仅供内部参考，请勿外传

策略专题研究

报告日期：2026 年 10 月 19 日

红利策略：A 股高股息精选

——六因子打分体系与波动率风险筛选及季度缓冲调仓

核心观点

在无风险利率中枢下移的环境下，高股息资产已从主题配置转为底仓工具。但按股息率排序容易买入分红不可持续的“价值陷阱”——股价下跌本身就会推高股息率。本报告以沪深 A 股为样本，用“盈利×分配”六因子打分，经波动率风险的十条硬门槛筛选，再以缓冲带与单期换手上限稳定成分，构建 50 只红利股票池。2023 年 1 月至 2026 年 10 月的 12 个区间，组合含息年化 15.98%，中证红利全收益 11.02%，几何超额 4.47 个百分点，最大回撤 5.11%。

- **六因子：盈利看“分不分得起”，分配看“愿不愿分”**

  盈利维度（权重 60%）由盈利稳定性、利润改善斜率、现金覆盖度构成，分别刻画盈利水平与波动、盈利动能的方向、利润的现金含量。分配维度（权重 40%）由长期股息水平、前瞻派息回报（扣非净利润 TTM×派息率÷总市值）与派息连续性构成，兼顾已实现的现金回报、前瞻派现能力与分配制度化程度。波动率只作门槛、不参与加权。

- **选池：硬门槛先剔，再用两道闸压低换手**

  样本先剔除 ST、上市不足一年、连续三年未分红、派息率不在（0,1]、市值后 20%、最近一期扣非净利润为负、平均股息率低于 2.5%、波动率处于全市场最高 10%的股票。过关者按总分降序形成池内名次；

  上期成分仍在池内前 75 名即保留，构成缓冲带；每期最多换入 20%，名额不足时优先用老成分回填。自 2023 年 1 月份调仓至今，按每年的 1 月、4 月、8 月末三个时间节点来调仓，最终是 13 期的结果。13 期实测单边换手均值 19.5%、最大 20.0%，未超限。

- **回测：近 3 年中年化 15.98%，超额中证红利全收益 4.47 个百分点**

  2023 年至今组合累计含息收益 72.76%，年化 15.98%；中证红利全收益累计 47.04%、年化 11.02%；沪深 300 全收益累计 15.04%、年化 3.87%。以几何口径计算，组合相对中证红利全收益的年化超额为 4.47 个百分点。

- **风险提示**

  红利策略失效风险、拥挤度风险、分红与数据风险、回测局限性风险。

分析师：廖静池
执业证书号：S1230524070005
liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霁
执业证书号：S1230524060002
wangdaji@stocke.com.cn

研究助理：耿驰政
gengchizheng@stocke.com.cn

相关报告

1《涨价品种出现分化，券商景气度高增 》 2026.02.08

2《市场宽震荡、风格继续切，选好结构、等待节后》 2026.02.07

3《2026 年二月策略金股报告》 2026.02.01

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 红利策略的配置逻辑与股票池定位 4
2 选股框架：六因子打分体系 4
2.1 盈利维度：分红的供给基础 4
2.2 分配维度：股东回报的强度与连续性 4
2.3 风险约束与硬门槛 4
3 组合构建：从打分到 50 只 6
3.1 打分与合成 6
3.2 缓冲带：位次 75 6
3.3 单期换手上限：20% 6
4 回测表现与组合特征 7
5 风险提示 9

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1： 红利 50 与基准指数净值曲线.....7

表 1： 打分因子（能力 3+ 意愿 3）与风险筛选.....5
表 2： 红利 50 与基准指数表现对比（2023-01-31 至 2026-10-09）.....7
表 3： A 股股票池（50 家公司），截止到 2026 年 8 月 31 日，中报披露完成情况.....8

仅供内部参考，请勿外传

1 红利策略的配置逻辑与股票池定位

红利策略的收益可以拆成三部分：股息现金流、盈利增长与估值变化。前两者决定长期回报，第三者决定短期波动。过去三年，无风险利率中枢下移，银行理财与存款收益率同步走低，稳定派息资产的相对吸引力上升；同时，市场对盈利确定性的定价权重提高，现金流可验证、分红政策稳定的公司获得估值溢价。这是红利策略从“防御选项”变为“底仓工具”的背景。

