仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

红利投资是否需要着眼于“红利”——从择时轮动到“红利贵族”

华泰研究

2026 年 10 月 27 日 | 中国内地　　深度研究

李雨婕　研究员
SAC No. S0570525050001　liyujie@htsc.com
SFC No. BRG962　+(852) 3658 6000

栾迪*　联系人
SAC No. S0570124120013　luandi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

杨仲炜*　联系人
SAC No. S0570126070253　yangzhongwei@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

相关研究

1、《红利策略的选股和择时优化》(2026.04)

近年来红利风格表现突出，但不同类型投资者对红利投资的要求不尽相同。本文我们从红利风格轮动和绝对股息增长两个角度出发，分别给出红利择股择时和“红利贵族”视角下的选股框架，构建适配不同目标的红利投资组合。

红利投资的两种范式：红利风格轮动，或是专注红利回报

在我们设计红利投资策略前，需要明确自身的投资目的。1）短期考核、相对收益投资者关注的红利投资主要专注资本利得，红利本身作为一种风格参与投资组合风格轮动，起到阶段性放大收益或降低波动的意义。2）长线投资者追求股息增长，关注企业是否能稳定且持续提高分红，对周期性的股价涨跌敏感度相对低，更回归红利投资的本质。两种策略本身并无优劣，但目的不同，选股择时的思路自然不同。例如用股息率作为指标来筛选第一种思路下的红利组合，可能还是不能找出后续跑赢指数的个股。

红利选股择时：相对收益视角构建投资组合、降低回撤并做 AH 轮动

对于第一种类型的投资者，我们构建的策略更关注何种红利资产在何时可以创造超越指数的表现。1）选股层，寻找哪些红利个股既有分红同时也能获得估值平稳抬升。传统红利筛选方式例如股息率等并不能起到相应效果，反而容易掉进股价持续下跌的价值陷阱。我们选择 β 和动量指标，剔除额外承担市场波动且股价处于弱势股票，以及股价趋势向下的股票。选股操作后相对恒生高股息指数年化回报上升 7.2 pct。2）择时层，规避大盘压力上升流动性变差时港股红利连带回撤的阶段。沿用一贯的港股技术面择时思路，我们采用期权市场 PCR 和 GEX 指标择时，发出预期下跌信号时将部分仓位转为现金，提高超额同时收窄最大回撤。3）轮动层，结合港股自身择时信号及 AH 溢价指标将仓位分布从现金和港股红利调整为 A 股和港股红利。年化收益与单纯港股择时接近，但回撤大幅降低。

追求绝对股息增长：他山之石——适用于长线资金的红利贵族思路

红利贵族是美国等发达市场红利型指数编制的主流思想之一，核心点是考核绝对分红金额的长期稳定增长。以标普红利贵族指数为例，成分股要求连续增派股息 25 年方可纳入，且若停止、削减分红等导致无法达到要求，就可提前剔除。这种筛选要求强化了对现金流稳定性和公司治理纪律的筛选，成分股普遍集中在商业模式成熟、高 ROE 和资本开支需求可控的行业。相应的，被纳入的个股也会尽量避免分红制度调整，成分股构成较稳定，且因稳定可预测的股息回报往往获得估值溢价。该类型红利指数在美国被广泛使用在个人财富管理、IRA 等长期收益型账户，侧重配置价值。从表现看，标普红利贵族指数回报和波动相对标普 500 指数都占优。

AH“红利贵族”：连续 5 年增派股息的公司跑赢主流红利指数

中国资产中的“红利贵族”依然在发展期，但已经可以获得不俗的回报。由于国内部分公司上市年限短，多数行业仍在发展期尚未到成熟期、资本开支需求大，股东回报治理尚未完全健全，我们放宽 AH 股的“红利贵族”筛选条件，改为连续 5 年提高分红，并剔除较低市值和成交活跃度的股票，组成 AH“红利贵族”组合。在港股，与传统高股息策略不同的是，“红利贵族”公司更集中在金融地产和消费，2020 年以来相对恒生指数、恒生高股息和港股通红利低波指数均有超额收益，且波动率更低。在 A 股，公司分布相对分散，消费、TMT 和公用事业构成主要成分，组合回报同样优于沪深 300、中证红利和红利低波指数，但波动率不占优。港股连续 5 年和 10 年提高分红金额的公司相对更多。随着供给侧上市公司分红能力及意愿改善，需求侧长线资金在市场贡献上升，“红利贵族”策略或有望进入新的发展阶段。

风险提示：经营周期风险导致派息规模不及预期，红利风格拥挤度上升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

红利投资的两种方式：作为一种轮动风格，或是专注红利回报 4

红利选股和择时：适用于相对收益和短期考核的投资策略 5

择股：波动率+动量考量构建华泰策略港股高股息组合 6

择时：控制红利组合的回撤 9

轮动：A 股和港股红利如何选择 12

追求绝对股息增长：适用于长线资金的投资新思路 15

绝大多数现存红利指数的重点并非长期稳定且增长的分红 15

何为真红利？——来自美股市场的经验镜鉴 16

更关注股息持续增长，长期回报和波动控制都优于标普 500 指数 16

行业集中在稳定现金流板块，且较少调整成分 19

股息持续增长需要企业同时具备分红意愿与能力 21

财富管理资金构成红利贵族 ETF 主要客群 24

中国市场的“红利贵族”公司有哪些？ 27

港股市场：连续 5 年增加分红的公司表现显著优于一众宽基与高股息指数 27

A 股市场：回报率也优于多数指数，但波动率并不占优 29

伴随投资者和产业结构变化，“红利贵族”重要性或上升 33

风险提示 35

图表目录

图表 1： 两类红利投资的目标、选股标准与收益来源存在本质差异 4

图表 2： 框架总览：择股、择时与轮动的贡献 6

图表 3： 华泰策略港股高股息组合显著跑赢恒生高股息率全收益指数，回撤收窄-6 个百分点 7

图表 4： 高 β 组显著拖累，中 β 组优于低 β 组 8

图表 5： 动量三分组严格单调，动量较弱组整体表现更差 8

图表 6： 成分内 β 与动量三分组绩效（等权，季度调仓，2020-01-02 至 2026-10-21） 8

图表 7： 华泰策略港股高股息组合最新持仓（2026 年 9 月 30 日调仓，28 只等权） 8

图表 8： 股息率五分组相对全成分等权的净值：分组不单调，最高一组回撤最深 9

图表 9： 择时 PCR 择时：回撤收窄 5.9 个百分点，年化提升 3.9 个百分点（2022-01 起） 10

图表 10： 择时 GEX 择时：年化提升 3.2 个百分点，回撤收窄 2.6 个百分点（2020-01 起） 10

图表 11： 推荐方案绩效：华泰策略港股高股息组合+PCR/GEX 等权 50/100（现金年化 2%，2020-01 至 2026-10） 11

图表 12： 华泰策略港股高股息组合+择时：净值与相对净值 11

图表 13： 年度收益：择股与择时的逐年贡献 12

图表 14： A 股红利/华泰策略港股高股息组合（AH 择时轮动）：净值、相对净值与回撤（人民币计价，港股扣红利税） 13

图表 15： AH 择时轮动绩效（人民币计价，港股扣红利税，2022-01 至 2026-10） 14

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表 16： AH 择时轮动的年度收益与换手（人民币计价，港股扣红利税）.....14
图表 17： 港股主流红利指数仍以股息率筛选为核心，对分红连续增长的要求不足.....15
图表 18： 恒生高股息率指数长期超额有限.....16
图表 19： 港股通红利低波表现较优，但超额稳定性不足.....16
图表 20： 港股主要高股息指数的年度超额呈现较强的周期性，胜率也并不尽如人意.....16
图表 21： 全球红利贵族指数概览.....17
图表 22： 从指数编制方法来看，相较传统的高股息指数，红利贵族的持续增派与成分维护要求更为严格.....18
图表 23： 长期复利视角下，标普 500 红利贵族指数持续跑赢标普 500.....19
图表 24： 标普 500 红利贵族风险调整后收益优于主要权益资产.....19
图表 25： 标普 500 红利贵族长期跑赢美国主动型股票基金.....19
图表 26： 必需消费与工业构成标普 500 红利贵族主要行业.....20
图表 27： 近一年各行业权重变动均未超过 1 个百分点.....20
图表 28： 标普红利贵族指数结构相对稳定，“创始成分股”当前市值占据指数的半壁江山.....20
图表 29： “创始成分股”与被剔除成分股的分红比例中位数.....21
图表 30： “创始成分股”与被剔除成分股的利息费用率中位数.....21
图表 31： “创始成分股”与被剔除成分股的每股 FCFF 中位数.....22
图表 32： “创始成分股”与被剔除成分股的 ROE 中位数.....22
图表 33： “估值溢价”普遍存在，并且更集中于必需消费板块的部分龙头个股.....23
图表 34： “创始成分股”中不同行业的分红比例中位数.....23
图表 35： “创始成分股”中不同行业的 ROE 中位数.....23
图表 36： 目前挂钩标普红利贵族指数的 ETF 产品.....25
图表 37： 截至 2026 年 9 月末，挂钩红利贵族指数的 ETF 产品规模已达到 149.4 亿美元.....25
图表 38： 红利贵族 ETF 的投资者结构体现出明显的财富管理和长期配置属性.....26
图表 39： 港股“红利贵族”成分集中于金融地产与消费，占比逐年增高.....28
图表 40： 2026 年食品饮料、非银金融与银行权重居前.....28
图表 41： 截至 2025 年末，港股共有 27 家公司连续 5 年提高 DPS，其中 5 家连续 10 年提高.....28
图表 42： 港股“红利贵族”长期表现领先恒生指数.....28
图表 43： 港股“红利贵族”长期表现同样优于恒生高股息指数.....28
图表 44： 港股“红利贵族”最大回撤较恒生指数与恒生高股息率指数显著收窄.....29
图表 45： 港股“红利贵族”指数的风险收益特征优于主要宽基.....29
图表 46： 行业年际波动较大，消费与 TMT 占比近年来大幅上升.....30
图表 47： 2026 年 A 股“红利贵族”指数行业分布.....30
图表 48： 截至 2025 年末，A 股共有 24 家公司连续 5 年提高 DPS，其中 1 家连续 10 年提高.....31
图表 49： A 股“红利贵族”指数长期表现明显领先沪深 300.....31
图表 50： A 股“红利贵族”指数长期表现同样也优于中证红利指数.....31
图表 51： A 股“红利贵族”最大回撤较主要权益指数有所收窄.....31
图表 52： A 股“红利贵族”指数的风险收益特征优于主要宽基.....32
图表 53： A 股申万一级行业近五年平均分红比例与 ROE-TTM 对比.....34

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

红利投资的两种方式：作为一种轮动风格，或是专注红利回报

近年来，红利风格表现相对突出。2020 年以来，中证红利、恒生高股息率的全收益指数年化回报分别为 8.5%、8.6%，分别跑赢同期的沪深 300R（+2.6%）、创业板指 R（+7.3%）和恒生指数 R（+0.6%）、恒生科技 R（-2.2%）。红利投资也因此常被看作投资组合的稳定器，在主线行情不甚明朗的当前，又成为了市场关注的核心。**需要指明的是如果投资目的不同，同样叫“红利投资”，投资者实际上可能在赚两种完全不同的钱。**一类追求资本利得，将红利视为风格轮动与阶段性收益的投资工具；另一类追求股息增长，将红利视为长期复利的来源，回归红利投资的本质。两者由于投资目标迥异，选股逻辑、持股周期与收益来源都会存在本质差异，因此策略思路并不能互相通用。具体而言，1）前者更关注高股息资产在特定市场环境下的相对收益，重点判断红利风格何时占优、哪些板块更具配置价值以及何时退出，收益更多来自估值修复与股价上涨，核心是赚取市场风格切换的钱，例如我们曾经发布的《专题研究 | 红利策略的选股和择时优化》（2026-04-03）报告，就是在该思路下进行的红利策略分析。2）后者关注企业能否持续提高分红，强调盈利增长、现金流创造与股东回报之间的良性循环，通过长期持有和股息再投资积累复利，核心是赚取企业长期成长与分红增长的钱。

两种投资范式对应着不同的研究框架。 对于追求资本利得的红利投资，研究重点在于识别红利风格的有效配置时点、筛选具备阶段性超额收益潜力的股票，并根据市场环境动态调整仓位；对于追求股息增长的红利投资，研究重点则在于识别具备长期分红意愿与分红能力的企业，考察其经营现金流、盈利质量、资本开支需求及股东回报政策能否支撑持续增长的分红。前者更强调红利内部的选股与交易节奏，后者更强调企业基本面与公司治理。

本文将从这两种范式出发，重新审视港股市场的红利投资。我们希望进一步回答两个问题：一是从追求资本利得的角度出发，如何在现有高股息股票中进一步择股择时；二是从追求股息增长的角度出发，如何识别真正具备长期股东回报能力的企业，并在此基础上探索相关可以量化回测的红利投资策略。

图表1：两类红利投资的目标、选股标准与收益来源存在本质差异

	追求股息增长的红利投资	追求资本利得的红利投资
核心目标	获取长期稳定的绝对回报	获取阶段性超额收益
选股逻辑	重视分红持续增长、盈利质量与现金流覆盖能力	重点筛选当期股息率较高的股票
主要收益来源	分红＋盈利增长＋复利	资本利得＋阶段性分红
核心研究问题	企业能否长期提高分红，分红是否具备可持续性	何时配置红利、选择哪类红利及何时退出
投资周期	≥5年	<1年
关键问题	分红的持续增长	股价的上涨时机
主要风险	盈利恶化、现金流不足导致分红削减	高股息陷阱、估值回落及风格切换
适用资金	保险、养老金及长期财富管理资金等	相对收益投资者等主动配置资金

资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

红利选股和择时：适用于相对收益和短期考核的投资策略

对于绝大多数相对收益型投资者，红利资产的意义并非作为分散风险的投资组合底仓。多数投资者将红利视作独立的风格，更关注何时选择何种红利资产可以获得超越指数的表现，本质上依然是一种风格轮动交易。基于这种投资目的，我们构建红利资产的择股、择时和 AH 轮动三层模型，来优化红利资产在投资组合中的表现。

在我们构建的策略回测中，择股贡献超额收益，择时控制高位回撤，AH 轮动则在港股红利与 A 股红利之间再做一层风险分散。我们以恒生高股息率指数成分为股票池，去除非港股通个股，构建“择股—择时”框架：

1）择股层解决“持有哪些红利股”：红利投资的目的，是赚取稳定的股息与估值的平稳抬升，而不是承担市场 β。市面上常见的高股息选股思路大多围绕着股息回报本身，例如会用股息率作为入选门槛。但这种选股方式一是容易选出股价持续下跌的公司，此时股息率被动提高，但股价走低若有趋势性，短期内反而造成亏损；二是也并不符合相对收益投资者的投资目的，高股息投资在大多数短期考核的相对收益投资者投资组合中往往也是用来创造净值收益的，实际上投资者本质上在意的更多还是全收益回报（其中大多数来自资本利得），而不仅仅是股息。因此在这个选股模型中，我们放弃了传统的以红利选股思路，只选择更大的概率在下一期上涨的红利股票。纯粹红利型选股思路会在下一章讨论长线资金时进一步展开。本章选股时在成分内做两次剔除：首先剔除 β 最高的 1/3，但其中 6 个月动量仍处于前 1/3 的个股予以保留，用这种方式去掉额外承担波动率但行情处于弱势的股票；其次剔除 6 个月动量最低的 1/3，去掉股价趋势性向下的股票；剩余等权季度调仓，形成“华泰策略港股高股息组合”。2020 年 1 月 2 日至 2026 年 10 月 21 日（本章回测区间，下同），该组合年化收益 16.2%、夏普 0.87、最大回撤-27.0%，相比恒生高股息率全收益指数同期为 8.9%、0.45、-33.4%，回报与回撤都有改善，年均单边换手只有 1.4 倍。

2）择时层解决“何时降低红利仓位”：择时的意义在于回撤控制。红利指数在大盘调整时往往同步回撤，只是幅度较小，因此需要一个能提前识别港股整体风险提升的信号。我们选用两个港股期权市场指标：PCR（期权市场的方向性持仓）与 GEX（做市商对冲引起的波动放大，负 Gamma 市场进入波动自我强化的状态）。任一信号触发时把华泰策略港股高股息组合的仓位降到 75%，两者同时触发降到 50%，其余时间满仓，减仓部分持有现金（年化 2%）。回测期间平均仓位 91%，年均调仓 15 个交易日，大多数时候满仓运行。从回测结果来看，加上择时后年化提高到 19.2%、夏普 1.13，最大回撤收窄至-24.4%，相对华泰策略港股高股息组合的年化超额 3.1 个百分点，七年中 6 年的超额收益为正。

3）AH 轮动层解决“港股红利还是 A 股红利”：考虑到红利投资者大都同时持有 A 股及港股，因此我们构建轮动策略致力于获得更有性价比的组合。我们用择时侧的仓位信号加情绪指数的 AH 溢价分项得分，等权决定港股红利的权重，其余配置中证红利全收益。以人民币计价并扣除港股红利税后，2022 年 1 月至 2026 年 10 月 21 日（AH 轮动情绪数据自 2022 年 1 月起，轮动回测随之起算）轮动组合年化 19.3%、夏普 1.20、最大回撤-15.3%，相对 50/50 基准的年化超额 6.9 个百分点、信息比率 1.48，5 年每年为正；相对一直持有华泰策略港股高股息组合收益，回撤压降到-15.3%。截至 2026 年 10 月 21 日，三个信号均未触发减配，轮动组合的港股红利权重为 100.0%，择时层的红利仓位为 100%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表2：框架总览：择股、择时与轮动的贡献

层级	做法	区间	年化收益	夏普比率	最大回撤
基准	恒生高股息率全收益指数	2020-01 至 2026-10	8.9%	0.45	-33.4%
择股	剔除 β 最高 1/3（动量前 1/3 豁免）与动量最低 1/3，剩余等权，季度调仓	2020-01 至 2026-10	16.2%	0.87	-27.0%
择股+择时	华泰策略港股高股息组合+ PCR/GEX 等权 50/100（现金 2%）	2020-01 至 2026-10	19.2%	1.13	-24.4%
AH 轮动	中证红利全收益/华泰策略港股高股息组合，三信号等权定港股权重（人民币计价、扣红利税）	2022-01 至 2026-10	19.3%	1.20	-15.3%

资料来源：Wind，华泰研究

择股：波动率+动量考量构建华泰策略港股高股息组合

在具体展开策略构建之前，我们首先声明本策略适用的投资目的。本章我们讨论的择股择时模型适用于需要做年内换手（也即非长线资金）、追求净值增长、追求相对回报的投资者，并非完全为了股息回报而投资，而是更关注投资的全收益回报。

选择 β 与动量进行择股，针对的是高股息指数的两个结构性弱点。该类投资者持有红利资产，看重的是稳定的股息与估值的平稳抬升，而不是承担市场 β。就 β 而言，过高市场 β 的高股息股票本质上还是在以更高的波动率敞口获得更高的回报率，并不符合高股息投资定位的稳健风格。就趋势而言，往往短期内股息率的变化是由于股价向下调整而非派息上升，股价的回落则多数具有惯性。因此我们需要两个过滤条件：一个识别“收益过度来自市场 β”的股票，一个识别“趋势向下”的股票。两个条件都用成分内的相对排序，阈值统一为 1/3，每季度末重新计算，剩余股票等权持有一个季度。

