



报告日期 2026 年 06 月 04 日

分析师：万清昱

S0190526040011

请注意：万清昱并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

wanqingyu@xyzq.com.cn

分析师：李彦霖

S0190510110015

请注意：李彦霖并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

liyilin@xyzq.com.cn

分析师：张博

S0190519060002

BMM189

zhangboyjs@xyzq.com.cn

分析师：迟玉怡

S0190522040001

请注意：迟玉怡并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

chiyuyi@xyzq.com.cn

分析师：潘晗

S0190526040010

请注意：潘晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

panhan@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证全球策略】港股定价权的变化到哪儿了？——海外二三事-2026.06.03

【兴证海外策略】港股 IPO，外资第一站-2026.05.27

【兴证海外策略】从 IPO 与解禁看港股资金面压力——海外二三事-2026.05.26

【兴证海外策略】港股框架系列一：从本轮“背离”看汇与股的联动-2026.05.18

【兴证海外策略】一文看清恒生科技走到哪儿了？——海外二三事-2025.05.18

【兴证海外策略】乱中取胜——2026 年港股中期投资策略-2025.05.11

【兴证海外策略】4 月红利指数创新高，Q1 主动型红利基金显著增持能源板块——港股红利资产月报-2026.05.07

【兴证全球策略】公募基金 2026Q1 港股持仓详解-2026.04.25

【兴证全球策略】维持港股 4 月做多窗口判断：内资信心修复，市场情绪持续回暖——港股及海外策略周报-2026.04.22

【兴证全球策略】港股红利资产是否有抢权行情？-2026.04.14

港股红利资产分红比例进一步提高——港股红利资产月报

投资要点：

一、港股红利资产 2025 年分红比例进一步提升，2026Q1 净利润同比增速回暖

以恒生港股通高股息率指数成分股为样本，简要分析港股红利资产 2025 年年报及 2026 年一季报情况：

- **2025 年净利润同比下滑。**2025 年港股红利资产净利润同比增速为-2.4%，低于 2024 年的 2.7%；成分股净利润同比增速中位数为-0.4%，低于 2024 年的 0.3%。分行业来看，纺织服饰、保险、银行、一般金属及矿石净利润同比增速相对较高。除地产、公用事业、银行外，其余行业 2025 年净利润同比增速较 2024 年有不同程度的下滑。
- **2026Q1 净利润同比增速回暖。**成分股中 40%的公司发布了一季报，集中在银行、电讯、煤炭、石油天然气和保险板块。整体来看，一季度净利润同比增速为 6.0%，较 25Q4 的-1.7%、25Q1 的-5.4%均有所抬升。其中，石油及天然气（13.0%）、银行（7.9%）、煤炭（2.5%）净利润同比增速较高。
- **2025 年港股红利资产自由现金流总额继续回升。**2025 年港股红利资产自由现金流同比增速为 3.9%，其中综合企业 II 自由现金流由负大幅转正，一般金属及矿石、公用事业、银行、石油及天然气自由现金流增幅靠前。
- **2025 年港股红利资产分红比例进一步提升。**2025 年港股红利资产整体分红比例为 42.6%，高于 2024 年的 41.1%；成分股分红比例中位数为 56.5%，较 2024 年的 49.9%继续提升。分行业来看，食品饮料分红比例（含特别派息）超过 100%，为 111.9%；此外，纺织服饰（84.6%）、公用事业（79.4%）、电讯（76.8%）分红比例较高；银行（32.0%）、保险（34.9%）、建筑（35.4%）分红比例相对较低（括号内为该行业合计分红比例）。
- **截至 2026 年 5 月 29 日，港股红利资产股息率（2025 年）中位数为 5.0%，各行业股息率（2025 年）中位数均大于 3.5%。**

二、5 月港股红利资产表现

- **收益率：5 月红利资产普遍调整。**1) 2026 年 5 月，港股主要红利（全收益）指数普遍调整，仅恒生港股通中国内地企业高股息率指数（涨 0.1%）上涨。2) 从高股息行业维度来看，2026 年 5 月，综合企业 II（涨 6.4%）、公用事业（涨 1.9%）、电讯（涨 0.04%）领涨；煤炭（跌 10.5%）、石油及天然气（跌 9.5%）、一般金属及矿石（跌 9.4%）领跌。（注：括号内为该行业成分股涨跌幅中位数）。
- **股息率：相较于长债利率仍有较强吸引力。**1) 截至 5 月 29 日，恒生高股息率指数股息率（TTM）为 5.07%，恒生港股通高股息率指数股息率（TTM）为 4.78%，低于中证红利指数的 5.13%；以恒生高股息率指数为例，其股息率（TTM）与十年期国债收益率之差为 3.37pct，处于 2013 年以来的 61.6%分位数水平。港股主要红利指数中，国新港股通央企红利指数股息率（TTM）较高，为 5.7%。2) 分行业来看，截至 5 月 29 日，股息率（TTM）排前列的高股息行业有食品饮料（7.9%）、建筑（7.1%）、纺织服饰（6.6%）。（注：括号内为该行业成分股股息率-TTM 中位数）
- **高股息行业 AH 溢价：能源行业 AH 股溢价率相对较高。**1) 截至 5 月 29 日，恒生 AH 股溢价指数由 4 月底的 120.55 下降至 119.08，处于 2006 年以来的 1/4 分位数与中位数之间。2) 行业角度，煤炭（42.5%）、电讯（34.0%）、石油及天然气（29.0%）等高

【兴证全球策略】美伊停火下的港股投资策略-2026.04.08

【兴证策略海外团队】四月港股红利资产布局正当时——港股红利资产月报-2026.04.07

【兴证全球策略】港交所 IPO 上市制度改革助力港股科技板块广度和深度双提升-2026.04.07

【兴证全球策略及数字金融】风物长宜放眼量，在不确定的世界中寻找确定性——港股春季投资策略报告-2026.03.27

【兴证全球策略及数字金融】信息技术与工业驱动盈利增长，科技巨头表现亮眼——2025 年 Q4 标普 500 财报亮点-2026.03.06

【兴证全球策略及数字金融】2 月港股红利全收益指数续创新高——港股红利资产月报-2026.03.02

【兴证全球策略及数字金融小组】春节期间海外大事影响评述及节后港股展望——关税、美伊、科技-2026.02.22

【兴证全球策略及数字金融小组】冰火两重天的港股如何配置？——港股投资策略报告-2026.02.10

【兴证全球策略及数字金融小组】哪类港股通纳入标的表现更好及 3 月港股通入通名单预测-2026.02.06

【兴证全球策略及数字金融小组】1 月港股红利指数新高，能源、香港本地地产是主要驱动——港股红利资产月报-2026.02.04

股息行业 AH 股溢价率相对较高，工用运输（12.0%）、银行（19.1%）、保险（25.6%）相对较低。（注：括号内为该行业成分股 AH 溢价率中位数）

三、5 月港股红利资产相关资金情况

- **南下资金：5 月南下资金净流出。**1) 5 月份南下资金净流出人民币 29.83 亿元，较 4 月的净流入 495.06 亿元明显下降。2) 从行业角度来看，5 月份，南向资金主要流入半导体、电讯、石油及天然气、保险、工业工程、银行；流出专业零售、软件服务、药品及生物科技。3) 5 月份港股通持股占比环比提升较大的高股息行业有石油及天然气、建筑、食品饮料。
- **ETF：5 月港股红利 ETF 资金净流出。**5 月内地发行的港股红利 ETF 所跟踪的主要的港股通红利指数普遍调整；5 月港股红利 ETF 资金净流出 71.2 亿元。
- **险资：26Q1 股票占险企资金运用余额比例达历史新高。**截至 2026 年一季度末，保险公司资金运用余额为 39.44 万亿元，同比增速为 12.9%；人身险公司资金运用余额为 35.55 万亿元，同比增速为 13.3%，其中股票占人身险公司资金运用余额比重为 10.14%，证券投资基金占比 5.25%，债券占比为 51.18%；财产险公司资金运用余额为 2.47 万亿元，同比增速为 8.8%，其中股票占比为 9.46%，证券投资基金占比 8.09%，债券占比为 40.98%。

四、5 月港股红利股相关行业趋势变化

中国内地低利率及资产荒环境继续，内地财富向优质红利资产配置趋势方兴未艾。尤其是政策支持下，红利资产有望获得以内地保险资金为代表的配置型资金的持续流入，建议关注能源、银行、保险、香港本地股、公用事业、地产、餐饮酒店、物管、工业等行业龙头公司机会。

