

# 底仓再审视（一）

## 红利与现金流：买在无人问津处

策略研究 · 深度报告

证券分析师：陈凯畅  
021-60375429  
chengkaichang@guosen.com.cn  
S0980523090002

证券分析师：王开  
021-60933132  
wangkai8@guosen.com.cn  
S0980521030001

- **高股息策略的收益来源与本质：**高股息策略的收益包含资本利得和股息收入两部分。其本质在于投资处于成熟生命周期阶段的企业，这类公司通常投资回报有限、营收和净利润增速较低，但盈利韧性强，ROE显著更高，现金流保障能力突出，因而倾向于将利润以分红形式分配。分红本身也是增厚ROE的重要路径，形成“稳定盈利-持续分红-提升ROE”的正向循环，支撑策略的高胜率。
- **高股息策略可投工具巡礼：**市场主流高股息指数包括纯红利指数、宽基红利增强和Smart Beta红利策略。它们在加权方式、选样约束、成分个数和行业分布上差异显著。红利低波和中证红利指数挂钩产品规模最大，但高股息率与高增长往往不可兼得，纯红利策略股息率高，而融入盈利质量等因子的Smart Beta策略长期表现和回撤控制可能更优，但股息率通常低于4%。
- **高股息策略的三大认知差：**对高股息策略存在三个关键认知偏差需纠正。其一，它不仅是“熊市避风港”，在牛市、震荡市和牛熊转换期均可能跑赢大盘。其二，利率上下行对高股息策略整体影响不显著，利率上行期和下行期均存在占优逻辑。其三，“填权行情”并不显著，除权除息后短期内获得正收益的概率常低于50%，相对全A的超额收益往往在更长时间窗口才显现。
- **高股息资产的配置思路：**配置高股息资产应遵循“坚持长期主义，兼顾质量因子，规避筹码拥挤，重视预期股息”法则。长期持有在风格均衡的市场中效果良好。策略上可精选指数；构建“高股息+低换手率”组合以降低波动并捕捉超额收益；需重视预期股息率，规避煤炭等强周期行业因估值变动导致的股息率陷阱。
- **从“高股息”到“现金奶牛”：**“现金奶牛”企业指拥有充沛且稳定现金流的企业，其界定需同时关注现金存量和现金流量。理解其本质关键在于商业模式，这涉及资源配置模式（由资产负债表反映，如资产轻重由固定资产占比决定）和盈利驱动模式（由利润表反映，如品牌驱动、产品驱动或渠道驱动），三者共同决定了企业的现金流创造能力和价值实现路径。
- **重资产与轻资产行业的现金奶牛范式：**不同资产和负债结构形成四类现金奶牛范式：重资产高负债行业（如煤炭、公用事业）依赖资产规模与质量形成护城河，呈现“赢家通吃”，杠杆周期领先ROE周期1-2年，现金流稳定但受资本开支侵蚀。重资产低负债行业更依赖成本管控驱动盈利。轻资产品牌+渠道驱动行业（如食品饮料、医药）依靠品牌溢价和渠道效率，ROE显著高于行业平均。轻资产产品+渠道驱动行业（如计算机、军工）研发和销售投入大，竞争格局不稳定，自由现金流更易受压。
- **如何投资现金奶牛：**投资现金奶牛需结合其商业模式范式与产业周期。四类范式编制的全收益指数均具防御性：重资产高负债型在下跌周期最抗跌；品牌+渠道驱动型受大盘影响小、收益斜率稳定；重资产低负债型弹性最大。最佳布局时点在产业周期由成长期向出清期切换时，优选对应范式内的基本面龙头。真正的现金奶牛具备穿越周期韧性，长线投资需在产业走向成熟时淘汰走弱者，在二次成长时淘汰未转型者，只要商业模式优秀且前向估值合理，即是较好买点。自由现金流指数存在年报信息之后调整时间错配、小市值个股权重过高、因子考核周期过短等问题，基于投资范式自下而上甄选整体效果或将好于一键布局现金流ETF。

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

- 从DDM到股息率。股利贴现模型（Dividend Discount Model），简称 DDM，是一种使用相对广泛的股票内在价值评价模型，该模型为定量分析公司价值提供了理论基础，也为证券投资的基本面分析提供了扎实有力的依据。该模型认为股票的内在价值可以用每年的股利收入现值之和来定量计算，通过将预期派发的股利按贴现率折算成现值，净现值之和即为股票的内在价值，其基本公式为：

$$D = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

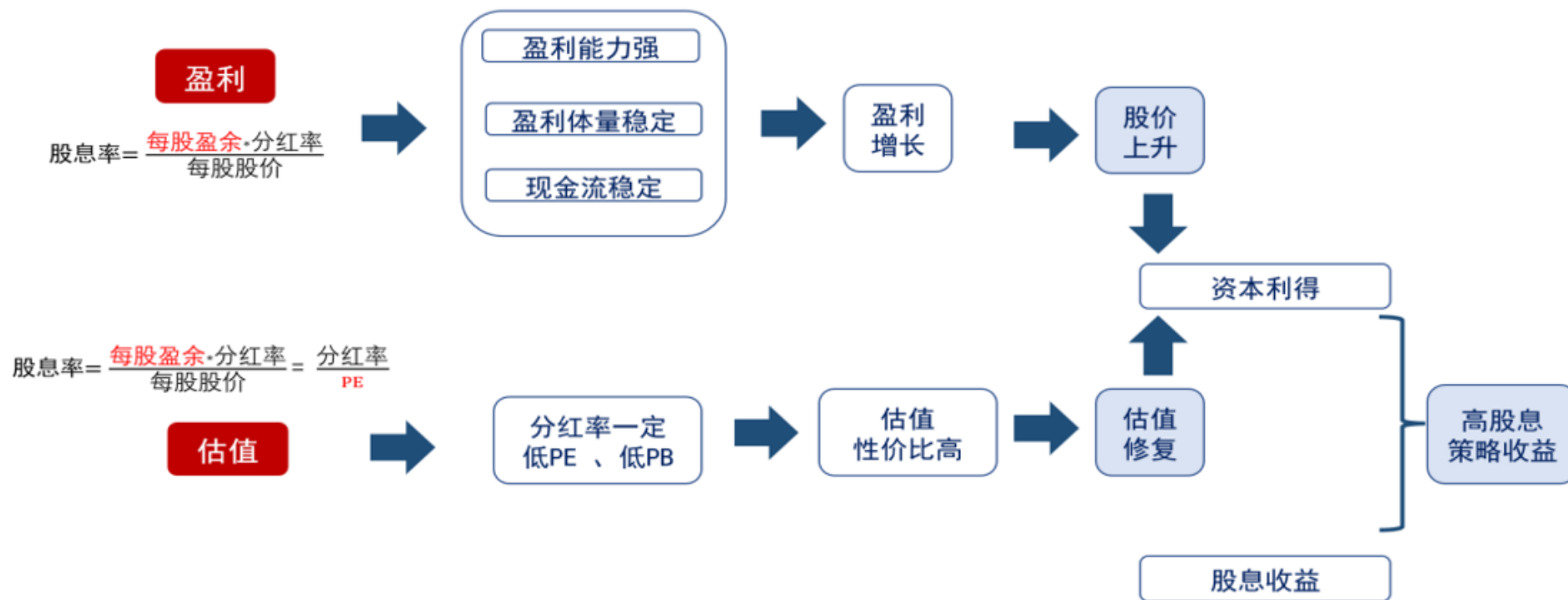
- 其中 D 代表企业股权的内在价值，Dn 表示未来第 n 期的股息，r 表示贴现率。在实践中，股息率往往是公司分红水平更直接的反映指标，在实际计算口径中，个股维度包含股息率(当期)和股息率(TTM)两类计算口径，股息率(当期)是每年分配给股东的股息占股价的百分比，分子端为本年度分红加总，股息率(TTM)为近十二个月分配给股东的股息占股价的百分比，分子端为近十二个月内的现金股利加总，分母端为指定日股票市值。指数维度通常情况下对分子分母端均采用整体法的方式进行计算，将各成分股现金股利加总作为分子，将指定日股票市值加总作为分母，在此基础上进行股息率(当期)和股息率(TTM)的计算。

$$\text{股息率} = \frac{\text{每股股利}}{\text{每股股价}} = \frac{\text{每股盈余} * \text{分红率}}{\text{每股股价}}$$

# 高股息策略的收益来源

- 从收益来源上，高股息策略的收益来源可划分为资本利得与股息收入两个部分。资本利得指的是股价变动，即资产增值收益；股息收益则是分红。从资本利得的角度上看，盈利和估值视角下高股息策略均具备正向作用逻辑。盈利角度，具备较大比例现金分红的公司盈利能力相对较强，盈利与现金流相对稳定，这类公司往往可以赚盈利增长的钱；估值角度，股息率较高的公司往往具备较低的估值，因而存在估值修复的空间，这部分价值回归收益同样是资本利得的组成部分。

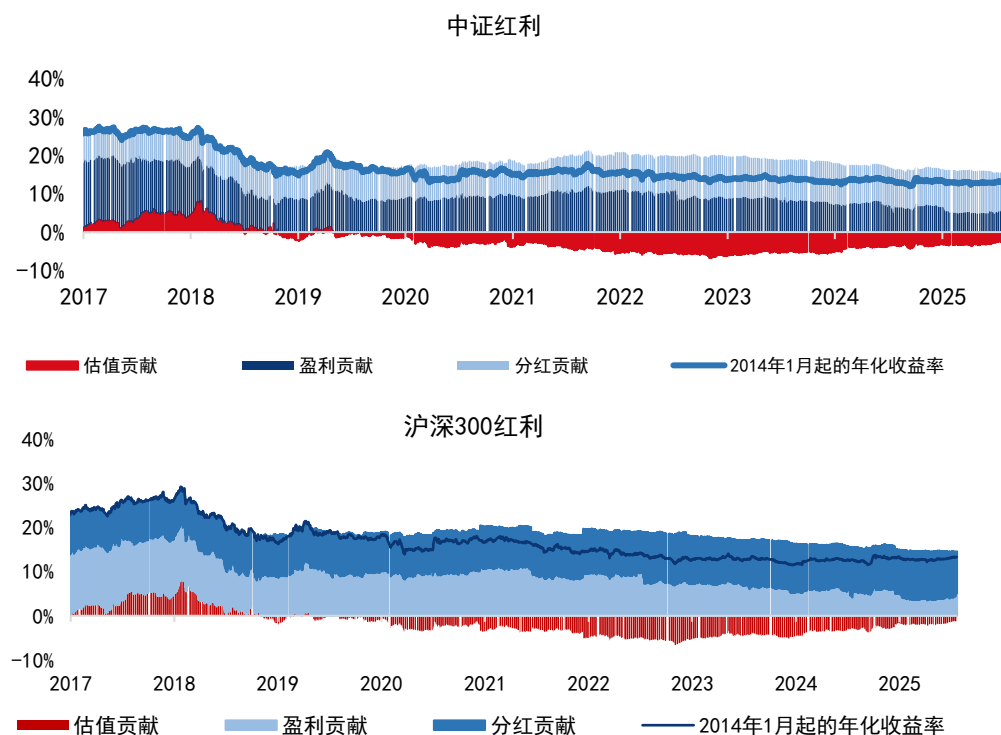
图：高股息策略的收益来源



资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

- 从收益来源拆解看，纯红利\宽基红利类策略背后的防御属性主要由盈利贡献，市场大幅向好期间的驱动模式为估值为主，红利质量类策略估值+盈利共同驱动的特征更为明显。从单年度的情况看，所谓盈利估值共同驱动特征更为明显的年份主要是2017年，2014年估值作为核心驱动因子，2018年估值则为负面拖拽项。2014年至2025年7月，中证红利、红利低波、300红利、红利价值四个典型的红利指数年化收益分别达到13.22%、13.86%、13.34%、15.72%，分红对这一年化收益的贡献分别为71%、68%、71%和58%，红利价值指数盈利对自身年化收益的贡献相对更高。而从最近3年各分项对指数年化收益贡献的边际变化看，估值负向贡献在收敛，即“资产荒”背景下红利资产也有“缓拔估值”逻辑在。

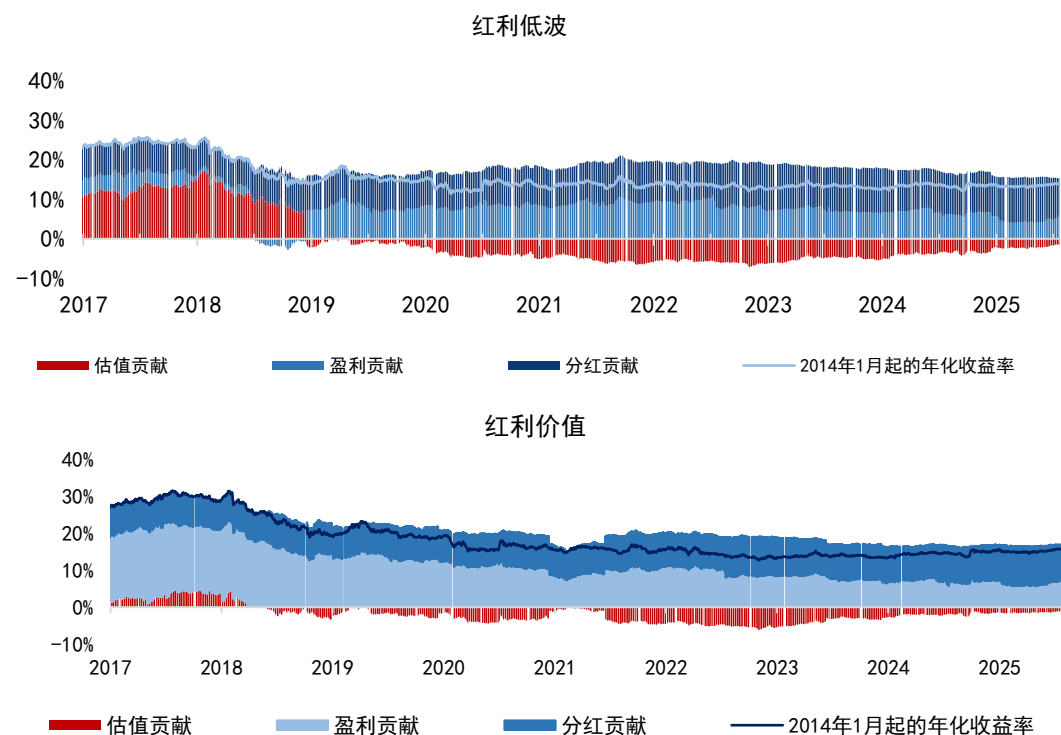
图：中证红利指数、沪深300红利盈利估值分红贡献拆解



资料来源：Wind，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：红利低波、红利价值指数盈利估值分红贡献拆解



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 认识高股息策略的本质需要我们从这些公司为啥股息高出发，以及这些公司为啥倾向于维持较高的股息率。我们以当年年末个股近12个月股息率和当年年报的收利增速为索引，对高股息标的的本质寻找解释，对于公司来说，如果处于相对成熟的生命周期阶段，往往面临投资回报不高的问题，开支意愿倾向于与日俱减。与此同时，这些公司营收、净利润增速较低股息组更缓，即成长性不佳，因而分红成了利润分配顺理成章的选择。而我们进一步观测往后半年至一年的时间窗口，这类企业往后的增速同样不会发生明显变化，与之对应的是在商业模式上没有激进的转向。
- 从盈利韧性的维度上看，高股息与高ROE不一定能够画上等号，但是分红是增厚ROE的重要路径。本文以2013年以来全市场剔除新股和派息不稳定个股后的样本进行分组，组别1至10股息率依次由低至高，组别8-10的ROE显著高于组别1-7的平均水平。分红作为满足股东需求的利润分配路径，本身对ROE的增厚更是促进了这一正向螺旋。

表：高股息标的通过分红增厚ROE

| 当期ROE   |      | 2013  | 2014  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 均值   |
|---------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 股息率由低至高 | 组别1  | 5.67  | 5.23  | 4.69 | 5.04 | 4.80 | 3.42 | 3.79 | 3.45 | 3.67 | 2.07 | 1.63 | 0.64 | 3.95 |
|         | 组别2  | 5.69  | 5.92  | 5.75 | 5.37 | 4.93 | 5.19 | 4.82 | 4.72 | 4.92 | 3.62 | 3.78 | 2.94 | 4.98 |
|         | 组别3  | 6.99  | 7.20  | 5.27 | 4.56 | 5.81 | 4.84 | 4.03 | 4.65 | 5.03 | 3.52 | 3.55 | 2.84 | 5.04 |
|         | 组别4  | 7.54  | 6.86  | 6.09 | 6.04 | 6.35 | 4.89 | 6.12 | 5.84 | 6.21 | 3.60 | 3.74 | 3.00 | 5.75 |
|         | 组别5  | 7.18  | 7.47  | 6.67 | 6.76 | 6.67 | 6.40 | 6.17 | 5.89 | 4.95 | 4.71 | 4.70 | 3.94 | 6.14 |
|         | 组别6  | 8.17  | 7.89  | 6.86 | 6.47 | 6.84 | 5.82 | 6.04 | 6.89 | 6.61 | 6.68 | 5.15 | 4.45 | 6.67 |
|         | 组别7  | 8.61  | 7.02  | 5.83 | 6.64 | 8.19 | 8.04 | 7.64 | 8.21 | 8.22 | 6.70 | 6.34 | 5.83 | 7.40 |
|         | 组别8  | 8.43  | 8.65  | 6.90 | 7.03 | 7.48 | 7.94 | 6.85 | 7.30 | 6.54 | 5.08 | 4.98 | 4.81 | 7.02 |
|         | 组别9  | 8.56  | 7.91  | 6.97 | 6.86 | 7.59 | 6.91 | 7.06 | 6.67 | 7.45 | 6.35 | 5.45 | 4.48 | 7.07 |
|         | 组别10 | 11.44 | 10.41 | 8.87 | 7.96 | 9.94 | 9.68 | 9.48 | 7.85 | 9.08 | 8.15 | 7.49 | 6.70 | 9.12 |

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：组别1到组别10股息率依次由低到高

- 除了盈利韧性上具备优势外，通常情况下高股息企业整体外部筹资依赖相对较低，现金流量保障能力强。本文构造现金流量保障能力代理指标(经营性现金流量净额/利息费用)，这一指标反映每一元利息费用背后的现金流量做保障，高股息标的整体的现金流保障能力更强。
- 综上所述，高股息策略的收益来源包括资本利得和股息收益两个部分，本质上投资高股息资产的高胜率由盈利维度支撑，不论是更强的盈利韧性，还是更优秀的现金流保障能力，都是这些处于成熟期的优质企业持续分红的底气。

表：股息率与现金保障倍数

| 现金流量<br>利息保障<br>系数 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 均值   |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 组别1                | 2.30 | 2.95 | 2.86 | 3.14 | 2.14 | 2.89 | 3.51 | 5.87 | 4.71 | 4.61 | 4.04 | 3.33 | 3.53 |
| 组别2                | 3.28 | 2.35 | 4.75 | 4.64 | 2.72 | 3.42 | 5.91 | 5.75 | 4.89 | 4.29 | 6.24 | 5.08 | 4.44 |
| 组别3                | 3.66 | 3.16 | 4.35 | 3.97 | 3.24 | 3.99 | 5.61 | 5.75 | 5.63 | 5.36 | 6.41 | 6.40 | 4.79 |
| 组别4                | 3.99 | 3.91 | 4.73 | 5.30 | 3.36 | 3.82 | 4.41 | 5.38 | 3.89 | 4.33 | 3.95 | 5.44 | 4.37 |
| 组别5                | 4.83 | 3.83 | 7.66 | 9.14 | 4.86 | 6.28 | 7.09 | 7.74 | 8.31 | 6.45 | 7.86 | 7.44 | 6.79 |
| 组别6                | 3.54 | 4.79 | 6.01 | 6.34 | 3.35 | 5.02 | 5.44 | 6.39 | 3.54 | 5.33 | 7.26 | 5.88 | 5.24 |
| 组别7                | 4.99 | 4.07 | 6.86 | 7.02 | 6.61 | 5.44 | 6.92 | 8.93 | 8.28 | 7.53 | 8.20 | 6.78 | 6.80 |
| 组别8                | 4.66 | 5.37 | 6.45 | 6.34 | 5.37 | 4.80 | 5.88 | 6.85 | 6.04 | 5.91 | 6.73 | 7.97 | 6.03 |
| 组别9                | 3.59 | 5.01 | 5.66 | 6.32 | 5.79 | 6.11 | 6.84 | 5.72 | 6.63 | 6.05 | 6.63 | 6.44 | 5.90 |
| 组别10               | 7.06 | 5.62 | 7.13 | 6.32 | 5.45 | 6.91 | 8.02 | 8.09 | 6.96 | 8.78 | 8.69 | 9.31 | 7.36 |

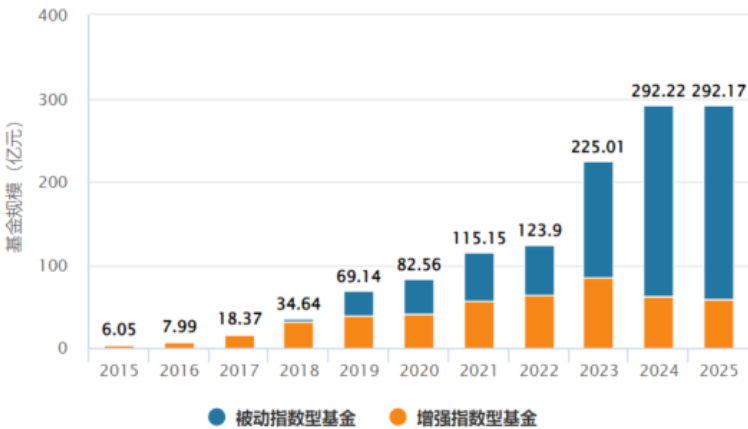
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：组别1到组别10股息率依次由低到高

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

# 主流的高股息策略指数

- 目前主流的高股息策略指数包括纯红利指数、宽基红利增强、Smart beta红利策略等，目前挂钩产品的可投红利指数包括中证红利、上证红利、深证红利、300红利、300红利低波、红利质量、红利潜力、标普中国红利机会指数等，从挂钩产品规模上看，红利低波指数与中证红利指数仍是投资者惯常认知内的一键式红利投资工具。
- 目前跟踪产品数量超过25只的包括中证红利、红利低波、红利低波100，其中红利低波ETF规模领先，中证红利挂钩产品结构经历较大变迁，2022年以前以指增产品为主，2022年后被动指数型产品占比逐步提升，且指增规模自2023年以来快速萎缩。
- 8月以来市场整体表现偏强，中证红利ETF小幅流出。

图：中证红利指数基金规模变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注:数据截至2025.8.13

表：挂钩产品的主流高股息指数一览

| 代码          | 简称      | 跟踪产品数量 | 跟踪产品规模 | 场外产品规模 | ETF产品数量 | ETF产品规模 |
|-------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| H30269.CSI  | 红利低波    | 25     | 316.23 | 158.91 | 6       | 265.19  |
| 000922.CSI  | 中证红利    | 33     | 287.74 | 142.98 | 6       | 185.12  |
| 000015.SH   | 上证红利    | 3      | 183.16 | 4.32   | 1       | 183.16  |
| 930955.CSI  | 红利低波100 | 26     | 113.73 | 27.26  | 5       | 107.72  |
| 931446.CSI  | 东证红利低波  | 2      | 65.74  | 65.74  | -       | -       |
| 930740.CSI  | 300红利低波 | 5      | 59.17  | 34.85  | 1       | 59.17   |
| 399324.SZ   | 深证红利    | 4      | 25.72  | 7.15   | 2       | 25.72   |
| CSPSADRP.CI | 标普A股红利  | 3      | 16.66  | 1.63   | 1       | 16.66   |
| 000824.CSI  | 中证国企红利  | 8      | 7.55   | 3.93   | 2       | 1.04    |
| 931468.CSI  | 红利质量    | 4      | 5.5    | 2.18   | 1       | 5.5     |
| 000821.CSI  | 沪深300红利 | 3      | 2.08   | 1.5    | 1       | 2.08    |
| H30089.CSI  | 红利潜力    | 2      | 0.51   | 0.51   | -       | -       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025.7.31

