



财通证券
CAITONG SECURITIES

港股：现金流有效性高地 ——自由现金流系列研究4

分析师：徐陈翼 SAC：S0160523030003

分析师：林昊 SAC：S0160526010002

证券研究报告 | 2026/5/14



人在草木间

更多资料请加V



核心观点

◆ **港股非金融25 FCFF/EBITDA达37%历史高位**，主要驱动来自盈利增长、净营运资本收缩。FCFF/EBITDA升至历史高位，核心驱动力有两方面：一是盈利能力的回升，在经历前期调整后，企业整体经营利润明显修复，反映出周期性行业盈利逐步回暖及消费恢复背景下头部企业的韧性增强。二是净营运资本的大幅收缩，这意味着企业通过压缩库存、优化应收账款及账期管理等主动措施，有效减少了营运资本占用，为现金流释放创造了有利条件。资本开支方面，CAPEX/EBITDA维持在较低、平稳水平，显示企业普遍谨慎投资，资本开支意愿经历前期下滑后趋于稳定，强化了现金流生成能力。2H25港股非金融CAPEX/D&A边际回落至1.34，延续了自2020年以来的低位运行趋势，与此同时，EBITDA的滚动全年增速出现明显回升，同比增速达到6%，显示前端经营增长动力正在恢复。

◆ **行业上，港股非金融现金流改善呈显著“结构性分化”**：FCFF/EBITDA高位集中于同时具备盈利质量修复、CAPEX克制与回款效率提升的方向，承压板块多见于前端盈利受压或资本开支刚性较强，显示并非普遍性抬升，而由行业景气、商业模式与开支意愿共同决定。FCFF格局上，石油天然气、电讯/互联网等为主要贡献与回报率高地，地产等板块绝对回报亦具吸引力，体现港股差异化结构优势。资本开支总体收敛，少数受AI或资源周期影响的方向仍偏高；盈利增量主要来自地产、软件服务、旅游休闲设施与工业工程等，推动前端利润修复与现金转化共振。

◆ **行业配置**：建议在“FCFF回报率历史/横截面高位+景气加速”双约束下，恒生三级口径优选地产发展商、航空服务、赌场博彩、再生能源、油气设备服务等细分赛道。

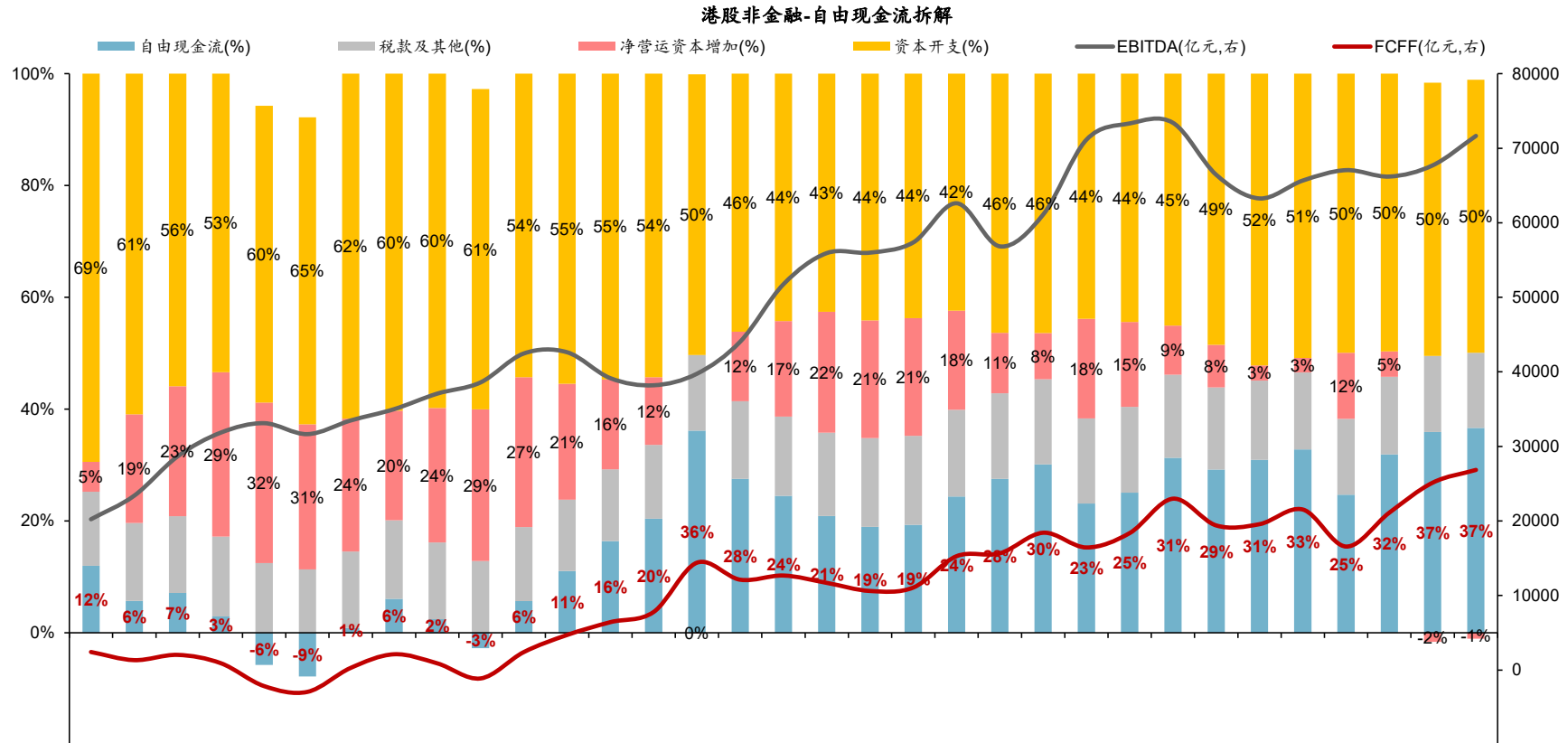
◆ **港股通现金流增强**：19/4/30以来理想组合夏普1.3、年化收益率28%，有效性明显强于A股。参考A股现金流增强组合底层逻辑，真实现金流为王，景气二阶加速领航的核心逻辑，围绕EBITDA规模、EBITDA/营收、FCFF回报率季频指标，在港股通中于每年4/30、9/30调仓，每期条件同样聚焦现金流约束&景气加速度，最终考虑收益波动、成分数量的理想组合为80%分位数的等权组合，其为年化波动率不超过基准指数且夏普比率最高的构建方式，具体来看其年化收益率为28%，年化波动率21%，夏普比率1.25，每期成分数量平均约为21只个股。

◆ **风险提示**：宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变；历史经验不代表未来；组合策略基于历史数据回测，不保证未

港股非金融现金流情况——FCFF/EBITDA达37%

► 港股非金融25 FCFF/EBITDA达37%历史高位，主要驱动来自盈利增长、净营运资本收缩。FCFF/EBITDA升至历史高位，核心驱动力有两方面：一是盈利能力的回升，在经历前期调整后，企业整体经营利润明显修复，反映出周期性行业盈利逐步回暖及消费恢复背景下头部企业的韧性增强。二是净营运资本的大幅收缩，这意味着企业通过压缩库存、优化应收账款及账期管理等主动措施，有效减少了营运资本占用，为现金流释放创造了有利条件。资本开支方面，CAPEX/EBITDA维持在较低、平稳水平，显示企业普遍谨慎投资，资本开支意愿经历前期下滑后趋于稳定，强化了现金流生成能力。

