仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略月报 2026 年 10 月 12 日

【策略月报】

加息冲击，红利为盾
——多行业联合红利资产 9 月报

❖ **策略：加息冲击，红利为盾。**针对不同资金的收益目标与风险约束，我们从长期底仓、成长对冲及收益增强三个视角构建差异化配置组合。①OCI 长期底仓：强调现金流、ROE 及股东回报的历史稳定性，兼顾中长期盈利增长，当前筛选 17 只个股，主要集中在银行、有色、煤炭等，2016 年以来年化收益率 16.2%、波动率 17.8%、最大回撤 27.0%；②成长风格对冲：通过高股息、低波动及与成长指数负相关约束，筛选具备风险分散价值的红利资产，当前筛选 17 只个股，以银行、公用及交运为主，年化收益率 15.9%、波动率 15.9%、最大回撤 26.8%；③红利增强：强化高 ROE 及未来盈利增长要求，提升红利资产收益弹性，当前筛选 20 只个股，集中在非银、有色、化工等行业，年化收益率 20.3%、波动率 24.0%、最大回撤 32.8%。

❖ **金融：政策转向“供需疏通”，银行红利逻辑再强化。**1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金。2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，以国有大行+招行为代表。主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

❖ **交运：防御价值持续凸显，继续强调交运红利资产压舱石配置逻辑。**1）港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。继续强推招商港口：二季度业绩超预期，海外收入占比新高。目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；重点推荐唐山港：高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；强推青岛港：整合优化、业绩稳健；以及推荐厦门港务受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力；2）公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。继续首推 A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的皖通高速，位于交通强省、分红领先的山东高速、宁沪高速，可视为行业 ETF 增强的招商公路，以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的赣粤高速；3）铁路：长久期+改革红利，推荐黄金线路资产和稀缺资源存在价格弹性潜力的京沪高铁，公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。

❖ **食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行。**1）白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头茅台，其次关注库存见底节奏相对较快的古井、今世缘，战略关注经营稳中向好的五粮液及汾酒、低基数下弹性品种老窖。2）大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com
执业编号：S0360522120004

证券分析师：吴一凡

邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：徐康

电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：韩星雨

邮箱：hanxingyu@hcyjs.com
执业编号：S0360525050001

证券分析师：单戈

邮箱：shange@hcyjs.com
执业编号：S0360522110001

证券分析师：马野

邮箱：maye@hcyjs.com
执业编号：S0360523040003

证券分析师：霍鹏浩

邮箱：huopenghao@hcyjs.com
执业编号：S0360524030001

相关研究报告

《【华创策略】杠杆&ETF 资金分化趋势逆转——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-12-01

《【华创策略】自媒体 A 股搜索热度重回高位——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-11-25

《【华创策略】60 日均线的机遇挑战——策略周聚焦》
2025-11-23

《【华创策略】股票型 ETF 为当前流入主力——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》
2025-11-17

仅供内部参考，请勿外传

对龙头伊利股份、双汇发展；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的重庆啤酒。

- **家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇。**1）白电：国补如期延续，考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的美的集团、海尔智家、海信家电。2）小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求，推荐关注国内小家电龙头企业苏泊尔。3）厨电&民电：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间，持续推荐公牛集团；受益地产政策及以旧换新政策，建议关注老板电器、欧普照明。
- **地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心。**推荐标的：1）贝壳-W：公司为二手房中介龙头，26 年降本提效逐季释放利润。过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）太古地产：典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。3）华润万象生活：轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。
- **金属：铝去库叠加利润维持高位，红利属性显著。**我们认为伴随传统旺季的来临，9 月国内下游铝箔、线缆等细分领域开工率环比持续修复，带动国内库存大幅去化，当前看全球铝库存已经回落至历史同期低位，有望对年内铝价形成支撑。而长维度看我国新版境外投资管理政策的出台或对海外项目建设形成约束，且受国内电解铝产能天花板明确，国内铝价韧性较强。未来铝或转向价格韧性及分红确定性的红利价值主线，高股息红利稀缺价值持续凸显。从 2026 年半年报看，铝行业盈利能力整体兑现度较好，已发布中期分红的主要铝公司分红比例高于去年同期，建议关注标的中国宏桥、宏桥控股、神火股份、天山铝业，中孚实业、创新实业、南山铝业、华通线缆。
- **公用：火电电价拐点或渐近，重视水电长期配置价值。**1）火电：长协电价与容量电价均有望改善，盈利修复或助力红利属性重塑。建议关注华能国际（A+H）、华电国际（A+H）、华润电力（H）等。2）水电：股息率步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显，配置窗口正在打开。标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域长江电力、雅砻江流域国投电力及川投能源。3）核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性。标的层面建议关注中国核电、中国广核。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来；房地产市场下行超预期。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、 红利资产精选组合 9
二、 红利资产交易表现 11
三、 策略：加息冲击，红利为盾 16
四、 金融：政策转向“供需疏通”，银行红利逻辑再强化 20
（一） 行业基本事件跟踪 20
（二） 行业基本事件点评 20
（三） 投资建议 21
五、 交运：防御价值持续凸显，继续强调交运红利资产压舱石配置逻辑 22
（一） 基本面数据跟踪 22
（二） 投资建议 28
六、 食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行 30
（一） 基本面数据跟踪 30
（二） 行业重点事件点评 34
（三） 投资建议 34
七、 家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇 36
（一） 基本面数据跟踪 36
（二） 行业重点事件点评 38
（三） 投资建议 39
八、 地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心 40
（一） 基本面数据跟踪 40
（二） 行业重点事件点评 42
（三） 投资标的 43
九、 金属：铝去库叠加利润维持高位，红利属性显著 45
（一） 基本面数据跟踪 45
（二） 投资建议 48
十、 公用：火电电价拐点或渐近，重视水电长期配置价值 49
（一） 基本面数据跟踪 49
（二） 行业重点事件点评 50
（三） 投资建议 51

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 华创红利资产研究中心：稳定&质量&周期&潜在红利资产建议关注标的 8
图表 2 配置建议：9 月红利资产精选组合 9
图表 3 红利资产精选组合净值走势 10
图表 4 红利资产与整体市场 9 月行情走势 11
图表 5 26/9 全行业涨跌幅及重点红利行业表现 11
图表 6 26/9 红利股息率相对债券收益率显著收缩 12
图表 7 各板块成交热度 12
图表 8 各行业成交热度 12
图表 9 估值情况 PE 分位降序 13
图表 10 OCI 长期底仓配置视角 26Q2 筛选结果 17
图表 11 成长风格对冲视角 26Q2 筛选结果 18
图表 12 红利增强视角 26Q2 筛选结果 18
图表 13 三类红利组合历史回测 19
图表 14 2026 年 8 月社融数据概览 21
图表 15 重点港口周度货物吞吐量（万吨） 22
图表 16 重点港口周度集装箱吞吐量（万 TEU） 22
图表 17 港口货物吞吐量（万吨） 23
图表 18 港口集装箱吞吐量（万 TEU） 23
图表 19 重点港口货种吞吐量增速 23
图表 20 重点港口吞吐量 23
图表 21 招商港口月度集装箱吞吐量同比 24
图表 22 公路客运量（亿人次） 25
图表 23 公路旅客周转量（亿人公里） 25
图表 24 公路货运量（亿吨） 25
图表 25 公路货物周转量（亿吨公里） 25
图表 26 赣粤高速月度通行费收入（亿元） 26
图表 27 中原高速月度通行费收入（亿元） 26
图表 28 铁路旅客发送量（亿人） 27
图表 29 铁路旅客周转量（亿人公里） 27
图表 30 铁路货运总发送量（亿吨） 27
图表 31 铁路货运总周转量（亿吨公里） 27
图表 32 大秦铁路月度运量及同比（万吨） 28
图表 33 红利资产主要上市公司 26 年预期股息率一览（股息率>3%，截至 26/9/30 收盘

仅供内部参考，请勿外传

价）.....29
图表 34 茅台价格走势（元）.....30
图表 35 五泸价格走势（元）.....30
图表 36 26 年 8 月社零同比增长 0.4%.....31
图表 37 26 年 8 月烟酒类增速相对更快.....31
图表 38 26 年 8 月食品 CPI 同比-1.4%.....31
图表 39 消费者信心指数持续回落.....31
图表 40 26 年 8 月乳制品产量同比+5.8%.....32
图表 41 26 年 8 月奶牛存栏较历史高点去化近 11%.....32
图表 42 26 年 7 月生鲜乳产量同比增长 4.0%.....32
图表 43 8 月生鲜乳价格 3.06 元/KG.....32
图表 44 8 月需求-供给增速差进一步放大.....32
图表 45 26 年前 8 月累计需求-供给增速差保持正增长.....32
图表 46 规模以上啤酒企业月度产量变动情况.....33
图表 47 进口大麦价格变动情况.....33
图表 48 啤酒主要包材价格变动情况.....33
图表 49 生猪（外三元）猪价情况.....34
图表 50 生猪屠宰情况.....34
图表 51 食品饮料主要红利企业盈利预测与股息率.....35
图表 52 空调行业产量及总销量情况.....36
图表 53 空调分内外销量情况.....36
图表 54 冰箱行业产量及总销量情况.....36
图表 55 冰箱分内外销量情况.....36
图表 56 洗衣机行业产量及总销量情况.....37
图表 57 洗衣机分内外销量情况.....37
图表 58 家电成本指数走势.....37
图表 59 中国商品房竣工/销售面积及同比.....38
图表 60 全国城市二手房出售挂牌量、价指数.....38
图表 61 油烟机线下销售情况.....38
图表 62 油烟机线上销售情况.....38
图表 63 家电主要红利企业盈利预测与股息率.....39
图表 64 9 月 20 城新房日均网签同比下降 12%.....40
图表 65 9 月 11 城二手房日均网签同比增加 2%.....40
图表 66 20 城新房网签位于近年低位.....40
图表 67 11 城二手房网签较强于去年同期.....40

仅供内部参考，请勿外传

图表 68 20 城二手房实时成交量 41
图表 69 北京二手房实时成交量 41
图表 70 上海二手房实时成交量 41
图表 71 深圳二手房实时成交量 41
图表 72 8 月 70 大中城市新房价格环比为-0.2% 41
图表 73 8 月新房价格环比下跌城市为 49 座 41
图表 74 8 月住宅租金环比下滑 1% 42
图表 75 8 月商铺租金环比下滑 1% 42
图表 76 公司购物中心出租率、销售额及租金变化 44
图表 77 2026 年 8 月华润置地经营性不动产租金收入同比提升 6% 44
图表 78 中国电解铝月度产量（万吨） 45
图表 79 中国冶金级氧化铝月度产量（万吨） 45
图表 80 原铝净进口量（万吨） 45
图表 81 未锻轧铝及铝材净出口量（万吨） 45
图表 82 国内铝表观消费量 46
图表 83 国内日均铝表观消费量（万吨） 46
图表 84 铝板带开工率 46
图表 85 铝杆线开工率 46
图表 86 原生铝合金锭开工率 46
图表 87 再生铝合金锭开工率 46
图表 88 国内电解铝锭+铝棒库存（万吨） 47
图表 89 LME 铝库存情况（万吨） 47
图表 90 氧化铝、预焙阳极、电价走势 47
图表 91 中国电解铝吨铝利润（元/吨） 47
图表 92 铝公司主要盈利及分红情况 48
图表 93 三峡水库水位 7 日移动平均情况（米） 49
图表 94 秦皇岛港：平仓价动力末煤（Q5500，山西产，元/吨） 50
图表 95 北方四港煤炭库存量（万吨） 50
图表 96 全国统调电厂煤炭日耗量（万吨） 50
图表 97 全国重点电厂煤炭日耗量（万吨） 50
图表 98 近 15 年我国全社会用电量当月同比（%） 51
图表 99 近一年广东月度交易价格情况（元/MWh） 51
图表 100 公用行业主要红利上市公司股息率一览 52

前言：近年来，红利资产表现突出，我们观察越来越多的优质企业重视并提高投资者回报，从而做大做优做强红利资产底盘，另一方面我们观察红利资产与长线投资者的适配度越来越高，正不断获得增量关注与配置。

华创证券研究所多团队在过去对红利资产进行了重点深度研究，如策略团队自由现金流资产研究系列，交运团队风起大国央企-中特估视角看交运（红利资产篇）系列，金融团队险资视角看红利资产配置系列等。

为了更好整合研究资源，完善研究框架，输出体系化产品，华创研究所成立红利资产研究中心，由策略、交运、金融、食饮、家电、地产、金属、公用等研究小组组成。

我们从业绩稳定性与股息回报等维度将红利资产划分为四类，包括：

1）稳定红利资产，关键词：弱周期、高股息；

2）质量红利资产，关键词：增长为主、安全边际；

3）周期红利资产，关键词：供给约束、熨平周期；

4）潜在红利资产，关键词：未来自由现金流强、分红提升潜力大。

筛选四类共 100 余只行业建议关注标的。

我们将会发布定期月报，对红利投资做出持续跟踪及配置建议，为投资者提供视角参考，本篇为行业联合 9 月报。

核心结论：

1、策略：加息冲击，红利为盾

2、金融：政策转向“供需疏通”，银行红利逻辑再强化

3、交运：防御价值持续凸显，继续强调交运红利资产压舱石配置逻辑

4、食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

5、家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

6、地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

7、金属：铝去库叠加利润维持高位，红利属性显著

8、公用：火电电价拐点或渐近，重视水电长期配置价值

9、红利资产 9 月精选组合

交运：港口细分招商港口、青岛港，高速公路细分四川成渝、皖通高速，铁路细分京沪高铁；

银行：股份行细分招商银行、中信银行，城商行细分江苏银行；

食饮：白酒细分贵州茅台，大众品细分伊利股份、双汇发展、重庆啤酒；

家电：白电细分美的集团、海尔智家，黑电细分海信视像，摩托车细分隆鑫通用；

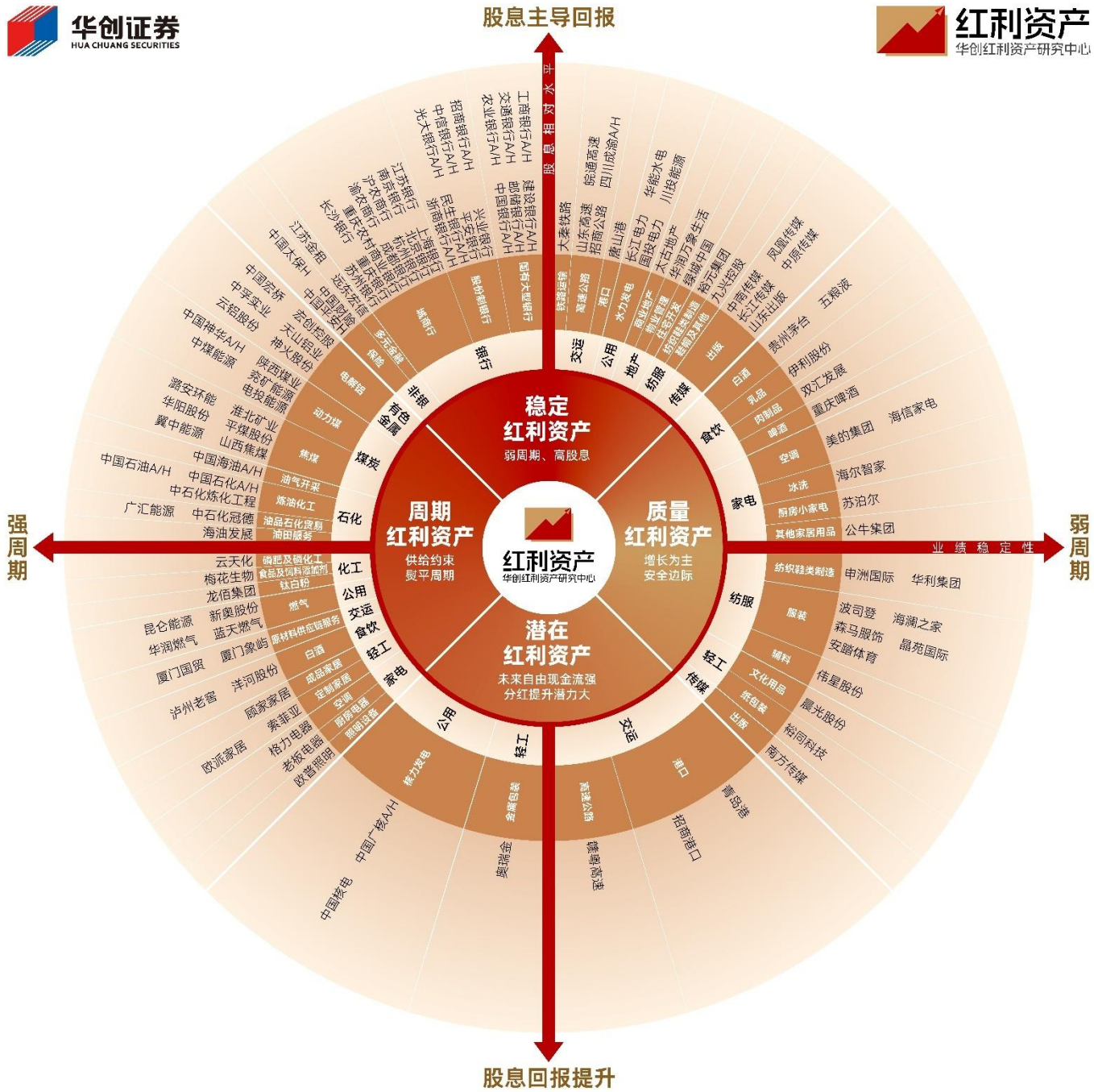
地产：贝壳-W、太古地产、华润万象生活；

仅供内部参考，请勿外传

金属： 电解铝细分中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份；

公用： 电力细分华电国际、华能国际。

图表 1　华创红利资产研究中心：稳定&质量&周期&潜在红利资产建议关注标的



资料来源：华创证券

仅供内部参考，请勿外传

一、红利资产精选组合

交运：港口细分招商港口、青岛港，高速公路细分四川成渝、皖通高速，铁路细分京沪高铁；

银行：股份行细分招商银行、中信银行，城商行细分江苏银行；

食饮：白酒细分贵州茅台，大众品细分伊利股份、双汇发展、重庆啤酒；

家电：白电细分美的集团、海尔智家，黑电细分海信视像，摩托车细分隆鑫通用；

地产：贝壳-W、太古地产、华润万象生活；

金属：电解铝细分中国宏桥、南山铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份；

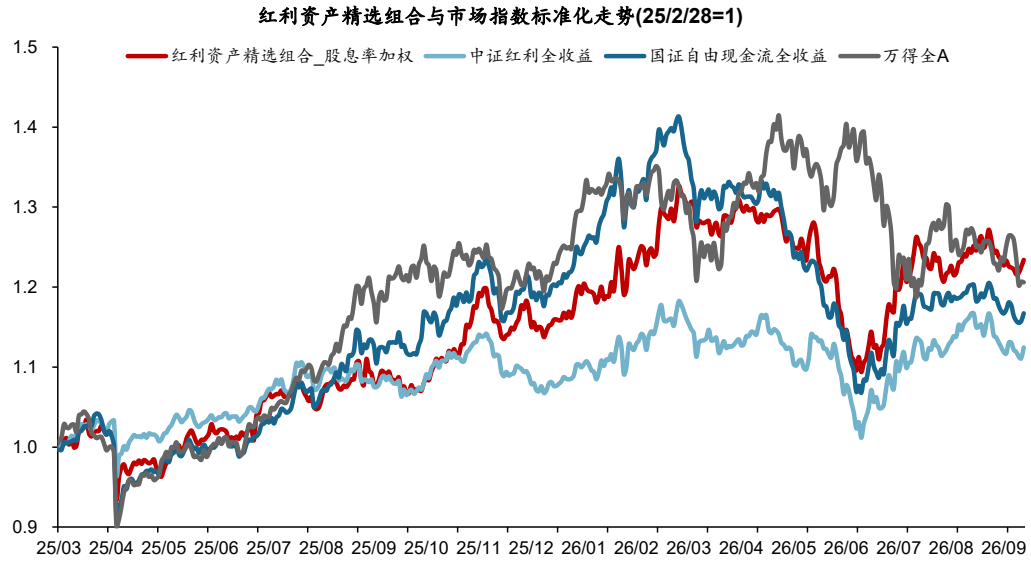
公用：电力细分华电国际、华能国际。

图表 2 配置建议：9 月红利资产精选组合

红利资产9月精选组合							
华创行业组	细分行业	名称/代码	2025年利润(亿元)	2025年分红比例(%)	股息率TTM(%)	PB	一句话推荐
交运	港口	招商港口	46	43	4.1	0.9	港口战略价值投资时代来临，目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例。
	港口	青岛港	53	43	3.4	1.4	整合优化、业绩稳健。
	公路	四川成渝H	15	60	6.9	0.6	公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产。
	公路	皖通高速	19	60	4.2	2.1	高速公路行业市值管理典范、ROE水平领先。
	铁路	京沪高铁	132	50	2.0	1.1	黄金线路现金牛资产，稀缺资源存在价格弹性潜力，公告25-27年分红比例将不低于55%。
银行	股份行	招商银行	1502	34	2.4	0.9	股份行龙头，基本面长期优异，分红率高（35%）且盈利稳定，26E A股股息率约5.2%
	股份行	中信银行	706	30	5.3	0.5	基本面改善，稳健发展，中期分红率进一步提升至32%，26E A/H股股息率约 4.7%/6%，仍有董事会席位
	城商行	江苏银行	345	30	1.9	0.8	成长性优秀城商行，分红率高（32%），26E 股息率超5%
食品饮料	白酒	贵州茅台	823	79	4.1	6.3	穿越周期的绝对龙头，i茅台大幅拓圈驱动收入回正，经营确定性好且股息率高。
	大众品	伊利股份	116	75	5.1	3.2	基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头。
	大众品	双汇发展	51	98	3.4	3.9	基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头。
	大众品	重庆啤酒	12	98	3.2	11.6	盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟。
家电	白电	美的集团	439	73	5.3	2.9	C端业务海外有空间，拓展B端业务打开成长天花板。公司治理优秀，经营稳定性较高。
	白电	海尔智家	196	55	4.4	1.6	全球份额持续提升，受美国景气度拖累短期承压，业绩处于周期底部，公司积极提升股东回报。
	黑电	海信视像	25	50	3.4	1.6	全球电视份额持续提升，miniled带动结构提升，存在治理改善对费用的优化空间。
	摩托车	隆鑫通用	16	87	4.9	3.2	海外摩托车份额持续提升，兼具成长性和高股息属性。
地产	地产服务	贝壳-W	30	74	1.7	2.0	二手房中介龙头，26年降本提效逐季释放利润。
	地产开发	太古地产	-14	432	4.8	0.5	典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。
	地产服务	华润万象生活	40	99	5.5	4.7	公司为轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。
金属	电解铝	南山铝业	47	105	14.0	1.1	26H1分红极其优渥，电解铝出海优秀企业，红利&成长兼备。
	电解铝	中国宏桥	226	62	7.7	1.4	全球铝业龙头，成本壁垒强打造盈利护城河，连续多年高分红。
	电解铝	天山铝业	48	52	5.3	1.8	新疆一体化电解铝企业，吨铝成本低，业绩稳定兑现，近年分红比例在提升。
	电解铝	神火股份	40	45	3.0	2.1	煤电铝一体化企业，依托新疆自备火电 + 云南绿电布局低成本电解铝。
	电解铝	云铝股份	61	40	4.8	2.4	绿电铝龙头高股息标杆，近几年分红比例逐年提升，低负债强现金流支撑高分红。
公用	电力	华电国际	61	44	4.6	1.2	火电盈利稳健，股息价值突出。
	电力	华能国际	145	44	5.7	1.7	盈利具备韧性，高分红比例彰显长期配置价值。

资料来源：Wind，华创证券 注：股息率、PB 对应收盘价截至 26/9/30。

图表 3 红利资产精选组合净值走势



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

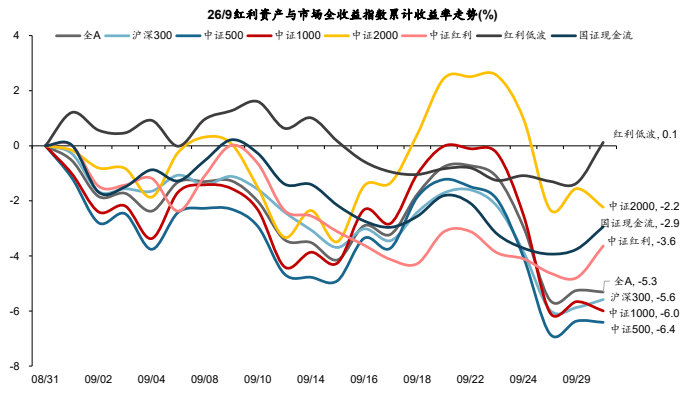
二、红利资产交易表现

9 月受加息扰动影响权益资产承压，红利相对收益显著。9 月市场围绕联储加息进行交易，加息落地背景下市场月内风偏承压。月内全 A 录得-5.3%，市值风格依次中证 2000 -2.2%、沪深 300 -5.6%、中证 1000 -6.0%、中证 500 -6.4%，杠铃策略相对占优、小微盘风格具有相对收益、大中盘承压。红利风格相对抗跌，红利低波、国证现金流、中证红利分别+0.1%、-2.9%、-3.6%。行业来看，稳定红利相对占优、消费红利次之、周期红利承压，申万一级行业中银行、公用、交运分别录得涨跌幅+2%、0%、-1%，食饮、家电分别-2%、-5%，钢铁、石化、煤炭、有色分别-5%、-7%、-7%、-13%。

红利资产成交热度环比接近走平。以交易热度 10 年分位来看，红利板块热度环比变化幅度较小，如中证红利-1pct 至 12%、红利低波+5pct 至 14%，整体仍处历史低位；市场整体交投回落，其中大中盘交易热度显著回落、小盘上升，沪深 300 -45pct 至 33%、中证 500 -28pct 至 29%、科创创业 50 -13pct 至 82%、中证 1000 -3pct 至 65%、国证 2000 +23pct 至 46%。红利行业交易热度变化整体分化，煤炭、石化、钢铁、银行、交运、家电交易热度回升，有色、食饮、公用回落。

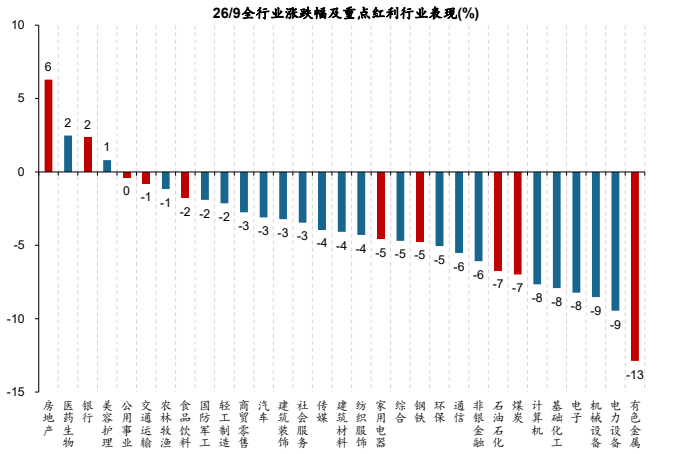
红利资产估值水平：PB 视角多处中低位。红利板块整体如中证红利、红利低波 PB 的 10 年分位分别 54%/66%整体中位水平，PB 绝对水平 0.9 依然为破净水平。估值 PE 分位来看，周期红利行业中煤炭、钢铁、地产、石化分位 83%、82%、73%、54%偏高，食饮仅 9%仍处全行业低位，其余行业 PE 分位处历史中位水平；PB 分位来看，除煤炭 75%分位外，周期中有色 58%、石化 51%、地产 33%、钢铁 32%，而消费/稳定红利中的公用 43%、银行 32%、家电 8%、交运 4%、食饮 3%均处低位。

图表 4　红利资产与整体市场 9 月行情走势



资料来源：Wind，华创证券 注：截至 26/9/30，下同

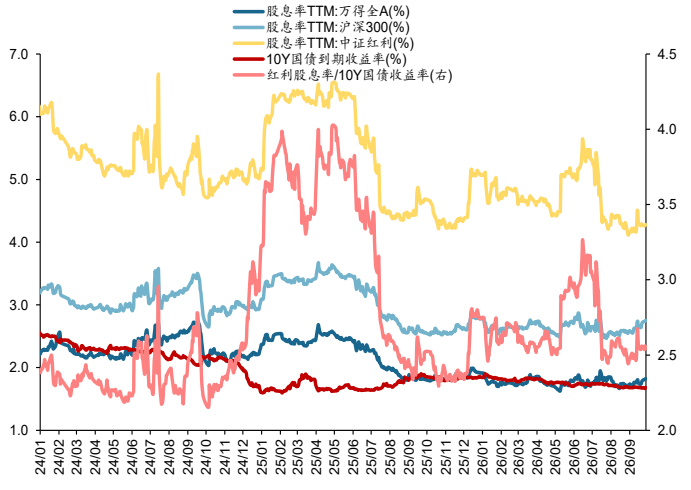
图表 5　26/9 全行业涨跌幅及重点红利行业表现



资料来源：Wind，华创证券

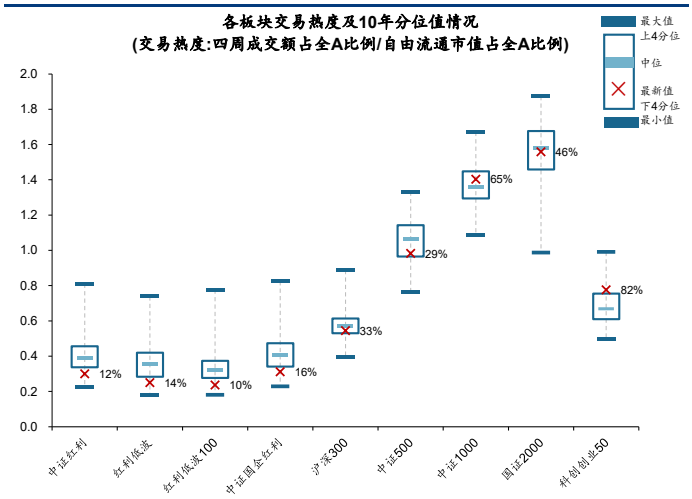
仅供内部参考，请勿外传

图表 6 26/9 红利股息率相对债券收益率显著收缩



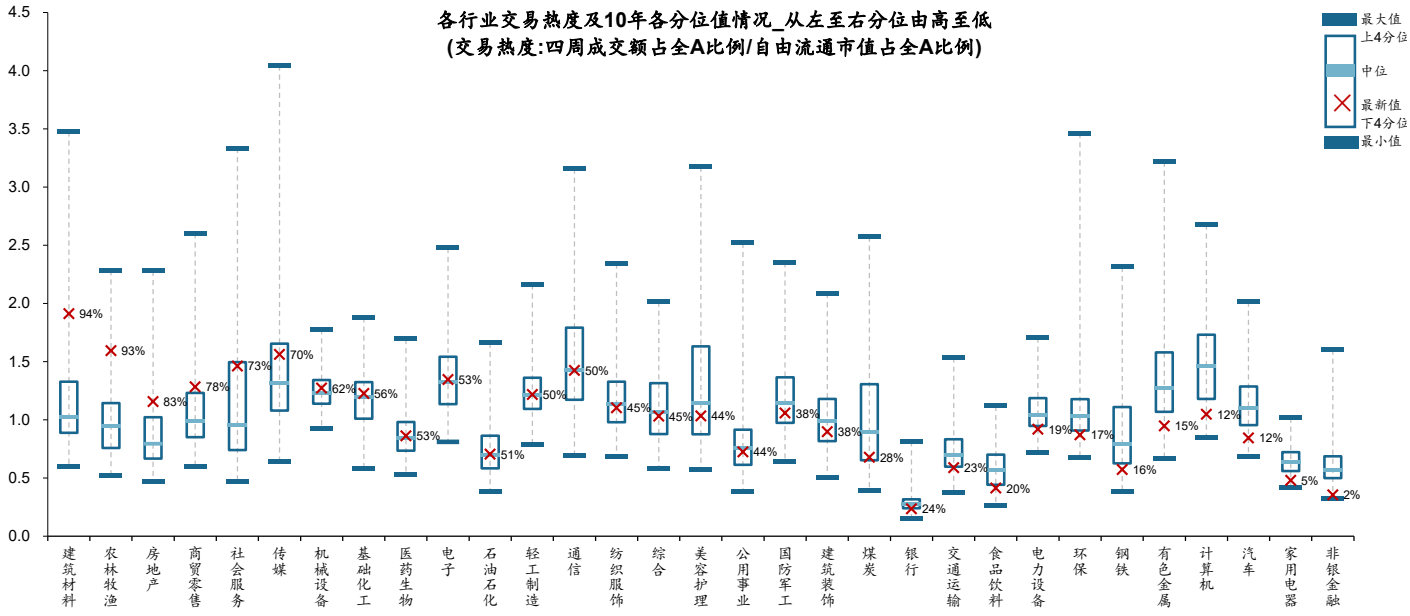
资料来源：Wind，华创证券

图表 7 各板块成交热度



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 各行业成交热度



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 9 估值情况 PE 分位降序

指数	26/9/30估值情况					26E盈利		估值盈利	
	PE_TTM	PE 10年分位(%)	PB_LF	PB 10年分位(%)	股息率TTM(%)	归母净利同比(%)	ROE_TTM(%)	PEG=PE_TTM/G_26E	PB_LF/ROE_TTM*10
中证红利	**8.7**	**82**	**0.9**	**54**	**4.3**	**8**	**9.8**	**1.1**	**0.9**
红利低波	**8.5**	**79**	**0.9**	**66**	**4.4**	**5**	**10.0**	**1.6**	**0.9**
红利低波100	**9.0**	**83**	**0.9**	**56**	**4.4**	**-1**	**9.3**	**-6.3**	**0.9**
中证国企红利	**9.2**	**97**	**0.9**	**65**	**4.2**	**8**	**9.7**	**1.2**	**0.9**
沪深300	13	59	1.4	34	2.8	16	10.8	0.8	1.3
中证500	32	76	2.3	77	1.4	45	9.0	0.7	2.6
中证1000	42	68	2.3	39	1.1	59	7.5	0.7	3.1
国证2000	50	75	2.4	60	1.1	69	6.9	0.7	3.5
万得全A	21	75	1.8	56	1.8	30	9.4	0.7	1.9
科创50	125	79	7.3	83	0.3	182	9.0	0.7	8.0
科创创业50	47	61	6.9	75	0.7	75	18.6	0.6	3.7
一级行业情况									
综合	78	94	2.6	80	0.3	76	-1	1.0	-18.2
建筑材料	37	92	1.5	31	1.3	139	4	0.3	4.2
农林牧渔	81	89	2.4	15	1.7	-65	2	-1.2	13.0
轻工制造	34	85	1.8	35	2.2	40	5	0.8	3.7
煤炭	**18**	**83**	**1.5**	**75**	**3.1**	**37**	**11**	**0.5**	**1.4**
建筑装饰	15	82	0.7	4	2.5	1	5	13.5	1.4
钢铁	**30**	**82**	**1.0**	**32**	**2.5**	**30**	**2**	**1.0**	**4.4**
电子	59	81	6.0	96	0.4	213	16	0.3	3.7
通信	49	79	5.7	95	0.9	23	10	2.1	5.4
机械设备	41	78	3.1	88	1.0	38	8	1.1	3.8
房地产	**18**	**73**	**0.9**	**33**	**0.6**	**39**	**-12**	**0.5**	**-0.7**
环保	25	70	1.6	30	1.8	37	6	0.7	2.8
基础化工	25	62	2.1	45	1.5	80	10	0.3	2.1
商贸零售	33	61	1.6	39	1.5	272	5	0.1	3.2
公用事业	**22**	**56**	**1.6**	**43**	**2.5**	**5**	**8**	**4.5**	**2.0**
计算机	60	56	3.5	30	1.0	110	5	0.5	6.7
石油石化	**16**	**54**	**1.4**	**51**	**3.6**	**39**	**12**	**0.4**	**1.2**
银行	**6**	**54**	**0.5**	**32**	**4.1**	**2**	**9**	**2.9**	**0.6**
汽车	25	51	2.1	41	1.6	21	9	1.2	2.5
交通运输	**17**	**48**	**1.2**	**4**	**2.8**	**24**	**8**	**0.7**	**1.5**
医药生物	34	48	2.7	19	1.4	41	8	0.8	3.4
纺织服饰	24	44	1.7	28	3.3	13	7	1.8	2.5
传媒	34	39	2.5	51	1.9	56	6	0.6	3.9
社会服务	42	37	2.5	7	1.3	40	6	1.0	4.6
家用电器	**15**	**35**	**2.3**	**8**	**4.0**	**7**	**14**	**2.2**	**1.7**
国防军工	58	34	3.1	48	0.5	98	7	0.6	4.7
电力设备	28	23	2.6	43	1.3	104	9	0.3	2.8
有色金属	**17**	**15**	**2.8**	**58**	**1.7**	**82**	**21**	**0.2**	**1.3**
美容护理	29	11	2.4	2	1.8	21	9	1.4	2.9
食品饮料	**21**	**9**	**3.3**	**3**	**4.1**	**5**	**17**	**4.6**	**2.0**
非银金融	9	0	1.1	8	2.8	16	13	0.6	0.8

资料来源：Wind，华创证券 注：标红为重点红利板块及行业，26E 数据为 Wind 一致预测

核心结论汇总：

策略：加息冲击，红利为盾

针对不同资金的收益目标与风险约束，我们从长期底仓、成长对冲及收益增强三个视角构建差异化配置组合。①OCI 长期底仓：强调现金流、ROE 及股东回报的历史稳定性，兼顾中长期盈利增长，当前筛选 17 只个股，主要集中在银行、有色、煤炭等，2016 年以来年化收益率 16.2%、波动率 17.8%、最大回撤 27.0%；②成长风格对冲：通过高股息、低波动及与成长指数负相关约束，筛选具备风险分散价值的红利

仅供内部参考，请勿外传

资产，当前筛选 17 只个股，以银行、公用及交运为主，年化收益率 15.9%、波动率 15.9%、最大回撤 26.8%；③红利增强：强化高 ROE 及未来盈利增长要求，提升红利资产收益弹性，当前筛选 20 只个股，集中在非银、有色、化工等行业，年化收益率 20.3%、波动率 24.0%、最大回撤 32.8%。

金融：政策转向“供需疏通”，银行红利逻辑再强化

1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金。2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，以国有大行+招行为代表。主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

交运：防御价值持续凸显，继续强调交运红利资产压舱石配置逻辑

1）港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。继续强推招商港口：二季度业绩超预期，海外收入占比新高。目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；重点推荐唐山港：高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；强推青岛港：整合优化、业绩稳健；以及推荐厦门港务受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力；

2）公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。继续首推 A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的皖通高速，位于交通强省、分红领先的山东高速、宁沪高速，可视为行业 ETF 增强的招商公路，以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的赣粤高速；

3）铁路：长久期+改革红利，推荐黄金线路资产和稀缺资源存在价格弹性潜力的京沪高铁，公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。

食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头茅台，其次关注库存见底节奏相对较快的古井、今世缘，战略关注经营稳中向好的五粮液及汾酒、低基数下弹性品种老窖。

大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。

仅供内部参考，请勿外传

后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头伊利股份、双汇发展；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的重庆啤酒。

家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

1）白电：国补如期延续，考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的美的集团、海尔智家、海信家电。2）小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求，推荐关注国内小家电龙头企业苏泊尔。3）厨电&民电：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间，持续推荐公牛集团；受益地产政策及以旧换新政策，建议关注老板电器、欧普照明。

地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

推荐标的：1）贝壳-W：公司为二手房中介龙头，26 年降本提效逐季释放利润。过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）太古地产：典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。3）华润万象生活：轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。

金属：铝去库叠加利润维持高位，红利属性显著

我们认为伴随传统旺季的来临，9 月国内下游铝箔、线缆等细分领域开工率环比持续修复，带动国内库存大幅去化，当前看全球铝库存已经回落至历史同期低位，有望对年内铝价形成支撑。而长维度看我国新版境外投资管理政策的出台或对海外项目建设形成约束，且受国内电解铝产能天花板明确，国内铝价韧性较强。未来铝或转向价格韧性及分红确定性的红利价值主线，高股息红利稀缺价值持续凸显。从 2026 年半年报看，铝行业盈利能力整体兑现度较好，已发布中期分红的主要铝公司分红比例高于去年同期，建议关注标的中国宏桥、宏桥控股、神火股份、天山铝业，中孚实业、创新实业、南山铝业、华通线缆。

公用：火电电价拐点或渐近，重视水电长期配置价值

1）火电：长协电价与容量电价均有望改善，盈利修复或助力红利属性重塑。建议关注华能国际（A+H）、华电国际（A+H）、华润电力（H）等。

2）水电：股息率步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显，配置窗口正在打开。标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域长江电力、雅砻江流域国投电力及川投能源。

3）核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性。标的层面建议关注中国核电、中国广核。

仅供内部参考，请勿外传

三、策略：加息冲击，红利为盾

基于长期底仓配置、成长风格对冲、红利内部增长视角构建三类红利组合。我们认为当前市场中的红利指数难以充分匹配不同资金的收益目标与风险约束，因此我们从长期持有的价值基础、成长资产的风险对冲、红利内部的增长弹性三个角度出发，分别构建 OCI 长期底仓、成长风格对冲及红利增强三类组合，通过差异化的现金流、盈利质量、市值及波动率约束等，筛选符合不同配置诉求的红利资产。

红利组合 1：OCI 长期底仓配置。以持续现金创造、长期稳定盈利及股东回报为基础，构建适合险资 OCI 账户长期持有的红利底仓。 相较于单纯高股息筛选，组合进一步考察近五年现金流回报及 ROE 的持续性，规避现金流或盈利波动较大的标的，同时引入未来盈利增长约束，强化长期持有的基本面支撑。筛选标准如下：

1、总市值>500 亿元；

2、非金融现金流回报率((CFO-CAPEX)/EV)>5%&近五年经营性现金流为正&近五年现金流回报率平均>5%，金融股息率>3%&近五年股息率平均>3%；

3、ROE TTM>全 A 60%分位&近五年 ROE 平均>全 A 60%分位；

4、当期归母净利润增速及未来两年 Wind 一致预测归母净利润复合增速>0；

5、上年分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%。

当期（26Q2）共筛选得到 17 只个股，主要集中在银行 5 只、有色 3 只、煤炭 2 只、保险、石化、家电、汽车、传媒、钢铁及电力设备 1 只。回测结果（组合根据股息率加权，2016 年以来 4/30、8/31、10/31 根据一、二、三季报结果调仓，下同）：2016/4/30—2026/10/9，组合年化收益率 16.2%，年化波动率 17.8%，最大回撤 27.0%。年化收益率较同期中证红利 9.1%、红利低波 10.1%分别领先 7.1、6.1 个百分点，年化波动率略高于传统红利指数，最大回撤则基本接近。

红利组合 2：成长风格对冲配置。以高股息、低波动及与成长风格对冲为核心，筛选具备风险分散价值的红利资产。 组合更加重视红利资产与成长板块的收益相关性，通过历史波动率及成长指数相关系数约束，降低组合对成长风格的同步暴露，适合作为科技成长基金的风险对冲和平衡仓位。筛选标准如下：

1、总市值>500 亿元；

2、股息率>3%，2025 年分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%；

3、ROE TTM>全 A 60%分位；

4、近五年周度收益率年化波动率<30%；

5、近五年与创业板指（2025 年前）相关系数<0.1/科创 50（2025 年以来）相关系数<0。

当期共筛选得到 17 只个股，主要集中在银行 7 只、公用事业 4 只、交通运输 2 只，以及通信、石化、煤炭、食品饮料各 1 只。回测结果：2016/4/30—2026/10/9，组合年化收益率 15.9%，年化波动率 15.9%，最大回撤 26.8%。年化收益率较中证红利、红利低波分别领先 6.8、5.8 个百分点，年化波动率与两类传统红利指数基本持平，

仅供内部参考，请勿外传

最大回撤略低于两者，在三类自建组合中表现出最低的波动率及最大回撤。

红利组合 3：红利增强型配置。在高现金流回报及持续股东回报基础上，强化盈利质量与增长弹性，构建兼顾红利和成长属性的收益增强组合。 相较于长期底仓，组合适度放宽市值门槛，同时提高 ROE 及未来盈利增长要求，筛选盈利能力处于相对高位、业绩具有持续增长预期的公司，以提升红利资产的长期收益弹性。筛选标准如下：

1、总市值>200 亿元；

2、非金融现金流回报率((CFO-CAPEX)/EV)>5%&近五年经营性现金流为正，金融股息率>3%；

3、ROE TTM>全 A 80%分位&相较近五年 ROE 最大值变化比例>-20%；

4、当期归母净利润增速及未来两年 Wind 一致预测归母净利润复合增速>5%；

5、上年分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%。

当期共筛选得到 20 只个股，主要集中在非银金融 4 只、有色、化工 3 只，传媒、汽车、医药各 2 只，煤炭、商贸零售、交运及美护各 1 只。回测结果：2016/4/30—2026/10/9，组合年化收益率 20.3%，年化波动率 24.0%，最大回撤 32.8%。年化收益率较中证红利、红利低波分别领先 11.2、10.2 个百分点，显著高于另外两类自建组合，相应承担了更高的波动率和回撤风险。

图表 10 OCI 长期底仓配置视角 26Q2 筛选结果

红利组合1：OCI长期底仓配置

筛选标准（相关数据截至26Q2或2026/8/31）：
1、总市值>500亿；
2、非金融现金流回报率((CFO-CAPEX)/EV)>5%&近五年经营性现金流为正&近五年现金流回报率平均>5%，金融股息率>3%&近五年股息率平均>3%；
3、ROE TTM>全A 60%分位 & 近五年ROE平均>全A 60%分位；
4、当期归母净利润增速 & 未来两年wind一致预测归母净利润复合增速>0；
5、2025分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%。

wind代码	证券简称	申万一级	申万二级	总市值(亿元)	现金流回报率/股息率(%)	ROE TTM(%)	未来两年预测净利增速(%)	2025分红回购比例(%)
600919.SH	江苏银行	银行	城商行Ⅱ	2219	4.7	10	8	30
601009.SH	南京银行	银行	城商行Ⅱ	1442	4.5	10	8	30
601939.SH	建设银行	银行	国有大型银行Ⅱ	28724	3.5	9	3	30
600036.SH	招商银行	银行	股份制银行Ⅱ	10118	5.0	11	3	34
601825.SH	沪农商行	银行	农商行Ⅱ	858	4.9	9	2	34
601318.SH	中国平安	非银金融	保险Ⅱ	10108	4.8	15	11	36
000933.SZ	神火股份	有色金属	工业金属	618	17	25	50	51
002532.SZ	天山铝业	有色金属	工业金属	611	11	22	42	57
600489.SH	中金黄金	有色金属	贵金属	1242	5.5	20	51	45
601225.SH	陕西煤业	煤炭	煤炭开采	2678	8.8	20	15	55
002128.SZ	电投能源	煤炭	煤炭开采	920	7.1	15	36	54
601857.SH	中国石油	石油石化	炼化及贸易	20901	6.8	11	9	55
000333.SZ	美的集团	家用电器	白色家电	6693	6.6	21	7	100
000338.SZ	潍柴动力	汽车	汽车零部件	2348	14	14	29	65
002027.SZ	分众传媒	传媒	广告营销	718	11	24	43	167
000708.SZ	中信特钢	钢铁	特钢Ⅱ	694	13	14	8	55
601877.SH	正泰电器	电力设备	电网设备	552	31	11	18	39

资料来源：Wind，华创证券 注：表中金融为截至 2026/8/31 股息率、非金融为现金流回报率。

仅供内部参考，请勿外传

图表 11 成长风格对冲视角 26Q2 筛选结果

红利组合2：成长风格对冲配置

筛选标准（相关数据截至26Q2或2026/8/31）：
1、总市值>500亿；
2、股息率>3%，2025分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%；
3、ROE TTM>全A 60%分位；
4、近五年周度收益率年化波动率<30%；
5、近五年与科创50相关系数<0。

wind代码	证券简称	申万一级	申万二级	总市值(亿元)	股息率(%)	ROE TTM(%)	2025分红回购比例(%)	近五年年化波动率(%)	与科创50相关系数
601398.SH	工商银行	银行	国有大型银行Ⅱ	28762	3.8	9	30	16	-0.10
601939.SH	建设银行	银行	国有大型银行Ⅱ	28724	3.5	9	30	18	-0.11
601288.SH	农业银行	银行	国有大型银行Ⅱ	24219	3.6	9	30	19	-0.09
600919.SH	江苏银行	银行	城商行Ⅱ	2219	4.7	10	30	20	-0.06
601009.SH	南京银行	银行	城商行Ⅱ	1442	4.5	10	30	20	-0.16
601825.SH	沪农商行	银行	农商行Ⅱ	858	4.9	9	34	21	-0.04
601077.SH	渝农商行	银行	农商行Ⅱ	772	4.7	9	30	19	-0.10
600900.SH	长江电力	公用事业	电力	6873	3.6	17	71	17	-0.07
600886.SH	国投电力	公用事业	电力	1097	3.7	10	55	23	-0.09
600674.SH	川投能源	公用事业	电力	758	3.2	10	51	21	-0.07
600803.SH	新奥股份	公用事业	燃气Ⅱ	566	6.2	19	75	30	-0.06
601298.SH	青岛港	交通运输	航运港口	594	3.8	11	43	23	-0.08
600377.SH	宁沪高速	交通运输	铁路公路	628	3.9	11	54	20	-0.07
600941.SH	中国移动	通信	通信服务	21481	4.7	9	74	23	-0.03
601857.SH	中国石油	石油石化	炼化及贸易	20901	4.1	11	55	30	-0.17
601088.SH	中国神华	煤炭	煤炭开采	10580	3.9	13	79	27	-0.17
000895.SZ	双汇发展	食品饮料	食品加工	834	3.3	24	98	21	-0.06

资料来源：Wind，华创证券

图表 12 红利增强视角 26Q2 筛选结果

红利组合3：红利增强型配置

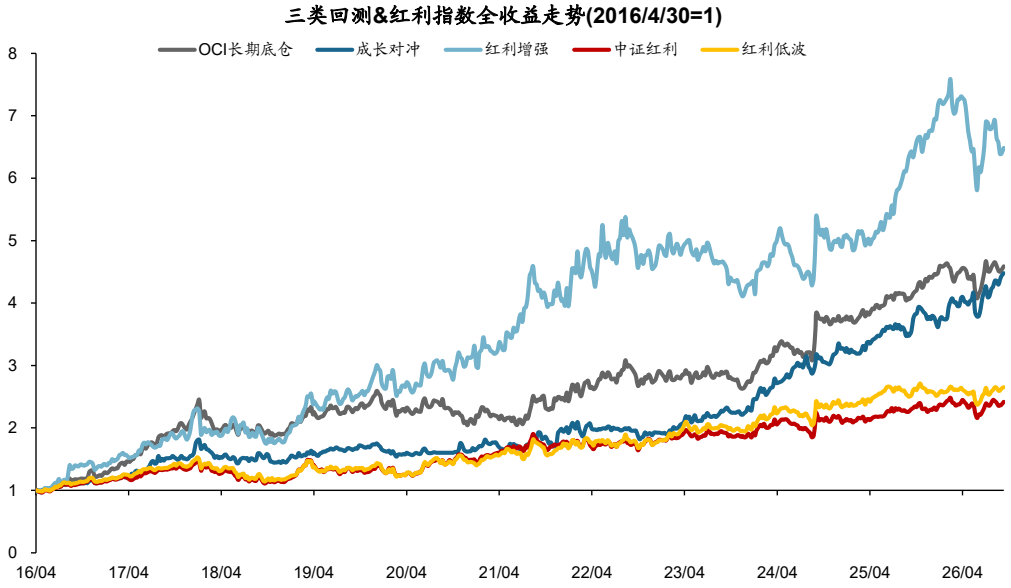
筛选标准（相关数据截至26Q2或2026/8/31）：
1、总市值>200亿；
2、非金融现金流回报率((CFO-CAPEX)/EV)>5%&近五年经营性现金流为正，金融股息率>3%；
3、ROE TTM>全A 80%分位 & 相较近五年ROE最大值变化比例>-20%；
4、当期归母净利润增速 & 未来两年wind一致预测归母净利润复合增速>5%；
5、2025分红回购比例>30%&近五年分红回购比例平均>30%。

wind代码	证券简称	申万一级	申万二级	总市值(亿元)	现金流回报率/股息率(%)	ROE TTM(%)	未来两年预测净利增速(%)	2025分红回购比例(%)
600999.SH	招商证券	非银金融	证券Ⅱ	1627	3.0	12	25	40
000783.SZ	长江证券	非银金融	证券Ⅱ	512	3.2	12	17	45
601318.SH	中国平安	非银金融	保险Ⅱ	10108	4.8	15	11	36
600901.SH	江苏金租	非银金融	多元金融	379	4.6	13	10	54
600989.SH	宝丰能源	基础化工	化学原料	1813	6.0	28	24	45
002001.SZ	新和成	基础化工	化学制品	830	7.9	21	15	50
002545.SZ	东方铁塔	基础化工	农化制品	223	12	16	30	31
601899.SH	紫金矿业	有色金属	工业金属	8953	7.1	33	37	33
002532.SZ	天山铝业	有色金属	工业金属	611	11	22	42	57
600489.SH	中金黄金	有色金属	贵金属	1242	5.5	20	51	45
002558.SZ	巨人网络	传媒	游戏Ⅱ	522	8.9	19	68	37
603444.SH	吉比特	传媒	游戏Ⅱ	276	13	37	9	78
603129.SH	春风动力	汽车	摩托车及其他	457	7.2	22	32	38
000338.SZ	潍柴动力	汽车	汽车零部件	2348	14	14	29	65
603939.SH	益丰药房	医药生物	医药商业	277	10	15	14	51
603233.SH	大参林	医药生物	医药商业	210	15	18	17	76
002128.SZ	电投能源	煤炭	煤炭开采	920	7.1	15	36	54
600415.SH	小商品城	商贸零售	一般零售	684	6.6	20	19	65
600428.SH	中远海特	交通运输	航运港口	315	14	14	27	50
603605.SH	珀莱雅	美容护理	化妆品	239	8.5	28	10	52

资料来源：Wind，华创证券 注：表中金融为截至2026/8/31股息率、非金融为现金流回报率。

仅供内部参考，请勿外传

图表 13 三类红利组合历史回测



三类红利组合2016/4/30至今收益风险指标表现

组合/指数	年化收益率(%)	年化波动率(%)	最大回撤(%)
OCI长期底仓	16.2	17.8	-27.0
成长对冲	15.9	15.9	-26.8
红利增强	20.3	24.0	-32.8
中证红利	9.1	15.8	-27.1
红利低波	10.1	15.9	-27.5

资料来源：Wind，华创证券 注：计算区间为 2016/4/30-2026/10/09，波动率取指数周度收益率年化波动率，三视角红利组合均为股息率加权。



仅供内部参考，请勿外传

四、金融：政策转向“供需疏通”，银行红利逻辑再强化

（一）行业基本事件跟踪

9 月 LPR：9 月 1 年期、5 年期 LPR 维持不变，最新 1 年期 LPR 3%、5 年期 LPR 3.5%。

26 年 8 月社融：9 月 14 日，央行披露 2026 年 8 月金融数据，新增社融 1.66 万亿元，同比少增 9083 亿元，社融存量增速环比下降 0.2pct 至 7.2%；新增人民币贷款 600 亿元，同比少增 5300 亿元。

2026 年 9 月 29 日，人民银行下调一年期 PSL 利率 0.25 个百分点至 1.50%，将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网和物流网纳入 PSL 支持领域。同时将科技创新和技术改造再贷款额度增加 2000 亿元至 1.4 万亿元，并将支持比例由 60%统一提高至 100%；支农支小再贷款和再贴现额度增加 5000 亿元至 4.85 万亿元，其中民营企业再贷款增加 3000 亿元至 1.3 万亿元。

2026 年 9 月 30 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》（财金〔2026〕95 号），自 10 月 1 日起对符合条件的首套商业性个人住房贷款实施财政贴息。贴息标准为按贷款本金年化 1 个百分点、期限不超过 5 年、单户贴息贷款上限 100 万元。

（二）行业基本事件点评

8 月金融数据显示“有效信贷需求不足”与“融资结构深层切换”的趋势性变化延续。8 月新增人民币贷款仅约 600 亿元，同比少增约 5300 亿元，余额增速降至 4.9%；其中居民中长期贷款减少 822 亿元，这既反映居民延续主动去杠杆，也与地产销售疲弱、房价预期偏弱形成相互制约的负向循环。

与此同时，融资结构的深层切换也在重塑信用扩张格局。前 8 个月债券与股票融资占社融增量比重升至约 50.31%，首次显著超越贷款占比。

9 月以来政策思路有所转变——从单纯要求“降低融资成本”转向“供需双向疏通”。此前银行面临“不敢投”（净息差承压、风险收益比失衡、担忧资产质量）与“投不出去”（实体有效融资需求不足、优质资产供给稀缺）并存的困境。近期政策组合拳从三个维度同步破局：1）**需求端，以财政成本换居民加杠杆空间。**居民购房贷款财政贴息由财政出资、银行经办，居民实际购房成本下降但银行仍按合同利率收息，不额外挤压净息差。实质是以财政补贴撬动居民按揭需求，试图打破“居民去杠杆—地产销售疲弱”的负循环，为银行创造真实的零售信贷需求。2）**供给端，降银行资金成本、缓解“不敢投”。**

PSL 降息扩围至"六张网"，科创技改再贷款额度提至 1.4 万亿且支持比例升至 100%，支农支小再贷款同步加码。央行通过低成本资金供给和风险分担，直接压降银行边际负债成本、改善重点领域投放的风险收益比。3）**项目端，政策性金融工具补资本金“造需求”。**新型政策性金融工具通过股权投资、股东借款等方式补充政府投资和科创项目资本金，把“想干但缺本金”的项目变成银行可承接的配套融资标的，从项目源头创造有效融资需求，撬动银行信贷和社会资本跟进。

对红利资产而言，银行板块的核心逻辑正从“纯防御高股息”向“红利+基本面边际改善”演进。当前银行 ROE 虽未回暖，但政策环境已逐渐从“压利润”切向“稳盈利”——息差降幅有望收窄乃至企稳、资产质量预期趋稳、规模增速有望受益于政府债与政策性工具托底。ROE 预期从“持续下修”转为“低位企稳”，叠加国有大行 31%以上的分红比例

仅供内部参考，请勿外传

与险资增配逻辑，估值修复空间即已打开。后续需观察居民中长贷是否结束连续负增、M1-M2 剪刀差是否继续收窄，二者是验证从需求端修复向银行资产端改善传导是否通畅的核心信号。

图表 14　2026 年 8 月社融数据概览

社会融资规模													
单位：亿元	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08
社融存量同比增速	8.8%	8.7%	8.5%	8.5%	8.3%	8.2%	8.2%	7.9%	7.8%	7.7%	7.4%	7.4%	7.2%
社融当月新增	25,660	35,299	8,178	24,926	22,075	72,185	23,837	52,240	6,238	20,293	33,671	14,068	16,577
社融同比多增	-4,663	-2,336	-5,942	1,638	-6,462	1,639	1,506	-6,721	-5,361	-2,607	-8,580	2,761	-9,083
其中：人民币贷款	-4,158	-3,661	-3,119	-1,120	1,402	-3,178	1,930	-6,712	-4,890	-958	-5,950	-1,600	-5,701
外币贷款	521	351	510	246	-	860	245	715	314	-17	130	172	500
表外融资	998	1,869	357	1,326	694	371	1,919	-2,904	-2,823	435	140	888	-1,780
—— 委托贷款	-190	-109	1,873	-4	328	-641	47	-119	-281	76	643	155	394
—— 信托贷款	-134	56	-17	752	528	-627	640	-411	-52	-120	-1,319	-375	-583
—— 未贴现银行承兑汇票	1,322	1,922	-1,499	578	-162	1,639	1,232	-2,374	-2,490	479	816	1,108	-1,591
直接融资	-2,546	-1,031	-3,719	665	-8,958	3,228	-2,727	1,623	1,936	-2,019	-3,810	3,105	-2,018
—— 企业债券融资	-365	2,062	1,513	1,764	1,700	579	-180	4,815	2,180	184	1,590	1,788	1,374
—— 非金融企业境内股票融资	324	371	411	-87	75	-182	378	16	444	146	425	623	183
—— 政府债券	-2,505	-3,464	-5,643	-1,012	-10,733	2,831	-2,925	-3,208	-688	-2,349	-5,825	694	-3,575
其他融资	522	136	29	521	400	358	139	557	102	-48	910	196	-84
信贷数据													
单位：亿元	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08
人民币贷款当月新增	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200	16,100	-3,400	600
人民币贷款同比多增	-3,100	-3,000	-2,800	-1,900	-800	-4,200	-1,100	-6,500	-2,900	-1,000	-6,300	-2,900	-5,300
其中：居民户贷款	-1,597	-1,110	-5,204	-4,763	-4,416	127	-2,616	-4,944	-2,653	-1,952	-3,330	290	-2,332
—— 短期贷款	-611	-1,279	-3,356	-1,788	-1,611	1,594	-1,952	-2,885	-443	-632	-1,560	427	-1,324
—— 中长期贷款	-1,000	200	-1,800	-2,900	-2,900	-1,466	-665	-2,094	-2,177	-1,317	-1,769	-102	-1,022
非金融企业及机关团体贷款	-2,500	-2,700	2,200	3,600	5,800	-3,300	4,500	-1,800	-2,200	1,100	-2,700	-1,900	-3,300
—— 短期贷款	2,600	2,500	-	1,100	3,900	3,100	2,700	400	200	-100	-3,400	3,000	-2,300
—— 票据融资	-4,920	-4,712	3,312	2,119	-1,000	-3,590	-2,043	75	4,088	4,824	5,253	-4,954	469
—— 中长期贷款	-200	-500	-1,400	-400	2,900	-2,800	3,500	-2,300	-6,600	-3,500	-4,500	300	-1,500
非银行金融机构贷款	225	356	-164	554	-1,340	126	-2,949	9	111	-1,451	-400	-1,747	694
—— 其他贷款	772	454	368	-1,291	-844	-1,153	-35	235	1,842	1,303	130	457	-362
货币增长													
	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08
M1同比增速（口径修改）	6.0%	7.2%	6.2%	4.9%	3.8%	4.9%	5.9%	5.1%	5.0%	5.5%	4.0%	4.0%	4.1%
M2同比增速	8.8%	8.4%	8.2%	8.0%	8.5%	9.0%	9.0%	8.5%	8.6%	8.6%	8.0%	7.7%	7.5%
M2-M1剪刀差	2.8%	1.2%	2.0%	3.1%	4.7%	4.1%	3.1%	3.4%	3.6%	3.1%	4.0%	3.7%	3.4%

资料来源：Wind，华创证券

（三）投资建议

银行板块经营景气度延续回升，基本面拐点显现，险资等中长期增量资金仍将继续配置银行板块，而主动偏股型基金或将从低配回补，重视银行板块配置机会。银行股投资逻辑仍落脚于“红利防御为底、优质标的看业绩弹性”。1）高股息、低估值的特性依然是银行股的底色，特别是在无风险利率下行的背景下，银行股的类债属性将持续吸引稳健资金；2）随着息差企稳、区域信贷需求回升和非息收入增长，部分优质银行将展现出较强的业绩弹性，估值有望从 PB 逻辑向 PE 逻辑切换。**我们建议 2026 年重点关注以下三条投资主线：主线一：国家信用与红利基石，**以国有大行+招行为代表。**主线二：息差或率先回暖、财富管理业务能够释放较大弹性、信用成本走低带动 ROE 企稳的优质股份行和城商行，这背后映射的是成本优势和风控优势。**建议关注：招商银行、中信银行、平安银行、宁波银行、江苏银行、南京银行。**主线三：持续受益区域政策、业绩弹性较大的城商行。**建议关注：成都银行、重庆银行、杭州银行、青岛银行、渝农商行。

仅供内部参考，请勿外传

五、交运：防御价值持续凸显，继续强调交运红利资产压舱石配置逻辑

（一）基本面数据跟踪

1、港口行业

交通运输部重点监测港口周度吞吐量：过去四周（2026/9/7-2026/10/4，2026 年第 37-40 周）监测港口货物吞吐量 11 亿吨，同比增长 5.2%，年初至今累计 103.04 亿吨，同比增长 0.9%；过去四周集装箱 2901.4 万标箱，同比增长 13.5%，年初至今累计 26682.1 万标箱，同比增长 6.1%。

港口货物吞吐量：2026 年 8 月，港口货物吞吐量为 150572 万吨，同比下降 5%；2026 年 1-8 月，港口货物累计吞吐量为 1206498 万吨，同比增长 0.5%。

其中，8 月内贸货物吞吐量 102824 万吨，同比下降 5.8%；外贸货物吞吐量 47748 万吨，同比下降 3.2%。

2026 年 1-8 月内贸货物累计吞吐量 826606 万吨，同比下降 0.6%；外贸货物累计吞吐量 379892 万吨，同比增长 2.8%。

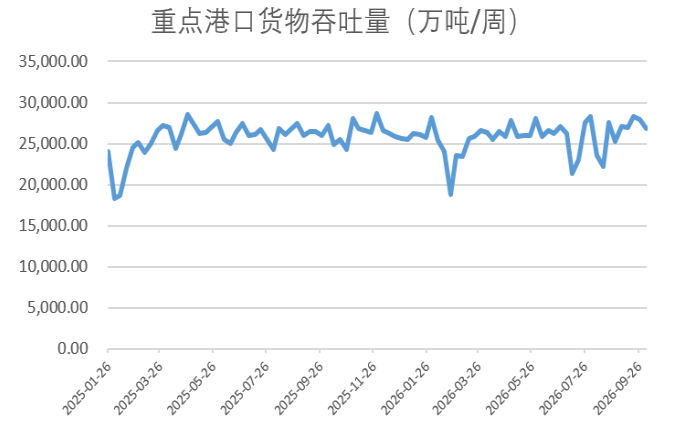
港口集装箱吞吐量：2026 年 8 月，港口集装箱吞吐量为 3012 万标箱，同比下降 4.4%；2026 年 1-8 月，港口集装箱累计吞吐量为 24294 万标箱，同比增长 4.0%。

重点港口货种吞吐量增速：

2026 年 8 月，集装箱（-2.3%）>煤炭（-2.5%）>铁矿石（-6.2%）>原油（-22.5%）；

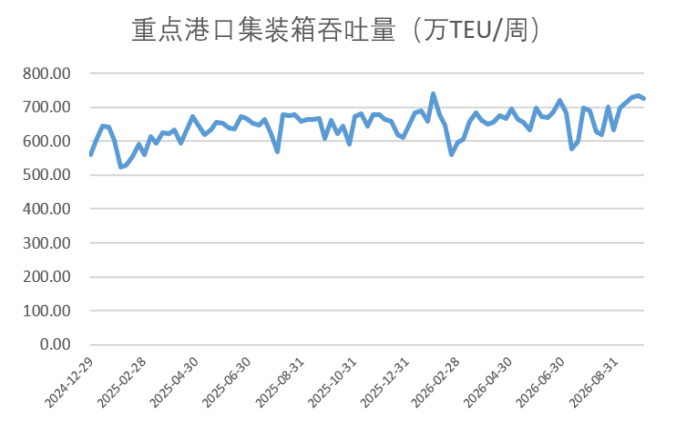
2026 年 1-8 月，集装箱（+4.3%）>煤炭（+3.2%）>铁矿石（+2.2%）>原油（-12.3%）。

图表 15　重点港口周度货物吞吐量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

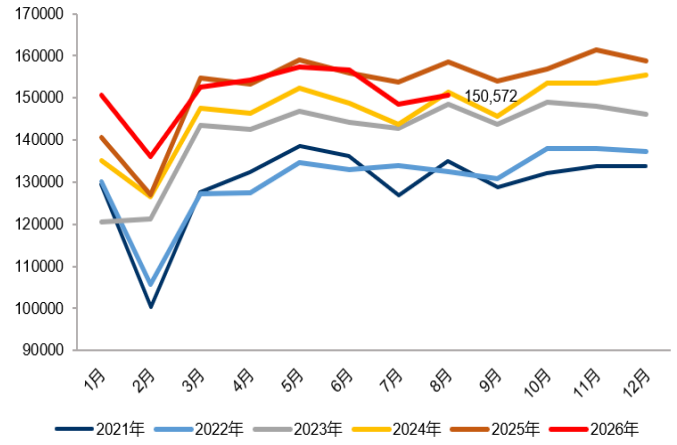
图表 16　重点港口周度集装箱吞吐量（万 TEU）



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

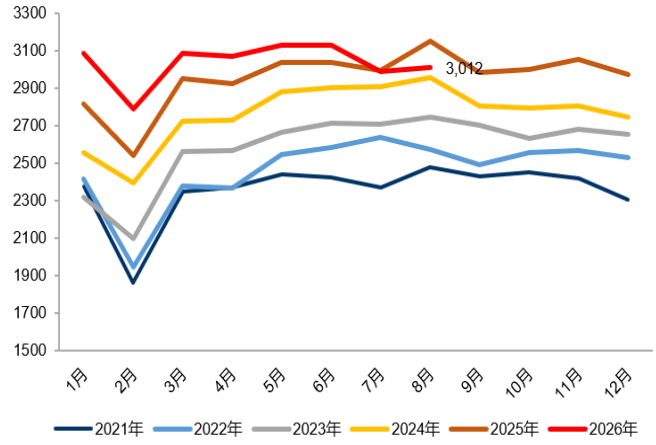
图表 17 港口货物吞吐量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

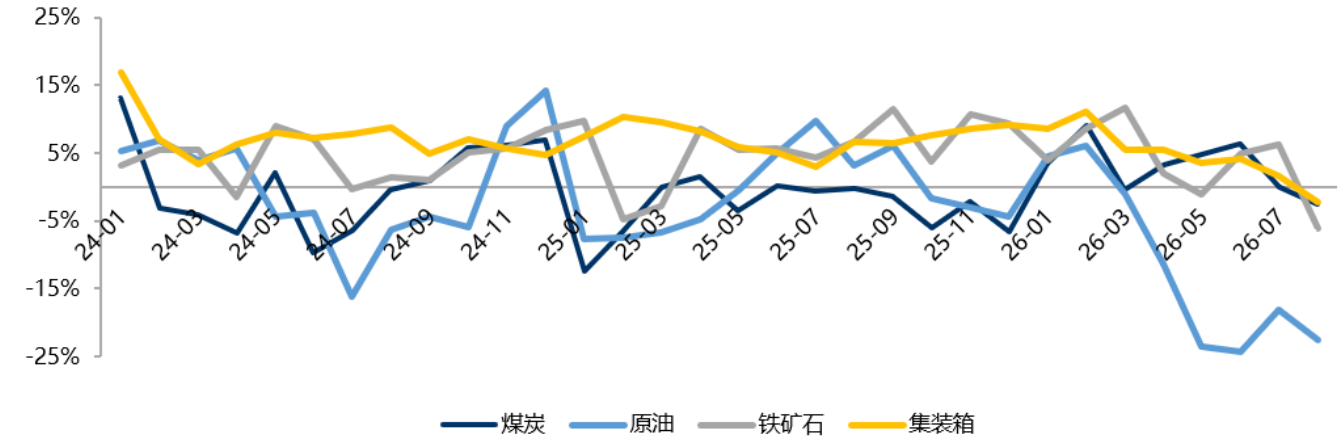
图表 18 港口集装箱吞吐量（万 TEU）



资料来源：华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

图表 19 重点港口货种吞吐量增速



资料来源：中国港口协会，华创证券

图表 20 重点港口吞吐量

	货物吞吐量				集装箱吞吐量			
	8月(万吨)	8月增速	1-8月累计(万吨)	1-8月累计增速	8月(万TEU)	8月增速	1-8月累计(万TEU)	1-8月累计增速
全国沿海合计	**95,991**	**-4.5%**	**777,040**	**1.4%**	**2,668**	**-3.9%**	**21,415**	**4.1%**
秦皇岛港	1,616	-3.5%	13,768	8.5%	4	-20.0%	46	7.9%
唐山港	7,420	1.1%	59,226	2.0%	19	-32.1%	222	4.1%
上海港	6,369	-14.0%	54,287	0.9%	428	-14.7%	3,770	2.7%
宁波舟山港	11,186	-11.6%	94,721	-1.1%	372	-7.5%	3,040	6.1%
深圳港	3,105	4.7%	23,166	5.4%	342	6.5%	2,502	6.1%
广州港	5,879	2.7%	44,924	1.1%	243	-0.4%	1,883	2.1%
北部湾港	4,202	-1.6%	31,276	-2.8%	93	8.1%	619	-3.4%

资料来源：交通运输部，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

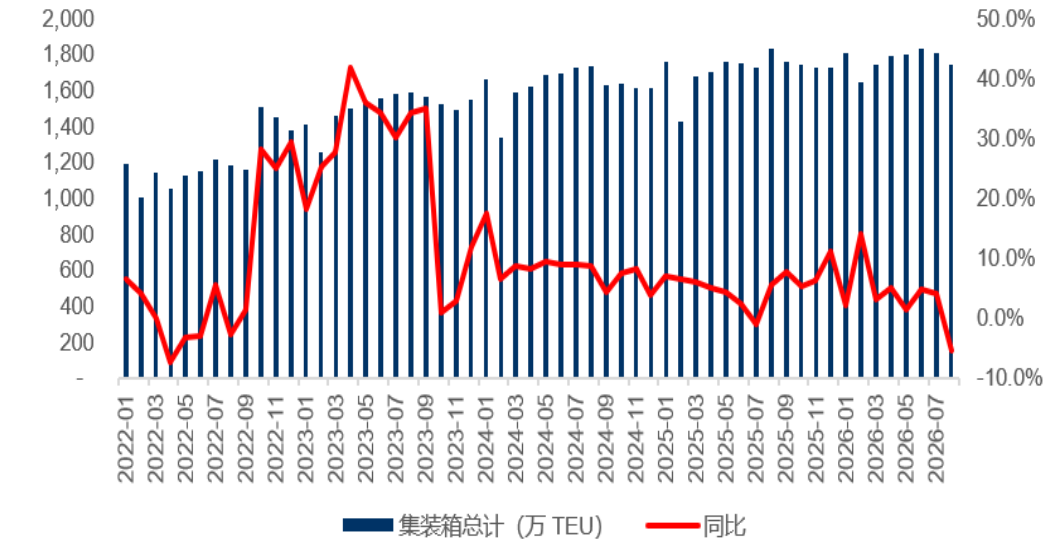
重点公司动态聚焦

招商港口公告 2026 年 8 月业务量数据

2026 年 8 月，招商港口完成集装箱吞吐量 1744.4 万 TEU，同比-5.3%，完成散杂货吞吐量 8885.3 万吨，同比-17.7%。

2026 年 1-8 月，招商港口累计完成集装箱吞吐量 14225.4 万 TEU，同比+3.8%，完成散杂货吞吐量 80601.2 万吨，同比-4.2%。

图表 21 招商港口月度集装箱吞吐量同比



资料来源：Wind，华创证券

2、公路行业

公路客运量：2026 年 8 月，公路客运量为 9.49 亿人次，同比下降 0.1%；2026 年 1-8 月，公路客运量累计为 75.30 亿人次，同比下降 1.7%。

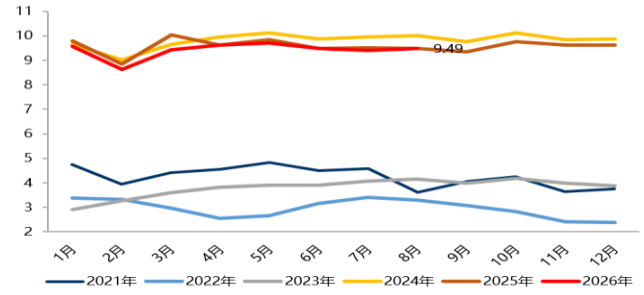
公路旅客周转量：2026 年 8 月，公路旅客周转量为 448 亿人公里，同比增长 1.1%；2026 年 1-8 月，公路旅客周转量累计为 3397 亿人次，同比下降 0.7%。

公路货运量：2026 年 8 月，公路货运量为 37.88 亿吨，同比增长 1.1%；2026 年 1-8 月，公路货运量累计为 287.68 亿吨，同比增长 2.7%。

公路货物周转量：2026 年 8 月，公路货物周转量为 7063 亿吨公里，同比增长 3.0%；2026 年 1-8 月，公路货物周转量累计为 52985 亿吨公里，同比增长 3.0%。

仅供内部参考，请勿外传

图表 22 公路客运量（亿人次）

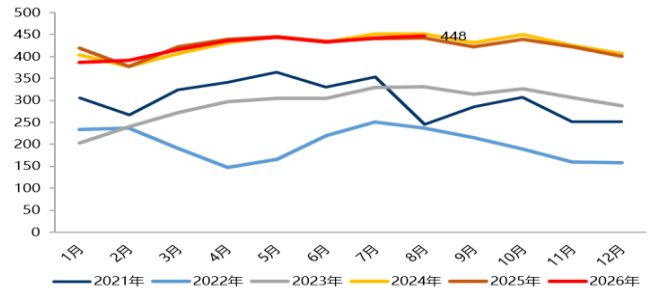


资料来源：Wind，交通运输部，华创证券

注：1）根据客运统计改革要求，自 2024 年 1 月起，公路营业性客运量包括班车包车客运量、公共汽电车城际城乡客运量、出租汽车（含巡游出租汽车、网络预约出租汽车）城际城乡客运量。

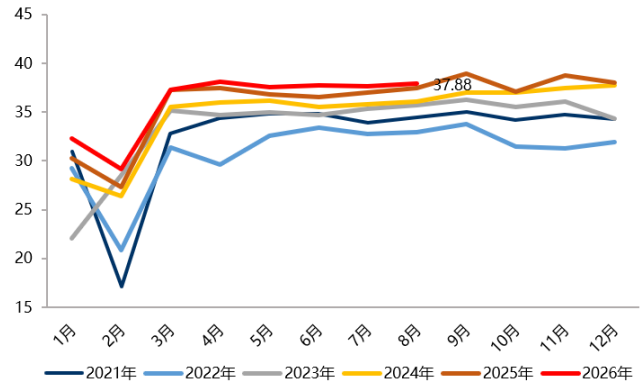
2）2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

图表 23 公路旅客周转量（亿人公里）



资料来源：Wind，交通运输部，国家统计局，华创证券

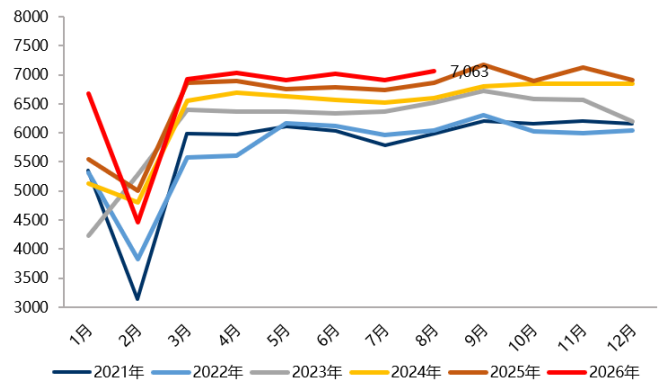
图表 24 公路货运量（亿吨）



资料来源：Wind，交通运输部，华创证券

注：2024-2026 年交通运输部公布 1-2 月合计数，为使数据可比，以实际天数分摊合计数。

图表 25 公路货物周转量（亿吨公里）



资料来源：Wind，交通运输部，国家统计局，华创证券

重点公司动态聚焦

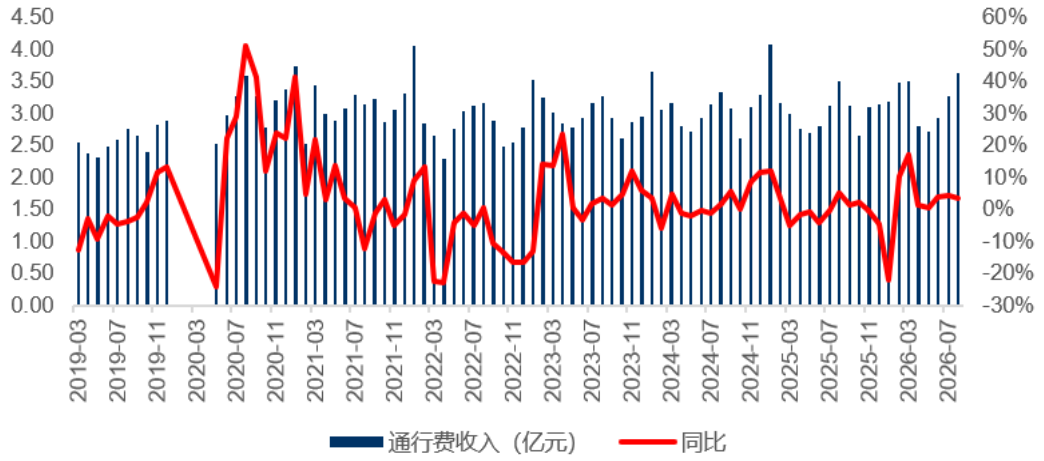
赣粤高速发布 2026 年 8 月通行费收入

2026 年 8 月，赣粤高速实现车辆通行服务收入 3.62 亿元，同比+3.63%。

其中，昌九高速的收入 1.05 亿元，同比-11.93%；昌樟高速为 6325 万元，同比+11.72%；昌泰高速为 7974 万元，同比+8.48%；九景高速为 6021 万元，同比-1.27%；彭湖高速为 1061 万元，同比+40.16%；温厚高速为 1906 万元，同比+114.98%；昌奉高速为 1352 万元，同比+2.14%；奉铜高速 1126 万元，同比+12.35%。

仅供内部参考，请勿外传

图表 26 赣粤高速月度通行费收入（亿元）



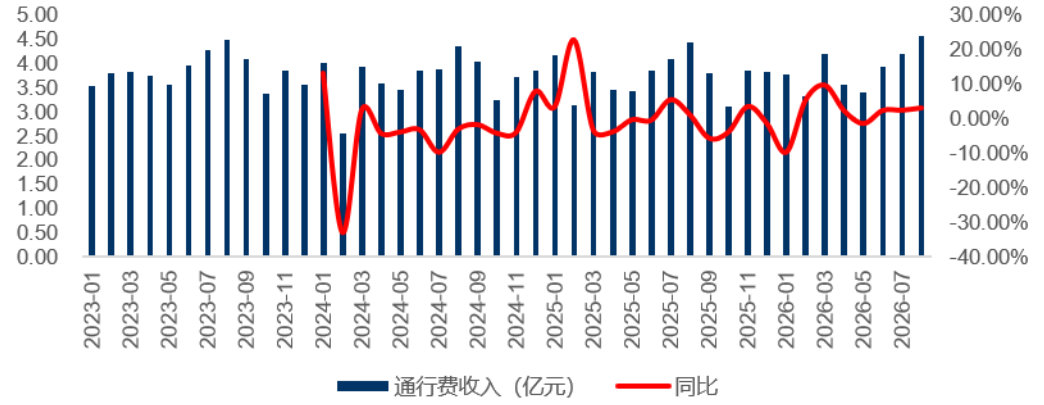
资料来源：Wind，华创证券

中原高速发布 2026 年 8 月通行费收入

2026 年 8 月，中原高速实现车辆通行服务收入 4.59 亿元，同比+3.37%。

其中，京港澳高速公路郑州至漯河段的收入为 1.92 亿元，同比+3.38%；京港澳高速公路漯河至驻马店段为 5162 万元，同比+29.64%；郑栾高速公路郑州至尧山段为 8970 万元，同比-3.09%；郑州至民权高速公路为 5280 万元，同比+2.51%；德上高速公路永城段为 886 万元，同比-10.08%；商丘至登封高速公路为 6328 万元，同比-0.9%。

图表 27 中原高速月度通行费收入（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

四川成渝：拟申报发行不超过 120 亿元二绕西高速并表类 REITs

9 月 4 日，四川成渝公告拟以四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司持有的**成都第二绕城高速公路西段资产**向上海证券交易所申请注册发行基础设施领域不动产资产支持证券（并表类 REITs）项目。

本次发行**规模不超过 120 亿元**，其中优先级规模不超过 119.99 亿元，（由资本市场合格投资者认购），次级规模 100 万元（由本公司或指定第三方认购）。产品期限“3+3+…”形式（以资产实际剩余年限为准），预计发行利率在 1.8%-2.5%之间。

仅供内部参考，请勿外传

此次发行旨在盘活存量资产，优化资本结构，节省利息支出成本，有助于保障公司的健康可持续发展。

目前本次本次发行资产支持证券已经公司第九届董事会第二次战略与可持续发展委员会及第九届董事会第四次会议审议通过，尚需提交股东会审议并经上交所审批通过后发行。

3、铁路行业

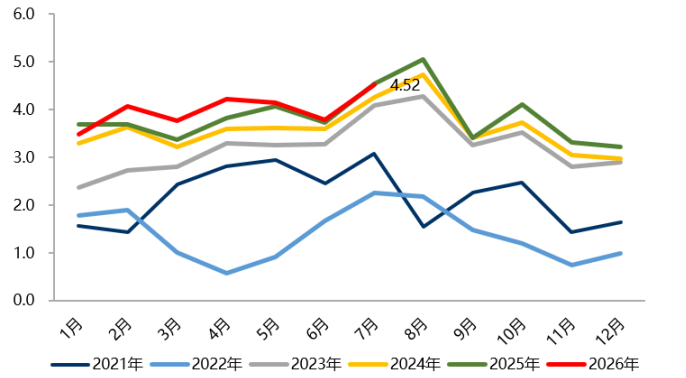
铁路旅客发送量：2026 年 7 月，铁路旅客发送量为 4.52 亿人次，同比-0.6%；2026 年 1-7 月，铁路旅客发送量累计为 28.01 亿人次，同比+4.1%；

铁路旅客周转量：2026 年 7 月，铁路旅客周转量为 1657 亿人公里，同比-6.4%；2026 年 1-7 月，铁路旅客周转量为 9923 亿人公里，同比+1.6%；

铁路货运总发送量：2026 年 7 月，铁路货运总发送量为 4.3 亿吨，同比-4.7%；2026 年 1-7 月，铁路货运总发送量为 30.53 亿吨，同比+1.4%；

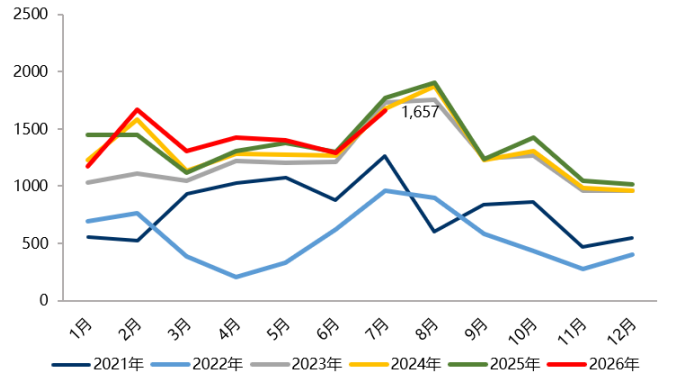
铁路货运总周转量：2026 年 7 月，铁路货运总周转量为 3162 亿吨公里，同比+3.9%；2026 年 1-7 月，铁路货运总周转量为 22020 亿吨公里，同比+6.3%。

图表 28 铁路旅客发送量（亿人）



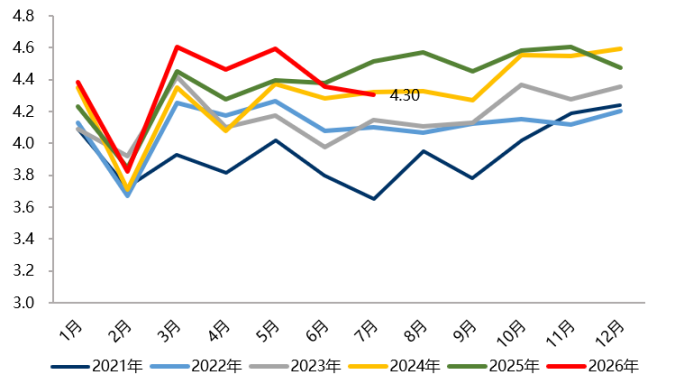
资料来源：Wind，华创证券

图表 29 铁路旅客周转量（亿人公里）



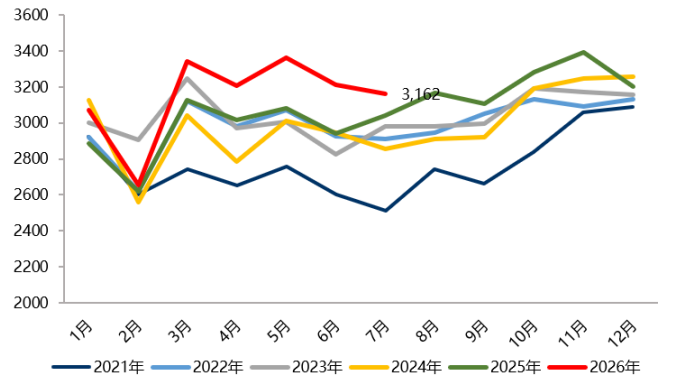
资料来源：Wind，华创证券

图表 30 铁路货运总发送量（亿吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 铁路货运总周转量（亿吨公里）



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

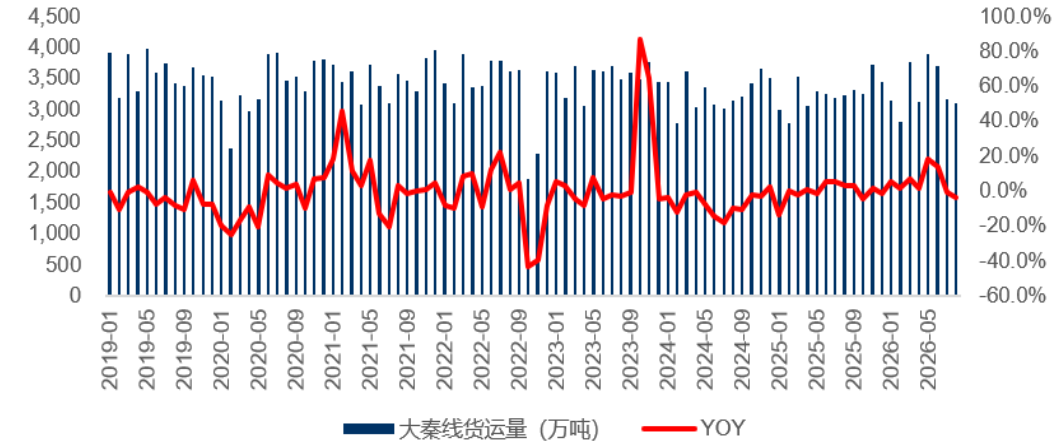
重点公司动态聚焦

大秦铁路公告 2026 年 8 月生产经营数据

2026 年 8 月，公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3091 万吨，同比减少 4.30%。日均运量 99.71 万吨。大秦线日均开行重车 82.9 列，其中：日均开行 2 万吨列车 45.0 列。

2026 年 1-8 月，大秦线累计完成货物运输量 26619 万吨，同比增长 5.29%。

图表 32 大秦铁路月度运量及同比（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

（二）投资建议

1、港口：港口战略价值投资时代来临，预计跑赢交运红利资产。

继续强推招商港口，目前仍破净的全球布局港口央企，拥有海外战略港口资产布局、近年积极提升分红比例，从 2019 年的 30.5%提升至 2025 年的 43%，2019-25 年业绩复合增速 8%；

重点推荐**唐山港**高分红优质港口标的，全国重要能源枢纽港；

强推**青岛港**整合优化、业绩稳健；

以及推荐**厦门港务**受益于两岸融合，资产注入一旦完成，盈利能力、红利属性或迎双提升。

关注北部湾港，未来平陆运河开通后对公司业务量促进的潜力。

2、公路：我们强调公路典型红利资产配置价值。

继续首推 **A/H 股息率最高的四川成渝/四川成渝高速公路，我们认为公司具备业绩增长稳定性，结合高分红及“大集团、小公司”逻辑，公司为少有的具备成长潜力的优质高速资产；**

继续重点推荐高速公路行业市值管理典范、ROE 水平领先的**皖通高速，**位于交通强省、分红领先的**山东高速、宁沪高速，**可视为行业 ETF 增强的**招商公路，**以及低估值、存在通过企业改革经营释放活力潜力的**赣粤高速**。

仅供内部参考，请勿外传

3、铁路：长久期+改革红利，重视铁路行业投资机会

我们对红利的理解，从静态到动态到泛红利，对于铁路这类长久期、类永续经营资产，改革释放未来经营活力同样是红利。

持续推荐京沪高铁：黄金线路现金牛资产，稀缺资源存在价格弹性潜力，**公告未来三年（2025-2027 年）分红比例将不低于 55%，分红比例、股息率提升。**

推荐典型高股息资产**大秦铁路**，关注**广深铁路。**

2026 年预期分红股息率（2026 年预期每股分红/当前股价，2026/9/30）：

大于 5%：四川成渝（5.2%）;

4%-5%：皖通高速（4.7%）>大秦铁路（4.5%）>中原高速（4.4%）>唐山港（4.3%）>粤高速 A（4.3%）>招商公路（4.2%）>山东高速（4.2%）;

3%-4%：宁沪高速（3.9%）>上港集团（3.7%）>招商港口（3.6%）>青岛港（3.6%）。

图表 33 红利资产主要上市公司 26 年预期股息率一览（股息率>3%，截至 26/9/30 收盘价）

公司	股价	26年预期股息率	市值	年内涨跌幅	归母净利（亿元）		分红比例(%)		分红金额（元/股）	
	9月30日		亿元		2025	2026E	2025	2026E	2025	2026E
四川成渝	**6.09**	**5.2%**	**186**	**5.5%**	**15.1**	**16.1**	**60.0**	**60.0**	**0.30**	**0.32**
皖通高速	**15.58**	**4.7%**	**266**	**9.1%**	**18.8**	**20.8**	**60.1**	**60.1**	**0.66**	**0.73**
大秦铁路	**4.74**	**4.5%**	**942**	**-5.4%**	**59.0**	**76.7**	**75.0**	**55.0**	**0.22**	**0.21**
中原高速	3.87	4.4%	87	-6.2%	6.3	9.0	42.9	42.9	0.12	0.17
唐山港	**4.62**	**4.3%**	**274**	**25.6%**	**20.0**	**21.9**	**59.3**	**54.2**	**0.20**	**0.20**
粤高速A	12.46	4.3%	261	10.2%	18.0	15.9	70.1	70.1	0.60	0.53
招商公路	**10.05**	**4.2%**	**683**	**3.3%**	**46.1**	**52.4**	**55.0**	**55.0**	**0.37**	**0.42**
山东高速	**10.16**	**4.2%**	**491**	**8.2%**	**32.1**	**32.4**	**63.3**	**63.3**	**0.42**	**0.42**
宁沪高速	**13.00**	**3.9%**	**655**	**11.7%**	**45.9**	**47.8**	**53.7**	**53.7**	**0.49**	**0.51**
上港集团	**5.45**	**3.7%**	**1,269**	**4.3%**	**135.6**	**141.3**	**33.5**	**33.5**	**0.20**	**0.20**
招商港口	**24.18**	**3.6%**	**600**	**29.9%**	**46.1**	**50.0**	**43.0**	**43.0**	**0.80**	**0.87**
青岛港	**10.06**	**3.6%**	**653**	**23.4%**	**52.7**	**54.9**	**42.5**	**42.5**	**0.35**	**0.36**

资料来源：Wind，华创证券

注：1）已覆盖公司 2026 年归母净利润取华创证券预测，未覆盖公司取 Wind 一致预期;

2）假设大秦铁路 2026 年分红比例为 55%（2023-2025 年股东分红回报规划中的水平）、唐山港维持每股分红 0.2 元，其余公司维持 2025 年分红比例;

3）四川成渝定增事项暂未落地，故不考虑增发摊薄

仅供内部参考，请勿外传

六、食饮：白酒底部渐明，乳业周期上行

（一）基本面数据跟踪

1、白酒：双节动销延续分化，供给端主动松绑

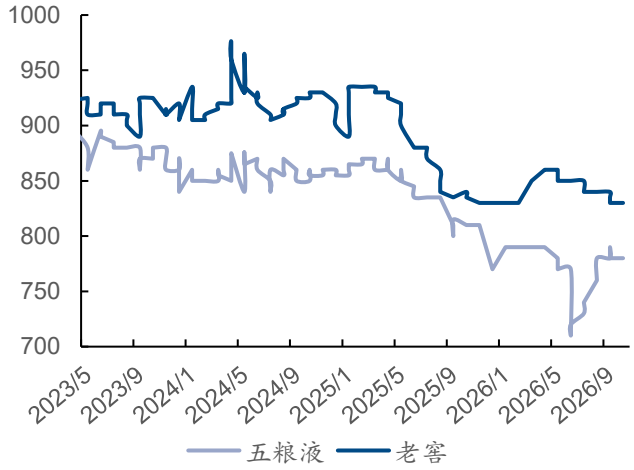
双节动销延续分化，供给端主动松绑。动销端，9 月双节备货开启，动销整体仍偏淡，区域分化明显；次高端商务宴席承压，高端礼赠相对稳定，大众价位带表现相对平稳。**库存端，**酒企供给端主动松绑，行业库存延续去化；其中茅台库存低位，五粮液维持良性周转，汾酒去化较快，老窖渠道库存消化偏缓。**批价端，**局部已现企稳，但全面回升仍需时间；茅台自营店动态调价，飞天批价企稳于 1700 元上方，国庆假期维持 1730 元左右相对稳定；普五批价维持 770 元；高度国窖推行顺价回款、批价微降至 810-820 元，周转压力依然较大，库存尚待进一步消化。

图表 34　茅台价格走势（元）



资料来源：今日酒价，华创证券

图表 35　五泸价格走势（元）



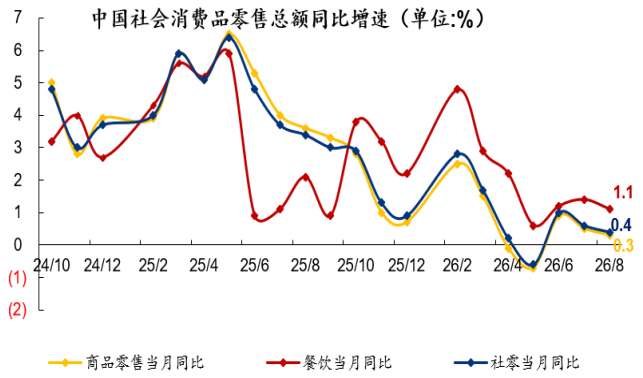
资料来源：今日酒价，华创证券

2、大众品：消费修复动能偏缓，乳业需求稳中向好

8 月消费复苏仍偏缓，餐饮持续好于零售。26 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，其中商品零售同比上升 0.3%，餐饮收入同比增长 1.1%，环比 7 月社零当月增速有所回落，餐饮消费增速仍略高于商品零售。分品类看，26 年 8 月限额以上粮油食品类、饮料类、烟酒类零售额同比分别+4.0%/+4.9%/+12.5%，粮油食品类、饮料类、烟酒类消费增速高于社零增速。26 年 8 月 CPI 同比+0.8%，食品 CPI 同比-1.4%，8 月消费者信心指数较 7 月基本持平。

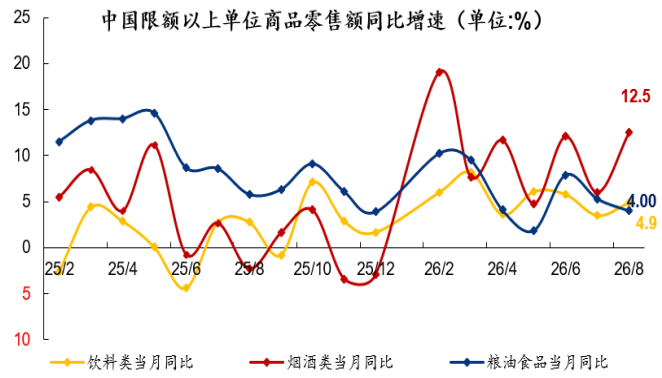
仅供内部参考，请勿外传

图表 36 26 年 8 月社零同比增长 0.4%



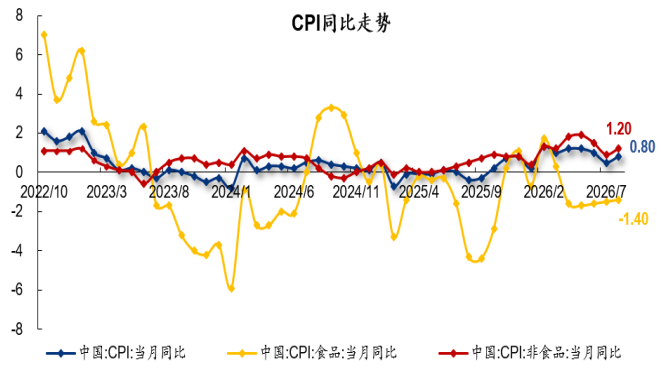
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 37 26 年 8 月烟酒类增速相对更快



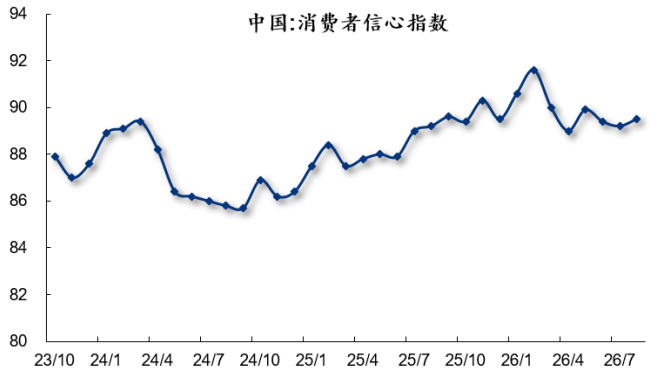
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 38 26 年 8 月食品 CPI 同比-1.4%



资料来源：wind，国家统计局，华创证券

图表 39 消费者信心指数持续回落



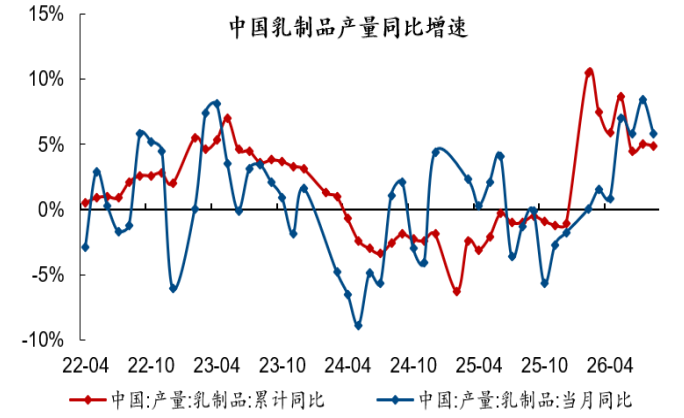
资料来源：wind，国家统计局，华创证券

从重点红利子板块近期跟踪看：

乳业：8 月奶牛去化延续，行业需求稳步回暖，原奶价格周期拐点信号强化。供给端，8 月全国奶牛存栏去化 0.9 万头，牧场保持淘汰节奏，生鲜乳产量同比增长 4.0%。需求端，26 年 8 月乳制品产量同比增长 5.8%，终端需求保持修复节奏；前 8 月乳制品产量累计同比增长 4.9%，累计需求-供给增速+0.8%，需求增速持续跑赢生鲜乳供给增速，行业供需格局保持边际改善；奶价端，9 月生鲜乳价格 3.09 元/KG，同比+1.8%，环比+1.0%，在中秋国庆旺季带动下，消费需求回暖，奶价稳步上行。伴随供给端持续去化，需求端稳步修复，叠加国产深加工产能释放，行业供需格局有望实质性改善，乳业周期向上拐点确定性持续提升。若后续饲料成本承压上行，将进一步加速中小牧场产能出清，助推原奶价格修复，龙头乳企有望充分受益于原奶成本下行后的盈利弹性释放与行业集中度持续提升。

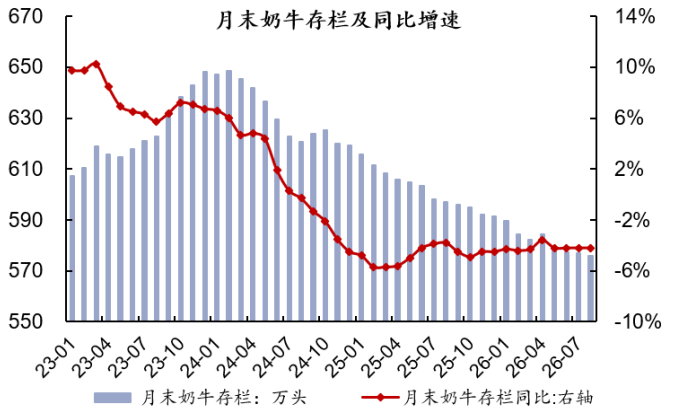
仅供内部参考，请勿外传

图表 40 26 年 8 月乳制品产量同比+5.8%



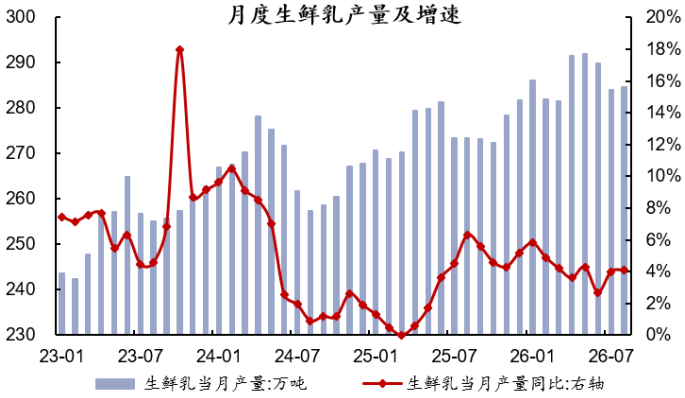
资料来源：Wind，华创证券

图表 41 26 年 8 月奶牛存栏较历史高点去化近 11%



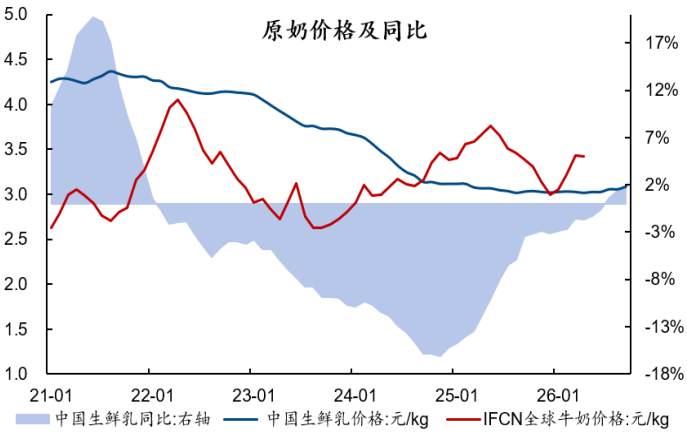
资料来源：Wind，华创证券

图表 42 26 年 7 月生鲜乳产量同比增长 4.0%



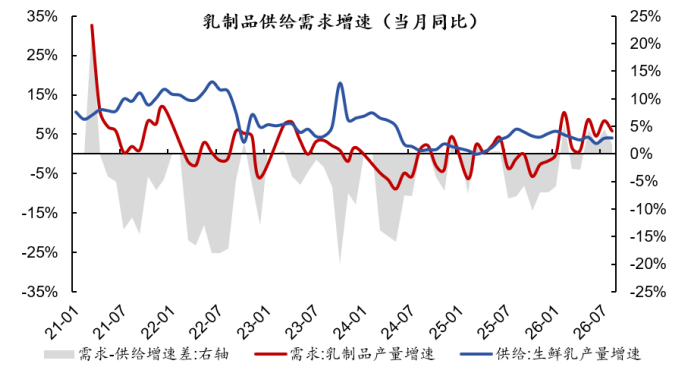
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 8 月生鲜乳价格 3.06 元/KG



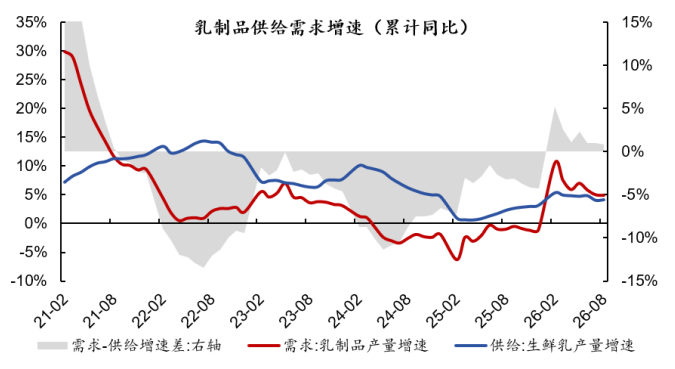
资料来源：Wind，华创证券

图表 44 8 月需求-供给增速差进一步放大



资料来源：Wind，华创证券 注：21-24 年单 1、2 月及 25 年 1 月乳制品产量增速缺乏

图表 45 26 年前 8 月累计需求-供给增速差保持正增长

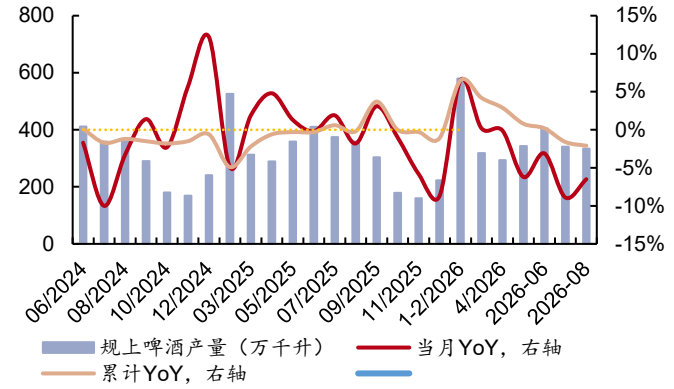


资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

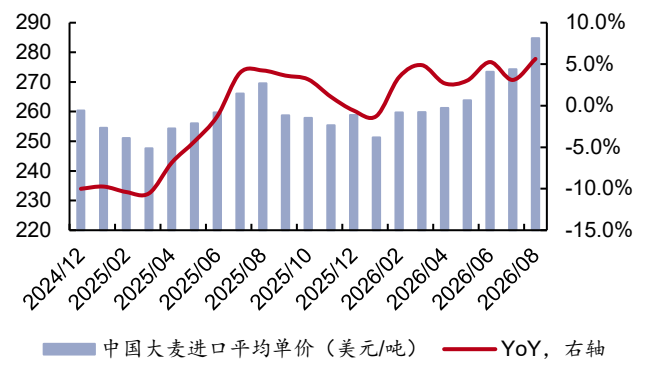
啤酒：9 月销售表现环比好转，消费结构维持得当。9 月受旺季影响，整体销量预计环比好转、同比下滑个位数，8 元以下产品下滑较多，消费结构及吨价保持较好，即时零售渠道、需求细分赛道新品增长表现亮眼。26 年 8 月规上啤酒产量约 334 万千升，同比约-6.5%，系高温催化退潮，即饮渠道修复偏慢，线下动销持续承压，产量延续边际回落态势。成本端，26 年 8 月大麦均价约 285 美元/吨，同比上升约 5.6%；26 年 9 月国内铝锭同比上涨约 16.9%，浮法玻璃同比约-10.7%，瓦楞纸同比上涨约 11.7%，铝锭及瓦楞纸持续上涨，但瓦楞纸涨幅收窄，同时玻璃价格同比持续下降形成对冲，预计全年成本压力整体可控。

图表 46　规模以上啤酒企业月度产量变动情况



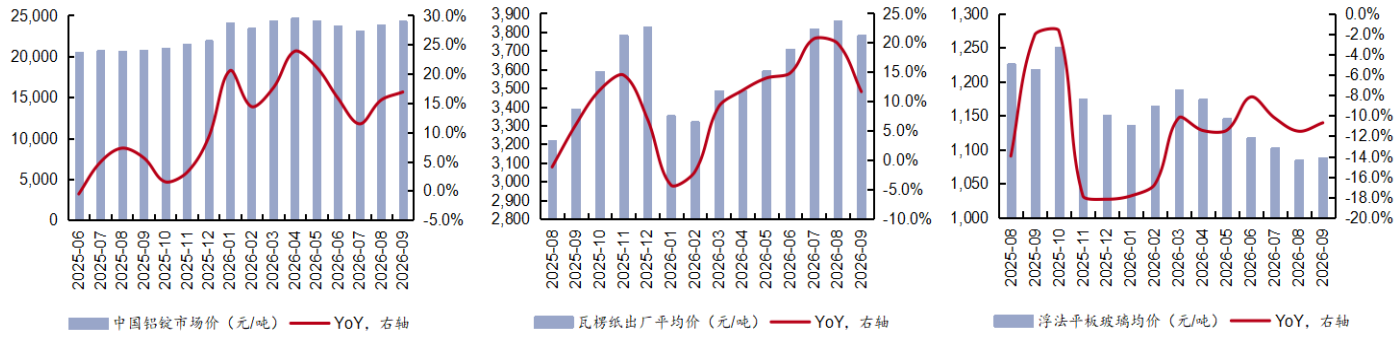
资料来源：Wind，华创证券

图表 47　进口大麦价格变动情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 48　啤酒主要包材价格变动情况

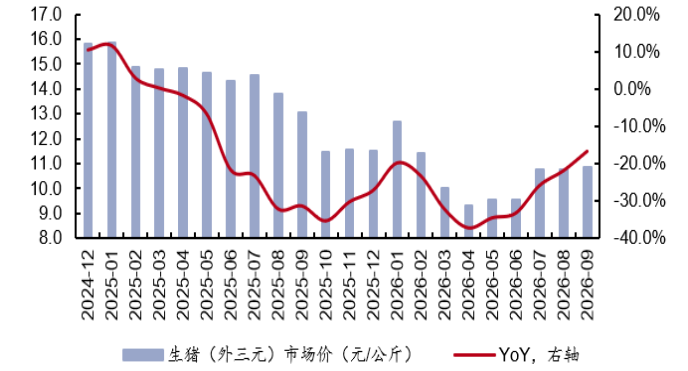


资料来源：Wind，华创证券

肉制品：8 月生猪屠宰量持续下降，9 月猪价环比小幅提升，行业整体仍处于供需磨底阶段。8 月全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 3755 万头，同比增加 12.1%，环比增长 4.0%；同比增长主要系前期高能繁母猪存栏带来的供给释放。26 年 9 月全国生猪市场均价约 10.9 元/公斤，同比下跌 16.8%，环比增长 0.8%；同比大幅回落主要系行业生猪供给整体仍较为充裕，猪价环比小幅回升，主要系 9 月开学季、中秋国庆前置备货带来季节性需求托底。

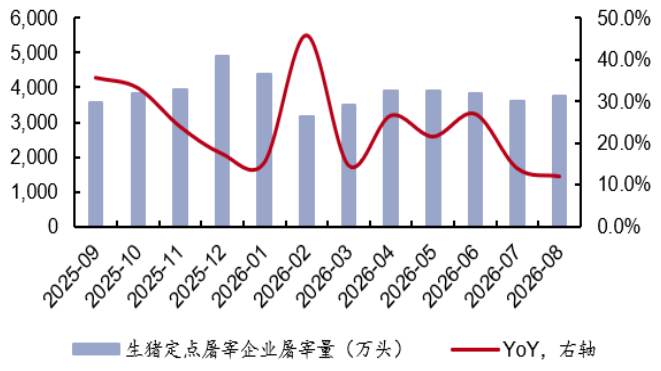
仅供内部参考，请勿外传

图表 49 生猪（外三元）猪价情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 50 生猪屠宰情况



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业重点事件点评

白酒：中秋国庆动销总体平淡，供给端松绑，头部份额逆势提升。双节旺季动销偏淡，终端烟酒店出清普遍双位数下滑，经销商环节持平微降；酒企普遍不强制压货，回款进度慢于往年，行业库存延续去化。价盘总体微降，其中飞天保持坚挺，普五回落至 770-780 元，青 20 在 300-400 元价格带表现坚挺，其余品牌小幅微降。分品牌看，茅台飞天量价较优、系列酒反馈良性；五粮液量稳周转优但利润承压；老窖高度承压；汾酒青 20 降幅收窄；安徽龙头古井稳健；江苏今世缘份额提升。总体看，行业竞争加剧，头部品牌韧性优于长尾，后续仍需关注需求端修复节奏。

乳制品：26H1 乳企收入普遍正增，补税和减值扰动利润。26 年上半年乳制品行业需求呈现企稳增长态势，常温奶维持平稳运行，低温奶延续双位数增长，产品结构优化稳步推进，乳企上半年普遍实现营收正增长，终端需求复苏得到基本面验证。利润端表现有所分化，核心源于二季度行业内多数乳企集中完成所得税补缴，叠加部分企业资产减值计提，一次性因素对当期利润形成明显拖累，若剔除补税及减值等非经常性损益，头部乳企主业经营盈利仍具备较强韧性。分企业看，伊利受补税及计提澳优相关减值影响，上半年利润端承压明显，展望下半年随着澳优扭亏，业绩有望逐季改善；蒙牛收入端实现全面改善，叠加现代牧业扭亏贡献利润弹性，整体增长优于市场预期，下半年现代并表圣牧后，预计利润弹性将持续释放；新乳业依托低温赛道差异化竞争优势，持续推进产品创新与渠道深耕，收入端维持较快增长，短期税收因素压制短期表观利润弹性，但剔除扰动后核心利润增长强劲。

（三）投资建议

白酒：底部信号逐步明朗，宜长线播种、短期把握季度右侧改善机会。Q2 酒企普遍给渠道纾压、报表压力有望进一步释放，下半年低基数下更多酒企动销及报表有望转正。全年看酒企从被动应对进入主动调整，机会在于茅台批价企稳之后，预期筑底企稳。周期节奏上，26H1 酒企主动调整、曙光微现，26H2 有望拐点渐明、渐次改善。优先推荐穿越周期的龙头**茅台**，其次关注库存见底节奏相对较快的**古井、今世缘**，战略关注经营稳中向好的**五粮液**及**汾酒**、低基数下弹性品种**老窖**。

大众品：底部布局优质蓝筹，龙头高股息配置价值凸显。啤酒、乳制品、肉制品等基础刚需品类需求韧性持续凸显，龙头企业依托全产业链布局、精细化运营及成熟品牌壁垒，

仅供内部参考，请勿外传

持续收割中小品牌份额，行业集中度稳步提升，基本面逐步走出底部区间。后续若消费景气度回暖，龙头依托强经营杠杆有望释放更大的业绩修复弹性。当前建议关注两类标的：一是基本面稳健向上、行业护城河深厚的绝对龙头**伊利股份**、**双汇发展**；二是盈利拐点显现、现金流充沛且分红机制成熟的**重庆啤酒**。

图表 51 食品饮料主要红利企业盈利预测与股息率

板块	公司	营收（亿元）			营收 YOY			业绩（亿元）			业绩 YOY			PE	股息率
		25	26E	27E	25	26E	27E	25	26E	27E	25	26E	27E	26E	
白酒	贵州茅台	1,721	1,787	1,862	-1%	4%	4%	823	847	885	-5%	3%	4%	19	4.0%
	五粮液	405	462	515	-55%	14%	11%	90	155	173	-72%	73%	11%	18	7.4%
	泸州老窖	257	182	186	-18%	-29%	3%	108	71	72	-20%	-34%	1%	15	8.0%
大众品	伊利股份	1,159	1,216	1,284	0%	5%	6%	116	100	130	37%	-14%	31%	17	5.1%
	双汇发展	595	590	613	0%	-1%	4%	51	51	52	2%	-1%	3%	16	5.6%
	重庆啤酒	147	143	146	1%	-3%	2%	12	12	12	10%	-5%	4%	16	6.4%

资料来源：wind，华创证券 注：收盘价截至 2026 年 9 月 30 日；双汇发展和重庆啤酒 2025 年经营数据即年报数据

仅供内部参考，请勿外传

七、家电：家电板块估值重构与白电龙头新机遇

（一）基本面数据跟踪

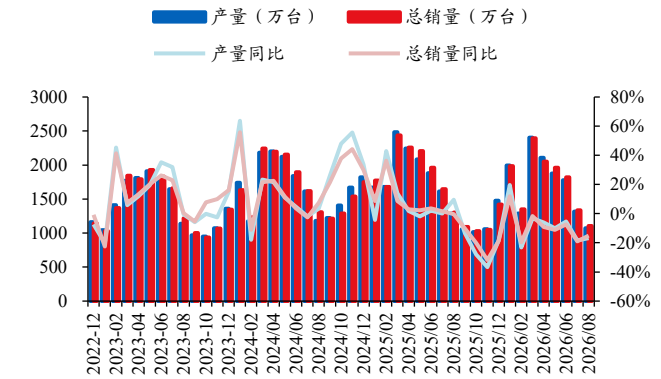
1、白电板块

空调出货：2026 年 8 月空调产量 1072.0 万台，同比-16.8%，总销量 1104.9 万台，同比-15.2%。其中内销量为 557.2 万台，增速-28.0%；外销量为 547.7 万台，增速为+3.6%。

冰箱出货：2026 年 8 月冰箱产量 871.3 万台，同比+0.0%，总销量 859.2 万台，同比-0.3%。其中内销量为 364.9 万台，增速为-5.9%；外销量为 494.3 万台，增速+4.2%。

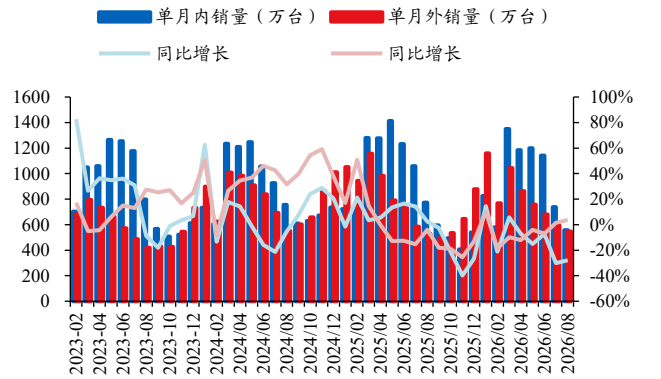
洗衣机出货：2026 年 8 月洗衣机产量 792.9 万台，同比-8.1%，总销量 811.6 万台，同比-6.3%。其中内销量为 368.5 万台，增速为-5.3%；外销量为 443.1 万台，增速为-7.2%。

图表 52　空调行业产量及总销量情况



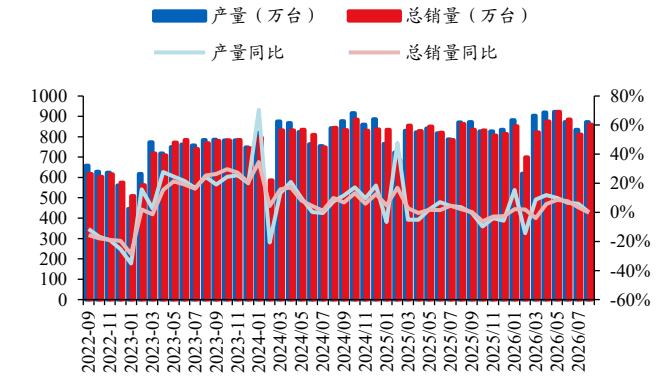
资料来源：产业在线，华创证券

图表 53　空调分内外销量情况



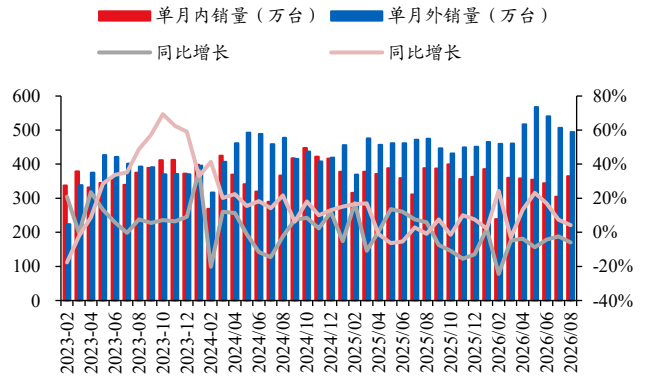
资料来源：产业在线，华创证券

图表 54　冰箱行业产量及总销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

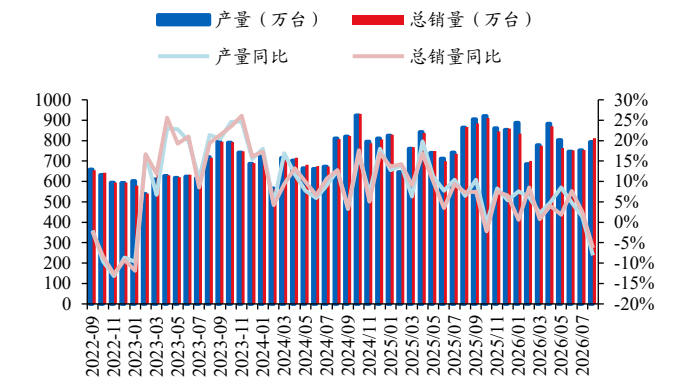
图表 55　冰箱分内外销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

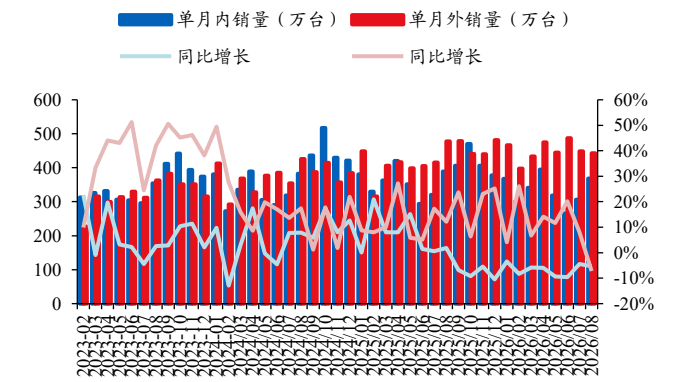
仅供内部参考，请勿外传

图表 56 洗衣机行业产量及总销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

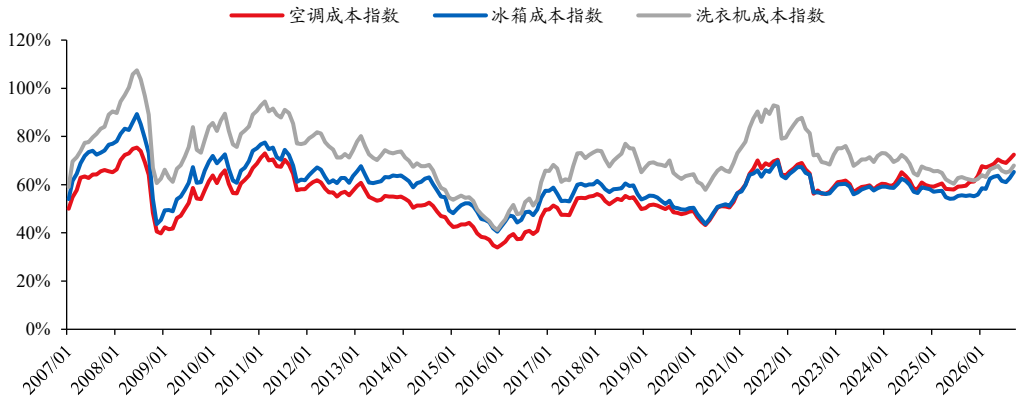
图表 57 洗衣机分内外销量情况



资料来源：产业在线，华创证券

本期家电成本指数同比上涨。我们选取钢、铜、冷轧板等大宗原材料，建立“成本指数”以反映白电成本端的价格变化。2026 年 9 月空调/冰箱/洗衣机成本指数分别为 72.46%、65.30%、67.92%，同比+12.83pct，+9.97pct，+5.37pct。

图表 58 家电成本指数走势



资料来源：Wind，华创证券

2、厨电&民电板块

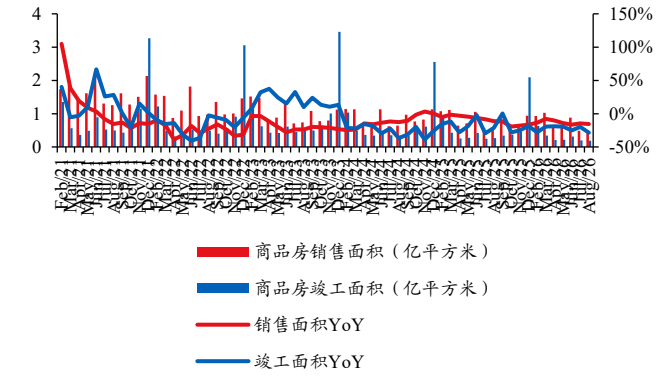
新房市场：2026 年 8 月，中国商品房竣工/销售面积为 0.19/0.49 亿平方米，同比-28.5%/-15.4%；累计 1-8 月份为 2.11 /4.99 亿平方米，累计同比为-23.7% /-13.0%。

二手房市场：2026 年 9 月，中国城市二手房挂牌价指数为 136.69，同比-6.3%；中国城市二手房挂牌量指数为 44.82，同比-25.5%。

油烟机市场：2026 年 8 月，根据奥维云数据，油烟机线上销额同比-6.5%，油烟机线下销额同比-7.3%。

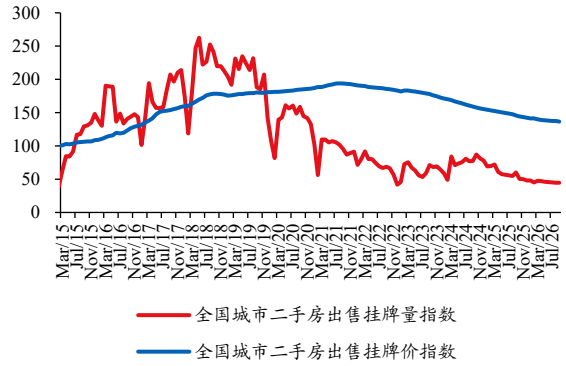
仅供内部参考，请勿外传

图表 59 中国商品房竣工/销售面积及同比



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 60 全国城市二手房出售挂牌量、价指数



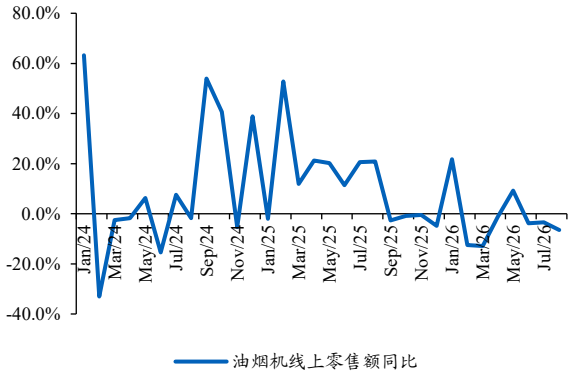
资料来源：iFind，华创证券

图表 61 油烟机线下销售情况



资料来源：奥维云网，华创证券

图表 62 油烟机线上销售情况



资料来源：奥维云网，华创证券

（二）行业重点事件点评

石头科技：向香港联交所递交 H 股发行上市的申请并刊发申请资料的公告

2025 年 6 月 27 日公司向香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）递交了发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市（以下简称“本次发行上市”）的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请资料。

安克创新：向不特定对象发行可转换公司债券发行公告

2025 年 6 月 12 日公司发布可转债发行公告，总金额约 11 亿元，用于多个核心项目建设。转股价格 111.94 元，6 月 16 号（T 日）申购，可转债发行使得公司战略加速推进，后续户储、UV 打印、割草机等新品类有望接力增长，长期高增仍具驱动，建议重视价值布局机会。

仅供内部参考，请勿外传

（三）投资建议

1、白电：国补如期延续，板块有望因政策落地带来估值修复

25 年家电国补政策如期续作不留空档，且补贴品类与补贴标准在此前基础上仍有加码，空调可按上限 6000 元进行补贴，在国补作用下家电零售端有望延续强劲表现。且考虑到政策对 1/2 级能效标准产品销售的倾斜，后续对产品结构拉动有望持续兑现，看好兼具高股息+内销经营基本面延续改善的**美的集团、海尔智家、海信家电**。

2、小家电：渠道变革+微信小店催化送礼需求

苏泊尔为国内小家电龙头企业，近年来渠道变革成效显著、产品创新持续满足消费者多元需求，小家电龙头经营稳健、远期成长动力充足，内销有望在补贴下稳健修复。

3、厨电&民电：质量红利+周期红利，重视板块龙头投资机会

质量红利+周期红利，重视民电/照明/厨电板块龙头投资机会。我们对于红利的理解，一是增长持续确定、自由现金流可观、安全边际较高的质量红利资产；二是增速仍具周期属性，但供给约束下竞争力强化、且分红派息意愿强的周期红利资产。

1）持续推荐公牛集团：主业现金牛资产稳步增长，新业务持续扩张打开新空间。作为民电绝对龙头，强大渠道管理能力和精益制造能力保障主业（插排+墙开）现金牛资产格局第一的稳定地位，同时三新业务（无主灯+出海+新能源）具备长期成长空间，公司自由现金流可观，分红稳定。

2）建议关注老板电器、欧普照明：受益地产政策及以旧换新政策，推荐顺周期厨电、照明龙头。厨电品类 24 年首次被纳入“以旧换新”补贴名单，25 年预计将有换新需求而带来的较强的业绩修复。且厨电照明板块整体估值较低，龙头盈利稳健，具有高分红属性。

图表 63 家电主要红利企业盈利预测与股息率

板块	公司	营收（亿元）						业绩（亿元）						股息率
		2024	YoY	2025E	YoY	2026E	YoY	2024	YoY	2025	YoY	2026E	YoY	
白电	格力电器	1900	-7.30%	2076	9.30%	2196	5.80%	322	10.90%	351	9.10%	376	7.30%	7.8%
	美的集团	4091	9.50%	4,585	8.80%	4767	7.10%	385	14.30%	431	11.90%	472	9.50%	5.3%
	海信家电	927	8.40%	879	8.70%	1091	8.30%	33	18%	38	13.80%	43	12.5%	4.7%
	海尔智家	2860	4.35	3,023	6.40%	3219	5.80%	187	12.90%	213	13.60%	237	11.40%	5.7%
小家电	苏泊尔	224	5.30%	228	6.30%	254	6.40%	22	3.00%	24	7%	26	6.90%	6.6%
厨电&民电	欧普照明	71	-9%	74	4.50%	79	6.40%	9	-2.30%	9	4.20%	10	7%	6.4%
	老板电器	112	0.10%	117	4.40%	123	5.40%	16	-9%	17	10.30%	19	7%	2.9%
	公牛集团	168	7.20%	184	9.20%	201	9.40%	43	10.40%	47	9.20%	51	9.70%	4.9%

资料来源：Wind，华创证券 注：盈利预测为 Wind 一致预期，股息率为近 12 个月股息率（截至 2026.9.30）

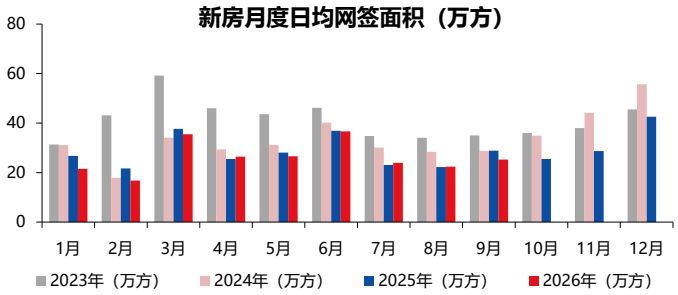
仅供内部参考，请勿外传

八、地产：红利资产聚焦二手房中介和购物中心

（一）基本面数据跟踪

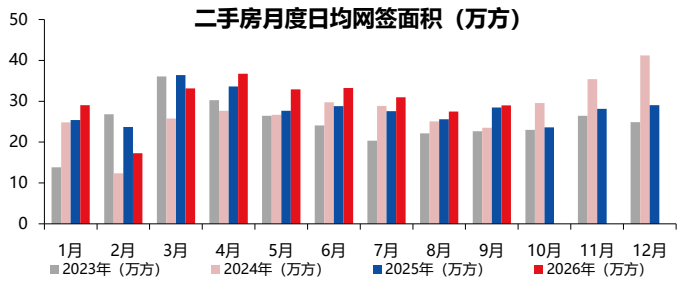
新房累计网签面积下降 6%，二手房累计网签面积增长 5%。1）2026 年 9 月（截至 9 月 30 日）20 城新房月度日均网签面积约 25 万方，同比下降 12%，环比增加 13%；11 城二手房月度日均网签面积约 29 万方，同比增加 2%，环比增加 5%。2）9 月，20 城新房网签面积同比转负，11 城二手房网签面积同比较 8 月（7%）也有所下滑，或因居民期待地产新政、需求释放阶段性放缓所致。3）累计数据来看，截至 2026 年 9 月 20 城新房累计网签面积约 7149 万方，同比下降 6%；11 城二手房累计网签面积约 8212 万方，同比增加 5%。

图表 64　9 月 20 城新房日均网签同比下降 12%



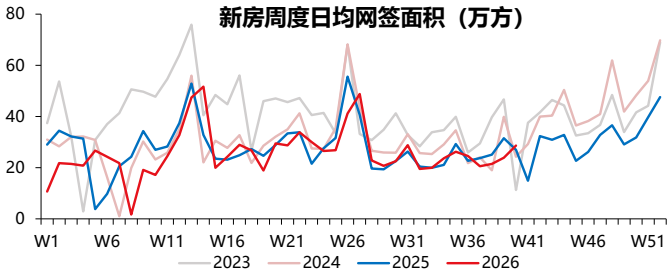
资料来源：Wind，华创证券

图表 65　9 月 11 城二手房日均网签同比增加 2%



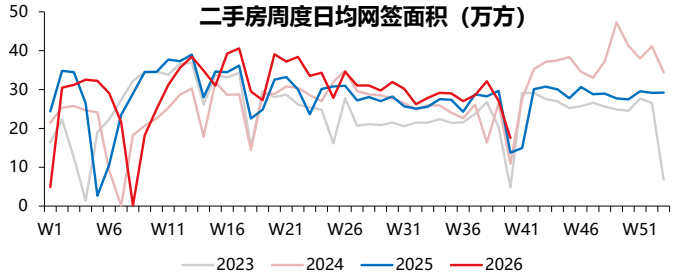
资料来源：Wind，华创证券

图表 66　20 城新房网签位于近年低位



资料来源：Wind，华创证券

图表 67　11 城二手房网签较强于去年同期

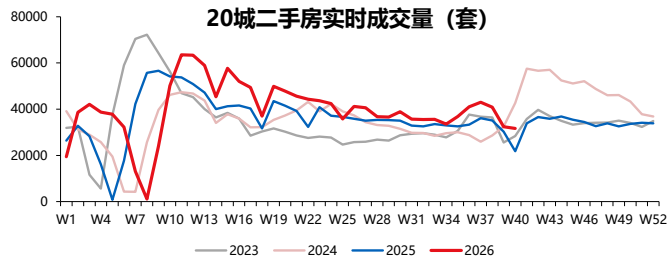


资料来源：Wind，华创证券

20 城二手房实时成交量表现强于去年同期。1）2026 年第 40 周（9 月 27 日-10 月 3 日）20 城二手房实时成交量约 3.2 万套，环比下降 2%，同比增加 45%；9 月第 36/37/38/39 周同比分别为+23%/+19%/+16%/+7%，整体实时成交量表现强于去年同期，但逐步走弱。2）北京（39 周）二手房实时成交量约 1300 套，环比减少 14%，同比增加 4%。3）上海（38 周）二手房实时成交量约 1100 套，环比减少 15%，同比减少 5%。4）深圳（39 周）二手房实时成交量约 900 套，环比减少 40%，同比减少 27%。

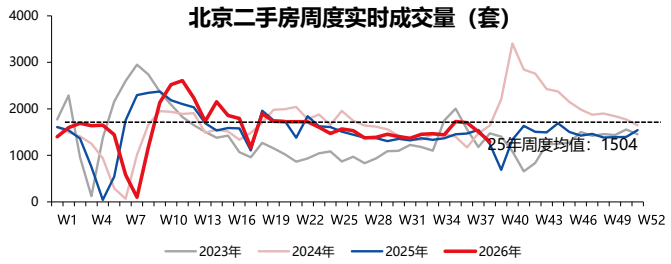
仅供内部参考，请勿外传

图表 68 20 城二手房实时成交量



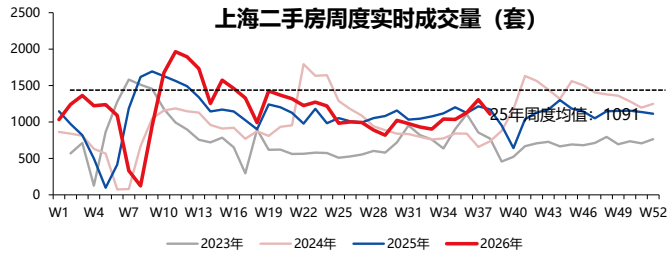
资料来源：蝴蝶指数，华创证券

图表 69 北京二手房实时成交量



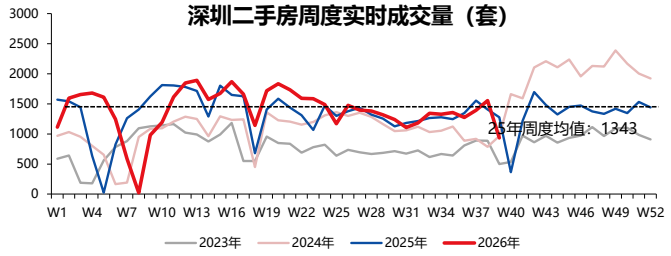
资料来源：贝壳，华创证券

图表 70 上海二手房实时成交量



资料来源：房地产中介协会，华创证券

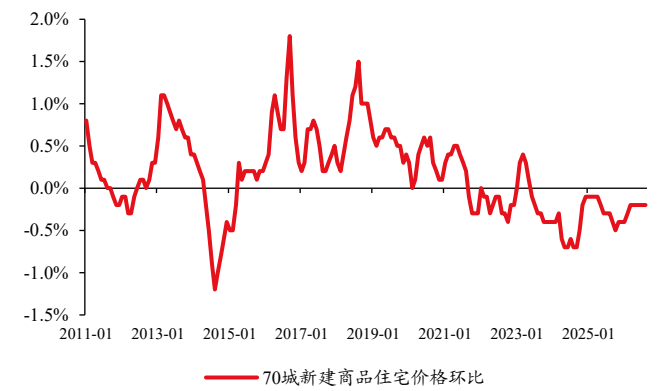
图表 71 深圳二手房实时成交量



资料来源：贝壳，华创证券

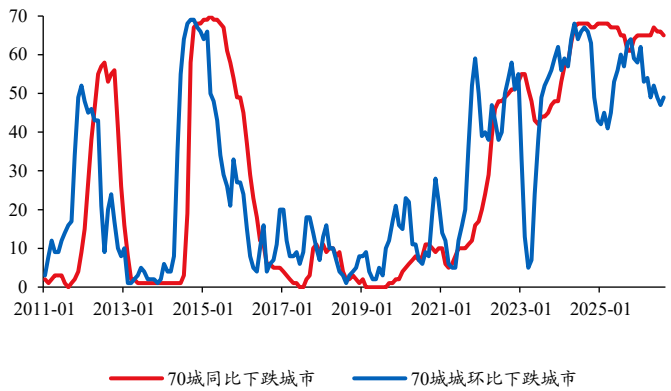
70 大中城市房价环比为-0.2%，环比下跌城市增加至 49 座。2024 年 9 月后 70 大中城市房价环比跌幅快速收窄，2024 年 12 月至 2025 年 4 月维持在-0.1%，2025 年 6 月开始跌幅走阔，11 月小幅回升至-0.4%，直至 2026 年 3 月进一步缩窄至-0.2%并持续至 8 月，后续改善可能仍需政策催化。城市之间分化明显，2026 年 8 月新新房价格环比下跌城市为 49 座，较上月增加 2 座。

图表 72 8 月 70 大中城市新房价格环比为-0.2%



资料来源：Wind，华创证券

图表 73 8 月新房价格环比下跌城市为 49 座

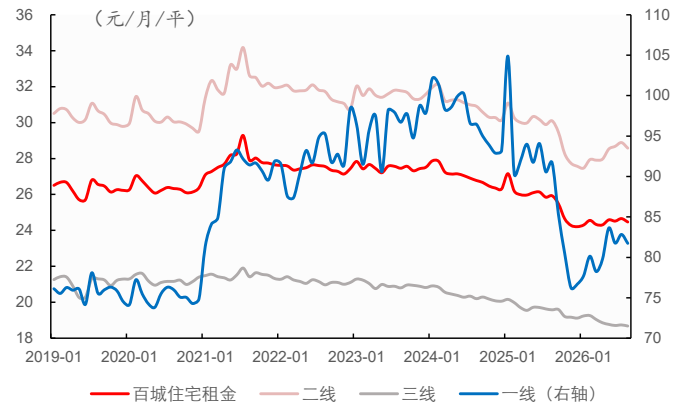


资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

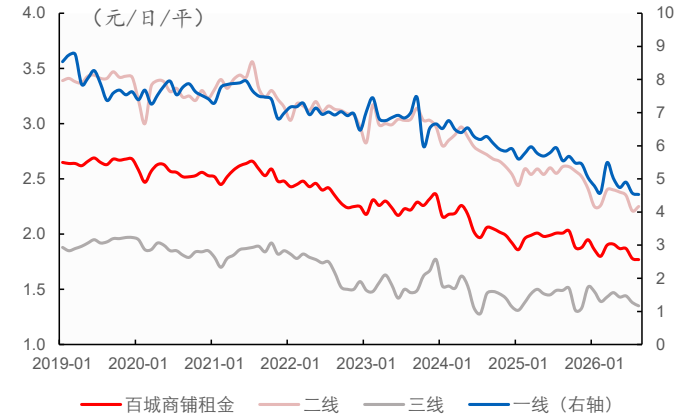
8 月百城住宅租金环比下滑 1%，百城商铺租金环比下滑 1%。1）百城住宅租金自 2021 年下半年开始下降，2026 年 8 月住宅租金单价为 24.5 元/月/平，环比下滑 1%，较 2021 年高点下降 16%。其中一线城市住宅 8 月月租金单价为 81.7 元/月/平，环比下滑 1%，较 2021 年高点下降 11%。2）百城商铺租金自 2019 年以来持续下降，2025 年年初至 9 月呈上升趋势，随后转跌，2026 年 3 月为近半年来首次提升，5 月重新下降，8 月为 1.77 元/日/平，环比下滑 1%。

图表 74　8 月住宅租金环比下滑 1%



资料来源：Wind，华创证券

图表 75　8 月商铺租金环比下滑 1%



资料来源：Wind，华创证券

（二）行业重点事件点评

9 月 24 日，北京市出台现房销售政策细则《关于完善商品住房销售制度的通知》，核心内容分为两大板块：1）分类设置项目销售规则，差异化实施预售管理、有序推进现房销售。第一，“828”之后新拿地的项目：优先选择现房销售，房企拿到施工证后，即可与购房人签订定金合同，一般收取不超过总房价款 1%的定金；若房企违约无法按期交房，购房人有权提出解除定金合同。若项目申请预售，单体建筑需完成主体结构封顶，预售资金实施全额、全过程监管，项目联合验收后方可解除监管，预售资金能否用银行保函置换，待后续政策确认。第二，“828”前已取得工规证，但无预售证的项目：预售条件按原规定执行，沿用北京过去主体结构正负零可售的规则；依旧执行原有预售资金监管要求，虽然仍按老预售制执行，但按揭贷款放款时间是竣备，未来房企可能对首付比有要求。第三，“828”前拿地，但未取得工规证的项目：原则上按新取得土地项目执行预售管理政策；各区政府确保能按时交付的，在加强预售资金监管的情况下，报市级部门备案后，2027 年底前仍可按原有预售条件申请预售。预售资金方面，设定重点监管额度，额度要覆盖项目全部剩余工程建设费用及红线外需房企承担的市政工程费用；预售资金应全部进入市住房资金管理中心监管账户，入账资金超过重点监管额度后，可按建设节点申请支取相应建设资金，或申请支取超出重点监管额度部分的资金，支取时由区住建（房管）审核。**2）配套制度安排。**第一，推行主办银行制度：房企在主办银行开立资金账户，项目存续期间，开发贷款、项目自有资金、现房销售资金等与项目相关的全部资金均应纳入在主办银行开立的资金账户管理；市住房资金管理中心在主办银行开立监管账户，用于存放监管项目预售资金和现房定金。第二，规范个人按揭贷款发放：“828”后取得预售证的项目，竣工备案后方可发放个人住房按揭贷款（含公积金贷款）。第三，优化土地供应管理：支持带规划方案出让、拿地即开工，完善 “一地一策” 会商机制，加大用地周边市政配套建设支持，推动入市用地达到 “七通一平”；“828”之后发布出让公告的

仅供内部参考，请勿外传

商品住宅用地，出让价款可分期缴纳，首付款在出让合同签订之日起 30 个自然日内缴纳，缴纳比例不低于总价款的 50%，余款可延长至出让合同签订后两年内缴清，不计利息。

上海随后于 9 月 29 日出台相应政策，对比北京，二者差异主要表现在：1）定金差异：房企拿到施工证后，即可与购房人签订定金合同，一般收取不超过总房价款的 3%的定金。（北京是 1%）。**2）土地出让金缴纳节奏差异：**“828”后发布出让公告的商品住宅用地，出让价款可分期缴纳，首付款在出让合同签订之日起 30 个自然日内缴纳，缴纳比例不低于总价款的 50%，余款可延长至出让合同签订后一年内缴清；适应市场和项目需要，按规定程序决策后，可再延长一年；不计利息（北京：余款可延长至出让合同签订后两年内缴清，不计利息）。

9 月 29 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》，明确全国居民购房贷款贴息政策。该政策支持新发放商业性个人住房贷款购买首套住房（新房、二手房均可，不含存量贷款置换），要求所购住房建筑面积不超过 120 平、总价不高于 150 万元。第一，贴息标准：财政按贷款本金年化 1 个百分点贴息，贴息期限最长 5 年，单户享受贴息贷款规模上限 100 万元；贴息资金由中央财政承担 90%、地方财政承担 10%。第二，实施安排：政策自 2026 年 10 月 1 日起执行，实施期暂定 1 年，所有办理商贷的银行均可经办贴息业务，银行可自动识别符合条件购房者并扣减贴息金额。本次政策为中央财政首次针对商业住房贷款贴息，聚焦刚需群体，降低购房利息负担，与北京现房销售细则形成供给端改革叠加需求端刺激的政策组合，提振居民购房意愿。

（三）投资标的

贝壳-W：公司为二手房中介龙头，过去利润难以释放主因原有作业模式下市占率触及天花板后的无效扩张，因此公司目前面临的内卷、超级个体出走以及自媒体冲击并不会影响其核心竞争力及市占率，反而短期进行人员优化、长期重塑激励机制是必然选择。2）减费降本在 Q1 得到验证，2026 年 non-gaap 经营利润达到 70 亿的确定性较大。

太古地产：典型的通过持有具有护城河的底层资产、从而获得稳定现金流的商业地产公司，且承诺分红每年保持中个位数增长率。公司公布 2026 年半年度经营数据，旗下所有购物中心零售额均实现增长，较 2025 年增速仍在改善。2026 年香港消费复苏强劲，截至 7 月香港零售额增速为 8.94%，明显好于 2025 年末的 0.95%，太古上半年 3 个香港商场明显增长，其中东荟城名店、太古广场零售额增速分别为 16.3%、14.9%。预计 26 年租金将小幅增长。受益于头部奢侈品牌落位，多个内地购物中心零售额增速持续爆发式增长，上海兴业太古汇、三里屯太古里上半年分别增长 82.2%、63.2%，预计 2026 年内地购物中心应占租金增长将提速。

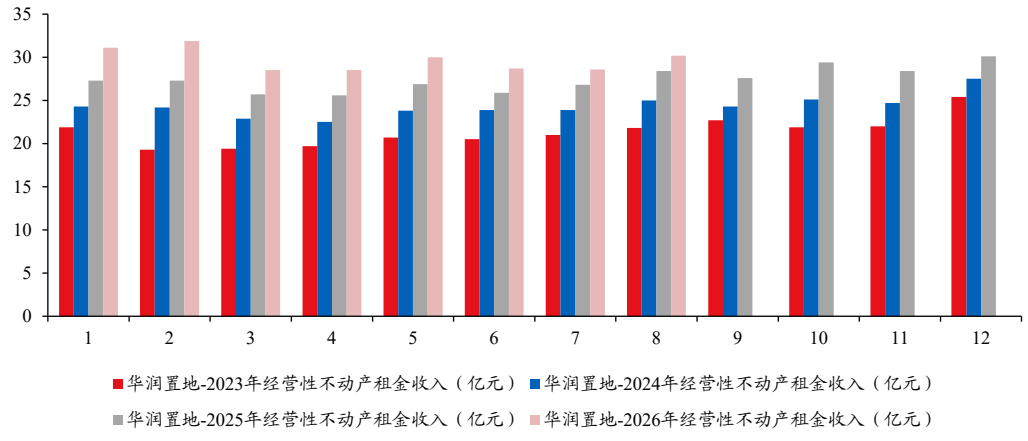
图表 76 公司购物中心出租率、销售额及租金变化

购物中心	租用率		销售额同比				
	2025年	2026年H1	2025年H1	2025年Q1-3	2025年	2026年Q1	2026年H1
香港							
太古广场	100%	100%	1%	4%	6%	13.9%	14.9%
太古城中心	100%	100%	2%	3%	3%	3.4%	3.3%
东荟城名店仓	100%	100%	-3%	0%	2%	21.8%	16.3%
内地							
北京三里屯太古里	99%	100%	7%	8%	11%	56.2%	63.2%
广州太古汇	100%	100%	-2%	0%	2%	17.6%	9.3%
北京颐提港	99%	98%	持平	3%	3%	2.7%	3.2%
成都太古里	97%	98%	0%	2%	7%	18.4%	13.8%
上海兴业太古汇	96%	98%	14%	42%	50%	81.5%	82.2%
上海前滩太古里	98%	98%	4%	6%	7%	14.7%	13.9%

资料来源：公司公告，华创证券

华润万象生活：公司为轻资产商管龙头，购物中心经营稳健，在手现金流充沛，保持高派息回馈股东。1）2026 年上半年公司实现营收 92.17 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润 22.39 亿元，同比增长 10.3%；核心归母净利润 22.29 亿元，同比增长 10.8%。公司整体毛利率为 38.0%，同比提升 0.9pcts，核心净利润率同比提升 0.6pcts 至 24.2%，盈利能力持续提升。分业务看，购物中心/写字楼/物业航道/生态圈业务营收分别为 26.10/10.89/53.30/1.88 亿元，同比分别增长 15.2%/8.6%/3.4%/87.8%，营收占比分别为 28.3%/11.8%/57.8%/2.0%；毛利率分别为 78.7%/38.7%/18.3%/30.9%，同比分别持平/+1.0/-0.5/-6.3pcts。2）在营购物中心达 138 个，期内零售额同比增长 21.7%（可同比+10.2%），其中重奢/非重奢项目零售额分别同比增长 17.0%/24.2%（可同比+11.0%/+9.7%）。物业航道在管面积 4.4 亿平方米、合约面积 4.7 亿平方米，较 2025 年末分别增长 3.5%/1.0%。3）重视股东回报，2026 年公司宣派中期股息 0.586 元/股，同时宣派特别股息 0.391 元/股，合计中期股息 0.977 元/股，同比增长 10.9%；其中固定派息率 60%、特别派息率 40%，实现中期核心净利润 100%分派。4）最新数据来看，2026 年 8 月华润置地经营性不动产租金收入 30.2 亿元，同比增长 6%。

图表 77 2026 年 8 月华润置地经营性不动产租金收入同比提升 6%



资料来源：公司公告，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

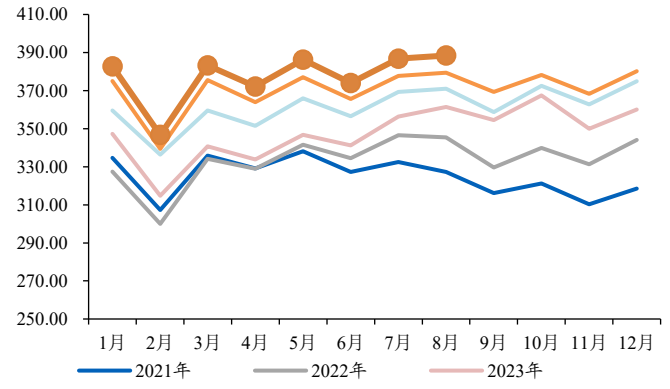
九、金属：铝去库叠加利润维持高位，红利属性显著

（一）基本面数据跟踪

电解铝产量：2026 年 8 月，中国电解铝产量为 388.43 万吨，同比+2.4%，环比+0.4%；2026 年 1-8 月中国电解铝产量为 3021 万吨，同比+2.3%。

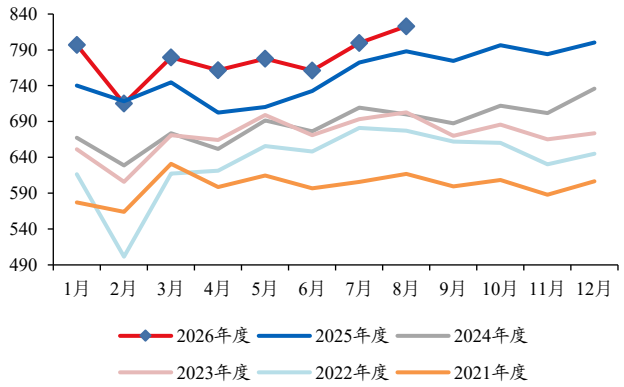
氧化铝产量：2026 年 8 月，中国冶金级氧化铝产量为 823 万吨，同比+4.5%，环比+2.9%；2026 年 1-8 月中国冶金级氧化铝产量 6214 万吨，同比+5.2%。

图表 78 中国电解铝月度产量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 79 中国冶金级氧化铝月度产量（万吨）

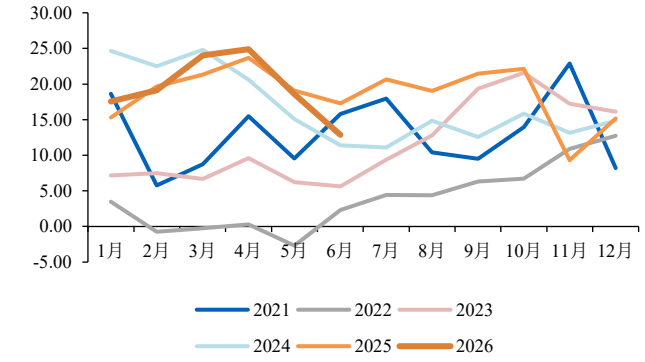


资料来源：钢联，华创证券

原铝净进口：2026 年 8 月，中国原铝净进口 16.36 万吨，同比-14%，环比+6.5%；2026 年 1-8 月，中国原铝净进口累计 148.83 万吨，同比-4.61%。

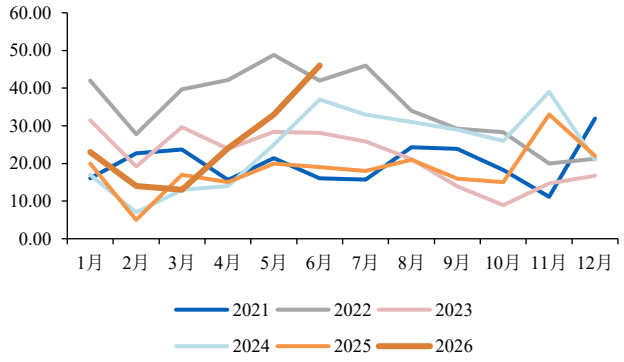
铝材净出口：2026 年 8 月，中国铝材净出口 34 万吨，同比+62%，环比-6%；2026 年 1-8 月，中国铝材净出口累计 223 万吨，同比+65.19%。

图表 80 原铝净进口量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 81 未锻轧铝及铝材净出口量（万吨）

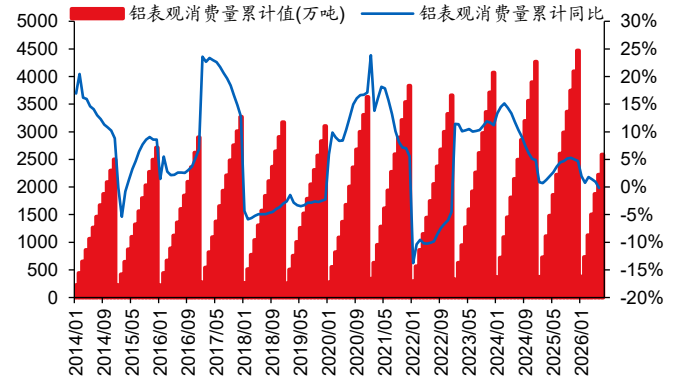


资料来源：Wind，华创证券

表观消费量：2026 年 8 月，中国铝表现消费量 373.17 万吨，同比-1.5%，环比+1.2%；2026 年 1-8 月，中国铝表观消费量累计 2961.94 万吨，同比-0.7%。

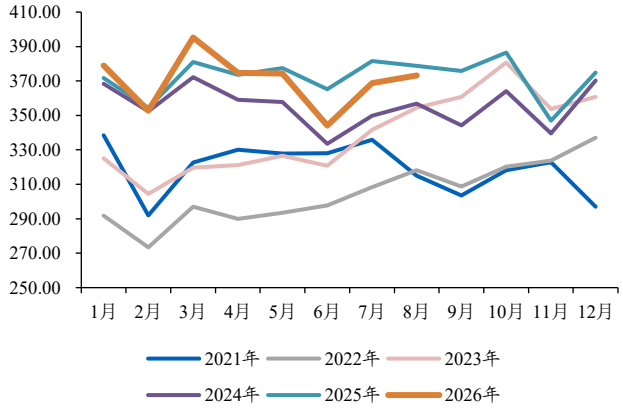
仅供内部参考，请勿外传

图表 82 国内铝表观消费量



资源来源：Wind，华创证券

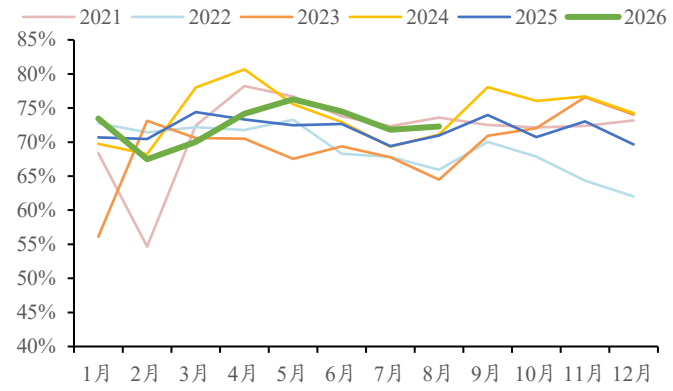
图表 83 国内日均铝表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

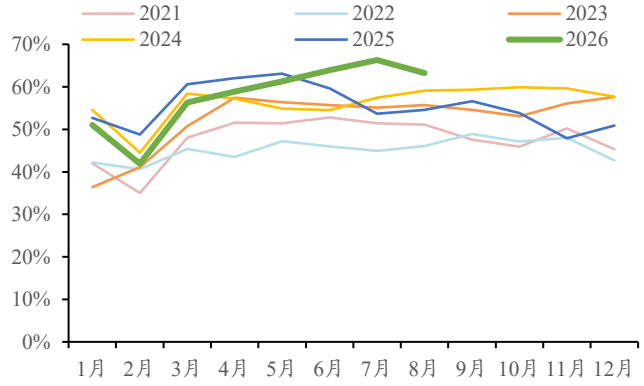
下游开工情况：2026 年 8 月，铝板带箔开工率 72.3%，同比+1.33pct，环比+0.5pct；铝杆开工率 63.2%，同比+8.6pct，环比-3.1pct；原生铝合金锭开工率 33.22%，同比-2.73pct，环比-1.92pct；再生铝合金锭开工率 36.21%，同比-2.98pct，环比-0.88pct。

图表 84 铝板带开工率



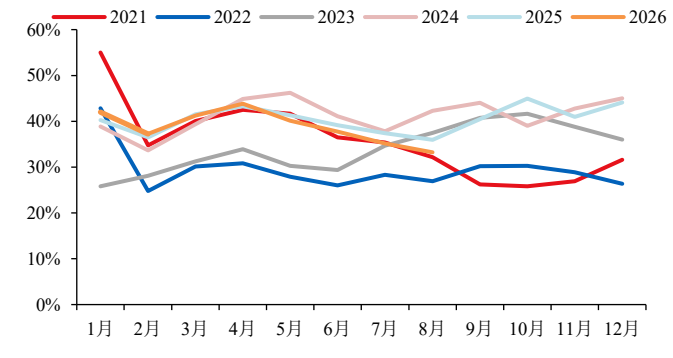
资料来源：My Metal，华创证券

图表 85 铝杆线开工率



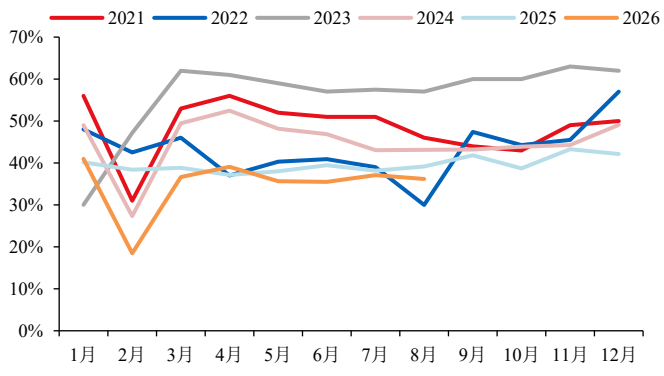
资料来源：My Metal，华创证券

图表 86 原生铝合金锭开工率



资料来源：My Metal，华创证券

图表 87 再生铝合金锭开工率



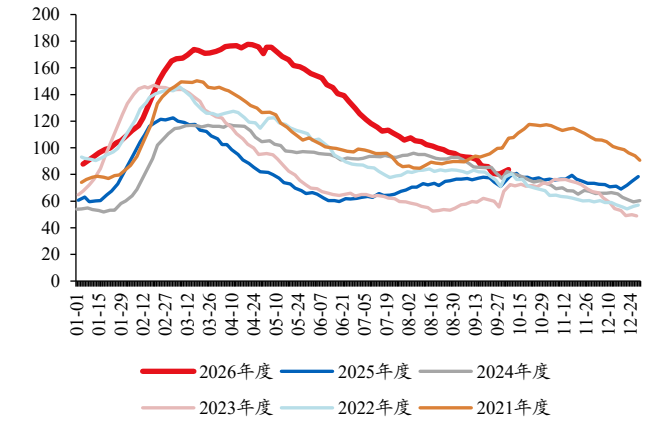
资料来源：My Metal，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

中国社会库存：2026 年 8 月底，国内电解铝锭+铝棒社会库存 95.65 万吨，环比 26 年 7 月底减少 10.15 万吨，同比 25 年 8 月底增加 20.35 万吨；2026 年 9 月底，国内电解铝锭+铝棒社会库存 80.15 万吨，环比 26 年 8 月底减少 15.5 万吨，同比 25 年 9 月底增加 9.1 万吨。

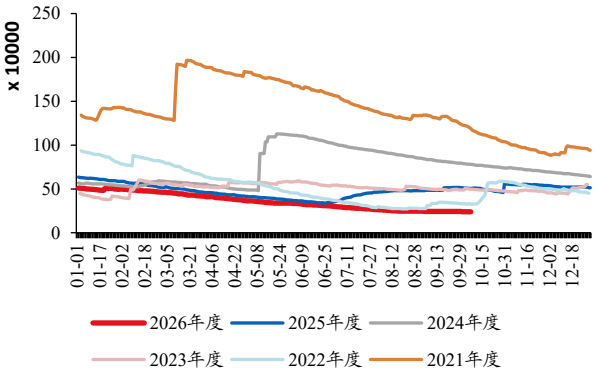
LME 铝库存：2026 年 8 月 31 日，LME 铝库存 24.67 万吨，环比 26 年 7 月底下降 1.77 万吨，同比 25 年 8 月底下降 23.43 万吨；2026 年 9 月 30 日，LME 铝库存 24.14 万吨，环比 26 年 8 月底下降 0.54 万吨，同比 25 年 9 月底下降 27.2 万吨

图表 88　国内电解铝锭+铝棒库存（万吨）



资料来源：钢联，华创证券

图表 89　LME 铝库存情况（万吨）

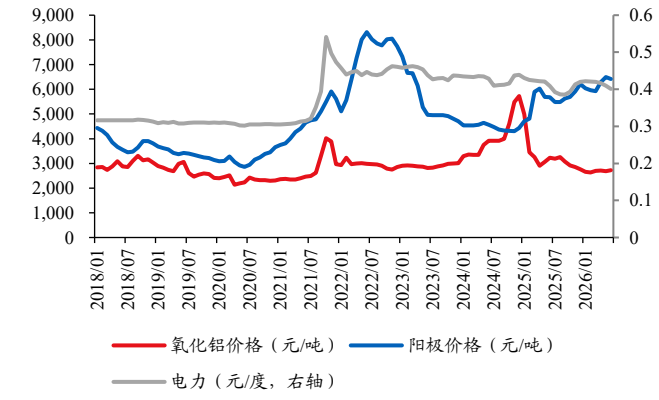


资料来源：Wind，华创证券

电解铝行业利润维持高位。根据钢联数据，2026 年 8 月电解铝完全成本 15661 元/吨，环比 26 年 7 月下降 99 元/吨，同比 25 年 8 月下降 450 元/吨。2026 年 8 月电解铝行业利润 8227 元/吨，环比 26 年 7 月增加 869 元/吨，同比 25 年 8 月增加 3660 元/吨。其中：

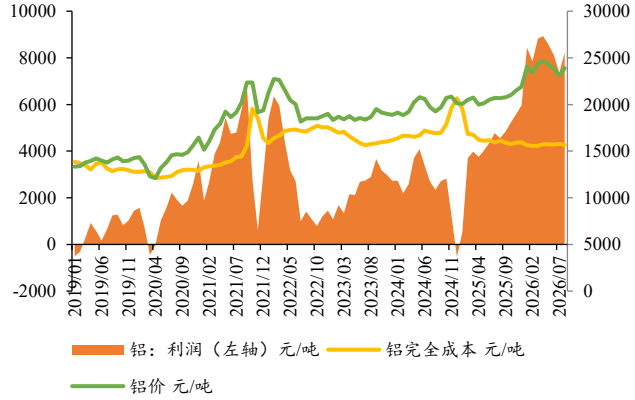
电力：根据百川数据，2026 年 8 月电解铝综合电价 0.3915 元/度，环比 26 年 7 月增加 0.03%，同比 25 年 8 月增加 1.4%；**氧化铝：**2026 年 8 月氧化铝平均价格 2686 元/吨，环比 26 年 7 月下降 1.88%，同比 25 年 7 月下降 17.5%；**预焙阳极：**2026 年 8 月预焙阳极平均价格 6405 元/吨，环比 26 年 7 月下降 1.27%，同比 25 年 8 月增加 16.8%。

图表 90　氧化铝、预焙阳极、电价走势



资料来源：百川盈孚，Wind，华创证券

图表 91　中国电解铝吨铝利润（元/吨）



资料来源：钢联，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

（二）投资建议

我们认为伴随传统旺季的来临，9 月国内下游铝箔、线缆等细分领域开工率环比持续修复，带动国内库存大幅去化，当前看全球铝库存已经回落至历史同期低位，有望对年内铝价形成支撑。而长维度看我国新版境外投资管理政策的出台或对海外项目建设形成约束，且受国内电解铝产能天花板明确，国内铝价韧性较强。未来铝或转向价格韧性及分红确定性的红利价值主线，高股息红利稀缺价值持续凸显。

从红利层面，当前电解铝红利资产属性明显。考虑中国电力结构情况以及电力成本相对处于全球低位，我们持续看好国内电解铝的攻守兼备特征，红利属性明显，建议关注低成本的新疆企业和电力优势明显的绿电企业。9 月份电解铝行业平均利润在 8100 元/吨附近，行业股息率总体维持高位。从 2026 半年报，电解铝企业业绩兑现度总体较高，且公司分红意愿明确，其中南山铝业拟每 10 股派发现金红利 2.65 元（含税），对应股利支付率 135.41%，中国铝业、云铝股份、天山铝业中期分红比例分别为 39.9%、40%、33%，且天山铝业承诺年内不低于 50%，中孚实业承诺 2026 年分红比例分别不低于 60%，建议关注盈利稳定下有增量标的、优质分红标的：

1）优质分红标的：南山铝业、中国宏桥、宏桥控股、天山铝业、云铝股份、中孚实业、神火股份、创新实业、中国铝业。

2）电解铝增量标的：华通线缆、天山铝业、南山铝业、南山铝业国际、创新实业。

图表 92　铝公司主要盈利及分红情况

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					分红比例（%）						股息率（%）
		2026/10/8	2024A	2025A	2026H1	2026E	yoy	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1	2025A
1378.HK	中国宏桥	1767	223.7	226.4	172.1	337.1	49%	50.4	50.4	31.0	62.0	62.5		7.9
600219.SH	南山铝业	560	48.3	47.4	22.5	52.3	10%	21.9	13.3	40.4	40.9	42.7	135.4	8.9
000933.SZ	神火股份	594	43.1	40.1	47.8	90.6	126%	31.3	29.7	30.5	41.6	44.6		3.0
002532.SZ	天山铝业	563	44.6	48.2	41.8	89.7	86%	48.5	34.9	31.4	41.4	52.4	32.8	4.5
601600.SH	中国铝业	1451	124.0	126.7	118.7	228.0	80%	10.7	14.7	20.4	30.0	36.5	39.9	3.0
000807.SZ	云铝股份	912	44.1	60.5	76.8	143.2	136%	11.8	12.1	20.2	32.2	40.0	40.0	2.7
002379.SZ	宏创控股	2134	-0.7	178.6	156.5	311.5	74%	——	——	——	——	18.2	——	1.5
600595.SH	中孚实业	240	7.0	16.2	18.8	38.1	135%	——	——	——	——	43.4	——	2.9
2788.HK	创新实业	262	20.6	27.3	23.0	48.9	79%	——	——	——	——	51.2	——	5.2

资料来源：Wind，华创证券　注：分红比例不含回购情况，2026 年业绩为 Wind 一致预期

仅供内部参考，请勿外传

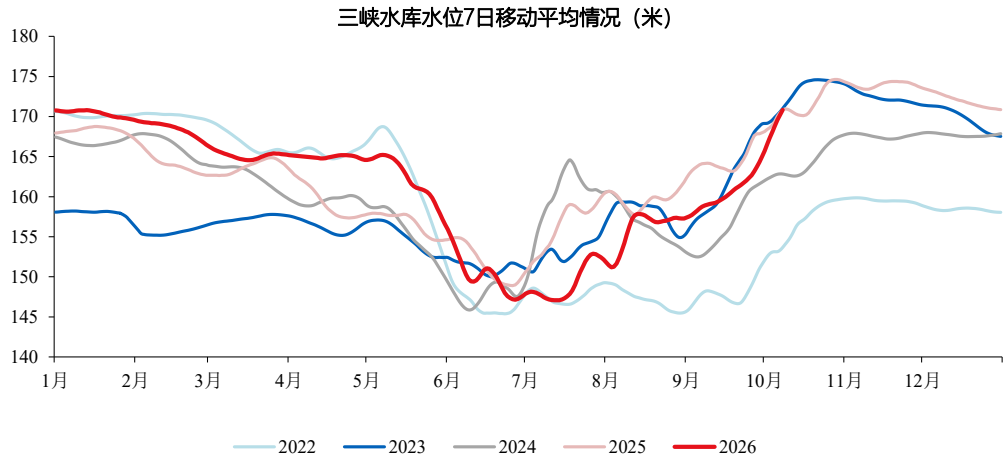
十、公用：火电电价拐点或渐近，重视水电长期配置价值

（一）基本面数据跟踪

1、水电行业

2026 年 9 月，三峡水库水位均值为 161.3 米，同比-2.3%，环比+3.1%。2026 年 1~9 月，三峡水库水位均值为 160.7 米，同比+0.2%。9 月三峡水库水位环比回升，但同比仍有所回落，年初以来累计水位均值同比基本持平。伴随汛末蓄水推进，后续仍需持续关注来水变化及蓄水进度。

图表 93　三峡水库水位 7 日移动平均情况（米）



资料来源：Wind，华创证券

2、火电行业

1）煤价走势

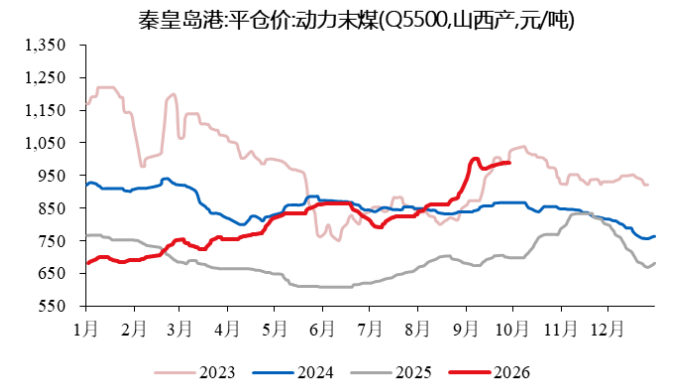
2026 年 9 月，秦皇岛 Q5500 平仓价均值 974.5 元/吨，同比+41.1%，环比+13.4%。本月煤价环比明显上涨，同比涨幅扩大至+41%，较 2025 年同期显著抬升，火电企业燃料成本压力有所增加。

2）港口煤炭库存

2026 年 9 月，北方四港煤炭库存均值 1384.6 万吨，同比+0.3%，环比-8.3%。近期煤炭港口库存持续去化，库存水平已接近去年同期。

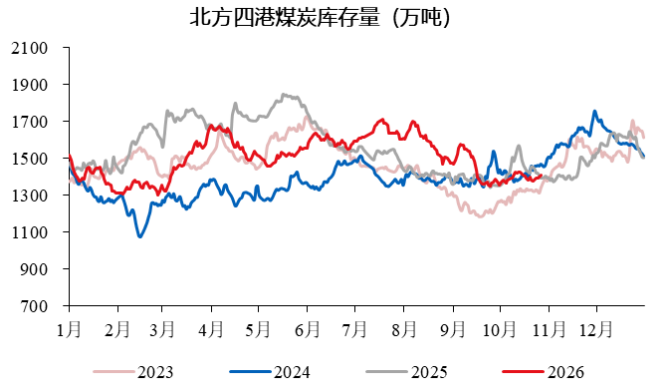
仅供内部参考，请勿外传

图表 94 秦皇岛港：平仓价动力末煤（Q5500，山西产，元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 95 北方四港煤炭库存量（万吨）

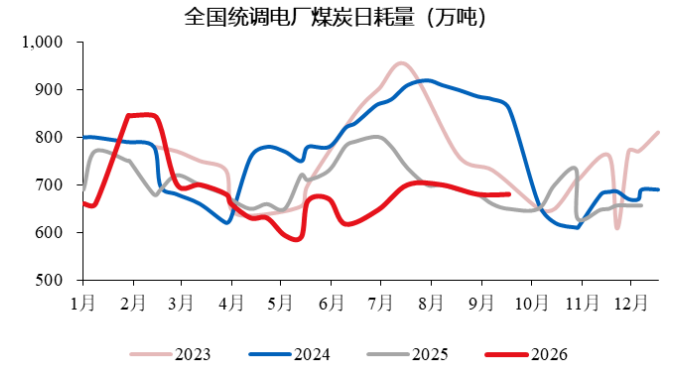


资料来源：Wind，华创证券

3）煤炭日耗量

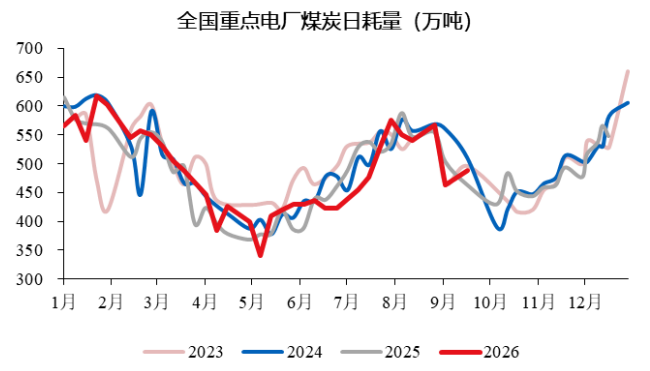
2026 年 9 月，全国统调电厂煤炭日耗量均值 680.0 万吨，同比+4.2%，环比-2.9%；2026 年 9 月，全国重点电厂煤炭日耗量均值 476.0 万吨，同比+2.1%，环比-14.8%。伴随迎峰度夏结束，电厂煤炭日耗环比回落，但同比仍保持增长。

图表 96 全国统调电厂煤炭日耗量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 97 全国重点电厂煤炭日耗量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

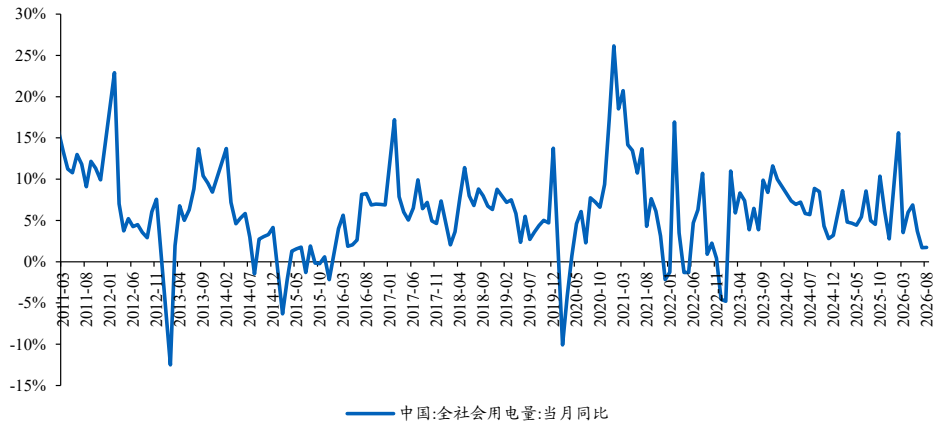
（二）行业重点事件点评

根据国家能源局的数据，2026 年 8 月，我国全社会用电量达 1.03 万亿千瓦时，同比增长 1.7%，连续两个月突破万亿千瓦时；1~8 月全社会用电量累计 7.17 万亿千瓦时，同比增长 4.3%，电力需求整体保持稳健增长。从用电结构来看，2026 年 8 月第二、第三产业用电量分别同比增长 2.4%、5.1%，其中高技术及装备制造业用电量同比增长 7.2%，充换电服务业、互联网数据服务用电量分别同比增长 51.2%、37.9%，新兴产业用电需求持续释放，为全社会用电量增长提供有力支撑。

整体来看，伴随高技术制造业、数据中心及新能源汽车充换电等新兴用电场景加速发展，电力需求增长动能有望持续释放，全社会用电量有望维持稳健增长，**电力需求中长期增长趋势有望延续。**

仅供内部参考，请勿外传

图表 98 近 15 年我国全社会用电量当月同比（%）

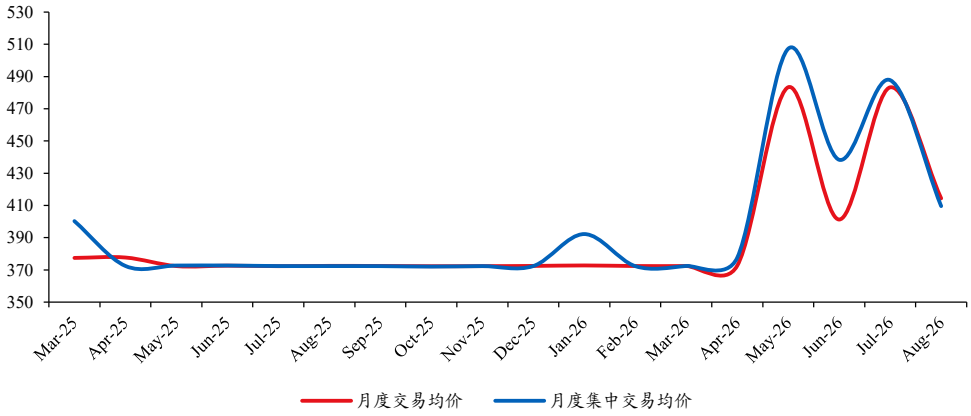


资料来源：Wind，华创证券

现货电价提升显著，电价反转信号逐步显现。

从广东月度交易价格来看，2026 年 8 月月度交易均价约为 414 元/MWh，同比提升 11.2%；月度集中交易均价约为 410 元/MWh，同比提升 10.0%，较去年同期显著提升。尽管 8 月交易价格较 7 月高点有所回落，但整体仍维持在相对较高水平，反映出电力市场供需关系及现货交易价格的边际改善。当前年度长协电量价格受锁价机制影响，尚未充分反映月度交易价格的上涨幅度，我们预计未来电价反弹有望逐步向中长期交易价格传导，进而改善发电企业的盈利预期。

图表 99 近一年广东月度交易价格情况（元/MWh）



资料来源：广东电力交易中心，华创证券

（三）投资建议

1、火电：长协电价与容量电价均有望改善，盈利修复或助力红利属性重塑

2026 年以来煤价持续反弹，或带动各省月度及现货电价筑底回升，进而有望逐步向 2027 年年度长协电价传导，推动火电电能量电价筑底回升。此外，“十五五”期间火电利用小时数或持续下行，容量电价机制有望进一步完善，部分省份容量电价有望进一步提升，推动火电盈利中枢与分红预期的稳定化，助力其由周期属性向类公用事业的红利资产属性切换。建议关注**华能国际（A+H）、华电国际（A+H）、华润电力（H）**等。

仅供内部参考，请勿外传

2、水电：股息率步入性价比区间，水电红利资产防御属性或凸显

今年以来市场风格轮动对板块估值形成一定压制，当前核心水电标的股息率已步入具备性价比的区间，安全边际逐步增厚，配置性价比正在显现。若后续市场波动加大、风险偏好有所收敛，水电资产的防御属性与逆周期配置价值将进一步凸显，配置窗口正在打开，标的层面建议关注各流域的优质水电资产，如长江中上游流域**长江电力**、雅砻江流域**国投电力**及**川投能源**。

3、核电：项目核准延续积极节奏，强化行业中长期确定性

2026 年 7 月 31 日，国务院常务会议核准辽宁庄河一期、浙江金七门二期、广东太平岭三期及山东莱阳一期四个核电项目，共计 8 台核电机组，预计总投资超过 1700 亿元。核电项目投资规模大、建设周期长，本轮项目集中获批进一步强化了行业中长期成长确定性，标的层面建议关注**中国核电**、**中国广核**。

对应 2025 年分红股息率（2025 年每股分红/当前股价，数据截至 2026/9/30）：

大于 5%：浙能电力（6.3%）> 赣能股份（6.2%）> 华能国际（5.7%）> 广州发展（5.5%）> 皖能电力（5.3%）> 申能股份（5.2%）；

4%~5%：内蒙华电（4.7%）> 华电国际（4.6%）> 国电电力（4.5%）> 陕西能源（4.3%）；

3%~4%：长江电力（3.5%）> 国投电力（3.3%）> 川投能源（3.0%）；

2%~3%：中国广核（2.0%）> 中国核电（2.0%）。

图表 100　公用行业主要红利上市公司股息率一览

公司	股价	对应股息率	市值	年内涨跌幅	归母净利（亿元）		分红比例(%)		分红总额（亿元）	
	9月30日		亿元		2025	同比	2024	2025	2024	2025
浙能电力	5.2	6.3%	700	11.2%	75.3	-3%	50%	59%	38.9	44.2
赣能股份	9.1	6.2%	89	-4.2%	10.1	41%	45%	55%	3.2	5.5
华能国际	7.0	5.7%	1,105	-0.4%	144.1	42%	42%	44%	42.4	62.8
广州发展	6.3	5.5%	222	0.5%	23.2	34%	55%	53%	9.5	12.3
皖能电力	7.2	5.3%	162	-5.5%	21.5	4%	35%	40%	7.2	8.6
申能股份	8.8	5.2%	430	19.0%	40.1	2%	56%	56%	22.0	22.5
内蒙华电	4.7	4.7%	370	10.2%	24.9	7%	62%	69%	14.4	17.2
华电国际	5.0	4.6%	575	2.9%	60.7	6%	39%	44%	22.4	26.7
国电电力	5.3	4.5%	952	9.2%	71.6	-27%	36%	60%	35.7	43.0
陕西能源	9.5	4.3%	354	5.5%	30.1	0%	51%	51%	15.4	15.4
长江电力	28.5	3.5%	6,983	8.8%	345.0	6%	71%	71%	230.7	244.7
国投电力	15.2	3.3%	1,220	20.3%	73.9	11%	55%	55%	36.5	40.7
川投能源	16.6	3.0%	810	23.4%	47.5	5%	43%	51%	19.5	24.4
中国广核	4.2	2.0%	2,136	20.0%	97.7	-10%	44%	44%	48.0	43.4
中国核电	9.1	2.0%	1,866	7.0%	93.0	6%	42%	40%	36.7	36.9

资料来源：Wind，华创证券　　注：股息率大于 2%，数据截至 2026/9/30 收盘价

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

仅供内部参考，请勿外传

华创红利资产研究中心团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2024 年获：证券时报·新财富杂志最佳分析师交通运输仓储行业第四名；上证报最佳交运仓储分析师第三名；第十八届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第四名；第十五届证券业分析师金牛奖交通运输组第一名；第六届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名；第十二届 Wind 金牌分析师交通运输行业第二名；21 世纪金牌分析师交通物流行业第四名。2019-23 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

金融业研究主管，金融组组长、首席分析师：徐康

曾任职于平安银行，2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队；2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队；2020 年新财富最佳金融产业研究团队第 8 名；2020 年水晶球非银研究公募榜单入围；2021 年金牛奖非银金融第五名，2021 年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名；2022 年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师，2022 年第十届东方财富 Choice 非银最佳分析师，2022 年水晶球非银研究公募第五名，2022 年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师。覆盖非银金融行业、多元金融、金融科技等。

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，8 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富、新浪金麒麟最佳分析师评选第一名，其中 2024 年获新财富、新浪金麒麟、水晶球和 21 世纪金牌分析师等评选第一名。

组长、首席分析师：韩星雨

中山大学学士，美国约翰霍普金斯大学双硕士，曾任职于国投证券（原安信证券）研究所，2025 年加入华创证券研究所。2020 年入行后跟随团队获 2020 年新财富最佳分析师家电行业第三名，2021、2022、2023 年新财富最佳分析师家电行业第二名，2024 年新财富最佳分析师家电行业第五名。

组长、首席分析师：单戈

中国人民大学风险管理与精算学博士，4 年地产研究经验，曾任职于农银理财子、国泰君安证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创云信 4.06%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522