图：近60日中证红利ETF流入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 从加权方式看，红利指数整体加权方式主要有以下4种：1)按照股息率加权，典型代表包括中证红利、上证红利、红利低波、国企红利、沪深300红利等；2)按照波动率加权，较为典型的包括红利低波100、东证红利低波等smart beta类红利策略；3)综合得分加权：主要包括红利质量、红利潜力等“融合策略”指数；4)自由流通市值加权：典型样本相对较少，仅有深证红利。
- 从选样方法上看，大多数红利指数要求过去三年连续分红，对股利支付率均值有一定约束限制，以红利质量为代表的指数甚至要求过去一年现金分红小于净利润以保障分红质量。东证红利低波引入预期股息率视角，基于过去三年股利支付率均值和市盈率测算预期股息。
- 从成分个数上看，大多数红利指数成分股数量为50或100，深证红利为40，整体上具备一定的策略容量。
- 其他约束方面，除总市值和流动性门槛外，公司属性、ROE波动、经营状况等因素也被纳入考量范围，红利质量和红利潜力指数约束更多，前者考虑EPS、未分配利润、毛利率、ROE均值及变化，后者考虑EPS、未分配利润和ROE综合排名。

表：指数加权方式对比

| 代码           | 简称      | 成分个数 | 加权方式     | 股息率选样约束                                                                     | 其他约束                                                 |
|--------------|---------|------|----------|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 000922. CSI  | 中证红利    | 100  | 股息率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去一年/三年股利支付率均值0-1之间                                       | 1) 日均总市值前80%<br>2) 日均成交额前80%                         |
| 000015. SH   | 上证红利    | 50   | 股息率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去一年/三年股利支付率均值0-1之间                                       | 1) 日均总市值前80%<br>2) 日均成交额前80%                         |
| 399324. SZ   | 深证红利    | 40   | 自由流通市值加权 | 1) 三年内有两年实施分红<br>2) 三年内股息率至少两年进入市场top20%                                    | 1) 日均成交额>500万<br>2) 经营状况等综合因素                        |
| H30269. CSI  | 红利低波    | 50   | 股息率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 每年税后股息率大于0且剔除红利支付率top5%<br>3) 红利增长率>0                     | 1) 日均总市值前80%<br>2) 日均成交额前80%<br>3) 波动率升序前50          |
| 000824. CSI  | 中证国企红利  | 100  | 股息率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去一年/三年股利支付率均值0-1之间                                       | 1) 日均总市值前80%<br>2) 日均成交额前80%<br>3) 实控人国资约束           |
| 000821. CSI  | 沪深300红利 | 50   | 股息率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去一年/三年股利支付率均值0-1之间                                       | 1) 300指数成分                                           |
| 930740. CSI  | 300红利低波 | 50   | 波动率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去三年每年现金股息率>0，均值降序前50%                                    | 1) 波动率门槛约束                                           |
| 931468. CSI  | 红利质量    | 50   | 综合得分加权   | 1) 过去三年连续分红；<br>2) 过去一年现金分红<净利润<br>4) 近四年现金分红大于再融资<br>4) 近一年、两年平均股利支付率大于20% | 1) 每股净利润；2) 每股未分配利润；3) 盈利质量；4) 毛利率；5) ROE均值；6) ROE变化 |
| H30089. CSI  | 红利潜力    | 50   | 综合得分加权   | 1) 连续三年现金分红<br>2) 上市公司当年分配现金红利不小于归母净利润的                                     | 1) 总市值、成交额前80%<br>2) EPS\未分配利润\ROE综合排名               |
| 930955. CSI  | 红利低波100 | 100  | 波动率加权    | 1) 过去三年连续分红<br>2) 过去三年每年现金股息率大于0                                            | 1) 总市值、成交额前80%<br>2) 波动率较低                           |
| 931446. CSI  | 东证红利低波  | 100  | 波动率加权    | 1) 过去三年连续分红；<br>2) 预期股息率靠前；(过去三年股利支付率均值/调                                   | 1) 总市值、成交额前80%<br>2) 扣非ROE均值及标准差                     |
| CSPSADRP. CI | 标普A股红利  | 100  | 股息率加权    | 1) 连续分红；<br>2) 派息比率约束                                                       | 1) 盈利增长                                              |

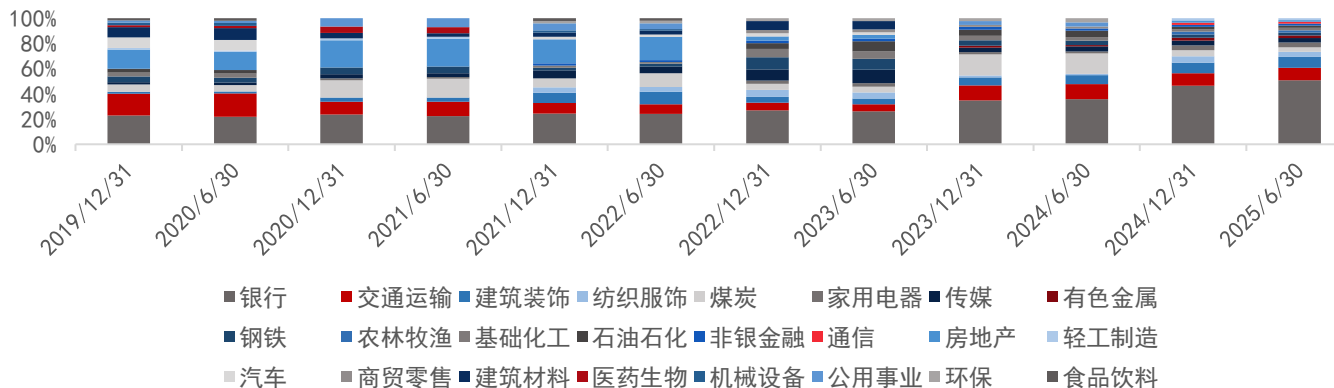
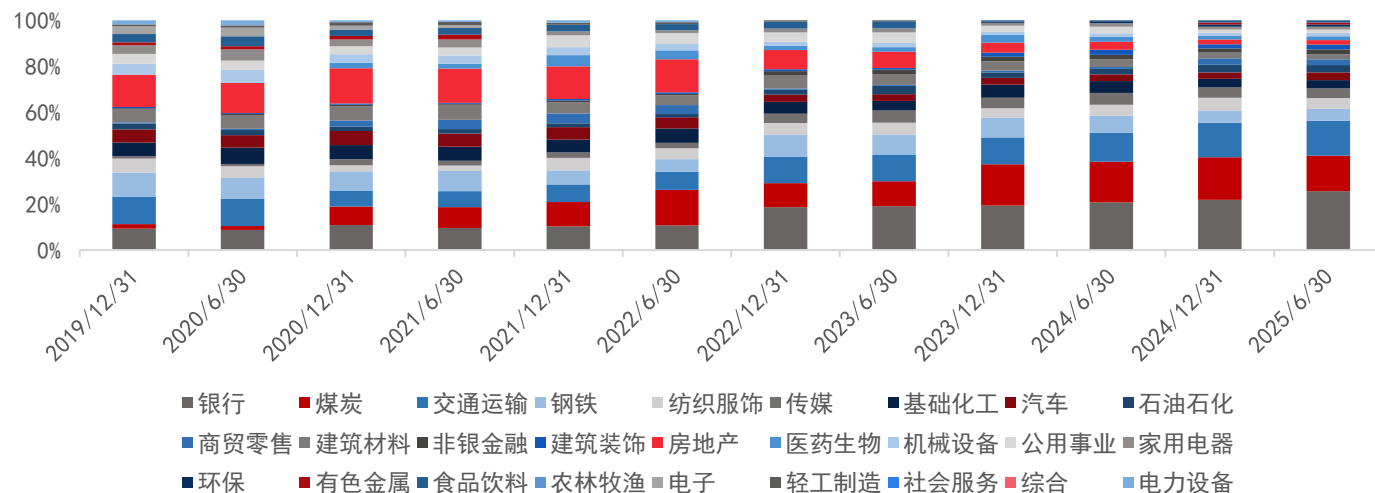
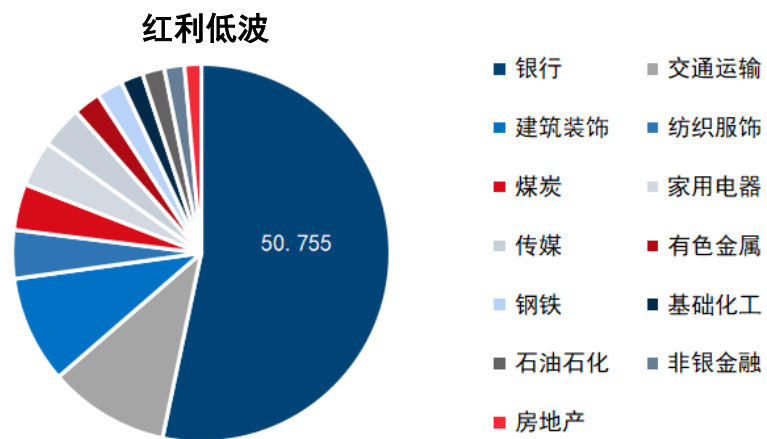
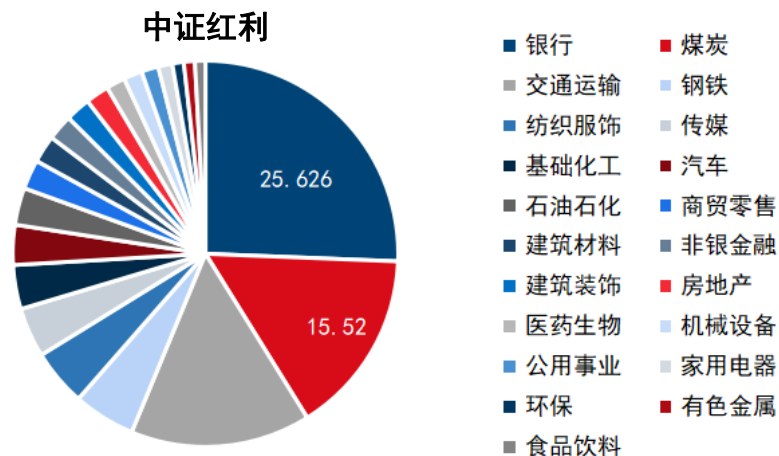
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 成分股行业权重分布和变迁

➤ 从行业分布上看，挂钩产品最多的中证红利和红利低波行业相对集中，中证红利指数中，银行权重大于25%，煤炭、交运各占15%，红利低波指数中银行的占比则高达50%。2020年以来，中证红利指数持续增配银行，银行权重从不足10%稳步上升至25%，煤炭行业权重先升后降，2024年末高点达到18%+，交运行业权重2023年开始稳步上升。红利低波指数整体权重集中度更高，top3行业权重集中度达到65%+，2019年top3行业集中度不足41%。从权重占比行业数量上看，除2020年到2021年外，指数近5年成分股稳定分布在15-16个行业中。

图：中证红利、红利低波成分股行业权重分布（下）

图：中证红利、红利低波成分股行业分布变迁



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，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

# 可投红利指数风险收益情况对比

- 从指数比较的维度出发，年初至今红利指数整体跑输万得全A，上证红利、红利潜力指数收益率为负，从近10年涨跌幅看，调仓频率更高的中证中信高股息和上证红利同样吃亏。仅看近三年，Smart Beta类红利策略相对占优。综合收益回撤比看，红利质量、东证红利低波、红利成长低波近10年相对占优，深证红利在长、中短期的最大回撤控制上都相对吃亏。
- 长期跑赢的红利指数关注盈利质量和成长性，红利质量2015年至今年化收益在8%以上。以红利质量为例，红利质量对每股净利润、每股未分配利润、盈利质量、毛利率、ROE、ROE变化率均有考察。其他Smart beta指数中，红利潜力考虑EPS、未分配利润、ROE三项指标的综合排名；红利成长低波首先剔除过去一年PE(TTM)为负的标的，并基于预期股息率排序。

表：可投红利指数风险收益情况对比

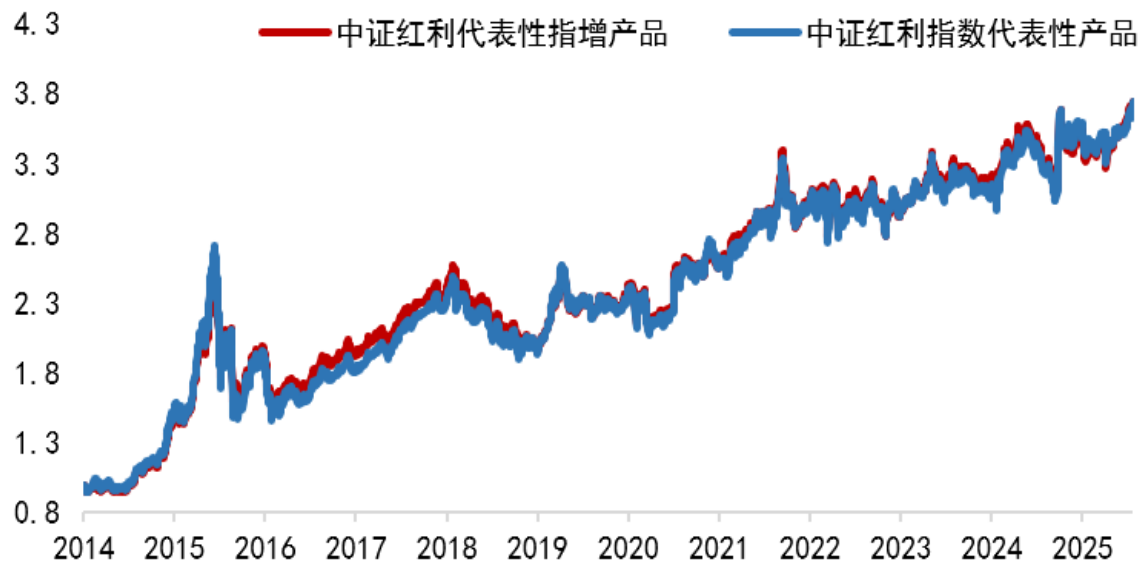
| 简称             | 基日         | 年初至今<br>涨跌幅 | 近10年<br>涨跌幅(%) | 近三年<br>涨跌幅(%) | 年初至今<br>最大回撤(%) | 近10年<br>最大回撤(%) | 近3年<br>最大回撤(%) | 近10年<br>年化收益(%) | 近10年<br>收益回撤比 |
|----------------|------------|-------------|----------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|---------------|
| 中证红利           | 2004/12/31 | 1.18        | 20.79          | 15.85         | -6.69           | -31.79          | -18.42         | 1.88            | 0.65          |
| 红利指数           | 2004/12/31 | -0.94       | -1.09          | 17.57         | -6.97           | -33.53          | -18.27         | -0.08           | 0.03          |
| 深证红利           | 2002/12/31 | 1.55        | 35.78          | -6.94         | -9.27           | -54.40          | -27.94         | 3.18            | 0.66          |
| 红利低波           | 2005/12/30 | 5.41        | 34.39          | 32.88         | -5.35           | -30.15          | -17.47         | 3.12            | 1.14          |
| 中证国企红利         | 2009/6/30  | 2.49        | 28.04          | 19.25         | -6.62           | -30.81          | -18.60         | 2.56            | 0.91          |
| 沪深300红利        | 2004/12/31 | 5.66        | 27.87          | 24.31         | -5.78           | -28.78          | -17.95         | 2.63            | 0.97          |
| 300红利低波        | 2004/12/31 | 1.10        | 37.66          | 39.29         | -4.73           | -29.91          | -12.45         | 3.30            | 1.26          |
| 红利质量           | 2004/12/31 | 6.50        | 116.54         | 3.08          | -9.17           | -36.28          | -31.09         | 8.29            | 3.21          |
| 红利潜力           | 2005/12/30 | -0.95       | 78.90          | -2.80         | -9.23           | -38.60          | -21.51         | 6.21            | 2.04          |
| 红利低波100        | 2005/12/30 | 2.07        | 35.52          | 24.57         | -6.23           | -28.63          | -17.72         | 3.11            | 1.24          |
| 东证红利低波         | 2009/12/31 | 3.09        | 92.58          | 43.92         | -5.84           | -27.09          | -15.34         | 7.00            | 3.42          |
| 标普A股红利         | 2004/6/21  | 6.26        | 14.13          | 21.31         | -7.66           | -33.02          | -22.27         | 1.31            | 0.43          |
| 标普中国A股大盘红利低波50 | 2010-12-31 | 2.48        | 45.88          | 41.99         | -4.55           | -27.30          | -12.71         | 3.97            | 1.68          |
| 300红利增长        | 2013/12/31 | 1.43        | 64.69          | 9.72          | -7.25           | -37.80          | -18.44         | 5.52            | 1.71          |
| CS高股息          | 2004/12/31 | 9.02        | -0.44          | 0.30          | -13.88          | -35.35          | -27.24         | -0.17           | 0.01          |
| 股息龙头           | 2013/12/31 | 0.73        | 43.44          | 26.91         | -7.22           | -27.45          | -15.61         | 3.92            | 1.58          |
| 红利成长低波         | 2005/12/30 | 7.32        | 77.67          | 41.30         | -5.11           | -26.31          | -14.87         | 6.09            | 2.95          |
| 上证指数           | 1990/12/19 | 6.88        | -10.85         | 9.55          | -9.71           | -40.24          | -20.41         | -1.19           | 0.27          |
| 沪深300          | 2004/12/31 | 4.70        | -1.13          | -2.80         | -10.49          | -45.60          | -25.59         | -0.09           | 0.02          |
| 万得全A           | 1999/12/30 | 10.87       | 7.29           | 6.52          | -13.76          | -41.34          | -29.27         | 0.61            | 0.18          |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注:数据截止2025年7月23日

# 中证红利指增产品表现

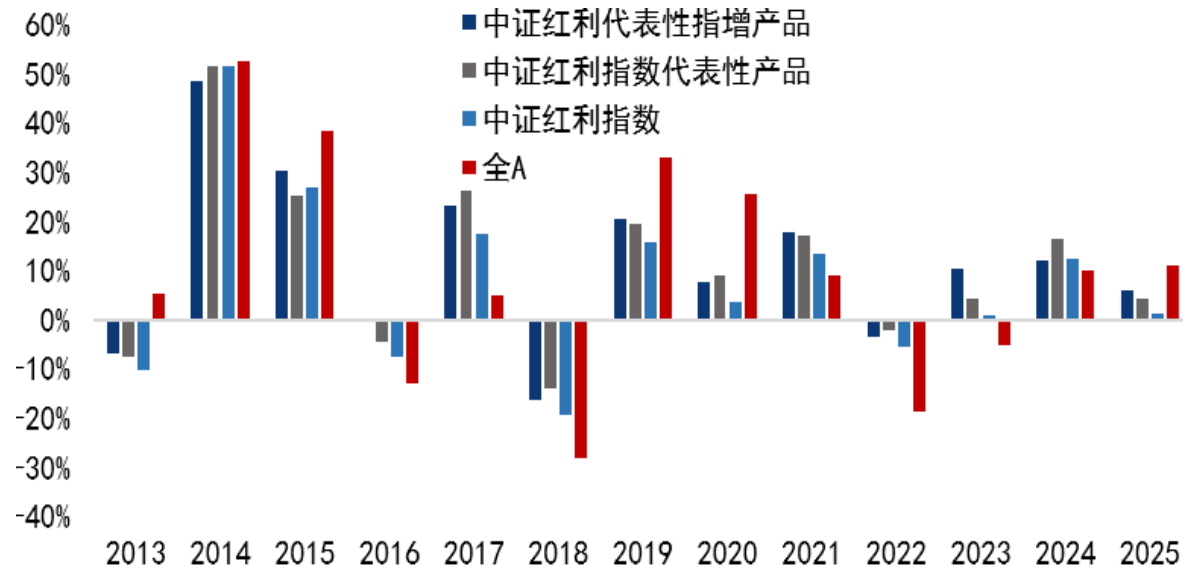
- 除了严格挂钩红利指数自身的ETF外，红利指数增强产品在特定的市场行情下具备很强的配置价值。从实际投资的角度出发，中证红利指数仍是目前挂钩产品最多，挂钩产品规模较大的红利指数。中证红利指数挂钩产品内部规模分化较大，前5产品规模超过10亿，挂钩产品滚动一年相对基准超额收益最高达到5%，高于代表性指增产品，绝对收益视角看，2014年至今代表性指增产品相较于红利指数代表性产品无明显优势。

图：10年维度看中证红利指增产品相对指数本身无优势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证红利指数与指增产品历年收益对比

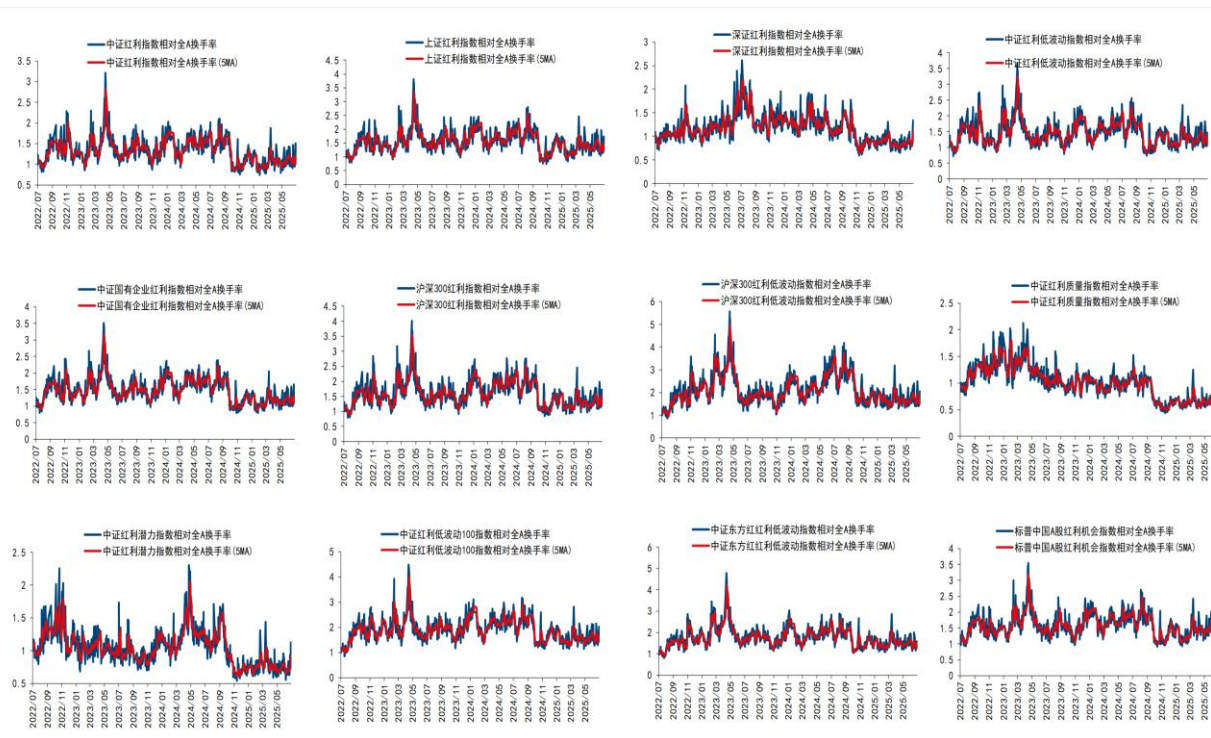
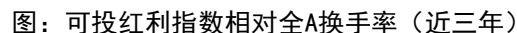


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



**国信证券**  
GUOSEN SECURITIES

图：可投红利指数相对全A换手率（近一年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 可投红利指数对比

➤ 截至2025年7月下旬，从股息率角度看上证红利、中证红利、S&P红利机会更占优；S&P红利机会、红利质量、红利潜力指数股息率分位数处于滚动三年高位。从资本利得角度看，预期增速更高的指数包括深证红利、红利质量和红利潜力；深证红利、S&P 红利机会指数远期△G更高。分位数和拥挤度信号看，部分高增长指数处于“低估值+不拥挤”阶段。增速与高股息率往往不可兼得，融入盈利因子的高股息指数，股息率大多无法超过4%。

图：可投红利指数对比

| 指数名称              | 股利收入           |       |       |       |                    | 资本利得                      |                      |                               |                          |                     | 估值与筹码               |             | 表现对比  |       |  |
|-------------------|----------------|-------|-------|-------|--------------------|---------------------------|----------------------|-------------------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|-------------|-------|-------|--|
|                   | 年末对应股息率(近12个月) |       |       |       | 滚动三年<br>股息率<br>分位数 | 一致预测<br>净利润增速<br>(两年CAGR) | 一致预测<br>净利润增速<br>(%) | 一致预测<br>净利润增速<br>(FY2比FY1, %) | △G<br>(FY2-<br>FY1, pct) | 滚动一年<br>拥挤信号<br>分位数 | 滚动三年<br>拥挤信号<br>分位数 | 相对全A年化超额(%) |       |       |  |
|                   | 2021年          | 2022年 | 2023年 | 2024年 |                    |                           |                      |                               |                          |                     |                     | 近一年         | 近三年   | 近五年   |  |
| 中证红利指数            | 5.53           | 6.53  | 6.20  | 5.04  | 0.00               | 1.48                      | 0.18                 | 2.79                          | 2.60                     | 65.2%               | 32.2%               | -22.37      | 3.00  | 3.22  |  |
| 上证红利指数            | 6.08           | 7.24  | 6.65  | 5.08  | 0.00               | 0.24                      | -1.27                | 1.77                          | 3.05                     | 51.4%               | 33.3%               | -25.79      | 3.53  | 2.82  |  |
| 深证红利指数            | 2.43           | 3.09  | 3.18  | 3.81  | 84.30              | 11.08                     | 10.52                | 11.65                         | 1.13                     | 77.8%               | 42.1%               | -20.72      | -4.64 | -6.53 |  |
| 中证红利<br>低波动指数     | 5.66           | 7.00  | 6.39  | 4.97  | 0.14               | 1.99                      | 1.14                 | 2.85                          | 1.72                     | 40.1%               | 27.4%               | -17.43      | 8.07  | 6.06  |  |
| 中证国有企业<br>红利指数    | 5.36           | 6.25  | 6.33  | 4.96  | 0.00               | 1.36                      | 0.11                 | 2.63                          | 2.52                     | 69.0%               | 34.4%               | -18.33      | 4.04  | 4.31  |  |
| 沪深300<br>红利指数     | 5.31           | 5.95  | 6.10  | 4.83  | 0.00               | 2.19                      | 0.90                 | 3.50                          | 2.60                     | 59.4%               | 35.8%               | -14.78      | 5.57  | 2.02  |  |
| 沪深300红利<br>低波动指数  | 4.36           | 5.53  | 4.74  | 4.31  | 0.00               | 2.56                      | 1.82                 | 3.30                          | 1.48                     | 38.0%               | 25.2%               | -22.43      | 9.88  | 5.51  |  |
| 中证红利<br>质量指数      | 1.64           | 2.18  | 2.94  | 3.35  | 70.80              | 7.05                      | 5.40                 | 8.72                          | 3.31                     | 73.6%               | 24.2%               | -14.73      | -1.15 | -2.18 |  |
| 中证红利<br>潜力指数      | 2.45           | 3.23  | 3.95  | 3.53  | 69.01              | 8.80                      | 6.73                 | 10.91                         | 4.18                     | 67.7%               | 30.7%               | -23.48      | -3.17 | -3.01 |  |
| 中证红利<br>低波动100指数  | 5.26           | 5.95  | 5.53  | 4.75  | 0.41               | 2.16                      | 1.48                 | 2.83                          | 1.35                     | 48.9%               | 26.5%               | -17.44      | 5.65  | 5.00  |  |
| 中证东方红<br>红利低波动指数  | 4.65           | 5.75  | 5.57  | 4.39  | 0.00               | 2.26                      | 1.94                 | 2.59                          | 0.64                     | 22.5%               | 14.2%               | -14.91      | 11.14 | 8.94  |  |
| S&P中国A股<br>红利机会指数 | 5.56           | 6.81  | 6.83  | 5.18  | 0.00               | 1.42                      | 0.22                 | 2.63                          | 2.41                     | 46.4%               | 30.4%               | -14.85      | 4.67  | 3.63  |  |

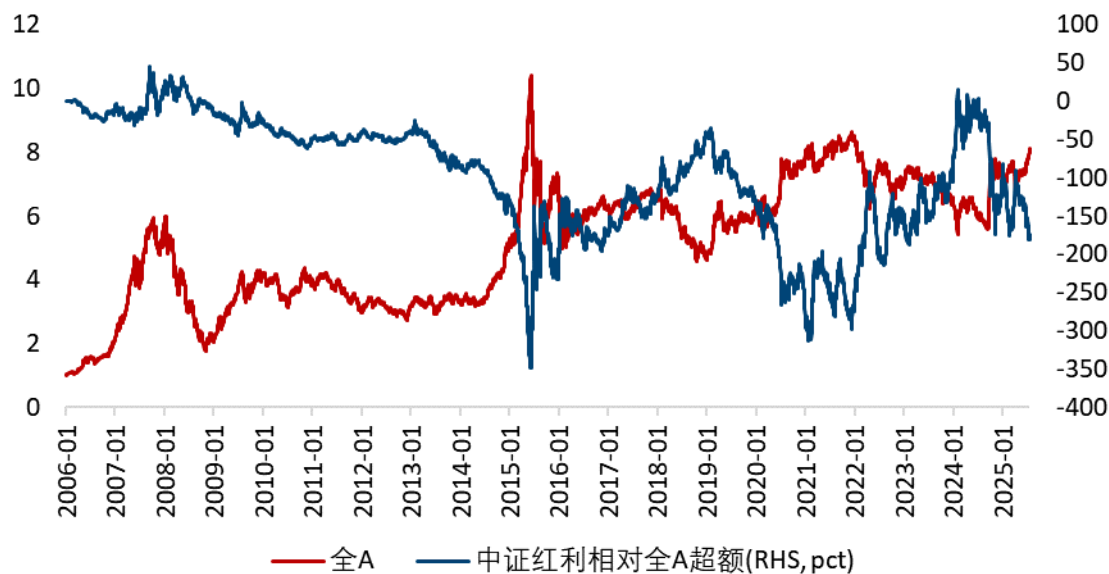
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注:数据截止2025年7月23日

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- 自上而下看，高股息策略跑出超额的大部分时间为熊市，但高股息策略本身不仅仅是“熊市避风港”。以基日较早的中证红利和高分红指数作为高股息策略的代表，在万得全 A 和沪深 300 两个参考系口径下，高股息策略占优的时间段如图所示。在高股息策略占优的时间段中，既有 2006-2007 年底这样的大牛市，又有 2008 年、2022 年上半年的阶段性调整，还有 2015-2018 年的“熊-牛-熊切换”以及 2021 年这样的“结构牛”。不同的市场环境下，高股息策略都存在相对占优的可能，尽管从标的自身的属性上看，低估值属性结合可观的股息收益在熊市更具防御性，但高股息策略不仅仅是“熊市避风港”。

图：中证红利相对全A



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证红利相对300



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- 2006年9月至2007年10月，是高股息占优的典型牛市区间。2006 年的上涨周期可以切分为以下两段，第一段为 2006 年 1 月至 6 月，第二段为 2006 年 8 月至年末，中间经历了 2 个月左右的震荡期。2006 年 10 月 27 日工商银行在 AH 市场同时上市，带动银行股在年末最后两个月持续大涨，银行、非银、地产等大金融板块配置较多的高股息策略顺势跑赢大盘。此外，下半年银行股的上涨也与货币政策紧缩和利率市场化的推进有直接关系，央行年内两次上调金融机构人民币存贷款基准利率，长期利率上调幅度大于短期利率进而导致息差扩大。
- “十次升准，六次加息”，货币政策“稳健”到“从紧”，是普涨走向尾声的trigger。针对货币信贷扩张压力较大的情况，货币政策在 2007 年由“稳健”转向“从紧”，具体操作包括：1) 加大央行票据发行力度，全年票据余额增加 4600 亿；2) 持续上调金融机构人民币存款准备金率共 5.5 个百分点，除 3 月和 7 月外，每月均有上调；3) 先后六次上调金融机构人民币贷款基准利率。同年 12 月的经济工作会议明确提出了从紧的货币政策，收水信号强烈。货币政策从紧的大背景下，流动性拐点确认，普涨走向尾声。

图：高股息策略占优时间段及超额收益复盘

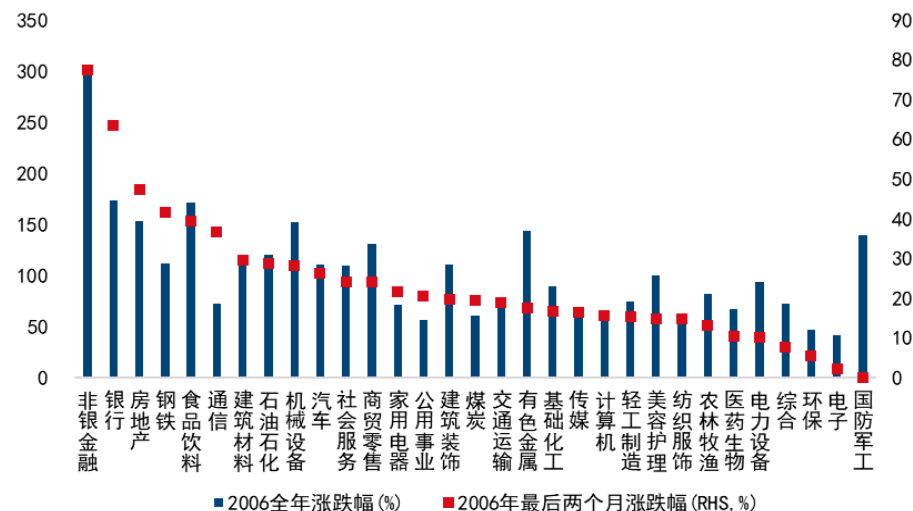
| 起始日期       | 截止日期       | 中证红利<br>涨跌幅(%) | 红利低波<br>涨跌幅(%) | 万得全A<br>涨跌幅(%) | 沪深300<br>涨跌幅(%) | 中证红利<br>相对全A | 中证红利<br>相对300 | 红利低波<br>相对全A | 红利低波<br>相对300 |
|------------|------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 2006/9/29  | 2007/10/12 | 356.1          | 312.6          | 267.4          | 316.4           | 88.7         | 39.7          | 45.1         | -3.9          |
| 2008/1/12  | 2008/5/23  | -30.4          | -24.6          | -33.0          | -35.4           | 2.6          | 5.0           | 8.5          | 10.9          |
| 2011/8/16  | 2013/2/1   | 2.1            | -5.0           | -9.0           | -4.0            | 11.1         | 6.1           | 3.9          | -1.1          |
| 2015/8/14  | 2018/12/28 | -11.6          | -5.6           | -38.4          | -21.1           | 26.8         | 9.5           | 32.8         | 15.5          |
| 2021/12/10 | 2024/2/6   | 11.3           | 24.2           | -34.0          | -31.6           | 45.3         | 42.9          | 58.2         | 55.8          |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：沪深300、红利低波、中证红利均取全收益指数进行复盘

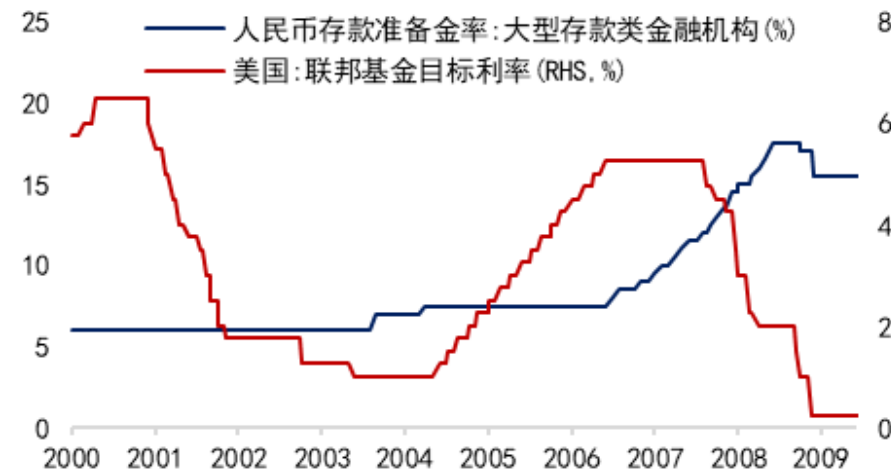
# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- 行业指数表现上看，本轮高股息占优区间，非银、有色、煤炭、地产、银行、钢铁涨幅靠前，分别上涨 536.0%、420.8%、396.1%、391.8%、359.8%和339.4%。本轮相对全A 跑出超额的行业基本集中在金融地产和上游周期品。

图：2006年全年大金融板块占优

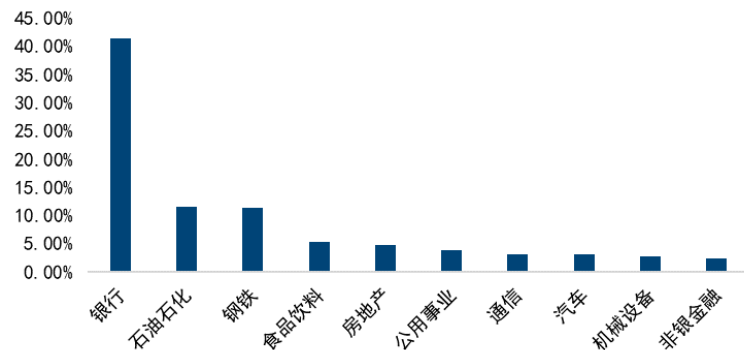


图：2006年9月起，中美货币政策错位



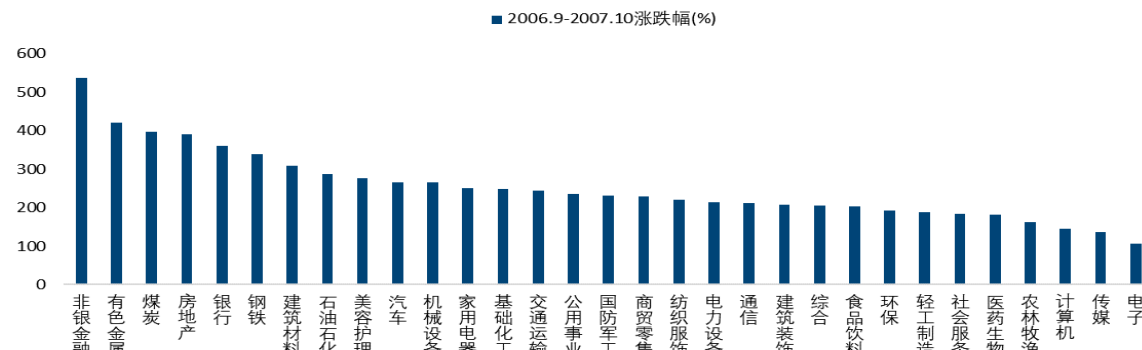
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2006年Q4银行对中证红利涨幅贡献超过40%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：本轮高股息占优区间各一级行业涨跌幅



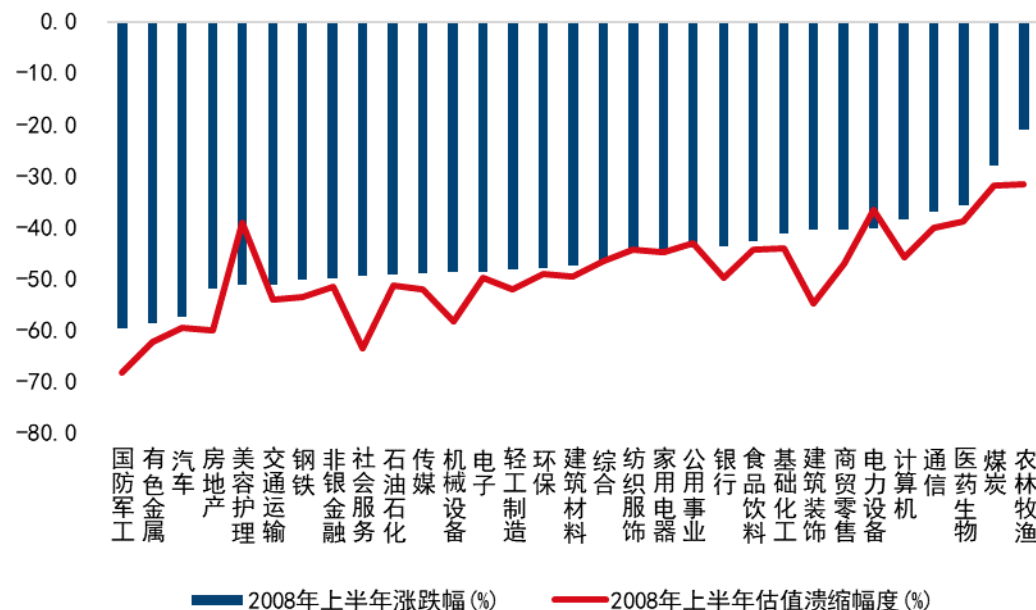
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

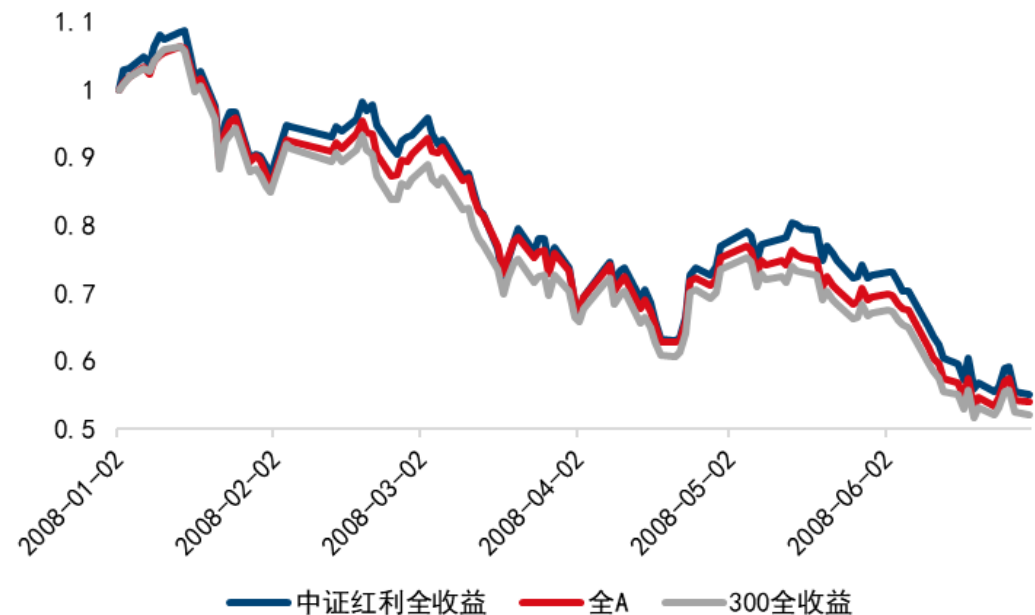
# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- 2008年上半年多利空导致市场宽幅调整，情绪面恐慌蔓延，上半年估值收缩幅度大，“区间熊”背景下高股息同样占优。2008年1月15日花旗银行公布2007年第四季度亏损近百亿，次日央行宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金，两项事件叠加下A股持续重挫。自1月16日至4月23日，A股重要宽基指数下跌幅度均超30%。从指数走势上看，以中证红利&高分红为代表的高股息指数在走势上与大盘和全A相似，但整体回撤幅度更小，更显韧性。08年上半年的大幅调整同样带来了风险偏好的回落，相对稳健的高股息策略在这一历史背景下更受青睐。

图：本轮高股息占优区间各一级行业涨跌幅



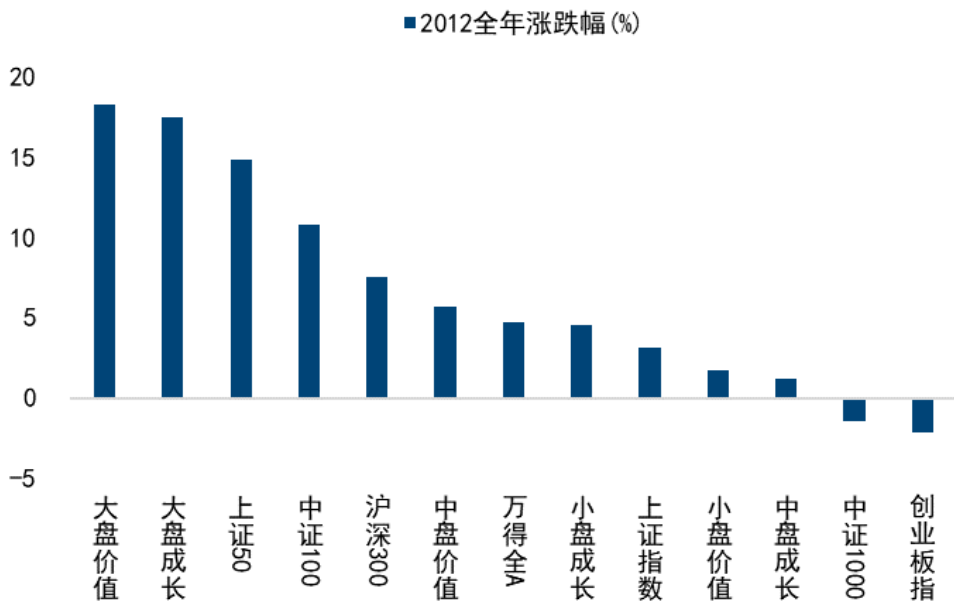
图：高股息指数作为“避风港”更抗跌



# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

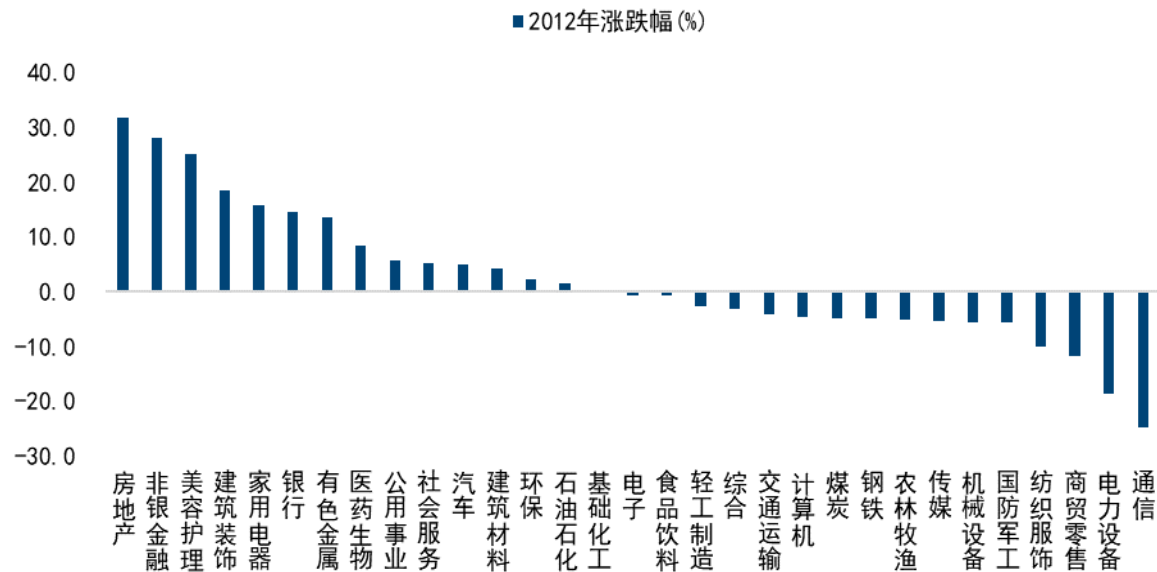
- “震荡市”典型优势区间主要集中在2011年8月至2013年2月，“先地产，后银行”领涨轮转下，高股息策略相对占优。整个 2012 年，板块差异分化很大，总体而言属于震荡行情，其中上证指数上涨 3%，全 A 上涨 5%，上证50 和沪深 300 分别上涨 15%和 8%，整体风格偏向大盘&主板蓝筹，高股息策略在这样的市场风格下相对受益，高分红和高股息策略指数相较中证红利在 2012 年的超额更为明显。
- 从行业特征看，“地产+地产后周期+银行非银”基本构成了 2012年上涨的主力军，2012 年全年房地产领涨一级行业，涨幅达 32%；非银金融、建筑装饰、家用电器、银行分别上涨 28%、19%、15%、15%。房地产政策在 2012 年有了各式各样的边际放松，包括但不限于：1）多城市公积金贷款额度放宽；2）首套房贷款利率下降；3）6、7 月央行降息下调基准利率。政策的持续放宽，带动商品房销售面积同比迅速上升，开启地产上行周期，2013年 2 月累计同比增速更是上升到 49.5%。

图：2012年全年风格一定程度上利好红利策略



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：大金融+地产后周期是2012年领涨的主力军

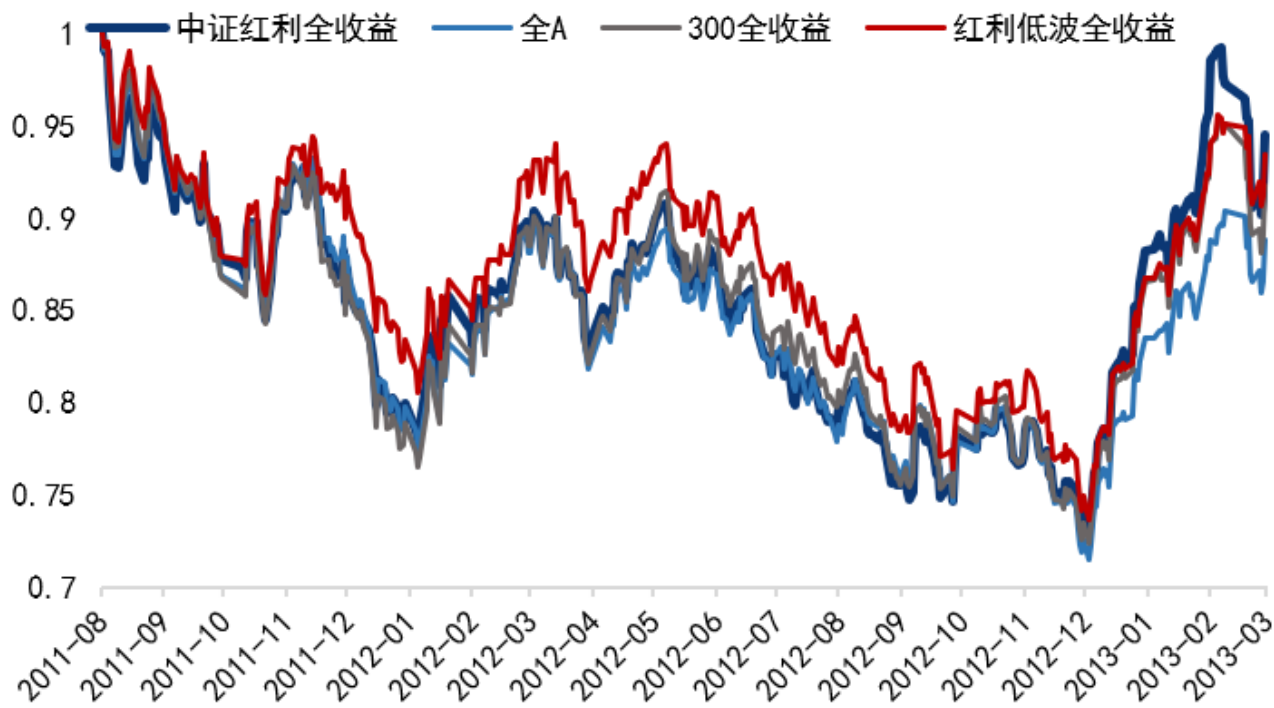


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- “牛熊转换”期间，高股息策略的优势也有可能伴随全区间，2015年9月至2018年12月是典例。2015年9月至2018年12月，高股息策略持续占优。从市场方向上看，2015年9月至2018年12月可以拆解成三个部分：1) 短期宽幅调整：2015年9月至2016年2月；2) 长期慢牛：2016年2月至2018年1月；3) 中期持续调整：2018年1月至2018年12月。
- 短期宽幅调整往往伴随风险偏好的急速下降，历史上风险偏好急速下降期间，高股息策略防御性较强，表现相对稳健。以上证指数 ERP 作为风险偏好的度量指标，可以发现，在2008年1到5月、2011年7到10月、2015年8到10月、2021年6到9月、2022年1到5月等 ERP 拐点或急速上升阶段(二阶导为正)，即短期风险偏好下行区间内，高股息策略相对占优。

图：2011年8月至2013年2月高股息策略占优



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2007年至今商品房销售面积与房地产开发投资

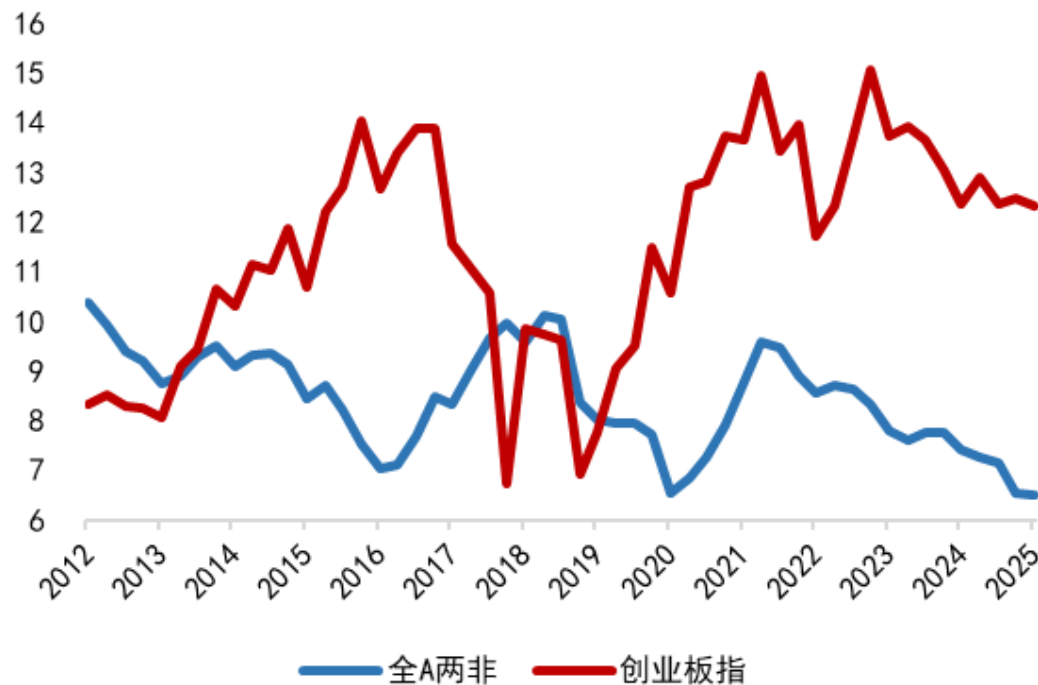


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

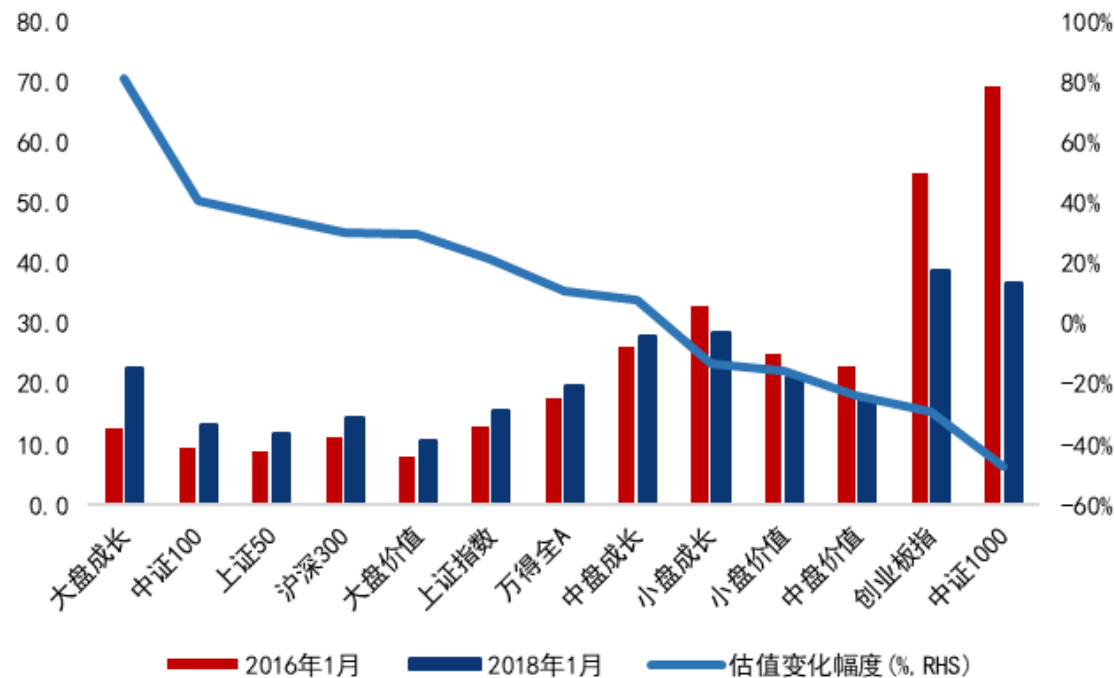
# 认知差1：高股息策略不仅仅是“熊市策略”

- 除了风险偏好急降区间外，2016 年初至 2018 年初慢牛环境下高股息也占优，核心关键在于估值体系修正背景下的大盘风格持续占优。供给侧结构性改革后，我国经济名义增速出现回升，企业利润出现显著改善，全 A 两非口径下的 ROE 在 2016 年发生反转，引导市场风格向大盘切。对比本轮反转开始的 2016 年 2 月和反转结束的 2018 年 2 月，从指数估值层面上可以看到全 A 口径的 PE(TTM) 从 2016 年 2 月的 17.7 倍提升到 20.5 倍，大盘价值和大盘成长分别从 8 倍提升到 11.6 倍、12.3 倍提升到 23.3 倍，大盘风格估值回升幅度显著优于全 A。另一个值得注意的点在于，创业板、中证 1000 这类整体市值更偏中小的指数，估值水平都有显著的回调，中证 1000 回调幅度接近 50%。盈利能力强且盈利稳定的公司在 2016-2018 年初估值回升到了合理偏高水平，而 2013-2015 年间生拔估值幅度较大的中小创整体估值都在不断向下走。估值体系修正背后是投资者在 ROE 和利润增速上的偏好变化，对于收利体量因并购扩张但 ROE 下行的中小创，投资者会认为并表带来的外延式收利双增不具备长期可持续的趋势。

图：全A两非和创业板ROE自2016年开始背离



图：慢牛期间小盘估值水位下降，大盘风格回升



## 认知差2：利率上下行对高股息策略影响不大

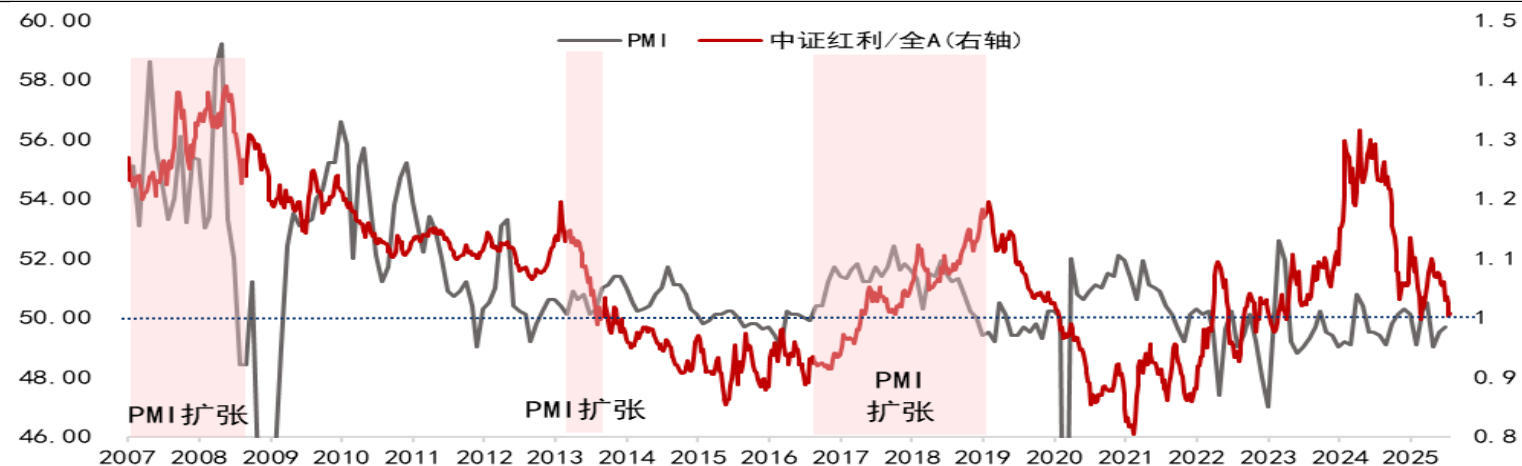
- 2015年以前高股息策略相对占优区间内利率大多上行，一定程度上与以中证红利指数为代表的高股息指数在周期和必选消费上的行业暴露较高有关系。2015-2021年高股息策略占优的时间段内，利率上下行时间各半，高股息策略对利率整体不敏感。2021年以来，利率中枢下行，高股息相对全A长期占优。
- 利率上行期高股息占优的逻辑在于通胀处于上升通道，对顺周期资产形成支撑；利率下行期支持高股息占优的逻辑在于“类债券”属性下的股息收益优势被放大，绝对收益配置资金转移驱动高股息资产获得增量资金支持。利率上行+PMI扩张双重信号确认下，高股息相对收益表现可观。2021年以前利率下行但高股息不占优的核心原因在于资金跨资产流动不够灵活。

图：利率与红利指数关系



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据更新至2025.7.23

图：PMI与红利指数关系

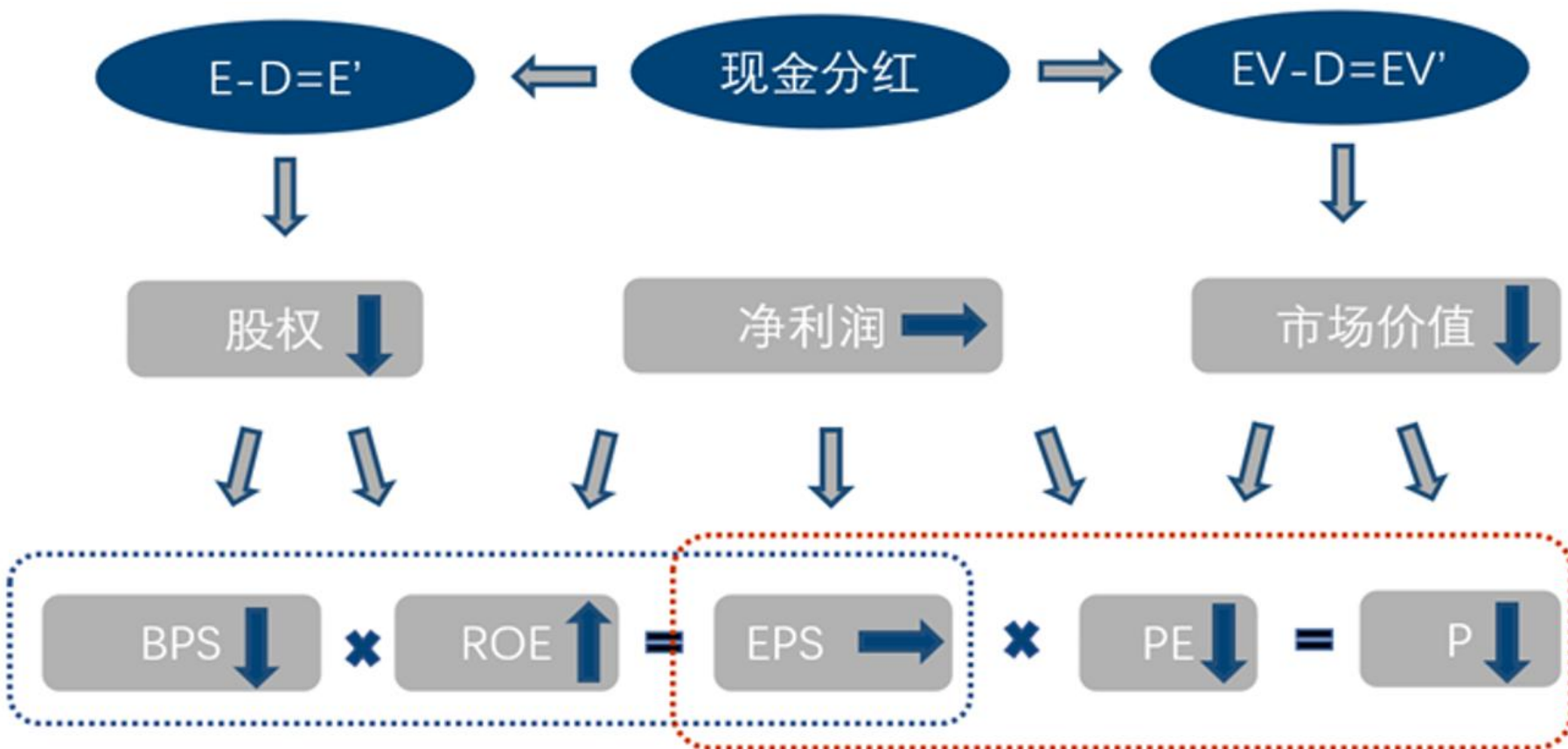


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据更新至2025.7.23

## 认知差3：填权行情并不显著

- 从财务分析框架出发：分红造成估值和股价的同步下修，分红部分价值流出。假设不发生填权，估值将低于股票的合理估值水平，短期内股价吸引力提升，因此惯常认知往往认为“填权行情”存在。对于有能力持续进行高分红的公司，在运营过程中构筑了自身的护城河，业绩稳定增长推升股价。

图：除权除息对A各财务指标的影响



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

# 认知差3：填权行情并不显著

- 但在实际操作层面，如果我们以除权除息日往后获得正收益的概率作为统计口径，2011、2012、2015、2018年报分红企业除权除息后的绝大多数时段获得正收益的概率低于50%。
- 如果刨除市场整体走势影响，从相对收益的视角看，“填权”行情往往发生在180个交易日后，2021、2022年报分红企业在除息日往后180个交易日的相对全A的平均超额收益接近或高于10%，2024年中市场整体下行的过程中，个股除权除息后的180个交易日内各观测窗口平均超额均为正。

图：除权除息后的30到180个交易日内，个股相全A的平均超额

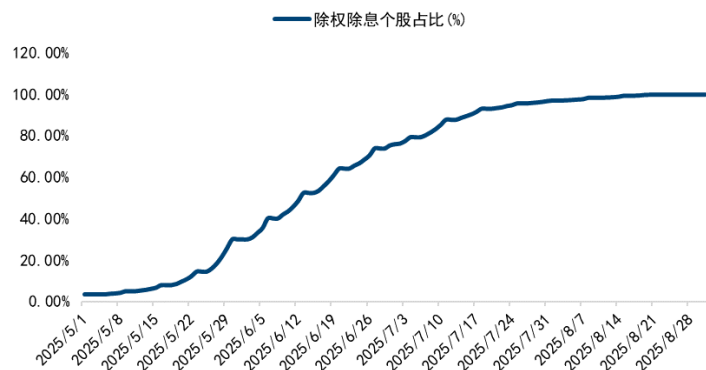
| 年报    | T+30   | T+60   | T+90   | T+120   | T+150   | T+180   |
|-------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 2006年 | 0.63%  | -0.88% | -4.14% | -10.48% | -11.67% | -6.92%  |
| 2007年 | -3.27% | -5.57% | -9.15% | -5.77%  | -0.09%  | 4.33%   |
| 2008年 | -0.29% | -0.17% | -0.59% | 0.99%   | 4.38%   | 7.35%   |
| 2009年 | -3.48% | -2.28% | 1.44%  | 6.38%   | 11.67%  | 15.61%  |
| 2010年 | 1.21%  | 5.03%  | 6.67%  | 9.32%   | 10.04%  | 10.26%  |
| 2011年 | -0.78% | 1.13%  | 0.71%  | -0.59%  | -4.00%  | -5.00%  |
| 2012年 | -0.59% | 0.05%  | -0.25% | -2.78%  | -3.67%  | -2.00%  |
| 2013年 | 3.24%  | 5.86%  | 8.10%  | 9.77%   | 14.59%  | 20.56%  |
| 2014年 | 1.39%  | 3.27%  | 5.21%  | -0.42%  | -10.04% | -8.24%  |
| 2015年 | 2.96%  | 3.43%  | 3.68%  | 6.26%   | 7.35%   | 7.44%   |
| 2016年 | 0.27%  | -0.16% | 0.50%  | -0.01%  | -1.13%  | -2.67%  |
| 2017年 | -3.82% | -4.92% | -6.80% | -10.53% | -13.60% | -13.80% |
| 2018年 | -1.47% | -2.74% | -3.30% | -2.05%  | -1.92%  | -1.63%  |
| 2019年 | -1.81% | -1.49% | -1.28% | -1.68%  | -0.42%  | 2.54%   |
| 2020年 | 0.07%  | 0.70%  | -0.24% | -5.00%  | -12.23% | -9.72%  |
| 2021年 | 2.75%  | 6.08%  | 5.12%  | 9.88%   | 12.03%  | 12.14%  |
| 2022年 | 2.92%  | 5.14%  | 6.57%  | 7.33%   | 6.58%   | 9.85%   |
| 2023年 | 0.12%  | 0.90%  | 1.39%  | 1.64%   | 0.97%   | 3.01%   |
| 平均值   | 0.00%  | 0.74%  | 0.76%  | 0.68%   | 0.49%   | 2.39%   |

资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

# 2024年报分红填权行情成色几何-整体视角

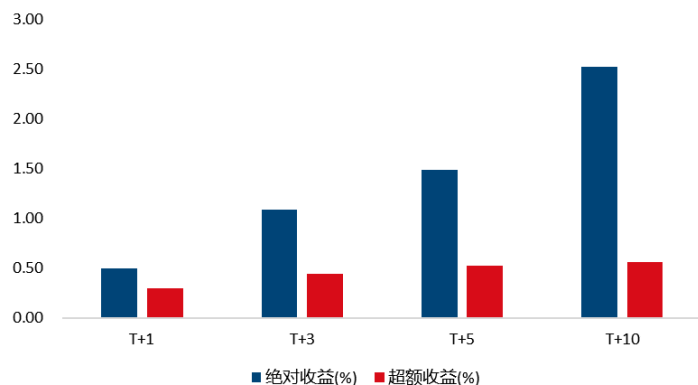
- 整体视角看，填权行情有绝对收益且有一定超额，除权除息次日、3个交易日、5个交易日、10个交易日的绝对收益分别在0.49%、1.09%、1.48%和2.52%，超额主要出现在T+1到T+3之间。
- 股息率分组视角，高股息个股分红后填权行情显著弱于股息在2%以下的个股，股息率高于5%的个股，除权除息后的半个月內，绝对收益、超额收益均大幅跑输其他组别。

图：2024年报除权除息进程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

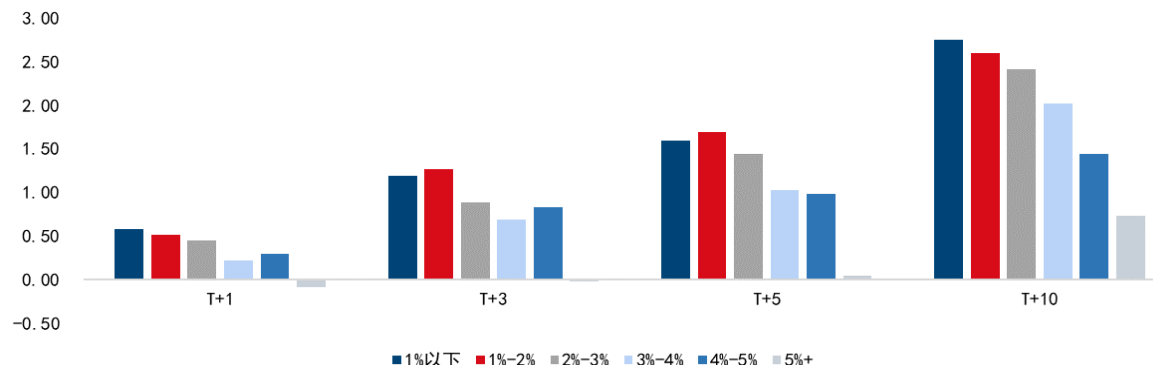
图：2024年报除权除息绝对收益与超额收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

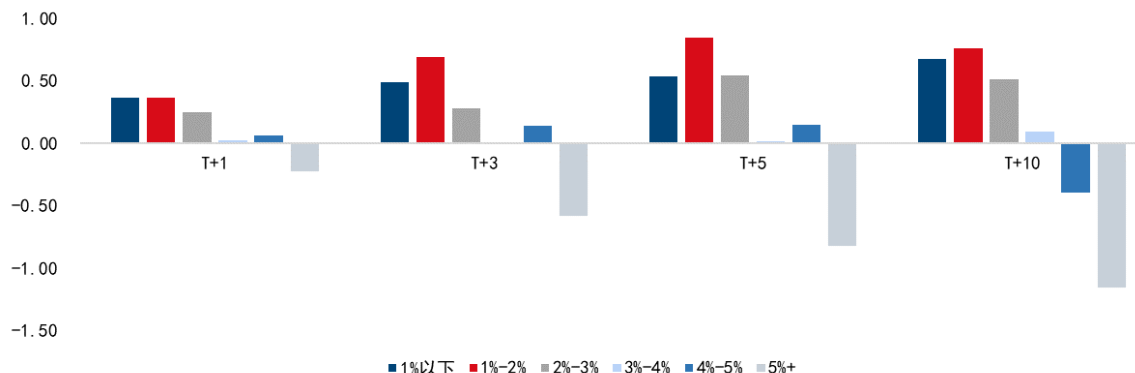
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：股息率分组视角下的绝对收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

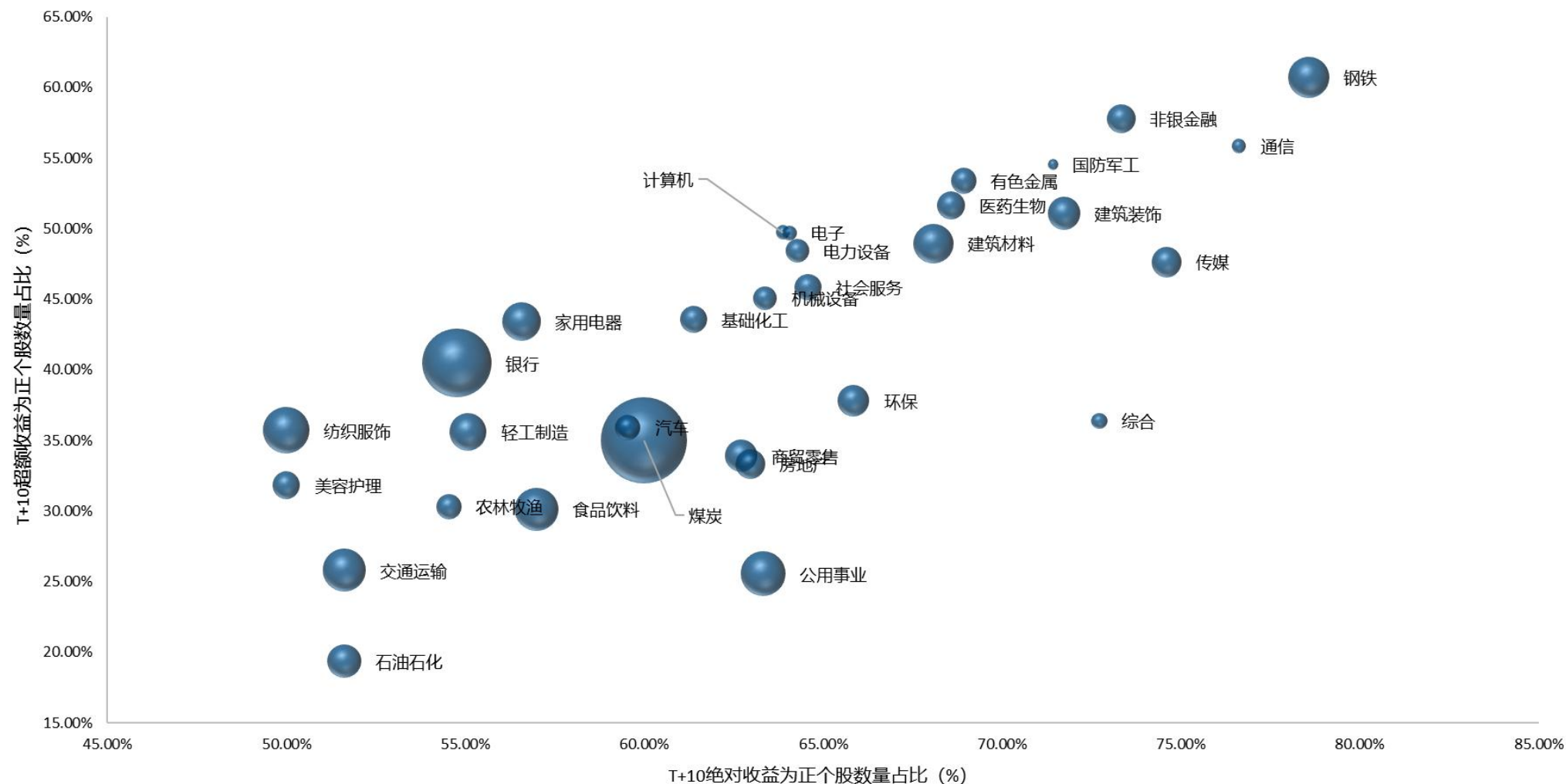
图：股息率分组视角下的超额收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 2024年报分红填权行情成色几何-行业视角

图：股息率分组视角下的绝对收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

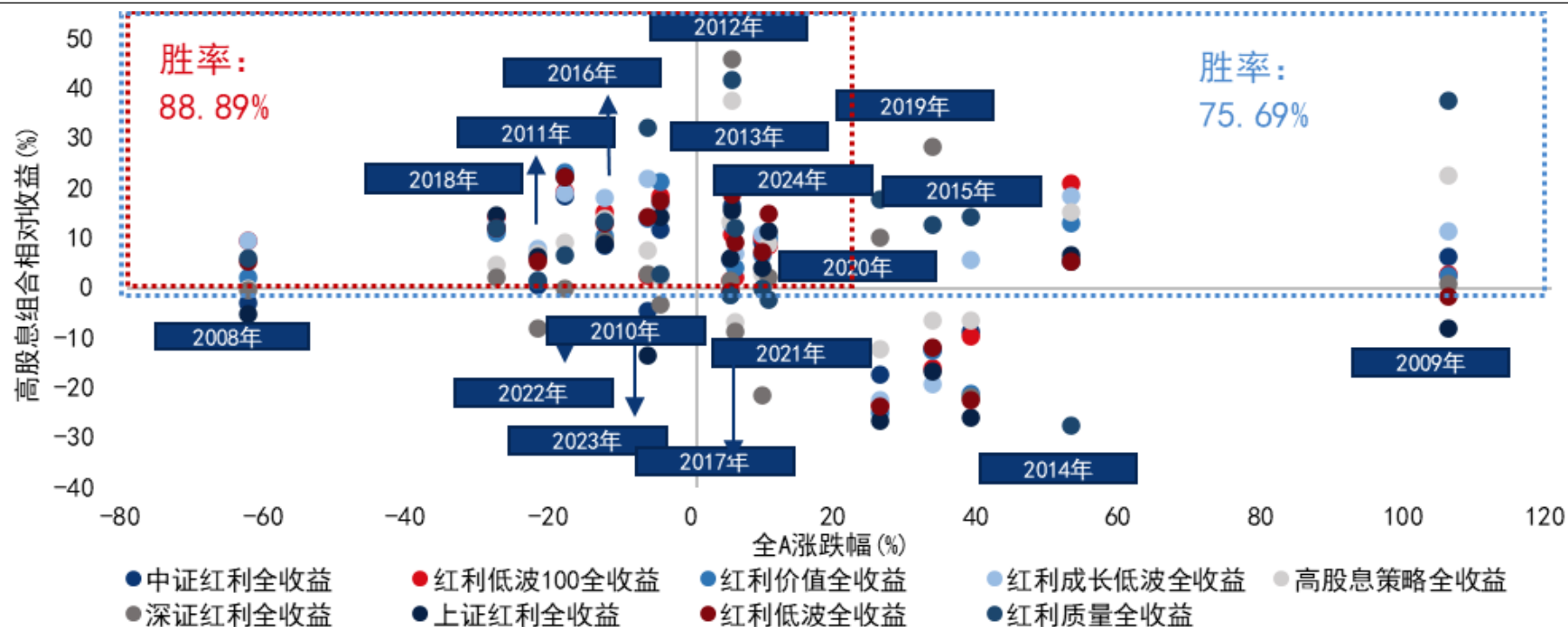
注：数据截至2025.8.13，气泡大小为行业统计样本股息率均值

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

## ➤ 思路1：战略层面“贵在坚持，久久为功”

- “坚持长期主义，兼顾质量因子，规避筹码拥挤，重视预期股息”是配置高股息资产的重要法则：1) 从长期持有的角度上说，在风格相对均衡的情况下，高股息组合长期收益率都较好；2) 基于纯红利、红利低波、红利策略的可投指数划分视角下，我们发现高增长与高股息往往不可兼得，股息率角度纯红利策略占优，资本利得角度可考虑预期增速更高的红利质量、红利潜力指数，S&P A股中国红利机会兼顾分红稳定性与成长性；3) “高股息+低换手”策略近三年在沪深300和全A两个样本池中超额收益显著，控制波动能力较强；4) 个股当前的股息率优势可能伴随估值持续上升不断削弱，可基于预期净利润和预期分红比例进行预期股息率测算筛选全市场预期股息率最高的个股组合。
- 综合考虑资本利得和股息收益，A股高股息指数在普遍承压或结构性行情中的表现都较为可观。2018、2016、2017年，各类高股息组合都能够战胜全A，2008、2011、2022、2023、2010、2021年也都有2/3以上的高股息组合能够跑赢全A，从长期持有的角度上说，在风格相对均衡的情况下，高股息组合长期收益率都较好。相应地，高股息跑输的年份包括2009年(低估值风格失效)、2015年上半年(估值+流动性驱动的普牛末段)、2020年(极致的成长赛道风格)，跑输的时间段相对有限。

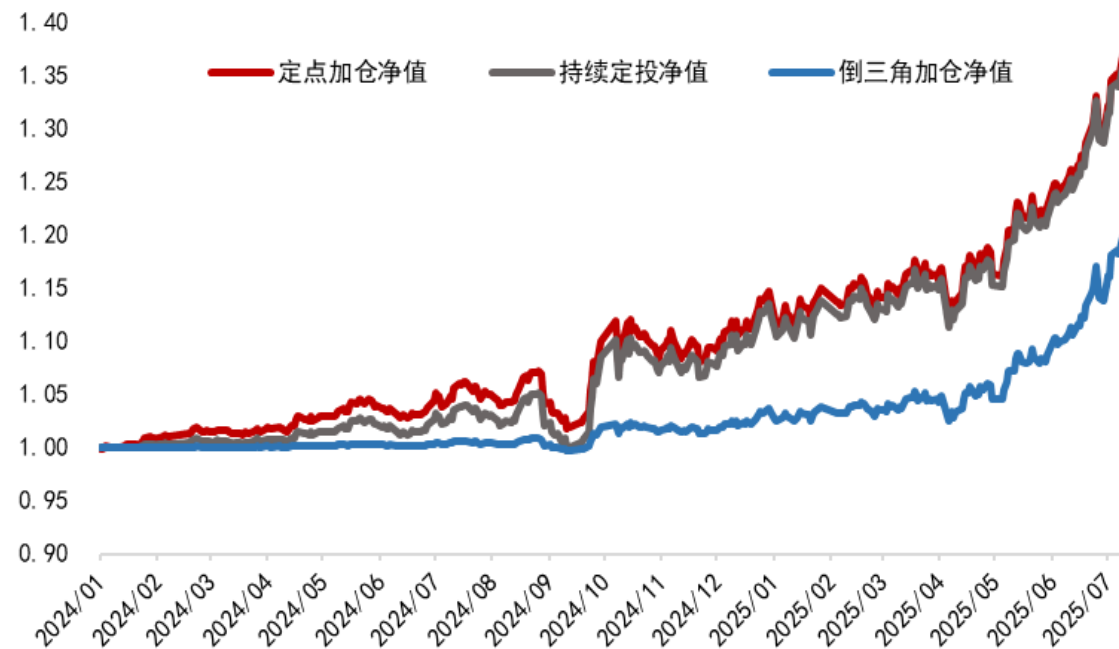
图：熊市和结构市，综合考虑股息收益+资本利得，高股息跑赢全A的概率在80%+，全A涨超20%的年份考验市场风格



## ➤ 思路1：战略层面“贵在坚持，久久为功”

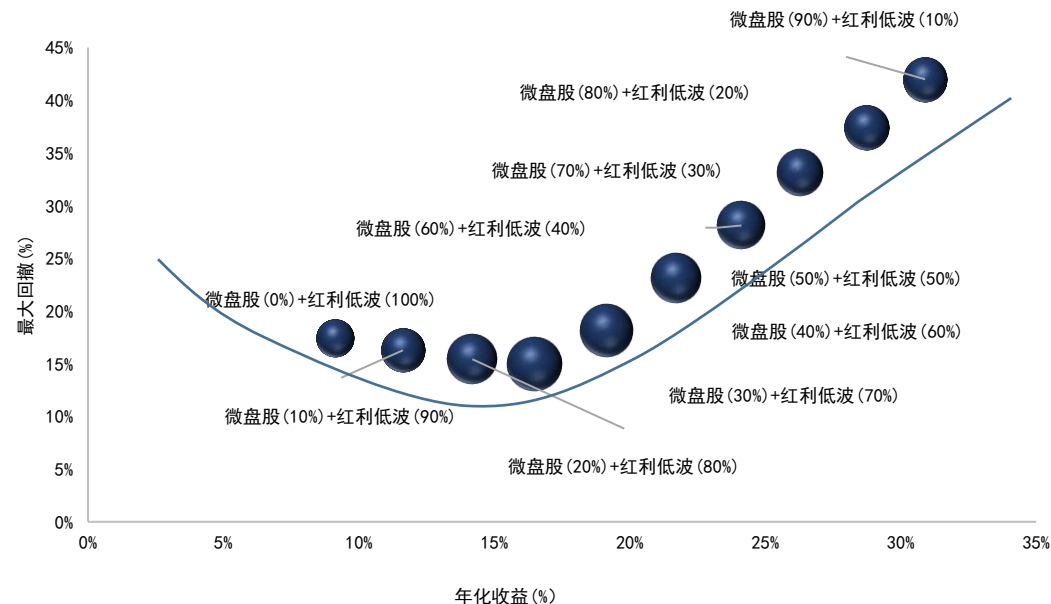
- 操作层面上，红利资产最优质的投资方式是Buy & Hold。我们以三种方式观测对银行股投资的收益率：1) 定点买入：每个季度末买入适量银行股；2) 持续定投：每日等额买入；3) 倒三角加仓：每日买入额较上一日增加1%。假设2024年1月以来三种模式的总投入金额相等，在定存利率为0的情况下进行压力测试，结果如下：定点买入综合收益率为33.82%、持续定投综合收益率为33%，然而倒三角加仓仅为17.34%。从结果上看，由于涨跌本身的不对称性，亏损10%需要11%+才能回本，亏损30%则需要42.8%才能回本，因此对于波动率提升过程中的底仓资产，若逐层加码往往会导致升波过程中的超额亏损。换言之，红利资产最优的方式无疑是Buy & Hold(买入并持有)。
- 沿杠铃策略微笑曲线思路布局，寻找低位红利资产。作为典型的风格对冲工具，红利和微盘需要在一定的权重组合下才能够实现最大的风险收益比，我们以红利低波和微盘股指进行按不同权重进行组合，回测近10年的风险收益情况，从年化收益/最大回撤看，仅有“红利六成、微盘四成”和“红利七成、微盘三成”能够实现年化收益/最大回撤大于1，考虑15%+的底仓收益和15%左右的年化回撤，则红利微盘七三开最优。

图：三种方式加仓银行的综合收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：杠铃策略微笑曲线

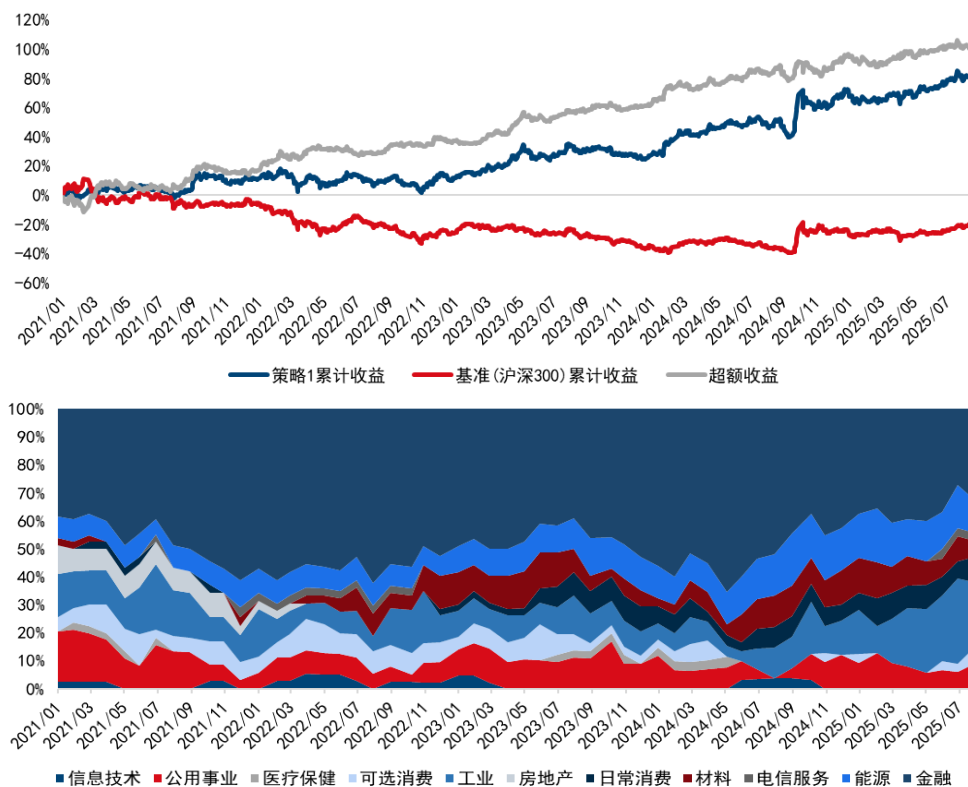


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

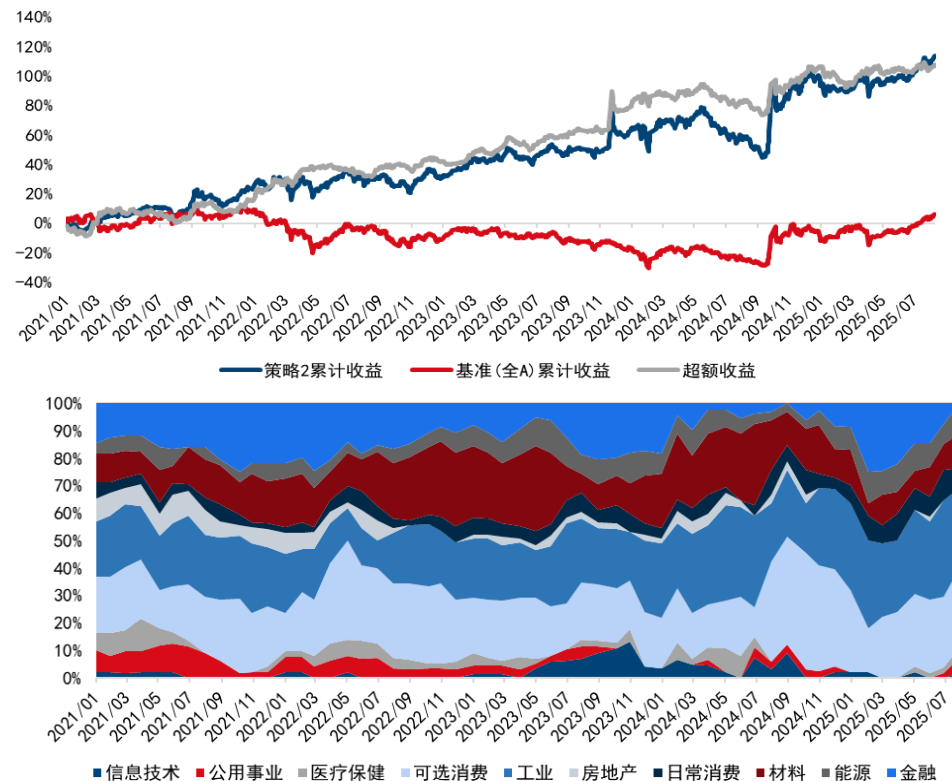
## 思路2：个股股息率因子+筹码锁定

- “高股息+低换手”策略同时享有潜在“低估值+低拥挤度”优势，利用个股股息率因子和60日平均换手率在沪深300、全A两个样本池内构建交易策略，并月频调仓。
- 策略1：沪深300样本池+近12个月股息率全市场前100+近60个交易日换手率处于全市场最低的20%（2021-2025年期间年化收益13.71%，沪深300基准年化-4.7%，年化超额18.4%）；
- 策略2：全A样本池+近12个月股息率全市场前100+近60个交易日换手率处于一级行业内最低的20%（2021-2025年期间年化收益18.0%，年化超额16.7%，夏普率0.98，其中2021-2023年夏普率超过1.2）

图：沪深300 “高股息+低换手”策略收益情况与行业配置



图：全A “高股息+低换手”策略行业配置情况



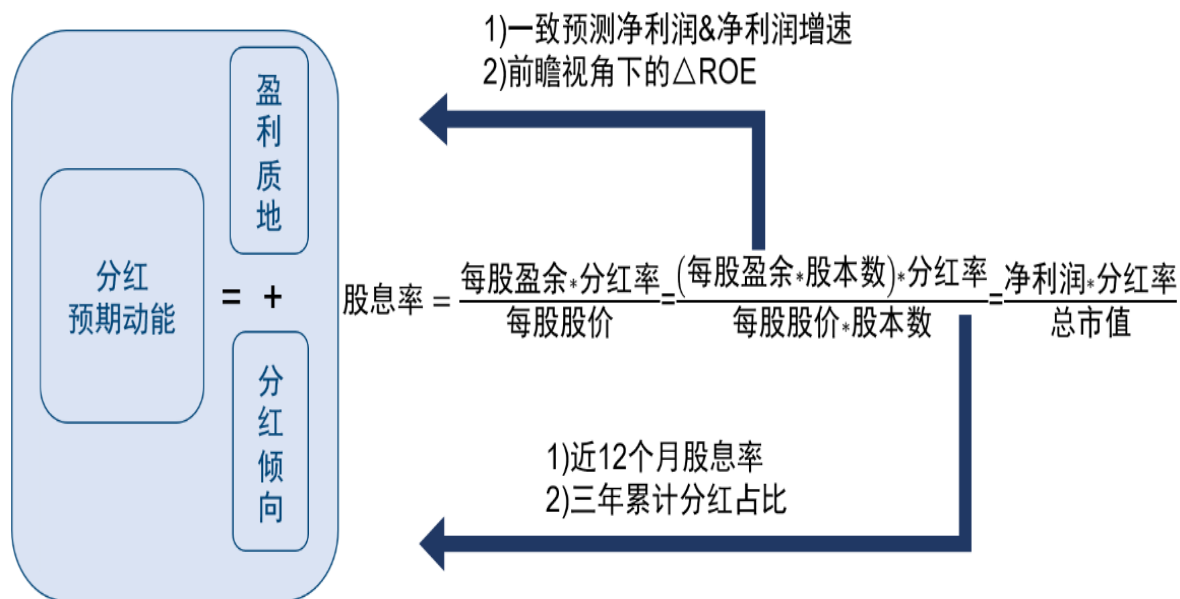
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据更新至2025.8.13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 思路3：预期股息率

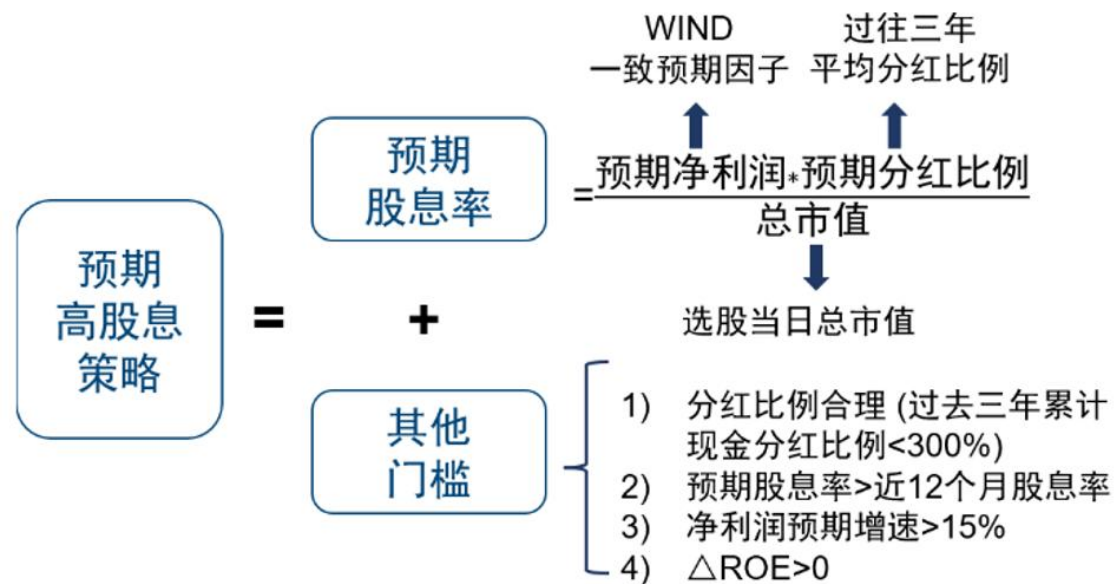
- 我们之所以需要关注预期股息率，是因为部分强周期行业存在股息率陷阱。从整个板块的视角出发，高股息策略指数权重占比较高的银行、煤炭、公用事业行业的股息率在年维度的周期内，仍可能有相对较大的变化。以个股数量更多的公用事业和分红稳定性更好的银行为例，银行股息率和估值基本呈现负相关关系，相关系数达到-0.8，整体法口径下公用事业股息率同样与板块估值有很强的负相关关系。板块内个股同样如此，在估值持续上升的过程中，股息率必然逐步回落，当前的高股息≠未来的高股息，仅仅以近12个月股息率为筛选因子可能存在股息率陷阱。
- 从预期分红动能=盈利质地+分红倾向的框架出发，盈利质地主要考察净利润预期增速>15%且预期ROE高于最近年报ROE，预期股息率则可以使用预期净利润、预期分红比例、总市值三个指标运算得到。考虑到企业整体分红意愿伴随经营情况发生变化，近三年的分红水平相较于长期分红比例能够更好地反映企业当前未来的近端分红情况，我们以过去三年平均分红比例作为预期分红比例的表征指标。考虑到部分企业存在分红超出盈利能力的问题，为了规避这一情况，过往三年的分红总额不能超过利润总额。

图：分红内生动能=盈利质地+分红倾向



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：预期高股息策略选择方法



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

思路3：预期股息率-组合参考

图：预期股息率-组合参考

| 代码        | 简称    | 一级行业 | 二级行业   | 预期股息率(%) | 近12个月股息率(%) | 总市值(亿)  | PE(TTM) | 一致预测<br>净利润(2025E, 亿) | 2024年涨跌幅(%) | 2025年YTD涨跌幅 | 近1个月涨跌幅(%) |
|-----------|-------|------|--------|----------|-------------|---------|---------|-----------------------|-------------|-------------|------------|
| 600578.SH | 京能电力  | 公用事业 | 电力     | 12.03%   | 2.78%       | 288.5   | 12.45   | 39.10                 | 22.64       | 25.58       | -7.11      |
| 301109.SZ | 军信股份  | 环保   | 环境治理   | 10.60%   | 4.50%       | 112.8   | 19.27   | 7.50                  | 11.74       | 24.86       | -6.30      |
| 600866.SH | 星湖科技  | 基础化工 | 化学制品   | 9.17%    | 4.71%       | 134.1   | 11.50   | 13.64                 | 47.66       | 31.55       | 7.31       |
| 300432.SZ | 富临精工  | 电力设备 | 电池     | 8.62%    | 0.50%       | 242.8   | 50.49   | 10.19                 | 46.48       | 29.96       | 10.16      |
| 002170.SZ | 芭田股份  | 基础化工 | 农化制品   | 8.56%    | 2.71%       | 99.7    | 18.92   | 11.94                 | 61.36       | 21.23       | -5.15      |
| 002895.SZ | 川恒股份  | 基础化工 | 农化制品   | 8.15%    | 4.20%       | 156.3   | 15.27   | 12.68                 | 35.42       | 10.07       | 10.96      |
| 000157.SZ | 中联重科  | 机械   | 工程机械   | 7.46%    | 4.01%       | 647.8   | 16.13   | 49.52                 | 16.18       | 7.62        | 5.58       |
| 600057.SH | 厦门象屿  | 交通运输 | 物流     | 7.22%    | 3.53%       | 195.6   | 12.87   | 17.79                 | 0.87        | 11.36       | -6.69      |
| 000672.SZ | 上峰水泥  | 建筑材料 | 水泥     | 7.08%    | 6.78%       | 88.6    | 12.79   | 7.69                  | 0.85        | 28.53       | 4.82       |
| 002545.SZ | 东方铁塔  | 基础化工 | 农化制品   | 7.03%    | 3.02%       | 123.5   | 20.51   | 9.45                  | 2.78        | 45.76       | 8.43       |
| 603508.SH | 思维列控  | 计算机  | 计算机设备  | 7.01%    | 4.21%       | 130.3   | 19.69   | 6.80                  | 58.42       | 50.15       | 21.51      |
| 002970.SZ | 锐明技术  | 计算机  | 计算机设备  | 6.96%    | 2.10%       | 84.4    | 24.99   | 4.10                  | 58.80       | 0.73        | 0.21       |
| 601168.SH | 西部矿业  | 有色金属 | 工业金属   | 6.94%    | 5.48%       | 435.1   | 13.68   | 37.85                 | 15.63       | 20.96       | 10.67      |
| 603766.SH | 隆鑫通用  | 汽车   | 摩托车及其他 | 6.70%    | 2.97%       | 277.0   | 20.21   | 18.73                 | 78.87       | 52.53       | 2.12       |
| 300181.SZ | 佐力药业  | 医药生物 | 中药II   | 6.50%    | 2.96%       | 140.3   | 25.68   | 6.65                  | 48.33       | 35.08       | 6.15       |
| 601216.SH | 君正集团  | 基础化工 | 化学原料   | 6.29%    | 2.72%       | 464.9   | 15.00   | 34.99                 | 51.95       | 7.72        | -0.36      |
| 000690.SZ | 宝新能源  | 公用事业 | 电力     | 6.25%    | 3.16%       | 103.4   | 12.98   | 9.17                  | 6.55        | 9.78        | -2.86      |
| 002215.SZ | 诺普信   | 基础化工 | 农化制品   | 6.00%    | 2.72%       | 129.5   | 17.10   | 9.09                  | 38.59       | 18.23       | 22.67      |
| 600887.SH | 伊利股份  | 食品饮料 | 饮料乳品   | 5.93%    | 4.44%       | 1,738.2 | 23.48   | 110.61                | 17.76       | -5.11       | -0.76      |
| 603816.SH | 顾家家居  | 轻工制造 | 家居用品   | 5.72%    | 5.11%       | 222.1   | 14.66   | 18.60                 | -18.16      | 3.42        | 7.13       |
| 600757.SH | 长江传媒  | 传媒   | 出版     | 5.60%    | 4.24%       | 117.4   | 10.82   | 10.98                 | 34.86       | 5.41        | -2.72      |
| 002536.SZ | 飞龙股份  | 汽车   | 汽车零部件  | 5.57%    | 1.63%       | 140.7   | 39.50   | 4.49                  | -13.51      | 115.91      | 64.19      |
| 301219.SZ | 腾远钴业  | 有色金属 | 能源金属   | 5.53%    | 0.82%       | 178.5   | 26.86   | 8.92                  | 18.70       | 35.52       | 15.43      |
| 600509.SH | 天富能源  | 公用事业 | 电力     | 5.47%    | 0.82%       | 92.2    | 38.58   | 6.18                  | 2.45        | 4.54        | 1.98       |
| 300035.SZ | 中科电气  | 电力设备 | 电池     | 5.25%    | 1.40%       | 122.8   | 29.69   | 6.17                  | 44.01       | 21.97       | 8.21       |
| 000600.SZ | 建投能源  | 公用事业 | 电力     | 5.10%    | 1.72%       | 136.4   | 18.86   | 10.27                 | 14.44       | 35.56       | -1.05      |
| 000719.SZ | 中原传媒  | 传媒   | 出版     | 4.90%    | 4.57%       | 134.4   | 12.15   | 13.37                 | 21.78       | 21.24       | -0.83      |
| 688772.SH | 珠海冠宇  | 电力设备 | 电池     | 4.87%    | 1.95%       | 172.5   | 43.50   | 9.06                  | -25.64      | -3.17       | 11.32      |
| 002315.SZ | 焦点科技  | 商贸零售 | 互联网电商  | 4.80%    | 2.18%       | 159.8   | 32.84   | 5.50                  | 32.57       | 22.70       | 3.30       |
| 002745.SZ | 木林森   | 电子   | 光学光电子  | 4.79%    | 4.78%       | 127.2   | 37.95   | 7.11                  | 9.14        | -1.10       | 7.26       |
| 000967.SZ | 盈峰环境  | 环保   | 环保设备II | 4.74%    | 2.76%       | 217.3   | 41.64   | 6.82                  | 7.75        | 41.77       | 11.31      |
| 601928.SH | 凤凰传媒  | 传媒   | 出版     | 4.71%    | 4.48%       | 283.8   | 16.23   | 22.38                 | 37.38       | 0.88        | -4.13      |
| 601098.SH | 中南传媒  | 传媒   | 出版     | 4.65%    | 4.23%       | 233.5   | 16.04   | 17.33                 | 55.79       | -10.45      | -5.59      |
| 601211.SH | 国泰海通  | 非银金融 | 证券II   | 4.65%    | 1.78%       | 3,548.9 | 15.58   | 220.15                | 29.98       | 9.43        | 2.56       |
| 600183.SH | 生益科技  | 电子   | 元件     | 4.60%    | 1.41%       | 1,035.4 | 54.20   | 27.98                 | 34.31       | 81.23       | 31.02      |
| 601311.SH | 骆驼股份  | 电力设备 | 电池     | 4.56%    | 3.05%       | 111.4   | 16.04   | 8.61                  | 7.18        | 18.40       | 9.83       |
| 000100.SZ | TCL科技 | 电子   | 光学光电子  | 4.51%    | 1.12%       | 881.5   | 37.73   | 62.18                 | 19.18       | -10.36      | -0.25      |
| 300573.SZ | 兴齐眼药  | 医药生物 | 化学制药   | 4.47%    | 1.66%       | 157.9   | 35.14   | 6.69                  | -45.53      | 30.73       | 20.51      |
| 301345.SZ | 涛涛车业  | 汽车   | 摩托车及其他 | 4.41%    | 1.15%       | 188.9   | 40.49   | 5.96                  | 10.89       | 171.18      | 24.52      |
| 603920.SH | 世运电路  | 电子   | 元件     | 4.39%    | 1.62%       | 266.5   | 35.73   | 9.03                  | 64.83       | 28.77       | 24.42      |

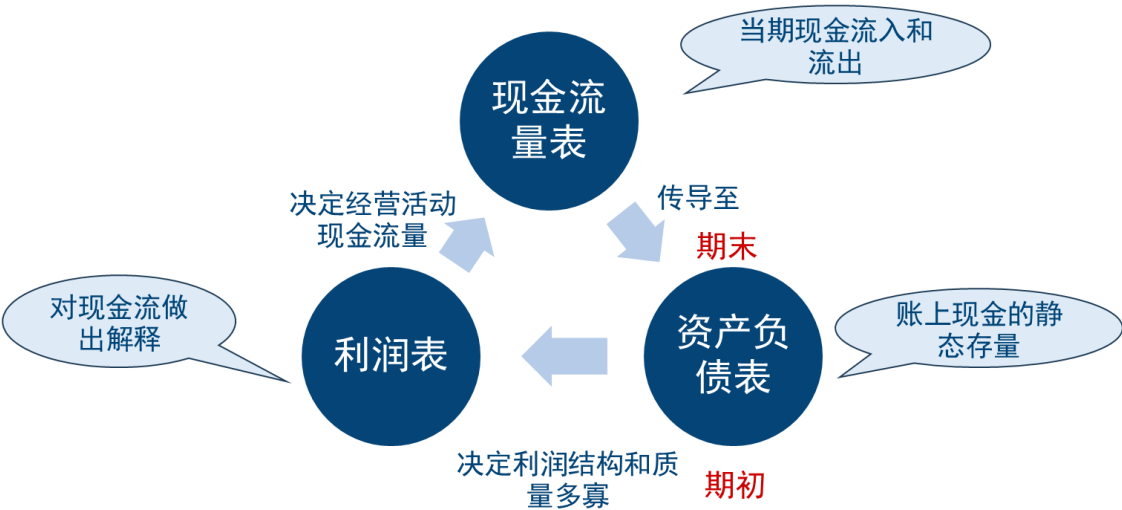
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注:本表个股基于客观数据整理，净利润采用Wind一致预期数据，不涉及主观意见与推荐

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

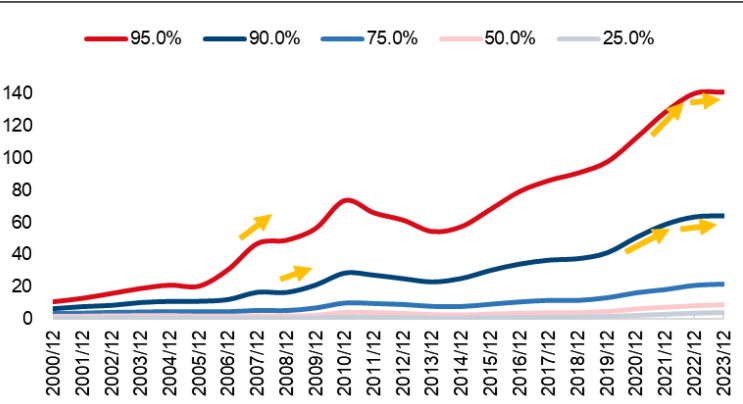
# 三张报表对现金流量和存量的影响机制

图：三张报表对现金流量和存量的影响机制



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：全A各分位数现金及现金等价物历史变迁（亿元）



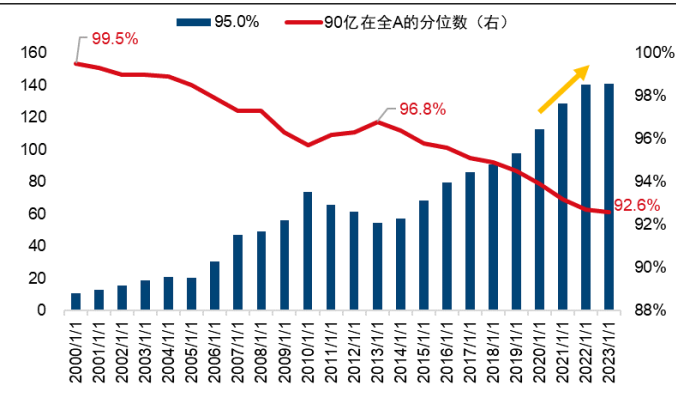
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：全A各分位数现金及现金等价物滚动均值

|      | 2000-2005 | 2006-2010 | 2011-2015 | 2016-2020 | 2021-2023 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 100% | 503.44    | 1307.11   | 4209.89   | 11801.81  | 21953.38  |
| 99%  | 73.66     | 298.23    | 343.00    | 714.53    | 1169.06   |
| 95%  | 16.63     | 51.36     | 61.51     | 93.39     | 136.77    |
| 90%  | 9.34      | 19.15     | 26.29     | 40.12     | 62.11     |
| 85%  | 6.46      | 12.26     | 15.96     | 23.98     | 38.40     |
| 80%  | 5.19      | 8.55      | 11.50     | 16.84     | 27.22     |
| 75%  | 4.29      | 6.58      | 8.88      | 12.85     | 20.48     |
| 70%  | 3.60      | 5.29      | 7.03      | 10.13     | 16.45     |
| 60%  | 2.64      | 3.52      | 4.70      | 6.64      | 11.32     |
| 55%  | 2.27      | 2.91      | 3.88      | 5.42      | 9.56      |
| 50%  | 1.94      | 2.41      | 3.20      | 4.48      | 8.12      |
| 35%  | 1.16      | 1.28      | 1.71      | 2.50      | 5.15      |
| 25%  | 0.75      | 0.83      | 1.02      | 1.62      | 3.61      |

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：90亿在全A的现金及现金等价物分位数变迁



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 构造A股现金奶牛股票池：筛选标准及结果

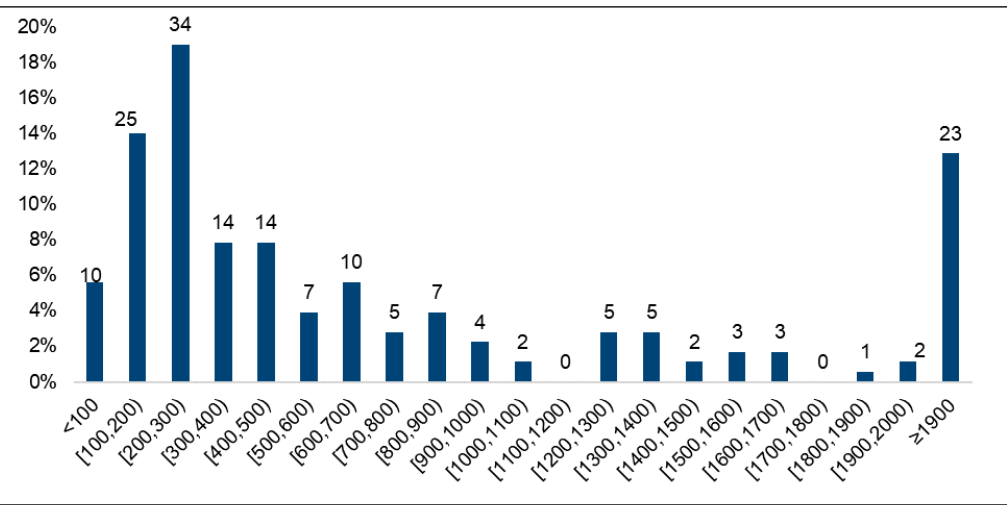


图：现金奶牛股票池筛选方法

- 以如下标准筛选现金奶牛股票池：
- a) 2000-2023年年报现金及现金等价物最大值超90亿；
  - b) 2001-2023年年报现金及现金等价物同比增速至少连续4期为正；
  - c) 2000-2023年年报经营活动现金流量净额-当期折旧与摊销至少连续8期为正；
  - d) 排除大金融板块；排除已退市股票。

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：现金奶牛股票池中个股的市值占比和数量分布

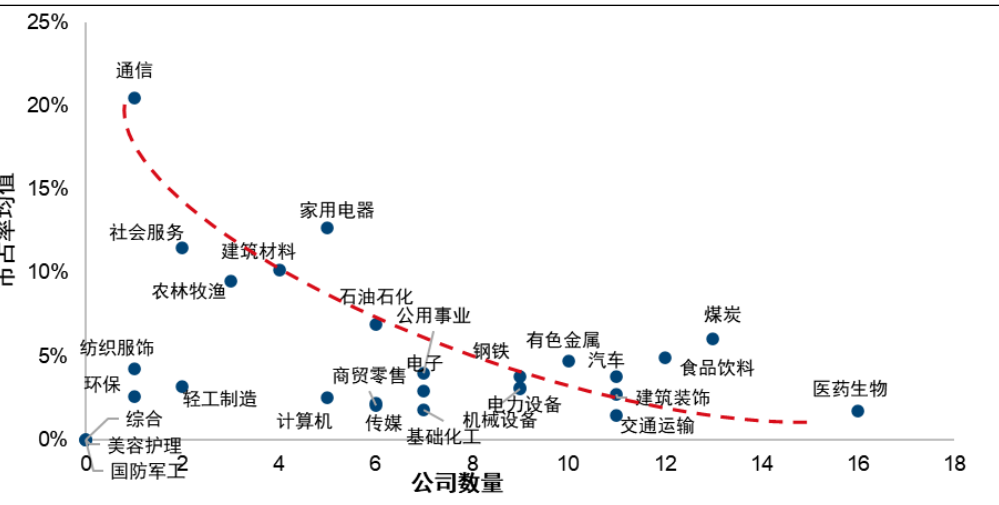


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2024/7/12

根据左图方法筛选A股现金奶牛股票池，最终174只股票入选。

行业分布上，上游资源、下游消费、医药等行业入选公司数量更多；市占率维度，入选个股数量更多的行业，市占率均值更低，与股票池市值分布的两边高、中间低态势一致。

图：现金奶牛股票池中各行业公司数量和市占率均值

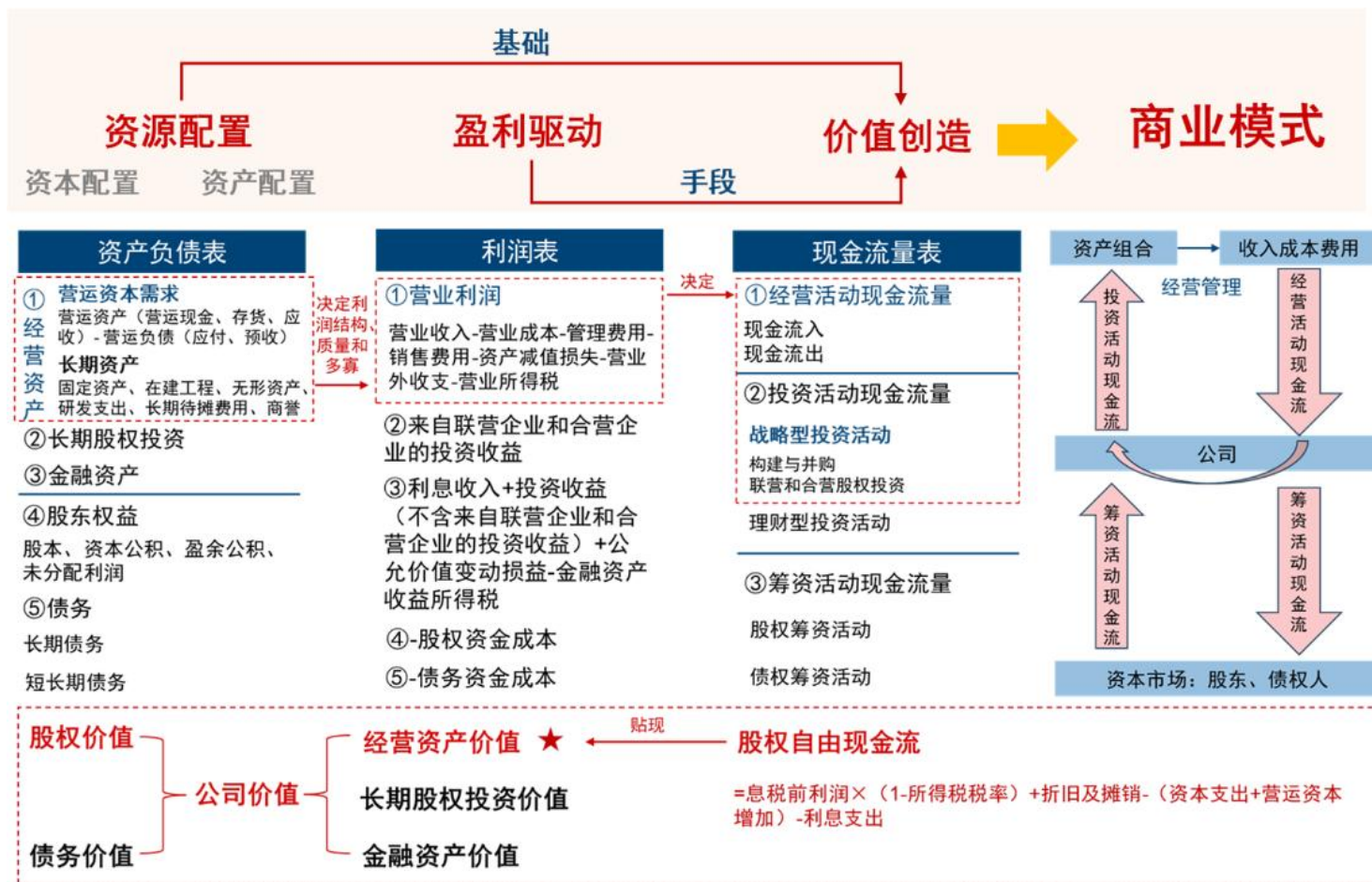


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至2024/7/12，市占率以2023年年报营收（TTM）在一级行业的占比计算

# 基于财务视角结构现金流创造的研究框架

- 商业模式决定现金含量，而商业模式的本质配置资源以有效获取利润从而实现企业价值。从资产负债表观资源配置模式，是解构的前提条件；从利润表观盈利驱动模式，是跑赢同类成为现金奶牛的关键。从现金流量表观价值创造，是商业模式的目标导向。因此，实际的研究框架先从资源配置模式对行业进行分类，再逐类提炼范式。

图：基于财务视角结构现金流创造的研究框架



# 资产配置模式对现金流创造的影响拆解

- 厘清所谓资源配置模式，需要分析行业资产的轻重阈值与分布特征。根据固定资产和在建工程占总资产的比重判断企业的资产轻重，10年均值维度大多数重资产行业位于25%线右侧。典型的重资产行业多集中在上游资源、环保公用、农林牧渔、轻工制造等行业，多位于微笑曲线中部以及偏左区域；典型的轻资产行业集中在下游消费和计算机、传媒等行业。
- 明晰资本配置则依赖于对杠杆率和资产轻重关系的理解。理论上，债务结构应当与资产结构相匹配，资产配置重/轻，则经营风险高/低，杠杆选择应低/高。然而，行业的资产负债率受公司扩张战略、外部融资的易得性和依赖程度相关，重资产公司可能因为较为激进的开支而拉高资产负债率。综上本文将十年平均资产负债率大于45%的一级行业定义为高负债行业，反之则为低负债行业(汽车由于5个二级行业中4个资产负债率大于45%，也归到高负债行业)。从分母端股权自由现金流的拆解来看，资产的轻重主要影响折旧摊销和资本开支两项，负债的高低影响财务费用对净利润的侵蚀程度。

图：资产配置模式对现金流创造的影响拆解

股权自由现金流

=自由现金流-债权自由现金流

=经营活动产生的现金流量净额-资本开支+利息费用（1-所得税率）

-偿还债务所支付的现金+取得借款收到的现金+发行债券所收到的现金

=净利润+折旧摊销-营运资金增加-资本开支-利息费用\*所得税率+（取得借款+发行债券-偿还本金）

=息前税后净利润+折旧摊销-营运资金增加-资本开支-利息费用+（取得借款+发行债券-偿还本金）

| 资源配置模式对股权自由现金流分项的影响 |     |      |         |      |      |
|---------------------|-----|------|---------|------|------|
|                     | 净利润 | 折旧摊销 | 营运资本    | 资本开支 | 利息费用 |
| 资产重                 | -   | 正向   | 与议价能力相关 | 正向   | -    |
| 资产轻                 | -   | 负向   | 与议价能力相关 | 负向   | -    |
| 负债高                 | 负向  | -    | 与议价能力相关 | -    | 正向   |
| 负债低                 | 正向  | -    | 与议价能力相关 | -    | 负向   |

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

# 重资产、高负债行业的盈利驱动：产能为王

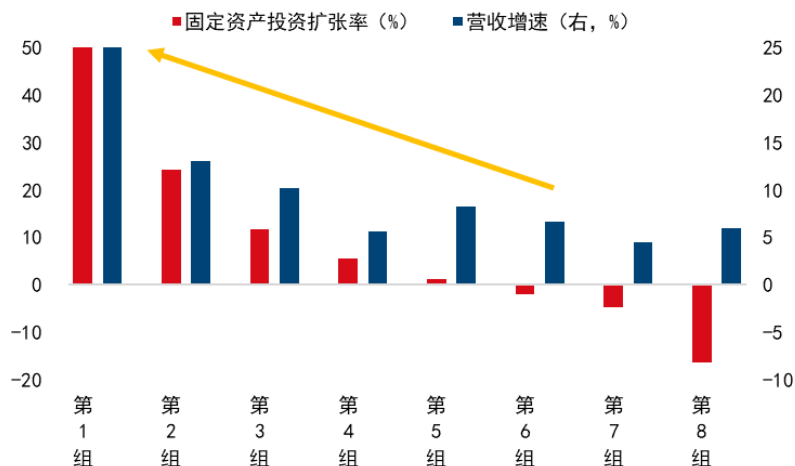
行业内个股分化不大，“赢家通吃”效应明显，营收超额靠资产规模和质量驱动。重资产、高负债行业内个股营收增速标准差小于其他类别，行业集中度维持相对其他行业处在高位。资源品、公用事业供给侧逻辑大于需求侧逻辑，“护城河”来自资产的规模和质量，需要定期的开支以维持市场地位和产品竞争力，成本可控，从而维持相对稳定的量价。

图：各行业个股收入增速标准差

|        | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 重资产高负债 | 29.92      | 39.69      | 248.91     | 90.64      | 33.06      | 31.25      | 74.27      | 36.55      | 33.73      | 34.27      |
| 重资产低负债 | 163.18     | 52.13      | 122.90     | 259.89     | 163.58     | 84.01      | 451.28     | 111.25     | 42.61      | 26.15      |
| 轻资产高负债 | 320.76     | 120.48     | 54.30      | 59.23      | 91.63      | 75.29      | 51.03      | 252.57     | 58.77      | 35.16      |
| 轻资产低负债 | 57.68      | 393.46     | 557.96     | 260.04     | 62.22      | 651.05     | 555.37     | 2853.11    | 125.86     | 1093.41    |

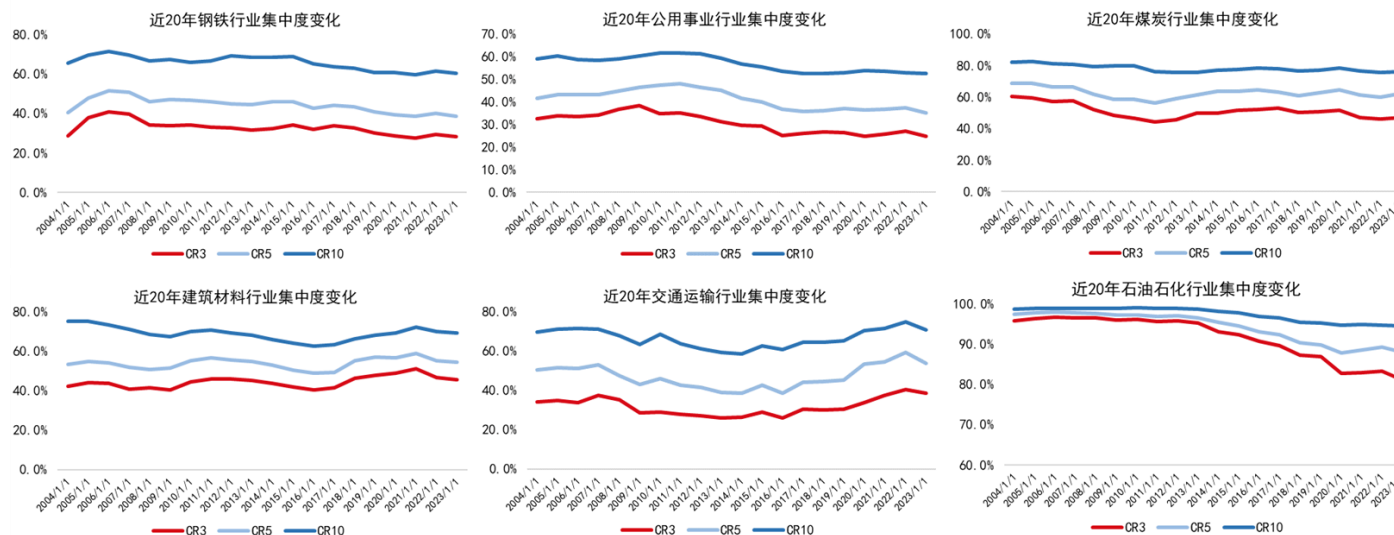
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：重资产、高负债行业固定资产扩张和营收增速高度一致



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：重资产、高负债各行业集中度变化



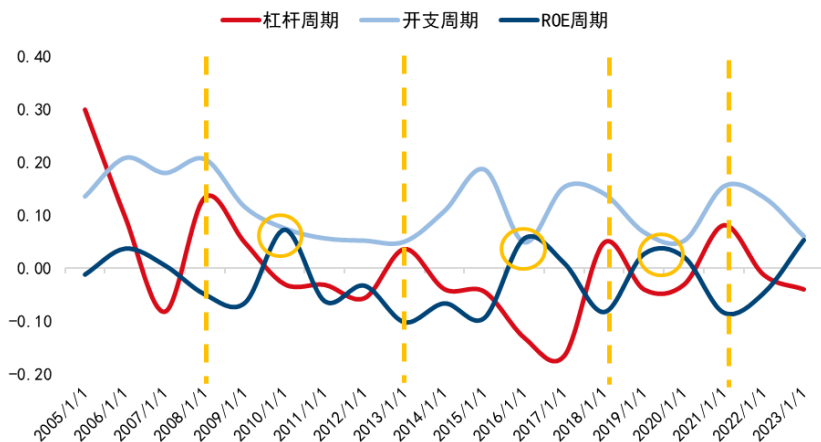
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 从驱动逻辑到现金流创造：负债前置+稳固“护城河”

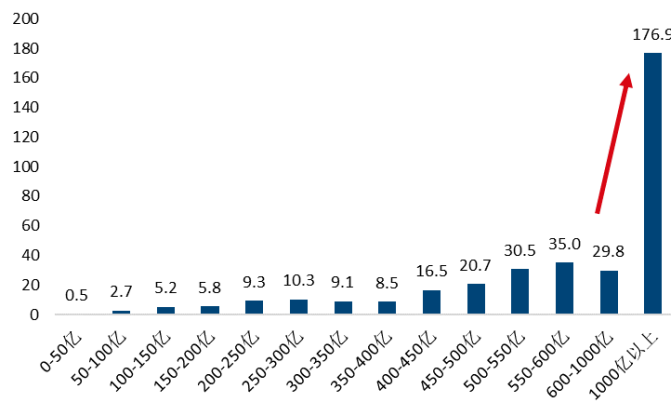
- 1) 重资产、高负债行业杠杆周期领先ROE周期1-2年，宜负债前置以换取稳定的长尾利润释放和折旧摊销，提高自由现金流水平。
- 2) 重资产、高负债行业随着资产规模上升，净利润跨台阶效应明显，宜良性开支提升固定资产规模和质量，巩固护城河地位，提升产能质量。
- 3) 重资产、高负债行业现金奶牛个股ROE滚动十年标准差远小于非现金奶牛个股，盈利稳定性保障财务费用的稳定覆盖。

因此，从产能为王的盈利驱动逻辑出发，重资产、高负债行业的“含金量”来自负债前置提质增效保障行业地位，稳固“护城河”保障盈利稳定的高，形成较为稳定的穿越周期的良性循环。

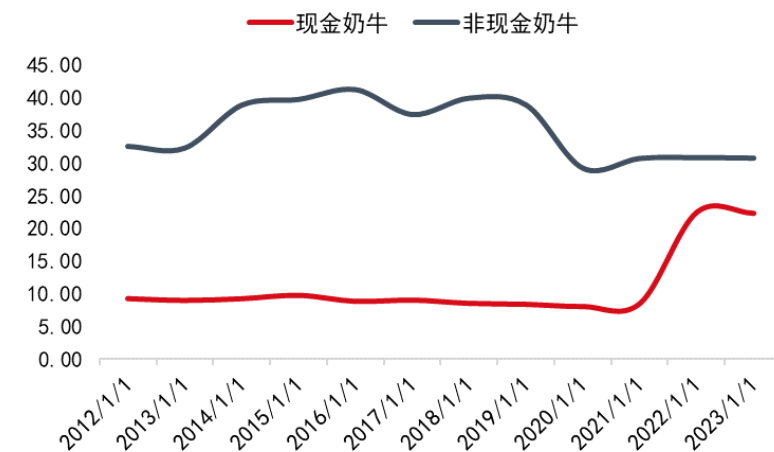
图：重资产、高负债行业杠杆周期领先ROE周期1-2年



图：重资产、高负债行业净利润随规模跨台阶效应明显



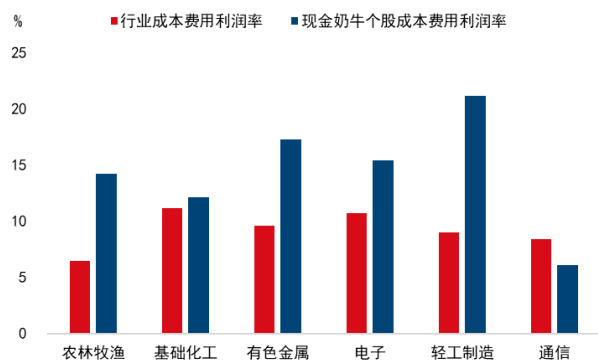
图：重资产、高负债行业现金奶牛的ROE滚动十年标准差远低于非现金奶牛行业



# 重资产、低负债行业的盈利驱动：成本领先

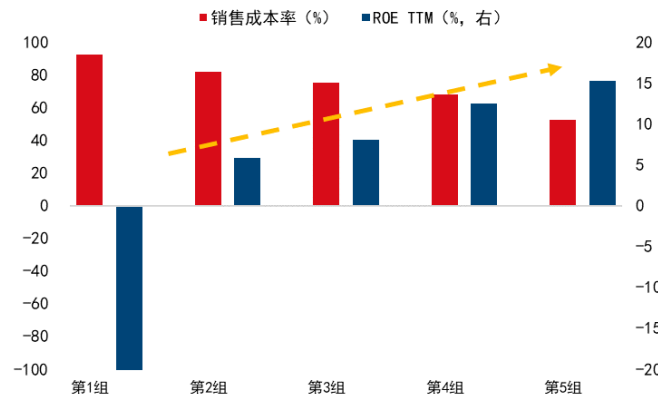
重资产，低负债行业定价方式决定其“成本驱动”的盈利模式。理论上，越接近工业品、同质化的行业越符合成本基础定价法，越接近消费品差异化的行业越适用市场需求定价法。重资产、低负债行业的净营业周期标准差相较资源品、公用事业扎堆的重资产高负债行业更大，反映行业内个股营运能力具备一定的区分度，而重资产、低负债分类ROE随销售成本率的降低而升高，盈利能力来自对成本管理的领先。各行业内，现金奶牛个股的成本费用利润率高于行业平均水平。

图：重资产、低负债现金奶牛个股成本费用率更低



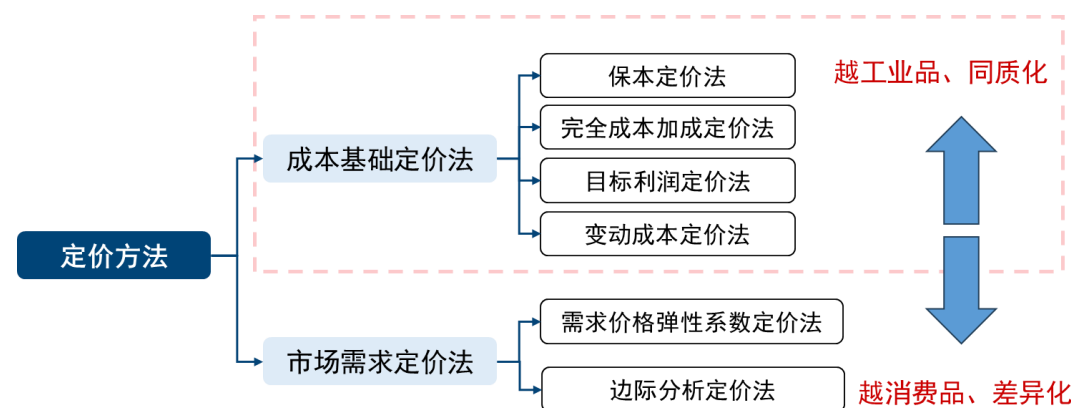
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：重资产、低负债ROE随销售成本率降低而提升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：重资产、低负债行业定价方式更接近成本基础定价法



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各重资产行业净营业周期标准差

| 净营业周期标准差   |      | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 |
|------------|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 重资产<br>低负债 | 农林牧渔 | 497        | 468        | 822        | 743        | 779        | 970        | 798        | 521        | 625        | 758        |
|            | 基础化工 | 174        | 372        | 105        | 448        | 95         | 88         | 113        | 101        | 92         | 110        |
|            | 有色金属 | 176        | 185        | 170        | 136        | 115        | 104        | 145        | 90         | 86         | 94         |
|            | 电子   | 118        | 153        | 115        | 123        | 1443       | 148        | 108        | 95         | 122        | 150        |
|            | 轻工制造 | 1104       | 806        | 92         | 77         | 74         | 85         | 126        | 123        | 277        | 373        |
|            | 通信   | 262        | 123        | 107        | 109        | 122        | 126        | 177        | 149        | 144        | 160        |
| 重资产<br>高负债 | 钢铁   | 133        | 166        | 156        | 73         | 68         | 63         | 626        | 270        | 77         | 75         |
|            | 公用事业 | 286        | 294        | 215        | 175        | 149        | 258        | 176        | 142        | 128        | 119        |
|            | 交通运输 | 439        | 444        | 532        | 500        | 361        | 416        | 143        | 502        | 128        | 115        |
|            | 建筑材料 | 109        | 142        | 127        | 117        | 116        | 106        | 107        | 109        | 119        | 120        |
|            | 煤炭   | 77         | 93         | 89         | 67         | 60         | 58         | 58         | 52         | 58         | 63         |
|            | 石油石化 | 302        | 292        | 177        | 94         | 71         | 66         | 84         | 83         | 80         | 81         |

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：各重资产行业营运资本占总资产比值 (%)

| 营运资本/总资产均值 |      | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 |
|------------|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 重资产<br>低负债 | 农林牧渔 | 13.99      | 14.68      | 18.99      | 20.50      | 17.19      | 17.85      | 18.84      | 16.82      | 16.55      | 15.55      |
|            | 基础化工 | 12.21      | 15.63      | 19.00      | 21.12      | 18.33      | 22.26      | 23.19      | 24.52      | 24.54      | 21.94      |
|            | 有色金属 | 13.01      | 12.75      | 17.25      | 19.84      | 17.38      | 16.86      | 20.97      | 22.31      | 23.16      | 22.44      |
|            | 电子   | 24.21      | 26.78      | 28.36      | 30.07      | 28.64      | 31.54      | 35.73      | 34.75      | 36.85      | 34.95      |
|            | 轻工制造 | 13.00      | 16.41      | 18.99      | 23.71      | 21.84      | 23.01      | 24.28      | 23.92      | 24.12      | 22.69      |
|            | 通信   | 36.47      | 36.58      | 36.75      | 37.04      | 33.03      | 31.53      | 32.94      | 33.89      | 34.40      | 34.34      |
| 重资产<br>高负债 | 钢铁   | -8.21      | -12.34     | -9.07      | -1.86      | 4.95       | 5.30       | 8.36       | 7.50       | 5.81       | 5.32       |
|            | 公用事业 | -4.27      | -4.66      | 0.25       | -0.84      | -2.56      | -3.06      | -1.86      | 0.60       | 1.22       | 1.76       |
|            | 交通运输 | 7.44       | 7.46       | 7.68       | 8.99       | 7.77       | 8.14       | 8.56       | 10.01      | 10.27      | 9.02       |
|            | 建筑材料 | 11.88      | 12.82      | 14.45      | 16.34      | 14.70      | 13.68      | 15.91      | 16.01      | 14.57      | 15.94      |
|            | 煤炭   | -2.00      | -7.94      | -5.87      | -2.54      | -3.79      | -6.58      | -7.53      | -5.27      | -3.00      | -4.05      |
|            | 石油石化 | 6.99       | 5.51       | 12.53      | 11.28      | 11.04      | 9.77       | 12.20      | 9.86       | 10.45      | 8.45       |

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 轻资产行业的驱动逻辑划分：透过杠杆看模式

图：各分类资产负债结构对比

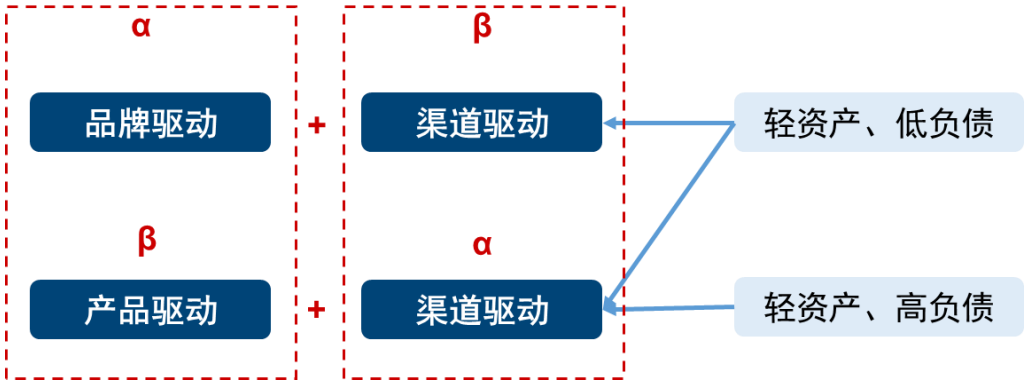
|      | 长期资本负债率 | 流动负债占总负债比例 | 资产负债率 |
|------|---------|------------|-------|
| 全A   | 13.1    | 83.6       | 42.1  |
| 食品饮料 | 8.4     | 86.1       | 35.7  |
| 纺织服饰 | 8.3     | 87.5       | 36.4  |
| 医药生物 | 11.2    | 81.1       | 34.0  |
| 社会服务 | 14.2    | 77.4       | 38.7  |
| 国防军工 | 9.3     | 84.6       | 36.5  |
| 计算机  | 6.7     | 90.4       | 35.3  |
| 传媒   | 9.8     | 85.1       | 36.5  |
| 汽车   | 12.8    | 86.1       | 44.5  |
| 机械设备 | 8.9     | 88.3       | 39.4  |
| 美容护理 | 11.7    | 84.3       | 35.6  |
| 家用电器 | 9.6     | 91.6       | 46.9  |
| 商贸零售 | 18.5    | 82.6       | 51.8  |
| 综合   | 20.8    | 78.8       | 53.9  |
| 建筑装饰 | 19.5    | 88.5       | 58.4  |
| 电力设备 | 12.4    | 87.2       | 45.8  |
| 环保   | 21.8    | 75.0       | 63.8  |
| 农林牧渔 | 14.8    | 80.4       | 41.9  |
| 基础化工 | 12.4    | 82.9       | 38.6  |
| 有色金属 | 17.2    | 79.4       | 43.3  |
| 电子   | 10.3    | 84.4       | 37.7  |
| 轻工制造 | 10.0    | 86.4       | 39.3  |
| 通信   | 9.0     | 89.6       | 39.6  |
| 钢铁   | 17.3    | 82.5       | 52.5  |
| 公用事业 | 37.4    | 58.0       | 55.4  |
| 交通运输 | 25.9    | 64.9       | 46.5  |
| 建筑材料 | 16.4    | 82.2       | 46.0  |
| 煤炭   | 29.1    | 69.3       | 55.0  |
| 石油石化 | 19.5    | 76.4       | 45.5  |

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：取2014-2023年均值

杠杆不是轻资产行业分化的主要逻辑，一方面，尽管负债率类似，轻资产高负债行业的流动负债占比更大，与资产结构一致；另一方面，轻资产高负债行业的长期资本负债率与全A水平接近，低于重资产高负债行业。由于轻资产行业自由现金流受资本开支、折旧摊销影响更小，我们更应考虑营运资本折射的企业管理水平分化，而不是简单的负债高低。

轻资产行业的商业模式可以划分为渠道驱动的“推力”和品牌/产品驱动的“拉力”：1）渠道成熟度是品牌驱动的 $\beta$ ，产品驱动的 $\alpha$ ， $\alpha+\beta$ 双轮驱动巩固企业现金奶牛地位；2）品牌驱动型奶牛杠杆率较低，产品驱动型奶牛杠杆分化。

图：轻资产型行业再分类



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

# 从驱动逻辑到现金流创造：消费大类行业（品牌+渠道推动）

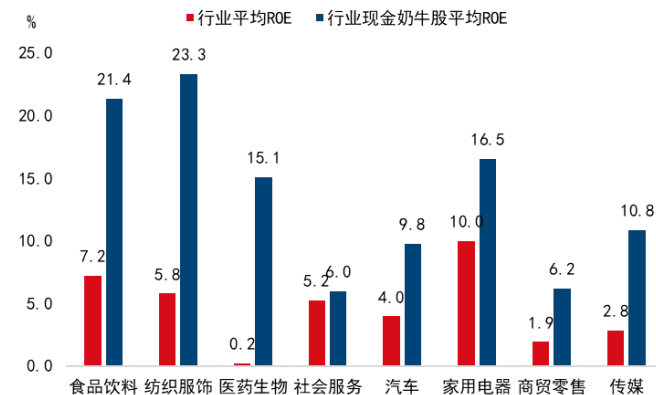
先有渠道的“推力”，后有品牌的“拉力”。

对下游消费行业来说，渠道推动力是企业初创阶段的主要推动力，随着企业通过渠道使得产品和品牌被消费者和最终用户接受，品牌成为盈利的第二增长曲线，品牌力产生巨大的拉力和渠道共同形成企业的护城河。

从驱动力到现金流的传导：

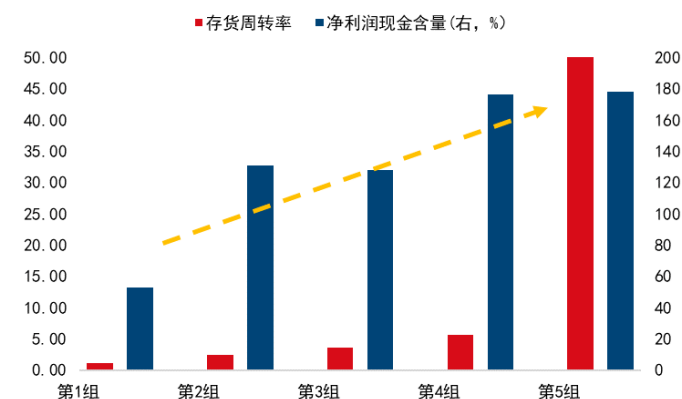
轻资产大消费行业销售费用占营收的比例显著高于其他行业，渠道力既考验销售投入也考验存货周转率，随着存货周转率的提升，营运资本项提升改善净利润现金含量。在品牌和渠道的共同作用下，每个行业内现金奶牛股的ROE水平都远高于行业平均水平。

图：轻资产大消费行业内，现金奶牛个股ROE远高于行业平均水平



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：采用2014-2023年TTM平均值口径

图：轻资产大消费行业内，净利润现金含量随存货周转率提升而提升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：取每个组别2014-2023年均值

图：轻资产大消费行业销售费用占营收比例显著高于其他行业

| 一级行业 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 | 平均值   |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|
| 食品饮料 | 14.92      | 15.29      | 14.17      | 13.86      | 13.78      | 13.99      | 12.18      | 12.59      | 12.23      | 11.98      | 13.50 |
| 纺织服饰 | 10.20      | 9.77       | 10.12      | 10.18      | 10.02      | 10.72      | 11.15      | 9.50       | 9.36       | 8.86       | 9.99  |
| 医药生物 | 13.01      | 13.38      | 14.34      | 17.33      | 19.78      | 20.61      | 18.00      | 18.17      | 18.43      | 20.35      | 17.34 |
| 社会服务 | 6.99       | 7.24       | 7.77       | 6.19       | 6.72       | 6.75       | 7.05       | 6.22       | 7.09       | 5.56       | 6.76  |
| 美容护理 | 10.45      | 8.85       | 10.44      | 8.85       | 10.52      | 9.64       | 8.13       | 10.14      | 10.14      | 10.62      | 9.78  |
| 家用电器 | 6.77       | 7.30       | 7.07       | 6.56       | 6.41       | 6.46       | 4.83       | 4.03       | 4.22       | 4.56       | 5.82  |
| 商贸零售 | 6.86       | 7.92       | 7.24       | 6.65       | 7.34       | 8.00       | 12.51      | 12.35      | 14.11      | 12.78      | 9.58  |
| 汽车   | 4.23       | 4.18       | 4.13       | 4.00       | 4.13       | 4.27       | 2.51       | 2.36       | 2.29       | 2.27       | 3.44  |
| 传媒   | 8.66       | 8.75       | 8.86       | 9.39       | 10.66      | 10.99      | 10.00      | 10.17      | 10.73      | 10.34      | 9.85  |
| 综合   | 2.59       | 3.46       | 3.60       | 3.09       | 3.33       | 4.23       | 2.95       | 2.44       | 2.63       | 2.53       | 3.08  |
| 建筑装饰 | 1.38       | 1.38       | 1.33       | 1.33       | 1.41       | 1.40       | 1.08       | 1.13       | 1.16       | 1.33       | 1.29  |
| 电力设备 | 4.76       | 5.19       | 5.17       | 4.93       | 4.80       | 4.92       | 3.43       | 2.78       | 2.69       | 2.91       | 4.16  |
| 环保   | 3.55       | 3.67       | 3.43       | 3.10       | 2.87       | 2.75       | 2.60       | 2.70       | 2.47       | 2.69       | 2.98  |
| 国防军工 | 3.53       | 3.29       | 3.13       | 3.32       | 3.30       | 3.00       | 2.52       | 2.59       | 2.63       | 2.80       | 3.01  |
| 计算机  | 7.75       | 7.94       | 7.57       | 8.00       | 8.36       | 7.93       | 7.44       | 7.67       | 8.00       | 9.28       | 7.99  |
| 机械设备 | 6.09       | 6.18       | 6.39       | 6.01       | 6.09       | 6.32       | 4.91       | 4.67       | 4.80       | 5.44       | 5.69  |

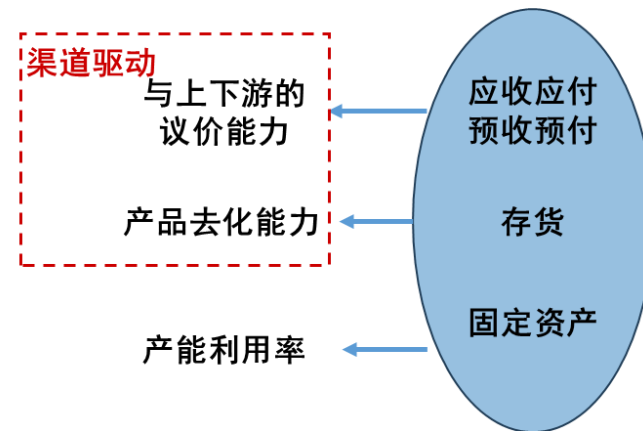
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：采用平均值口径

# 从驱动逻辑到现金流创造：非消费大类行业（产品+渠道驱动）

非消费大类行业（计算机、机械设备、建筑装饰、电力设备、环保、军工等）大多位于产业链中游制造环节，货款的占用规模和时限受上游供应商、下游经销商挤压，当企业的经营能力、产品强时，在供应链中会强化自身的主导地位，加强议价能力。存货周转率越高，表明产品去化速度越快，可降低仓储成本、缩短资金回笼周期。

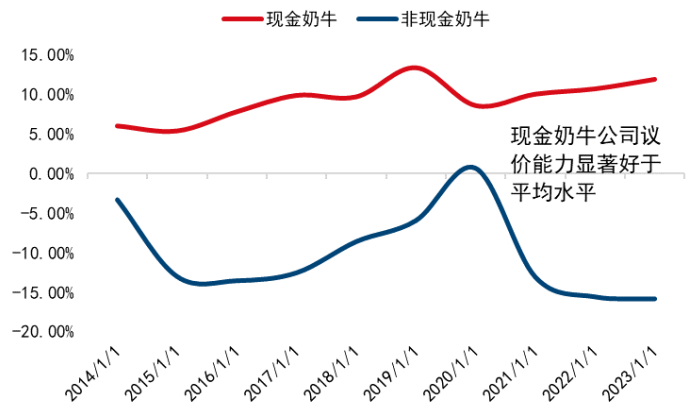
在自身产品够硬的前提下，渠道驱动构成产品驱动型企业的 $\alpha$ ，在该类行业要素投入较高拖累自由现金流的不利背景下，以较强的议价能力争取高现金流。

图：轻资产非消费行业渠道驱动的资产负债表要素



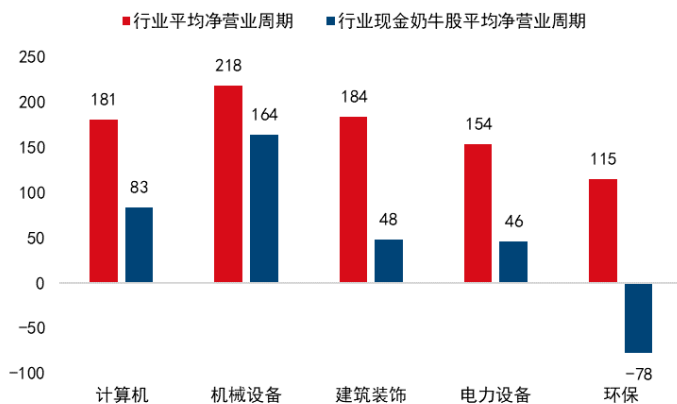
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：轻资产非消费行业现金奶牛股议价能力显著好于非现金奶牛股



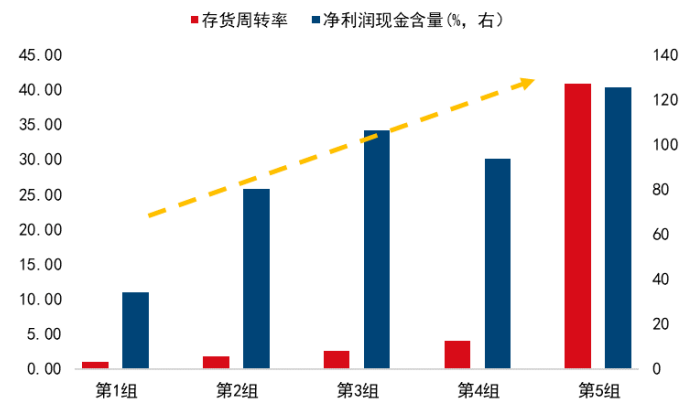
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：采用（应付账款及票据-预付账款+预收账款-应收账款及票据）/营业收入的均值衡量议价能力

图：各轻资产非消费行业内，现金奶牛股平均净营业周期短于行业均值



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；取2014-2023年均值

图：轻资产非消费行业净利润现金含量随存货周转率提升而提升

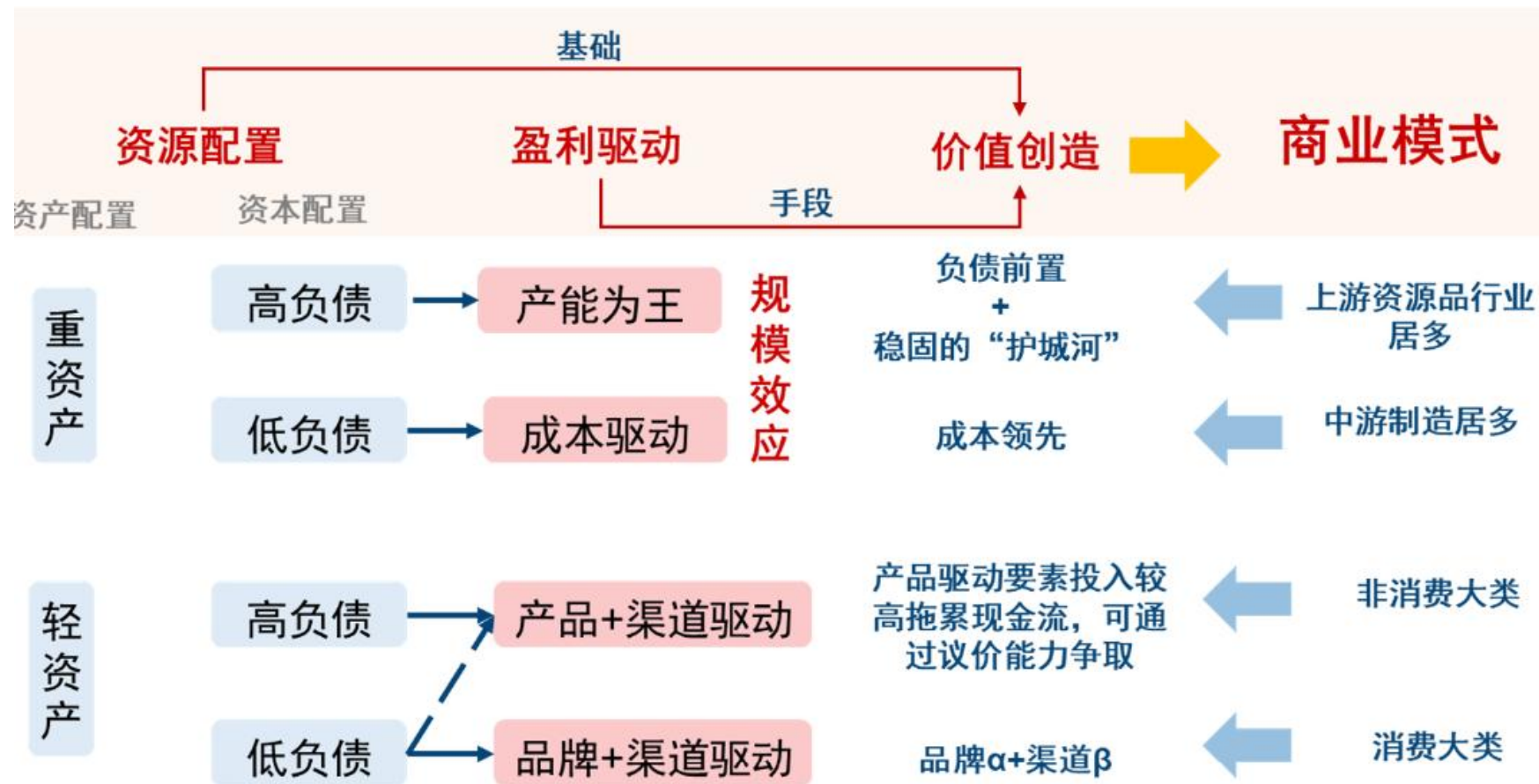


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：取每个组别2016-2023年均值

- [ 01 ] 高股息策略的收益来源与本质
- [ 02 ] 高股息策略可投工具巡礼
- [ 03 ] 高股息策略的三大认知差
- [ 04 ] 高股息资产该如何配置
- [ 05 ] 从“高股息”到“现金奶牛”
- [ 06 ] 重资产与轻资产行业的现金奶牛范式
- [ 07 ] 如何投资现金奶牛

- 商业模式决定现金含量，而商业模式的本质是配置资源以有效获取利润从而实现企业价值。重资产和轻资产由行业特性决定，本身没有优劣之分，但两种资产配置模式内部产生了商业模式的分化，导致四种不同的现金奶牛范式。
- 1) 重资产内部：高负债虽形成拖累但由于行业的“马太效应显著”，重资产高负债类现金奶牛类企业更稳定；
- 2) 轻资产内部：品牌驱动力大于产品驱动力，渠道驱动是必要条件，品牌+渠道驱动型现金奶牛更稳定。
- 总而言之，重资产行业是规模的现金奶牛，轻资产行业是模式的现金奶牛。

图：现金奶牛四种范式梳理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

# 现金奶牛择时框架：产业周期+宏观周期

当前A股大多数二级行业处于“成长期-成熟期-出清期”的某一个节点，现金奶牛企业往往明晰于成长往成熟期的过渡态，经受出清到衰退、衰退到二次成长的的优胜劣汰后，大浪淘沙出真正穿越周期的现金奶牛股票。

图：产业周期和现金奶牛诞生的关系

| 产业生命<br>周期阶段 | 集中度    |       |       | 战略型投资 |    |       | 盈利        |           | 现金流  |         |      |      | 分红    | PE   | 现金奶牛    |
|--------------|--------|-------|-------|-------|----|-------|-----------|-----------|------|---------|------|------|-------|------|---------|
|              | 企业数量   | 龙头市占率 | 行业内方差 | 资本开支  | 收购 | 资产负债率 | ROE       | 增速        | 整体   | 经营活动    | 投资活动 | 筹资活动 |       |      |         |
| 初创期          | 少      | 未定    | 小     | 低     |    | 低     | 低         | 高         | 负    | -       | -    | +    | 低     | 低    | 蓄力期     |
| 成长期          | 增多     | 提升    | 大     | 高     |    | 上升    | 上升        | 高         | 波动增长 | +       | -    | +    | 低     | 高    | 初露矛头    |
| 出清期          | 达高点后下滑 | 高     | 降低    | 降低    |    | 高     | 到高点且分化    | 到高点且分化    | 增长   | +       | -    | -    | 上升    | 降低   | 经受考验后诞生 |
| 成熟期          | 减少     | 更高    | 进一步降低 | 低     |    | 降低    | 龙头稳定，其余下滑 | 龙头稳定，其余下滑 | 龙头增长 | 分化，龙头保持 |      |      | 龙头维持高 | 趋于稳定 | 第一批淘汰   |
| 二次成长期        | 少      | 保持高位  | 保持低位  | 低     |    | 低     | 降低        | 降低        | 降低   | -       | +    | ±    | 降低    | 上升   | 第二批淘汰   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

择时逻辑上，现金奶牛类股票大多走现金流贴现的价值投资逻辑，可以说“早买早享受”，最佳时点是在产业周期由成长向出清周期切换时优选个股基本面龙头（按照前文的范式分类），在产业走向成熟时及时淘汰基本面走弱者，在产业走向第二轮成长期时淘汰没有跟上节奏及时转型者。若能求得产业周期与宏观周期的共振，则是最佳路径。

真正现金奶牛企业往往具备穿越牛熊的韧性，长线投资回报确定性充足，只要及时筛选出真正商业模式够优秀的现金奶牛，且前向估值合理，都是较好的买点。

图：现金奶牛择时框架

|       | 牛切熊               | 熊市 | 熊切牛                    | 牛市                        |
|-------|-------------------|----|------------------------|---------------------------|
| 成长期   |                   |    |                        |                           |
| 出清期   | 最劣，买入价格不够便宜且易经历回撤 | 次劣 | 最优，能抓住产业与宏观的共振，且在较低点买入 | 次优，能抓住产业与宏观的共振            |
| 成熟期   | 最优，宏观环境走弱前卖出      | 次劣 | 最劣，此时市场可能未给到合理估值       | 次优，在较高点及时脱手               |
| 二次成长期 | 次优，在较高点及时脱手       | 次劣 | 最劣                     | 最优，在宏观环境具备较好的β时卖出（估值或未回落） |

买点：根据基本面优选个股龙头

卖点：淘汰市占率下滑、基本面走弱者

卖点：淘汰未抓住第二轮成长者

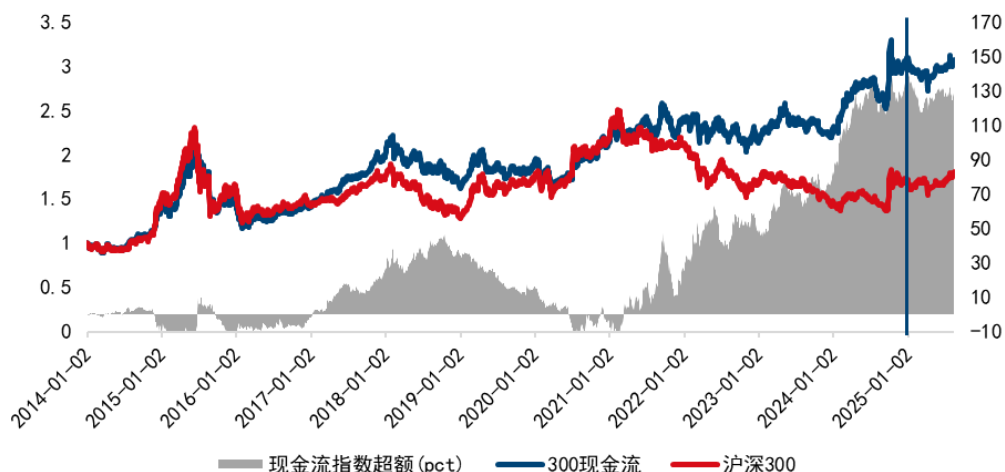
资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

# 一键投资现金奶牛并非最佳路径

考察现金流指数发布至今表现，并未展现获取超额的能力。中证现金流指数于2024年12月11日发布，300现金流指数于2024年11月13日发布，从发布后的表现看，沪深300现金流指数跑输300 0.04%，中证现金流指数跑输中证全指6%+。追求自由现金流因子的同时，现金流指数并未展现出样本内那样的长期稳定超额获取能力。

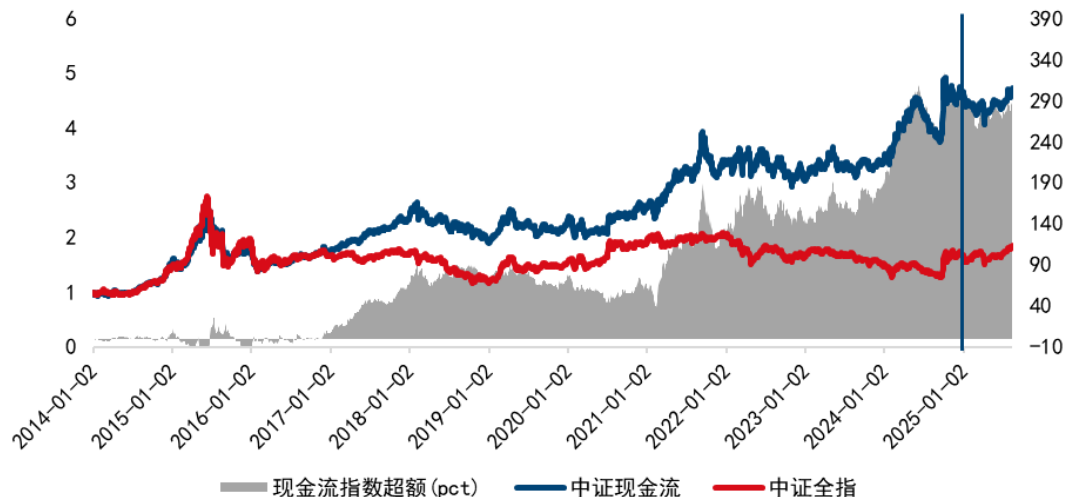
从目前主流现金流指数看编制方法整体大同小异，剔除成交额后20%、ROE稳定性后10%的证券后，基于自由现金流/企业价值计算自由现金流率，并进行单因子排序。但现金流指数的调仓频率导致其存在下列潜在不足：1) 年报信息相对滞后，大部分上市公司于4月中下旬披露年报，导致在3月调仓期间无法将当年年报现金流快速恶化的样本剔除；2) 考核周期过短，一年期考核自由现金流率与一年期考核股息率一样，容易导致样本稳定性下降，自由现金流指数近两次调整其阿金，个股变化太快；3) 小微盘敞口暴露过高，中证现金流指数、国证现金流指数百亿以下样本股占比超过，权重过高也容易放大指数本身波动，增加超额获取能力。

图：300现金流指数发布后相对沪深300超额不显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中证现金流指数发布后相对中证全指超额不显著



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、红利指数间拥挤度存在分化；
- 二、美国货币政策的幅度和节奏超预期；
- 三、调仓和风格变化期间，资金在不同策略间轮转对板块的压力。

# 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