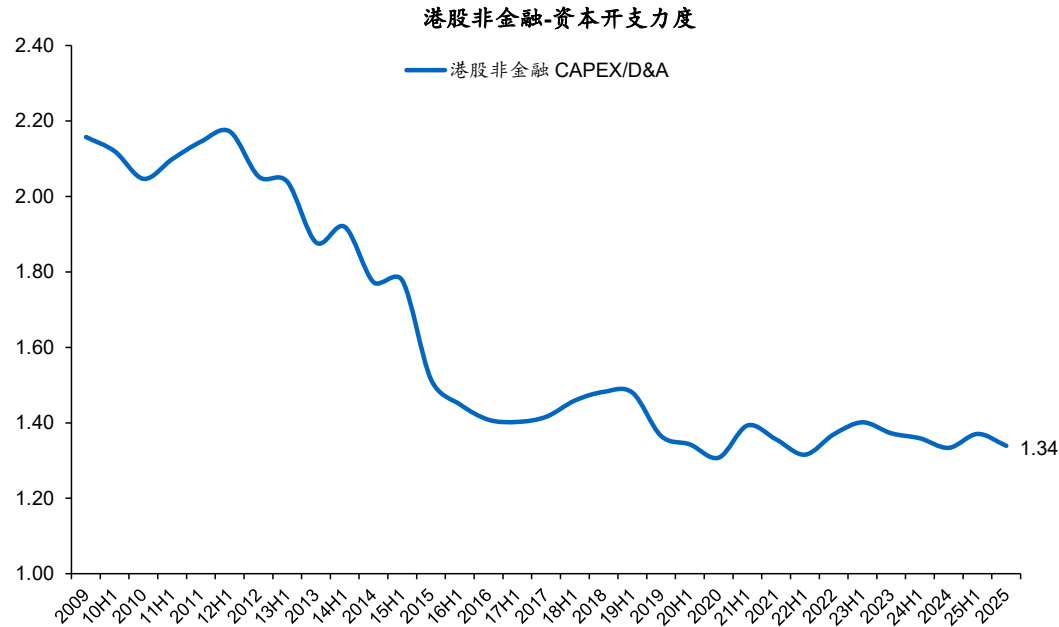
图表1：港股非金融现金流——盈利回升、FCFF持续新高



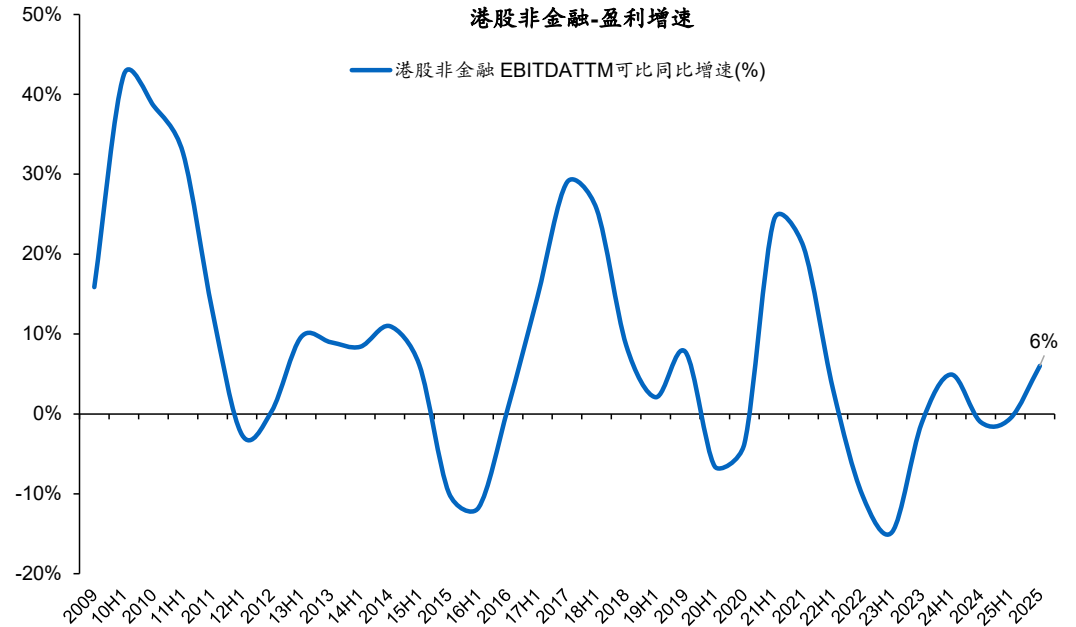
港股非金融现金流情况——增长回归、资本开支低位

➤ 2H25港股非金融CAPEX/D&A边际回落至1.34，延续了自2020年以来的低位运行趋势，这反映出企业中长期依然保持对资本投入的谨慎态度，短期或由于国内反内卷等政策带动。在宏观不确定性和行业结构调整背景下，上市公司更注重投资效率与资本回报，资本开支以维护和优化现有资产为主，避免大规模扩张带来的现金流压力与业绩波动。与此同时，EBITDA的滚动全年增速出现明显回升，同比增速达到6%，显示前端经营增长动力正在恢复。企业盈利能力的提升一方面得益于成本管控和运营效率改善，另一方面也受到周期性需求复苏和产业升级带动。

图表2：港股非金融——资本开支强度2H25边际回落



图表3：港股非金融——盈利增长回归，EBITDATTM增速升至6%



行业：FCFF/EBITDA创造能力分化，医药、公用、贵金属历史高位

► 行业层面，25截面FCFF/EBITDA来到历史高位行业包括医药细分、公用、贵金属，相对承压行业包括汽车、主要零售商、煤炭、原材料等。FCFF/EBITDA处于历史高位的行业，更多集中在盈利质量改善、资本开支克制、现金回笼效率提升同时出现的方向，典型如医药细分、公用事业和贵金属；而相对承压的行业，则主要集中在前端盈利受压、价格竞争加剧、经营现金流走弱或资本开支刚性仍强的板块，例如汽车、主要零售商、煤炭和原材料。这意味着，当前港股非金融的现金流改善并不是普遍性抬升，而是明显由行业景气位置、商业模式成熟度以及资本开支意愿共同决定的结构性结果。

图表4：恒生二级——FCFF/EBITDA，综合、医药细分、公用、贵金属历史高位

FCFF/EBITDA (% TTM)		恒生二级																												10年分位 (%)						
恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025		
综合企业II		15	9	3	-1	-15	-23	-5	3	5	0	13	23	1	-1	81	44	36	50	34	33	34	54	51	-15	-9	36	34	6	-2	-32	-7	61	102	100	
药品及生物科技		40	45	-2	-33	-9	9	7	16	19	20	27	28	45	43	35	2	20	22	17	5	28	5	5	5	-12	-22	10	5	23	29	31	52	60	100	
其他医疗保健		0	-86	7	32	-11	-5	26	27	15	-18	16	-40	-65	-40	5	-14	-43	-57	-31	-26	9	49	14	-23	-15	-32	-48	-24	35	46	23	49	56	100	
公用事业II		-34	-17	-35	-35	-29	-8	-1	14	18	3	7	14	22	14	12	2	2	5	7	2	5	1	-3	-1	-33	-31	-1	-8	-1	0	-5	1	20	100	
黄金及贵金属		23	28	11	-4	-12	-48	-31	-29	-14	-17	-23	8	99	140	37	27	40	36	0	-12	-16	6	12	-9	5	20	3	-14	9	16	23	42	51	95	
地产		24	-20	-25	-31	-37	-18	3	2	-13	-34	-13	4	26	42	51	36	15	2	10	18	17	20	24	23	25	27	36	165	135	82	565	2482	195	89	
食品饮料		42	33	24	14	-13	-7	8	13	9	-3	-12	1	21	17	47	41	33	38	26	27	36	63	54	41	37	28	30	35	37	38	42	47	51	89	
支援服务		-	-	-	-	-45	-	-152	-201	15	-1	1	-3	33	7	28	33	36	15	27	39	44	20	31	32	47	46	5	22	69	65	70	70	68	84	
工业工程		25	-16	-12	-40	-46	-45	-1	27	11	0	17	8	8	8	26	10	-3	-3	11	13	26	32	15	-2	-5	8	2	-12	-13	-5	-3	5	17	84	
家用电器及用品		21	-4	-21	-21	4	32	33	46	21	-37	-16	22	28	42	47	33	10	-7	14	13	35	56	55	49	25	19	36	49	60	76	68	74	58	79	
旅游及消闲设施		-4	23	30	39	22	12	16	21	21	9	13	13	19	15	18	12	19	22	15	25	41	-32	-267	-38	-29	-66	-220	27	58	47	49	45	42	79	
软件服务		80	60	65	64	46	49	52	67	61	47	61	61	58	59	61	66	64	44	36	43	52	76	56	47	40	41	36	46	72	65	54	52	60	68	
石油及天然气		11	7	24	17	9	-15	-12	1	-2	8	10	11	21	32	44	46	49	43	31	19	13	7	20	22	28	35	23	19	26	29	20	26	28	58	
媒体及娱乐		15	29	47	32	19	41	34	26	18	1	20	20	-21	-103	-	-	-57	-52	-69	-71	-13	-309	-	-	-	-302	43	63	65	69	60	24	15	57	
工用运输		-122	-18	19	-4	-59	-78	-45	-37	-34	-29	0	-7	-2	15	31	21	12	6	7	20	33	36	43	59	72	84	78	53	20	20	39	40	33	53	
工用支援		25	100	-	0	-24	-57	-43	-22	-38	-27	-10	-13	-33	-25	-40	-21	-40	-25	17	-74	-62	6	60	195	-	101	126	118	101	61	66	69	48	50	
电讯		29	34	37	39	29	29	28	27	25	18	16	16	14	13	10	13	18	17	15	15	23	31	40	28	35	28	31	29	28	24	34	27	27	47	
一般金属及矿石		-29	-22	-4	6	-16	-48	-27	-6	-35	-29	18	6	-41	-38	15	17	48	49	40	31	29	45	31	37	46	36	22	20	30	25	35	44	31	42	
纺织及服饰		53	66	54	27	20	31	25	25	35	34	29	26	29	22	18	27	41	39	27	36	55	64	70	69	61	46	52	61	59	60	55	48	42	37	
资讯科技器材		42	-5	-8	40	-5	53	104	-7	-11	12	14	25	6	38	19	-11	-1	-34	-64	-22	31	38	63	52	41	41	52	60	52	50	55	53	32	37	
专业零售		6	33	8	10	-25	-39	-26	-9	-6	1	-13	-27	16	22	22	25	26	26	-	-	63	57	63	73	85	84	71	85	101	99	87	53	30	29	
农业产品		-1	12	3	7	-29	-72	-59	-48	-48	-695	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25
建筑		-30	-61	-78	-90	-61	-48	-19	-25	-17	-28	-12	-5	17	12	39	12	15	6	6	3	15	14	22	-2	-22	-4	-8	-4	-14	-61	-37	-35	-24	16	
半导体		-	215	39	-19	-60	-27	-1	-1	8	23	13	-18	-42	-97	-91	-72	-46	-41	-46	-67	-71	-69	-147	-85	-30	11	-9	-73	-82	-148	-128	-106	-111	16	