高 β 红利股的回报更多来自市场波动而非股息，但高 β 本身不是问题，高 β 叠加弱势才是。在港股红利池内，高 β 集中于地产、非银金融、材料等高杠杆或强周期行业，其分红能力随景气大幅波动，股息可持续性较低；低 β 的公用事业、电讯、银行则相反。β 三分组显示最高一档明显拖累（年化收益 1.5%、相对恒生高股息率全收益指数年化超额-7.5%、最大回撤-62.4%），而中 β 组反而优于低 β 组（年化收益 16.8%对 9.2%，年化超额+7.9%对+0.2%），说明有效信息不是“β 越低越好”，而是最高 β 组里集中了一批持续下跌的股票。但无条件剔除高 β 也有代价：2024 年 9 月政策转向后保险、券商等高 β 股领涨，2025 年以来建滔、宏桥等高 β 周期龙头持续走强，这类“高 β 且正在走强”的股票如果一律剔除，会把动量本应保留的收益一并丢掉。因此我们对 β 最高 1/3 中 6 个月动量处于前 1/3 的个股予以豁免，β 只用来剔除“高 β 且弱势”的股票。最新一期按此豁免入选的有建滔集团、中信股份、国泰航空、海丰国际、万物云。

动量识别的是趋势，价格持续下跌的高股息股可能是分红即将被削减的信号。分红能力的预期变化通常先在股价中体现，再在财报与派息公告中确认，动量捕捉的正是这一领先信息。我们采用 6 个月动量，其在成分内三分组严格单调，低、中、高组年化收益分别为 0.6%、8.9%、18.2%（相对恒生高股息率全收益指数年化超额-8.4%、-0.1%、+9.3%），最大回撤从-53.5%收敛到-26.4%。两个条件互补：β 剔除收益主要来自市场波动的股票，动量剔除趋势向下的股票。

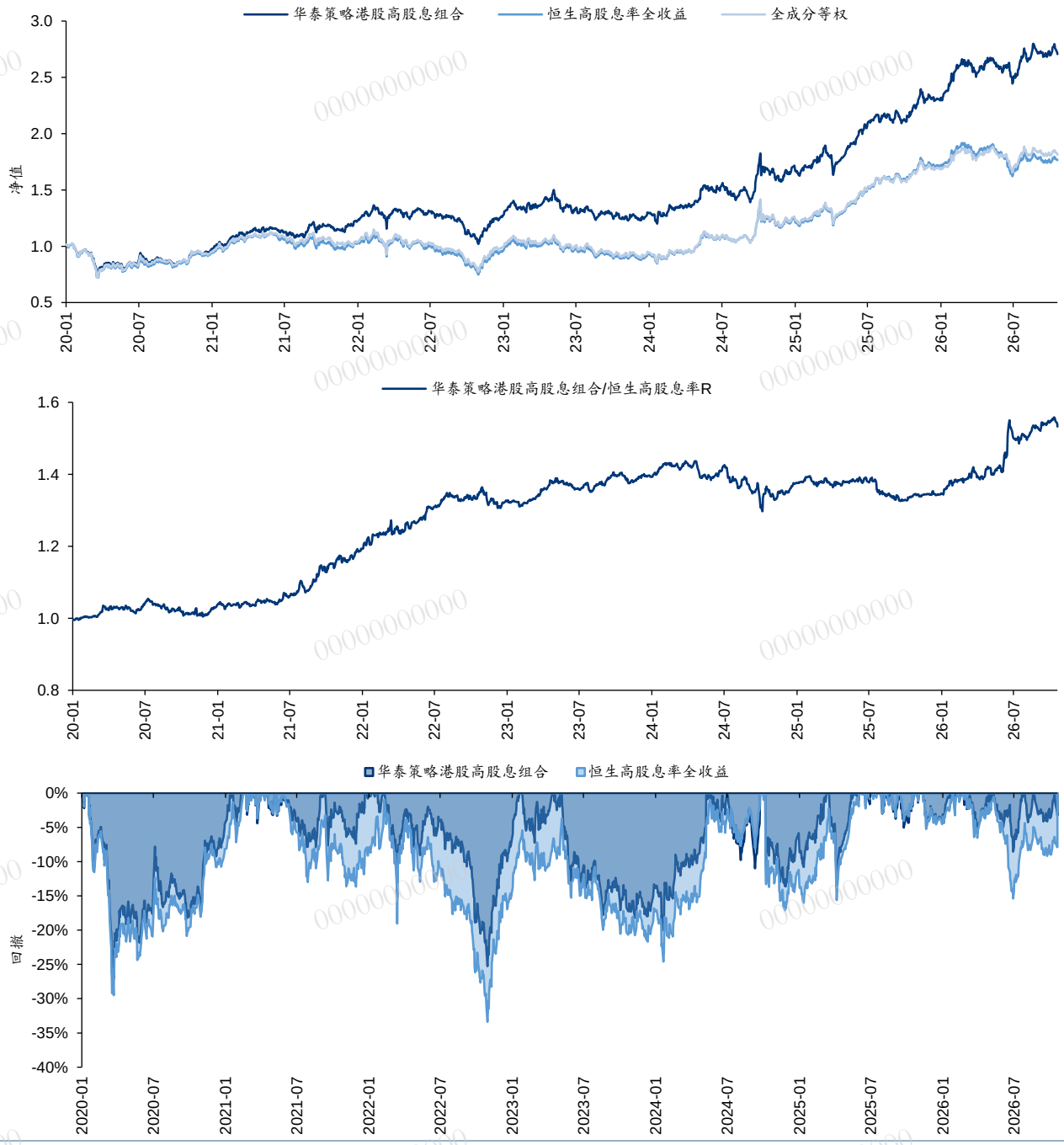
此外，我们也验证了用股息率作为因子来筛选的效果，发现并不能形成一个稳定的回测结果，因此策略不予采纳。在成分内按 TTM 股息率五分组，相对全成分等权的超额并不单调：第二、四组最好（年化超额+5.9%、+6.4%），最高一组全样本超额-0.7%、最大回撤-60%，2020 到 2023 年总计跑输 8.6 个百分点、2024 年起又跑赢 15.3 个百分点；股息率的月度 IC 仅 0.045，分年符号随市场环境翻转。原因是高股息率组内部是双峰的，约一半是股价持续下跌推高股息率的陷阱股，另一半才是分红稳定的公司，因此单因子难以实现筛选。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

华泰策略港股高股息组合年化 16.2%、夏普 0.87，相对恒生高股息率全收益指数的年化超额 7.2 个百分点、信息比率 1.09。超额主要来自 2021 到 2023 年：这三年港股整体下跌，地产、材料等高 β 弱势股被剔除，组合相对指数的超额分别为+16.4%、+10.5%、+4.9%；2024 与 2025 年市场转为上涨，组合略跑输指数（超额-1.6%、-2.9%），2026 年至今凭借动量豁免保留的周期龙头与航运股再度跑赢 14.3%。回撤方面，组合最大回撤-27.0%出现在 2020 年 3 月疫情冲击，2022 年 10 月恒生高股息率指数创出-33.4%的最大回撤时组合回撤为-25.3%，明显更少。平均持股 28 只，季度调仓下年均单边换手 1.4 倍，月度调仓的结果相近但换手接近两倍，因此采用季度调仓。

图表3：华泰策略港股高股息组合显著跑赢恒生高股息率全收益指数，回撤收窄-6 个百分点



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

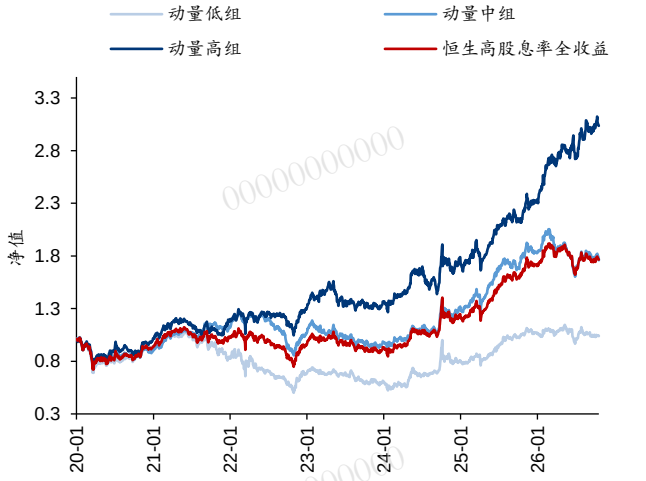
仅供内部参考，请勿外传

图表4：高β组显著拖累，中β组优于低β组



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：动量三分组严格单调，动量较弱组整体表现更差



资料来源：Wind，华泰研究

图表6：成分内β与动量三分组绩效（等权，季度调仓，2020-01-02 至 2026-10-21）

分组	年化收益	年化波动	夏普	最大回撤	vs 恒生高股息率 R 超额	vs 恒生高股息率 R 信息比率
β 低组	9.2%	15.8%	0.58	-29.3%	+0.2%	-0.06
β 中组	16.8%	19.7%	0.85	-26.1%	+7.9%	1.07
β 高组	1.5%	29.5%	0.05	-62.4%	-7.5%	-0.35
动量低组	0.6%	25.0%	0.02	-53.5%	-8.4%	-0.64
动量中组	8.9%	19.1%	0.46	-32.8%	-0.1%	-0.03
动量高组	18.2%	20.2%	0.90	-26.4%	+9.3%	1.03
全成分等权	9.4%	19.9%	0.47	-32.9%	+0.4%	0.14
恒生高股息率 R	8.9%	20.0%	0.45	-33.4%		

资料来源：Wind，华泰研究

图表7：华泰策略港股高股息组合最新持仓（2026 年 9 月 30 日调仓，28 只等权）

代码	简称	行业	β	动量	入选方式
0148 HK	建滔集团	信息技术	0.65	41.4%	高β豁免
0006 HK	电能实业	公用事业	0.21	-4.7%	常规
0392 HK	北京控股	公用事业	0.44	2.2%	常规
0902 HK	华能国际电力股份	公用事业	0.47	-0.6%	常规
3998 HK	波司登	可选消费	0.42	4.5%	常规
0316 HK	东方海外国际	工业	0.38	5.9%	常规
1919 HK	中远海控	工业	0.40	12.5%	常规
3311 HK	中国建筑国际	工业	0.53	-0.5%	常规
0144 HK	招商局港口	工业	0.55	5.3%	常规
0293 HK	国泰航空	工业	0.63	19.9%	高β豁免
1308 HK	海丰国际	工业	0.64	31.6%	高β豁免
0267 HK	中信股份	工业	0.78	11.1%	高β豁免
2602 HK	万物云	房地产	0.63	19.5%	高β豁免
0220 HK	统一企业中国	日常消费	0.30	-0.6%	常规
0322 HK	康师傅控股	日常消费	0.49	4.8%	常规
0857 HK	中国石油股份	能源	0.14	-3.6%	常规
1088 HK	中国神华	能源	0.30	4.3%	常规
0386 HK	中国石油化工股份	能源	0.52	5.8%	常规
0941 HK	中国移动	通讯服务	0.29	4.7%	常规
0008 HK	电讯盈科	通讯服务	0.42	-4.6%	常规
3360 HK	远东宏信	金融	0.37	-2.1%	常规

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

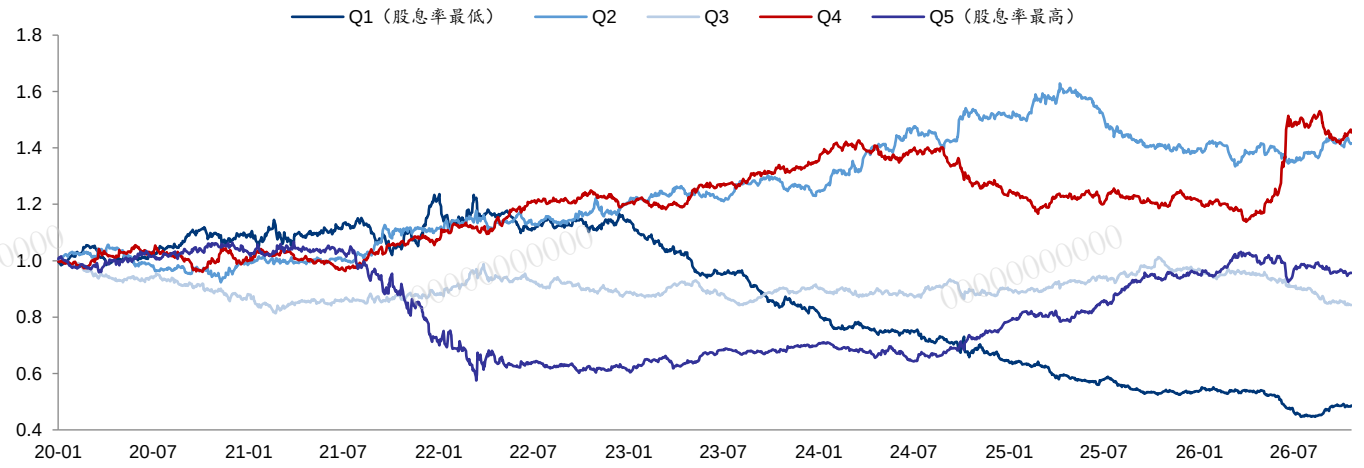
仅供内部参考，请勿外传

3328 HK	交通银行	金融	0.42	15.0%	常规
1288 HK	农业银行	金融	0.44	16.5%	常规
0998 HK	中信银行	金融	0.44	9.9%	常规
1398 HK	工商银行	金融	0.47	13.5%	常规
1988 HK	民生银行	金融	0.52	0.8%	常规
2388 HK	中银香港	金融	0.54	22.7%	常规
0939 HK	建设银行	金融	0.54	17.9%	常规

资料来源：Wind，华泰研究

注：入选方式“高β豁免”指β处于成分内最高 1/3 但动量处于该组前 1/3 而被保留

图表8：股息率五分组相对全成分等权的净值：分组不单调，最高一组回撤最深



资料来源：Wind，华泰研究

注：恒生高股息率成分（剔除三只房地产信托）内按 TTM 股息率五分组，等权、季度调仓，2020-01 至 2026-10

择时：控制红利组合的回撤

红利风格在大盘调整时并非一定能获得绝对收益，只是回撤幅度较小。2020 年以来恒生高股息率全收益指数对恒生综合指数的 β 为 0.67；2021 年 2 月至 2022 年 10 月的熊市中恒生综合全收益指数最大回撤-53.9%，红利指数同期回撤-33.4%；2024 年初两者分别为-51.1%与-24.6%，2025 年 4 月关税冲击时为-32.7%与-15.6%。红利的回撤通常与大盘同步发生、幅度约为大盘的一半到三分之二，因此针对港股整体风险的择时信号同样适用于红利组合，我们有必要用择时来控制回撤。

我们用港股期权市场的两个指标识别“港股整体风险上升”的时点。参考我们此前发布的衍生品择时报告《如何用期权信息对港股定价与择时？》(2026.8.31)，PCR 组合仓位是衍生品择时报告中的多空仓位信号，仓位降到 0 意味着期权市场已把港股多头头寸清空，是资金收缩的直接证据；GEX 是做市商的 Gamma 敞口，252 日分位的 5 日均值低于 20%意味着做市商处于负 Gamma 状态，对冲交易会放大波动，这时红利组合同样会被动回撤。两者触发时把仓位降到 50%，其余时间保持满仓。两个信号在回测期内分别有 27.8%与 12.1%的交易日处于触发状态，同时触发的只有 4.0%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

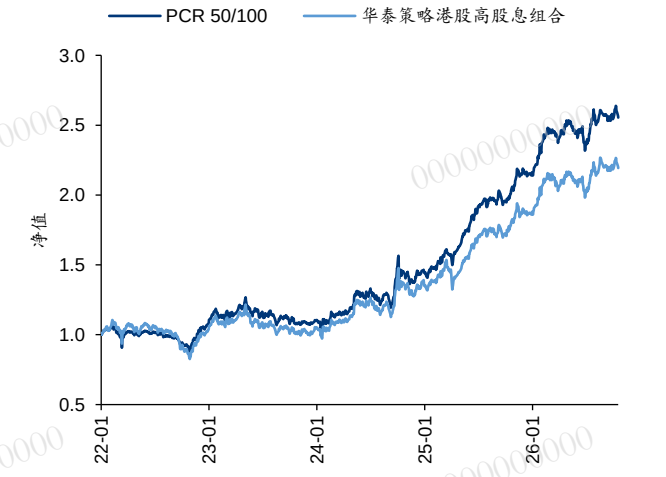
仅供内部参考，请勿外传

单独使用任一信号都能“规避回撤而不损失收益”，两者触发时点不同步。PCR 数据自 2022 年 1 月起，因此 PCR 择时只能从 2022 年回测：2022 年 1 月至 2026 年 10 月 21 日，PCR 50/100 择时年化 22.2%、最大回撤-19.4%，同期（2022 年 1 月 4 日起）华泰策略港股高股息组合无择时为 18.3%与-25.3%，年化超额 3.9 个百分点，5 个年度均取得正收益。GEX 自 2020 年起可用：2020 年 1 月至 2026 年 10 月 21 日，GEX 50/100 择时年化 19.4%、最大回撤-24.4%，无择时（2020 年 1 月 2 日起，即图表 2 的组合全样本）为 16.2%与-27.0%，年化超额 3.2 个百分点。两处无择时对照数字不同，仅因回测起点不同。PCR 反映方向性持仓、GEX 反映对冲引起的波动放大，触发时点基本不重叠，这正是把两者等权合并的理由。

两信号等权合并后，相对无择时组合的净值持续上行，各年超额的波动也比单信号更小。规则为：PCR 与 GEX（5 日均值低于 20%）各出一个卖出触发，触发数 0、1、2 对应仓位 100%、75%、50%，减仓部分持有现金，现金年化 2%；2022 年前 PCR 缺失时仅由 GEX 决定仓位。2020 年 1 月至 2026 年 10 月 21 日，华泰策略港股高股息组合+择时年化 19.2%、夏普 1.13、最大回撤-24.4%，相对华泰策略港股高股息组合年化超额 3.1 个百分点、信息比率 0.66，相对恒生高股息率全收益指数年化超额 10.3 个百分点；平均仓位 91%，年均 15 个调仓日、单边换手 4.7 倍，扣 10bp 单边成本后年化 18.7%。

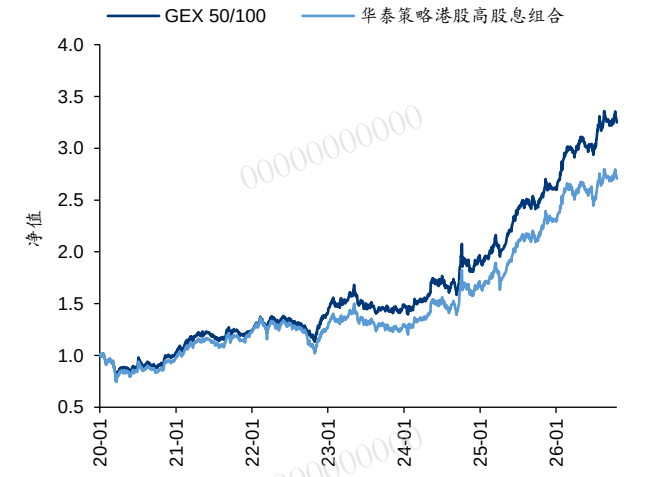
七年中有六年择时策略相对华泰策略港股高股息组合的超额收益为正，择时的贡献主要来自减仓期。年度超额为 2020 年+5.2%、2021 年-5.5%、2022 年+7.5%、2023 年+2.0%、2024 年+0.3%、2025 年+5.2%、2026 年+4.3%，仅 2021 年为负，对应红利单边上涨而减仓错过的时段。仓位分布为 71.2%的时间满仓、23.2%的时间 75%、5.6%的时间 50%。回测期内共 42 段减仓区间，减仓期间华泰策略港股高股息组合的区间收益有 57.1%为负，择时在 59.5%的区间跑赢无择时组合，累计贡献 15.5 个百分点。

图表9：择时 PCR 择时：回撤收窄 5.9 个百分点，年化提升 3.9 个百分点（2022-01 起）



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：择时 GEX 择时：年化提升 3.2 个百分点，回撤收窄 2.6 个百分点（2020-01 起）



