



股息溢价强支撑，红利配置正当时

核心观点

- 红利策略契合价值投资本质，长期可以穿越牛熊
 - 红利策略指数长期表现穿越牛熊。无论是 A 股的中证红利指数，还是美股的标普高股息贵族指数，长期表现来看，均可以穿越牛熊。
 - 红利策略指数契合了价值投资的本质。红利策略的核心是高股息选股，而高股息的内涵是高分红率、高 ROE 和低 PB。这就使得投资组合在估值具有一定安全边际的情况下，要求企业可以稳定的盈利，而且愿意拿出高比例的利润进行分红。这契合了价值投资的本质。
- 2025 年，继续看好红利指数的配置机会
 - 红利指数股息率处于高位，估值水平合理偏低。截至 2015 年 1 月 14 日，中证红利指数的股息率为 5.96%，处于 2019 年以来 82.5% 的高分位水平；PB 估值为 0.76，处于 2019 年以来 48% 的合理偏低估的水平。
 - 方法论维度，A 股从景气度投资转向红利策略为代表的价值投资。在经济高速增长阶段，A 股崇尚景气度驱动的成长股投资策略，对市值的关注超过估值；如今在高质量发展阶段，资产项目回报持续回落，企业也无需通过大规模投资来维持增长，市场上出现了一大批经产业调整后，竞合关系改善，估值处于低位，同时稳定性强，确定性高的公司。越来越多的投资者开始放弃对高成长投资的追逐，静下心来转向以红利策略指数为代表的价值投资。
 - 政策端维度，国家鼓励上市公司分红，叠加市值管理并购重组概念的加持。随着“新国九条”及资本市场“1+N”政策的持续推进，2024 年以来，在年中披露分红的上市公司数量接近 1000 家，较往年大幅增加。而这一趋势，预计将在今年继续延续。同时，市值管理、并购重组等系列政策也推动了央企为代表的红利指数投资价值的抬升，
 - 资产资金端维度，红利资产股息溢价处于高位，将会吸引各类资金进行配置。目前，10 年期国债收益率在 1.6% 上下，红利指数股息率为 5.96%，红利指数股息率相对 10 年国债收益率的溢价超过了 3%-3.5% 的常态化水平，会吸引市场上的存量交易配置类资金及增量的养老保险资金进行配置。
- 红利指数哪家强？
 - 长期来看，中证红利指数、上证红利低波指数、沪港深高股息指数、上证红利指数、港股通高股息精选指数等长期表现均优于沪深 300 指数。

大同证券研究中心

分析师：张坤飞

执业证书编号：

S0770524020001

邮箱：zhangkf@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路 111 号山

西世贸中心 A 座 F12、F13

网址：

<http://www.dtsbc.com.cn>



风险提示：市场风格切换、国内政策力度不及预期或失效、美国关税政策风险。



一、红利策略契合价值投资本质，长期穿越牛熊

（一）红利策略指数长期表现穿越牛熊

近 5 年，红利策略指数表现突出。2019 年以来，中国股票市场经历了一轮完整的牛熊周期。如果大家选一个最能穿越牛熊周期的指数的话，相信多数人会选择红利类策略指数。确实，近 5 年，中证红利指数取得了 14.85% 的正收益，而同期中证全指却下跌了 4.54%，相比市场超额收益接近 20%。

长期来看，中美红利指数穿越牛熊。从更长的周期视角来看，也可以得出相同的结论。美股的标普高股息贵族指数自 2000 年以来，取得了 358% 的收益率，而同期标普 500 指数收益率为 305%；A 股中证红利指数自 2005 年发布以来，取得了 431% 的收益，而同期中证全指收益率为 363%。所以，从更长的周期视角来看，红利策略指数依然表现突出。

那么，为什么红利策略指数能够穿越牛熊周期呢？

图表 1：美股红利指数长期跑赢全市场指数



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

图表 2：A 股中证红利指数长期跑赢全市场指数



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

（二）红利策略高股息因子背后，更加契合价值投资本质

红利策略又被称为高股息策略，其核心的选股因子就是股息率。

$$\text{股息率} = \frac{\text{现金分红}}{\text{股票市值}} = \frac{\text{现金分红}}{\text{净利润}} \times \frac{\text{净利润}}{\text{净资产}} \times \frac{\text{净资产}}{\text{股票市场}} = \frac{\text{分红率} \times \text{ROE}}{\text{PB}}$$

高股息的内涵是高分红率、高 ROE 和低 PB。从上述股息率公式的



分解可以看出，通过高股息率选出的股票组合一般具有高 ROE、高分红率和低 PB 的特征，即要求上市公司在估值具有一定安全边际的情况下，企业可以稳定的盈利，而且愿意拿出高比例的利润进行分红；进一步的，企业稳定的盈利背后反映的是上市公司的生意有较好的商业模式，较高的护城河；较高的分红率则反映了上市公司度过了大比例投资的成长期，而且公司治理结构也较好，愿意拿出利润来回馈股东；而较低的 PB 则反映了上市公司股票价格不贵，具有一定的安全边际。

红利策略契合了价值投资的本质。不管短期市场环境如何变化，价值投资的收益来源是不变的，一方面是受估值和盈利驱动的资本利得收益，另一方面是股息分红的收益。而红利策略的背后，除了具有较高的股息分红收益外，其投资组合高 ROE 和低 PB 特征，也使得资本利得收益胜率相对更高。因此，红利策略指数正是完美的契合了价值投资收益的三个核心要素，才使得其能够长期有效，穿越牛熊。

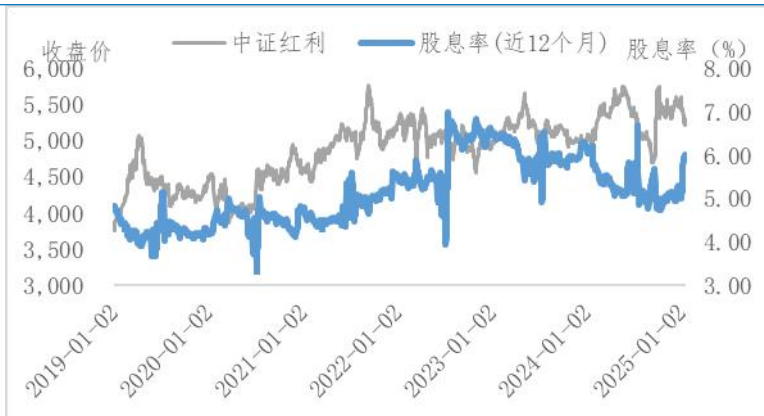
二、2025 年红利策略还值得投资吗？

（一）红利指数股息率处于高位，估值水平合理偏低

近 5 年，在市场多数股票均在高位大幅回落的背景下，红利指数逆势上涨近 15%，红利股是否已经偏贵了呢？

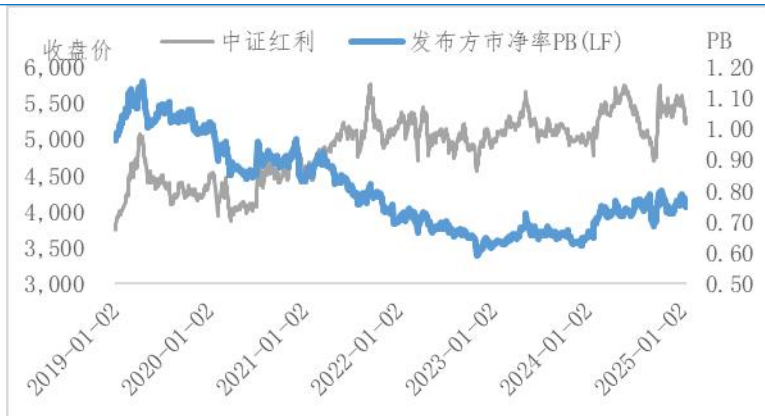
红利指数股息率处于高位，估值水平合理偏低。从股息率的维度来看，截至 2015 年 1 月 14 日，中证红利指数的股息率为 5.96%，处于 2019 年以来 82.5% 的高分位水平；从估值的位置来看，由于红利股核心的行业多为银行、煤炭、交通运输等顺周期股票，因此用 PB 估值更合理。目前，中证红利指数的 PB 估值为 0.76，处于 2019 年以来 48% 的合理偏低估的水平。因此，虽然中证红利指数近 5 年在逆势上涨，但是从股息率和估值水平来看，目前中证红利指数的估值并不高。