行业：FCFF规模贡献体现港股特质，综合、软件服务等历史高位

► **FCFF规模**：总量层面，港股非金融FCFF主要贡献行业包括综合、地产、石油天然气、软件服务、电讯，仍体现出港股较A股的差异化，如综合集团、地产服务业、互联网等特质上市公司。行业自身历史对比来看，综合、软件服务、药品生物科技、食品饮料、公用历史高位，其中港股食品饮料受白酒周期影响较小、与A股分化，半导体、汽车则位于历史低位。

图表5：恒生二级——FCFF规模对比，综合、软件服务、药品生物科技、食品饮料历史高位

FCFF (亿元)																											10年分位 (%)								
恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	
综合企业II		162	128	46	-31	-262	-300	-73	44	72	4	509	1255	28	-32	3104	1848	1699	2500	1752	1754	1830	2516	2296	-777	-491	2030	1922	347	-147	-1925	-386	3155	5075	100
软件服务		104	95	115	131	127	142	170	246	259	237	351	378	380	428	534	712	919	672	586	763	1022	1761	1814	1616	1549	1364	1220	1726	2136	2201	2040	2189	2573	100
药品及生物科技		36	44	-2	-49	-18	18	20	49	68	83	122	145	233	228	225	13	160	181	142	44	246	43	31	43	-130	-233	105	59	302	390	444	909	1224	100
食品饮料		154	138	109	69	-71	-41	48	73	56	-23	-90	9	151	127	315	286	246	260	200	227	409	748	692	604	573	434	460	534	579	605	695	800	1051	100
公用事业II		-408	-218	-535	-577	-557	-173	-27	378	488	114	265	476	758	463	382	67	63	197	261	77	210	27	-147	-35	-1300	-1108	-54	-337	-49	3	-233	28	1013	100
黄金及贵金属		19	26	12	-5	-21	-71	-52	-42	-11	-13	-22	6	50	61	31	31	53	54	-1	-22	-28	12	34	-27	19	104	14	-63	53	102	181	426	797	100
支援服务		-3	-3	-2	-4	-3	0	-3	-3	1	0	0	0	8	1	10	13	20	10	23	44	68	33	73	83	113	103	7	31	203	195	219	224	231	100
其他医疗保健		0	-10	2	12	-9	-3	14	15	9	-11	13	-29	-51	-39	5	-15	-58	-77	-37	-38	14	57	17	-30	-19	-26	-44	-46	74	122	72	157	215	100
旅游及消闲设施		-38	261	498	692	357	193	275	379	402	187	269	274	370	297	375	244	459	560	368	631	1157	-481	-1491	-470	-337	-544	-861	427	1743	1519	1599	1520	1599	89
家庭电器及用品		17	-4	-21	-26	5	36	32	49	33	-61	-24	36	48	70	79	57	22	-15	27	30	95	144	353	384	190	138	255	363	454	1039	984	1203	1025	89
工业工程		126	-109	-120	-470	-514	-439	-10	269	132	-4	185	100	120	136	445	180	-68	-78	230	274	593	700	381	-52	-123	192	50	-310	-335	-138	-72	112	552	89
地产		556	-618	-1067	-1405	-1842	-863	167	101	-749	-1988	-813	259	1699	2743	3560	2967	1627	268	1291	2303	2250	2341	3051	3017	3001	2798	1934	4851	4097	1831	3383	3321	3350	79
工用支援		3	9	9	0	-12	-18	-13	-7	-21	-18	-6	-9	-19	-13	-15	-10	-32	-16	9	-31	-24	2	8	10	31	85	107	103	160	135	168	179	131	79
石油及天然气		555	433	1706	1343	740	-1167	-972	82	-148	719	872	827	1343	1890	2614	3106	3685	3626	2586	1575	1121	427	1383	2182	2835	3778	2527	1993	2843	3286	2242	2736	3015	74
一般金属及矿石		-153	-195	-40	70	-140	-281	-151	-35	-214	-195	126	42	-179	-180	133	191	717	824	651	458	372	485	420	807	1101	819	533	381	570	484	692	967	771	74
工用运输		-337	-92	164	-30	-331	-371	-275	-231	-246	-236	-3	-70	-21	109	243	207	134	67	88	284	496	476	753	1623	2907	4008	3620	1786	454	462	1287	1382	1005	63
纺织及服饰		179	224	200	128	92	140	118	112	204	195	184	167	170	130	105	163	293	271	200	287	489	452	530	719	759	576	646	746	758	845	832	782	713	63
媒体及娱乐		7	14	34	24	12	29	31	25	11	0	14	13	-8	-29	-30	-37	-42	-41	-36	-35	-10	-13	140	134	-124	-153	142	410	567	647	567	268	136	63
电讯		1259	1464	1728	1873	1497	1489	1486	1557	1475	1028	973	993	816	751	544	719	1102	1097	980	1013	1599	2170	2950	2127	2916	2682	2467	2289	2256	1968	2711	2170	2148	53
资讯科技器材		91	-8	-12	61	-10	116	174	-14	-29	41	55	117	37	176	86	-54	-5	-137	-386	-168	286	360	735	763	575	495	592	727	665	623	762	867	561	53
农业产品		-1	12	3	8	-34	-68	-49	-37	-38	-80	-32	-27	-7	-3	-4	-3	-5	-11	-22	-21	-23	-25	19	40	25	3	-7	23	4	8	44	39	-1	53
专业零售		9	55	15	26	-73	-131	-86	-34	-22	2	-57	-116	57	71	76	96	113	122	-61	100	1425	1667	2244	2410	2767	2503	1912	2130	3018	3323	2927	1799	883	37
建筑		-293	-648	-996	-1404	-1163	-842	-337	-469	-382	-674	-298	-110	357	242	864	299	418	199	208	121	583	512	905	-106	-946	-178	-297	-125	-484	-2049	-1207	-1151	-749	21
煤炭		291	232	290	618	285	-46	-87	-470	-375	-182	14	120	123	286	650	834	1063	980	1107	1268	796	868	944	919	1664	2216	2212	1540	930	1030	905	571	425	5