- 风险提示：大国博弈风险；美国货币政策超预期风险；全球经济增速下行超预期风险

目录

一、 港股红利资产 2025 年分红比例进一步提升，2026Q1 净利润同比增速回暖	5
二、 5 月港股红利资产表现	8
（一） 收益率：5 月港股红利资产普遍调整	8
（二） 股息率：相较于长债利率仍有较强吸引力	9
（三） 高股息行业 AH 溢价：能源行业 AH 股溢价率相对较高	11
三、 5 月港股红利资产相关资金情况	13
（一） 南下资金：5 月南下资金净流出	13
（二） ETF：5 月港股红利 ETF 资金净流出	15
（三） 险资：26Q1 股票占险企资金运用余额比例达历史新高	16
四、 5 月港股红利股相关行业趋势变化	18
五、 风险提示	23

图目录

图 1、 港股红利资产净利润同比增速	5
图 2、 2025 年港股红利行业净利润同比增速	5
图 3、 2026Q1 港股红利行业净利润同比增速	6
图 4、 港股红利资产自由现金流同比增速	6
图 5、 2025 年港股红利行业自由现金流同比增速	6
图 6、 港股红利资产现金分红比例	7
图 7、 2025 年港股红利行业现金分红比例	7
图 8、 港股红利行业股息率（2025 年）	7
图 9、 港股主要红利（全收益）指数 5 月涨跌幅	8
图 10、 港股高股息行业 5 月涨跌幅	8
图 11、 港股红利相关指数相对于恒生指数（全收益）走势	9
图 12、 港股主要红利指数股息率（TTM） %	10
图 13、 A 股港股主要红利指数股息率（TTM） %	10
图 14、 恒生高股息率指数股息率（TTM）与十年期中国国债收益率之差 ...	11
图 15、 港股高股息行业股息率（TTM）	11
图 16、 恒生 AH 股溢价指数	12
图 17、 港股高股息行业 AH 溢价率	12
图 18、 港股通月度净流入	13
图 19、 5 月港股通行业资金流向（亿元）	14
图 20、 5 月份分行业港股通持股占比环比变动	14
图 21、 红利板块 ETF 资金净流入情况	15
图 22、 港股红利指数涨跌幅及股息率（TTM）	16
图 23、 保险公司保费收入及累计同比增速	16
图 24、 保险公司保险资金运用余额	17
图 25、 人身险公司保险资金运用余额	17
图 26、 人身险公司中不同投资品种占资金运用余额比例 %	17
图 27、 财产险公司保险资金运用余额	18
图 28、 财产险公司中不同投资品种占资金运用余额比例 %	18
图 29、 中国香港中原城市领先指数	19

图 30、 中国香港私人住宅租金、售价指数..... 19

图 31、 中国香港私人住宅租金、售价指数同比增速 19

图 32、 布伦特原油期货结算价 20

图 33、 5 月煤炭价格震荡上行..... 22

表目录

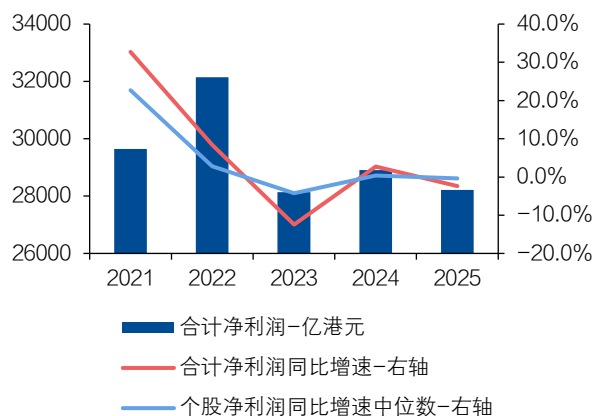
表 1、 5 月份港股通持股占比环比变动前十大个股..... 15

一、港股红利资产 2025 年分红比例进一步提升, 2026Q1 净利润同比增速回暖

以恒生港股通高股息率指数成分股为样本，简要分析港股红利资产 2025 年年报及 2026 年一季报情况：

- **2025 年净利润同比下滑。**2025 年港股红利资产净利润同比增速为-2.4%，低于 2024 年的 2.7%；成分股净利润同比增速中位数为-0.4%，低于 2024 年的 0.3%。分行业来看，纺织服饰（13.0%）、保险（12.0%）、银行（1.7%）、一般金属及矿石（1.2%）净利润同比增速领先（括号内为该行业合计净利润同比增速）。除地产、公用事业、银行外，其余行业 2025 年净利润同比增速较 2024 年有不同程度的下滑。
- **2026Q1 净利润同比增速回暖。**成分股中 40% 的公司发布了一季报，集中在银行、电讯、煤炭、石油天然气和保险板块。整体来看，一季度净利润同比增速为 6.0%，较 25Q4 的-1.7%、25Q1 的-5.4%均有所抬升。其中，石油及天然气（13.0%）、银行（7.9%）、煤炭（2.5%）净利润同比增速较高（括号内为该行业合计净利润同比增速）。电讯、公用事业 2026Q1 净利润表现相对较弱。

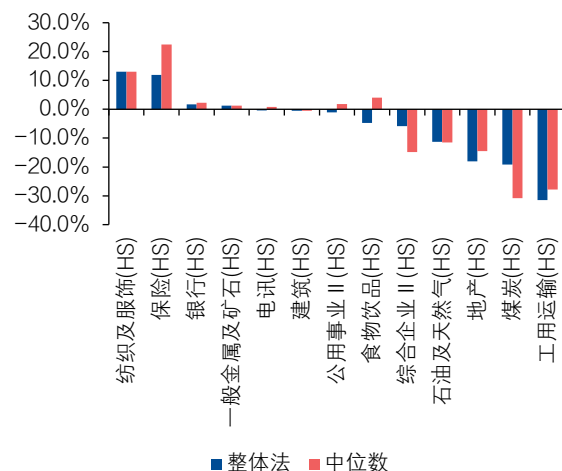
图1、港股红利资产净利润同比增速



数据来源：FactSet, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：中位数指的是指数成分股相关数据中位数，下文同

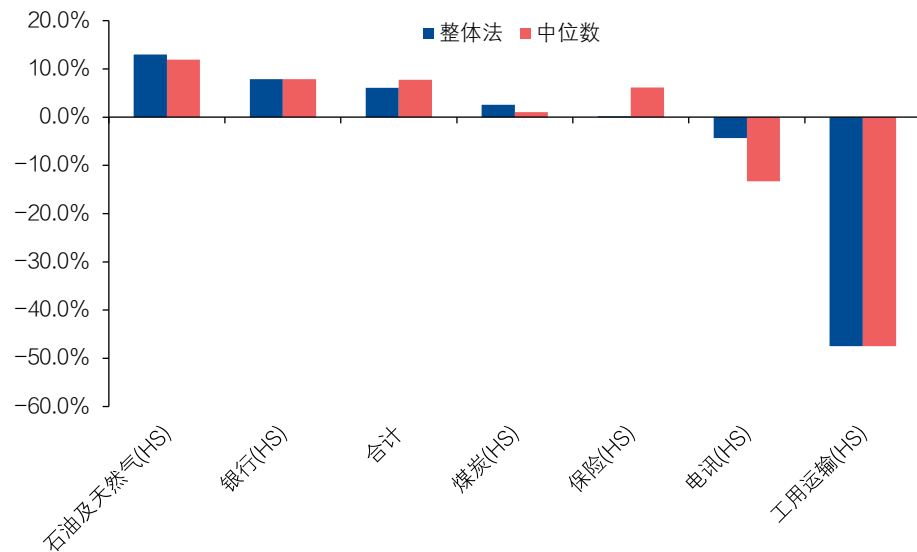
图2、2025 年港股红利行业净利润同比增速



数据来源：FactSet, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：整体法指的是该行业成分股相关数据合计值同比增速，中位数指的是该行业成分股相关数据中位数，下文同

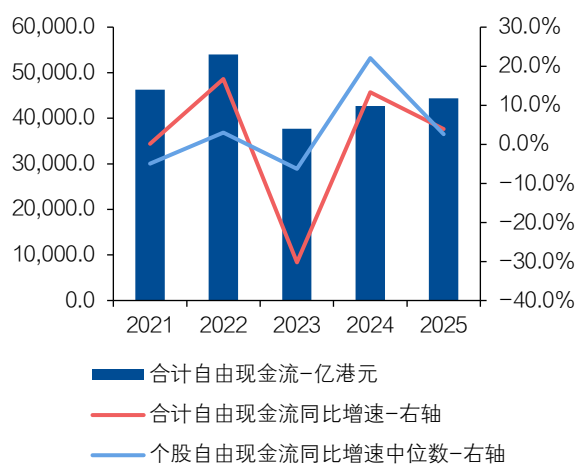
图3、2026Q1 港股红利行业净利润同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