但高股息并不等于好公司。第一，股息率是股息除以股价，股价大幅下跌会机械抬高股息率，若盈利同步恶化，高股息只是价值陷阱的表象。第二，单一年度股息率受特别分红、派息节奏与除权日影响，噪声较大。第三，可持续分红取决于两件事：公司是否有能力持续产生自由现金流，以及管理层是否愿意把利润分给股东。前者是“盈利”，后者是“分配”，缺一不可。

因此，本池不做简单的股息率排序，而是把“盈利×分配”拆成六个可计算、可复核的因子，并叠加风险与流动性门槛。目标是得到一个成分稳定、换手可控、每只股票都能解释“为什么在池子里”的组合。

2 选股框架：六因子打分体系

2.1 盈利维度：分红的供给基础

盈利维度权重 60%，包含三个因子。B1（盈利稳定性）取近三个会计年度加权平均 ROE 的均值减标准差：均值刻画盈利水平，标准差惩罚波动，避免选入周期景气的顶点。B2（利润改善斜率）取最近两个报告期归母净利润 TTM 同比增速之差，即增速的二阶变化：分红具有下行粘性，管理层通常在盈利改善具备持续性时才提高派现，因此斜率比增速本身更能识别拐点。B3（现金覆盖度）取最近 12 个报告期单季经营活动现金流净额之和除以同期单季扣非归母净利润之和：现金分红以现金支付，若利润长期不能转化为现金，分红难以为继。

2.2 分配维度：股东回报的强度与连续性

分配维度权重 40%。P1（长期股息水平）取最近 12 个报告期末滚动股息率的算术平均，取 12 期而非单年，可平滑除权日与派息节奏的扰动。P2（前瞻派息回报）等于扣非净利润 TTM 乘以近三年平均派息率再除以总市值：它用当期盈利能力重新估计未来派现，能提前剔除“因股价下跌而股息率虚高”的标的。P3（派息连续性）为连续现金分红年数，是分配制度化程度最直接的代理变量，分红记录越长，派息越不依赖单一年度景气。

2.3 风险约束与硬门槛

V1（波动门槛）为近 12 个月日收益年化标准差，只作准入门槛、不参与加权：它刻画风险而非收益来源，纳入加权会稀释红利暴露。全部样本先过十条硬门槛——非 ST、上市满一年、近 60 日有成交、总市值前 80%、连续三年现金分红、最近一期扣非净利润为正、派息率在（0,1]、平均股息率不低于 2.5%、波动率不在全市场最高 10%、因子数据完整。

仅供内部参考，请勿外传

表 1： 打分因子（能力 3+ 意愿 3）与风险筛选

维度	因子	定义与计算式	经济逻辑
能力 0.6	A1 ROE 均值 − 标准差	近三个会计年度加权平均 ROE 的算术均值 − 该三年序列的标准差。	高 ROE 是内生增长与可持续派现的根本来源；仅取高 ROE 会系统性选入周期性行业的景气高点，引入三年标准差作为稳定性惩罚项后，同时暴露于「盈利能力」与「盈利质量」两类风格。
能力 0.6	A2 净利润同比加速度	最近两个报告期的归母净利润 TTM 同比增速之差（TTM = 最新累计 + 上年年报 − 上年同期）。	股利具有显著的下行粘性：管理层倾向于在盈利改善具备持续性时才提高派现。采用增速的差分（二阶动量）而非增速本身，可识别盈利动能的方向性拐点，避免买入已经见顶的公司。
能力 0.6	A3 经营现金流 / 扣非净利润	最近 12 个报告期单季经营活动现金流量净额之和 ÷ 同期单季扣非归母净利润之和（报告期数据为年内累计口径，先逐季去累计再求和）。	现金分红以现金支付，其真实来源是经营性现金流而非会计利润。比率显著低于 1 意味着利润未能转化为现金（应计质量差），通常领先于股利的下调或终止。
意愿 0.4	W1 平均股息率	最近 12 个报告期末滚动股息率（最近 12 个月每股现金分红 ÷ 收盘价）的算术平均值。取 12 个报告期而非单一年度值，可降低除权日择时、特别分红与年度间派息节奏差异带来的噪声。	股息率是投资者实际可获得的现金回报率，也是价值型风格中最稳健、最难被套利的横截面暴露。
意愿 0.4	W2 预期股息率（前瞻股息率）	扣非净利润(TTM) × 近三年平均派息比率 ÷ 总市值 × 100%(派息率保持年度口径)。	静态股息率反映历史分红。盈利已开始下滑的公司会呈现「因股价下跌而导致股息率虚高」的假象——这正是红利策略最典型的价值陷阱。前瞻股息率以当期盈利能力重新估计未来派现能力，可提前剔除该类标的。
意愿 0.4	W3 连续分红年数	自最近一个已披露会计年度向前逐年计数，直至出现无现金分红的年度为止。	连续派现记录是管理层对未来现金流具有信心最直接的可观测信号，也是「股东回报制度化」的代理变量；分红时间越长，说明分配政策越不依赖单一年度的景气度。
风险筛选	R1 年化波动率（近 12 个月）	近 12 个月日收益率的年化标准差；剔除样本空间中波动率最高的 10%。计算式：std(日收益率) × √252 × 100%	红利策略通常作为组合的类固收底仓，对净值回撤与波动尤为敏感；低波动异象表明低波动组合在风险调整后收益上长期优于高波动组合。本池采用「先按股息率筛选、再按波动率剔除」的两步法，与主流红利低波动指数的编制思路一致。