行业：FCFF回报率综合、支援服务、公用、医疗保健、餐饮历史高位

► **FCFF回报率**：叠加估值考量，综合47%、支援服务11%、公用6%、医疗保健4%、餐饮5%为自身历史性价比高位。其余行业来看，地产13%、纺织9%、工用支援9%、旅游休闲设施8%、农产品8%绝对水平较高。

图表6：恒生二级——FCFF回报率对比，综合、支援服务、公用、医疗保健历史高位

恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)	
综合企业II		2	1	0	0	-3	-4	-1	1	1	0	3	9	0	0	24	14	13	19	13	17	22	39	25	-10	-6	27	22	5	-2	-23	-5	34	47	100
支援服务		-3	-2	-2	-4	-3	1	-4	-3	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	3	3	1	1	4	8	7	0	1	7	7	10	8	11	100	
公用事业II		-4	-2	-5	-6	-5	-1	0	3	3	1	1	2	4	3	2	0	0	1	1	0	1	0	-1	0	-7	-8	0	-3	0	0	-1	0	6	100
其他医疗保健		0	-1	0	1	-1	0	1	1	1	-1	1	-2	-3	-2	0	-1	-3	-3	-2	-2	0	1	0	0	-1	-1	-1	-1	2	3	1	3	4	100
食品饮料		3	2	2	1	-1	-1	1	1	1	0	-1	0	3	3	5	4	3	4	2	3	3	4	3	3	3	3	3	4	4	5	4	4	5	95
药品及生物科技		2	2	0	-2	-1	1	1	2	1	1	2	3	4	4	3	0	1	2	1	0	1	0	0	0	-1	-1	1	0	2	2	2	2	3	95
旅游及休闲设施		0	3	4	8	3	2	2	2	1	2	2	3	4	2	2	1	2	3	2	4	7	-2	-6	-2	-2	-3	-3	2	10	8	9	7	8	89
黄金及贵金属		2	2	1	-1	-2	-6	-6	-6	-2	-2	-2	1	6	7	3	3	4	5	0	-1	-1	0	1	-1	0	4	0	-1	1	2	3	3	5	89
半导体		2	6	5	-4	-7	-2	0	0	1	3	1	-3	-5	-10	-9	-9	-5	-6	-6	-8	-8	-5	-10	-8	-5	2	-2	-14	-17	-20	-10	-5	-3	89
家用电器及用品		2	0	-2	-5	1	5	3	4	3	-5	-1	2	3	4	4	3	1	-1	1	1	4	3	3	4	2	2	4	6	6	8	7	7	6	84
地产		3	-3	-5	-10	-9	-4	1	1	-3	-8	-2	1	6	8	10	7	3	1	3	6	5	5	6	7	8	9	6	19	19	7	16	13	13	79
纺织及服饰		5	6	6	4	2	3	2	2	4	4	3	3	4	3	2	3	4	4	3	4	8	6	4	6	8	7	7	9	9	10	10	9	9	79
农业产品		0	1	0	2	-9	-23	-19	-13	-16	-34	-14	-17	-5	-2	-2	-1	-3	-7	-9	-10	-11	-12	7	18	10	1	-3	13	1	2	11	7	8	79
软件服务		3	2	2	4	2	3	3	3	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2	1	2	2	3	2	3	3	4	3	4	5	4	4	3	4	79
工业工程		2	-1	-1	-9	-8	-8	0	4	1	-1	1	0	-1	0	3	1	0	0	1	2	5	5	3	0	0	3	1	-2	-3	-1	0	2	3	79
媒体及娱乐		1	2	4	4	1	4	4	3	1	0	1	1	0	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-1	-1	1	1	-1	-1	2	5	7	7	7	2	2	79
工用支援		2	8	4	0	-5	-7	-5	-2	-7	-5	-1	-2	-3	-2	-2	-1	-2	-2	1	-10	-8	1	2	2	2	7	10	11	19	11	15	16	9	68
工用运输		-7	-2	3	-1	-9	-12	-8	-6	-6	-5	0	-1	0	2	5	4	2	2	2	7	12	8	8	17	29	52	41	23	5	5	11	11	7	47
电讯		6	6	8	8	6	6	6	6	7	4	3	4	3	3	2	3	5	5	4	4	8	12	17	13	16	16	11	10	10	8	9	7	7	42
资讯科技器材		3	0	0	3	0	5	7	0	-1	1	1	-2	1	6	2	-1	0	-1	-5	-3	5	4	7	8	9	10	9	10	9	6	4	4	3	32
专业零售		0	2	1	1	-2	-5	-3	-1	-1	0	-2	-5	3	3	3	3	3	1	-1	1	3	2	3	4	6	7	6	7	11	8	8	4	2	21
一般金属及矿石		-3	-4	-1	2	-3	-8	-4	-1	-7	-5	3	1	-5	-5	3	3	12	17	13	11	11	13	5	9	16	14	7	6	8	6	9	6	4	16
原材料		-1	0	-5	-4	-6	-13	-5	-2	-6	-7	-1	-1	-5	-3	7	3	1	9	17	20	22	22	10	8	5	-1	-9	-8	-4	-4	-5	-1	-5	16
建筑		-5	-8	-13	-30	-17	-14	-5	-7	-6	-10	-2	-1	4	3	8	3	4	2	2	1	5	5	10	-1	-10	-3	-4	-2	-8	-32	-19	-16	-10	16

行业：CAPEX/D&A低位行业为医药细分、支援服务、地产、电讯、公用



► **CAPEX/D&A:** 资本开支强度来看，医药细分、支援服务、地产、电讯、公用均在历史低位，其余行业如主要零售商、工用支援、纺服、媒体娱乐的绝对水平也小于1。资本开支高位行业包括煤炭、软件服务，前者已受反内卷政策带动边际微降，后者在AI产业趋势影响下于2H24大幅走高。

图表7：恒生二级——CAPEX/D&A对比，综合、支援服务、公用、医疗保健历史高位

恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)
其他医疗保健		2.5	2.2	2.1	2.1	4.3	4.1	3.1	3.2	2.6	2.6	1.8	1.7	2.1	2.1	1.6	1.7	2.4	2.4	1.5	1.5	1.2	1.4	1.2	1.1	1.3	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	0
支援服务		0.7	0.6	1.7	1.3	0.5	0.4	1.0	0.9	0.8	0.8	1.8	2.2	1.6	2.6	3.1	2.4	2.5	3.5	3.5	2.8	2.6	2.6	2.3	2.6	2.6	2.5	1.8	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6	1.2	0
药品及生物科技		1.9	1.9	2.5	2.5	2.2	2.6	3.1	3.0	2.7	3.0	2.2	2.0	1.8	2.0	2.0	2.0	1.9	2.1	2.4	2.5	2.1	2.0	2.2	2.5	2.6	2.6	2.4	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	0
地产		5.1	5.9	6.1	6.4	7.9	7.5	6.7	8.1	6.6	6.3	5.3	5.4	4.6	5.4	5.8	7.5	9.1	9.6	8.0	6.6	3.2	2.7	2.2	2.2	2.6	2.9	1.7	1.0	1.1	1.1	0.8	0.6	0.7	5
电讯		1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	1.2	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	5
公用事业II		3.7	3.3	3.7	3.7	3.0	3.0	2.9	2.8	2.9	3.2	2.7	2.8	2.3	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	1.9	5
家用电器及用品		1.5	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.7	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6	1.7	1.7	1.9	2.2	1.9	2.1	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8	1.9	1.6	1.4	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	11
资讯科技器材		1.3	1.3	1.4	1.3	1.6	1.5	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5	1.8	1.5	1.2	1.3	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9	1.0	1.1	16
半导体		0.4	0.5	0.9	1.9	1.8	1.0	0.9	1.1	1.4	1.1	1.2	1.7	2.3	3.9	3.5	3.1	2.2	2.0	1.7	2.1	2.2	2.3	3.8	3.7	2.3	2.4	2.6	3.0	2.6	3.0	2.6	2.5	2.1	16
建筑		3.8	3.7	3.4	3.7	2.6	2.4	2.1	2.3	2.2	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.1	1.9	2.2	2.4	2.2	2.3	2.7	2.7	2.8	3.1	3.2	3.3	3.0	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1	2.2	16
农业产品		3.9	3.8	4.5	4.4	4.9	5.0	3.7	3.6	3.3	2.6	1.1	1.1	0.8	0.6	1.0	1.0	1.0	1.2	1.9	2.2	1.8	1.5	2.0	2.4	2.3	2.0	1.6	1.6	1.6	1.4	1.7	2.0	1.2	21
工用运输		2.4	2.4	2.2	2.7	2.6	2.4	2.4	2.1	2.0	2.4	2.0	2.2	1.8	1.5	1.4	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6	1.5	1.2	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	21
工业工程		2.6	2.8	3.3	3.8	3.6	3.4	2.0	1.7	2.0	2.2	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.3	2.4	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.3	2.4	2.5	3.2	3.2	2.8	2.8	2.6	2.4	2.1	21
消费者主要零售商		1.7	1.7	1.7	1.9	3.2	3.8	2.6	2.3	2.4	3.0	1.8	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	32
石油及天然气		2.6	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5	1.1	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	32
工用支援		1.3	1.0	1.0	1.3	1.7	1.9	1.8	1.7	1.2	1.0	0.9	1.1	1.4	1.5	1.2	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7	1.1	1.3	1.2	1.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	37
食品饮料		2.0	2.0	2.7	3.0	3.5	3.7	3.0	3.1	2.6	2.6	2.4	2.5	1.8	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.2	1.3	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	42
黄金及贵金属		3.0	2.8	3.1	4.1	5.2	6.2	5.8	5.7	5.9	5.9	4.2	3.9	3.2	3.3	3.2	2.8	2.8	3.2	2.8	2.2	3.6	3.6	4.3	6.0	6.1	5.6	6.0	6.9	6.1	6.9	6.5	5.6	4.0	47
纺织及服饰		1.7	1.4	1.3	1.5	1.9	1.8	1.7	1.8	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	0.8	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	53
旅游及消闲设施		1.6	1.6	1.6	1.6	2.1	2.3	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8	2.0	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.6	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	53
综合企业II		4.0	4.3	4.2	4.2	3.6	3.8	3.4	3.0	2.4	2.5	2.4	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1	63
媒体及娱乐		1.4	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	1.4	1.4	1.1	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	68
一般金属及矿石		1.1	1.1	1.2	1.5	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.4	1.4	1.7	1.3	1.1	1.1	1.3	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4	68
原材料		2.7	2.5	3.2	3.2	3.4	3.1	2.9	3.2	2.2	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.6	3.1	3.0	3.0	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1	68

行业：EBITDA/营收贵金属、家电、医药细分、纺服、食品饮料高位

► EBITDA/营收：盈利能力来看，贵金属、家电、药品生物科技、纺服、医疗保健、食品饮料高位，其中已处历史高位、环比依然走高的行业包括贵金属、家电、医疗保健、食品饮料，表明行业景气度仍在加速。低位行业包括汽车、综合、电讯、建筑、工用运输。

图表8：恒生二级——EBITDA/营收对比，贵金属、家电、药品生物科技、纺服、医疗保健、食品饮料高

EBITDATTM/营收TTM (%)																											10年分位 (%)								
恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	
黄金及贵金属		26	25	24	28	26	21	21	16	9	10	10	7	5	4	8	11	10	10	9	8	7	8	9	9	11	13	12	11	12	14	17	20	25	100
家庭电器及用品		7	7	7	8	8	7	6	6	8	8	7	8	8	8	8	8	9	8	7	8	9	9	10	11	10	9	9	10	10	11	11	12	12	100
药品及生物科技		10	9	10	10	8	7	8	8	9	9	10	10	10	9	9	9	9	8	8	7	7	4	6	6	6	6	7	7	7	8	9	10	100	
纺织及服饰		16	16	16	18	14	14	14	13	14	13	14	14	13	13	12	12	13	13	12	13	14	12	14	17	20	19	19	19	19	21	21	22	22	95
其他医疗保健		10	6	11	15	28	26	16	16	14	14	17	15	14	17	15	17	19	17	14	16	16	12	11	11	9	6	6	11	12	14	16	17	18	95
食品饮料		14	15	14	13	13	13	13	12	12	12	11	12	13	13	12	13	13	11	13	13	16	16	17	18	17	17	16	16	16	17	17	18	18	95
旅游及消闲设施		25	25	29	29	24	21	23	23	24	24	24	26	25	26	26	25	26	27	25	25	28	18	8	16	15	10	5	17	25	25	25	26	26	89
石油及天然气		17	16	16	15	14	12	12	13	13	12	13	14	14	14	13	14	13	14	13	12	13	11	13	16	14	14	14	14	15	15	16	16	15	84
资讯科技器材		6	5	3	3	4	4	3	3	4	5	5	6	5	4	4	5	5	3	4	5	6	6	6	7	6	6	6	7	7	6	6	7	7	84
媒体及娱乐		14	14	18	18	14	16	19	19	12	11	14	14	8	6	-9	-4	13	12	7	6	9	1	-27	-13	-9	1	8	16	20	20	20	23	18	79
一般金属及矿石		13	17	16	15	11	7	6	6	6	7	8	8	6	6	11	12	13	13	13	12	10	8	9	12	11	10	11	10	9	10	10	11	12	79
工用支援		8	7	-7	18	26	17	17	16	26	30	25	25	22	23	16	17	14	8	5	4	3	3	1	0	-3	3	3	3	4	6	6	6	6	68
软件服务		12	14	13	14	16	15	16	17	18	20	22	27	27	28	30	32	34	31	30	31	31	31	36	34	36	32	33	36	27	30	34	35	32	58
农业产品		22	21	19	18	16	14	12	12	12	2	-2	-7	-23	-21	-12	-15	-7	-3	-10	-6	1	5	8	9	9	6	7	4	1	8	11	10	5	58
半导体		-5	6	31	30	21	18	22	25	23	23	22	23	21	19	21	22	22	23	21	24	25	29	33	38	37	40	41	39	33	35	34	31	53	
公用事业II		31	29	29	27	28	28	31	33	33	41	44	37	38	36	35	32	31	29	29	29	29	30	29	28	22	18	20	23	24	24	26	26	26	42
专业零售		11	11	11	11	9	9	9	9	9	8	9	9	7	7	7	8	8	8	-12	-6	17	22	14	11	10	9	8	8	9	10	10	9	8	37
支援服务		-45	-18	-204	-99	23	-30	10	7	16	16	20	25	22	18	23	23	26	27	27	32	29	29	25	25	20	19	13	13	24	24	22	23	22	32
煤炭		41	39	37	36	34	31	29	25	23	23	25	25	23	25	32	36	36	35	32	32	30	29	26	24	28	32	35	32	32	31	31	30	30	26
消费者主要零售商		12	11	10	9	8	8	8	8	8	8	9	8	8	8	8	9	9	9	9	10	11	12	13	12	9	12	10	8	8	8	8	7	8	26
工业工程		11	12	14	15	14	12	11	12	13	11	11	10	11	12	12	11	12	13	12	12	12	12	12	12	11	11	11	10	10	10	9	9	10	16
原材料		11	11	12	13	12	9	8	7	7	8	7	9	11	13	11	13	15	16	15	13	12	11	11	14	12	10	9	6	8	9	7	7	8	16
地产		47	54	66	67	62	58	56	56	46	41	38	37	35	33	33	37	40	41	39	37	34	30	26	24	21	18	11	7	7	5	2	0	6	16
工用运输		12	17	24	21	15	13	15	16	17	19	21	23	22	20	21	24	25	24	25	26	27	24	26	31	35	37	39	36	27	26	26	26	23	11

行业：EBITDA增量对比，贵金属、地产、工业工程、食品饮料高位

► EBITDA增量：EBITDATTM环比变化来看，贵金属、地产、工业工程、食品饮料盈利改善历史高位。专业零售、媒体娱乐、农业产品盈利承压。全行业横向比较来看，港股非金融层面盈利回归的主要贡献来自于地产、软件服务、旅游及休闲设施、工业工程。

图表9：恒生二级——EBITDA增量对比，贵金属、地产、工业工程、食品饮料高位

EBITDATTM环比变化(亿元,可比口径)																														10年分位 (%)					
恒生二级	走势	2009	10H1	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019	20H1	2020	21H1	2021	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	25H1	2025	
黄金及贵金属		53	10	16	31	29	-20	15	-24	-64	1	13	-15	-28	-7	38	32	18	16	-28	12	-6	22	85	21	80	126	-30	-20	99	91	147	214	279	100
地产		221	662	1182	346	71	-74	738	344	-272	-169	210	-161	-193	152	442	1122	2114	1500	171	268	583	-1389	418	693	-1218	-1893	-4885	-2496	93	-797	-1641	-465	1584	95
工业工程		119	155	232	152	-49	-130	-110	110	134	-103	33	57	151	53	40	13	299	232	-180	-31	147	-49	385	308	-206	-195	61	-49	-17	-71	-268	95	358	95
食品饮料		72	50	39	34	39	37	27	-35	14	61	-69	-49	-3	3	-61	22	48	-67	87	62	66	-47	103	198	38	-24	-44	12	-1	31	-44	12	150	95
软件服务		24	27	18	28	68	16	37	42	48	81	72	37	36	69	152	209	357	94	75	150	179	112	905	197	651	-520	93	292	-680	424	444	402	521	89
药品及生物科技		19	4	23	17	-4	3	34	30	47	52	36	43	1	4	10	47	82	79	74	49	-25	-47	178	397	402	22	13	194	152	41	84	250	333	89
家用电器及用品		39	0	10	23	0	-15	-14	11	49	6	-21	16	1	-2	2	3	37	0	-19	38	10	-11	92	143	-41	-37	-28	39	16	26	64	182	139	89
半导体		-43	22	71	7	-29	-12	18	13	-3	0	11	10	-11	-4	35	9	5	2	6	-23	17	13	44	72	128	63	35	-41	-49	-65	52	23	64	89
旅游及休闲设施		755	215	490	109	-161	-80	134	58	107	96	17	83	-188	-15	36	39	345	113	-70	37	267	-1448	-952	690	-27	-515	-441	1203	1398	192	67	57	418	84
其他医疗保健		-2	-12	9	13	37	-2	-21	3	-4	2	19	-18	-3	20	-13	13	22	-1	-4	25	12	-46	26	59	-1	-47	26	94	22	54	36	8	46	84
支援服务		-4	4	-34	13	28	-11	8	-1	0	0	4	4	1	-3	1	2	8	-1	10	19	15	2	15	21	-20	-16	-64	0	147	10	13	3	16	84
一般金属及矿石		254	358	56	69	-230	-315	-51	-5	44	62	50	1	-285	37	428	218	367	192	-54	-161	-214	-203	285	823	216	-126	-400	-461	-15	25	16	209	252	79
工用支援		3	-3	-21	16	17	-19	0	0	24	9	-7	8	-11	-4	-16	7	32	-16	-15	-9	-6	-9	-18	-7	-4	170	9	2	72	59	36	5	10	74
资讯科技器材		-6	-56	-31	14	50	13	-50	32	75	72	36	66	-9	-158	-27	66	75	-178	21	176	155	9	218	320	-69	-198	-74	81	54	-35	136	258	116	68
纺织及服饰		3	4	27	34	-59	-5	13	-20	-1	-16	40	10	-63	-10	-4	13	98	-14	30	64	82	-182	52	291	200	-2	-1	-22	68	99	120	94	73	63
原材料		99	36	58	63	6	-75	-16	-32	23	-8	-27	47	28	13	-28	79	141	93	-21	-116	-64	-71	35	192	-6	-75	-93	-153	84	42	-96	-40	22	63
公用事业II		190	94	178	144	242	151	301	226	144	830	92	-561	-9	-86	-139	-16	379	222	83	83	-14	21	319	326	-807	-372	446	395	230	60	150	29	119	58
消费者主要零售商		7	-2	0	-2	4	10	7	6	18	5	8	-2	-12	-6	-1	13	14	0	-8	7	35	9	19	-16	-77	69	-44	-53	8	-6	-17	-15	6	58
汽车		61	44	1	-11	21	-2	4	41	44	42	-18	29	47	95	162	88	94	137	-31	-125	-55	-106	252	83	-75	-42	155	34	197	66	113	-25	58	42
电讯		366	-2	302	135	373	-11	175	273	275	-97	160	14	-14	-107	-401	146	539	83	-162	-24	513	-69	438	221	579	1244	-1617	-2	160	29	-194	140	13	42
石油及天然气		315	768	1160	858	235	-294	192	440	473	197	-405	-1163	-1163	-631	149	836	708	874	22	-122	117	-2173	718	2847	399	700	195	-388	360	352	-407	-303	39	37
煤炭		95	101	167	205	139	-15	-54	-186	-13	13	-97	-161	-312	-19	296	440	355	64	-139	-30	-115	-149	-52	248	881	690	-19	-446	-164	-160	-63	-189	-126	32
综合企业II		889	291	191	464	-267	-476	130	-84	67	113	2370	1489	####	-227	2	326	550	249	173	190	27	-724	-156	601	365	256	-67	-74	473	-19	-668	-188	-202	16
建筑		215	62	210	264	304	-136	-47	138	351	135	54	-55	-306	-43	173	303	196	383	285	162	220	-81	362	270	-26	-246	-512	-203	109	-226	-80	32	-223	16

行业：FCFF回报率横纵约束&景气加速

➢ FCFF回报率横纵约束&景气加速，恒生三级口径关注地产发展商、航空服务、赌场博彩等行业。按恒生三级行业自下而上统计，且参考《年化22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究2》、《增长回归，重视年化25%+的现金流增强——自由现金流系列研究3》两篇报告，筛选FCFF回报率历史分位&全行业截面分位约束、及前端盈利景气加速行业，共17个细分，包括地产发展商、航空服务、赌场博彩、再生能源、油气设备服务等。