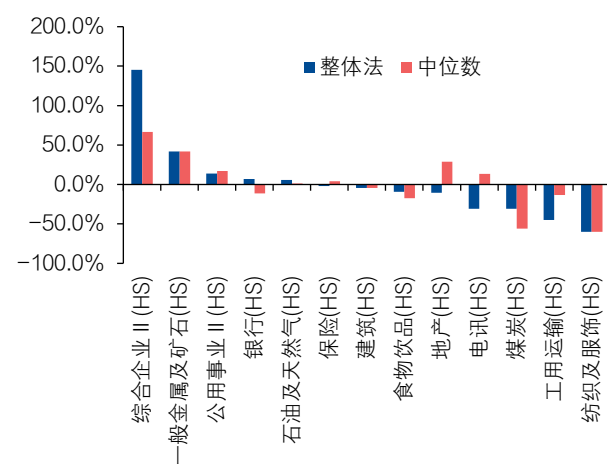
- **2025 年港股红利资产自由现金流总额继续回升。**2025 年港股红利资产自由现金流同比增速为 3.9%，其中综合企业 II 自由现金流由负大幅转正，一般金属及矿石(41.7%)、公用事业(13.9%)、银行(6.8%)、石油及天然气(5.7%) 自由现金流增幅靠前（括号内为该行业合计自由现金流同比增速）。

图4、港股红利资产自由现金流同比增速



数据来源：FactSet，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2025 年港股红利行业自由现金流同比增速



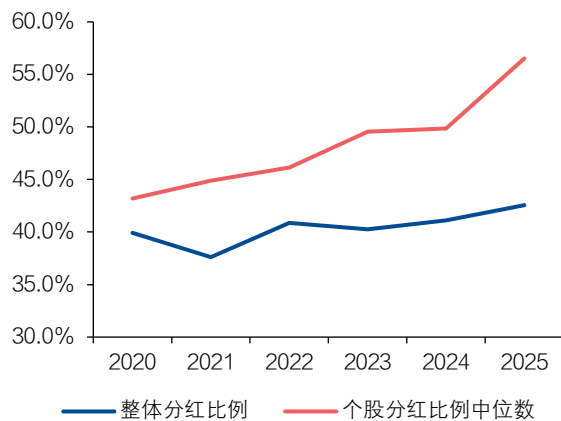
数据来源：FactSet，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2025 年港股红利资产分红比例进一步提升。**2025 年港股红利资产整体分红比例为 42.6%，高于 2024 年的 41.1%；成分股分红比例中位数为 56.5%，较 2024 年的 49.9%继续提升。分行业来看，食品饮料分红比例（含特别派息）超过 100%，为 111.9%，此外，纺织服饰(84.6%)、公用事业(79.4%)、

电讯 (76.8%) 分红比例较高；银行 (32.0%)、保险 (34.9%)、建筑 (35.4%) 分红比例相对较低（括号内为该行业合计分红比例）。

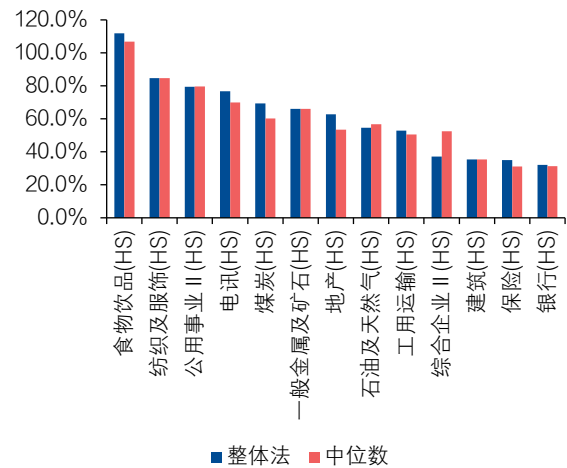
- 截至 2026 年 5 月 29 日，港股红利资产股息率（2025 年）中位数为 5.0%，各行业股息率（2025 年）中位数均大于 3.5%。

图6、港股红利资产现金分红比例



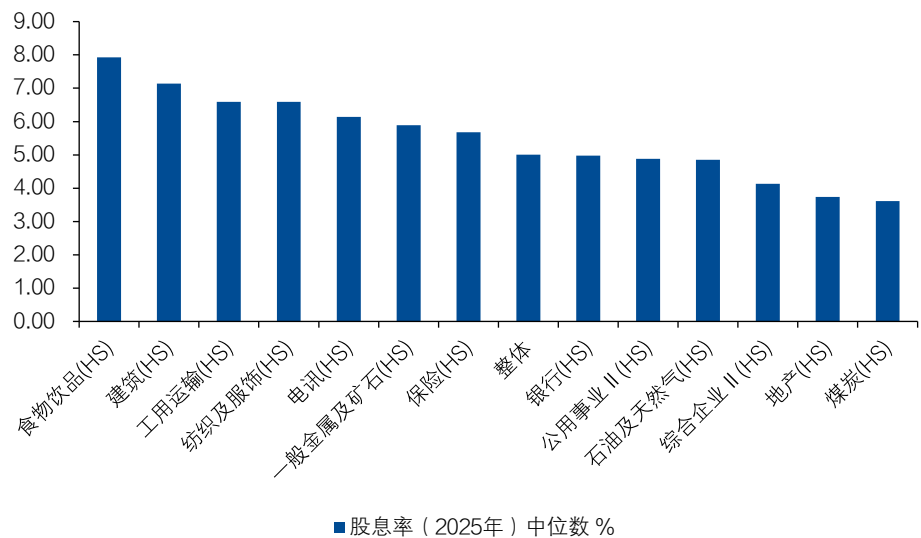
数据来源：FactSet, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2025 年港股红利行业现金分红比例



数据来源：FactSet, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、港股红利行业股息率（2025 年）



数据来源：FactSet, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2026.5.29

二、5 月港股红利资产表现

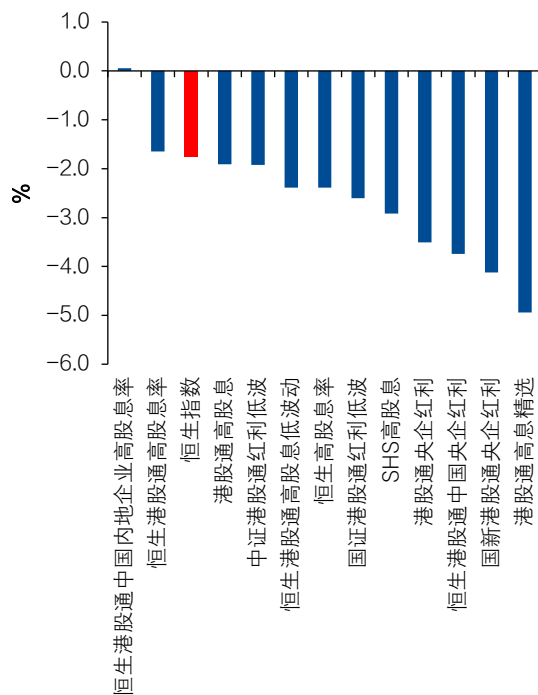
（一）收益率：5 月港股红利资产普遍调整

2026 年 5 月，港股主要红利（全收益）指数普遍调整，仅恒生港股通中国内地企业高股息率指数（涨 0.1%）上涨；港股通高息精选（跌 4.9%）、国新港股通央企红利（跌 4.1%）和恒生港股通中国央企红利（跌 3.7%）跌幅较大，跑输恒生（全收益）指数（跌 1.7%）。

从高股息行业维度来看，2026 年 5 月，综合企业 II（涨 6.4%）、工用运输（涨 1.9%）、电讯（涨 0.04%）领涨；煤炭（跌 10.5%）、石油及天然气（跌 9.5%）、一般金属及矿石（跌 9.4%）领跌。（注：括号内为该行业成分股涨跌幅中位数）

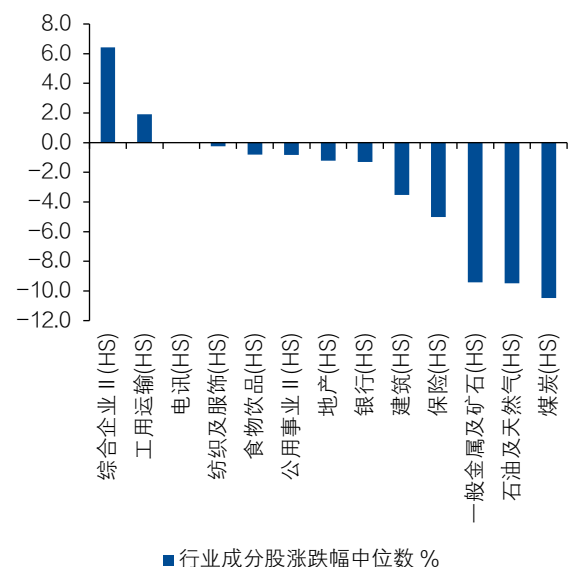
（注：本文中高股息行业指的是恒生港股通高股息率指数成分股所属的恒生二级行业，行业数据根据恒生港股通高股息率指数成分股数据计算得到）

图9、港股主要红利（全收益）指数 5 月涨跌幅



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、港股高股息行业 5 月涨跌幅

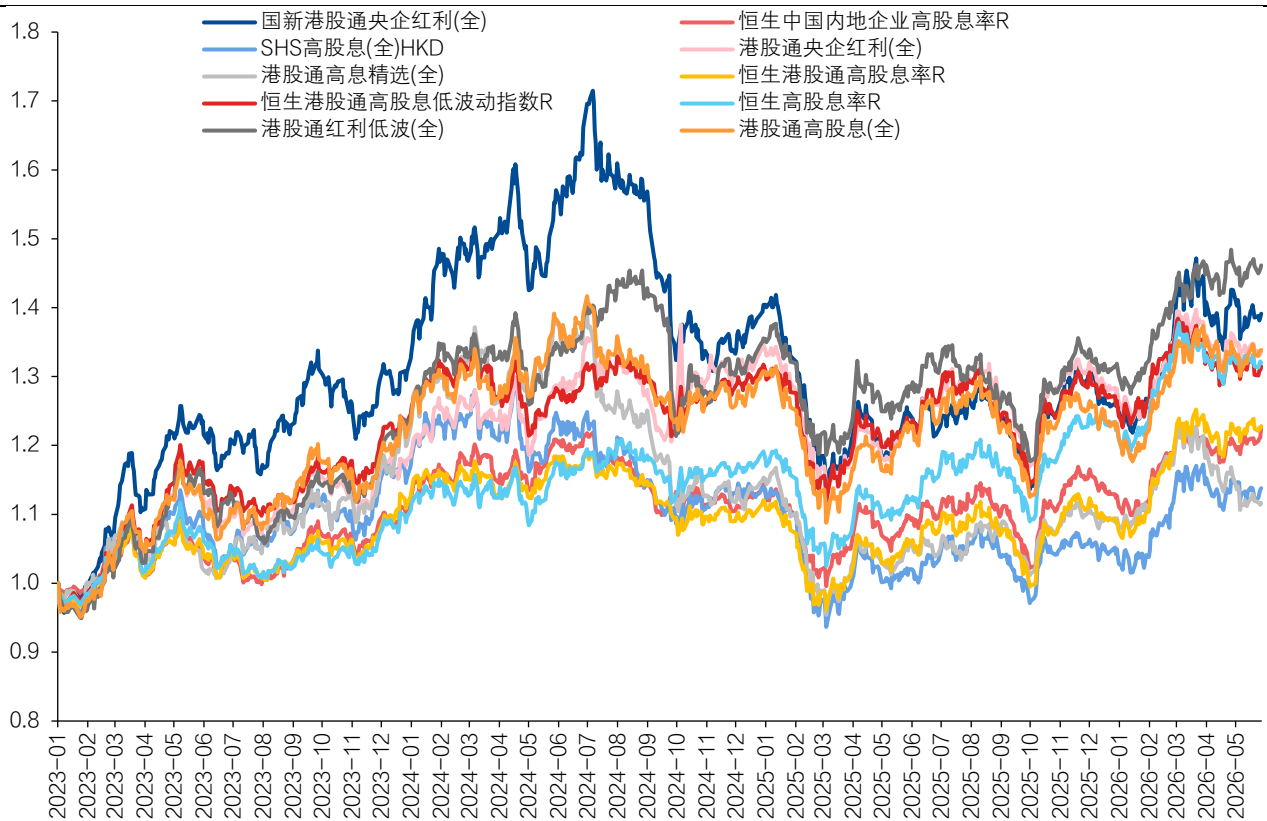


■ 行业成分股涨跌幅中位数 %

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



图11、港股红利相关指数相对于恒生指数（全收益）走势



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

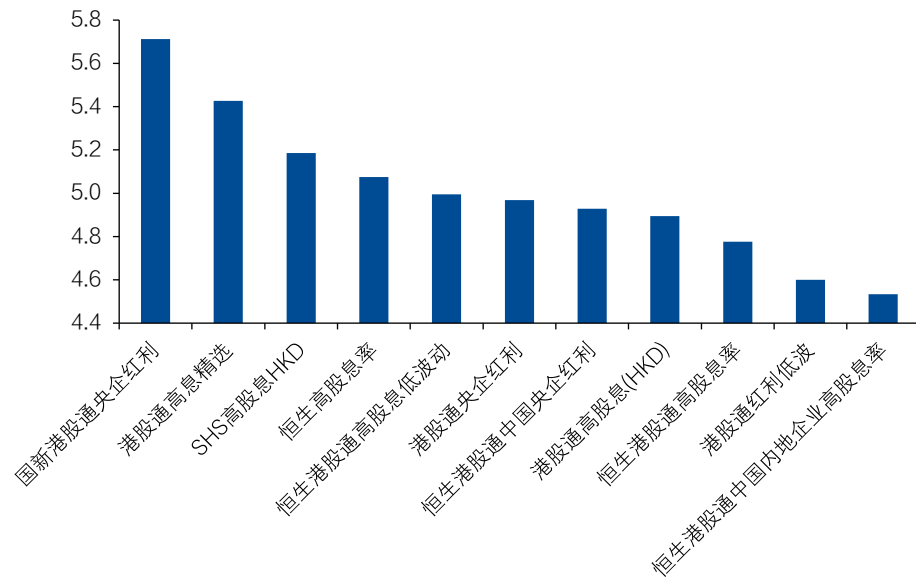
注：数据截至 2026.5.29；相对于恒生指数走势的计算公式=各红利相关指数收盘点位/恒生指数收盘点位，2023 年 1 月 3 日定基为 1

（二）股息率：相较于长债利率仍有较强吸引力

截至 5 月 29 日，恒生高股息率指数股息率（TTM）为 5.07%，恒生港股通高股息率指数股息率（TTM）为 4.78%，低于中证红利指数的 5.13%；以恒生高股息率指数为例，其股息率（TTM）与十年期国债收益率之差为 3.37pct，处于 2013 年以来的 61.6%分位数水平。港股主要红利指数中，国新港股通央企红利指数股息率（TTM）较高，为 5.7%。

分行业来看，截至 5 月 29 日，股息率（TTM）排前列的高股息行业有食品饮料（7.9%）、建筑（7.1%）、纺织及服饰（6.6%）。（注：括号内为该行业成分股股息率-TTM 中位数）

图12、港股主要红利指数股息率（TTM） %



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29

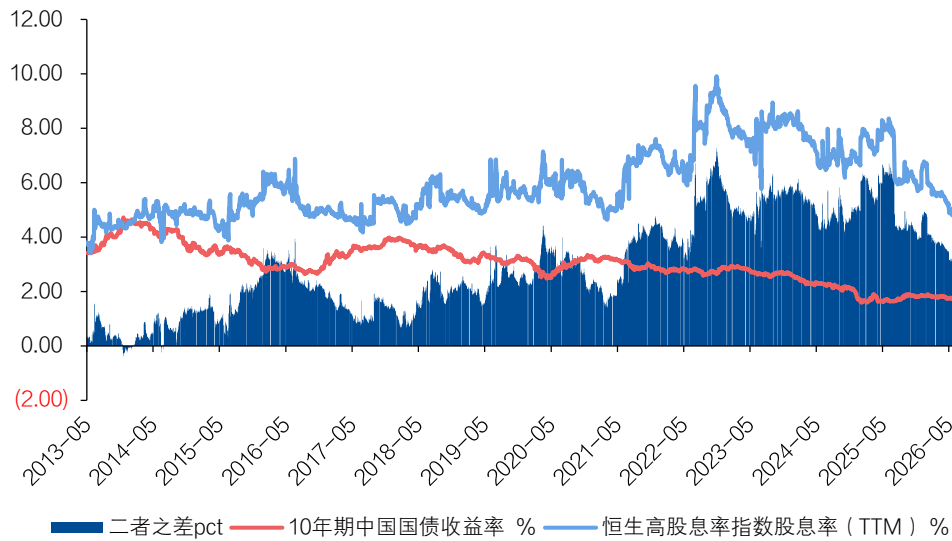
图13、A 股港股主要红利指数股息率（TTM） %



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29

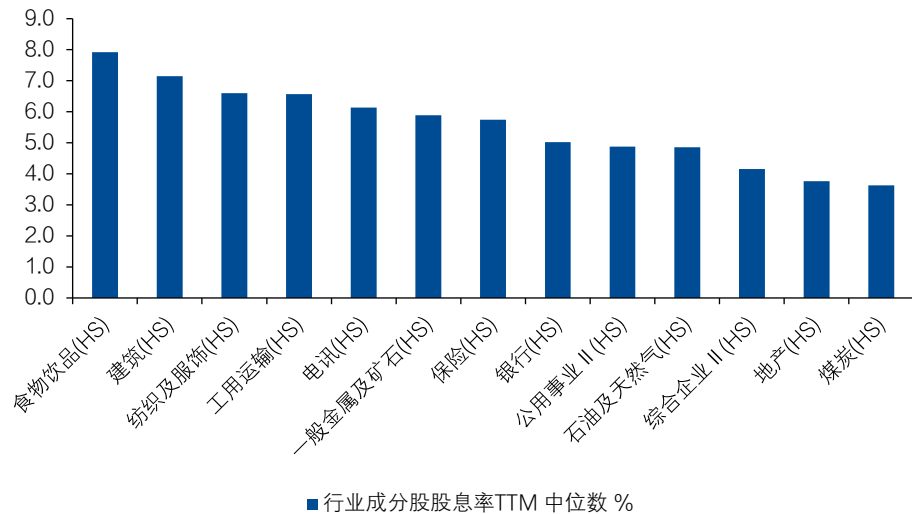
图14、恒生高股息率指数股息率（TTM）与十年期中国国债收益率之差



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29

图15、港股高股息行业股息率（TTM）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

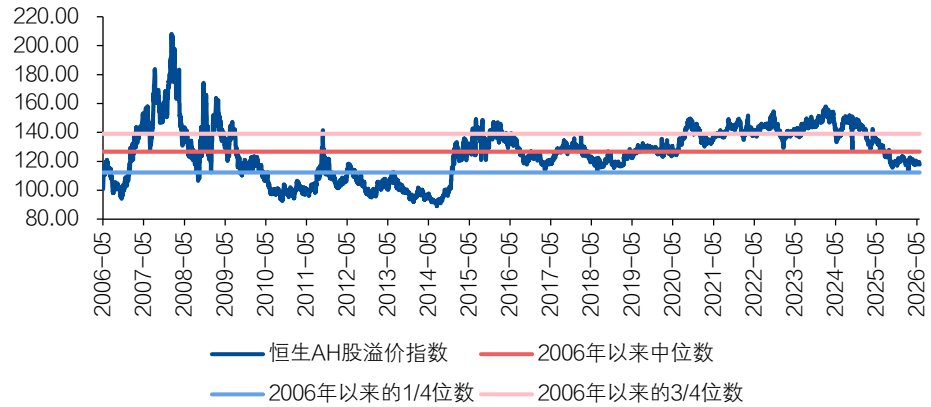
注：数据截至 2026.5.29

（三）高股息行业 AH 溢价：能源行业 AH 股溢价率相对较高

截至 5 月 29 日，恒生 AH 股溢价指数由 4 月底的 120.55 下降至 119.08，处于 2006 年以来的 1/4 分位数与中位数之间。

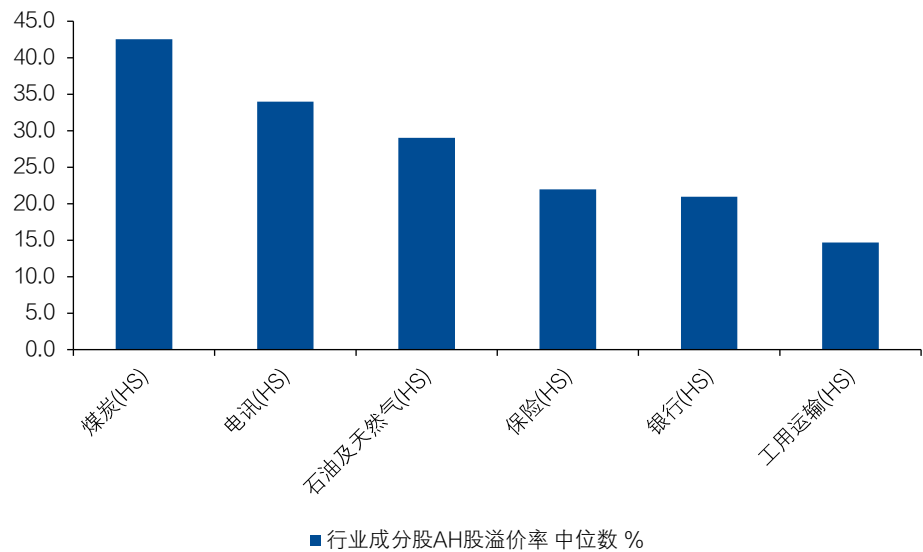
分行业来看，煤炭（42.5%）、电讯（34.0%）、石油及天然气（29.0%）等高股息行业 AH 股溢价率相对较高，工用运输（14.7%）、银行（20.9%）、保险（22.0%）相对较低。（注：括号内为该行业成分股 AH 溢价率中位数）

图16、恒生 AH 股溢价指数



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、港股高股息行业 AH 溢价率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29

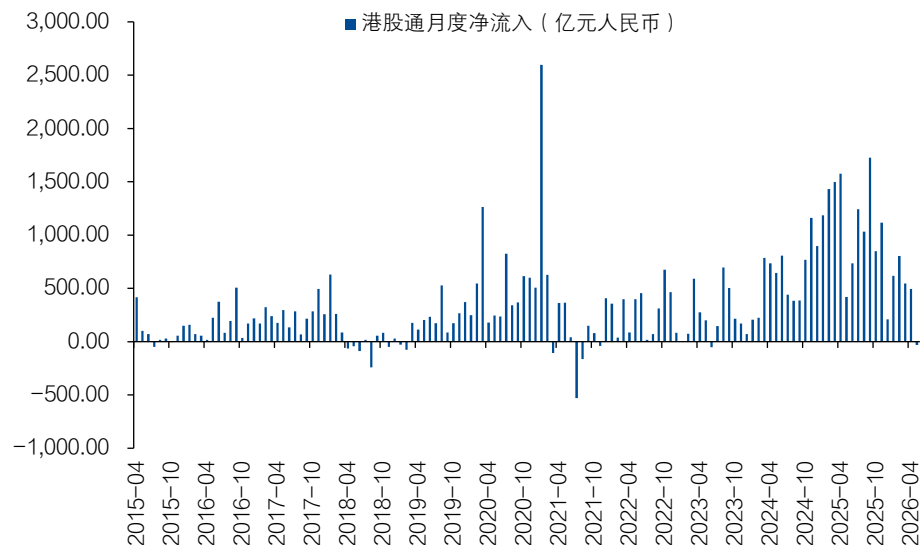
三、5 月港股红利资产相关资金情况

(一) 南下资金：5 月南下资金净流出

5 月份南下资金净流出人民币 29.83 亿元，较 4 月的净流入 495.06 亿元明显下降。

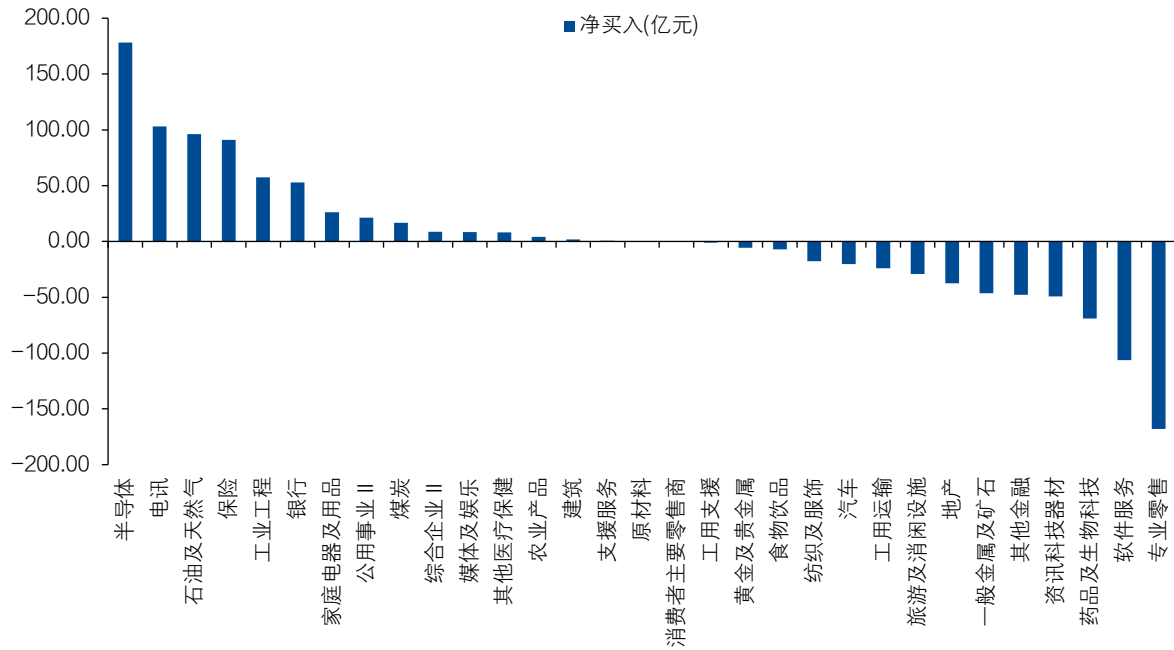
- 从行业角度来看，5 月份，南向资金主要流入半导体、电讯、石油及天然气、保险、工业工程、银行；流出专业零售、软件服务、药品及生物科技。
- 从港股通持股占比角度来看，5 月份港股通持股占比环比提升较大的高股息行业有石油及天然气（+0.91pct）、建筑（+0.83pct）、食品饮料（+0.44pct）；5 月份港股通持股占比环比提升较大的个股有中国石油股份、中国电信、中国神华、中国石油化工股份、统一企业中国、中国建筑国际、中国银行、康师傅控股、农业银行、粤海投资。（注：括号内为该行业成分股港股通持股占比变动中位数）

图18、港股通月度净流入



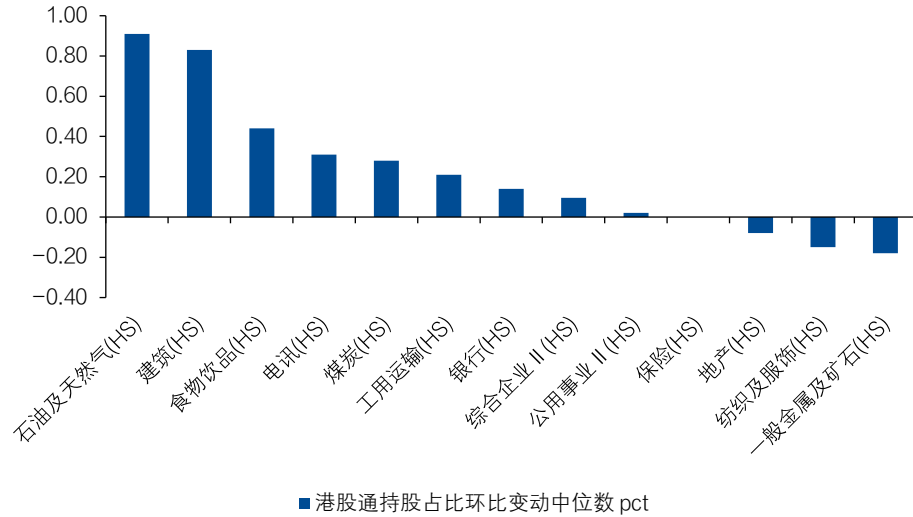
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、5月港股通行业资金流向（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、5月份分行业港股通持股占比环比变动



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、5 月份港股通持股占比环比变动前十大个股

简称	所属恒生二级行业	港股通持股占比环比变动 pct
中国石油股份	石油及天然气(HS)	2.8
中国电信	电讯(HS)	1.2
中国神华	煤炭(HS)	1.0
中国石油化工股份	石油及天然气(HS)	0.9
统一企业中国	食品饮料(HS)	0.9
中国建筑国际	建筑(HS)	0.8
中国银行	银行(HS)	0.7
康师傅控股	食品饮料(HS)	0.7
农业银行	银行(HS)	0.7
粤海投资	公用事业 II (HS)	0.7

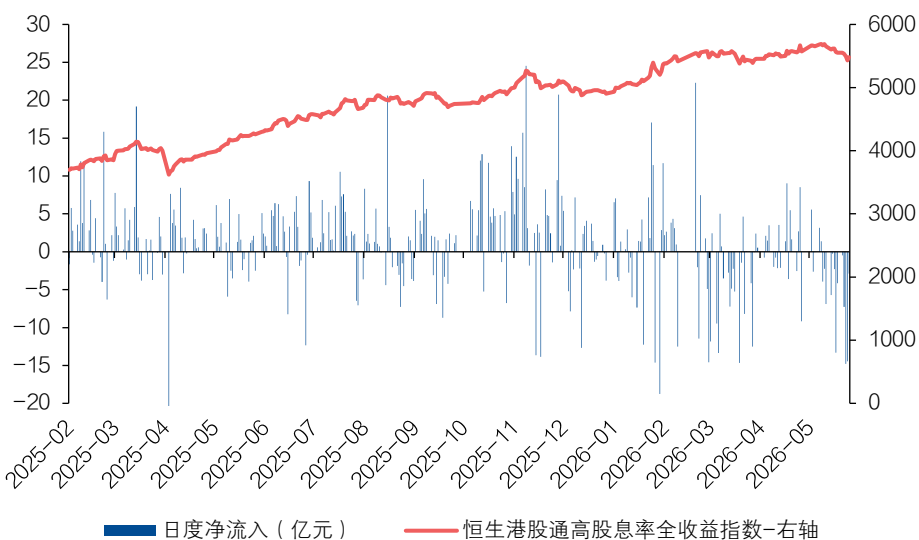
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：统计标的范围为恒生港股通高股息率指数成分股

（二）ETF：5 月港股红利 ETF 资金净流出

5 月内地发行的港股红利 ETF 所跟踪的主要的港股通红利指数普遍调整；5 月港股红利 ETF 资金净流出 71.2 亿元。

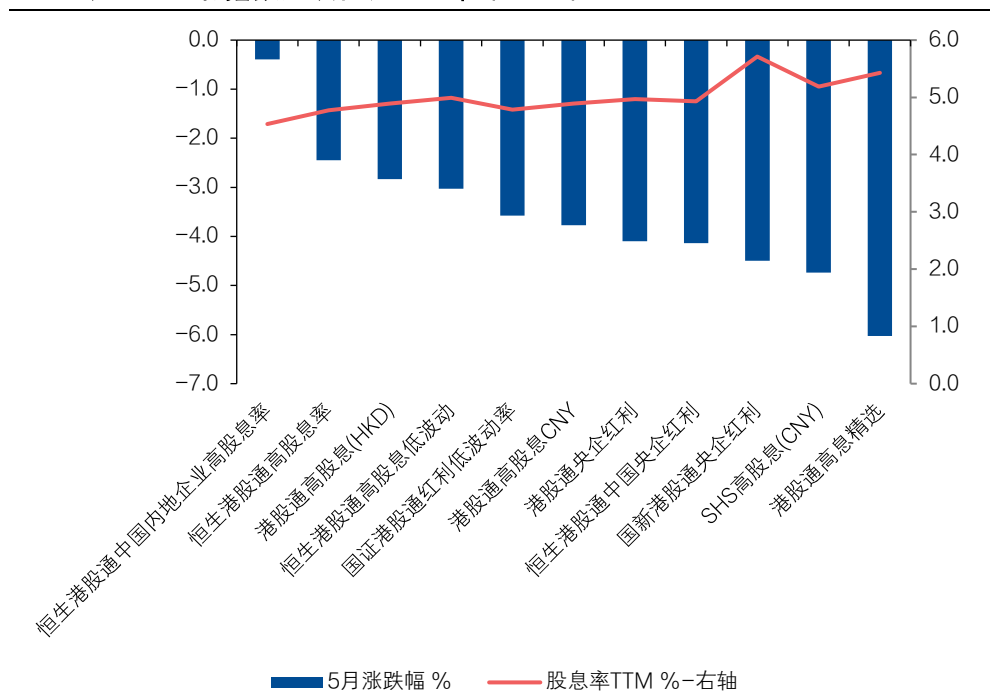
图21、红利板块 ETF 资金净流入情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29；为方便阅读，左纵坐标轴大于 30、小于 -20 的数据暂不显示。

图22、港股红利指数涨跌幅及股息率（TTM）



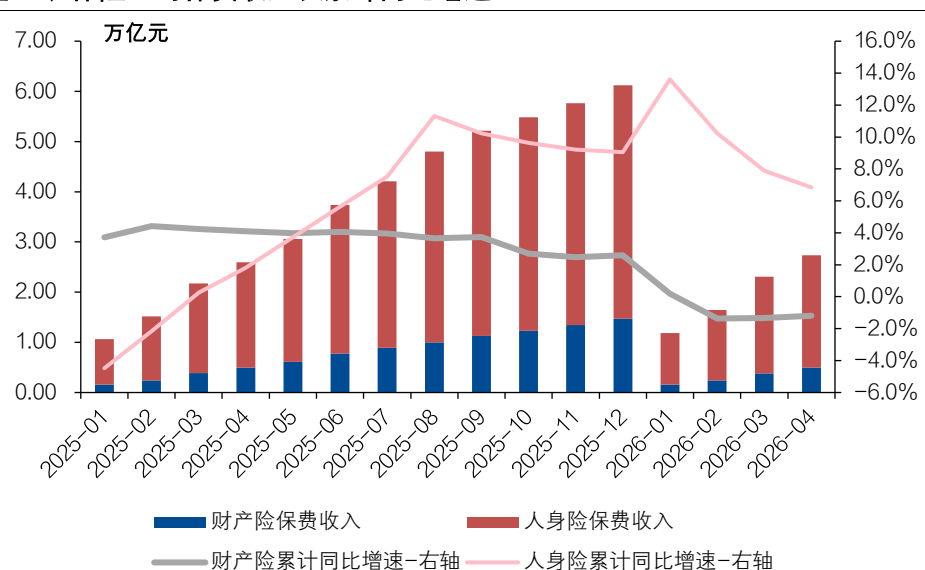
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2026.5.29

（三）险资：26Q1 股票占险企资金运用余额比例达历史新高

2026 年 1-4 月，保险公司累计保费收入为 2.73 万亿元，累计同比增速为 5.3%，其中人身险累计保费收入 2.24 万亿元，累计同比增速为 6.8%；财产险累计保费收入为 0.49 万亿元，累计同比增速为-1.2%。

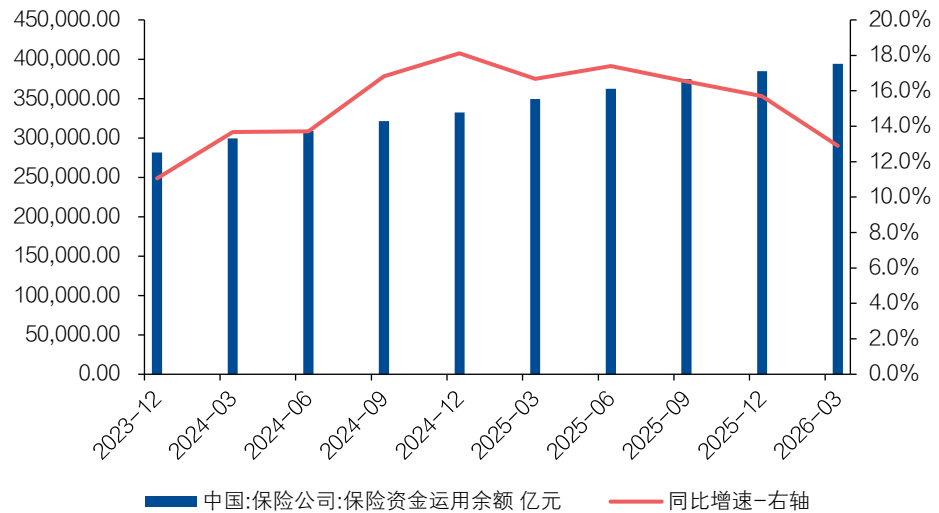
图23、保险公司保费收入及累计同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

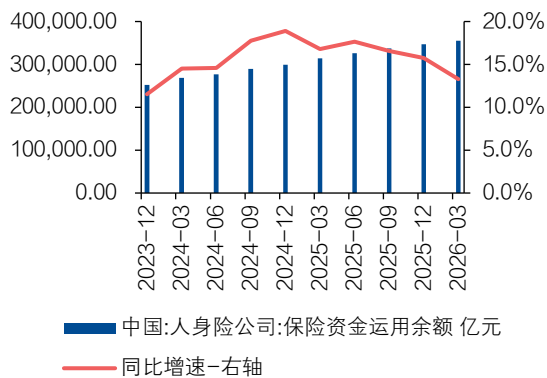
截至 2026 年一季度末，保险公司资金运用余额为 39.44 万亿元，同比增速为 12.9%；人身险公司资金运用余额为 35.55 万亿元，同比增速为 13.3%，其中股票占人身险公司资金运用余额比重为 10.14%，证券投资基金占比 5.25%，债券占比为 51.18%；财产险公司资金运用余额为 2.47 万亿元，同比增速为 8.8%，其中股票占比为 9.46%，证券投资基金占比 8.09%，债券占比为 40.98%。

图24、保险公司保险资金运用余额



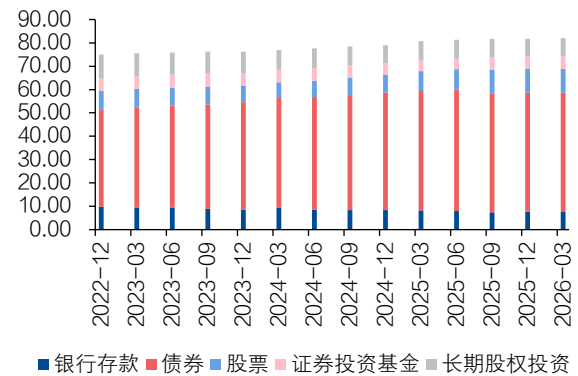
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、人身险公司保险资金运用余额



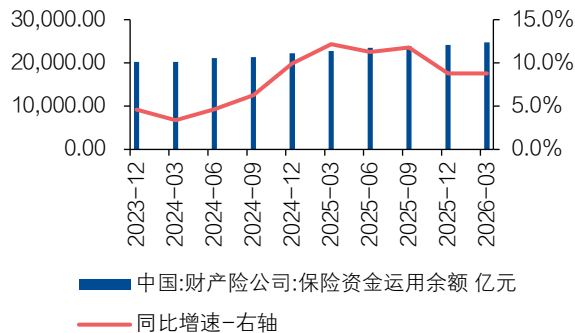
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、人身险公司中不同投资品种占资金运用余额比例 %



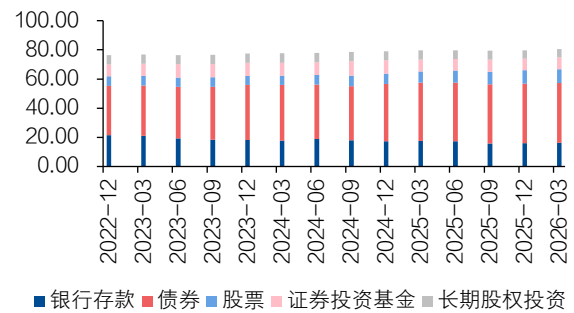
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、财产险公司保险资金运用余额



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、财产险公司中不同投资品种占资金运用余额比例 %



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、5 月港股红利股相关行业趋势变化

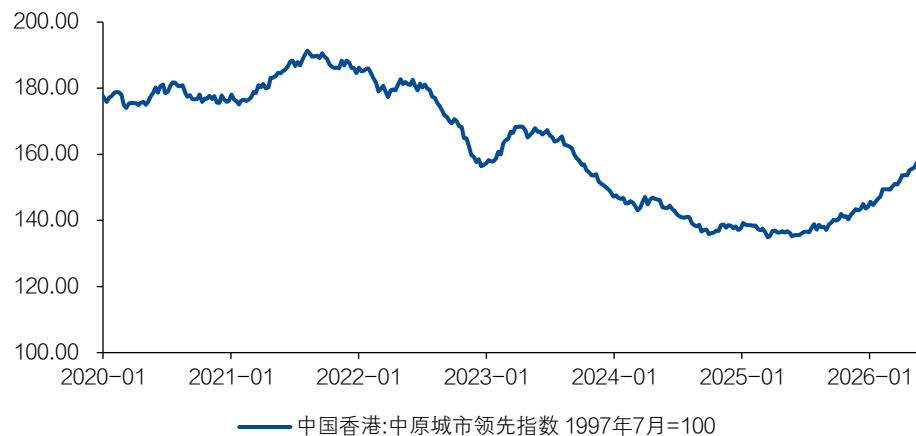
中国内地低利率及资产荒环境继续，内地财富向优质红利资产配置趋势方兴未艾。尤其是政策支持下，红利资产有望获得以内地保险资金为代表的配置型资金的持续流入，建议关注能源、银行、保险、香港本地股、公用事业、地产、餐饮酒店、物管、工业等行业龙头公司机会。

港股红利股相关板块近期变化（以下不作行业推荐）：

香港本地股：

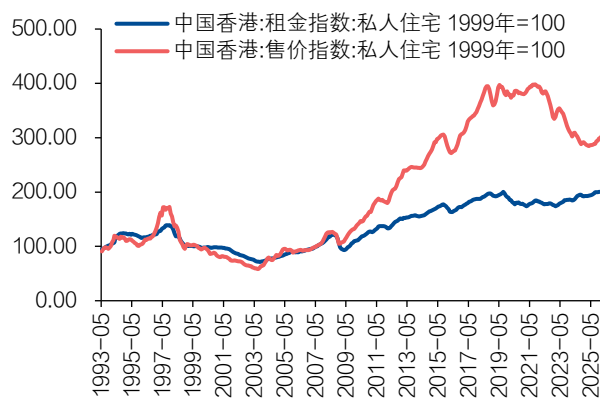
- 根据香港差饷物业估价署数据，2026 年 4 月香港私人住宅售价指数回升至 316.6，累计同比+10.5%。截至 5 月 24 日，2026 年以来衡量香港二手房价格的中原城市领先指数继续提升，为 157.45，同比增长 16.5%，自 2025 年 9 月 7 日同比转正以来持续正增长，反映中国香港的二手房市场持续修复。
- 受益中国香港楼市回暖，香港本地股兼具 β 机会和红利配置价值。根据兴业证券海外地产团队观点，短期看，租不如买、港府政策宽松延续及港股通资金增持将为香港本地板块提供明确催化；长期看，港资开发商的非开发业务已成为现金流的“压舱石”，叠加稳定的派息政策，具备穿越周期的防御价值。

图29、中国香港中原城市领先指数



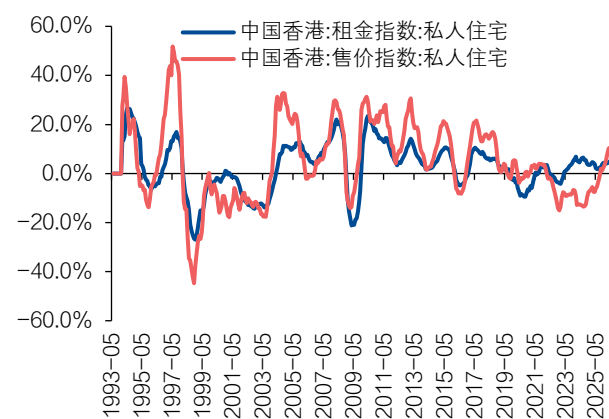
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、中国香港私人住宅租金、售价指数



数据来源：wind，香港差饷物业估价署，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、中国香港私人住宅租金、售价指数同比增速



数据来源：wind，香港差饷物业估价署，兴业证券经济与金融研究院整理

原油：

- 5 月份受中东地缘冲突与美伊谈判进程的影响，原油价格大幅波动，布伦特原油期货价格下跌 19.3%。
- 国内龙头公司突出的成本优势及高分红政策提供了较高的安全边际，此外，龙头公司持续的增储上产为未来业绩提供确定性。

图32、布伦特原油期货结算价



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

保险：

- 近期上市险企披露 2026 年一季度业绩。负债端看，新单增速分化，NBV 延续较快增长，保险服务业绩普遍正增。资产端看，受一季度权益市场波动影响，投资收益普遍承压。
- 根据兴业证券非银团队观点，短期看二季度权益投资预计显著改善，有望带动中报利润重回增长；中长期来看，保单涨价及保费规模扩张带动的盈利中枢改善的趋势并未改变，保险长期增长潜力并未被充分定价，有望开启价值重估新阶段。

运营商：

- 运营商传统业务稳健经营，随着税率调整影响逐步消化、算力业务规模化变现，有望重回稳健增长轨道，派息率稳步提升背景下红利投资价值凸显。

银行：

- 上市银行发布 2026 年一季报，整体来看，息差拐点初显，对收入的拖累显著降低，叠加规模的较快增长，核心营收明显回暖，驱动营收增速大幅回升；不良生成压力有所上升，减值计提力度加大，拖累利润增速慢于营收。
- 银行板块具备高分红以及相对稳定的经营业绩，红利属性明显。1) 2026 年，得益于息差下行压力的减少，核心营收有望延续向好趋势；2) 2024 年以来多家银行实施中期分红，部分银行提升了分红比例，进一步增强分红稳定性和可持续性；3) 高分红+业绩稳定有望吸引长期资金持续流入。

煤炭：

- 在需求增长、而进口缩减下，煤炭淡季逆势去库。叠加中东冲突推升油气价格高位运行，国内煤化工替代需求景气度持续，5 月煤炭价格震荡上行。
- **火电转正+海外供应冲击，价格中枢确立上移。**中长期来看，需求端，新能源全面入市政策推动下，新能源对火电挤出效应逐步缓解，需求端整体平稳；供应端，受反内卷、查超产政策影响，国内供应仍然克制；海外能源供应动荡，亚太国家或因抢煤代气等需求爆发，煤炭国际贸易流向或发生转向，进口有望逐步减量。

图33、5月煤炭价格震荡上行



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

物管：

- 绿城服务在 5 月 18-22 日于公开市场分别回购 21.0、21.2、43.0、21.2 和 21.2 万股普通股，在 5 月 26-29 日于公开市场分别回购 43.0、43.8、42.0 和 21.2 万股普通股。
- 头部物管公司分红稳健增长，盈利能力具备提升潜力。基于行业净现金属性，物管公司普遍保持较高的派息率，现金流健康、归母净利润能够维持双位数增长、股息收益率维持 5% 以上的物管龙头公司，仍具备配置吸引力。同时，物管龙头公司通过优化组织架构和精细化运营，将改善盈利能力。

餐饮酒旅：

- 红利型传统消费龙头，业绩稳健，派息回购力度大。从跑马圈地的时代切换到稳健前行，餐饮酒旅龙头公司派息率高位稳健，回购规模大，红利属性渐强，叠加业绩平稳增长，综合收益可观且下限确定性强。

公用环保：

- 国家发展改革委、国家能源局发布《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》。新建负荷可配套建设新能源电源组成多用户绿电直连项目。存量负荷中，单用户绿电直连项目可吸纳其他新建负荷，同时配套扩建新能源电源组成多用户绿电直连项目；有绿色电力消费需求的用户（包括有绿色电力消费比例要求的企业、重点用能和碳排放企业、有降碳需求的出口外向型企业及其上下游企业等）可利用周边新能源资源探索开展多用户绿电直连；

工业园区、零碳园区、增量配电网等的全部或部分负荷可就近接入新能源，组成多用户绿电直连项目。

- 绿电：伴随市场电价下行、税收影响等基本面压力，当前港股新能源运营商估值已充分回调，站在目前节点我们已看到补贴发放提速、电网消纳能力建设推进、绿色消费体系逐步完善等利好因素累积，经营现金流与资本开支两端改善，重视港股低估值绿电运营商估值修复机会。
- 燃气：地缘冲突扰动 LNG 宽松预期，居民顺价机制建立或缓解成本压力，资本开支下行派息有望提升。
- 垃圾焚烧发电：国内投建高峰已过，自由现金流持续改善，行业已逐步迈入成熟运营阶段，也将带来分红能力的逐年提升。
- 火电：全国性火电龙头：非煤成本压降空间较大，且资产全国布局电价降幅相对可控，此外，伴随资本开支规模下行、市值管理强化，火电公司分红意愿普遍提升。
- 水电：强化类债资产属性认知，关注股息率性价比。

五、风险提示

大国博弈风险；美国货币政策超预期风险；全球经济增速下行超预期风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、滴普科技、杭州千岛湖鲟龙科技股份有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、山东高速、通汇资本国际有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、浙江翼非智能科技股份有限公司、赣州发展投资控股集团有限责任公司、赣州旅游投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、水发国际控股(BVI)有限公司、水发集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、珠海华发集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、广盈投资有限公司、广州金融控股集团有限公司、昆山万源通电子科技股份有限公司、北京同仁堂医养投资股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、青岛平度控股集团有限公司、中金公司、扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、嵊州市投资控股有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、紫金矿业、厦门睿云联创新科技股份有限公司、成都银行、内江投资控股集团有限公司、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、合盛农业有限公司、海南橡胶、成都兴城投资集团有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、土耳其主权基金、黄山旅游集团有限公司、Vertex Capital Investment Ltd、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、TFI Overseas Investment Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk