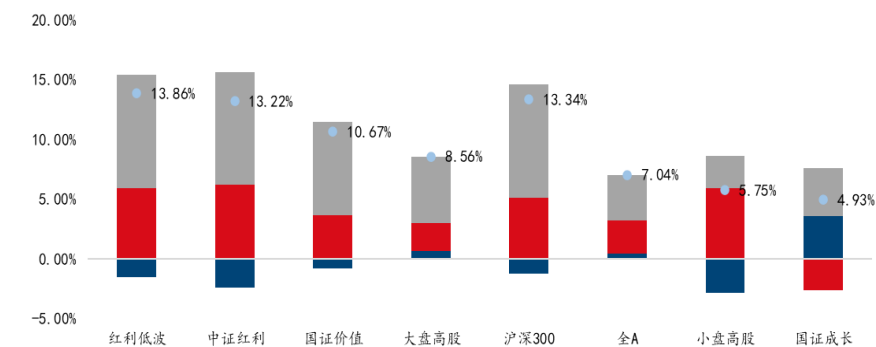
策略收益	62.58%
策略年化收益	10.23%
基准300收益	-4.23%
基准300年化收益	-0.86%
Alpha	0.109
Beta	0.755
夏普比率	0.457
索提诺比率	0.663
信息比率	77.51%
波动率	19.09%
最大回撤	-29.85%
跟踪误差	0.86%
下行风险	13.16%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

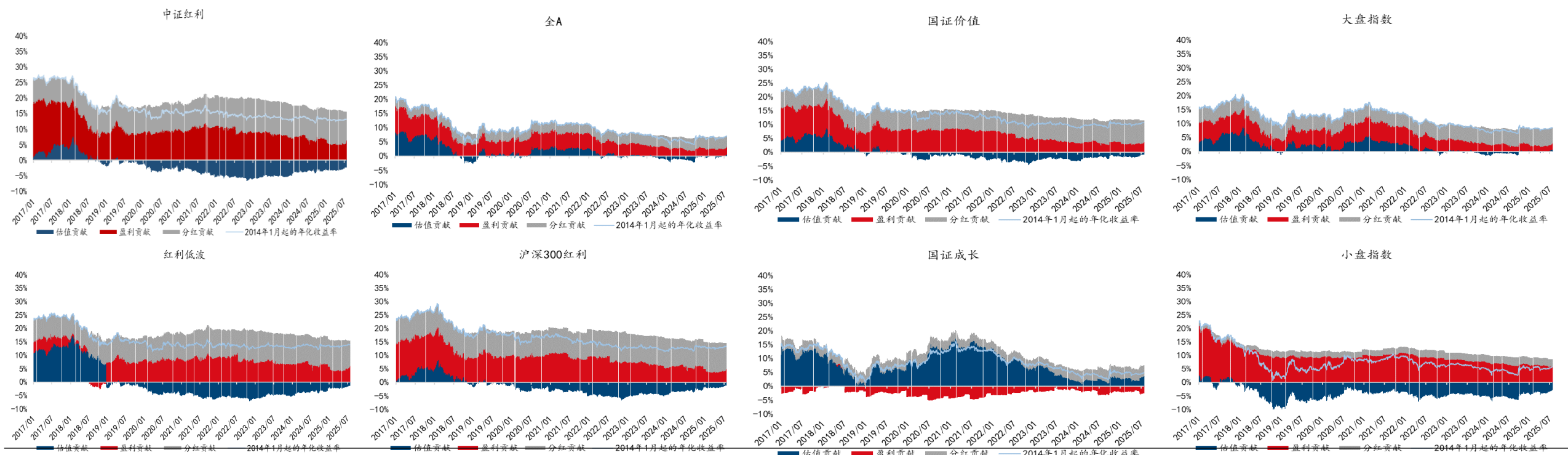
红利资产长期收益贡献不依赖于估值

回溯 2014-2025 年，红利低波与中证红利在计入再投资后年化总回报分别达 13.9% 和 13.2%，显著跑赢国证价值 10.7%、大盘高股 8.6% 及全 A 7.0%；其中分红年化贡献均超 9 个百分点，占总收益逾 70%，盈利贡献保持 4–6 个百分点，而估值贡献整体为负，显示红利策略收益主要来自稳健派息和利润而非估值抬升。

图：各类指数长期盈利估值分红贡献对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理



现金奶牛增强框架



本页思考框架以“行业生命周期—集中度—战略资本投入—盈利质地—现金流结构—估值/分红”六大维度对高股息组合的七类常见暗雷进行体检：首先透过企业数、龙头占率和行业差异快速识别“集中度雷”，继而用 CapEx、收购力度与杠杆率刻画战略投入温度，再将 ROE 与增长弹性对标现金流三表，结合分红与估值位置，判定红利的可持续与久期风险；

随后针对每一缺陷给出增强手段——如行业等权+质量排序化解集中度、高息陷阱以自由现金流与成长双阈剔除透支公司、五年稳定筛锁定稳分红标的、估值闸口叠加 Buy-Write 对冲高位杀估值、红利-回购混合优化税后 IRR、宏观 Overlay 随利率动态缩久期降杠杆，以及 CapEx 覆盖过滤+杠杆闸口阻断“左手派息右手举债”。整张表以“偏高/偏低、畸高、进入高位带”等方向性阈值作红线，既保留方法论的通用弹性，又能在不同市场与流动性环境下快速复刻，最终实现“先排雷、再增效”，把高息策略从单一股息因子升级为全链条风控下的现金奶牛提炼。

图：现金奶牛的常见缺陷与增强方法

常见缺陷	行业生命周期阶段	集中度			战略型投资			盈利		现金流				估值 / 分红			增强手段		
		企业数	龙头占率	行业差异	CapEx	收购	杠杆率	ROE	增速	整体	经营	投资	筹资	分红	PE	分红合理性	核心方案	控制焦点	阈值导向
行业过度集中	成熟-后期	偏少	显著高	分化大	中等	少	适中	稳健	β 偏高	波动中	稳定	高敏感	中性	依赖行业	易抬升	随周期	行业等权 + 质量排序	β / 行业权重	权重 $\leq 30\%$ 、HHI 不过“中度”
“高息陷阱”	衰退-成熟	较多	中	分化小	低	罕见	低	中-低	停滞	稳定	稳定	低	偏负	高	PE 偏低	高	双阈过滤	现金流&成长	FCF $\geq$ 行业常态、EPS $\geq$ CPI
分红可持续性差	各阶段	中	中	中	低	少	低	中	波动大	断续	低稳	负转正	靠融资	中	合理	断续	五年稳定筛	派息/FCF 匹配	派息率波动收窄、覆盖 ≥ 1
估值被动抬升	成熟	中	中	分化中	低-中	少	低	中-低	低稳	稳定	稳定	低	中	中	高位	中等	估值闸口 + Buy-Write	估值 / 波动	进入“高位带”即减仓10-20%
税负 / 再投资效率低	成熟	中	中	分化中	低	很少	低	中	低稳	稳定	高派息	低	低	畸高	中	中	红利-回购混合	税后 IRR / ROIC	回购+分红 $\geq$ 净股东收益主力
利率 / 信贷周期敏感	成熟	中偏多	中	分化低	中	少	中-高	中-低	弹性低	波动放大	稳定	增债	偿债高	畸高	压估值	中	宏观 Overlay 调仓	久期 / 杠杆	实际利率上行先缩久期、降杠杆
资本支出透支	扩张-后期	中	中	分化高	畸高	偏多	畸高	刺穿	下滑	FCF 转负	经营不足	投资极高	融资高	高派息	估值先抬后杀	透支	CapEx 覆盖过滤 + 杠杆闸口	CapEx / FCF	FCF 覆盖 ≥ 1.2 、净债 $\leq 2-2.5\times$

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] “纯左侧”与“纯右侧”的败因——底仓配置为何不可或缺
- [02] 股息率单因子陷阱
- [03] 高股息Smart-Beta的失真风险
- [04] 红利资产：低波增强的正确打开方式
- [05] 底仓不止红利：质量低波与现金奶牛
- [06] 产业周期反转：从左侧到右侧

当产业处于景气拐点（左侧反转或顶部见顶）时，**基本面 × 库存 × 价格 × 估值 × 资金**等多维指标往往 **同向拐点**。

行业维度一致性：指在产业拐点附近，从上游原料价格到中游排产、再到下游销量/装机需求，**整条价值链的核心指标同方向的边际变化**：原料端跌势放缓甚至回升→中游企业订单与开工率提升→终端出货或招投标快速放量。由于链条各环节存在天然的传导与时滞，这种“由点到面、由上而下”的共振能显著提高拐点信号的可靠度，既验证上游去库存和盈利修复的真实性，也为中下游需求反弹提供量化佐证，从而成为左侧布局或右侧见顶时最具说服力的观察维度之一。例如：反内卷行情的节奏往往与这条“一致性链条”高度契合：**主题催化触发 20 pct 估值脉冲（ROA 横盘、PB 抬升）→ 估值回撤等待供需验证 → 盈利拐点确立后进入主升浪（ROA 上行、PB 稳定）**。同一链条中“只亏利润、不亏现金流”的龙头企业能凭现金链韧性率先受益于供给出清，显著跑赢“利润+现金流双亏”样本；2015 Q3–Q4 钢铁、煤炭等行业龙头在转入“仅亏利润”区间后，相对收益与 ROA 抬升均快于链内其他公司。由此可见，**跟踪上游去产能→中游开工率→下游放量提价的改善**，并叠加财务结构筛选，是把握产业主升浪的可行框架。

图：如何把握产业周期

	上游	中游	下游
主变量	（供给端）核心原料 / 关键技术 ▷ 典型示例：矿石、原油、农产品、专利配方 ▷ 核心 KPI：价格指数（PX、LME 等）、产能利用率、在途库存	（加工制造）深加工 / 关键零部件 ▷ 典型示例：合金、化工中间体、IC 代工晶圆、结构件 ▷ 核心 KPI：订单排产（BoB / BB 值）、ASP、毛利率、开工率	（终端需求）最终产品 / 系统集成 ▷ 典型示例：汽车、手机、光伏电站、成品药 ▷ 核心 KPI：销量 / 装机量、渠道库存、渗透率、价格带变化
其他因素	采掘与基础装备 ▷ 典型示例：采矿设备、反应釜、基础化学试剂 ▷ 跟踪要点：固定资产投资、新增投产项目、停检检修计划	工艺耗材 / 配套设备 ▷ 典型示例：封装材料、胶膜、焊带、专用刀具 ▷ 跟踪要点：月度耗材用量、替代率、设备稼动率	渠道与运维服务 ▷ 典型示例：经销商网络、EPC 总包、售后运维、金融租赁 ▷ 跟踪要点：招投标规模、开工进度、ARPU / 客单价、续费率

公司维度一致性：龙头 / 中游 / 尾部 关键指标同步掉头

样本划分方法：龙头：前 2 %（Top 1-2 家），定价权最高；
中游：后续 28 %（腰部或关键代工环节）；尾部：剩余 70 %（长尾，小厂弹性最大）。

监测思路——先看“加速度”而非“水平值”所选 10 项指标全部具备“高频披露、交易敏感、易算二阶导”特征：新增订单、平均售价、预收款等数据一旦出现二阶导由负转正，代表需求、定价或现金流的边际改善开始加速。股价通常在这一瞬间率先反映，加速度信号因而比利润率或单纯环比更靠前、更纯粹；同时，这些指标均来自公告快报、行业公示或线上爬虫，不依赖滞后的季报，从而保证了可验证、可重复的“第一时间”捕捉能力。

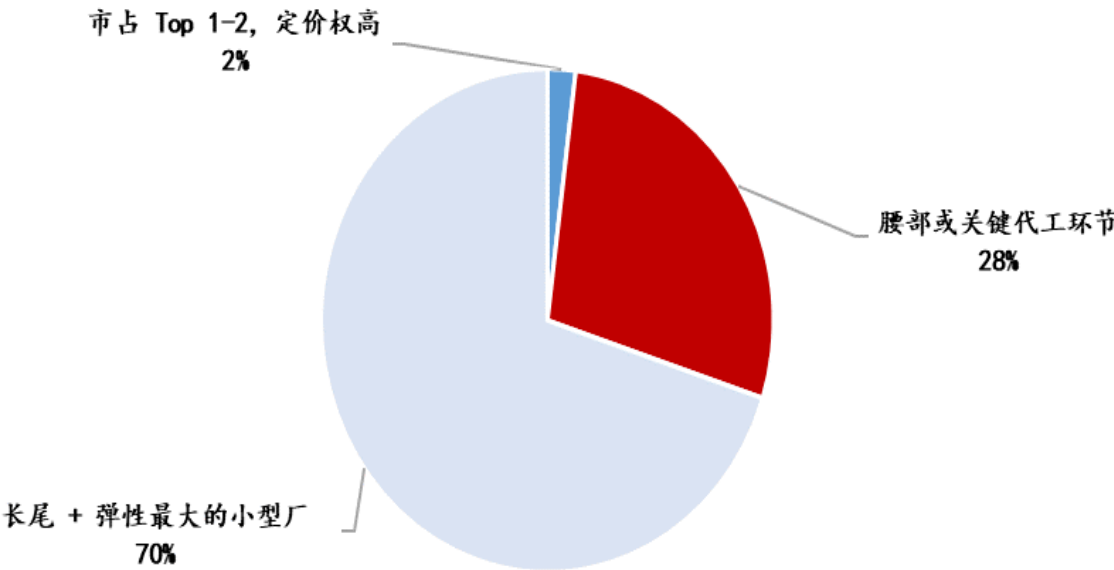
触发规则——多层公司、三指标共振即拐点以“龙头 2 %/腰部 28 %/长尾 70 %”划分样本，每月（或每周）为每家公司计算 10 项指标的二阶导方向。当三层样本中任意两层有≥3 项指标二阶导同步翻正——常见组合是“需求↑+ 定价↑+ 去库↑”或“需求↑+ 现金流↑+ 预期上调”——即视为公司维度一致性拐点

图：部分细分行业及公司维度的关键指标

序号	维度	关键指标（可做二阶导）	数据频率	领先意义	行业示例 / 数据来源
1	需求侧	新增订单量 / 新增报名人数（环比、二阶导）	月 / 周	终端需求最早拐点	教培报名流水；创新药 IND/NDA 受理公告
2	定价能力	平均销售单价（ASP）环比、二阶导	月	提价 → 毛利修复	课程单价；CDMO 合同议价
3	库存效率	存货周转天数（环比、二阶导）	季	去库存领先利润	半导体、医疗器械
4	产能利用	设备利用率 / 校区坪效（环比、二阶导）	月	量价齐升确认	先进制程稼动率；线下校区坪效
5	资金早信号	预收款 / 合同负债余额（环比、二阶导）	季 / 月	现金先到账，利润后确认	教培预收学费；软件订阅款
6	现金流质量	经营活动净现金流占收入比（同比、二阶导）	季	订单兑现度验证	创新药里程碑收入；新能源车销售回款
7	资本开支	资本开支增速（同比、环比、二阶导）	季	龙头扩产信心	IDM 扩产；药企新产线
8	财务杠杆	利息保障倍数（滚动四季、二阶导）	季	财务约束是否解除	高杠杆教培；亏损药企
9	市场预期	分析师盈利预测上调次数净值（环比、二阶导）	月	预期领先基本面	Wind 一致预期
10	舆情流量	搜索热度 / 公众号阅读量（环比、二阶导）	周 / 日	用户关注领先付费	百度指数；小红书阅读量

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：定价权视角下的样本划分

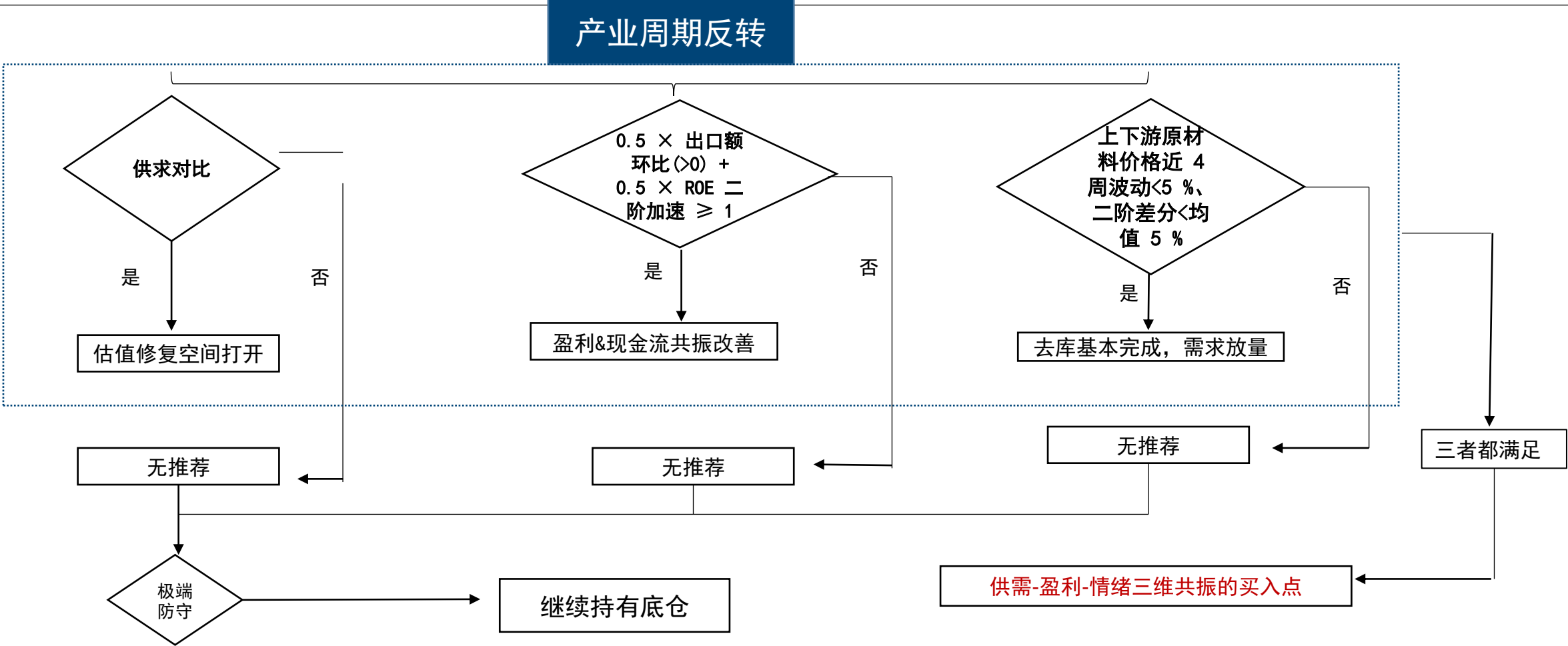


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

产业周期反转与底仓轮动思路

该框架把产业拐点判定收束成“三盏灯”一条线：首先跟踪供求，若亮绿说明估值修复通道打开；其次计算 $0.5 \times \text{出口额环比 } Y_0 + 0.5 \times \text{ROE 二阶加速} \geq 1$ ，若成立表明盈利与现金流共振改善；最后检验上下游原料价四周波动 $<5\%$ 且二阶差分均值 $\leq 5\%$ ，确认去库结束、需求放量；三灯若同亮，即供需-盈利-情绪三维共振，可大举进攻；若任一灯未达标则归入“无推荐”，并继续持有红利底仓等待下一轮信号。

图：产业周期反转如何划定信号



宏观不确定性：海外货币政策拐点节奏，地缘政治冲突等因素或导致市场波动超预期。

盈利波动风险：若企业实际盈利恢复弱于预期，或关键成本端（能源、原材料、人工等）再度上行，上市公司利润改善节奏可能放缓。

产业政策变动风险：行业产能出清、环保约束、税费调整等政策若偏离预期，可能影响周期板块复苏弹性。

模型与数据局限：本报告基于历史回测与公开数据，未来宏观环境、行业竞争格局及市场情绪变化，均可能导致模型偏差。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032