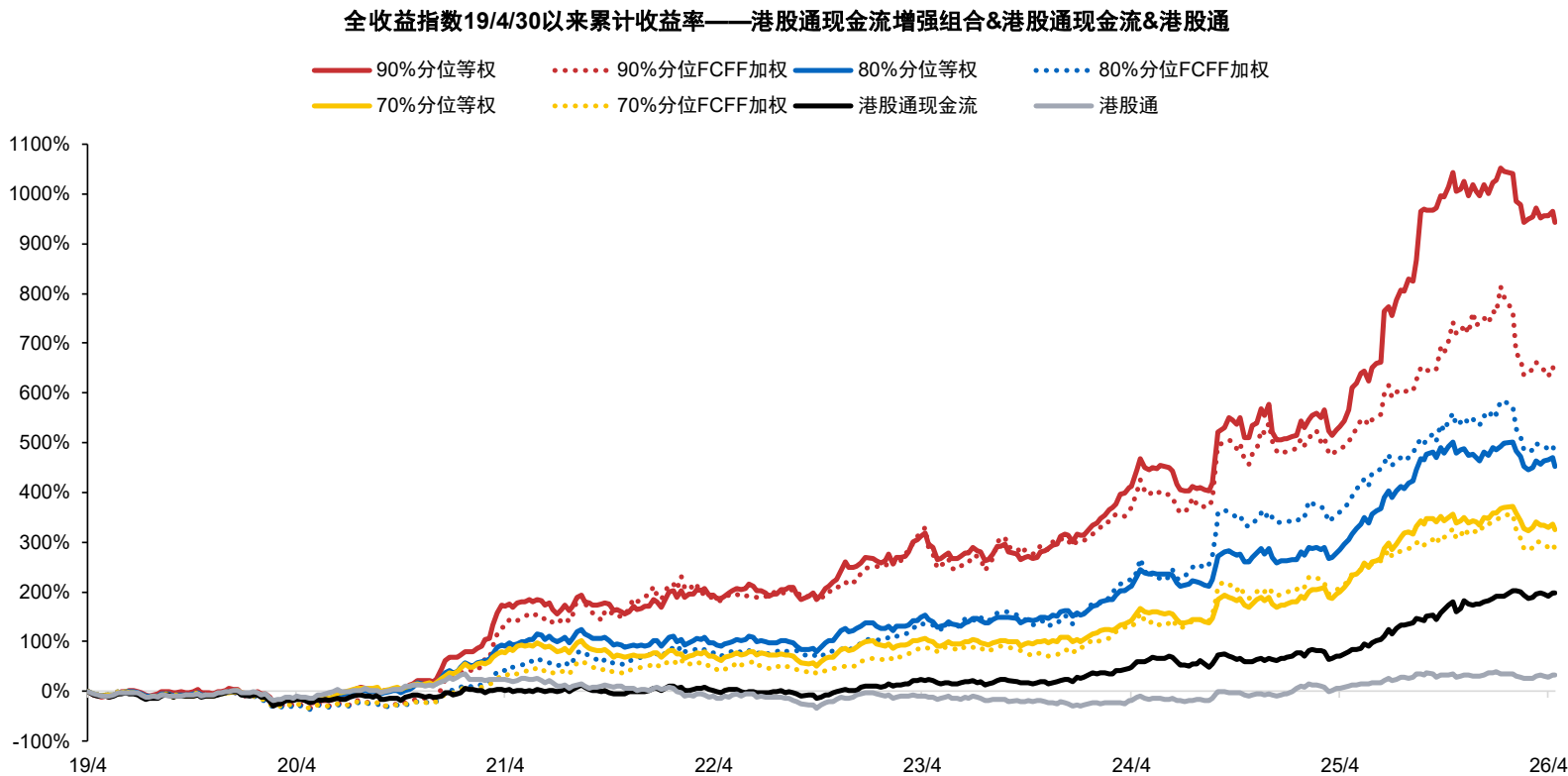
图表10：恒生三级——FCFF回报率横纵约束&景气加速

恒生三级	FCFF (亿元)						FCFF/MV (%)						CAPEX/D&A						EBITDA/营收 (%)						EBITDATM环比变化(亿元, 可比口径)					市值龙头
	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)	2023	24H1	2024	25H1	2025	10年分位 (%)	2023	24H1	2024	25H1	2025	
地产发展商	3490	1357	2766	2696	2755	79	23.5	8.1	19.4	16.2	15.3	79	1.1	1.1	0.9	0.7	0.7	5	6	4	0	-1	6	26	147	-725	-1640	-296	1974	新鸿基地产
航空服务	542	375	603	559	588	95	19.5	12.1	19.5	14.3	15.5	84	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	63	25	24	25	24	25	84	852	104	29	6	132	中国东方航空股份
赌场及博彩	473	471	390	383	470	68	10.4	10.0	11.3	7.1	11.7	100	0.6	0.7	1.0	1.0	0.8	21	41	44	43	41	42	68	378	99	10	-11	40	银河娱乐
非传统/可再生能源	-465	-567	-498	-347	224	100	-26.7	-28.1	-27.3	-15.4	11.0	100	2.4	2.5	2.2	2.0	1.5	0	50	53	54	54	56	100	36	27	33	5	14	龙源电力
油气设备与服务	129	83	91	173	217	100	11.2	7.6	8.1	13.3	14.6	89	1.0	1.1	0.7	0.7	0.7	53	12	12	13	12	12	42	32	10	12	-2	13	中海油田服务
餐饮	215	186	190	194	197	89	8.1	6.3	6.6	7.8	7.5	89	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	26	18	17	17	17	17	79	27	-16	-3	-1	12	百胜中国
酒店及度假村	126	125	124	119	165	100	8.8	8.8	10.2	8.7	10.2	100	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0	28	22	19	22	27	53	34	-32	-25	18	44	华住集团-S
水务	88	107	92	99	153	100	12.6	12.9	10.1	10.1	14.2	100	1.5	1.3	1.3	1.3	1.1	0	36	37	39	38	39	58	-17	-13	2	-12	-2	粤海投资
采购及供应链管理	148	126	159	170	133	84	21.9	11.9	17.3	17.3	10.3	68	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	32	4	6	6	6	6	74	74	57	35	3	15	京东物流
乳制品	48	42	77	91	107	95	4.0	2.8	5.0	7.1	8.0	100	3.3	3.1	2.6	2.3	2.3	5	11	12	8	7	9	37	1	3	-72	-21	22	蒙牛乳业
其他支援服务	46	38	44	54	61	100	4.4	4.0	5.5	3.8	7.7	100	1.0	1.2	0.8	0.4	0.3	0	13	13	13	13	14	100	6	4	-1	-3	7	BOSS直聘-W
摩托车及其他	25	-15	-17	53	60	100	5.0	-3.2	-3.6	11.1	13.9	89	2.9	3.7	3.4	2.9	1.7	11	9	10	7	8	10	100	1	-2	-15	10	15	雅迪控股
中医药	56	38	56	73	49	53	7.0	4.7	9.2	10.8	8.0	68	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	0	11	11	9	8	8	5	-2	-7	-27	-7	4	白云山
纺织品及布料	21	79	53	14	31	63	9.4	34.3	24.7	5.6	11.5	63	0.8	0.7	0.9	0.9	1.1	32	9	10	9	9	10	26	26	12	-10	3	3	百宏实业
膳食补充品	14	24	17	15	16	79	10.6	17.4	9.4	7.0	7.9	68	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	16	7	12	10	7	9	11	-16	11	-7	-5	6	H&H国际控股
家居装修零售商	19	33	9	6	10	53	67.8	133.8	17.1	12.7	25.2	79	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	42	-98	-132	-49	-31	-12	26	102	-11	-26	24	31	徽基股份
禽畜饲料	-1	-2	-1	-2	2	79	-14.4	-22.7	-8.6	-20.4	25.5	74	3.9	3.9	2.0	2.0	0.8	11	4	4	5	4	5	63	-1	0	1	-1	1	大成食品

港股通现金流增强组合

- ▶ **港股通现金流增强：19/4/30以来理想组合夏普1.3、年化收益率28%。**依据此前报告《年化22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究2》，参考A股现金流增强组合底层逻辑，**真实现金流为王，景气二阶加速领航的核心逻辑**，围绕EBITDA规模、EBITDA/营收、FCFF回报率季频指标，在港股通中于每年4/30、9/30调仓，每期条件同样聚焦**现金流约束&景气加速度**。
- ▶ 并且对于FCFF回报率分位数X%分别测试90%、80%、70%，以及加权方式分别测试等权、FCFF加权，最终考虑收益波动、成分数量的理想组合为80%分位数的等权组合，其为年化波动率不超过基准指数且夏普比率最高的构建方式，具体来看其年化收益率为28%，年化波动率21%，夏普比率1.25，每期成分

图表11：港股现金流增强组合累计收益率测试——理想组合为FCFF回报率80%分位等权组合
































指标	港股通现金流增强组合_不同FCFF回报率分位_不同加权方式统计						基准_港股通 现金流	港股通
	90%分位 等权	90%分位 FCFF加权	80%分位 等权	80%分位 FCFF加权	70%分位 等权	70%分位 FCFF加权		
年化收益率(%)	40	33	28	29	23	22	17	4
年化波动率(%)	25	28	21	24	20	23	22	22

港股通现金流增强组合——行业权重历史变化

► 港股通现金流增强理想组合最新26/4/30调仓后行业权重来看，医药19%、社服19%、交运15%、食饮8%、汽车8%领先。

图表12：港股现金流增强组合累计收益率测试——理想组合行业权重历史变化

恒生二级	历史走势	19/4/30	19/9/30	20/4/30	20/9/30	21/4/30	21/9/30	22/4/30	22/9/30	23/4/30	23/9/30	24/4/30	24/9/30	25/4/30	25/9/30	26/4/30
医药生物		5	5	0	0	5	8	17	12	9	4	11	21	11	18	19
社会服务		5	0	8	0	0	0	4	0	4	0	0	0	0	6	19
交通运输		10	14	19	18	18	12	13	20	13	17	32	16	22	29	15
食品饮料		0	0	0	0	5	0	4	8	4	4	5	5	11	0	8
汽车		0	5	4	9	5	0	0	8	0	0	0	5	6	0	8
电力设备		5	5	4	9	0	0	0	0	9	4	5	0	0	6	4
电子		5	0	4	0	9	4	4	0	0	4	5	5	11	0	4
家用电器		0	10	4	0	5	0	0	0	0	9	0	0	0	0	4
轻工制造		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
房地产		0	0	4	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	4
环保		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11	6	18	4
商贸零售		5	5	0	9	5	4	0	4	0	4	11	5	6	0	4
石油石化		0	5	8	0	5	4	9	4	13	4	0	0	6	0	4
建筑材料		10	10	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
传媒		0	5	0	0	0	0	4	4	4	4	5	0	0	0	0
纺织服装		0	0	15	0	0	12	4	4	4	4	0	11	6	6	0
非银金融		0	0	0	0	0	0	0	0	4	4	0	0	0	0	0
钢铁		5	0	0	9	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公用事业		10	5	4	18	5	0	4	0	0	9	0	0	0	6	0
国防军工		0	0	4	9	0	0	0	4	0	0	0	0	0	6	0
机械设备		5	10	0	0	0	8	0	4	9	9	5	11	6	0	0
基础化工		5	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	5	0	0	0
计算机		0	0	4	0	5	8	4	4	4	4	0	0	0	0	0
建筑装饰		0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	5	0	0	0	0
煤炭		15	5	8	9	14	8	9	8	4	0	5	0	0	0	0
农林牧渔		5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
通信		0	10	4	0	5	4	17	4	4	4	11	0	6	0	0
有色金属		5	5	0	9	9	12	4	4	4	4	0	0	6	0	0
综合		5	5	8	0	9	8	0	4	4	0	0	5	0	6	0

港股通现金流增强组合——近三年各期组合成分

图表13：港股现金流增强理想组合——24-26年组合成分明细

2024年各期成分					2025年各期成分					2026年各期成分				
调仓	代码	简称	一级行业	当期总市值 (亿元RMB)	调仓	代码	简称	一级行业	当期总市值 (亿元RMB)	调仓	代码	简称	一级行业	当期总市值 (亿元RMB)
24/4/30	9988.HK	阿里巴巴-W	商贸零售	13144	25/4/30	1929.HK	周大福	纺织服饰	962	26/4/30	0175.HK	吉利汽车	汽车	2175
24/4/30	1099.HK	国药控股	医药生物	562	25/4/30	0288.HK	万洲国际	食品饮料	826	26/4/30	0753.HK	中国国航	交通运输	717
24/4/30	2618.HK	京东物流	交通运输	514	25/4/30	2618.HK	京东物流	交通运输	755	26/4/30	1530.HK	三生制药	医药生物	514
24/4/30	0144.HK	招商局港口	交通运输	395	25/4/30	0753.HK	中国国航	交通运输	750	26/4/30	1099.HK	国药控股	医药生物	505
24/4/30	0008.HK	电讯盈科	通信	275	25/4/30	0293.HK	国泰航空	交通运输	534	26/4/30	2883.HK	中海油田服务	石油石化	394
24/4/30	0659.HK	周大福创建	建筑装饰	240	25/4/30	0270.HK	粤海投资	环保	381	26/4/30	2282.HK	美高梅中国	社会服务	389
24/4/30	0552.HK	中国通信服务	通信	236	25/4/30	3969.HK	中国通号	机械设备	307	26/4/30	1585.HK	雅迪控股	汽车	328
24/4/30	0564.HK	中创智领	机械设备	209	25/4/30	3320.HK	华润医药	医药生物	286	26/4/30	0257.HK	光大环境	环保	301
24/4/30	0548.HK	深圳高速公路股份	交通运输	141	25/4/30	2883.HK	中海油田服务	石油石化	269	26/4/30	3320.HK	华润医药	医药生物	289
24/4/30	6808.HK	高鑫零售	商贸零售	141	25/4/30	0142.HK	第一太平	食品饮料	206	26/4/30	0968.HK	信义光能	电力设备	229
24/4/30	2880.HK	辽港股份	交通运输	135	25/4/30	1258.HK	中国有色矿业	有色金属	186	26/4/30	1910.HK	新秀丽	轻工制造	183
24/4/30	0639.HK	首钢资源	煤炭	134	25/4/30	6110.HK	滔搏	商贸零售	178	26/4/30	0525.HK	广深铁路股份	交通运输	148
24/4/30	0636.HK	KLN	交通运输	121	25/4/30	0179.HK	德昌电机控股	汽车	123	26/4/30	0363.HK	上海实业控股	房地产	146
24/4/30	0303.HK	伟易达	电子	104	25/4/30	0303.HK	伟易达	电子	123	26/4/30	0636.HK	KLN	交通运输	106
24/4/30	2666.HK	环球医疗	医药生物	81	25/4/30	2343.HK	太平洋航运	交通运输	82	26/4/30	2666.HK	环球医疗	医药生物	102
24/4/30	1052.HK	越秀交通基建	交通运输	59	25/4/30	1310.HK	香港宽频	通信	70	26/4/30	1117.HK	现代牧业	食品饮料	91
24/4/30	3393.HK	威胜控股	电力设备	58	25/4/30	9989.HK	海普瑞	医药生物	61	26/4/30	0506.HK	中国食品	食品饮料	91
24/4/30	1117.HK	现代牧业	食品饮料	47	25/4/30	2038.HK	富智康集团	电子	55	26/4/30	1478.HK	丘钛科技	电子	85
24/4/30	9911.HK	赤子城科技	传媒	37	25/9/30	0670.HK	中国东方航空股份	交通运输	678	26/4/30	0200.HK	新濠国际发展	社会服务	85
24/9/30	0001.HK	长和	综合	1544	25/9/30	2727.HK	上海电气	电力设备	579	26/4/30	0570.HK	中国中药	医药生物	75
24/9/30	1766.HK	中国中车	机械设备	1315	25/9/30	1099.HK	国药控股	医药生物	523	26/4/30	1896.HK	猫眼娱乐	商贸零售	61
24/9/30	0288.HK	万洲国际	食品饮料	713	25/9/30	3998.HK	波司登	纺织服饰	491	26/4/30	1052.HK	越秀交通基建	交通运输	58
24/9/30	0144.HK	招商局港口	交通运输	469	25/9/30	6198.HK	青岛港	交通运输	427	26/4/30	0839.HK	中教控股	社会服务	57
24/9/30	3320.HK	华润医药	医药生物	340	25/9/30	2607.HK	上海医药	医药生物	416	26/4/30	0308.HK	香港中旅	社会服务	54
24/9/30	0270.HK	粤海投资	环保	308	25/9/30	0656.HK	复星国际	综合	411	26/4/30	1691.HK	JS环球生活	家用电器	52
24/9/30	0576.HK	浙江沪杭甬	交通运输	294	25/9/30	0384.HK	中国燃气	公用事业	379	26/4/30	1773.HK	天立国际控股	社会服务	30
24/9/30	0551.HK	裕元集团	纺织服饰	216	25/9/30	0257.HK	光大环境	环保	249					
24/9/30	6808.HK	高鑫零售	商贸零售	154	25/9/30	0317.HK	中船防务	国防军工	208					
24/9/30	2343.HK	太平洋航运	交通运输	117	25/9/30	2880.HK	辽港股份	交通运输	202					
24/9/30	0179.HK	德昌电机控股	汽车	97	25/9/30	0525.HK	广深铁路股份	交通运输	162					
24/9/30	2666.HK	环球医疗	医药生物	86	25/9/30	0200.HK	新濠国际发展	社会服务	131					
24/9/30	3306.HK	江南布衣	纺织服饰	76	25/9/30	0636.HK	KLN	交通运输	122					
24/9/30	0297.HK	中化化肥	基础化工	74	25/9/30	0570.HK	中国中药	医药生物	112					
24/9/30	2877.HK	神威药业	医药生物	69	25/9/30	1330.HK	绿色动力环保	环保	67					

风险提示

- 宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变：若未来宏观经济政策出现转向（如货币政策收紧、产业政策调整），或行业监管出台新规，可能导致原有商业模式失效、盈利预期大幅下修，投资者需密切关注政策动向；
- 历史经验不代表未来：股市产业结构、投资者结构改变可能阶段性改变市场资金行为，本文仅以历史数据进行复盘分析；
- 组合策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性：策略构建依赖于对历史价格、财务指标、市场情绪等数据的统计分析和回测优化，个股公司未来基本面及估值情况可能发生较大变化。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。



财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通 财运亨通



欢迎关注财通证券研究所微信公众号