图表 3：中证红利指数股息率当前处于 82% 的高分位水平



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

图表 4：中证红利指数估值处于 48% 的合理偏低估水平



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

（二）2025 年为什么依然看好红利的配置价值

第一，高质量发展阶段，投资方法论逐渐从景气度投资转向红利策略为代表的价值投资。过去，在经济高速增长阶段，A 股崇尚景气度驱动的成长股投资策略，言必称渗透率、市场空间，日常跟踪景气指标，对市值的关注超过估值。从 1996-1997 年的小家电、2005-2007 年的强周期、2013-2015 年的互联网，再到 2019-2021 年的新能源，都是景气度投资的典型代表。如今，在国家坚持高质量发展的大背景下，宏观层面经济增长的速度及微观层面资产的回报均呈趋势性的回落。市场风险偏好也在逐渐从追求短期高收益转向寻求稳健且可持续的长期收益。而此时，A 股市场经过数年的回落，刚好出现了一批虽然成长空间不大，但是经过产业调整后，竞合关系改善，估值处于低位，市场关注度不够，存在着巨大的“预期差”的公司，其中典型的行业代表就是煤炭、公用事业。这类公司胜在稳定性强，确定性高，而从过去两年的投资实践来看，投资效果也比较好。因此，越来越多的投资者开始放弃对高成长投资的追逐，静下心来转向以红利策略指数为代表的价值投资。

第二，“新国九条”鼓励上市公司分红，市值管理推动央企价值抬升。2024 年 4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新国九条”），“新国九



条”提出要多措并举推动提高股息率，增强分红稳定性、持续性和可预期性。同时，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。受此影响，2024 年以来，在一季报、中报和三季度披露分红的上市公司数量接近 1000 家，和往年均不超 300 家相比，大幅增加。而这一趋势，预计将在今年继续延续。此外，2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》。这一政策旨在提升中央企业控股上市公司的市场表现，通过多种合法合规的手段，如并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等，推动上市公司投资价值合理反映公司质量。而红利股中，国企央企数量众多，有利于红利指数的长期表现。

第三，红利资产股息溢价处于高位，将会吸引各类资金进行配置。

2025 年开年，10 年期国债收益率快速跌破 1.6%。在资产荒的背景下，红利指数 5.96% 的股息率有较高的溢价，这将吸引市场上的各类资金进行配置。首先，市场上存量的交易配置类资金更加关注红利资产的股息溢价，从过去两年的溢价情况来看，红利资产股息率相对 10 年期国债收益率的溢价多数情况处于 3%-3.5%。因此，当该溢价率高于 3.5% 的时候，可以适当的加大关注。其次，养老及保险资金入市的首选大概率也是红利类资产。2024 年 12 月的中央经济工作会议中，明确提出 2025 年要打通中长期资金入市卡点堵点，目前，《关于推动中长期资金入市的指导意见》已经发布，有关部门真正梳理商业保险资金、各类养老金等中长期资金的长周期考核机制，打通影响保险资金长期投资的制度障碍。因此，今年将有更多的长期资金入市。

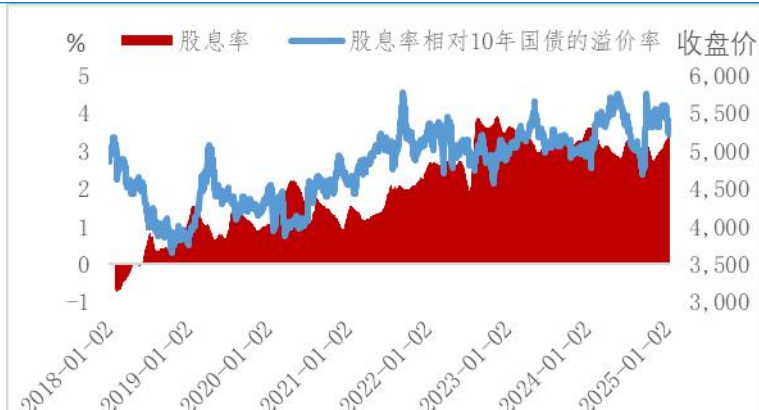


图表 5：2024 年上市公司年中分红的数量接近 1000 家



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

图表 6：中证红利指数股息率相对 10 年国债溢价处于高位

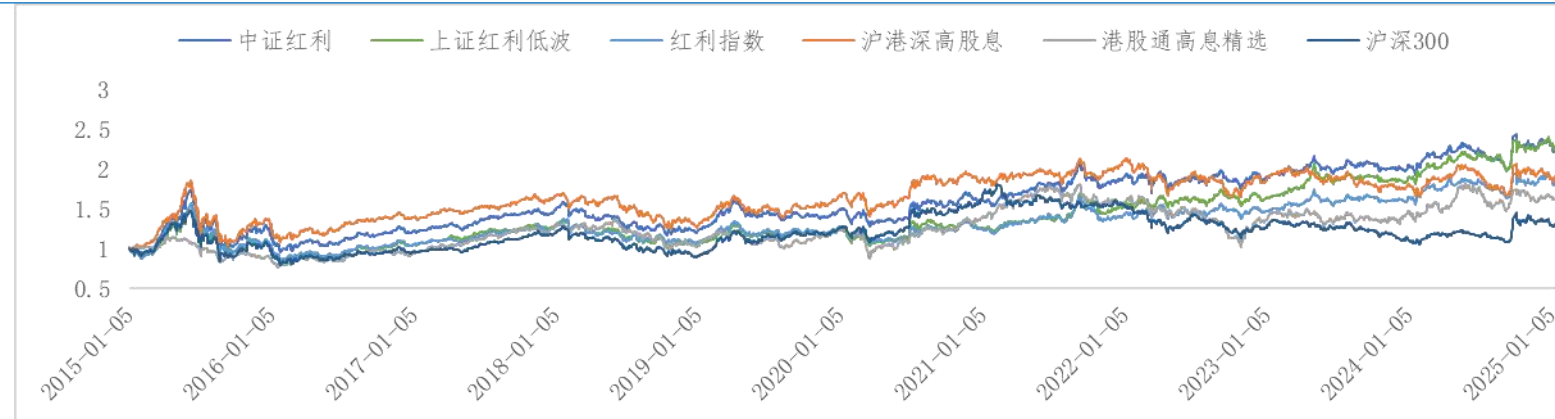


数据来源：Wind、同花顺，大同证券

三、 红利指数哪家强？

我们查看了全市场主流的高股息红利类指数，长期来看，中证红利指数、上证红利低波指数、沪港深高股息指数、上证红利指数、港股通高股息精选指数等长期表现均优于沪深 300 指数。

图表 7：各类高股息红利指数长期表现情况



数据来源：Wind、同花顺，大同证券

四、 风险提示

市场风格切换、国内政策力度不及预期或失效、美国关税政策风险。



大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+” 表示市场表现好于基准, “-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业 评级	看好	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师, 保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析, 不涉及对未来走势的预测, 不构成投资建议。相关模型构建与测算均基于大同证券的客观研究, 可能存在模型失效等风险。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现, 对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现, 不能保证未来可持续性, 亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务, 不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐, 亦不涉及对



任何指数样本股的推荐。阅读本报告时，投资者需充分考虑自身风险偏好及风险承受能力，充分理解基金产品波动、基金经理个人投资风格、历史业绩等多方面因素对基金业绩可能造成的影响。报告内容仅供参考，不构成投资收益的保证或投资建议。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。