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

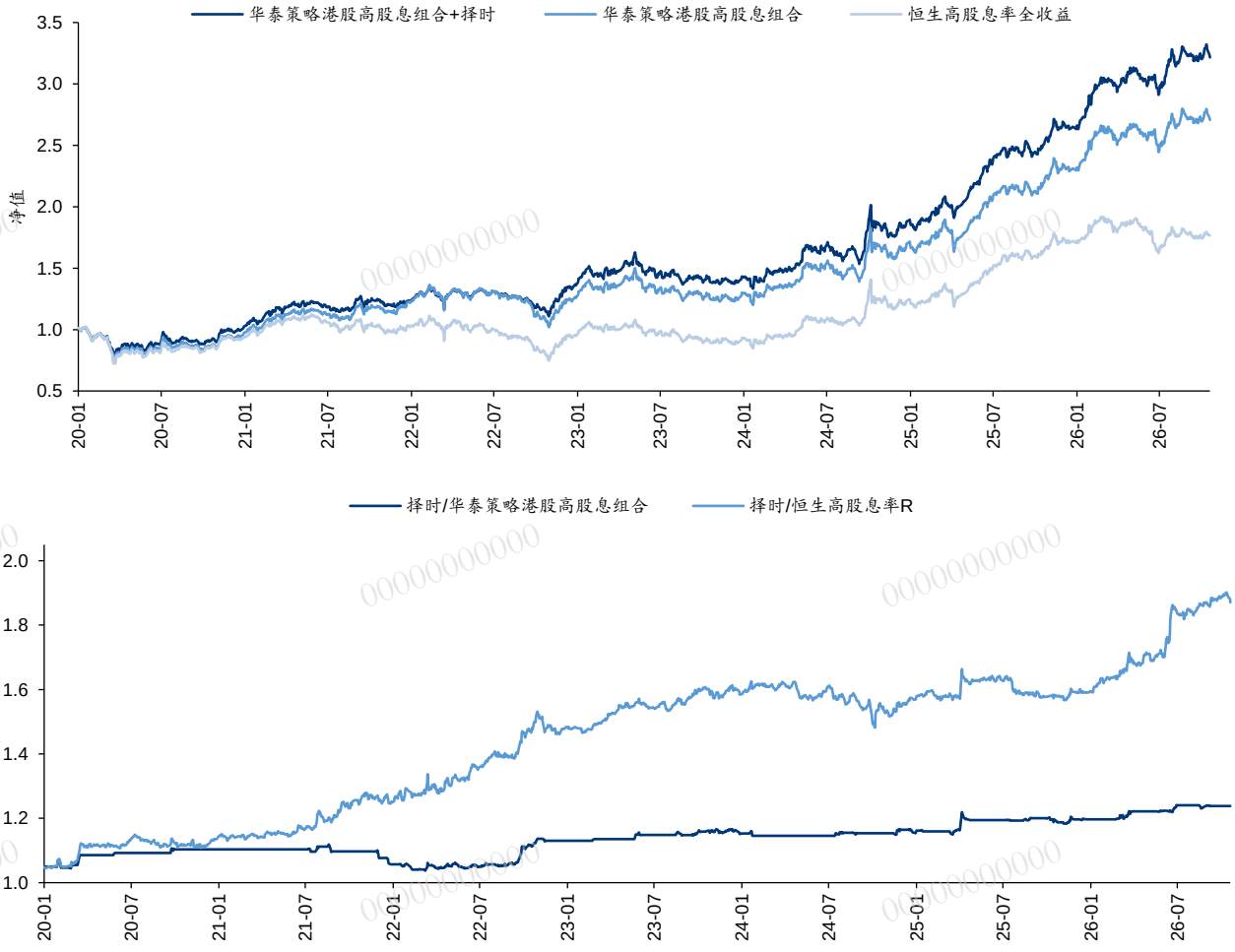
仅供内部参考，请勿外传

图表11：推荐方案绩效：华泰策略港股高股息组合+PCR/GEX 等权 50/100（现金年化 2%，2020-01 至 2026-10）

组合	年化收益	年化波动	夏普	最大回撤	平均仓位	vs 华泰策略港股高股息组合超额	vs 华泰策略港股高股息组合信息比率	vs 恒生高股息率 R 超额	扣 10bp 年化
华泰策略港股高股息组合+择时	19.2%	17.0%	1.13	-24.4%	91%	+3.1%	0.66	+10.3%	18.7%
华泰策略港股高股息组合	16.2%	18.5%	0.87	-27.0%	100%			+7.2%	
恒生高股息率 R	8.9%	20.0%	0.45	-33.4%					

资料来源：Wind，华泰研究

图表12：华泰策略港股高股息组合+择时：净值与相对净值



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表13：年度收益：择股与择时的逐年贡献

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
华泰策略港股高股息组合	-2.5%	25.2%	3.6%	2.9%	32.0%	33.7%	17.9%
恒生高股息率全收益	-5.9%	8.8%	-6.9%	-2.0%	33.6%	36.6%	3.6%
择股超额	+3.4%	+16.4%	+10.5%	+4.9%	-1.6%	-2.9%	+14.3%
华泰策略港股高股息组合+择时	2.7%	19.7%	11.1%	4.9%	32.3%	38.9%	22.2%
择时超额（vs 华泰策略港股高股息组合）	+5.2%	-5.5%	+7.5%	+2.0%	+0.3%	+5.2%	+4.3%

资料来源：Wind，华泰研究

轮动：A 股和港股红利如何选择

对于同时持有 A 股和港股的投资者，我们进一步考虑 AH 之间的择时轮动。择时轮动策略在中证红利全收益与华泰策略港股高股息组合之间分配权重，用三个港股信号等权决定港股权重，不持现金。中证红利全收益对港股信号没有反应，因此轮动本质上是“港股资金收缩时避开港股红利”，减仓时持有的是 A 股红利而非现金。我们选取三个信号构建轮动策略。前两个信号沿用择时层：PCR 组合仓位为 0 记一次“转 A 股”触发（2022 年 1 月至 2026 年 10 月样本内占 27.8%的交易日），GEX 252 日分位的 5 日均值低于 20%记一次触发，它们刻画港股风险偏好收缩，此时港股红利相对 A 股红利走弱。第三个信号是 AH 溢价分项得分，刻画两地红利的相对估值：得分越高表示 AH 溢价越低、A 股相对越便宜，分量取 1 减去得分/100，作为连续变量把权重向估值便宜的一边倾斜，与前两者的触发时点不同步，起稳定作用。港股权重等于三个分量“持港股程度”的平均值，当日收盘信号次日生效，日度再平衡。

本部分以内地人民币投资者为基准口径：港股侧按港币兑人民币汇率换算为人民币计价，并扣除港股红利税。港股通个人投资者及公募基金持有港股收到的股息按 20.0%预扣，而 A 股股息对公募基金免税，AH 两地持仓存在税负不对称；我们使用的恒生高股息率指数为全收益口径、未含税，我们以 20.0%预扣率乘以假设股息率 6.5%作为港股的年化常数拖累（约 1.3%，日度均摊）。6.5%为取整的假设值：恒生高股息率指数的股息率（TTM）当前为 5.9%，2022 年以来均值 7.1%，6.5%介于当前值与样本期均值之间。2022 年以来港币兑人民币累计升值 4.7%，分年为 2022 年+9.2%、2023 年+1.4%、2024 年+2.2%、2025 年-2.5%、2026 年 YTD -5.2%，汇率换算在样本期内累计抬高港股的人民币回报，与红利税方向相反。

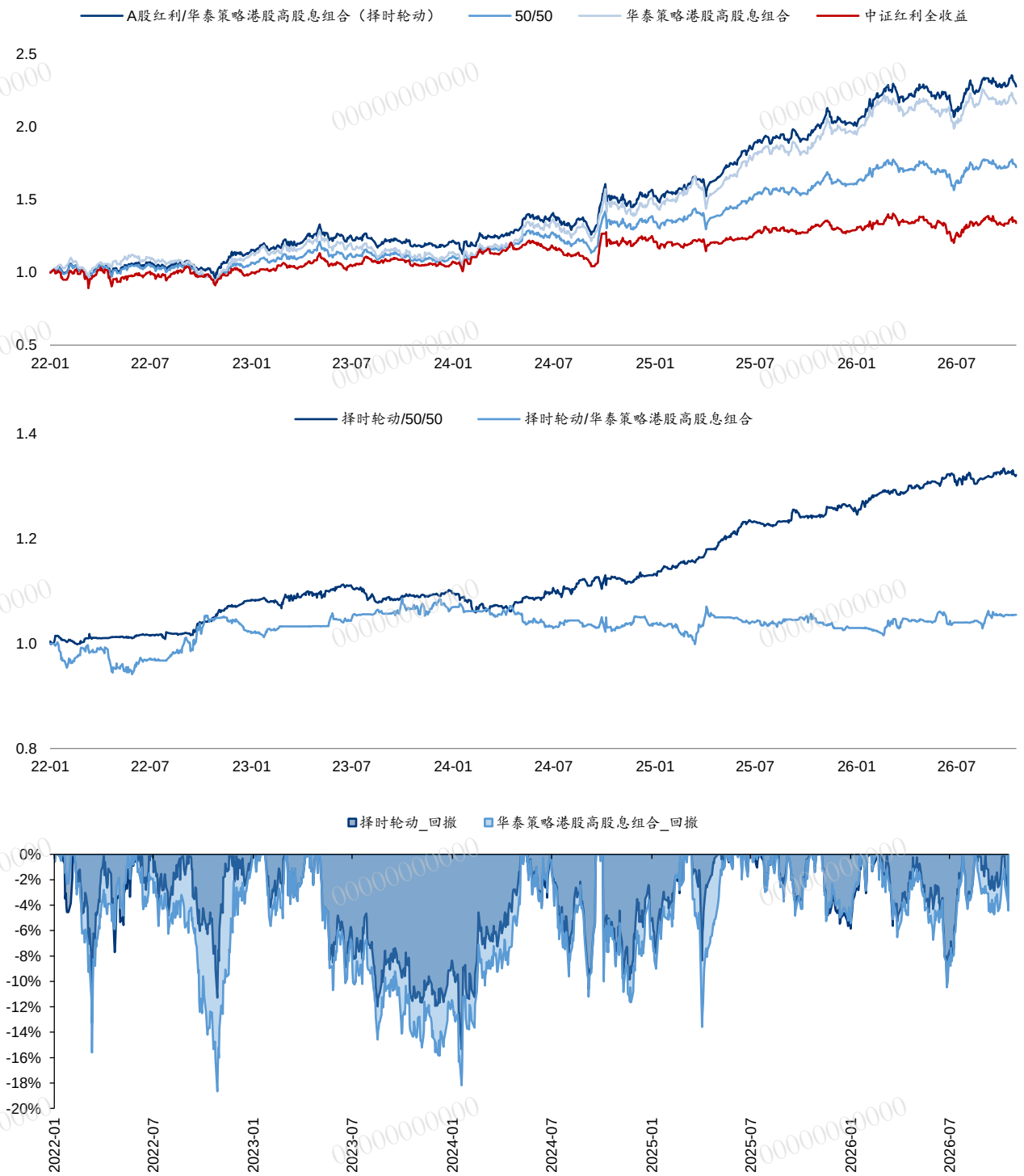
AH 择时轮动年化 19.3%，夏普 1.20，最大回撤-15.3%，相对 50/50 基准的年化超额 6.9 个百分点、信息比率 1.48，5 年每年为正。同期 50/50（配置 50%的中证红利+50%的华泰策略港股高股息组合，下同）基准年化 12.4%、夏普 0.82、回撤-14.6%；一直持有华泰策略港股高股息组合年化 17.9%、回撤-18.7%；一直持有中证红利全收益年化 6.5%、回撤-14.5%。年度看，相对 50/50 的超额为 2022 年+8.5%、2023 年+2.0%、2024 年+3.3%、2025 年+12.5%、2026 年+6.0%，超额集中在港股红利相对 A 股红利走强的 2022 与 2025 年。平均港股权重 0.69，68.3%的时间在 2/3 以上、7.3%的时间在 1/3 以下；因 AH 分量逐日变化，权重几乎每日微调，年内单边换手在 5.5 到 9.6 倍之间，但单次幅度小，扣 10bp 单边成本后年化 18.3%。截至 2026 年 10 月 21 日，PCR 组合仓位 0.35、GEX 分位 5 日均值 58.7%均未触发，AH 溢价分项得分 0，次日目标港股权重 100.0%、A 股权重 0.0%。

相对一直持有华泰策略港股高股息组合的超额有限，价值在于降波控回撤。轮动组合相对一直持有华泰策略港股高股息组合的年化超额仅+1.4%，2022 年+2.6%、2023 年+3.8%、2024 年-3.5%、2025 年-0.5%、2026 年+2.7%，港股红利单边大涨的年份为负；但回撤从-18.7%缩窄到-15.3%、波动从 17.8%降到 16.1%。对港股红利配置比例受限、或需要在两地红利之间做战术配置的投资者，这一层提供的是方向信号而非额外收益。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表14：A 股红利/华泰策略港股高股息组合（AH 择时轮动）：净值、相对净值与回撤（人民币计价，港股扣红利税）



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表15： AH 择时轮动绩效（人民币计价，港股扣红利税，2022-01 至 2026-10）

组合	年化收益	年化波动	夏普	最大回撤	vs 50/50 超额	vs 50/50 信息比率	月度胜率	vs 华泰策略港股高股息组合超额	平均港股权重	年均单边换手	扣 10bp 年化
择时轮动	19.3%	16.1%	1.20	-15.3%	+6.9%	1.48	70.7%	+1.4%	0.69	8.1 倍	18.3%
50/50 日度再平衡	12.4%	15.2%	0.82	-14.6%					0.50		
华泰策略港股高股息组合	17.9%	17.8%	1.01	-18.7%					1.00		
中证红利全收益	6.5%	16.0%	0.40	-14.5%					0.00		

资料来源：Wind，华泰研究

注：vs 50/50 超额为相对 50/50 基准的年化超额，信息比率=年化超额÷超额收益的年化波动；年均单边换手为每年港股权重变动绝对值之和

图表16： AH 择时轮动的年度收益与换手（人民币计价，港股扣红利税）

年份	择时轮动	50/50	华泰策略港股高股息组合	中证红利全收益	超额 vs 50/50	超额 vs 华泰策略港股高股息组合	年内单边换手	年内平均港股权重
2022	13.1%	4.6%	10.4%	-1.6%	+8.5%	+2.6%	8.8 倍	0.57
2023	6.9%	4.9%	3.1%	6.3%	+2.0%	+3.8%	7.4 倍	0.73
2024	29.6%	26.3%	33.2%	18.8%	+3.3%	-3.5%	6.4 倍	0.75
2025	28.3%	15.8%	28.8%	3.8%	+12.5%	-0.5%	9.6 倍	0.69
2026	13.4%	7.4%	10.7%	3.9%	+6.0%	+2.7%	5.5 倍	0.73

资料来源：Wind，华泰研究

注：vs 50/50 超额为相对 50/50 基准的年化超额，信息比率=年化超额÷超额收益的年化波动；年均单边换手为每年港股权重变动绝对值之和

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

追求绝对股息增长：适用于长线资金的投资新思路

绝大多数现存红利指数的重点并非长期稳定且增长的分红

港股现有红利工具仍以股息率筛选为主，对长期分红增长的刻画相对有限。以恒生高股息率指数、标普港股通低波红利指数为例，两者均先从当前或过去一段时间股息率较高的股票中筛选成分股，再叠加流动性、波动率、股价表现或盈利质量等约束；部分指数还要求过去 3 年持续现金分红。上述规则有助于控制高股息陷阱，但核心变量仍是股息率或是否持续派息，并未普遍要求企业长期、连续提高 DPS。因此，现有指数更容易受到估值修复、行业轮动和市场风格影响，持续增派所反映的经营质量和长期股东回报能力尚未得到充分刻画。

虽然当前绝大多数红利投资者的投资目的仍在于股价增长和相对回报，但随着固收+等绝对收益型资金以及保险、年金等长线资金在市场占比上升，长期稳定的红利投资需求或逐年增长。若投资目标由阶段性获取高股息风格超额转向长期稳定回报，筛选标准也需由“当前股息率是否足够高”转向“企业能否持续提高分红”。本章将结合连续 DPS 增长、自由现金流、盈利稳定性和分红意愿，识别具备长期股东回报能力的“真红利”资产，并检验持续增派策略在港股和 A 股市场的适用性。

图表17：港股主流红利指数仍以股息率筛选为核心，对分红连续增长的要求不足

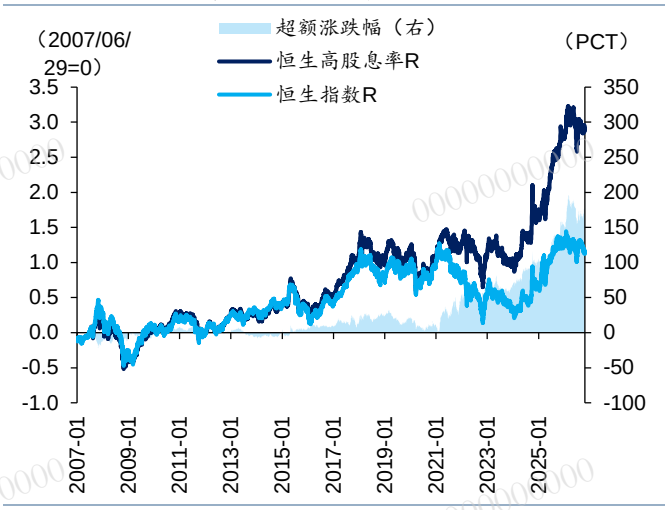
指数类型	指数代码	指数简称	推出日期	选股范围	核心筛选规则
恒生指数有限公司	HSHDYI.HI	恒生高股息率	2012-12-10	恒生综合指数大型股及中型股	连续3个财政年度有现金派息记录；按净股息率选取前50只
	HSHYLV.HI	恒生港股通红利低波动	2017-05-08	港股通合资格证券	连续3个财政年度有现金派息记录；先按净股息率选取前75只，再筛选波动率最低的50只
	HSMCHYI.HI	恒生港股通中国内地企业红利	2019-09-09	港股通范围内中国内地企业	连续3个财政年度有现金派息记录；按净股息率选取前50只
	HSSCHKY.HI	恒生港股通红利	2019-11-18	符合南向港股通资格的恒生综合指数成分股	连续3个财政年度有现金派息记录；按过去3年平均净股息率选取前50只
	HSCHDY.HI	恒生中国高股息率	2020-02-17	香港上市、主要业务来自中国内地的大中型股	按净股息率选取前50只；分红历史要求以现行编制方案为准
	HSSSCHD.HI	恒生沪深港高股息率	2021-08-23	沪深港大型企业	连续3个财政年度有现金派息记录；按净股息率选取前30只
	HSSCHYS.HI	恒生港股通红利优选	2023-06-12	港股通合资格的大中型股	连续3个财政年度有现金派息记录；过去3个财政年度股利支付率均大于0%且不超过100%；按净股息率选取前50只
	HSSCSOY.HI	恒生港股通中国央企红利	2023-06-12	自身或第一大股东穿透后属于中央企业的港股通证券	连续3个财政年度有现金派息记录；过去3个财政年度股利支付率均大于0%且不超过100%；按净股息率选取前40只
	HSSCHDY.HI	恒生港股通国有企业红利指数	2023-10-16	第一大股东为内地政府机构的港股通公司	连续3个财政年度有现金派息记录；过去3个财政年度股利支付率均大于0%且不超过100%；按净股息率选取前50只
	HSHD30.HI	恒生高息股30	2025-03-14	恒生综合指数大型股及中型股	连续3个财政年度有现金派息记录；按净股息率选取前30只
深圳证券信息有限公司	987016.CNI	港股通红利低波	2021-11-18	港股通证券	连续3年现金分红；按过去3年平均现金股息率选取前30只
中证指数有限公司	930839.CSI	港股通高息精选	2016-06-08	中证香港300中符合港股通条件的证券	连续3年现金分红；综合股息率与质量因子筛选前30只
	930914.CSI	港股通高股息	2016-11-25	中证香港300中符合港股通条件的证券	连续3年现金分红；过去3年平均及最近一年股利支付率均大于0且小于1；按过去3年平均股息率选取前30只
标普道琼斯指数公司	SPAHLVHP.SPI	标普港股通低波红利指数	2017-02-20	S&P Access Hong Kong Index	按股息率选取排名最高的75只证券，再从中选出波动率最低的50只
	SPAHDCHP.SPI	标普港股通股息自由现金流指数	2025-05-12	S&P Access Hong Kong Index	每股股息TTM大于0；金融、地产行业依据股息率评分，其他行业综合考虑股息率和自由现金流收益率，选取得分最高的50只
	DJAHQ3HP.SPI	道琼斯港股高质量股息30指数	2026-07-13	S&P Access Hong Kong Index	要求具有持续派息记录，筛选股息率较高的30只公司
	DJAHQ4HP.SPI	道琼斯港股高质量股息40指数	2026-07-13	S&P Access Hong Kong Index	要求具有持续派息记录，筛选股息率较高的40只公司

资料来源：Wind，恒生指数有限公司，深圳证券信息有限公司，中证指数有限公司，标普道琼斯指数公司，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

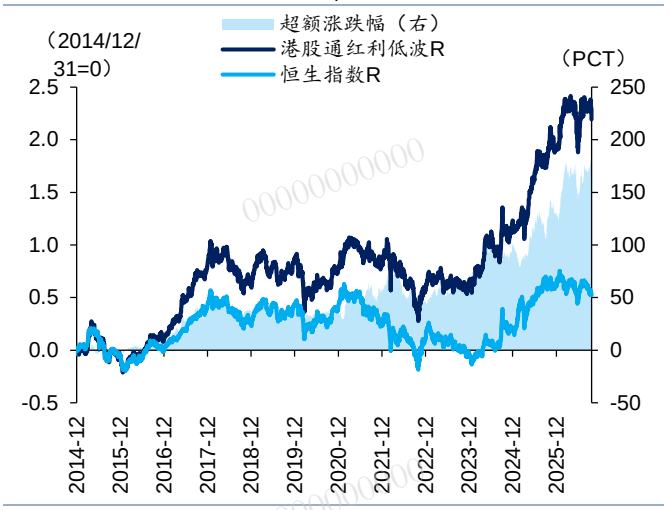
仅供内部参考，请勿外传

图表18：恒生高股息率指数长期超额有限



资料来源：Wind，华泰研究

图表19：港股通红利低波表现较优，但超额稳定性不足



资料来源：Wind，华泰研究

图表20：港股主要高股息指数的年度超额呈现较强的周期性，胜率也并不尽如人意

	指数代码	指数简称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2017年以来	胜率
区间涨跌幅（%）	HSI52.HI	恒生高股息率	42.24	-5.36	11.68	-6.36	9.36	-6.59	-1.98	33.60	36.97	3.56	163.33	60%
	HSSCHKYT.HI	恒生港股通红利	43.84	-5.71	12.31	-7.67	0.22	-24.77	-0.62	23.70	29.53	12.90	87.83	60%
	HSCHDYT.HI	恒生中国高股息率	44.99	-2.67	9.96	-3.61	9.87	-10.57	-6.55	31.19	33.85	6.90	152.37	60%
	HSMCHYIT.HI	恒生港股通中国内地企业红利			11.07	-7.20	1.41	-24.39	-1.16	27.07	31.39	9.73	41.63	63%
	HSHYLVDV.HI	恒生港股通红利低波动	17.11	-7.29	11.14	-9.09	11.96	-6.85	10.14	31.26	27.77	0.36	108.32	70%
	487016.CNI	港股通红利低波	62.06	-8.40	15.10	-4.21	1.04	-12.95	5.28	35.52	30.76	14.18	200.48	70%
	H20839.CSI	港股通高息精选	35.37	-16.99	18.52	12.22	14.38	-14.16	7.02	17.99	26.26	-2.13	125.01	70%
	HSSCHYST.HI	恒生港股通红利优选							-2.19	32.66	37.61	7.64	92.65	75%
	HSSCSOYT.HI	恒生港股通中国央企红利							-2.83	37.78	33.60	7.48	93.20	75%
	H20914.CSI	港股通高股息	81.93	-10.63	19.96	-9.24	3.42	1.97	8.63	32.00	25.10	9.39	254.41	80%
	HSSSCHDT.HI	恒生沪深港（特选企业）高股息率	37.95	-3.63	4.08	-2.89	6.92	1.81	14.81	36.88	41.96	10.22	255.24	80%
	HSSCHDYT.HI	恒生港股通国有企业红利指数							0.83	33.71	31.17	4.67	85.90	100%
	HSHD30T.HI	恒生高息股30									40.74	2.80	43.12	100%
		中位数	***43.84***	***-7.29***	***11.99***	***-6.78***	***6.39***	***-11.76***	***-0.89***	***31.63***	***31.07***	***7.56***	***116.67***	***60%***
相对恒指超额涨跌幅（PCT）	HSI52.HI	恒生高股息率	0.95	5.19	-2.88	-5.62	20.91	4.87	8.48	10.67	4.33	5.80	105.30	80%
	HSSCHKYT.HI	恒生港股通红利	2.55	4.83	-2.24	-6.93	11.77	-13.31	9.84	0.76	-3.10	15.14	29.80	60%
	HSCHDYT.HI	恒生中国高股息率	3.70	7.88	-4.60	-2.87	21.43	0.89	3.90	8.25	1.21	9.14	94.34	80%
	HSMCHYIT.HI	恒生港股通中国内地企业红利			-3.48	-6.46	12.96	-12.92	9.29	4.14	-1.24	11.97	-16.40	40%
	HSHYLVDV.HI	恒生港股通红利低波动	-24.18	3.25	-3.42	-8.35	23.52	4.61	20.60	8.33	-4.86	2.60	50.29	60%
	487016.CNI	港股通红利低波	20.77	2.14	0.55	-3.47	12.59	-1.49	15.74	12.59	-1.88	16.42	142.46	70%
	H20839.CSI	港股通高息精选	-5.92	-6.44	3.97	12.97	25.93	-2.69	17.47	-4.95	-6.38	0.11	66.99	50%
	HSSCHYST.HI	恒生港股通红利优选							8.27	9.73	4.97	9.88	34.63	40%
	HSSCSOYT.HI	恒生港股通中国央企红利							7.63	14.85	0.96	9.72	35.17	40%
	H20914.CSI	港股通高股息	40.65	-0.09	5.40	-8.50	14.98	13.44	19.09	9.07	-7.54	11.63	196.38	70%
	HSSSCHDT.HI	恒生沪深港（特选企业）高股息率	-3.34	6.91	-10.47	-2.15	18.48	13.28	25.26	13.94	9.33	12.46	197.21	70%
	HSSCHDYT.HI	恒生港股通国有企业红利指数							11.29	10.78	-1.46	6.90	27.87	30%
	HSHD30T.HI	恒生高息股30									8.10	5.04	-14.90	20%
		中位数	***1.75***	***4.04***	***-2.88***	***-5.62***	***18.48***	***0.89***	***10.56***	***9.40***	***-1.24***	***9.72***	***50.29***	***70%***

资料来源：Wind，华泰研究

何为真红利？——来自美股市场的经验镜鉴

更关注股息持续增长，长期回报和波动控制都优于标普 500 指数

红利贵族指数以长期、连续的现金分红增长记录为核心约束，旨在识别盈利、现金流和股东回报能力较为稳定的成熟企业。目前全球红利贵族指数数量相对有限，主要分布于美国、加拿大、欧元区、日本等成熟市场，其中美国市场体系最为完整。标普 500 红利贵族要求成分股连续 25 年提高分红，标普高收益红利贵族和标普股息君主分别将连续增派门槛设为 20 年和 50 年；加拿大、欧元区、日本、泛亚等指数则结合本地市场历史，将持续分红门槛设为 5-10 年。尽管各市场年限要求不同，分红持续性始终是红利贵族系列指数最核心的准入标准。其中，标普 500 红利贵族以 S&P 500 为母指数，采用等权方式，截至 2026 年 9 月 30 日，成分股对应总市值约 9773.6 亿美元，是该系列中最具代表性的指数。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

标普 500 红利贵族（S&P 500 Dividend Aristocrats Index）是其中最具代表性的指数，于 2005 年 5 月 2 日正式推出。早在 20 世纪 80 年代，S&P 就开始使用“Dividend Aristocrats”概念，早期主要关注连续 10 年以上提高分红的公司。2000 年科技泡沫破裂后，S&P 于 2002 年底将持续增派门槛提高至 25 年，并于 2003 年首次发布符合条件的 S&P 500 公司名单。2005 年正式推出指数后，“连续 25 年每年提高 DPS”被固化为核心规则，同时采用等权配置，降低大市值公司的权重影响。该指数由此形成以长期分红记录为基础的质量筛选框架，重点覆盖经营成熟、资产负债表稳健、现金流稳定且资本配置纪律较强的公司。

图表21：全球红利贵族指数概览

证券代码	指数英文名称	指数中文名称	投资市场	母指数	上市日期	总市值（亿美元）	分红持续增长年数的最低要求	加权方式
SP50DIV	S&P 500 Dividend Aristocrats Index	标普500红利贵族	美国	S&P 500	2005-05-02	9773.57	25	等权重
LMO5K	S&P High Yield Dividend Aristocrats Index	标普高收益红利贵族	美国	S&P Composite 1500	2005-11-09	194.04	20	预期年度股息率加权
SPHYDMUP-CME	S&P Dividend Monarchs Index	标普股息君主指数	美国	S&P Composite 1500	2023-04-24	3590.00	50	预期年度股息率加权
TORGC255	S&P/TSX Canadian Dividend Aristocrats Index	标普多伦多红利贵族	加拿大	S&P Canada BMI	2001-12-21	72.96	5	预期年度股息率加权
SPEHDAEP0000	S&P Euro High Yield Dividend Aristocrats Screened Index	标普欧元ESG高收益红利贵族	欧元区	S&P Europe BMI	2022-01-20	14521.43	10	股息率加权
SPINTDVATSIX	S&P International Dividend Aristocrats Index	标普国际红利贵族	全球非美市场	S&P Global BMI	2020-09-17	18677.86	10	股息率加权
SPDGPAUPXXXX	S&P Pan Asia Dividend Aristocrats Index	标普泛亚红利贵族	亚太市场	S&P Pan Asia BMI	2022-09-15	17156.73	7	股息率加权
2065-JP	S&P/JPX Dividend Aristocrats Index	标普东证红利贵族	日本	TOPIX	2017-03-28	3008.00	10	股息率加权

资料来源：FactSet，S&P Global，华泰研究
注：总市值统计时间截至 2026 年 9 月 30 日

相比传统高股息指数，红利贵族指数在准入条件、成分维护和分红监控三个层面均设置了更严格的约束。

1）准入条件方面，标普 500 红利贵族目前仅保留 69 只成分股，需首先满足连续至少 25 年每年提高 DPS 的要求，筛选范围相较标普 500 高股息指数明显收窄。

2）成分维护方面，传统高股息指数的核心变量集中于当前股息率，红利贵族则同时检验分红持续性、自由流通市值和股票流动性。以标普 500 红利贵族为例，除持续 25 年增派外，还要求自由流通市值不低于 30 亿美元、过去 3 个月 ADVT 不低于 500 万美元，并通过等权及单一行业权重不超过 30%控制集中度；相比之下，标普 500 高股息指数未额外设置独立的市值和流动性门槛。

3）分红监控方面，红利贵族系列普遍采用 Approach A 进行月度审查，漏付计划股息、停止分红，或削减分红后预计无法继续满足连续性标准，均可能触发提前剔除；标普 500 高股息指数采用 Approach B，更侧重判断调整后的年度股息水平和收益率是否仍满足指数资格。由此看，红利贵族的严格性不仅体现在初始筛选，也贯穿持有期内的持续维护。

红利贵族系列以分红持续增长作为最核心的编制逻辑，并根据不同市场发展阶段设置差异化年限。美国市场历史更长、成熟度更高，持续增派门槛也最严格，标普高收益红利贵族、标普 500 红利贵族、标普股息君主分别要求至少连续 20 年、25 年、50 年提高分红。加拿大、欧元区、泛亚和日本等市场则将持续分红门槛设为 5-10 年，其中部分指数允许个别年份分红持平，但仍要求长期分红记录总体保持稳定或增长。横向比较可以看出，各市场在年限、市值和流动性标准上存在差异，但都将“分红能否持续”置于当前股息率之前；股息率更多承担第二层筛选或组合加权功能。红利贵族由此形成一套以长期股东回报纪律为核心的筛选体系，重点识别能够跨周期维持现金分红、盈利和现金流稳定性更强的成熟企业。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表22：从指数编制方法来看，相较传统的高股息指数，红利贵族的持续增派与成分维护要求更为严格

类型	指数名称		样本范围	成分股数量	成分股筛选条件					加权方式	指数调整规定	月度分红监控	核心编制逻辑
					分红持续性	股息率	自由流通市值	股票流动性	成分股筛选条件				
普通红利指数	S&P 500 High Dividend Index	标普500高股息指数	S&P 500	80	***无连续增派年限要求***，只要求IAD股息率>0	无显式门槛	无额外门槛	无额外门槛	按未来12个月IAD股息率降序排序	等权	个股调整：半年度 权重调整：半年度	Approach B	高股息率优先
红利贵族系列指数	**S&P 500 Dividend Aristocrats**	**标普500红利贵族**	**S&P 500**	**69**	***连续≥25年***每年提高DPS	**无显式门槛**	**≥30亿美元**	**过去3个月ADVT≥500万美元**	**所有符合条件股票全部纳入，最低40只；不足40只按既定规则逐级放宽分红增长年限**	**等权；单一行业权重≤30%**	**个股调整：年度** **权重调整：季度**	**Approach A**	**持续增派优先**
	S&P High Yield Dividend Aristocrats	标普高收益红利贵族	S&P Composite 1500	155	***连续≥20年***每年提高股息	无显式门槛	新成分≥20亿美元；现有成分≥15亿美元	新成分过去3个月ADVT≥500万美元；现有成分≥400万美元	满足20年连续增派及其他资格条件的公司全部纳入	预期年度股息率加权；单股≤4%	个股调整：年度 权重调整：季度	Approach A	先追求长期增派，再追求较高股息率
	S&P Dividend Monarchs	标普股息君主	S&P Composite 1500	40	***连续≥50年***每年提高股息	无显式门槛	新成分≥20亿美元；现有成分≥15亿美元	新成分过去3个月ADVT≥500万美元；现有成分≥400万美元	所有符合条件股票纳入，目标最低25只；不足25只时按分红增长历史逐级补充	预期年度股息率加权；单股≤5%	个股调整：年度 权重调整：季度	Approach A	持续增派优先
	S&P/TSX Canadian Dividend Aristocrats	加拿大红利贵族	S&P Canada BMI	94	***连续≥5年***稳定或提高股息；5年内允许最多连续2年股息持平	新纳入股票在5年观察期首年必须增派	≥3亿加元	ADVT≥200万加元	合格公司按IAD股息率由高到低排序，最低40只；不足40只时可逐步放宽至4年合格分红记录	IAD股息率加权；单股≤8%	个股调整：年度 权重调整：年度	Approach A	持续增派优先
	S&P Euro High Yield Dividend Aristocrats	标普欧元区高收益红利贵族	S&P Europe BMI中的欧元区股票	40	***连续≥10年***提高或保持股息	IAD股息率≤10%	≥10亿美元	MDVT≥500万美元	按IAD股息率由高到低选取40只	IAD股息率加权；单股权重≤5%，单一国家及行业≤30%	个股调整：年度 权重调整：季度	Approach A	在高股息之外进一步筛掉不可持续公司
	S&P International Dividend Aristocrats	标普国际红利贵族	S&P Global中的非美公司	73	***连续≥10年***提高或保持股息	IAD股息率≤10%	≥10亿美元	ADVT≥500万美元	从Global Dividend Aristocrats剔除美国公司；原则上至少80只	IAD股息率加权；单股权重≤3%，单一国家及行业≤25%	个股调整：年度 权重调整：年度	Approach A	长期稳定分红+高股息率
	S&P Pan Asia Dividend Aristocrats	标普泛亚红利贵族	S&P Pan Asia BMI	95	***连续≥7年***提高DPS；现有成分允许2年持平	IAD股息率≤10%	≥10亿美元	MDVT≥300万美元	符合条件股票中选择40-100只；超过100只时优先选择IAD股息率较高者	最近宣布的年化股息率加权；单股≤5%、单一国家及行业≤30%	个股调整：年度 权重调整：年度	Approach A	同时追求高股息、分红可持续性与增长
	S&P/JPX Dividend Aristocrats	标普/JPX红利贵族	TOPIX	50	新纳入要求***连续≥10年***提高或保持DPS；现有成分可降至***≥7年***	股息率TTM≤10%	≥500亿日元	ADVT≥3亿日元	符合持续分红要求后，再按过去12个月股息率排序，原则上选择40-50只	股息率TTM加权；单股≤5%、单一行业≤30%	个股调整：年度 权重调整：年度	Approach A	先追求长期增派，再追求较高股息率

资料来源：FactSet，S&P Global，华泰研究

注：

1）Approach A、Approach B 为 S&P DJI 针对红利类指数实施月度分红资格审查的两类规则（Approach A 主要适用于强调长期分红连续性的红利贵族指数，若公司漏付计划股息、停止分红，或削减股息后预计无法继续满足连续分红要求，可触发提前剔除审查；Approach B 主要适用于传统高股息指数，公司漏付或削减股息后通常重新计算年度股息水平，并据此判断其是否仍满足指数资格，因而对单次分红连续性的约束相对较弱）；

2）IAD 股息率（Indicated Annual Dividend Yield）指将公司最近已宣布的常规现金股息按照实际支付频率年化后，再除以参考日股价得到的股息率，并非分析师预测的未来股息率；

3）FMC（Float-adjusted Market Capitalization）指自由流通调整后市值，即仅计算可供公众投资者自由交易股份对应的市值；

4）MDVT（Median Daily Value Traded）指一定观察期内每日成交金额的中位数，用于衡量股票流动性并降低极端成交日的影响；

5）ADVT（Average Daily Value Traded）指一定观察期内每日成交金额的平均值，同样用于衡量股票的可交易性与流动性。

长期来看，持续增派要求强化了对盈利稳定性、现金流质量和资产配置纪律的筛选，使组合更多集中于能够跨周期维持股东回报的成熟企业，在保持权益资产收益弹性的同时实现更高的长期复利积累。

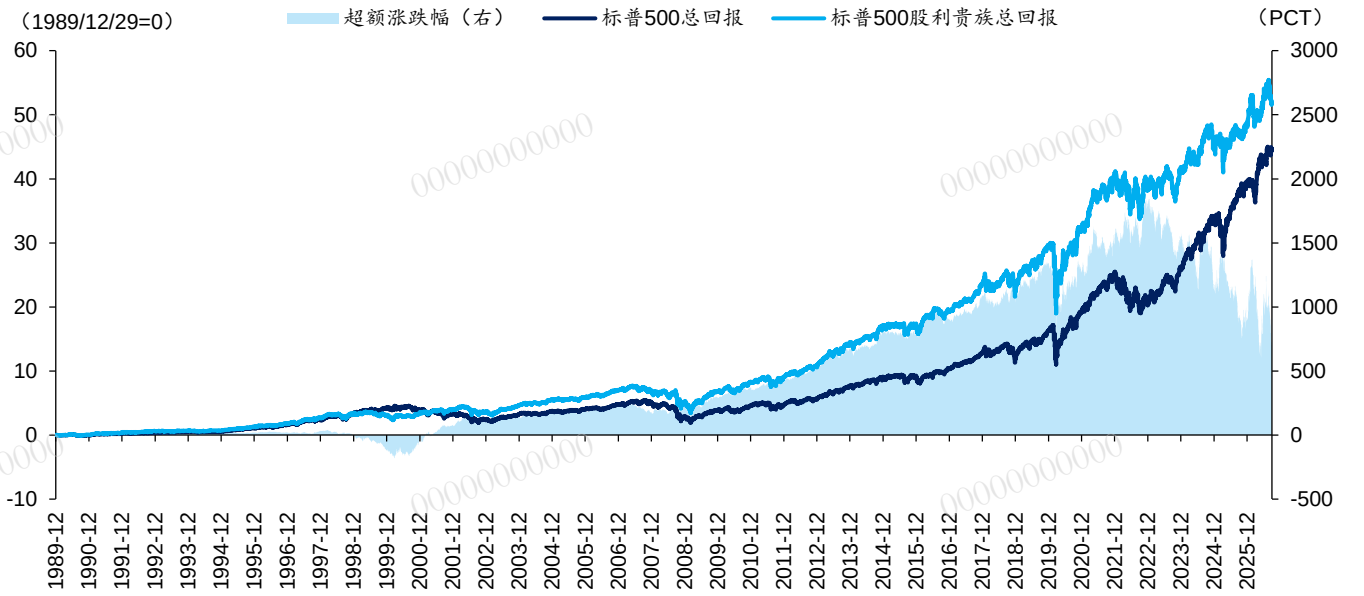
从收益能力角度看，截至 2026 年 9 月 29 日，1990 年以来的标普 500 红利贵族全收益指数累计上涨 5167.76%，领先标普 500 全收益指数 726.25 个百分点；同时显著高于彭博美国高收益债、黄金、美国公司债和美国国债同期 1373.74%、932.26%、658.08%和 406.85%的累计收益。从年化收益看，红利贵族达 7.73%，较美国国债、公司债高收益债、黄金和标普 500 分别高出 4.64、3.85、3.25、2.55 个百分点；此外，不同期限下标普 500 红利贵族指数均大幅跑赢美国主动型股票基金，其 10 年年化收益分别领先美国主动型股票基金 2.4-3.9 个百分点。整体来看，持续分红筛选在长周期内能够稳定识别企业质量的差异，长期配置价值随持有期限拉长进一步体现。

从风险控制角度看，样本期内，红利贵族年化波动率为 13.65%，低于标普 500 的 14.92%；最大回撤为-48.70%，同样较标普 500 的-55.25%收窄 6.55 个百分点。从风险收益指标来看，红利贵族的夏普比率、卡玛比率分别为 0.57、0.16，较标普 500 分别高出 12.08%、15.27%，较黄金分别高出 41.48%、36.80%。得益于权重与行业限制等条件的存在，红利贵族在保留权益资产长期收益弹性的同时，对波动和回撤形成一定约束，长期风险调整后收益优于普通宽基，并未因追求高收益而显著牺牲组合稳定性。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表23：长期复利视角下，标普 500 红利贵族指数持续跑赢标普 500



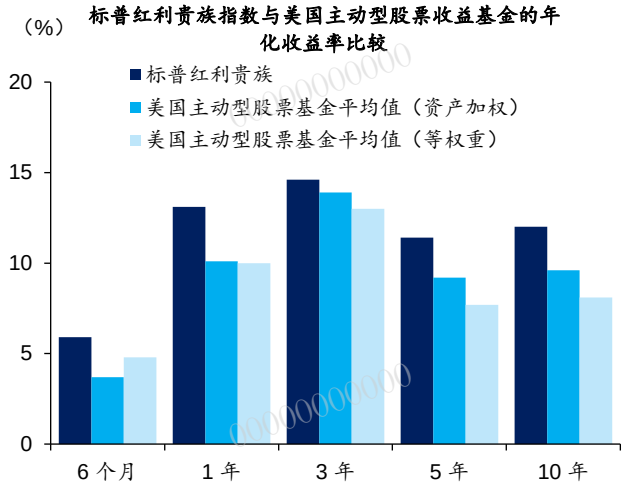
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表24：标普 500 红利贵族风险调整后收益优于主要权益资产

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
标普500股利贵族总回报	**5167.76%**	**7.73%**	**13.65%**	**-48.70%**	**0.57**	**0.16**
标普500总回报	4441.51%	7.43%	14.92%	-55.25%	0.50	0.13
彭博美国公司债总回报	658.08%	3.88%	4.48%	-22.04%	0.86	0.18
彭博美国国债总回报	406.85%	3.09%	3.96%	-18.88%	0.78	0.16
彭博美国公司高收益总回报	1373.74%	5.18%	4.80%	-35.34%	1.08	0.15
黄金	932.26%	4.48%	13.52%	-44.68%	0.33	0.10

资料来源：Bloomberg，FactSet，华泰研究
注：Sharpe Ratio 基于无风险利率 0 计算，用于不同指数风险收益特征的统一比较；统计区间为 1990-01-01 至 2026-09-29

图表25：标普 500 红利贵族长期跑赢美国主动型股票基金



资料来源：S&P Global，CRSP，华泰研究
注：数据统计区间为 2013 年 6 月 30 日至 2023 年 6 月 30 日

行业集中在稳定现金流板块，且较少调整成分

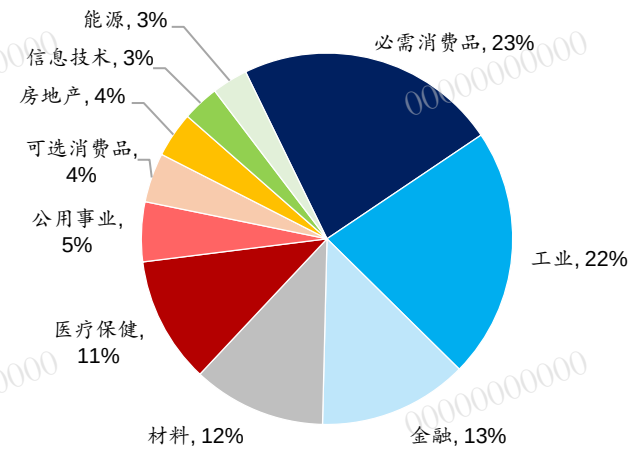
从行业结构看，红利贵族明显集中于商业模式成熟、现金流稳定、资本开支需求相对可控的行业，防御属性较强。截至 2026 年 9 月 26 日，GICS I 行业口径下，必需消费、工业、金融、材料和医疗保健权重分别为 23%、22%、13%、12%和 11%，五大行业合计达到 81%；公用事业进一步贡献 5%，而信息技术、能源仅分别占 3%，行业结构与以科技成长股为主导的美股宽基存在明显差异。持续提高分红需要企业具备稳定盈利和自由现金流，同时能够在满足再投资需求后持续向股东返还现金，因此符合条件的公司更多分布于必需消费、医疗、公用事业等防御板块，以及工业、材料、金融等进入成熟经营阶段的行业。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

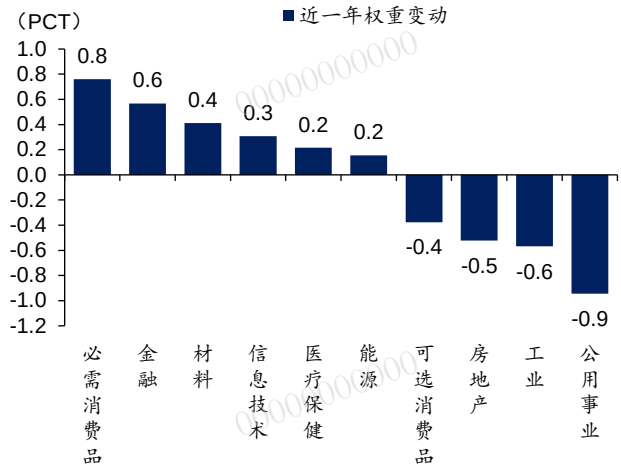
从成分更替看，红利贵族同样体现出较强的长期稳定性，“创始成分股”至今仍占据较高比重。短期来看，2025 年 9 月至 2026 年 9 月间，全部行业权重变动均未超过 1 个百分点，其中必需消费、金融和材料分别提高 0.8、0.6 和 0.4 个百分点，工业、公用事业分别下降 0.6 和 0.9 个百分点，组合行业暴露整体变化有限；S&P 的等权及季度再平衡机制进一步降低了少数大市值公司的主导程度。更长期看，以 2005 年 5 月 2 日指数正式成立为起点，截至 2026 年 9 月 28 日，共有 24 家公司从未被调出指数，包括可口可乐、强生、宝洁、沃尔玛、麦当劳、ADP、雅培、艾默生电气等长期经营稳定的龙头公司，权重总和占成立初期 57 只成分股的 42.1%，占当前 69 只成分股的 34.78%；按市值计算，这 24 家公司占当前全部成分股总市值的 49.13%，已接近“半壁江山”。较低的成分更替和稳定的行业结构，也使红利贵族的长期表现更多来自企业基本面和分红复利积累，而非频繁择时和行业轮动。

图表26： 必需消费与工业构成标普 500 红利贵族主要行业



资料来源：FactSet，华泰研究
注：统计时间截至 2026/09/30，采用 GICS I 口径

图表27： 近一年各行业权重变动均未超过 1 个百分点



资料来源：FactSet，华泰研究
注：统计时间截至 2026/09/30，采用 GICS I 口径

图表28： 标普红利贵族指数结构相对稳定，“创始成分股”当前市值占据指数的半壁江山

证券代码	成分股公司名称	GICS行业名称	总市值（亿美元）	权重（%）
WMT-US	沃尔玛	必需消费品	8271.72	1.46
KO-US	可口可乐	必需消费品	3685.13	1.58
PG-US	宝洁	必需消费品	3365.78	1.45
PEP-US	百事公司	必需消费品	1718.26	1.40
ADM-US	ADM	必需消费品	387.74	1.38
KMB-US	金佰利	必需消费品	313.82	1.34
CLX-US	高乐氏	必需消费品	97.24	1.30
MCD-US	麦当劳	非必需消费品	1640.95	1.33
LOW-US	劳氏	非必需消费品	1014.39	1.37
SHW-US	宣伟	非必需消费品	775.64	1.52
TGT-US	塔吉特	非必需消费品	708.70	1.69
EMR-US	艾默生电气	工业	901.46	1.68
GWW-US	固安捷	工业	603.03	1.36
DOV-US	都福集团	工业	255.47	1.32
SWK-US	史丹利百得	工业	137.94	1.52
ED-US	爱迪生联合电气	公用事业	381.02	1.36
CB-US	安达保险	金融	1276.57	1.44
SPGI-US	标普全球	金融	1138.72	1.39
ADP-US	自动数据处理	信息技术	1021.06	1.61
JNJ-US	强生	医疗保健	6170.06	1.57
ABT-US	雅培	医疗保健	1687.12	1.49
BDX-US	碧迪	医疗保健	481.58	1.78
NUE-US	纽柯钢铁	原材料	545.39	1.55
PPG-US	PPG工业	原材料	233.75	1.36
占当前指数成分股的百分比			***49.13%***	***35.24%***

资料来源：FactSet，华泰研究
注：“创始成分股”指自指数成立日（2005 年 5 月 2 日）起一直在成分股名单内，截至 2026 年 9 月 28 日从未调出的个股

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

股息持续增长需要企业同时具备分红意愿与能力

较低的成分更替和稳定的行业结构，使红利贵族的长期回报更多来自企业自身盈利、现金流增长与分红复利积累。持续提高分红需要企业同时具备较强的股东回报意愿和稳定的分红能力。前者主要体现为企业进入成熟经营阶段后，将更多可分配利润持续返还股东；后者要求盈利和自由现金流能够覆盖不断提高的现金分红，同时融资成本和财务压力保持可控。我们以 2005 年初版红利贵族成分股为样本，将其拆分为截至 2026 年 9 月 28 日始终留在指数中的“创始成分股”和此后被调出的“被剔除成分股”，并比较 1996 年以来两组公司的分红比例、年度 FCFF、ROE 和利息费用率。结果显示，能够长期留在指数中的公司在 2008 年以后逐步形成更稳定的分红意愿和更扎实的基本面支撑。

分红意愿方面，创始成分股的派息比例在金融危机后持续高于被剔除公司，股东回报政策的稳定性明显更强。2008 年金融危机后，创始成分股的派息比例开始趋势性提升，中位数由 2008 年的 39.25%升至 2016 年的顶点 59.69%，此后大部分年份维持在 45%-60%区间，高于被剔除成分股 11-43 pct 不等；截至 2025 年末，创始成分股的派息比例达 56.07%，远高于同期被剔除成分股的 32.08%。这一差距表明，能够长期保留在红利贵族指数中的公司逐渐形成稳定、可预期的利润分配政策，分红增长更多体现为持续的资产配置选择。

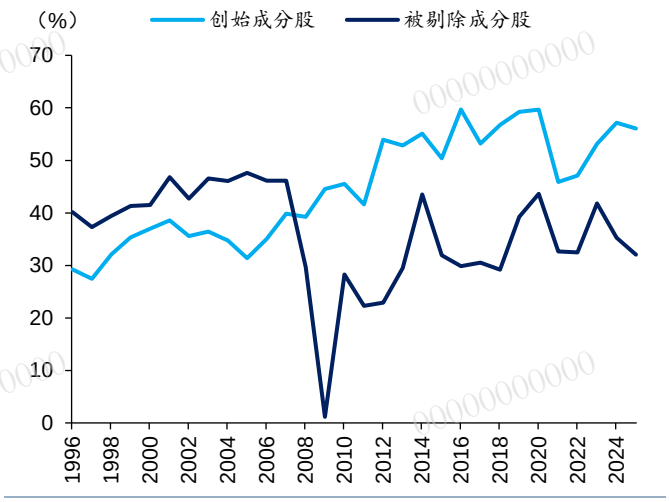
分红能力方面，创始成分股的自由现金流增长、盈利能力和融资负担压力均优于被剔除组，持续提高分红具备更稳定的基本面基础。

1）现金创造能力总体扩大，使企业能够在提高派息比例的同时保留足够的分红覆盖空间。年度 FCFF 中位数在早期差距并不明显，2005 年创始成分股为 2.54 美元，被剔除组为 3.03 美元；此后两组走势明显分化，截至 2025 年创始成分股中位数升至 8.19 美元，高于被剔除组的 2.28 美元约 5.91 美元。总体扩大的现金创造能力为分红增长提供了更厚的现金流缓冲，也使较高派息率具有更强的可持续性。

2）盈利质量同样体现出较强稳定性。创始成分股 ROE 中位数整体稳健，期间虽然随经济周期有所波动，但大多数年份仍保持在 20%以上。截至 2025 年末，创始成分股 ROE 中位数为 18.31%，高于被剔除组的 10.22%约 8.09 个百分点。持续提高分红需要稳定的利润创造作为基础，高 ROE 也意味着企业能够以相对有限的新增资本维持盈利增长，为提高股东现金回报留下更大的配置空间。

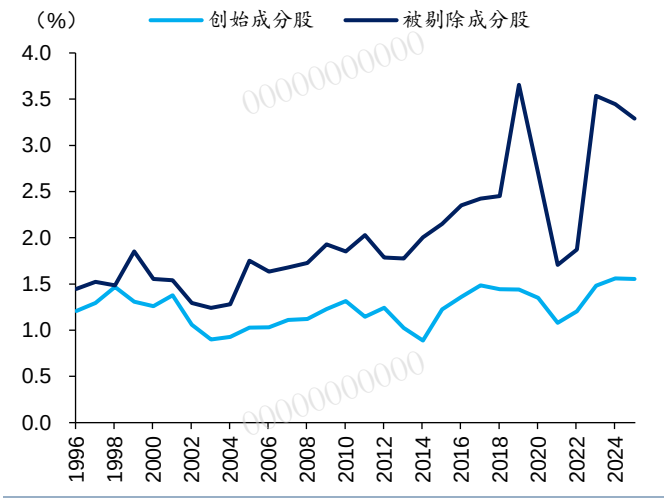
3）较低的融资负担进一步提高了创始成分股分红增长的可预见性。长期来看，创始成分股利息费用率整体保持在较低水平，被剔除企业的融资成本压力则逐步上升。截至 2025 年，两组利息费用率中位数分别为 1.55%和 3.29%，创始成分股仅为被剔除组的一半左右。较低的利息支出减少了债务融资对经营现金流的侵蚀，在经济下行和利率上行阶段也保留了更大的分红缓冲空间。

图表29：“创始成分股”与被剔除成分股的分红比例中位数



资料来源：FactSet，华泰研究

图表30：“创始成分股”与被剔除成分股的利息费用率中位数

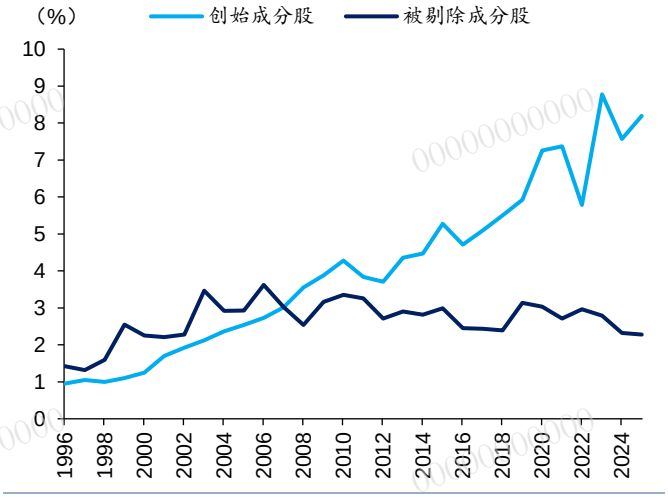


资料来源：FactSet，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

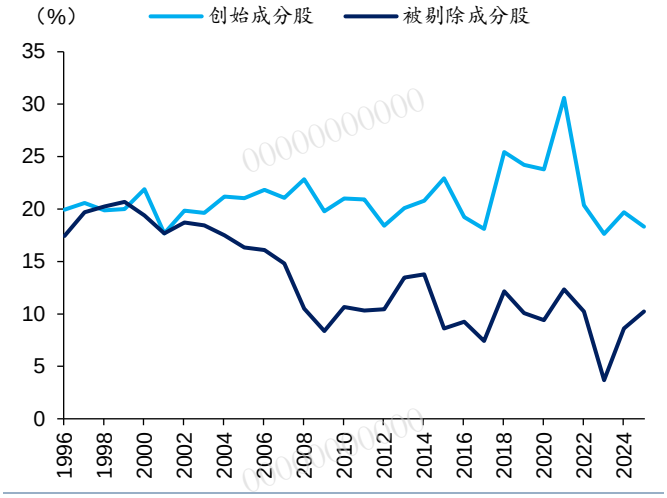
仅供内部参考，请勿外传

图表31：“创始成分股”与被剔除成分股的每股 FCFF 中位数



资料来源：FactSet，华泰研究

图表32：“创始成分股”与被剔除成分股的 ROE 中位数



资料来源：FactSet，华泰研究

持续高分红能够为红利贵族中的优质企业带来稳定的估值溢价，并进一步强化企业维持股东回报的动力。从 2016 年以来创始成分股的估值表现看，截至 2026 年 10 月 8 日，个股 PE-TTM 高于指数 PETTM 的交易日占比中位数达到 73.05%，PB-MRQ 高于指数 PB-MRQ 的交易日占比中位数也达到 58.33%，说明长期留存在红利贵族中的公司多数时间能够获得高于市场基准的估值定价。

但是，这种溢价具有明显的结构性特征，以宝洁、可口可乐为代表的必需消费企业表现更为突出。市场对这类公司的定价主要反映了对盈利稳定性、现金流可预测性以及持续股东回报能力的认可；稳定分红进一步降低长期现金回报的不确定性，使企业在成熟阶段仍能维持较高估值中枢。具体而言，

1）必需消费板块较高的估值溢价首先来自稳定的竞争格局和较强的品牌壁垒。这些企业长期占据多个细分市场的头部位置，品牌、渠道和规模优势共同提升定价能力。P&G 于 2026 财年披露，其全球剃须护理市场份额超过 50%，织物护理超过 35%，家庭护理超过 30%，婴儿护理超过 30%，女性护理接近 30%，多个品类均保持全球领先地位；2025 年高乐氏超过 80%的收入来自所在品类排名第一或第二的品牌，体现出较强的细分市场竞争力。饮料领域同样具有较高集中度，2025 年可口可乐与百事公司在美国即饮饮料中的零售销售份额分别为 20%和 16%；其中，2025 年可口可乐全球系统销售 338 亿标准箱，Coca-Cola 主品牌占全球销量的 47%。较强的品牌黏性和渠道优势降低了销量对经济周期的敏感度，也使企业能够通过价格、产品组合和效率提升消化部分成本波动。

2）更优异的经营业务使其在盈利质量和分红能力上长期保持领先，为估值溢价提供了基本面支撑。从 ROE 看，必需消费创始成分股长期中枢持续高于其他行业，2020 年两组 ROE 中位数分别为 40.48%和 21.30%，此后差距维持在较高水平；截至 2025 年，必需消费板块 ROE 中位数达到 42.86%，其他行业仅为 13.91%。

3）分红意愿同样强化了这一估值基础，且 2020 年后必需消费与其他行业的差距进一步扩大。进入成熟阶段后，必需消费创始成分股的派息中枢逐渐抬升，截至 2025 年升至 75.19%，同期其他行业为 46.59%，差距扩大至 28.60 个百分点。个股层面，截至 2025 年，宝洁、可口可乐、百事公司派息比例达到 62.63%、67.13%、93.68%；2026 年三家公司分别完成连续第 70 年、第 64 年和第 54 年提高年度股息。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

品牌和市场地位支撑稳定盈利，高 ROE 和现金流支撑持续分红，长期可预测的股东回报换取更高估值，估值溢价又提高了削减分红的资本市场机会成本，从而强化管理层维持股东回报纪录的意愿，由此形成正向循环。较高估值本身不会直接创造经营现金流，其作用更多体现为降低权益融资成本、改善资本市场认可度，并稳定长期投资者基础；同时，红利贵族对连续增派的资格要求和月度分红监控进一步放大了削减分红带来的声誉与指数资格成本，这也是美股必需消费龙头长期呈现“高分红+高估值”组合的主要原因。

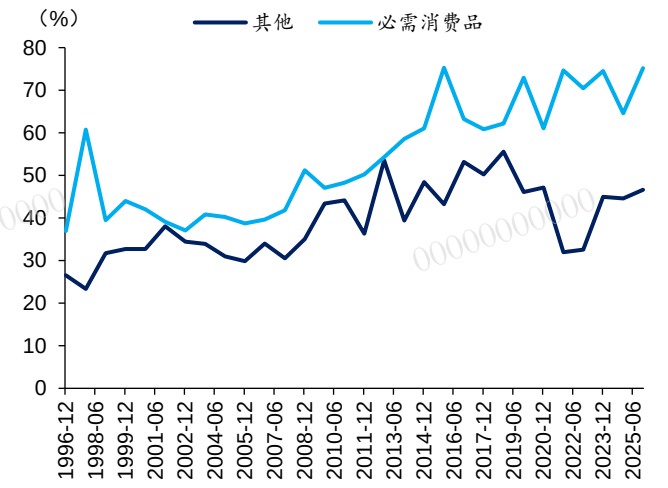
图表33： “估值溢价”普遍存在，并且更集中于必需消费板块的部分龙头个股

证券代码	成分股公司名称	所属GICS行业	PE高于指数PE的区间占比	PB高于指数PB的区间占比
PG-US	宝洁	必需消费品	99.47%	77.30%
KO-US	可口可乐	必需消费品	99.29%	99.47%
SPGI-US	标普全球	金融	98.05%	98.05%
ABT-US	雅培	医疗保健	95.92%	62.77%
PEP-US	百事公司	必需消费品	93.44%	99.47%
CLX-US	高乐氏	必需消费品	89.01%	99.47%
SHW-US	宣伟	非必需消费品	88.30%	88.30%
WMT-US	沃尔玛	必需消费品	85.11%	51.06%
MCD-US	麦当劳	非必需消费品	82.98%	2.30%
ADP-US	自动数据处理	信息技术	82.27%	97.34%
BDX-US	碧迪	医疗保健	76.24%	17.91%
KMB-US	金佰利	必需消费品	73.40%	87.59%
JNJ-US	强生	医疗保健	72.70%	98.05%
GWW-US	固安捷	工业	70.21%	88.30%
ED-US	爱迪生联合电气	公用事业	64.89%	0.00%
EMR-US	艾默生电气	工业	54.96%	53.90%
PPG-US	PPG工业	原材料	54.87%	87.43%
CB-US	安达保险	金融	54.26%	22.34%
SWK-US	史丹利百得	工业	44.15%	0.00%
DOV-US	都福集团	工业	30.67%	37.41%
LOW-US	劳氏	非必需消费品	27.48%	40.60%
ADM-US	ADM	必需消费品	19.15%	0.00%
TGT-US	塔吉特	非必需消费品	15.43%	40.78%
NUE-US	纽柯钢铁	原材料	9.75%	0.89%
中位数			***73.05%***	***58.33%***

资料来源：FactSet，华泰研究

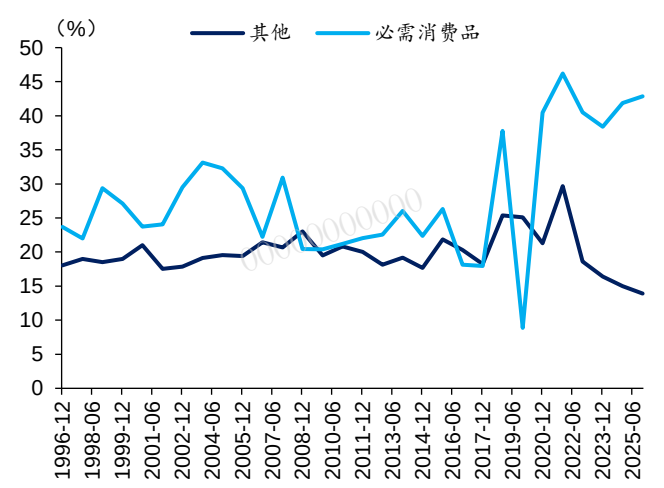
注：统计区间为 2016/01/01-2026/10/08；PE、PB 指标采用 PE-TTM 与 PB-MRQ

图表34： “创始成分股”中不同行业的分红比例中位数



资料来源：FactSet，华泰研究

图表35： “创始成分股”中不同行业的 ROE 中位数



资料来源：FactSet，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

财富管理资金构成红利贵族 ETF 主要客群

红利贵族指数的投资产品矩阵不断丰富，涵盖不同复制策略与不同市场。

1）复制策略来看，2013 年以来，以 ProShares、First Trust 等为代表的资管机构持续推出挂钩 S&P 500 Dividend Aristocrats 的产品，其中 NOBL 构成最典型的直接复制工具；2018 年，First Trust 进一步将红利贵族股票与备兑期权结合推出 KNG，通过持有红利贵族成分股并卖出 Call 获取额外期权收益，将“持续分红”进一步延伸至目标收益策略。KNG 对应指数由红利贵族股票组合和滚动 Covered Call 共同构成，当前基金规模仍在 30 亿美元以上，投资者对“高质量分红+收益增强”的需求较为稳定。

2）覆盖范围来看，红利贵族产品也已突破美国本土，日本市场已有 Global X 的 2236、日元对冲版本 2095 以及野村 364A 等多只产品，分别满足普通持有、汇率对冲和低费率配置需求；韩国 Mirae Asset 发行的 429000 自 2022 年上市后持续交易，德国 Xetra 亦于 2025 年引入 First Trust 红利贵族 Target Income UCITS ETF；以色列市场则同时存在普通版和汇率对冲版红利贵族 ETF。 产品形态和交易场所的持续扩展，使红利贵族从美国单一指数策略逐步转化为面向全球投资者的长期权益配置工具。

丰富的产品供给叠加长期稳定的指数表现，推动相关 ETF 资金规模持续积累。根据 EPFR 数据，截至 2026 年 9 月 23 日，相关产品期末净资产达到 149.35 亿美元。其中，长期净申赎贡献达到 84.37 亿美元，约占期末资产的 56.5%，表明规模扩张并不只是指数上涨带来的被动增值，持续的资金净申购同样构成重要来源。从时间序列看，相关产品资产规模自 2014 年以来整体持续抬升，2020 年后增长明显加快；虽然前期 AI 周期的强势分流了部分资金，2024 年底以来累计净流出 17.20 亿美元，但长期资金沉淀趋势并未改变。

从投资者结构看，红利贵族 ETF 体现出明显的财富管理和长期配置属性。截至 2026 年 9 月 26 日，ProShares、First Trust、FT Vest 三只相关产品持有人中，已穿透的持仓规模合计 76.70 亿美元，其中投资顾问持有 55.34 亿美元（占比 72.2%）；私人银行及财富管理持有 15.68 亿美元（占比 20.4%），两类资金合计占比达到 92.6%。私人公司、券商、共同基金、对冲基金和保险资金占比分别仅为 4.7%、1.2%、0.8%、0.5%和 0.2%。此外，公开持有人记录中，Schwab、Morgan Stanley、Fidelity 系托管平台、LPL、Raymond James 等也频繁出现，也与上述统计结果一致。整体来看，红利贵族 ETF 的主要资金承接渠道集中于个人财富管理、RIA 管理账户、IRA 及其他长期收益型账户，资金属性更偏中长期资产配置，而非短期交易。**稳定的长期资金基础与红利贵族低换手、重视分红持续增长的策略特征高度匹配，也为产品在市场波动阶段提供了更稳定的资金承接，进一步加深正反馈循环。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

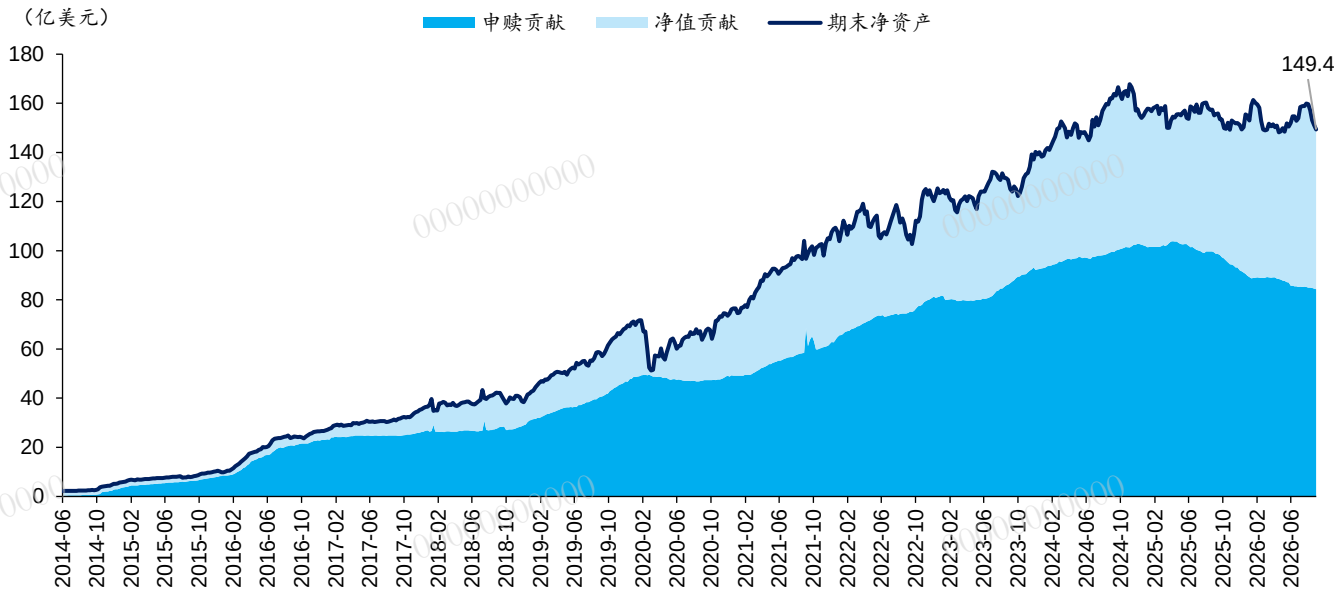
图表36：目前挂钩标普红利贵族指数的 ETF 产品

证券代码	英文名称	中文名称	管理人/发行人	上市市场	策略类型	上市日期	基金费率	总市值（亿美元）
NOBL-US	ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats ETF	ProShares 标普500股息贵族ETF	ProShares	芝加哥期权交易所	指数跟踪	2013-10-09	0.35%	110.91
KNGZ-US	First Trust S&P 500 Diversified Dividend Aristocrats ETF	First Trust 标普500多元化股息贵族ETF	First Trust	纳斯达克交易所	指数跟踪	2017-06-20	0.50%	0.65
KNG-US	FT Vest S&P 500 Dividend Aristocrats Target Income ETF	FT Vest 标普500股息贵族目标收益ETF	First Trust / Vest	芝加哥期权交易所	指数跟踪+期权覆盖策略	2018-03-26	0.74%	32.50
KNG-DE	First Trust Global Funds ICAV - First Trust Vest S&P 500 Dividend Aristocrats B USD Target Income UCITS ETF B USD	First Trust Global Funds ICAV - First Trust Vest 标普500股息贵族B美元目标收益 UCITS ETF B美元	First Trust Global Portfolios	德意志交易所	指数跟踪+备兑看涨期权策略	2025-11-20	0.75%	0.24
2236-JP	Global X S&P 500 Dividend Aristocrats ETF Units	Global X 标普500股息贵族ETF份额	Global X Japan	东京证券交易所	指数跟踪	2023-01-11	0.30%	0.35
2095-JP	Global X S&P 500 Dividend Aristocrats ETF (JPY Hedged) Units	Global X 标普500股息贵族ETF（日元对冲）	Global X Japan	东京证券交易所	指数跟踪	2023-10-24	0.30%	0.03
429000-KR	MIRAE ASSET TIGER SP500 DIVIDEND ARISTOCRATS ETF Units	未来资产 TIGER 标普500股息贵族ETF	Mirae Asset	韩国交易所	指数跟踪	2022-05-17	0.25%	1.34
364A-JP	NEXT FUNDS S&P 500 Dividend Aristocrats Index Exchange Traded Fund Units	NEXT FUNDS 标普500股息贵族指数交易所交易基金	Nomura Asset Management	东京证券交易所	指数跟踪	2025-06-11	0.19%	0.07
2044-JP	NEXT NOTES S&P 500 Dividend Aristocrats Net TR Index ETN	NEXT NOTES 标普500股息贵族净总回报指数ETN	Nomura Europe Finance N.V.	东京证券交易所	指数跟踪	2014-11-18	0.85%	1.51
TCH.F146-IL	Tachlit SAL (4D) S&P 500 Dividend Aristocrats	Tachlit SAL (4D) 标普500股息贵族	Meitav Tachlit	特拉维夫证券交易所	指数跟踪	2021-12-31	0.73%	0.11
TCH.F147-IL	Tachlit SAL (4A) S&P 500 Dividend Aristocrats Currency-Hedged	Tachlit SAL (4A) 标普500股息贵族货币对冲	Meitav Tachlit	特拉维夫证券交易所	指数跟踪	2021-12-31	0.93%	0.10
TCH.F148-IL	Tachlit SAL (4A) composite S&P 500 Dividend Aristocrats Currency-Hedged Monthly Units	Tachlit SAL (4A) 综合标普500股息贵族货币对冲月度	Meitav Tachlit	特拉维夫证券交易所	指数跟踪	2021-12-31	0.93%	0.10

资料来源：FactSet，S&P Global，华泰研究

注：总市值数据截至 2026/09/28，非美元货币计价 ETF 以当天汇率市场收盘价换算为美元

图表37：截至 2026 年 9 月末，挂钩红利贵族指数的 ETF 产品规模已达到 149.4 亿美元

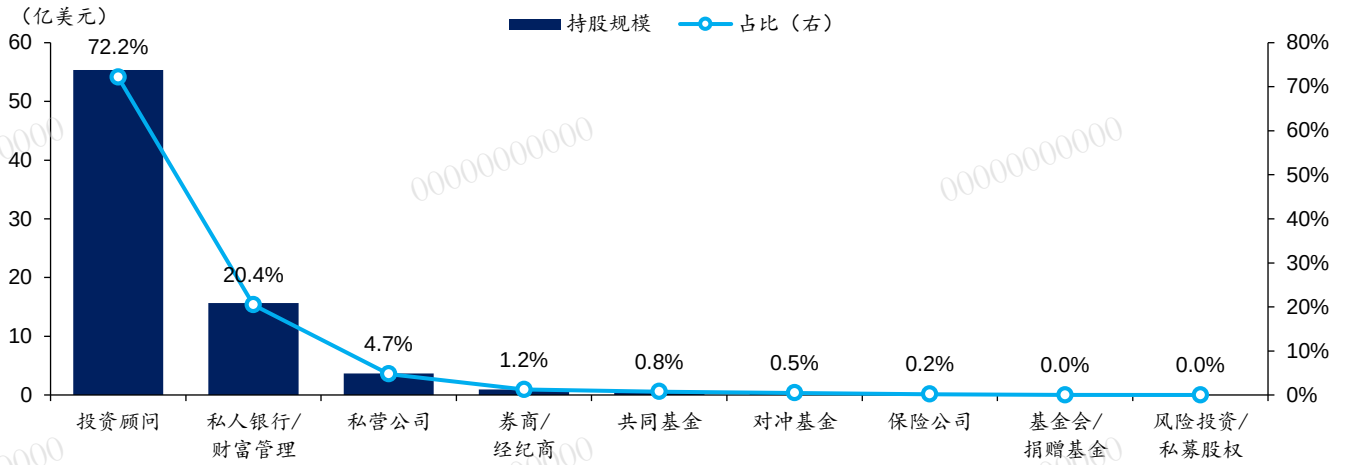


资料来源：EPFR，S&P Global，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表38：红利贵族 ETF 的投资者结构体现出明显的财富管理和长期配置属性



资料来源：FactSet，华泰研究

注：上述投资者规模仅统计 ProShares（NOBL-US）、First Trust（NOBL-US）、FT Vest（KNG-US）三只标普 500 股息贵族 ETF 产品；统计时间截至 2026/09/30

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

中国市场的“红利贵族”公司有哪些？

港股市场：连续 5 年增加分红的公司表现显著优于一众宽基与高股息指数

按照相同思路，我们进一步检验“红利贵族”策略在港股市场的适用性。我们以全部港股为初始样本池，首先依据逐年 DPS 数据筛选连续 5 年提高分红的公司，再剔除日均总市值低于 100 亿港元、日均成交额低于 50 万港元的个股，最终构建港股“红利贵族”指数；成分股每年调整一次，采用等权配置，并按日进行权重再平衡。该方法保留了美股红利贵族策略最核心的“持续增派”约束，同时结合港股上市历史相对较短、公司分红记录长度差异较大的实际情况，将连续增派门槛由 25 年缩短至 5 年。回测结果显示，即使仅采用较为简洁的持续增派、市值和流动性三层筛选，港股市场同样能够获得较为显著的长期收益与风险收益改善，表明“持续增加分红”所隐含的企业质量筛选具有较强的跨市场适用性。

从行业结构看，持续分红增长筛选得到的组合与传统高股息策略存在明显差异，金融地产与消费成为港股“红利贵族”最主要的成分来源。按大类行业数量统计，2026 年指数 27 只成分股中，金融地产和消费分别达到 10 只和 8 只，合计约占三分之二，而制造、上游和公用事业仅各占 7.4%。进一步从 2026 年的指数权重看，食品饮料（14.8%）、非银金融（11.1%）、银行（11.1%）、综合金融（7.4%）、房地产（7.4%）等占比居前。整体来看，持续分红增长筛选并没有简单复制港股传统“高股息=公用事业、能源等防御资产”的行业特征，而是更多捕捉到盈利与现金流持续增长的金融、地产及消费公司。

行业结构差异的背后与选股指标息息相关。恒生高股息率指数以过去一年现金分红计算净股息率，并直接选择净股息率最高的 50 家公司，同时按照净股息率确定权重。由于股息率本质上等于每股股息与股价之比，在其他条件相同时，股价上涨会机械性压低股息率，因此单纯依据当期股息率排序，更容易提高低估值、高当期收益率公司的权重，也可能降低部分“资本利得与股息回报同步增长”的优质公司的入选概率。港股“红利贵族”则直接从 DPS 连续增长出发，更强调股东回报本身的边际改善，因此能够同时保留股息增长与资本利得较强的公司，行业暴露也更趋多元。

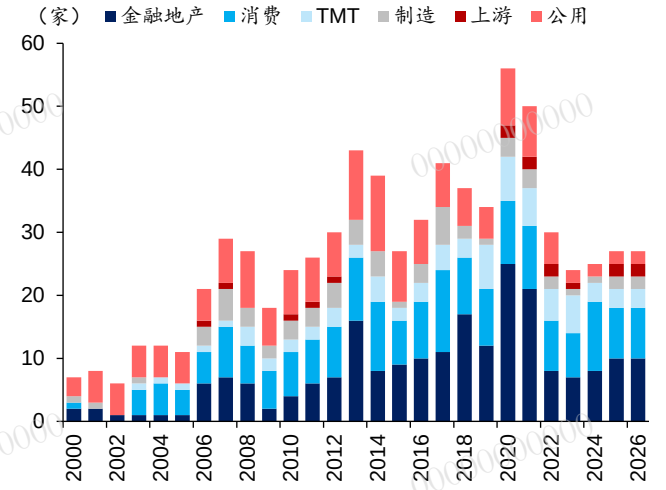
分红持续增长的背后同时隐含分红意愿与分红能力，港股市场也对这类企业给予了明显的资本利得奖励。2020 年以来，港股“红利贵族”指数与恒生指数的差距持续扩大，截至 2026 年 10 月 23 日，港股“红利贵族”指数累计收益率 82.9%，相对恒指全收益指数的累计超额达到 79.0 个百分点；与传统高股息策略相比，持续增派的优势同样较为明确，2020 年初至今，港股“红利贵族”指数领先恒生高股息率全收益指数 10.4 个百分点。

从更广泛的风险收益比较看，港股“红利贵族”在权益资产中表现占优。收益端，2020 年以来，港股“红利贵族”指数年化收益率 9.5%，较恒生指数、恒生高股息率、港股通红利低波指数分别高出 8.9、1.0、1.1 pct。风险端，港股“红利贵族”年化波动率为 19.9%，最大回撤-35.4%，表现同样优于恒生全收益指数的 24.3%、-49.9%。整体而言，持续增派股息筛选能够改善港股权益投资的风险收益特征，港股“红利贵族”指数夏普比率达 0.48，分别优于恒生全收益指数、恒生高股息率全收益指数、港股通红利低波全收益指数约 45.4、5.1、7.4 pct。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

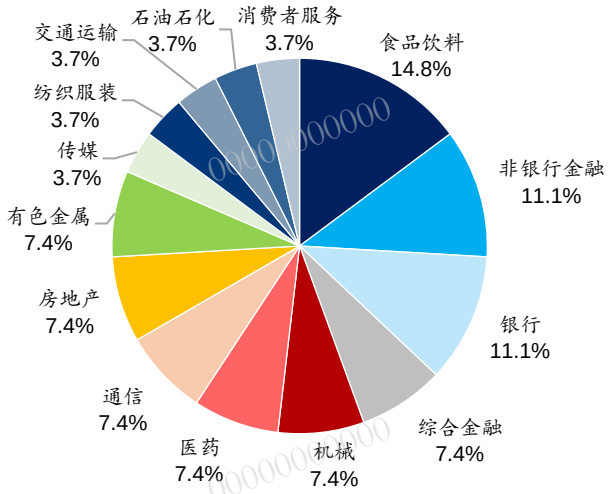
仅供内部参考，请勿外传

图表39：港股“红利贵族”成分集中于金融地产与消费，占比逐年增高



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：2026 年食品饮料、非银金融与银行权重居前



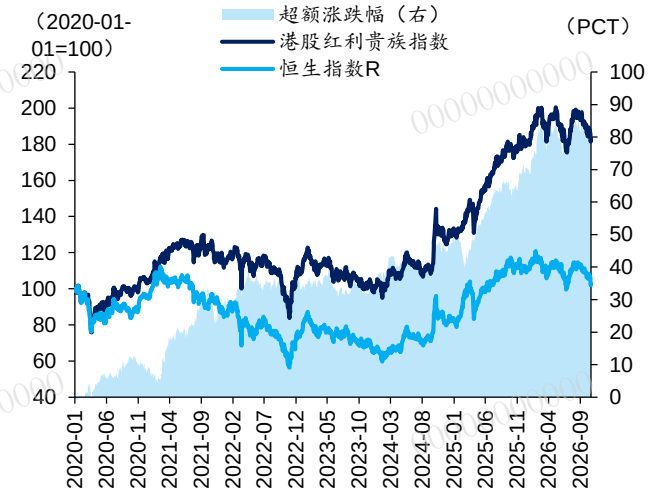
资料来源：Wind，华泰研究

图表41：截至 2025 年末，港股共有 27 家公司连续 5 年提高 DPS，其中 5 家连续 10 年提高

	个股资料					每股股利（港元）						相对恒生指数的超额涨跌幅（PCT）					
	证券代码	证券简称	公司类型		所属中信一级行业	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2025
连续10年增加分红的公司	0564.HK	中创智领	中资股	港股通	机械	0.51	0.62	0.92	1.22	1.43	22.89%	-5.89	11.02	50.37	13.19	87.53	177.65
	0506.HK	中国食品	中资股	港股通	食品饮料	0.13	0.13	0.16	0.17	0.18	7.20%	31.59	11.31	24.48	-28.01	54.74	111.85
	0945.HK	宏利金融-S	非中资股	非港股通	非银行金融	2.01	2.10	2.31	2.38	2.77	6.66%	27.31	14.63	44.76	27.12	-3.60	170.64
	6823.HK	香港电讯-SS	非中资股	非港股通	通信	0.42	0.43	0.44	0.46	0.48	2.66%	24.18	11.86	19.35	-5.67	1.31	68.94
	1038.HK	长江基建集团	非中资股	港股通	交通运输	1.81	1.83	1.85	1.86	1.88	0.76%	40.56	1.08	25.95	23.30	-22.70	87.21
			中位数			***0.51***	***0.62***	***0.92***	***1.22***	***1.43***	***6.66%***	***27.31***	***11.31***	***25.95***	***13.19***	***1.31***	***111.85***
连续5年增加分红的公司	0788.HK	中国铁塔	中资股	港股通	通信	0.03	0.04	0.04	0.33	0.37	64.43%	-9.51	16.80	15.31	26.73	-20.26	27.98
	2192.HK	医脉通	中资股	港股通	医药	0.02	0.07	0.14	0.15	0.16	50.78%	3.54	-54.16	15.65	3.25	-28.61	-58.29
	9638.HK	法拉帝	中资股	非港股通	机械	0.16	0.49	0.81	0.91	1.00	43.36%		0.13	39.27	-23.24	-3.21	16.04
	2888.HK	渣打集团	非中资股	港股通	银行	0.71	1.10	1.64	2.17	3.84	40.31%	9.10	42.99	27.60	33.75	75.85	335.27
	2600.HK	中国铝业	中资股	港股通	有色金属	0.04	0.04	0.09	0.15	0.17	35.35%	73.44	-6.54	32.62	1.49	153.78	406.17
	3993.HK	洛阳钼业	中资股	港股通	有色金属	0.08	0.09	0.17	0.28	0.33	31.25%	-2.92	4.07	35.13	8.29	253.16	338.21
	2359.HK	药明康德	中资股	港股通	医药	0.62	0.99	1.09	1.43	1.80	23.95%	22.49	-21.39	11.60	-44.18	51.06	-8.33
	0564.HK	中创智领	中资股	港股通	机械	0.51	0.62	0.92	1.22	1.43	22.89%	-5.89	11.02	50.37	13.19	87.53	177.65
	3698.HK	徽商银行	中资股	非港股通	银行	0.10	0.14	0.16	0.23	0.29	22.48%	16.97	14.15	14.78	-6.01	11.07	64.25
	0752.HK	PICO FAR EAST	非中资股	非港股通	传媒	0.05	0.06	0.07	0.11	0.14	21.98%	7.06	21.58	40.12	10.67	32.95	158.45
	1913.HK	普拉达	非中资股	非港股通	纺织服装	0.57	0.94	1.13	1.43	1.50	21.32%	12.46	6.26	16.71	19.50	-54.85	1.61
	0857.HK	中国石油股份	中资股	港股通	石油石化	0.11	0.24	0.25	0.27	0.29	20.49%	69.12	27.48	70.75	10.05	20.78	422.86
	0005.HK	汇丰控股	非中资股	港股通	银行	1.41	1.80	2.43	2.79	3.52	20.14%	33.74	22.43	52.93	15.15	42.90	313.85
	9987.HK	百胜中国	非中资股	港股通	消费者服务	0.94	1.02	1.25	1.87	2.27	19.32%	-0.28	33.15	-9.76	-3.16	-27.36	-6.80
	0168.HK	青岛啤酒股份	中资股	港股通	食品饮料	1.29	1.98	2.19	2.38	2.70	15.96%	8.66	22.39	-16.30	-4.34	-34.95	-22.20
	1876.HK	百威亚太	非中资股	港股通	食品饮料	0.24	0.30	0.41	0.44	0.44	13.32%	-4.87	35.03	-25.78	-64.50	-19.74	-60.51
	2669.HK	中海物业	中资股	港股通	房地产	0.06	0.08	0.09	0.10	0.10	10.76%	122.09	16.93	-12.92	-27.42	-34.20	31.26
	2378.HK	保诚	非中资股	港股通	非银行金融	0.93	1.02	1.11	1.26	1.48	9.73%	6.96	-2.18	-5.27	-45.23	68.08	-4.40
	0019.HK	太古股份公司A	非中资股	港股通	综合金融	1.60	1.85	2.00	2.10	2.50	9.34%	19.58	77.78	29.73	-5.44	-35.17	116.62
	0087.HK	太古股份公司B	非中资股	港股通	综合金融	0.32	0.37	0.40	0.42	0.50	9.34%	24.88	63.06	35.71	-0.68	-17.69	165.18
	0506.HK	中国食品	中资股	港股通	食品饮料	0.13	0.13	0.16	0.17	0.18	7.20%	31.59	11.31	24.48	-28.01	54.74	111.85
	0142.HK	第一太平	非中资股	港股通	食品饮料	0.10	0.12	0.13	0.14	0.14	6.96%	33.48	1.64	57.33	36.90	9.85	224.12
	0945.HK	宏利金融-S	非中资股	非港股通	非银行金融	2.01	2.10	2.31	2.38	2.77	6.66%	27.31	14.63	44.76	27.12	-3.60	170.64
	1299.HK	友邦保险	非中资股	港股通	非银行金融	1.08	1.13	1.19	1.31	1.44	5.93%	-3.42	26.23	-6.15	-32.62	17.93	-1.92
	1972.HK	太古地产	非中资股	港股通	房地产	0.64	0.68	0.72	0.76	0.80	4.56%	3.10	21.61	-2.12	-10.45	14.52	26.73
	6823.HK	香港电讯-SS	非中资股	非港股通	通信	0.42	0.43	0.44	0.46	0.48	2.66%	24.18	11.86	19.35	-5.67	1.31	68.94
	1038.HK	长江基建集团	非中资股	港股通	交通运输	1.81	1.83	1.85	1.86	1.88	0.76%	40.56	1.08	25.95	23.30	-22.70	87.21
			中位数			***0.42***	***0.49***	***0.72***	***0.76***	***0.80***	***19.32%***	***14.71***	***14.63***	***24.48***	***-0.68***	***9.85***	***68.94***

资料来源：Wind，华泰研究

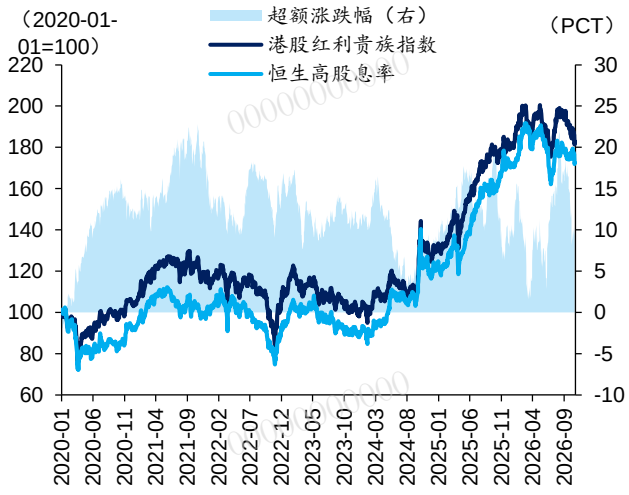
图表42：港股“红利贵族”长期表现领先恒生指数



资料来源：Wind，华泰研究

注：统一采用全收益指数

图表43：港股“红利贵族”长期表现同样优于恒生高股息指数



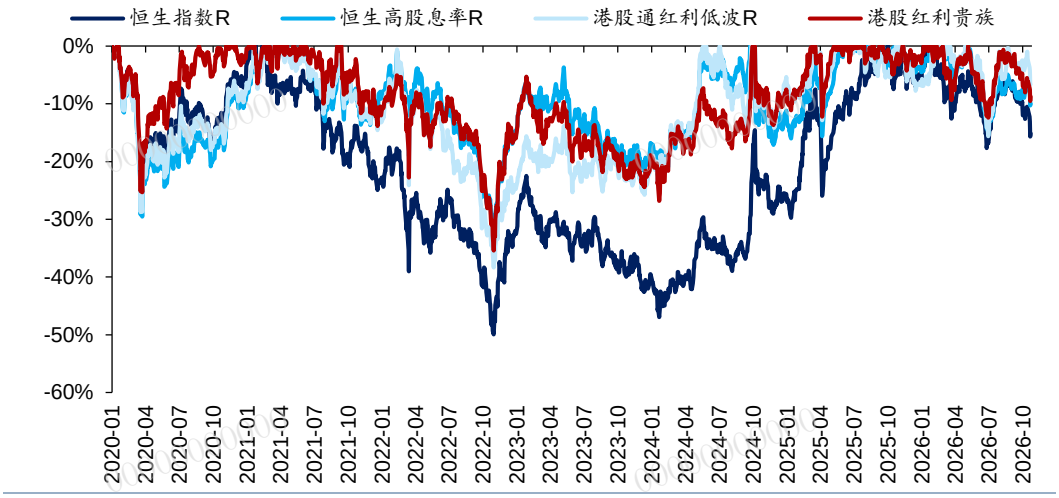
资料来源：Wind，华泰研究

注：统一采用全收益指数

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表44：港股“红利贵族”最大回撤较恒生指数与恒生高股息率指数显著收窄



资料来源：Wind，华泰研究

图表45：港股“红利贵族”指数的风险收益特征优于主要宽基

指数名称	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
港股红利贵族指数	**82.91%**	**9.50%**	**19.89%**	**-35.39%**	**0.48**	**0.27**
恒生指数R	3.92%	0.58%	24.31%	-49.92%	0.02	0.01
恒生高股息率R	72.52%	8.55%	20.03%	-33.38%	0.43	0.26
港股通红利低波R	71.04%	8.40%	20.83%	-38.32%	0.40	0.22
恒生科技R	-13.64%	-2.18%	38.84%	-74.15%	-0.06	-0.03
中国10年期国债期货收益指数	25.90%	3.52%	4.29%	-11.66%	0.82	0.30

资料来源：Wind，华泰研究

注：Sharpe Ratio 基于无风险利率 0 计算，用于不同指数风险收益特征的统一比较；统计区间为 2020-01-01 至 2026-10-23

A 股市场：回报率也优于多数指数，但波动率并不占优

对于 A 股市场，红利贵族的思想也在近年来逐渐得到市场印证。我们以除北交所外的全部 A 股上市公司为初始样本池，在第 T 年调仓时，筛选 T-5 至 T-1 五个年度 DPS 连续提高的公司；其中，T-1 年度 DPS 仅在调仓日前已经披露时方可使用，以避免引入前视信息。在此基础上，进一步剔除过去一年日均总市值低于 100 亿元或日均成交额低于 3000 万元的公司，形成当年的 A 股“红利贵族”组合。指数每年调整一次成分股，采用等权配置并按日再平衡。

受上市历史和分红记录长度限制，A 股从 2007 年起才出现满足条件的成分股。截至 2025 年末，A 股市场共有 24 家公司达到连续 5 年提高 DPS 的门槛，其中仅 1 家公司达到连续 10 年提高 DPS，满足 5 年条件的公司已形成一定规模，但长期持续增派仍较为稀缺。整体来看，A 股已经初步具备构建“红利贵族”策略的基础，企业长期、稳定的分红记录仍有待进一步积累。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

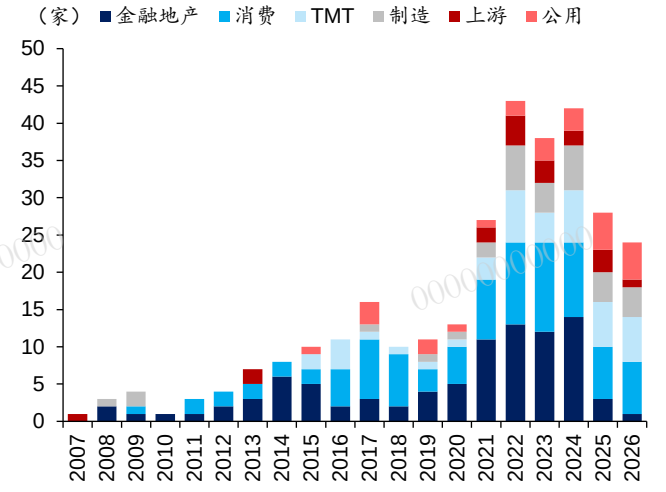
仅供内部参考，请勿外传

行业分布上，A 股“红利贵族”的行业分布相对分散，消费、TMT 和公用事业是当前相对主要的成分来源。纵向来看，2015 年以后满足持续增派条件的公司明显增加，但行业的年际波动较大，尚未形成长期集中于单一板块的稳定格局。但边际上，消费与 TMT 占比近年来大幅上升，截至 2026 年的 24 只成分股中，消费与 TMT 合计 13 只，占比 54.2%。具体来看，传媒、通信分别占比 13%、9%；食品饮料、商贸零售、家电分别占 13%、5%、4%；此外，制造、公用板块亦有分布，机械、电力及公用事业、电力设备及新能源、通信和交通运输各占比 9%。

持续增派筛选在 A 股市场获得了较为显著的长期资本利得，且明显跑赢主要宽基和传统红利指数。指数在 2008 年全球金融危机及 2011-2014 年市场调整期间同样经历较大回撤，但 2020 年后，伴随着股东回报思想渐入人心、有能力也有意愿分红的优质公司数量不断扩容，A 股“红利贵族”相对沪深 300 与中证红利的超额也在不断扩大。截至 2026 年 10 月 23 日，2020 年以来 A 股“红利贵族”指数累计上涨 93.9%，较沪深 300 和中证红利分别存在 75.7、23.4 pct 的超额收益。

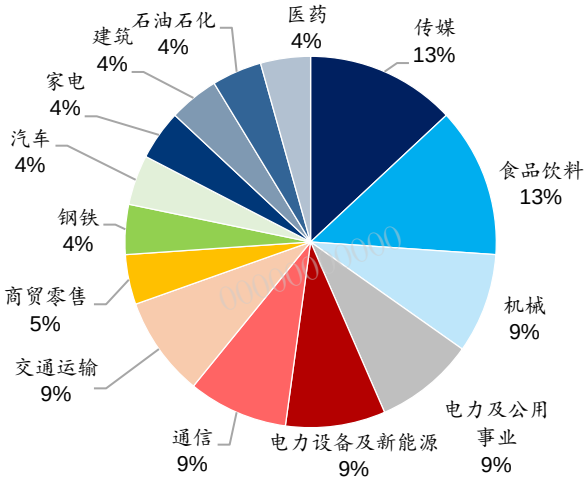
进一步看，A 股“红利贵族”的风险收益优势主要来自更高收益和相对较小的回撤，波动率并不占优。2020 年 1 月 1 日至 2026 年 10 月 23 日，指数夏普比率达 0.83，较沪深 300 全收益、中证红利全收益和红利低波全收益指数分别高出 64.6、15.7、4.7 pct。具体来看，指数年化收益率为 10.7%，分别高于沪深 300 全收益、中证红利全收益和红利低波全收益指数 8.1、2.2、0.8 pct；最大回撤与年化波动率为-19.0%、12.8%，较沪深 300 全收益指数的-41.6%、14.0%收窄，但略高于中证红利全收益和红利低波全收益，组合在风险端并未形成相对传统红利指数的明显优势。

图表46：行业年际波动较大，消费与 TMT 占比近年来大幅上升



资料来源：Wind，华泰研究

图表47：2026 年 A 股“红利贵族”指数行业分布



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

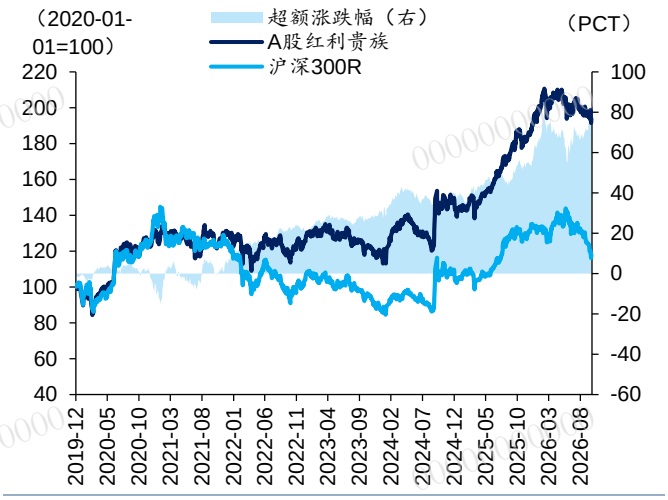
仅供内部参考，请勿外传

图表48：截至 2025 年末，A 股共有 24 家公司连续 5 年提高 DPS，其中 1 家连续 10 年提高

	个股资料				每股股利（元）						相对沪深300指数的超额涨跌幅（PCT）					
	证券代码	证券简称	公司类型	所属申万一级行业	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2025
连续10年增加分红的公司	601717.SH	中创智领	北向通	机械设备	0.44	0.56	0.84	1.12	1.25	23.50%	10.66	25.67	30.19	-6.12	82.98	183.13
	中位数				0.44	0.56	0.84	1.12	1.25	23.50%	10.66	25.67	30.19	-6.12	82.98	183.13
连续5年增加分红的公司	600428.SH	中远海特	北向通	交通运输	0.05	0.16	0.25	0.28	0.33	45.41%	14.53	40.58	3.47	27.47	-14.02	81.76
	002946.SZ	新乳业	北向通	食品饮料	0.08	0.09	0.15	0.25	0.38	38.34%	-6.15	5.03	-1.41	14.05	14.61	15.61
	000729.SZ	燕京啤酒	北向通	食品饮料	0.04	0.08	0.10	0.19	0.20	37.97%	2.16	47.28	-6.83	26.30	-20.14	42.54
	002472.SZ	双环传动	北向通	汽车	0.06	0.08	0.12	0.23	0.28	36.08%	285.46	16.44	13.96	3.61	38.23	576.92
	600487.SH	亨通光电	北向通	通信	0.07	0.08	0.15	0.23	0.28	31.48%	13.03	25.94	-8.90	30.90	29.69	91.19
	002028.SZ	思源电气	北向通	电力设备	0.20	0.30	0.40	0.50	0.70	28.47%	152.32	-1.62	48.45	25.82	95.98	707.14
	000988.SZ	华工科技	北向通	机械设备	0.08	0.10	0.15	0.20	0.25	25.59%	22.81	-19.35	93.36	31.55	62.51	251.41
	601717.SH	中创智领	北向通	机械设备	0.44	0.56	0.84	1.12	1.25	23.50%	10.66	25.67	30.19	-6.12	82.98	183.13
	002920.SZ	德赛西威	北向通	计算机	0.45	0.55	0.84	1.20	1.25	22.67%	72.12	-4.23	35.02	-29.05	-7.52	53.17
	600968.SH	海油发展	北向通	石油石化	0.06	0.09	0.11	0.14	0.15	21.73%	28.45	22.30	12.92	39.36	-22.78	87.56
	002318.SZ	久立特材	北向通	钢铁	0.40	0.43	0.48	0.97	1.00	20.11%	75.11	19.00	34.06	5.34	13.47	215.99
	002056.SZ	横店东磁	北向通	电力设备	0.24	0.36	0.39	0.45	0.60	19.95%	26.86	22.49	-14.94	-16.29	38.87	48.09
	000598.SZ	兴蓉环境	北向通	环保	0.10	0.11	0.17	0.19	0.24	18.19%	37.36	1.62	30.16	21.84	-19.59	71.75
	000333.SZ	美的集团	北向通	家用电器	1.70	2.50	3.00	3.50	3.80	17.44%	-18.17	-6.41	22.13	29.05	-6.32	4.68
	600285.SH	羚锐制药	北向通	医药生物	0.50	0.60	0.80	0.90	1.10	17.08%	99.75	13.15	47.62	19.13	-18.64	204.23
	600600.SH	青岛啤酒	北向通	食品饮料	1.10	1.80	2.00	2.20	2.35	16.40%	3.59	29.52	-17.87	-3.23	-35.85	-26.70
	000719.SZ	中原传媒	北向通	传媒	0.33	0.38	0.42	0.60	0.66	14.87%	18.99	33.38	37.01	7.09	-9.24	120.33
	001872.SZ	招商港口	北向通	交通运输	0.43	0.45	0.58	0.74	0.80	13.19%	16.94	7.99	25.48	17.19	-18.21	51.30
	601900.SH	南方传媒	北向通	传媒	0.33	0.47	0.54	0.55	0.56	11.16%	12.37	26.65	71.19	6.82	-25.85	102.98
	600710.SH	苏美达	北向通	商贸零售	0.27	0.30	0.33	0.37	0.42	9.39%	28.63	16.55	36.55	22.39	1.53	149.46
	601811.SH	新华文轩	北向通	传媒	0.32	0.34	0.40	0.41	0.42	5.59%	7.83	34.63	52.10	7.88	-29.44	85.44
	601138.SH	工业富联	北向通	电子	0.50	0.55	0.58	0.64	0.65	5.39%	-7.49	2.58	80.18	31.48	166.04	430.38
	600025.SH	华能水电	北向通	公用事业	0.17	0.18	0.18	0.20	0.21	3.82%	55.01	27.52	45.37	-2.56	-18.25	133.37
	601668.SH	中国建筑	北向通	建筑装饰	0.25	0.25	0.27	0.27	0.27	1.69%	9.15	36.46	3.83	16.55	-27.49	36.15
	中位数				0.26	0.32	0.39	0.43	0.49	19.07%	17.97	20.65	30.17	16.87	-8.38	89.38

资料来源：Wind，华泰研究

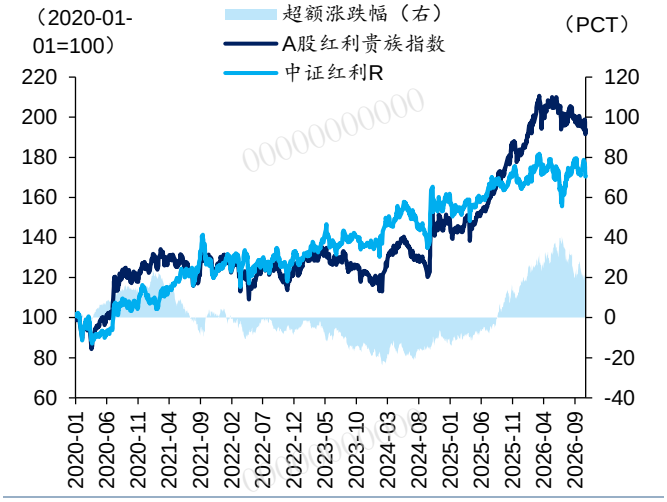
图表49：A 股“红利贵族”指数长期表现明显领先沪深 300



资料来源：Wind，华泰研究

注：统一采用全收益指数

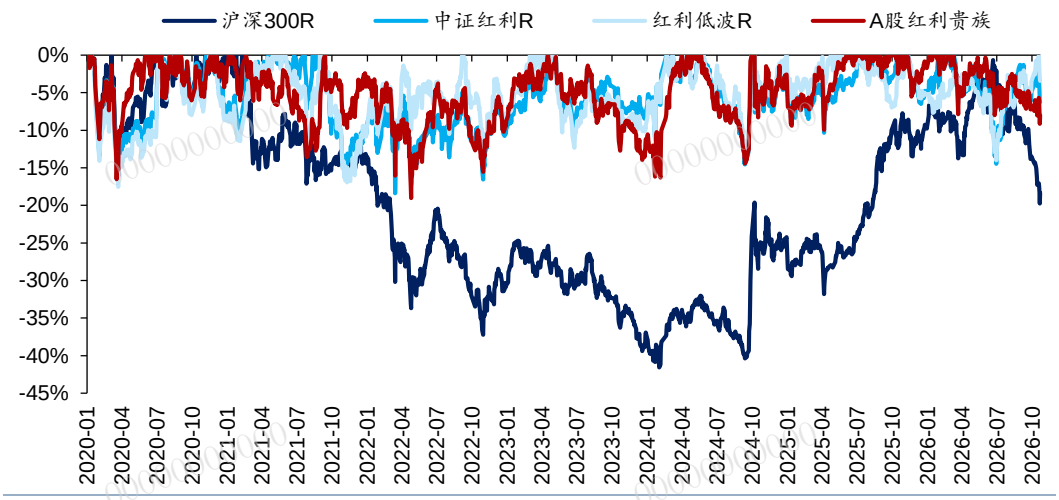
图表50：A 股“红利贵族”指数长期表现同样也优于中证红利指数



资料来源：Wind，华泰研究

注：统一采用全收益指数

图表51：A 股“红利贵族”最大回撤较主要权益指数有所收窄



资料来源：Wind，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表52：A股“红利贵族”指数的风险收益特征优于主要宽基

指数名称	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡玛比率
A股红利贵族指数	**93.88%**	**10.65%**	**12.82%**	**-19.03%**	**0.83**	**0.56**
沪深300R	18.20%	2.59%	14.03%	-41.56%	0.18	0.06
中证红利R	70.43%	8.49%	12.60%	-18.39%	0.67	0.46
红利低波R	85.04%	9.86%	12.58%	-17.54%	0.78	0.56
创业板指R	58.13%	7.25%	22.66%	-55.96%	0.32	0.13
中国10年期国债期货收益指数	20.44%	2.88%	2.09%	-5.01%	1.38	0.58

资料来源：Wind，华泰研究

注：Sharpe Ratio 基于无风险利率 0 计算，用于不同指数风险收益特征的统一比较；统计区间为 2020-01-01 至 2026-10-23

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

伴随投资者和产业结构变化，“红利贵族”重要性或上升

中国市场的红利投资未来能否由阶段性防御交易转向长期配置，取决于投资者结构与企业分红能力能否同步改善。现阶段，AH 多数红利工具仍以股息率为核心筛选变量，年度超额和回撤表现呈现较强周期性，反映不少资金仍将红利视作权益组合中的防御选项，而非独立的长期收益资产。当风险偏好下降时，红利资产凭借低估值和较高现金回报获得配置；当风险偏好回升时，资金又可能转向成长或周期方向。只要边际需求仍以相对收益和风格轮动为主，高股息资产的价格就仍会保留较强的风险资产属性，股息率较高并不等同于回报稳定。

1）投资者结构变化可能成为红利投资范式迁移的第一项条件。与短周期资金相比，长久期资金对年度相对排名和市场风格切换的敏感度相对较低，更关注现金回报能否覆盖长期负债或收益目标，其占比提升或有助于延长红利资产的平均持有期限。若保险、养老金和财富管理等长久期资金持续提高对稳定现金回报资产的配置需求，红利资产的定价依据有望由短期股息率和阶段性防御价值，逐步转向 DPS 增长的可持续性、自由现金流覆盖和分红政策稳定性。

2）企业供给是范式变化的另一项条件。现阶段港股较难形成数量庞大的“连续 20 年甚至 25 年以上提高分红”公司，一方面源于部分中资企业上市时间较短，另一方面也与企业仍处于产能扩张、研发投入和竞争格局重塑阶段有关。对于资本回报率仍然较高的成长型企业，将现金流投入产能、研发、渠道和并购可能优于提高分红；持续增派则要求企业进入相对成熟的经营阶段，并在行业周期、资本开支和融资环境变化中维持稳定的股东回报政策。随着部分行业逐渐越过集中扩张阶段，资本开支强度趋于稳定、自由现金流改善，能够满足持续增派条件的公司数量有望逐步增加。

从盈利能力、分红比例和分红规模看，成熟消费构成中国“红利贵族”的现有基础，未来增量供给更可能来自通信、公用事业及部分完成扩张的制造业。具体来看，

1）食品饮料和家用电器已具备较成熟的价值回报特征，是现有“红利贵族”的基础供给。2020-2026H1，食品饮料和家用电器平均 ROE-TTM 分别为 19.72%和 15.75%，平均分红比例分别为 46.5%和 44.4%，在保持较高盈利能力的同时，将接近一半利润用于股东回报。两类行业已形成“较高盈利、适度分红”的组合，未来更需要观察现有企业能否延续 DPS 增长，而非判断行业是否刚刚进入成熟阶段。

2）通信和公用事业的股东回报属性已经较为突出，可能成为未来“红利贵族”的重要增量来源。两个行业平均 ROE-TTM 分别为 7.40%和 7.24%，平均分红比例达到 61.1%和 49.3%，企业已将较大比例利润用于现金分红，资本配置正在向股东回报倾斜。不过，其盈利能力仍低于食品饮料和家用电器，较高派息能否转化为长期持续增派，仍取决于盈利稳定性和自由现金流覆盖。

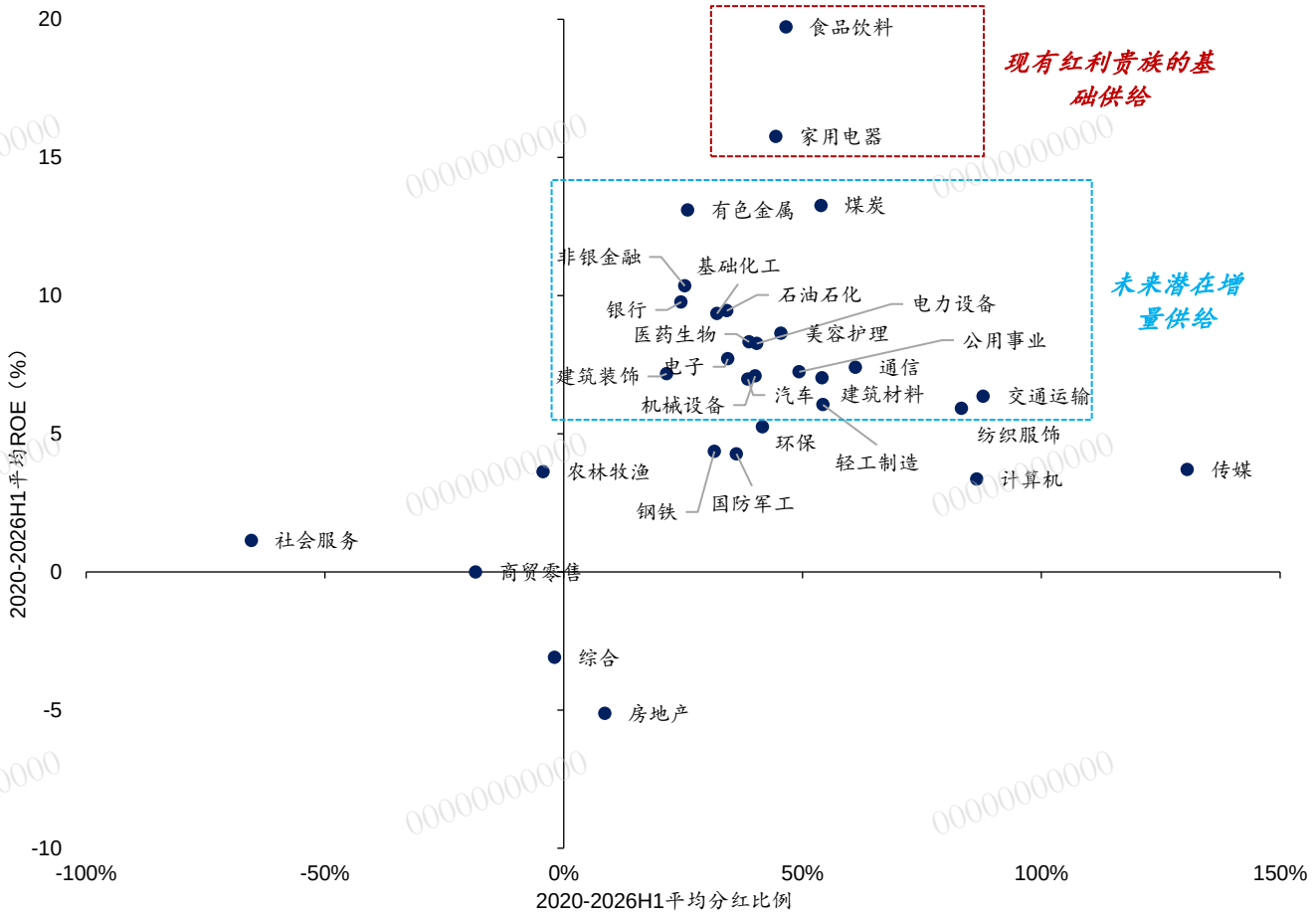
3）部分制造业和医药消费行业处于由成长向价值回报过渡的候选区间，但需要进一步筛选。美容护理、医药生物、电力设备、电子、机械设备和汽车的平均 ROE-TTM 约为 7%-9%，平均分红比例集中于 34%-46%，既保留了再投资空间，也开始形成较明确的现金回报，可能成为后续“红利贵族”扩容的主要候选板块。相比之下，煤炭、有色金属和石油石化仍可能受到行业周期影响，仍偏向周期红利的逻辑。

展望未来，中国市场的红利投资或由主要追求资本利得的单一模式，逐步演化为两类范式并存。一类仍以股息率、估值和市场环境为核心，承担权益组合的风格轮动功能；另一类则以持续增派、现金流覆盖和分红纪律为核心，逐步成为保险、养老金及财富管理资金的长期收益型资产。两类策略不会相互替代，但随着长久期资金需求增加和企业分红能力改善，后者在红利投资中的重要性有望逐步提升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

图表53：A 股申万一级行业近五年平均分红比例与 ROE-TTM 对比



资料来源：Wind，华泰研究

注：采用 A 股申万一级行业指数进行分析

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、经营周期风险导致派息规模不及预期。经济景气回落或资本开支上升可能压缩盈利与自由现金流，企业或降低派息比例、削减分红，导致持续增派假设失效并拖累组合表现。

2、红利风格拥挤度上升。若长线资金与防御需求集中涌入高股息及持续增派资产，相关标的估值或脱离基本面；一旦风险偏好回升或分红预期转弱，集中减仓可能放大波动与回撤。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，李雨婕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李雨婕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster