仅供内部参考，请勿外传

中原证券 CENTRAL CHINA SECURITIES

分析师：邓淑斌
登记编码：S0730518030001
dengsb@ccnew.cm
分析师：徐至
登记编码：S0730525040001

“科技+红利”双主线下A股结构性分化逻辑与可持续性分析

——策略专题

证券研究报告

发布日期：2026年9月30日

相关报告

《从“调控周期“到“制度重构”——“8.28”房地产八项新政深度解读》2026-09-04

《科技蓄势，关注红利，震荡中等待新催化——月度策略》2026-09-02

《哑铃布局 紧握成长景气——2026年下半年A股投资展望》2026-06-29

《景气温和修复 外部扰动升温——2026年一季度宏观经济复盘与二季度展望》2026-04-24

《科创筑梦 数智引领——2026年A股市场展望》2026-03-03

《科技蓄势，关注红利，震荡中等待新催化——月度策略》2026-09-02

联系人：李智
电话： 0371-65585629
地址： 郑州郑东新区商务外环路10号18楼
地址： 上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

报告要点：

- **A股“科技成长+红利价值”双主线行情概况。**2026年作为“十五五”规划开局之年，国内产业升级与资本市场改革同步深化，A股市场走出一波“科技成长+红利价值”为主线的结构性行情。其中：科技成长、红利价值两大赛道分别以“未来增长贴现”和“当期现金回报”为定价核心；行业内部龙头与尾部差距持续拉大，且强于板块间分化，凸显了当下投资“择股优于择方向”的核心特征。

- **双主线分化格局形成的核心驱动逻辑。在供给端，产业基本面分化奠定了定价底层框架：**科技板块受益于新质生产力战略，中长期成长确定性明确但短期盈利存在波动；红利板块依托国企改革与股东回报制度驱动，向主动高股息的价值重估转型；微观治理差异进一步加剧个股分化。**在需求端，投资者结构重塑，机构行为分层固化双主线风格：**中长期资金持续入市，配置功能分层特征显著；机构考核与会计制度差异，使市场双主线行情风格具备内生稳定性。**在制度与宏观端，改革赋能与环境约束，强化结构性定价结果：**注册制“宽进严出”机制加速市场优胜劣汰、放大估值分化；股东回报制度改革重塑红利板块核心逻辑；内外宏观变量共同催生“哑铃型”配置策略。

- **双主线格局下的潜在风险。**科技板块面临估值与交易拥挤、预期盈利增速拐点渐近、全球AI产业扩张受限、产能与产业链风险凸显等潜在风险；红利板块面临安全边际收窄、大宗商品价格波动冲击盈利、资本开支重启压制现金流、分红可持续性存疑等潜在风险。此外，市场还存在宏观经济下行、地缘冲突升级、公募基金科技持仓高度集中易形成负反馈循环等系统性风险。

- **双主线格局的可持续性研判。**情景推演显示，基准情景概率最高（50%），意味着“科技+红利”双主线格局大概率延续，但延续方式可能有所变化：从“科技单极极致分化”，转向“双主线高位共存、波动加剧、轮动频繁、内部分化强于板块间分化”；乐观情景需要AI商业化突破、半导体关键环节突破与宏观环境显著改善等多个条件同时满足；压力情景主要风险来自全球利率环境与AI资本开支预期，但其调整也是中长期布局优质资产的较好入场机会。

- **相关启示。**当前A股“科技成长+红利价值”的双主线分化格局，是经济转型与资本市场制度改革叠加下的中长期趋势，更需要各类市场主体协同发力，围绕增强资本市场韧性、活力和信心，共建成熟稳定的资本市场生态。资本市场监管层面需优化制度生态，夯实长期基础；上市公司需优化经营治理，适配双主线定价格局；机构投资者层面需优化配置体系，理性把握结构性行情。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：1.基本面风险：国内经济复苏修复力度不及预期；产业扶持政策落地节奏、技术迭代进度放缓；科技赛道技术突破、产业化及商业化落地进程不及预期；红利板块企业经营盈利波动、现金流恶化，导致分红兑现不及预期。 2.外部风险：海外高利率环境持续延续，全球流动性收紧幅度超市场预期；全球地缘政治冲突加剧、国际贸易及供应链格局扰动升级，对国内产业及资本市场形成负面冲击。 3.市场风险：A 股长期极致的科技、红利双主线分化格局出现阶段性风格再平衡，赛道估值与资金持仓结构调整引发市场波动加剧。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 相关概念界定 4
2. 复盘 2026 年前三季度 A 股“科技+红利”主线特征 5
2.1. 涨跌幅视角 5
2.2. 波动率视角 6
2.3. 估值、股息率视角 7
2.4. 主力资金流向视角 7
2.5. 机构投资者资金配置视角 8
3. 双主线分化格局的核心逻辑 13
4. 双主线分化格局的潜在风险 15
4.1. 科技板块的潜在风险 15
4.2. 红利板块的潜在风险 16
4.3. 市场系统性风险 16
5. 双主线分化格局的可持续性研判 16
5.1. 五维度观测指标体系 17
5.2. 三种情景推演 17
6. 相关启示 18
6.1. 资本市场监管层面：优化制度生态，夯实长期基础 18
6.2. 上市公司层面：优化经营治理，适配双主线定价格局 18
6.3. 机构投资者层面：优化配置体系，理性把握结构性行情 19
7. 风险提示 19

图表目录

图 1 ：股票型 ETF 净流入情况 9
图 2 ：中国平安权益类 FVOCI 投资持续增长 11
图 3 ：中国人寿权益类 FVOCI 投资 Q2 快速增长 11

表 1 ：2026 年前三季度科技与红利代表指数区间表现 5
表 2 ：2026 年主要指数分季度涨跌幅（截至 2026 年 9 月 24 日） 6
表 3 ：2026 年三季度科技板块深度调整的动因 6
表 4 ：主要指数分季度年化波动率 7
表 5 ：科技与红利板块估值、股息率对比（2026 年 9 月 24 日） 7
表 6 ：科技与红利板主力资金流向（2026 年 9 月 24 日） 8
表 7 ：公募金行业配置变化情况 8
表 8 ：2026 年以来，险资投资行为变化 10
表 9 ：险资金运营情况汇总 10
表 10 ：2026 年前三季度社保基金的交易特征 12
表 11 ：北向资金行业配置变化情况 12
表 12 ：四类机构考核机制差异对配置行为的影响 14
表 13 ：双主线格局关键观测指标体系 17
表 14 ：三种情景推演一览 18

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

仅供内部参考，请勿外传

2026 年作为“十五五”规划开局之年，国内产业升级与资本市场改革同步深化：产业层面，新质生产力发展战略全面推进，硬科技自主可控、产业高端化智能化升级成为经济增长核心驱动力；资本市场层面，投资端改革持续落地，中长期资金入市节奏加快。与此同时，A 股市场走出一波“科技成长+红利价值”为主线的结构性行情，行业板块之间、板块内个股之间均出现显著分化且后者分化强于前者。为此，本报告拟通过梳理这一结构性分化行情形成逻辑、运行特征，进一步分析其是否存在可持续性，旨在探讨 A 股中长期投资脉络，为各类市场主体相关决策提供参考。

1. 相关概念界定

科技主线是指硬科技、新质生产力相关赛道获得市场资金持续热捧的投资主线，涵盖半导体（设计、制造、设备、材料）、人工智能（算力芯片、光模块、大模型与应用）、高端装备（工业母机、航空航天、机器人）、新能源与生物医药（创新药、医疗器械）等细分领域。其共性特征是“三高”：高研发投入强度、高成长预期、高估值弹性，同时伴随盈利不确定性较强、自由现金流偏弱。代表指数包括科创 50（000688）、创业板指（399006）、中证人工智能（931071）等。

红利主线是指高股息、稳定现金流、高分红回购板块获得市场资金持续热捧的投资主线，涵盖能源（煤炭、石油石化）、公用事业（电力、水务、燃气）、交通运输（公路、铁路、港口）、金融（国有大行）、通信（运营商）等。其共性特征是“三稳一低”：现金流稳、分红稳、盈利波动小、资本开支处于下行通道，且国企背景占比高。代表指数包括中证红利（000922）、红利低波（H30269）、上证红利（000015）等。

A 股结构性分化是指同一时期行业板块间、板块内部不同上市公司在估值水平、盈利增长方面的差异持续扩大，当前主要体现在两方面：

一方面是板块层面形成估值与股息镜像分化。科技赛道享受显著成长溢价，科创 50 动态 PE 达 133.35 倍、PB 为 7.74 倍，依托未来成长预期支撑高估值。红利板块整体估值折价明显，中证红利 PE 仅 8.64 倍、PB 低至 0.84 倍，濒临破净，但股息率稳定在 4%以上，相对 10 年期国债具备 2.5—2.7 个百分点的稳定利差。两大赛道分别以“未来增长贴现”和“当期现金回报”为定价核心，形成典型的估值镜像格局。

另一方面是行业内部龙头与尾部差距持续拉大。2026 年市场内部分化特征远超板块间分化：科技领域中，半导体设备、高端算力芯片、光模块等具备技术与生态壁垒的龙头企业享有稀缺性溢价，而同质化制造、低端封测等环节估值持续低迷。红利赛道中，现金流稳健、分红机制成熟的央国企龙头持续获得长线资金青睐，中小标的因分红不稳定、现金流波动大，市场认可度持续走低。“板块内部分化强于板块间分化”的格局，是注册制优胜劣汰的直接结果，也凸显了当下投资“择股优于择方向”的核心特征。

仅供内部参考，请勿外传

2. 复盘 2026 年前三季度 A 股“科技+红利”主线特征

2.1. 涨跌幅视角

从前三季度涨跌幅情况来看（参见表 1），前三季度，科技成长板块与高红利板块呈现出"Q2 极端分化、Q3 剧烈切换"的鲜明特征，以科创 50 指为代表的科技成长板呈现“高收益、高波动”的大开大合特征，而以中证红利指为代表的红利板块则呈现“低收益、低波动”的窄幅震荡特征。从成交量来看，科创 50 区间成交额（20.89 万亿元）接近中证红利（11.77 万亿元）的 1.8 倍，而后者成分股市值体量远大于前者，反映资金交投向科技集中。

表 1：2026 年前三季度科技与红利代表指数区间表现

指标	科创 50	中证红利
区间涨跌幅	+20.66%	-0.63%
区间振幅	74.86%	18.67%
区间最高点	2255.25（7 月 1 日）	6023.10（3 月 13 日）
区间最低点	1249.01（3 月 24 日）	4995.49（6 月 30 日）
自高点最大回撤	约-44.62%	约 17.06%（6 月末低点起反弹+8.9%）
收盘点位（9 月 24 日）	1621.87	5469.40
区间成交额	20.89 万亿元	11.77 万亿元

资料来源：Wind，中原证券研究所

从单季度涨跌幅情况来看（参见表 2），前三季度 A 股市场科技成长板块与高红利板块呈现出"Q2 极端分化、Q3 剧烈切换"的鲜明特征。具体来看：

（1）一季度 Q1 避险占优、红利跑赢。受海外扰动与国内经济温和复苏影响，市场风险偏好偏低，沪深 300 下跌 3.89%，而中证红利逆势上涨 4.07%、上证红利上涨 6.68%。红利资产的类固收属性在利率下行（10 年期国债收益率自年初高点 1.90%持续下行）环境中得到充分定价。

（2）二季度 Q2 极致分化、科技主导。4 月起以光模块、半导体设备为先锋，AI 产业链开启主升浪，5 月行情集中于至电子、通信，6 月 TMT 成交占比触及 43%的历史极值。科创 50 单季暴涨 75.74%，创业板指上涨 36.35%；与此同时中证红利下跌 12.32%，既有资金自防御资产向高弹性资产迁移的影响，也有油价回落对周期类成分股盈利预期的压制。

（3）三季度 Q3 高低切换、红利接力。7 月起科技板块剧烈调整，科创 50 单季回撤 24.93%（自 7 月 1 日高点最大回撤约 28%，达到历史大级别调整量级），科创创业 50 单月一度跌超 22%；中证红利则自 6 月 30 日低点反弹，三季度（截至 9 月 24 日）累计上涨 10.90%，而同期的沪深 300 指数下跌 10.58%，相对收益差超过 20 个百分点。

进一步分析显示，三季度科技板调整是内部拥挤度出清、外部全球科技链去杠杆、中报业绩验证、流动性虹吸、地缘与政策扰动等多重因素共振的结果（参见表 3），本质上是科技板块"估值出清"而非"产业逻辑失效"，反映了市场资金对科技板块认知正从"想象空间"转向

仅供内部参考，请勿外传

"真实价值创造"。

表 2：2026 年主要指数分季度涨跌幅（截至 2026 年 9 月 24 日）

指数	Q1	Q2	Q3	年初至今
科创 50	-6.54%	+75.74%	-26.54%	+20.66%
创业板指	-0.57%	+36.35%	-24.27%	+2.68%
中证红利	+4.07%	-12.32%	+10.90%	-0.63%
上证红利	+6.68%	-11.88%	+14.28%	+7.43%
沪深 300	-3.89%	+11.90%	-10.58%	-4.12%
上证指数	-1.94%	+5.20%	-5.03%	-2.03%

资料来源：Wind，中原证券研究所

表 3：2026 年三季度科技板块深度调整的动因

维度	驱动因素	核心内容
内部因素	涨幅透支	科创 50 上半年涨超 64%，科创芯片上半年涨超 110%
	交易拥挤度极端	TMT 成交占比 43%，前 5%个股成交占比 50.7%
	获利盘集中兑现	"涨得多、跌得多"，龙头回撤 25%-40%
外部因素/导火索	韩国杠杆踩踏	KOSPI 单日大跌 8.95%，杠杆 ETF 死亡螺旋
	美股科技回调	费城半导体回撤 20%进入技术性熊市
	AI 叙事边际变化	Meta 卖算力、QTS 终止数据中心项目
业绩验证/催化因素	中报"利好出尽"	从"炒预期"转向"看兑现"
	海外巨头财报瑕疵	谷歌 FCF 转负、微软下调资本开支
流动性	超级 IPO 虹吸	长鑫科技募资 579 亿（科创板最大）
	杠杆资金撤退	两融 11 日减少超 1700 亿
	增量资金枯竭	成交额从 3.68 万亿缩至 1.93 万亿
地缘和监管/扰动因素	中东地缘冲突	油价反弹至 85-90 美元，推升通胀预期
	美国 337 调查	对 DRAM 设备启动 337 调查
	监管严查炒作	加速高位科技股获利止盈

资料来源：中原证券研究所整理

2.2. 波动率视角

从单季度波动率来看（参见表 4），科技板块波动率逐季攀升，在三季度深度调整中波动率扩大至 51.24%、较二季度抬升 14 个百分点，体现了“高估值”与“高拥挤”叠加的典型特征——上涨与下跌的斜率同时放大。红利板块波动率整体温和、基本稳定在 12%-21%区间，但二季度出现阶段性抬升，这与二季度科技暴涨背景下红利板块被持续抽血、出现年内最大回撤的行情相印证。科技板块与红利板块波动率的量级差异（3-4 倍），直接体现了"科技靠成长预期定价、红利靠稳定现金回报定价"的风险收益特征，这也是不同偏好机构投资者（公募追逐高弹性 vs 险资/社保追求低波动）配置分化的微观基础。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：主要指数分季度年化波动率

指数	Q1	Q2	Q3
科创 50	33.37%	37.80%	51.24%
创业板指	15.37%	32.69%	33.17%
中证红利	12.83%	17.53%	12.85%
红利低波	9.06%	13.84%	15.02%
上证红利	13.77%	21.95%	13.30%
沪深 300	9.90%	13.29%	14.95%
上证指数	13.53%	9.94%	15.77%

资料来源：Wind，中原证券研究所（注：按周度收盘价计算）

2.3. 估值、股息率视角

从估值和股息率水平来看（参见表 5），科技板块与红利板块的估值分化处于历史极端水平，科创 50 指的市盈率 PE（133.35 倍）约为中证红利 PE（8.58 倍）的 15.5 倍；红利板块的股息率优势突出，红利指数股息率 4.0%-4.5%，与 10 年期国债收益率（1.67%）的利差超过 2.6 个百分点，在低利率环境下具备配置吸引力，而科技板块股息率极低（科创 50 股息率仅 0.24%，创业板指 1.00%），佐证了科技企业"重研发、轻分红"的特征，投资回报几乎完全依赖资本增值。

值得关注的是，尽管科创 50 指经过 7 月以来的调整，市净率 PB 分位数仍在近五年 95%分位，市盈率 PE 也处于近五年偏高的 73%分位，这意味着科技板块的估值压力尚未完全出清。此外，尽管中证红利 0.84 倍的市净率 PB 看似仍处于“破净”区间，但已回到近五年 93%分位，市盈率 PE（8.58 倍）也回到近五年 93%分位，这意味着红利板块的估值修复已基本完成；更为关键的是，中证红利的股息率已回到近五年约 1%的极低分位，这就意味着，当前红利板块更接近"估值已反映避险溢价"的阶段，安全垫变薄，这与科创 50 从极端高估值回落的路径形成鲜明对照，两者正处于估值周期的不同阶段。

表 5：科技与红利板块估值、股息率对比（2026 年 9 月 24 日）

标的/指数	PE(TTM)	PB(倍)	股息率	估值位置说明
科创 50	133.35 倍	7.74 倍	0.24%	PE、PB 分别处于近 5 年 73%、95%分位
创业板指	37.42 倍	5.24 倍	1.00%	PE 处中等水平
中证红利	8.58 倍	0.85 倍	4.28%	PB 近 5 年 93%分位；股息率近 5 年约 3%分位
红利低波	8.45 倍	0.87 倍	4.45%	与国债利差 2.6 个百分点
上证红利	8.89 倍	0.86 倍	4.04%	—
上证指数	15.73 倍	1.45 倍	2.30%	近 5 年约 75.6%分位
10 年期国债	—	—	1.67%-1.80%	年内低位

资料来源：Wind，中原证券研究所

2.4. 主力资金流向视角

仅供内部参考，请勿外传

从主力资金流向来看（参见表 6），2026 年前三季度，科技与红利板块的大额资金均呈净流出态势，其中：（1）科创 50 的主力资金流出逐季加速，在 Q3 创单季新高，与三季度深度调整高度吻合；同时，科技涨幅与主力资金流向的背离，意味着 2026 年以来的科技行情可能更多由散户与趋势性资金的边际交易推动，缺乏主力资金的系统性加仓配合；（2）中证红利 Q2 曾逆势获主力净流入，但 Q3 主力方向已转为大幅流出（-302 亿，单季流出远超 Q1+Q2 之和），而指数同期上涨 8.90%，这一"量价背离"信号可能意味着红利板块"避险溢价"被充分定价，资金开始兑现离场。

表 6：科技与红利板主力资金流向（2026 年 9 月 24 日）

指数	Q1 主力净流入(亿元)	Q2 主力净流入(亿元)	Q3 主力净流入(亿元)
科创 50	-167.46	-329.63	-552.67
创业板指	-3,153.54	-3,354.54	-3,153.43
中证红利	-76.57	+28.55	-301.83

资料来源：Wind，中原证券研究所,注：表中的"主力" = 挂单 >20 万元/笔的（大单+超大单）净买入，是基于交易行为的代理指标；创业板指由于成分股总市值更大、日均成交额更高，其超大单/大单的绝对规模天然远大于科创 50 和中证红利

2.5. 机构投资者资金配置视角

（1）公募基金："极致抱团"到"剧烈反噬"。

公募基金 2026 年中报显示（以 Wind 二级分类为普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金进行汇总统计），公募整体呈现显著抱团科技硬件、减持传统价值与消费的结构性调仓特征，行业配置集中度大幅提升。其中，电子、通信成为核心加仓主线，公募持仓占比、相对市场超配比例及持仓市值增速均大幅抬升，是当前公募最核心的重仓超配赛道,持仓拥挤度大幅提升。

申万电子、通信行业在 7 月大幅回调，幅度分别为 34.72%、31.90%，科技赛道正反馈的脆弱性暴露：高度集中的持仓结构+高换手率的负债端→板块预期边际变化→多杀多→净值回撤→赎回压力→进一步卖出→放大跌幅。7 月股票型 ETF 出现资金转向，月度净流入约 4400 亿，但主要流向宽基 ETF（科创 50、沪深 300 等），体现"抄底"而非"追涨"的资金行为转变。

表 7：公募金行业配置变化情况

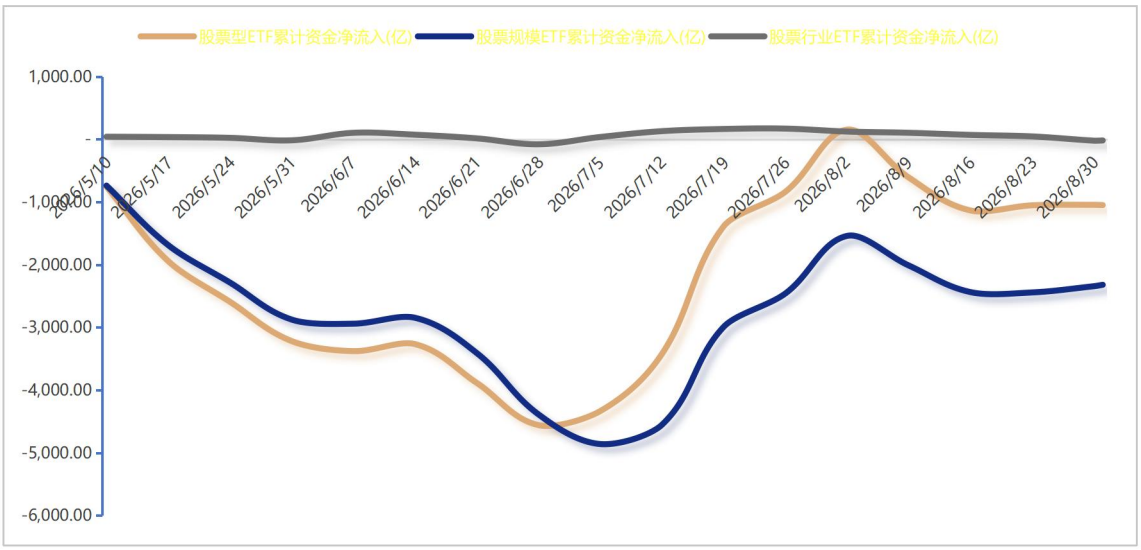
2026 中报					2025 年报				
行业名称	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)	行业名称	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	市值增长率(%)
电子	33.45	21.82	11.64	82.58	电子	17.69	12.65	5.04	39.06
通信	10.5	5.31	5.18	68.64	医药生物	8.41	5.85	2.56	1.49
医药生物	6.69	4.75	1.94	-23.18	通信	6.01	3.55	2.46	94.37
传媒	1.4	1.17	0.23	-54.1	有色金属	6.66	4.58	2.09	107.97
有色金属	4.75	4.54	0.21	-31.18	备	8.95	7.46	1.49	51.06
社会服务	0.46	0.39	0.07	-47.32	传媒	2.95	1.59	1.36	14.35
建筑材料	1.24	1.24	0	92.08	非银金融	7.19	6.03	1.16	43.13

仅供内部参考，请勿外传

美容护理	0.17	0.2	-0.03	-39.28	食品饮料	4.52	4.01	0.51	-1.8
综合	0.08	0.15	-0.07	-15.43	社会服务	0.84	0.51	0.33	20.55
电力设备	7.41	7.49	-0.08	-20.11	商贸零售	1.31	1.03	0.28	30.05
房地产	0.66	0.79	-0.14	-24.97	家用电器	1.98	1.8	0.19	-3.76
商贸零售	0.52	0.69	-0.17	-61.42	美容护理	0.26	0.29	-0.03	-35.52
纺织服饰	0.32	0.49	-0.17	-28.76	综合	0.09	0.14	-0.05	32.55
家用电器	1.21	1.5	-0.28	-40.95	建筑材料	0.62	0.76	-0.14	52.83
非银金融	4.4	4.72	-0.32	-40.95	纺织服饰	0.43	0.62	-0.18	-5.91
农林牧渔	0.6	0.92	-0.32	-41.53	房地产	0.85	1.07	-0.22	0.01
钢铁	0.31	0.68	-0.38	-51.14	农林牧渔	1	1.32	-0.33	3.58
国防军工	2.3	2.74	-0.44	-16.49	钢铁	0.61	0.93	-0.33	47.45
轻工制造	0.38	0.82	-0.44	-34.44	国防军工	2.66	3.02	-0.36	-4.81
煤炭	0.97	1.43	-0.46	-3.88	煤炭	0.97	1.49	-0.51	24.25
环保	0.31	0.76	-0.46	-10.47	环保	0.33	0.84	-0.51	5.8
食品饮料	2.33	2.91	-0.58	-50.28	汽车	3.88	4.42	-0.54	9.03
机械设备	5.44	6.08	-0.64	26.52	轻工制造	0.56	1.1	-0.54	-11.56
建筑装饰	0.55	1.47	-0.93	-36.75	计算机	3.73	4.41	-0.68	3.21
交通运输	1.27	2.29	-1.03	-38.86	交通运输	2	2.87	-0.88	4.46
计算机	2.56	3.63	-1.08	-33.95	建筑装饰	0.83	1.72	-0.88	3.64
汽车	2.17	3.25	-1.08	-45.93	机械设备	4.15	5.27	-1.12	41.08
石油石化	0.97	2.27	-1.3	-21.69	基础化工	2.9	4.1	-1.2	51.21
基础化工	2.65	4.17	-1.52	-11.65	石油石化	1.2	2.94	-1.75	43.25
公用事业	1.13	3.03	-1.9	-25.38	公用事业	1.46	3.27	-1.81	-6.35
银行	2.77	8.28	-5.52	-45.16	银行	4.87	10.35	-5.48	-14.49

资料来源：Wind，中原证券研究所

图 1：股票型 ETF 净流入情况



资料来源：iFinD，中原证券研究所

（2）保险资金：战略配置的"逆行者"

仅供内部参考，请勿外传

2026 年以来，保险资金的配置行为由新会计准则（IFRS 9）的制度逻辑主导，呈现与公募截然相反的"逆周期"特征：一季度，维持红利底仓，小幅增配；二季度红利回调中逆势加仓 FVOCI，增配股票相对谨慎；三季度红利回升中继续持有，享受分红收益。

截至二季度末，险资股票及证券投资基金运用余额达 6.4 万亿元，占资金运用总余额的 15.7%（股票 4.1 万亿占 10.0%，基金 2.3 万亿占 5.66%），创近四年新高，这一比例较 2024 年初的 12%大幅提升，反映险资权益配置的系统性上移。新会计准则下，高股息股票划入 FVOCI（以公允价值计量且变动计入其他综合收益）账户，股价波动不影响利润表，仅分红计入投资收益。上半年红利板块偏弱期间（中证红利 Q2 下跌 12.3%），多家上市险企 FVOCI 股票占比逆势提升，验证了"越跌越买"的战略配置逻辑。

表 8：2026 年以来，险资投资行为变化

季度	险资行为	市场背景
Q1	维持红利底仓，小幅增配	中证红利+4.07%，科技初露锋芒
Q2	红利回调中逆势加仓 FVOCI，增配股票相对谨慎	中证红利-12.32%，科创 50+75.74%
Q3	红利回升中继续持有，享受分红收益	中证红利+8.90%（截至 9/24）

资料来源：Wind，中原证券研究所

表 9：险资金运营情况汇总

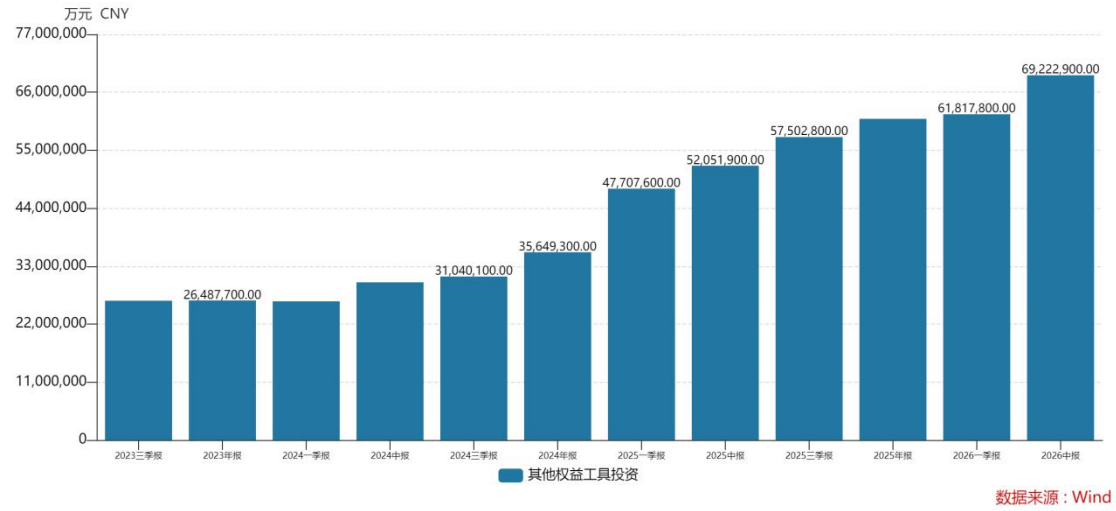
指标名称	财产险公司:保险资金运用余额:证券投资基金	人身险公司:保险资金运用余额:证券投资基金	财产险公司:保险资金运用余额:股票	人身险公司:保险资金运用余额:股票	保险公司:保险资金运用余额	股票及证券投资基金运用余额合计	股票及证券投资基金运用余额占比	股票运用余额合计	股票运用余额占比
2026-06	2,263.00	20,672.03	2,412.58	38,590.57	408,244.63	63,938.18	15.66%	41,003.15	10.0%
2026-03	1,999.43	18,673.22	2,337.59	36,032.07	394,381.02	59,042.31	14.97%	38,369.66	9.7%
2025-12	1,873.94	17,812.73	2,267.92	35,077.44	384,799.22	57,032.03	14.82%	37,345.36	9.7%
2025-09	1,963.85	17,756.32	2,085.98	34,124.46	374,630.63	55,930.61	14.93%	36,210.44	9.7%
2025-06	1,837.28	14,767.45	1,955.02	28,730.92	362,343.35	47,290.67	13.05%	30,685.94	8.5%
2025-03	1,872.34	14,626.07	1,719.02	26,454.10	349,312.14	44,671.53	12.79%	28,173.12	8.1%
2024-12	2,025.22	14,762.29	1,601.18	22,678.63	332,580.22	41,067.32	12.35%	24,279.81	7.3%
2024-09	2,118.00	15,686.00	1,506.00	21,838.00	321,512.00	41,148.00	12.80%	23,344.00	7.3%
2024-06	1,860.56	15,166.82	1,369.51	19,424.45	308,667.71	37,821.34	12.25%	20,793.96	6.7%
2024-03	1,775.77	14,721.66	1,288.82	18,207.05	299,380.68	35,993.29	12.02%	19,495.86	6.5%
2023-12	1,785.54	13,549.15	1,265.15	18,160.25	281,573.61	34,760.09	12.34%	19,425.40	6.9%
2023-09	1,812.20	13,779.17	1,329.50	18,794.06	275,230.63	35,714.93	12.98%	20,123.56	7.3%
2023-06	1,831.19	13,398.88	1,300.65	18,769.26	271,472.80	35,299.98	13.00%	20,069.91	7.4%
2023-03	1,607.15	12,308.52	1,307.63	18,677.19	263,387.89	33,900.49	12.87%	19,984.82	7.6%
2022-12	1,590.84	12,081.30	1,271.84	17,629.87	253,544.42	32,573.86	12.85%	18,901.71	7.5%
2022-09	1,620.34	11,497.45	1,244.30	16,117.93	248,153.05	30,480.02	12.28%	17,362.23	7.0%
2022-06	1,672.42	11,615.20	1,349.69	17,848.66	247,088.14	32,485.97	13.15%	19,198.35	7.8%

资料来源：Wind，中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

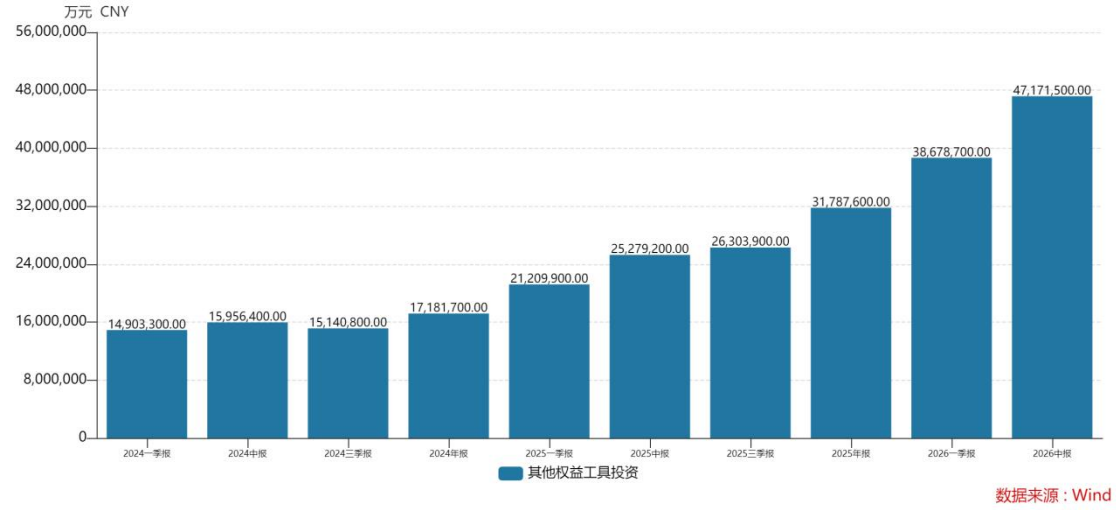
仅供内部参考，请勿外传

图 2：中国平安权益类 FVOCI 投资持续增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：中国人寿权益类 FVOCI 投资 Q2 快速增长



资料来源：Wind，中原证券研究所

（3）社保基金：长期主义的"压舱石"

社保基金展现了最鲜明的"长期主义"特征，与公募的短期追涨杀跌形成强烈反差。一是业绩验证长期能力：2025 年投资收益额 3,906.72 亿元（创历史新高），投资收益率 13.22%，成立以来年均收益率 7.62%（数据来源：社保基金理事会 2025 年度报告，2026 年 9 月 1 日发布）。二是银行底仓稳如磐石：Q2 末社保基金前十大股东持股规模约 5,323 亿元，农业银行单一标的在 6 月末持仓市值达到 1427.7 亿元（社保理事会持股 235.21 亿股，农行 2026 半年报），体现"红利底仓不动"的战略定力。三是科技边际加仓但不激进：2025 年年报明确提到"加大科技创新领域投资力度"，Q2 在半导体材料、AI 算力等方向有边际加仓，但整体关注度偏低，呈现"精选个股、浅尝辄止"特征~~公募"全~~面押注"形成鲜明对比。

仅供内部参考，请勿外传

表 10：2026 年前三季度社保基金的交易特征

季度	社保基金行为	配置哲学
Q1	维持银行底仓，小幅增配科创	战略资产配置框架下的动态再平衡
Q2	底仓不动，边际加仓铜/工程机械/小金属	注重景气度与估值性价比
Q3	底仓不动（推测），科技回调中保持观望	长周期考核，不追涨杀跌

资料来源：中原证券研究所

（4）北向资金/QFII：科技制造的"积极多头"

2026 年二季度北向资金整体呈现高低切换、风格再平衡特征，大幅减持传统白马与周期板块，集中加仓科技成长与高端制造。其中：

减持端，食品饮料降幅最大（-1.98%），持仓占比由 5.38%降至 3.40%，延续自 25Q3 以来的回落趋势；有色金属（-1.79%）、银行（-1.76%）紧随其后，周期与高股息防御资金持续流出；电力设备虽仍为北向第一重仓行业（18.63%），但单季度减持 1.26%，出现明显战术降仓，同时医药生物（-1.00%）、家用电器（-0.76%）、汽车（-0.61%）、传媒（-0.60%）等抱团板块持续减仓。

增持端，通信成为本季最大亮点，持仓大幅提升 2.08%，占比由 4.81%升至 6.89%，实现连续四个季度增持，体现外资对数字经济、AI 算力赛道的持续布局；机械设备加仓 0.49%，持仓创近四季新高（6.57%），建筑材料（+0.18%）、国防军工（+0.13%）小幅逆势流入。

结构上，北向资金持仓由传统的“消费+新能源”双核，加速向科技制造切换，资金风险偏好明显抬升，选股更看重产业景气边际变化而非低估值。

表 11：北向资金行业配置变化情况

		占行业总市值比(%)				占行业总市值比变化(%)		
行业名称	截止日期	26Q2	26Q1	25Q4	25Q3	26Q2-26Q1	26Q1-25Q4	25Q4-25Q3
通信	2026/6/30	6.89	4.81	3.56	2.82	2.08	1.25	0.74
机械设备	2026/6/30	6.57	6.08	5.96	5.84	0.49	0.12	0.12
建筑材料	2026/6/30	1.26	1.08	0.99	1.06	0.18	0.09	-0.07
国防军工	2026/6/30	1.18	1.05	1.19	0.95	0.13	-0.14	0.24
纺织服饰	2026/6/30	0.19	0.21	0.22	0.2	-0.02	-0.01	0.02
综合	2026/6/30	0.07	0.1	0.07	0.06	-0.03	0.03	0.01
美容护理	2026/6/30	0.08	0.11	0.14	0.23	-0.03	-0.03	-0.09
环保	2026/6/30	0.26	0.3	0.25	0.23	-0.04	0.05	0.02
社会服务	2026/6/30	0.29	0.34	0.38	0.34	-0.05	-0.03	0.04
房地产	2026/6/30	0.34	0.41	0.44	0.53	-0.07	-0.03	-0.09
轻工制造	2026/6/30	0.32	0.4	0.4	0.32	-0.07	0	0.08
煤炭	2026/6/30	0.48	0.62	0.57	0.52	-0.13	0.05	0.05
钢铁	2026/6/30	0.4	0.56	0.65	0.56	-0.16	-0.09	0.09
石油石化	2026/6/30	0.72	0.9	0.89	0.66	-0.18	0.01	0.23
建筑装饰	2026/6/30	0.63	0.84	0.73	0.71	-0.2	0.11	0.02
公用事业	2026/6/30	1.95	2.22	2.08	2.07	-0.26	0.14	0
基础化工	2026/6/30	2.79	3.08	2.7	2.37	-0.29	0.37	0.34

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

仅供内部参考，请勿外传

商贸零售	2026/6/30	0.34	0.63	0.72	0.67	-0.29	-0.09	0.04
农林牧渔	2026/6/30	0.46	0.79	0.9	1	-0.33	-0.11	-0.1
计算机	2026/6/30	1.56	1.92	2.17	2.69	-0.36	-0.25	-0.52
非银金融	2026/6/30	3.27	3.71	4.91	5.1	-0.45	-1.2	-0.19
交通运输	2026/6/30	1.32	1.92	1.88	1.82	-0.59	0.04	0.06
传媒	2026/6/30	0.99	1.59	1.5	1.62	-0.6	0.09	-0.13
汽车	2026/6/30	3.85	4.47	5.12	5.66	-0.61	-0.65	-0.54
家用电器	2026/6/30	3.17	3.93	4.36	4.36	-0.76	-0.43	-0.01
医药生物	2026/6/30	4.03	5.03	5.53	7.1	-1	-0.49	-1.58
电力设备	2026/6/30	18.63	19.89	17.39	17.2	-1.26	2.5	0.19
银行	2026/6/30	4.58	6.35	6.86	6.74	-1.76	-0.52	0.12
有色金属	2026/6/30	5	6.79	7.18	5.19	-1.79	-0.39	1.99
食品饮料	2026/6/30	3.4	5.38	5.35	6.27	-1.98	0.03	-0.92

资料来源：Wind，中原证券研究所

3. 双主线分化格局的核心逻辑

当前A股市场“科技成长+红利价值”双主线结构性分化格局，并非简单的阶段性市场风格轮动，而是由产业基本面、投资者结构、制度变革与宏观环境共同塑造的中长期趋势，其中：供给端产业生命周期差异奠定分化基础、需求端机构行为分层固化风格、制度与宏观环境进一步强化定价差异。

（1）供给端层面：产业基本面分化，构建定价底层框架

产业基本面的生命周期差异，是A股市场结构性分化的“第一性原理”。科技产业整体处于导入期与高速成长期，以技术迭代、国产替代和规模扩张为核心驱动；红利产业普遍进入成熟期与稳定期，以效率优化、现金流改善和稳定分红回报为主导。产业赛道基本面不同，天然对应不同的资本市场估值定价范式。

科技板块由新质生产力驱动，具备长期成长确定性但短期盈利存在波动。政策层面，“十五五”规划对集成电路、工业母机、基础软件、先进材料等硬核领域部署超常规技术攻关，明确全社会研发经费稳步增长目标（7%以上），资本市场资源持续向硬科技倾斜，2024年以来科技类新股占比超九成，科技板块市值大幅扩容。产业层面，国内高端制造与科技领域国产替代持续推进，半导体设备国产化率显著提升，但光刻、量测等核心环节替代空间仍然广阔；AI芯片赛道进入爆发增长阶段，叠加全球云厂商大规模资本开支扩张，上游产业链需求确定性充足。经营层面，科技行业维持高强度研发投入，持续呈现“重研发、轻利润、弱现金流”的发展特征，长期成长空间明确，但短期业绩兑现不确定性较强，最终形成科技板块“高估值、高弹性、高波动”的定价特征。

红利板块由国企改革与股东回报驱动，完成从被动高股息向主动高股息的价值重估转型。随着国企改革深化落地，国资委“一利五率”考核、上市公司市值管理考核全面推开，央企分红、回购、增持机制制度化、常态化，头部央企持续提升分红比例、稳定股东回报。行业

仅供内部参考，请勿外传

层面，2023 年二季度以来全市场非金融企业资本开支持续回落，行业产能逐步出清，火电、固废、煤炭、公用事业等成熟行业自由现金流持续修复，形成“资本开支下行—现金流改善—ROE 抬升—估值重估”的成熟逻辑链条。市场层面，新“国九条”引导市场生态重塑，A 股分红回购规模持续走高，分红频次、分红稳定性显著提升，市场正式告别“重融资、轻回报”阶段，红利板块具备了可持续的中期配置价值。

上市公司治理差异进一步放大个股定价分化。当前市场分红回购生态逐步完善，优质央国企与治理规范的民企主动平衡产业投入与股东回报，获得稳定“治理溢价”；部分企业存在现金流转化能力弱、分红稳定性不足、资金使用效率偏低等治理短板，持续存在“治理折价”。宏观产业周期分化叠加微观公司治理差异，共同塑造了 A 股极致的结构性行情特征。

（2）需求端层面：投资者结构重塑，机构行为分层固化双主线风格

中长期资金规模持续增长，配置功能分层特征显著。“十五五”明确提出壮大耐心资本，多部门持续推动长线资金入市，2026 年前 8 个月社保、年金、保险等中长期资金合计净买入 A 股超 6000 亿元，持仓流通市值较 2025 年底增长 12.5%。各类机构虽整体偏好长期稳健收益，但负债属性、考核机制差异使其配置行为呈现清晰分层（参见表 12）：保险、社保资金负债久期长，以绝对收益和保值增值为核心目标，受偿付能力、会计准则、收益成本约束，叠加市场利率下行、资产荒环境，重点配置高股息红利资产，作为类固收底仓对冲收益压力；公募、北向资金更侧重景气弹性与全球比较优势，将科技成长赛道作为增厚组合收益的核心进攻方向，险资、社保也通过边际布局科技板块优化组合收益结构。

机构考核与会计制度差异，使市场风格具备内生稳定性。社保、保险实行长周期考核，注重安全性与稳健回报，形成“红利为主、精选科技”的配置思路。公募基金虽已优化考核体系，但短期季度排名、规模竞争与赎回压力仍为核心约束，使其天然偏好高景气、高弹性的科技赛道，红利资产持仓持续处于低位。北向资金基于全球利率、汇率与行业景气度进行动态配置。不同机构的考核机制、负债成本与会计规则短期内难以根本性改变，使得科技与红利之间的“配置跷跷板”持续存在，双主线行情具备较强的中期延续性。

表 12：四类机构考核机制差异对配置行为的影响

机构类型	考核目标	考核周期	核心约束	对配置行为的影响
社保基金	绝对收益为主	长周期（年度/跨年度）	保值增值，安全性优先	红利底仓不动，科技精选个股
保险资金	绝对收益+资产负债匹配	中长期（1-3 年）	偿付能力约束、FVOCI 会计	红利为核心战略配置，科技边际参与
公募基金	相对收益（跑赢基准/同业）	短期（季度排名）+中长期	规模排名、赎回压力	追逐景气，极致科技超配
北向资金	绝对收益+全球配置	中长周期	全球资金流向、汇率	基本面驱动，景气度导向

资料来源：中原证券研究所

（3）制度与宏观层面：改革赋能与环境约束，强化结构性定价结果

仅供内部参考，请勿外传

注册制“宽进严出”机制加速市场优胜劣汰、放大估值分化。入口端持续扩容硬科技上市标的，支持未盈利科技企业上市，优质科技资产供给持续丰富，2024 年后科技类新股占比超九成；出口端退市常态化、监管执法趋严，低效弱势企业持续出清。市场资源加速向技术壁垒高、竞争力强的科技龙头与经营稳健、现金流优异的红利龙头集中，行业内龙头估值溢价、弱势标的估值压缩的分化特征持续强化。

股东回报相关制度改革，根本性重塑上市公司价值逻辑。新 “国九条” 及配套的上市公司市值管理新规、分红与减持挂钩机制落地，推动分红常态化、频次化，倒逼上市公司主动通过分红、回购回馈股东。2024 年 A 股分红回购规模首次超越 IPO、再融资及减持规模，市场正式进入 “净回报” 时代，红利板块的投资逻辑由短期市场偏好，转变为制度约束下的长期确定性逻辑。

内外宏观变量共同催生“哑铃型”配置策略。国内持续低利率环境为高股息红利资产提供估值支撑，但随着红利估值修复完成，利率下行带来的边际提升效果有所弱化；海外维持高利率格局，中美利差深度倒挂，压制长久期科技成长资产估值扩张。同时，地缘冲突、全球供应链重构、国内经济新旧动能转换，使得市场不确定性持续抬升。在此背景下，资金均衡配置 “高弹性科技成长+高防御红利价值”的哑铃型组合成为理性选择，进一步验证当前 A 股科技 + 红利双主线格局是宏观环境与市场制度共同作用下的理性定价结果，而非短期情绪行情。

4. 双主线分化格局的潜在风险

4.1. 科技板块的潜在风险

（1）估值与交易拥挤度处于历史极值。截至 9 月 24 日，电子、通信行业估值突破历史高点，整体处于近十年 95%以上分位；公募 TMT 配置及交易高度集中、头部个股成交额占比较高。拥挤的交易结构意味着市场预期趋于透支，一旦情绪逆转、逻辑松动，板块或将出现陡峭式调整，年内 7 月大幅回撤已充分验证该风险。

（2）预期盈利增速拐点渐近。创业板未来 12 个月预期盈利增速上修、转为审慎，2027 年新增产能释放将改善相关行业供需矛盾。市场定价逻辑随之从"稀缺溢价驱动的估值扩张"切换为"业绩兑现、估值回归理性"，后续行情的核心矛盾不再是预期能否继续上调，而是实际盈利能否匹配当前估值。

（3）全球 AI 资本开支面临多重刚性约束。首先是现金流约束，全球头部云厂商资本开支增速显著高于现金流增速，自由现金流持续收敛，行业扩张逐步依赖高成本债务融资，融资成本显著上行。其次是折旧压力显性化，上游硬件涨价推高算力建设成本，挤压中下游利润空间。最后是商业化约束，当前多数 AI 应用场景规模化付费模式尚未跑通，叠加国内外模型技术差距收窄，行业超额盈利难度加大，市场已下调 2027 年全球云厂商资本开支增速预期。

仅供内部参考，请勿外传

（4）产能释放与全球产业链重构压制盈利预期。全球半导体行业增速临近边际放缓，2027年行业供需或转向紧平衡，产品价格承压；国内科技制造产能集中释放，叠加全球产业链政策调整，企业盈利预期存在下修空间，而股价可能提前反应这一趋势。

4.2. 红利板块的潜在风险

（1）短期性价比回落，但中长期逻辑未破。经历 7 月以来快速修复后，中证红利指数已回升至 6 月高点附近，前期估值优势有所收窄，股息率（ttm）至 4.28%左右，相对国债利差仍处高位但较极值有所收敛，估值扩张空间收窄，未来收益更多依赖盈利与分红落地。

（2）大宗商品价格波动压制盈利。红利指数权重较高的能源行业盈利与油价、煤价高度相关。当前原油价格维持高位，煤炭价格存在季节性回落压力，若大宗商品进入下行周期，能源企业盈利、现金流及分红能力将受到直接冲击。

（3）资本开支重启或冲击现金流改善趋势。红利板块行情核心逻辑来自传统行业资本开支下行、自由现金流持续修复。若经济边际复苏，火电改造、电网升级、新能源转型等资本开支有望回暖，或将拖累 ROE、弱化现金流改善趋势。

（4）盈利放缓与政策微调约束分红空间。当前央企高分红主要依托考核政策引导，可持续性存在弹性。2026 年上半年上市银行净利润增速仅 2.94%，盈利增速明显走弱。若产业政策转向鼓励再投入、企业盈利持续放缓，分红比例和分红规模存在下行压力。此外，红利资产具备类固收属性，对利率敏感。若国内经济复苏带动无风险利率上行，或海外通胀反弹收紧全球流动性，进而弱化股息率优势，引发资金再流出与估值回调。

4.3. 市场系统性风险

（1）宏观经济下行风险。国内经济增速中枢持续下移，若地产风险扩散、出口摩擦加剧，则不仅会压制科技板块产业落地与盈利预期，也可能带动大宗商品走弱、银行资产质量承压，冲击红利板块稳定性。

（2）外部地缘与流动性冲击风险。地缘冲突升级或将推升能源价格、压低风险偏好。美联储维持高利率、美元走强将收紧全球流动性，压缩长久期科技估值，可能引发北向资金流出，放大 A 股波动。

（3）基金赎回引发负反馈风险。公募持仓高度集中于科技赛道，前期已出现阶段性净赎回。若市场波动加剧引发集中赎回，将形成“赎回—抛售—净值下跌”的负反馈，加速板块调整。

（4）结构性再平衡风险。随着 AI 相对景气优势收敛，资金分散化配置需求上升。但当前全面风格切换条件不足，红利性价比弱化、消费缺乏景气支撑，后续再平衡将以科技降集中度、红利精选个股为主，难以出现成长、价值全面反转。

5. 双主线分化格局的可持续性研判

仅供内部参考，请勿外传

5.1. 五维度观测指标体系

基于上述对双主线格局潜在风险的分析，为动态跟踪“科技+红利”双主线格局的可持续性，我们围绕宏观先行、红利同步、科技同步、风格切换、风险预警五个维度构建观测指标体系（参见表 13），其中，如下四个指标值得当前重点跟踪：（1）创业板预期盈利增速的修正方向，该指标一旦由“趋稳”转为“持续下修”，即意味着科技板块从第二阶段滑向第三阶段；（2）全球云厂商资本开支指引，这是 AI 产业链景气度的总闸门；（3）中证红利股息率与国债利差，利差若压缩至 2 个百分点以内，红利资产的相对性价比将显著下降；（4）公募科技持仓占比，三季度数据若明显回落，将是风格再平衡的确认信号。

表 13：双主线格局关键观测指标体系

维度	观测指标	当前状态（2026 年 9 月）	预警阈值	监测频率
宏观先行	10 年期国债收益率	1.67%-1.80%（年内低位）	回升至 2.2%以上	日度
	10 年期美债收益率	约 5.0%（2007 年以来高位）	突破 5.5%	日度
	PPI 同比	8 月+3.8%（采掘+17.8%）	转负	月度
	中美利差（10Y）	深度倒挂（约-3.5%）	收窄至-2%以内	日度
红利同步	中证红利股息率	4.20%（近 5 年约 1%分位）	降至 3.5%以下	日度
	中证红利 PB 分位	0.84 倍（近 5 年 93%分位）	突破 1.0 倍	日度
	央企现金分红比例	约 44.6%	回落至 35%以下	年度
	险资净投资收益率	约 2.8%（2026H1）	回升至 3.5%以上	半年度
	大宗商品价格（CRB/布油）	高位运行	单季下跌超 15%	日度
科技同步	电子/通信 PB 分位	近 10 年 95%分位以上	回落至 80%分位以下	周度
	创业板预期盈利增速修正方向	6 月后趋于稳定	转为持续下修	月度
	全球云厂商资本开支指引	2026 年约 7700 亿美元	下修	季度
	全球半导体收入增速	2026H2 预计见顶	2027 年增速低于 20%	季度
	TMT 成交占比	自 43%高位回落	再次突破 40%	日度
风格切换	公募 TMT/科技持仓占比	61.50%（Q2，历史极值）	降至 50%以下	季度
	公募红利股持仓占比	7.27%（近十年新低）	回升至 15%以上	季度
	科创 50/中证红利比价	单季偏离超 20%	单季偏离超 30%	周度
风险预警	公募净赎回规模	二季度出现净赎回	单月赎回超 1000 亿元	月度
	美联储政策路径	9 月加息 25BP 至 3.75%-4.00%	连续加息	月度
	地缘风险指数	历史高位	突发升级	日度

资料来源：Wind，中原证券研究所

5.2. 三种情景推演

基于上述对双主线格局核心逻辑与潜在风险的分析，我们采用情景分析法对可持续性按照基准情景、乐观情景、压力情景进行推演（参见表 14），并分别赋予了 50%、20%、30%的概率权重。其中：

（1）相比较而言，基准情景概率最高（50%），意味着“科技+红利”双主线格局大概率延续，但延续方式可能有所变化：从 2026 年上半年的“科技单极极致分化”，转向“双主线高位共

仅供内部参考，请勿外传

存、波动加剧、轮动频繁、内部分化强于板块间分化”；

（2）乐观情景需要 AI 商业化突破、半导体关键环节突破与宏观环境显著改善等多个条件同时满足。

（3）压力情景主要风险来自全球利率环境与 AI 资本开支预期，但其调整也是中长期布局优质资产的较好入场机会。

表 14：三种情景推演一览

情景	概率	GDP 增速	10 年期国债	科技板块	红利板块	配置建议
基准	50%	约 4.5%	1.5%-2.0%	高位震荡，内部分化加剧	年度级别稳健行情，收益以股息为主	均衡配置，核心+卫星
乐观	20%	5%以上	维持低位/进一步下行	业绩驱动，估值消化	估值修复+分红提升	两条主线均可超配
压力	30%	4%以下	回升至 2.5%以上	估值压缩 30%-50%	相对防御，跌幅 10%-15%	防御为主，降科技、增现金

资料来源：Wind，中原证券研究所

6. 相关启示

综上所述，当前 A 股“科技成长+红利价值”双主线分化格局，是经济转型与资本市场制度改革叠加下的中长期趋势，更需要各类市场主体协同发力，围绕增强资本市场韧性、活力和信心，共建成熟稳定的资本市场生态。

6.1. 资本市场监管层面：优化制度生态，夯实长期基础

（1）壮大长期资本、耐心资本。壮大长线耐心资本。完善养老金、企业年金体系，放宽险资权益投资约束，严格落实公募中长期考核要求，弱化短期排名扰动，缓释市场短线博弈情绪，提升市场运行稳定性。

（2）完善科技企业差异化监管制度。适配硬科技企业成长特征，优化研发、技术与商业化信息披露规则，建立科创专属估值指引，抑制纯概念炒作。持续保留注册制的上市包容性，精准赋能优质科创企业上市融资。

（3）健全股东回报制度化机制。强化分红与再融资、大股东减持联动约束，引导企业制定中长期分红规划，简化回购流程、盘活库存股功能。以现金流覆盖能力、分红可持续性为核心评价标准，平衡企业产业投入与股东回报。

（4）严格退市与投资者保护机制。常态化出清劣质、亏损、违规上市公司，压实市场优胜劣汰机制。完善退市配套保障与投资者赔偿救济体系，提升证券违法成本，夯实市场法治化根基。

6.2. 上市公司层面：优化经营治理，适配双主线定价格局

仅供内部参考，请勿外传

（1）科技企业需聚焦研发转化效率，夯实长期估值根基。通过精细化信息披露降低市场预期分歧，摒弃粗放式研发投入模式，打通研发、技术迭代到业绩兑现的正向循环。兼顾长期投入与短期回报，灵活运用分红、回购工具，弱化单一成长叙事的估值依赖。

（2）红利企业需升级经营模式，打造高质量高股息优势。主动公开中长期分红目标，合理平衡资本开支与股东回报，依托超额现金流常态化分红、回购。采用弹性分红机制适配经营周期，持续优化国企治理与资金效率，实现从被动低估值防御向主动高回报配置转型。

6.3. 机构投资者层面：优化配置体系，理性把握结构性行情

（1）构建均衡多元哑铃型配置框架。以红利资产为稳健底仓、科技资产为弹性增厚工具，结合自身考核属性合理配比仓位，降低科技赛道极致超配风险，优化组合风险收益水平。

（2）建立差异化研究框架。区分科技、红利两类资产核心驱动因子和定价逻辑，科技聚焦技术迭代、国产替代与产业落地，红利侧重现金流、分红持续性与利率估值维度，适配双主线独立估值范式。

（3）严控集中风险、建立逆向预警机制。主动设定行业与风格持仓上限，依托盈利增速、资本开支、股息利差、机构持仓等核心指标，搭建风格切换预警体系，在市场极致分化时主动降仓分散风险，把握时机、逆向布局优质资产。

（4）聚焦个股 Alpha、弱化板块轮动。当前市场内部分化远超板块分化，择方向与择标的并重，要求机构投资不再拘泥于板块轮动思维。科技优选技术壁垒突出的龙头，红利精选现金流稳定、分红规范的优质标的，依托基本面超额收益穿越风格波动。

7. 风险提示

1.基本面风险：国内经济复苏修复力度不及预期；产业扶持政策落地节奏、技术迭代进度放缓；科技赛道技术突破、产业化及商业化落地进程不及预期；红利板块企业经营盈利波动、现金流恶化，导致分红兑现不及预期。

2.外部风险：海外高利率环境持续延续，全球流动性收紧幅度超市场预期；全球地缘政治冲突加剧、国际贸易及供应链格局扰动升级，对国内产业及资本市场形成负面冲击。

3.市场风险：A 股长期极致的科技、红利双主线分化格局出现阶段性风格再平衡，赛道估值与资金持仓结构调整引发市场波动加剧。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

仅供内部参考，请勿外传

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅－10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；
增持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－10%至 5%；
减持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅－15%至－10%；
卖出：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。