注：R1 为准入性风险筛选，不参与加权打分——它刻画的是风险而非收益来源，若纳入加权会稀释红利属性的暴露强度。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 组合构建：从打分到 50 只

3.1 打分与合成

每个因子在截面上按“得分＝（N+1−名次）/N”换算，N 为该因子在全市场的有效观测数。得分落在 0 到 1 之间，越大越好，量纲与分布差异被消除。盈利得分为 B1+B2+B3，分配得分为 P1+P2+P3，总分＝0.6×盈利+0.4×分配。盈利权重更高，因为分红最终来自盈利与现金流，盈利对长期回报的解释力更强、时序上更稳定；分配维度提供估值与股息率的弹性。

3.2 缓冲带：位次 75

排名设计主要参考《上证红利低波动指数编制方案》，只在过关股票内按总分降序得到池内名次。上期成分只要本期仍在池内前 75 名，就无条件保留，即使已跌出前 50——落在 51 至 75 名的老成分靠缓冲带占住名额，这是低换手的第一道闸。

3.3 单期换手上限：20%

设计主要参考《中证红利低波动 100 指数编制方案》,每期最多换入 10 只(50 只的 20%)。名额不足 50 只时,先用跌出缓冲带的老成分回填,再用池内高分股补足。单边换手均值 19.5%、最大 20.0%。这说明缓冲带吸收了一部分排名抖动，但真正持续起作用的闸门是单期上限。

仅供内部参考，请勿外传

4 回测表现与组合特征

回测区间为 2023 年 1 月 31 日至 2026 年 10 月 9 日，共 12 个持有区间（3.69 年），每年 1 月、4 月、8 月末调仓，等权、含息，未扣红利税与交易成本。

表 2： 红利 50 与基准指数表现对比（2023-01-31 至 2026-10-09）

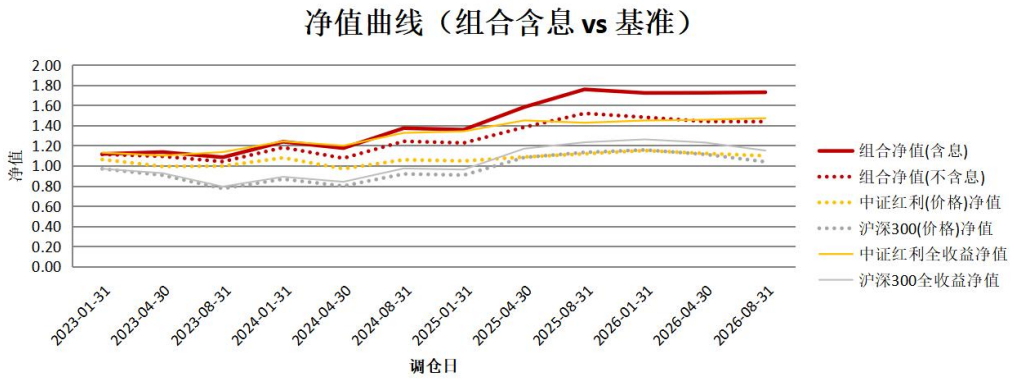
指标	红利 50（含息）	中证红利全收益	沪深 300 全收益
累计收益	72.76%	47.04%	15.04%
年化收益	15.98%	11.02%	3.87%
年化波动	16.78%	10.93%	20.68%
夏普比率	0.95	1.007	0.187
最大回撤	5.11%	3.42%	20.70%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

组合累计含息收益 72.76%，年化 15.98%；中证红利全收益累计 47.04%、年化 11.02%；沪深 300 全收益累计 15.04%、年化 3.87%。以几何口径计算，组合相对中证红利全收益的年化超额为 4.47 个百分点。组合波动高于中证红利全收益，夏普比率 0.95 略低于后者的 1.007，超额来自收益端而非波动控制。

不过超额的时间分布并不均匀：12 个区间中组合有 8 个取得正收益，但相对基准只有 5 个区间跑赢。2024 年 8 月至 2025 年 8 月是主要贡献段——2024 年 8 月、2025 年 4 月、2025 年 8 月分别跑赢 6.30、8.42、12.72 个百分点；2023 年 8 月与 2025 年 1 月则相对落后。组合的最大回撤为 5.11%，年化波动 16.78%，夏普比率 0.95。

图 1： 红利 50 与基准指数净值曲线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当期（2026 年 10 月 9 日）50 只成分的平均股息率为 4.45%，平均连续分红 16 年；银行 14 只、煤炭开采 7 只，其余分布于保险、有色、石油石化、汽车零部件、公用事业等行业。行业分布集中在现金流稳定、派息意愿强的成熟行业，与红利策略的风险收益特征一致。

仅供内部参考，请勿外传

表 3： A 股股票池（50 家公司），截止到 2026 年 8 月 31 日，中报披露完成情况

序号	证券代码	证券简称	总分	总分名次	平均股息率(%)	预期股息率(%)	ROE均值-标准差	连续分红年数	行业	总市值(亿)
1	601318.SH	中国平安	2.72	1	4.64	6.66	10.12	20	保险	9566.27
2	601225.SH	陕西煤业	2.66	2	7.52	3.94	18.11	10	煤炭开采	2614.74
3	601168.SH	西部矿业	2.64	3	4.76	3.04	17.30	7	铜	858.12
4	600295.SH	鄂尔多斯	2.64	4	6.75	5.76	8.65	26	特种钢	369.72
5	601857.SH	中国石油	2.63	5	5.01	4.51	10.23	19	石油开采	21230.43
6	000338.SZ	潍柴动力	2.62	6	3.32	2.72	11.55	20	汽车配件	2112.53
7	000933.SZ	神火股份	2.62	7	4.32	4.33	15.47	10	铝	611.05
8	601336.SH	新华保险	2.62	8	3.31	6.62	9.61	15	保险	1775.02
9	600188.SH	兖矿能源	2.59	9	8.37	2.60	9.73	28	煤炭开采	2055.55
10	600236.SH	桂冠电力	2.59	10	3.05	4.69	6.81	26	水力发电	782.72
11	600036.SH	招商银行	2.59	11	5.55	5.11	11.88	24	银行	10446.06
12	600919.SH	江苏银行	2.58	15	5.90	4.84	10.70	10	银行	2270.06
13	000999.SZ	华润三九	2.58	16	3.09	3.73	15.72	18	中成药	413.06
14	600795.SH	国电电力	2.58	17	3.54	2.89	10.56	4	火力发电	970.26
15	002003.SZ	伟星股份	2.58	19	4.06	4.20	14.50	22	服饰	138.15
16	601009.SH	南京银行	2.57	22	5.70	4.74	11.06	19	银行	1472.50
17	600803.SH	新奥股份	2.57	23	4.44	3.82	15.57	12	供气供热	603.25
18	002142.SZ	宁波银行	2.57	24	2.84	2.99	11.97	19	银行	2327.11
19	000429.SZ	粤高速A	2.56	25	4.33	4.03	15.48	29	路桥	273.27
20	601288.SH	农业银行	2.56	26	5.00	3.92	9.19	16	银行	24428.82
21	002048.SZ	宁波华翔	2.55	27	2.48	4.29	4.04	21	汽车配件	142.30
22	601088.SH	中国神华	2.55	28	5.96	3.69	12.73	19	煤炭开采	10497.69
23	000001.SZ	平安银行	2.54	31	5.42	5.72	8.15	14	银行	2249.15
24	601872.SH	招商轮船	2.54	32	2.74	2.32	13.26	12	水运	1782.05
25	600428.SH	中远海特	2.54	33	3.02	3.41	9.80	6	水运	300.46
26	601398.SH	工商银行	2.54	34	5.17	3.98	8.96	20	银行	29296.59
27	000672.SZ	上峰材料	2.54	35	4.91	1.64	6.69	12	水泥	142.40
28	600395.SH	盘江股份	2.54	37	4.30	2.23	0.76	25	煤炭开采	109.69
29	600028.SH	中国石化	2.54	38	4.70	3.67	3.99	25	石油加工	6506.51
30	002372.SZ	伟星新材	2.54	39	5.32	4.17	13.73	16	其他建材	142.97
31	002293.SZ	罗莱生活	2.54	40	6.22	4.93	10.41	17	纺织	94.88
32	600926.SH	杭州银行	2.53	41	4.19	3.82	12.81	10	银行	1243.20
33	601211.SH	国泰海通	2.53	42	2.58	3.81	5.50	11	证券	2955.38
34	601128.SH	常熟银行	2.53	43	3.88	3.93	13.73	10	银行	227.28
35	600863.SH	华能蒙电	2.53	44	4.24	2.85	11.15	15	火力发电	405.86
36	002128.SZ	电投能源	2.53	45	3.20	2.95	15.01	7	煤炭开采	900.43
37	601319.SH	中国人保	2.53	46	2.68	3.91	10.40	8	保险	3458.32
38	601886.SH	江河集团	2.53	48	4.71	3.59	8.19	15	装修装饰	148.08
39	601555.SH	东吴证券	2.52	50	2.99	5.40	4.75	15	证券	406.44
40	601939.SH	建设银行	2.52	52	5.15	3.66	9.70	19	银行	28723.72
41	603730.SH	岱美股份	2.51	54	3.21	2.64	13.41	9	汽车配件	207.55
42	600035.SH	楚天高速	2.51	55	4.10	3.74	6.18	22	路桥	60.54
43	600908.SH	无锡银行	2.51	56	4.52	4.05	9.88	10	银行	128.83
44	601101.SH	昊华能源	2.51	57	4.34	2.50	4.72	9	煤炭开采	189.65
45	601988.SH	中国银行	2.51	58	4.57	3.61	8.27	20	银行	21813.78
46	601169.SH	北京银行	2.50	59	5.62	5.73	5.66	19	银行	1177.66
47	601665.SH	齐鲁银行	2.49	63	4.39	3.64	11.01	6	银行	435.69
48	000708.SZ	中信特钢	2.49	64	4.46	4.71	12.87	13	特种钢	659.66
49	601898.SH	中煤能源	2.49	65	4.45	2.97	11.53	10	煤炭开采	1907.92
50	600710.SH	苏美达	2.49	67	3.70	3.53	15.54	10	商贸代理	149.10

资料来源：Wind，浙商证券研究所；市值数据截至 2026 年 10 月 16 日

仅供内部参考，请勿外传

5 风险提示

红利策略失效风险：经济复苏超预期、成长风格占优时，红利资产可能阶段性跑输，股息率优势不足以抵消估值收缩。

拥挤度风险：高股息板块交易拥挤时，估值与股息率优势同步收窄，新增资金的实际回报下降。

分红与数据风险：股息率基于历史分红计算，未来分红下调将直接削弱组合收益；财务数据以公告为准，存在滞后与追溯调整。

回测局限性风险：历史数据不代表未来，回测未计红利税与交易成本，实盘收益可能低于回测。



仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买入：相对于沪深 300 指数表现＋20%以上；
2.增持：相对于沪深 300 指数表现＋10%～＋20%；
3.中性：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4.减持：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn