

2024 年 08 月 17 日

成长股高股息：A 股新生态下的一种新投资思路

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 成长股高股息：4 大宏观和资本市场背景变化下应运而生的投资思路

放眼当下，我国的宏观和资本市场环境有 4 大突出的背景变化：（1）成长股过去两年半的估值压制得到缓和，开始得到更多关注；（2）海内外的不确定性仍较高；（3）景气趋势稀缺，叠加“新国九条”，市场预期收益率下行；（4）行业轮动的切换非常快速，从投资效果来看，近期呈现的是“因子特征”强于“行业特征”。这 4 大背景共同的出现，是 A 股历史上罕见的。然而仔细揣摩 4 大背景之下的投资线索，我们会自然而然的推断出一种新的投资思路：**去寻找一种更强调稳定性的成长股投资方法**。基于这个逻辑，“成长股高股息”投资方法便应运而生。

● 传统高股息投资的本质，以及高股息风格占优条件

什么是高股息策略？股息策略的核心收益来源是股利的再投资收益。从这个视角来看，可以进一步得出一个结论：高股息策略如果要显著有效，它的一个背后的假设或者说条件，是高股息品种的资本利得相对稳定、不构成拖累，此时高股息品种持续的股息分红就可以让我们最终跑赢市场。

什么时候高股息风格占优？（1）全球视角看长期高股息占优条件：不确定性提升的市场环境，高股息风格往往能长期占优；（2）A 股视角下，风险偏好回落和预期收益率下行是高股息占优的重要条件，三维度高股息策略指引指标：海外风险偏好（美债利率）、国内风险偏好（新发基金规模）、中国经济（GDP 增速）。

● 如何优化传统高股息？2 维度 4 因子对传统高股息的优化

传统做法下的高股息投资方法会产生两大投资陷阱：“股息陷阱”和“估值陷阱”，导致传统高股息投资方法持仓感受差，不能实现“高股息+高收益+低波动+低回撤”的效果。如何优化？意愿维度两个指标：平均股息率、预期股息率；能力维度两个指标：ROE 均值-ROE 标准差、盈利增速边际变化（ Δg ）。基于该方法，我们构建了三大高股息优化组合，自 2009 年以来在年化收益率、年度胜率、最大回撤和夏普比率上具有非常显著的优势。

● 成长股高股息投资：重视现金流与研发的作用

我们基于对传统高股息优化方法论的基础，进一步探究如何对于成长股进行高股息投资。（1）将成长股作为一个整体，进行成长股高股息的投资方法论研究，在增加了“经营现金流”指标后，我们构建了自 2012 年以来年化收益达到 18.7% 的成长股高股息组合（基准“成长风格指数”年化收益为 6.0%），且在波动控制上实现了“稳健型”的成长股投资策略。（2）我们进一步探究了成长股高股息组合对“轻重资产”和“研发投入”的股价敏感性，股价表现：重资产>轻资产，高研发>低研发，且重资产&高研发投入的组合股价表现最优。根据这样的特性，我们构建的“成长股高股息：重资产&高研发”组合自 2015 年以来年化收益率为 18.3%，“成长股高股息：轻资产&高研发”组合年化收益率为 12.0%，同期成长风格指数和 CS 科技指数的年化收益率仅为 0.99% 和 0.95%。

● 风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《解读日股大跌——投资策略点评》
-2024.8.5

《怎么看降息交易和特朗普交易——投资策略专题》-2024.8.4

《稳增长表述更积极，结构机会涌现——投资策略点评》-2024.7.30

目 录

1、成长股高股息：A 股新生态下的一种新投资思路	4
1.1、变化 1：成长股过去两年半的估值端压制得到缓和	4
1.2、变化 2：海内外的不确定性仍然较高	5
1.3、变化 3：景气趋势稀缺，叠加“新国九条”，市场预期收益率下行	5
1.4、变化 4：行业轮动的切换非常快速，“因子特征”强于“行业特征”	7
2、传统高股息投资：本质与优化	8
2.1、高股息策略的本质：股利的再投资受益	8
2.2、历史长周期视角来看，传统高股息策略并非持续优胜策略	9
2.3、全球比较：不确定性提升的市场环境，高股息风格往往占优	10
2.4、A 股视角：打破传统认知，寻找高股息策略指引指标	12
2.4.1、打破传统认知 1：高股息策略是熊市策略	12
2.4.2、打破传统认知 2：高股息策略与利率的关系	13
2.4.3、3 维度高股息策略指引指标	14
2.5、传统高股息策略的优化：两大“病因”及其解决方案	15
2.6、改进两大“病因”，构建 A 股高股息组合	17
2.7、三大高股息组合成功实现了“高收益+低波动+高股息”	20
3、成长股高股息投资：重视现金流与研发的作用	22
3.1、成长股的定义	22
3.2、整体视角：成长股高股息投资需要更重视现金流	23
3.3、轻资产 VS 重资产，高研发 VS 低研发	25
4、风险提示	26

图表目录

图 1：过去 6 轮降息周期中，美债利率的下行拐点大多领先联储降息时点半年左右	5
图 2：中国的总量经济增长逐步趋于平坦化	6
图 3：经济平稳修复、盈利缓慢上行或是 2024 年的基准情形	6
图 4：今年以来几乎所有行业的市值 Top5 均跑赢行业涨幅中位数	7
图 5：高股息策略更偏重于股息收益	8
图 6：中证红利全收益指数相对 Wind 全 A 长期跑赢	9
图 7：3 大典型日本高股息持续占优时期	10
图 8：香港高股息指数长期占优	12
图 9：美股高股息指数并不持续占优	12
图 10：欧洲高股息指数持续跑输大盘	12
图 11：高股息策略并非单纯的熊市策略	13
图 12：从大体趋势来看，高股息策略是否占优与利率呈正向关系	14
图 13：中证红利相对收益与各因素的相关性（2004 年 12 月以来）	14
图 14：中证红利相对收益与美国 10 年期名义利率、实际利率走势相关性极强	14
图 15：中证红利相对收益与美国联邦基金利率大致呈正相关	15
图 16：中证红利相对收益与 GDP 累计同比走势大致呈正向关系	15
图 17：中证红利相对收益与新发基金规模走势呈负相关	15
图 18：中证红利相对收益与万得全 A 的 ERP 走势在部分阶段呈现正相关	15

图 19: 构建“高股息+高收益”得兼的 A 股高股息组合.....	17
图 20: 从意愿维度, 实现真正的高股息	18
图 21: 从能力维度, 实现高收益+低波动	19
图 22: 构建“高股息 100”基础池	19
图 23: A 股“高股息 100”净值大幅跑赢基准.....	21
图 24: A 股“中特估高股息 20”净值大幅跑赢基准.....	21
图 25: A 股“高股息 20”净值大幅跑赢基准.....	21
图 26: 成长指数中 TMT 和中游制造行业居多	23
图 27: 成长指数以中小市值企业为主	23
图 28: 成长股高股息策略的方法: 股息+成长+质量	24
图 29: “成长高股息 50”组合净值大幅跑赢基准.....	25
表 1: 高股息指数成分股资本利得端略微弱势, 股利再投资后市场表现小幅提升	9
表 2: 05 年以来高股息率因子显著有效的年份其实并不算特别多	10
表 3: 上世纪 90 年代以来日本股市 3 大典型高股息占优区间背景共性: 不确定性提升	11
表 4: 市场上多数高股息策略其实是高收益、低股息的	16
表 5: 传统的高股息筛选较难兼顾收益与股息.....	17
表 6: A 股高股息组合能获得显著的超额回报.....	21
表 7: A 股股息率检验: 增强高股息组合在 6 大典型传统高股息策略之中排名靠前	22
表 8: 成长高股息组合的收益和回撤均大幅优于基准指数.....	25
表 9: 轻重资产和高低研发的成长高股息, 对组合收益率的影响有所差别	26

1、成长股高股息：A股新生态下的一种新投资思路

我们在 5.6 发布的中期策略展望当中提到，当前宏观环境进入新的发展范式（国内三大变化&海外中长期不确定性上升）、“新国九条”对 A 股的生态也产生了长远的影响。当前 A 股所面临的一些中长期背景确实发生了一些变化。

放眼当下，我国的宏观和资本市场环境有 4 大突出的背景变化：（1）成长股过去两年半的估值端压制得到缓和，开始得到更多的关注；（2）海内外的不确定性仍然较高；（3）景气趋势稀缺，叠加“新国九条”，市场预期收益率下行；（4）行业轮动的切换非常快速，从投资效果来看，近期呈现的是“因子特征”强于“行业特征”。

这 4 大背景共同的出现，是 A 股历史上罕见的。然而仔细揣摩 4 大背景之下的投资线索，我们会自然而然的推断出一种新的投资思路：去寻找一种更强调稳定性的成长股投资方法。基于这个逻辑，“成长股高股息”投资方法便应运而生。

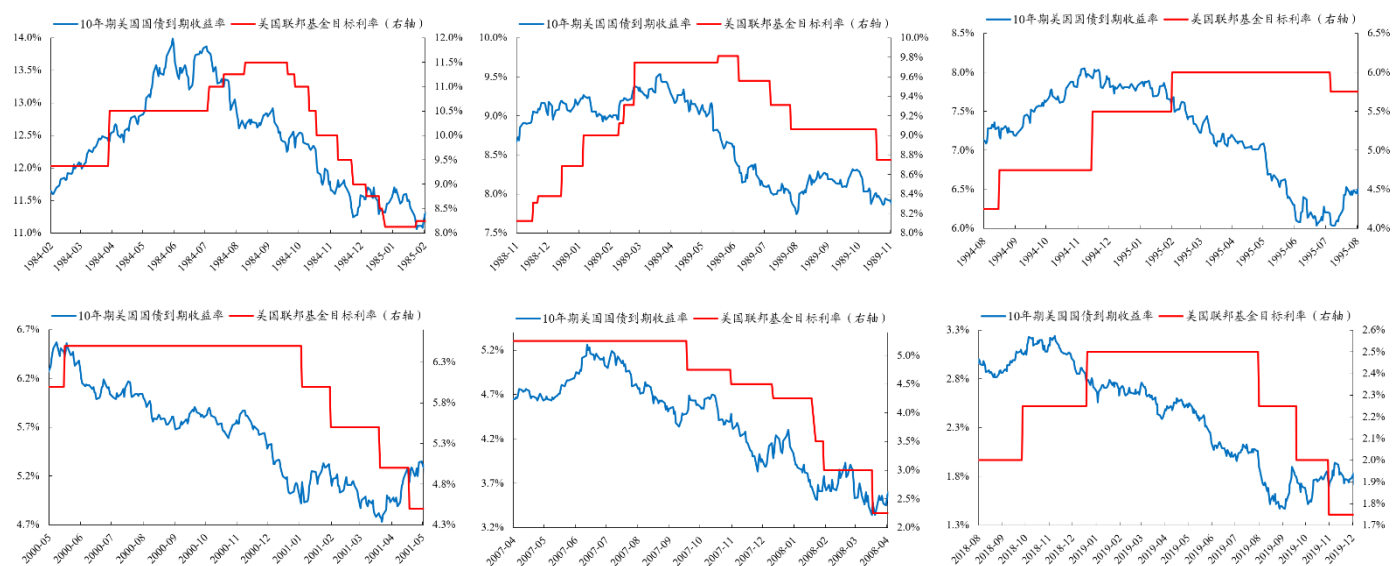
1.1、变化 1：成长股过去两年半的估值端压制得到缓和

我们从 5 月上旬以来就开始建议要关注偏成长的方向。从一个自上而下的逻辑来看：过去两年半对科技风格的压制项——海外风险偏好恶化（美债利率持续上行），国内风险偏好恶化（政策不确定性上行、新发基金规模持续回落），在 2024 年下半年全部都有所变化。具体来说，从海外短期风险偏好来看，自 6 月以来，持续降温的美国经济和通胀数据开启了“降息交易”，市场开始博弈下半年降息时点和幅度，即类似 2022-2023 年的美债利率大幅上行几乎不会再现；从国内风险偏好来看，430 政治局会议以及 517 地产新政后，政策不确定性已经明显下行，而 7 月的三中全会和政治局会议的积极表态进一步改善政策环境，同时权益类、偏股混合类的新发基金规模已经回落至历史极低位，投资者行为整体处于非常谨慎保守的状态，在新发基金规模已经近乎触底的背景下，未来进一步恶化的空间有限。

但仍需要强调的是，当下并非是典型成长股占优环境，即只是对成长股的“压制缓和”。成长股的占优需要 4 大条件共同具备：（1）相对业绩占优；（2）海外流动性改善；（3）并购周期；（4）科创周期。当前（2）（4）有，（1）（3）尚待进展。

对于下半年，科技成长的催化剂包括：A、中美利差继续收敛。国内政策宽松以及经济温和复苏有望带动 A 股分子端预期修复，美债利率在高位则使得分母端进一步紧缩空间缩小，美联储一旦降息则催化剂更为强烈；B、政策可能的催化。7 月大会如三中全会及政治局会议对“新质生产力”的政策支持，以及后续对“科创”、“新质生产力”的政策有望继续落地；C、景气出现触底反转。科技板块很多细分行业的“景气预期”已经迎来明显的拐点（典型如半导体），指向预期已经出现显著的反弹，对行业胜率有所指引；D、风险偏好改善。若地产底部企稳的一致预期能够形成、对经济端的担忧得到进一步改善，则前期科技成长的风险偏好的压制有望显著改善。

因此，过去两年半带来高股息显著占优的要素在变化，而这实际上也意味着压制成长品种的要素在缓和，其实就是对成长风格（无论大盘成长还是小盘成长）都是有边际利好的，所以下半年对成长风格的逻辑就会顺很多。由此，投资者的目光已经开始、且有必要开始关注成长股的投资。

图1：过去 6 轮降息周期中，美债利率的下行拐点大多领先联储降息时点半年左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、变化 2：海内外的不确定性仍然较高

海内外经济的中长期不确定性尚未消弭——

(1) 我国正处于经济动能切换期，经济总量仍存在一定的波动性和不确定性。从 6 月社融读数来看，当前国内仍处在信用收缩的过程当中，在近期消费品以旧换新和地产宽松政策的背景下，居民的消费和置业意愿尚未显著上行回暖。按照我们的推演，在居民加杠杆意愿以及能力偏弱的背景下，首付比例调降、下调房贷利率对于地产销售的提振作用仍待检验。另一方面，新质生产力代表的制造业正在逐步承接我国的经济动能，但动能的切换无法一蹴而就，在经济动能的切换期，面临“旧动能的稳定支撑”+“新动能的逐步承接”两大挑战，依然存在一定波动性和不确定性。

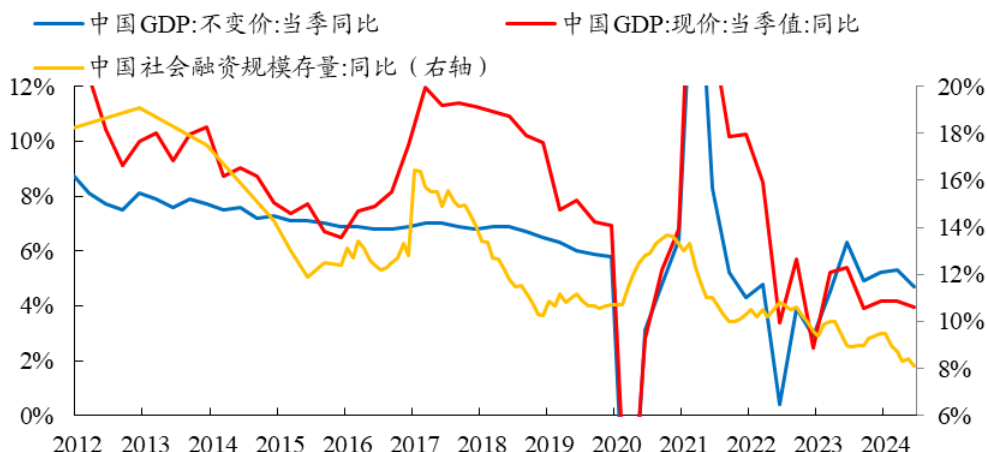
(2) 从外部环境来看，美国可能面临的衰退以及全球资产价格的动荡以及地缘政治冲突等仍是悬于全球头顶的达摩克利斯之剑，潜在的动荡来源带来的不确定性仍然较高。近期全球资本市场表现降温，主因美国经济超预期下行，引发市场从“降息交易”极致化至“衰退交易”；日本的加息行为进一步加大全球资产价格的波动。同时，全球选举大年叠加全球频发的地缘政治冲突等潜在的动荡会是下半年不确定性的重要来源。

1.3、变化 3：景气趋势稀缺，叠加“新国九条”，市场预期收益率下行

对于 A 股来说，经济向上但弹性不足、利率中枢低位、景气趋势稀缺、政策强化分红或是中长期的基准情形，宏观新范式+资本市场新生态下，投资本质会回到基本面上来，未来投资者对股票的整体收益率预期回落，成长股的预期收益回报也相应有所回落。

(1) 中国经济进入高质量发展阶段，A 股整体增速中枢有所回落，增长的质量变得更为重要，这也导致 A 股整体盈利周期被熨平。整体景气趋势稀缺之下，符合以绝对超高增速为美的传统成长股投资逻辑的标的越来越少。同时由于国内利率逐步走低，资产荒之下，投资者对成长股的预期收益率也有所降低，此时成长股之中一些已经逐渐摸索出稳定商业模式的、又具备一定持续盈利增速的股票，成为投资者新关注的焦点。

图2：中国的总量经济增长逐步趋于平坦化



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 另一方面，内外部环境的波动增大，市场对于波动的重视会提升，对于大波动的容忍度会有所下降，“新国九条”对于 A 股资产和负债端也都提出了进化要求，夯实了长牛的基础，以往的过度炒作行为也会减少，此前单纯追求高业绩增长、高 ROE 的市场审美将会迎来转变。投资者对于盈利质量和盈利稳定性的要求相对以往会越来越高。

图3：经济平稳修复、盈利缓慢上行或是 2024 年的基准情形

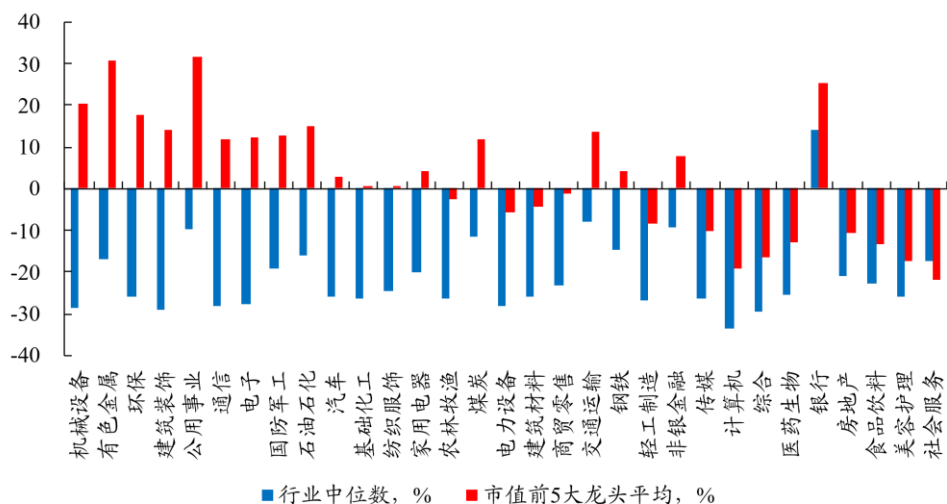


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、变化 4：行业轮动的切换非常快速，“因子特征”强于“行业特征”

从今年 5 月以来，结构性的机会愈发丰富，高股息本身也出现了一定的分化。可是许多投资者发现，虽然结构性机会增多，但当下的选股愈发艰难：（1）行业轮动的切换实在太快，前一天领涨的行业常常出现在后一天领跌的行业当中，行业之间的切换过快；（2）但是跨行业之间却是显示出了一些强因子特征，例如今年以来大多数行业里面大市值因子显著占优等等。过去单纯的行业比较的投资有效性在发生变化，而对于因子逻辑的应用则是愈发重要。

图4：今年以来几乎所有行业的市值 Top5 均跑赢行业涨幅中位数



数据来源：Wind、开源证券研究所，时间截止 2024 年 8 月 8 日

2、传统高股息投资：本质与优化

在具体进入“成长股的高股息”研究之前，我们必须先搞清楚：到底什么是高股息投资。

在本章中，我们层层递进，从两个方面对于传统高股息进行深入的研究剖析：

(1) 首先，对传统高股息的本质进行深究：高股息策略的原理、高股息策略在 A 股何时占优、高股息策略在海外市场占优的条件；

(2) 其次，进一步优化高股息投资方法：高股息策略存在的两大“病因”，以及如何对传统高股息进行针对性优化实现长周期跑赢。

2.1、高股息策略的本质：股利的再投资受益

什么是高股息策略？股息策略的核心收益来源是股利的再投资收益。股票投资收益可拆分为资本利得（股价变动）和股息收益（股票红利）两个部分，高股息策略在投资收益中更偏重于股息收益，即寻找股价泡沫小（低估值）、波动低、具备长期稳健经营基础的公司，投资于该类标的，获取稳健的股息收益。如果观察目前 A 股市场中典型的高股息指数的收益表现，我们也可以印证这一点：代表资本利得的价格指数中长期的表现相对偏股混合基金指数等基准并没有的优势，但是一旦考虑股利再投资，高股息全收益指数的市场表现有明显的提升。

从这个视角来看，我们可以进一步的得出一个结论：高股息策略如果要显著的有效，它的一个背后的假设或者说条件，是高股息品种的资本利得相对稳定、不过多的拖后腿，这个时候高股息品种持续的股息分红就可以让我们最终跑赢市场。

中证红利指数是目前市场投资者认可度最高的指数，接下来我们的研究比较之中，常常以中证红利全收益指数为研究对象进行展开。

图5：高股息策略更偏重于股息收益



资料来源：开源证券研究所

表1：高股息指数成分股资本利得端略微弱势，股利再投资后市场表现小幅提升

指数	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	期间收益率
中证红利全收益	8.1%	20.8%	0.41	-45.7%	219.0%
CS高股息全收益	7.0%	22.2%	0.35	-50.0%	174.0%
上证红利全收益	6.2%	20.2%	0.32	-46.5%	145.9%
Wind偏股混合型基金指数	5.8%	19.6%	0.31	-45.4%	131.0%
CS高股息	4.2%	22.3%	0.22	-52.0%	86.0%
中证红利	4.1%	20.9%	0.21	-46.5%	82.0%
Wind全A	4.0%	22.5%	0.21	-56.0%	78.8%
上证红利	1.8%	20.3%	0.09	-47.7%	30.2%

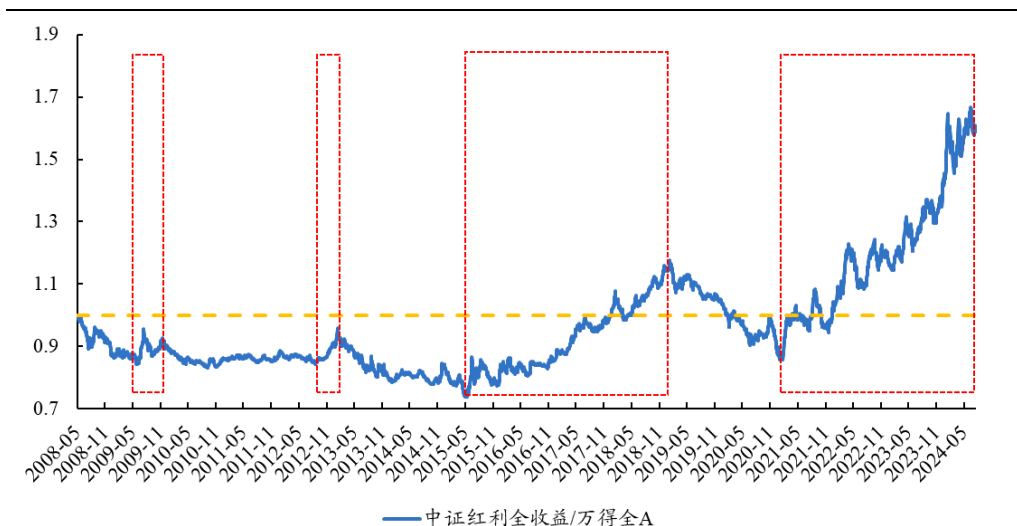
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：所有指数回溯区间均为 2009 年 9 月 1 日至 2024 年 8 月 8 日。

2.2、历史长周期视角来看，传统高股息策略并非持续优胜策略

从三大视角来看，高股息策略相对 Wind 全 A 并不显著占优——（1）从中长期的绝对收益来看，2009 年至今中证红利全收益指数仅略微跑赢 Wind 全 A；（2）从相对跑赢区间来看，红利全收益指数只有约一半的时间相对 Wind 全 A 占优；（3）如果以“1”为标准水位，红利全收益指数在水位以上的时间极少，大多数时间在水位以下，即红利全收益指数在历史接近一半时间中相对 Wind 全 A 没有优势。

2009 年以来，高股息率因子有效性不高。从年度来看，2009 年以来高股息率因子大多时候并不显著，即股票收益率与股息率的高低没有显著的正相关性。2009-2024 年总共 16 年间，仅有 2016、2017、2018、2022、2023、2024 年的高股息率因子比较显著的有效，占比仅有 37.5%。

图6：中证红利全收益指数相对 Wind 全 A 长期跑赢



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：05年以来高股息率因子显著有效的年份其实并不算特别多

股息率因子	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
0-10%	120.9%	15.5%	-33.8%	2.3%	34.0%	37.9%	92.0%	-19.4%	-20.9%	-37.3%	32.3%	17.3%	21.4%	-19.9%	-3.3%	-25.1%
10-20%	121.1%	19.2%	-31.9%	4.2%	28.7%	40.5%	88.2%	-16.1%	-20.9%	-32.2%	28.7%	22.2%	25.8%	-19.2%	0.9%	-24.6%
20-30%	123.1%	25.8%	-32.5%	-1.4%	31.4%	37.8%	77.9%	-14.7%	-19.0%	-33.3%	32.6%	31.0%	22.8%	-17.3%	5.5%	-24.5%
30-40%	126.3%	17.5%	-30.5%	-2.7%	28.1%	45.2%	85.2%	-9.4%	-14.2%	-31.7%	30.9%	28.0%	19.0%	-16.8%	7.8%	-21.3%
40-50%	148.2%	20.2%	-29.2%	-1.6%	39.3%	43.3%	81.0%	-13.0%	-15.2%	-31.0%	24.2%	22.6%	20.5%	-14.4%	13.0%	-21.6%
50-60%	137.6%	10.4%	-31.8%	0.8%	30.1%	42.5%	75.4%	-7.8%	-13.8%	-29.4%	29.7%	31.2%	20.5%	-14.7%	10.8%	-19.3%
60-70%	126.2%	13.6%	-32.0%	2.7%	31.8%	44.2%	59.2%	-5.6%	-7.2%	-29.2%	28.5%	23.1%	26.2%	-9.4%	13.0%	-17.9%
70-80%	156.8%	11.5%	-30.7%	1.4%	28.7%	50.2%	55.8%	-9.6%	-7.2%	-28.1%	33.9%	20.1%	21.8%	-13.2%	16.0%	-14.6%
80-90%	159.0%	17.4%	-27.7%	3.9%	29.7%	52.2%	54.0%	-7.9%	3.6%	-25.3%	29.3%	16.0%	24.6%	-7.2%	14.9%	-11.7%
90-100%	141.2%	4.9%	-23.1%	-0.1%	23.6%	55.5%	54.5%	-3.2%	9.1%	-20.5%	23.4%	11.3%	20.9%	-3.4%	13.9%	-5.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

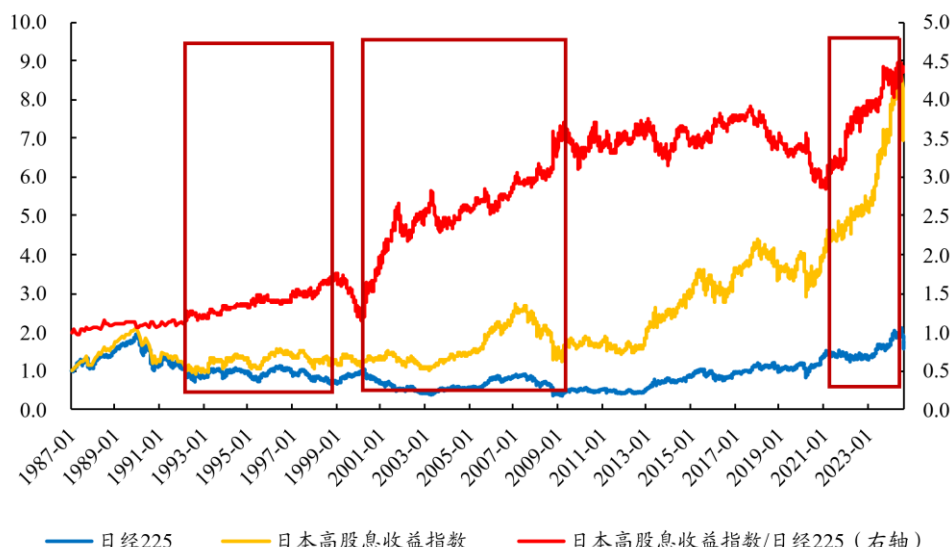
注：（1）左1列代表年初时个股的股息率在全市场的位置区间；（2）左2列起的数字为对应个股全年收益率的平均值。

2.3、全球比较：不确定性提升的市场环境，高股息风格往往占优

以2大“给确定性溢价”的市场为例：日本上世纪90年代以来有3大高股息风格显著占优区间，其市场背景均是不确定性显著提升；而中国香港市场高股息风格几乎持续占优，且核心原因是离岸市场的特性带来持续的确定性溢价。

（1）日本作者野口悠纪雄描述1989年之后三十年的日本经济为“失去的三十年”。复盘“失去的三十年”开始后的日本股市，可以发现日本在经济增速放缓、资产负债表恶化、人口增长乏力后，高股息风格在绝大多数时间内占优。更进一步的，我们发现上世纪90年代以来，日本股市有3大典型的高股息占优的时期，分别为：1992.09-1999.04，2000.03-2009.05，2020.12至今。总结上世纪90年代以来日本股市3大典型高股息占优区间背景共性：不确定性提升。

图7：3大典型日本高股息持续占优时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：上世纪 90 年代以来日本股市 3 大典型高股息占优区间背景共性：不确定性提升

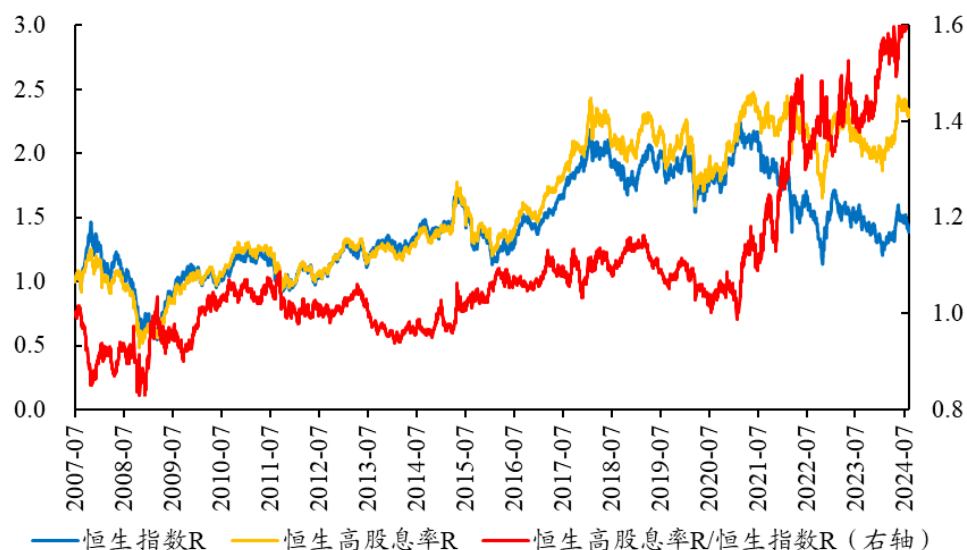
开始时间	结束时间	市场背景
1992-09	1999-04	进入 20 世纪 90 年代日本资产负债表出现衰退，20 世纪 80 年代后期，美日发生贸易摩擦和汇率战，国际政治经济环境的不确定性上行，日本经济呈现极大不确定性的特征，开始进入“失去的 30 年”；地产泡沫被戳破，企业资产负债表恶化，经济下行。另一方面，在此期间日本人口出现显著拐点：85 年日本生育率出现向下拐点，95 年前后迎来老龄化拐点。
2000-03	2009-05	进入 21 世纪，科网泡沫破裂带来市场不确定性大幅上行，日本再次陷入衰退，2002 年后日本经济进入恢复时期，但经济复苏缓慢挣扎，进入被称为“失去的 30 年”的第二个 10 年，日本经济由 2002 年的谷底缓慢恢复至 2006 年。2007 年次贷危机后，日本再次陷入衰退，复苏缓慢。
2020-12	2024-08	全球持续处于地缘政治变动较大、疫情风波、货币宽松后又紧缩、债务风险等不确定性环境中。

资料来源：开源证券研究所

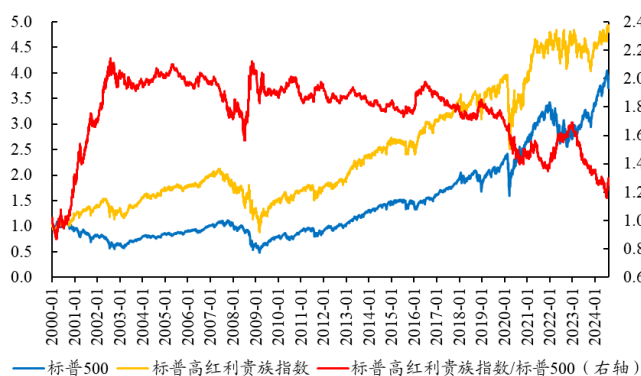
(2) 进一步放开视角比较，**港股高股息指数表现较好，是长期优胜策略；而美股的高股息策略总体上未显著跑赢大盘。**第一，2000 年以来美国高股息指数并不持续占优，但在熊市表现优异。2000 年以来，除 2000 年-2002 年高股息指数大幅跑赢标普 500 外，其余时间段整体未能跑赢大盘。第二，香港高股息指数 2008 年以来持续跑赢恒生指数。2007 年-2008 年，香港高股息指数短暂跑输恒生指数之后持续跑赢恒生指数。同时，香港高股息指数在 2008 年、2015 年、2020 年指数快速下跌中高股息指数都有不错的表现，有一定的防御能力。第三，2009 年以来欧洲的高股息策略持续跑输大盘。2009 年以来，欧洲的高股息策略大部分时间都未跑赢大盘指数，并非长期占优策略。

为何港股能的高股息具有更为持久的相对收益能力？我们认为是因为其离岸市场的特征导致香港股票市场始终存在更高的不确定性，因此港股市场持续地给确定性以溢价——

离岸市场特性带来市场不确定性更高，导致港股估值长期低于其他市场估值，港股整体存在“不确定性折价”。香港市场分子端盈利取决于中国大陆，港府无法用财政、产业政策对冲；分母端流动性取决于美元流动性；风险偏好取决于全球风险偏好。因此香港市场投资者对于利空更加敏感，对于不确定性更加不欢迎，导致港股估值长期低于其他市场估值，即港股整体呈现“不确定性折价”。

图8：香港高股息指数长期占优


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美股高股息指数并不持续占优


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧洲高股息指数持续跑输大盘


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、A 股视角：打破传统认知，寻找高股息策略指引指标

2.4.1、打破传统认知 1：高股息策略是熊市策略

在部分投资者的传统认知中，高股息策略是熊市策略。怀有这样认知的投资者基于的是这样的理论基础：（1）高股息策略往往对应着低估值，在熊市中更低的估值常常具备更好的防御性质；（2）市场弱势时，资金更青睐具有稳定分红的“类债券”公司，稳定、可观的分红收益可以一定程度对冲熊市的下跌影响。

但回顾 2009 年以来中证红利指数相对 Wind 全 A 的市场表现，我们发现这样的认知是有偏差的。在高股息显著占优的期间当中，有相当一部分时间市场身处牛市阶段，其中包括了 2016-2017 年牛市、以及 2021 年 3 月至 11 月的结构牛市。另一方面，市场大幅走熊也并非高股息策略占优的充分条件，例如在 2015 年 6 月至 2016

年3月的熊市当中，高股息策略相对 Wind 全 A 显著跑输。这表明，高股息策略并非单纯的熊市策略，其占优阶段在熊市和牛市的比例一样高。

图11：高股息策略并非单纯的熊市策略



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4.2、打破传统认知 2：高股息策略与利率的关系

从利率视角来看，许多投资者对高股息策略占优时期的认知有着明显的冲突。部分投资者认为利率下行利好高股息策略：高股息策略具有“类债券”性质，在利率下行期性高股息策略中的股息收益性价比提升，此时高股息的股票有望获得从绝对收益方面转移过来的资金（尤其是债券向股票转移）。另一部分投资者认为利率上行利好高股息策略：利率上行时期一般经济表现较好，价格水平处于上升通道，这对周期股和消费股的基本面和股价来说是利好，由于高股息策略中周期股+消费股占比较高，因此此时高股息策略占优。

我们对该市场分歧进行数据印证——从大体趋势来看，高股息策略是否占优与利率呈正向关系。但少部分时间段内，高股息策略相对走势和利率走势会发生背离，其中最为典型的时间段是2013年、2015年、2018年和2021年。为什么利率上行的逻辑更强于利率下行的逻辑？我们认为，利率下行利好高股息策略的逻辑缺陷在于忽略了资金跨资产流动的难度。资金的跨资产流动并非充分的，因此当利率下行时虽然高股息策略相对债券性价比提升，但资金性质从“债券”向“股市”转变并非完全灵活，此时流入高股息策略的增量资金难以成为股市的主导资金，不足以推动市场发生显著的风格切换。

图12：从大体趋势来看，高股息策略是否占优与利率呈正向关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4.3、3 维度高股息策略指引指标

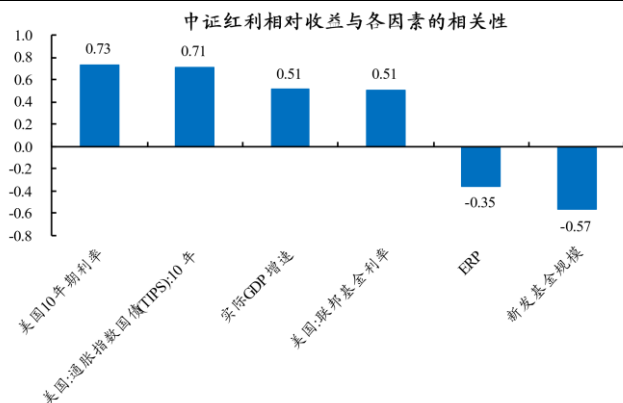
我们研究 2005 年以来高股息策略的相对收益与 20 大指标的相关性，发现总共有 3 个维度与高股息策略相对收益有明显的相关性：

（1）海外风险偏好（美债名义/实际利率）：美国 10 年期国债名义利率和实际利率与中证红利相对收益具有显著的正相关性。为什么美债利率和中国高股息走势息息相关呢？主要原因是：美债利率是新兴市场风险偏好的锚。当美债利率上行时，压制新兴市场风险偏好，此时不仅仅是中国，实际上新兴市场的高股息往往也是占优的。

（2）国内风险偏好（新发基金规模）：新发基金规模与中证红利相对收益大致上呈现负向关系。新发基金规模与中证红利相对收益呈现弱负相关，这证明市场增量资金较少、存量博弈更为显著时，投资者的预期收益率下行，此时高股息因子的有效性提升，高股息策略表现更好。

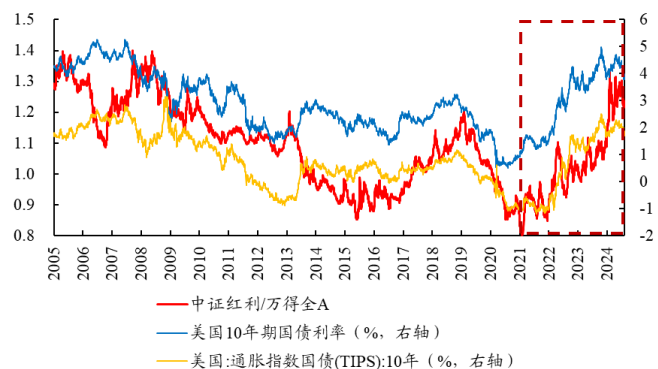
（3）中国经济（GDP 增速）：当中国经济呈现以地产和基建为核心驱动力的快速改善形势时，高股息往往占优。这一特性实际上与“高股息”因子并无直接关系，实际上是因为当地地产和基建驱动经济显著改善时，周期股和金融股往往表现突出，而这两类品种是高股息的主要构成成分，因此此时高股息风格显得占优。

图13：中证红利相对收益与各因素的相关性（2004 年 12 月以来）



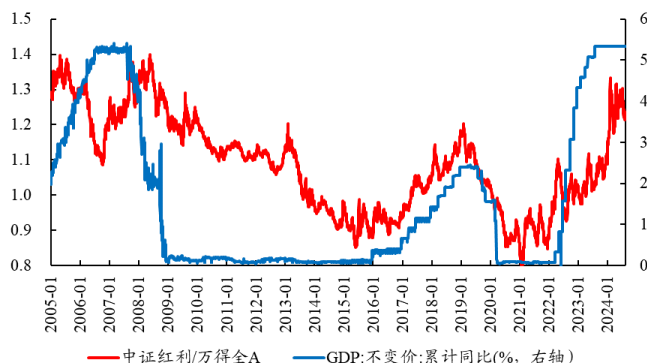
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：中证红利相对收益与美国 10 年期名义利率、实际利率走势相关性极强



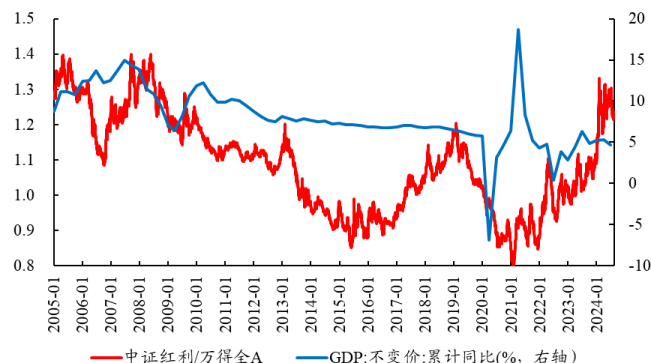
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：中证红利相对收益与美国联邦基金利率大致呈正相关



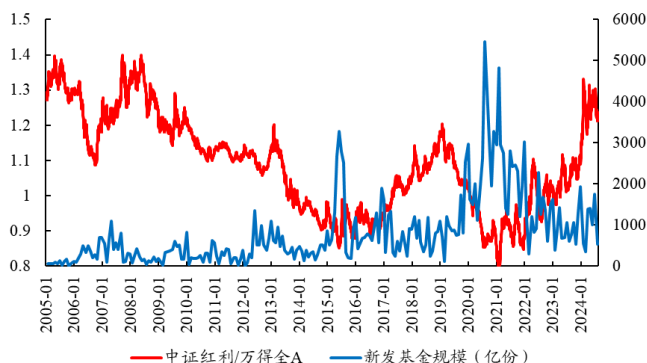
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中证红利相对收益与 GDP 累计同比走势大致呈正向关系



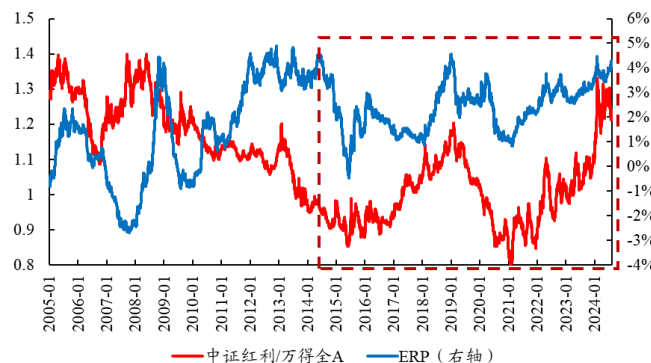
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：中证红利相对收益与新发基金规模走势呈负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：中证红利相对收益与万得全 A 的 ERP 走势在部分阶段呈现正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5、传统高股息策略的优化：两大“病因”及其解决方案

(1) “病因”一：股息陷阱

股息陷阱包含两层含义：a、由于分红能力和分红意愿都有可能变化，因此历史的高股息不代表未来的高股息；b、高收益的“高股息策略”往往名不符实。

一方面，历史的高股息并不代表未来将继续维持高股息，股息率可能随分红意愿或盈利能力的调整而变化。以往具备高股息特性的企业在未来并不一定能够实现真正的高股息，这可能由于两方面的变化：其一，企业的分红意愿发生改变，不愿再维持较高的股息率；其二，企业盈利能力的下滑导致其无法继续维持较高的股息率。以中证红利回报全收益指数为例，虽然对历史累计分红比率、过去 3 年分红情况均做出了限定，但实际股息率（TTM）仍只有 3.6%。

另一方面，部分年化收益较高的策略编制过程重收益而轻股息，导致高股息策略名不符实。部分策略的编制方法过度注重质量或成长因子而忽视股息因子，尽管能实现较高收益，但策略的股息率不高。比如：红利质量全收益指数的年化虽高达13.7%，但因过度强调财务指标而导致股息率（TTM）仅为3.0%。

表4：市场上多数高股息策略其实是高收益、低股息的

在问题	指数（全收益）	编制方法	年化收益率	波动率	最大回撤	股息率(TTM)
股息陷阱	红利质量全收益	①对样本空间内证券，按照过去一年日均总市值和过去一年日均成交额分别由高到低排名，剔除任一排名后20%的证券；②过去一年现金分红总额小于净利润；③过去一年现金分红总额小于净利润；④过去三年连续现金分红；⑤最近两年平均股利支付率以及最近一年股利支付率都大于20%；⑥在上述待选样本中，计算财务指标（每股净利润、每股净分配利润、盈利质量、毛利率、ROE变化）由低到高的百分比排名，选取前50只	13.7%	21.5%	-39.0%	3.0%
	中证红利回报全收益	①沪深A股；②过去3年连续现金分红，且上市公司当年分配的现金红利与年度归属于上市公司股东净利润之比不低于30%；③过去一年日均总市值排名在全部A股的前80%，过去一年日均成交额排名在全部A股的前80%；④计算筛选后股票的累计分红融资比和过去三年的平均分红融资比，并将上述指标分别由高到低排名，剔除排名后20%的股票；⑤对剩余股票计算其过去三年的平均现金股息率并降序排列，剔除排名靠后的30%的股票；⑥对⑤中的剩余股票，分行业分公司计算质量因子指标（ROA、Growth、ACCRUAL、OPCFD），并按照质量因子指标排序获取综合评分，选取综合评分排名前100只	8.7%	21.4%	-40.3%	3.6%
	CS高股息全收益	①过去三年连续现金分红且每年现金股息率均大于0；②对非ST、*ST股票以及非暂停上市股票，按照最近一年（新股为上市以来）的A股日均成交额由高到低排名，剔除排名后20%的股票；③对剩余股票计算其过去三年的平均现金股息率并降序排列，剔除排名靠后的30%的股票；④对③中的剩余股票，分行业分公司计算质量因子指标（ROA、Growth、ACCRUAL、OPCFD），并按照质量因子指标排序获取综合评分，选取综合评分排名前100只	7.0%	22.2%	-50.0%	3.9%
	万得全A	-	4.0%	22.5%	-56.0%	2.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：所有指数回溯区间均为 2009 年 9 月 1 日至 2024 年 8 月 8 日。

（2）“病因”二：估值陷阱

估值陷阱是指部分股息率较高的策略的收益率表现偏弱。出现这一现象的原因在于传统高股息策略本质是深度价值股策略，资本利得成为负向拖累。

作为深度价值股策略，传统高股息策略难以真正实现“低波动、低回撤”。传统高股息策略的成分股多是产业生命周期处于中后期的周期股、金融股，资本支出的需求较低，其盈利可大幅分红；此外分红可以避免稀释 ROE，因此此类公司有提高分红的内生动力。因此传统高股息策略的风格、行业特征决定了其波动率和最大回撤通常较高——比如上证红利全收益指数的波动率高达 20.2%，仅略低于 Wind 全 A 波动率的 22.5%水平。同时此类公司的增长要素通常偏弱，缺乏成长红利，相对基准来看，中长期资本利得项往往提供负贡献。

传统的高股息筛选方式下收益和股息难以兼得。传统筛选方法通常需要在高股息和高收益之间进行取舍，单纯高股息策略增长性较弱，容易损失资本利得；而“假”高股息策略存在股息陷阱，会舍弃股息收益，与原本投资“高股息策略”的初心背离。因此，市场上典型的高股息策略，通常难以兼顾高股息和高收益，股息率高则收益率偏低，收益率高则股息率偏低。

表5：传统的高股息筛选较难兼顾收益与股息

在问题	指数（全收益）	编制方法	年化收益率	波动率	最大回撤	股息率(TTM)
	上证国企红利全收益	①上证180指数的成分股；②在上海证券交易所上市的实际控制人为国务院国资委、财政部、地方国资委、地方人民政府、地方国有企业的上市公司证券；③过去两年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于0；④过去一年日均总市值、日均成交额排名在上证180指数的样本空间的前80%；⑤按照过去2年的平均税后现金股息率由高到低进行排名，选取前30名	8.5%	19.6%	-42.7%	5.4%
忽视增长要素	中证红利全收益	①沪深300指数的成分股；②过去两年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于0；③过去一年日均总市值排名在前80%；④过去一年日均成交额排名在前80%；⑤按照过去两年的平均税后现金股息率由高到低排名，选取排名靠前的100只	8.1%	20.8%	-45.7%	5.2%
	上证红利全收益	①过去两年连续现金分红且每年的税后现金股息率均大于0；②过去一年日均总市值排名在沪市A股的前80%；③过去一年日均成交额排名在沪市A股的前80%；④按照过去两年的平均税后现金股息率由高到低进行排名，选取前50名	6.2%	20.2%	-46.5%	5.4%
	万得全A	-	4.0%	22.5%	-56.0%	2.5%

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：所有指数回溯区间均为 2009 年 9 月 1 日至 2024 年 8 月 8 日。

2.6、改进两大“病因”，构建 A 股高股息组合

我们对传统高股息组合取其精华去其糟粕，从“分红意愿”和“盈利能力”两个维度，针对性地修复了两大“病因”，构建了 A 股强化高股息策略。

图19：构建“高股息+高收益”得兼的 A 股高股息组合



资料来源：Wind、开源证券研究所

（1）意愿维度：兼顾历史和未来的“高股息”

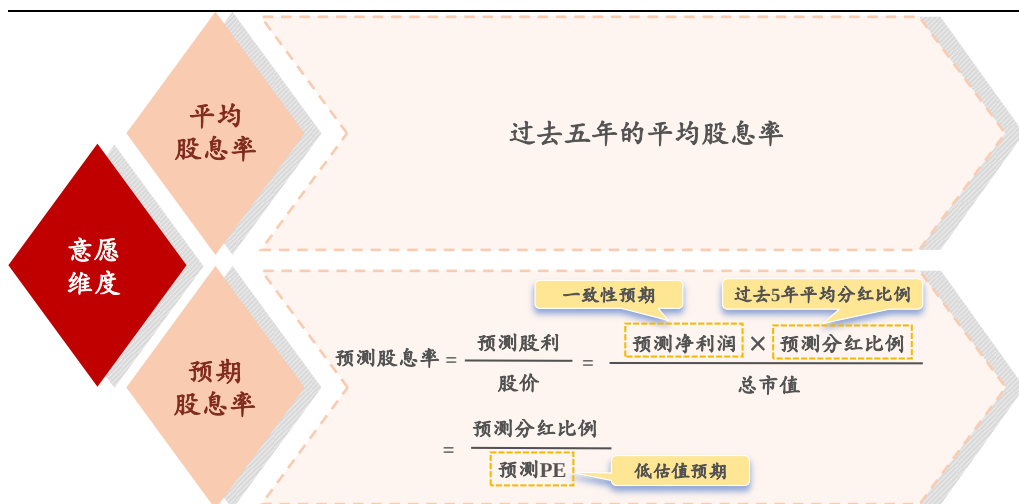
股息陷阱的一种产生原因是，往期分红较好的企业分红意愿可能出现变化，不愿意继续维持较高的分红比例。所以我们通过分红意愿维度，来刻画企业持续和预期的股息率情况，从而尽可能地保障未来的“股息收益”。我们主要通过两大指标实现——

a、平均股息率：多数红利指数仅对过去 2 或 3 年的股息率提出了要求，时间跨度较短，不足以反映企业在跨库存/经济周期时的分红情况。鉴于较短的经济周期一般为 4-5 年，我们对此做出改进，选取过去五年的平均股息率作为衡量指标；

b、预期股息率：考虑到过去 12 个月的股息率往往难以代表企业未来的分红意

愿，我们构建了预期股息率指标，计算方法为（一致性预期净利润*过去5年平均分红比例）/总市值（若无分来计算析师覆盖则用净利润 TTM）。由于股息率与估值反相关，该指标也同时暗示了较低的估值预期水平。

图20：从意愿维度，实现真正的高股息



资料来源：开源证券研究所

（2）能力维度：提高策略的收益和稳定性

能力维度的筛选可以同时改善两大“病因”：针对股息陷阱，对盈利能力进行筛选可以避免企业因业绩下滑而难以维持较高的分红比例；针对估值陷阱，盈利能力筛选可以剔除因基本面较差而导致“资本利得”受损的企业。我们也主要通过两个指标为构建能力维度——

a、ROE 均值-标准差：“ROE 均值-标准差”可以兼顾高盈利能力与高业绩质量，因此我们用“过去三年 ROE 均值-过去三年 ROE 标准差”来选取出盈利能力较强且稳定的企业；

b、净利润同比加速度：我们以“本期归母净利润同比增速-去年同期归母净利润同比增速”来衡量盈利能力的成长性，从而寻找盈利边际改善且前景加速增长的成长型公司。

图21：从能力维度，实现高收益+低波动



资料来源：开源证券研究所

(3) 构建三大高股息策略

三大高股息策略组合的构建方法是：对每个指标进行排序打分，并其余不同维度下的权重设置，计算综合得分，选取排名靠前的个股。

“高股息 100”的具体构建方法如下：

a、对意愿和能力维度的每个指标分别进行排序，数值越大的排序越高，得分也越高：对于排序第 k 位的个股赋值 $(N-k+1)/N$ 分，其中 N 为本期 A 股上市公司总数。

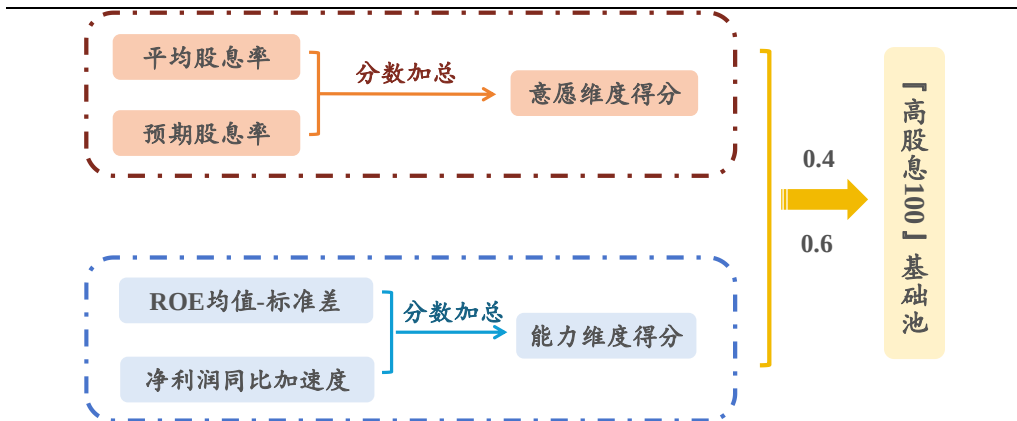
b、根据各维度得分，加权计算综合得分：

$$(\text{平均股息率} + \text{预期股息率}) * 0.4 + (\text{ROE 均值} - \text{标准差} + \text{净利润同比加速度}) * 0.6$$

其中，公式中的各个指标均代表对应步骤（1）中的排序得分结果，而非指标的绝对数值大小。

c、选取综合得分靠前的 100 只个股，构建“高股息 100”基础池。

图22：构建“高股息 100”基础池



资料来源：开源证券研究所

另外两大组合构建方法与高股息 100 类似，仅有小部分区别——

高股息 20：在高股息 100 的选股要求基础上，对股息率的要求进一步提高，要求被入选的个股的过去 12 个月股息率绝对值超过 4%，选取综合得分靠前的 20 只个股。

中特估高股息 20：根据（2）中的综合得分，选取央国企中得分靠前的 20 只股票。

调仓时点：A 股高股息策略每年调仓三次，鉴于企业年度业绩预告和快报、半年报的发布时限，我们将调仓日设置为 1 月 31 日、4 月 30 日和 8 月 31 日。

2.7、三大高股息组合成功实现了“高收益+低波动+高股息”

我们所构建的三大高股息组合，成功解决两大通病，实现了“高收益+低波动+高股息”的结合。

（1）三大高股息组合是持续占优策略，在年化收益率、年度相对基准胜率、最大回撤和夏普比率上具有非常显著的优势。

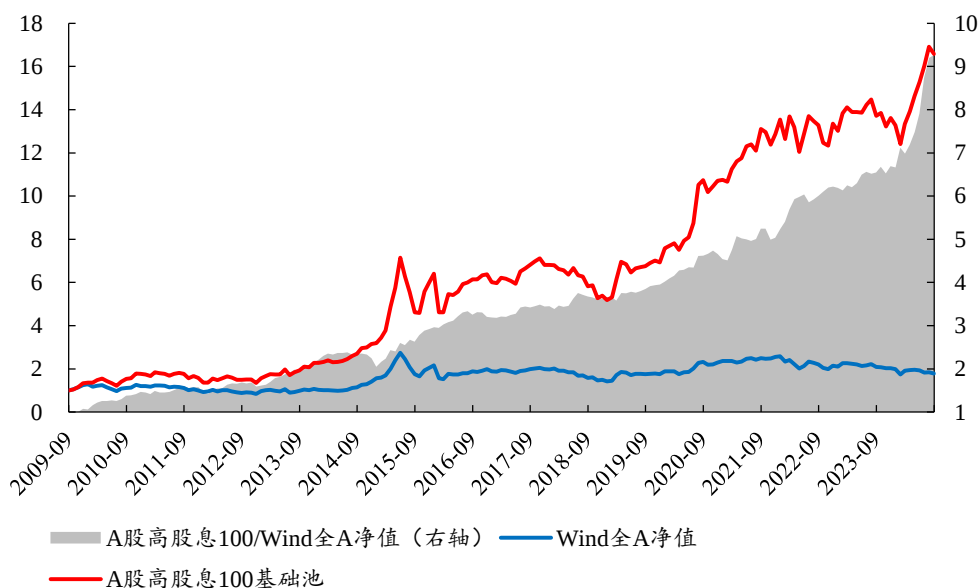
从年化收益率来看：自 2009 年 9 月以来，“高股息 100”组合、“中特估高股息 20”组合、“高股息 20”组合的年化收益率分别达到 20.6%、19.7%和 14.4%，均远高于同期 Wind 全 A 的 4.0%和偏股混合基金指数的 5.7%。

从风险收益比标度来看：A 股高股息组合的夏普比率均超过 0.69，其中高股息 100 组合的夏普比率更是达到 0.81，是偏股混合基金指数 0.29 的 2.8 倍，是 Wind 全 A 同期值 0.17 的 4.7 倍，具有更高的风险回报比。最大回撤方面，三大高股息基础池的期间最大回撤均低于 36%，最低的 A 股高股息 20 组合甚至低至 29.5%，远低于同期的 Wind 全 A 指数的 48.4%。

从胜率的角度来看，三大高股息策略在大部分时段均能“穿越牛熊”地跑赢 Wind 全 A，相对 Wind 全 A 的年度胜率均超过 80%，其中“高股息 100”组合的胜率甚至达到了 93.8%。

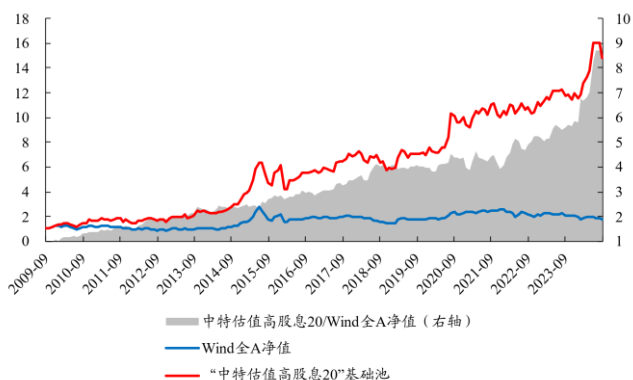
从相对万得全 A 超额收益角度来看，三大高股息组合均表现亮眼，A 股高股息 100 组合在 15 年的回溯期中获得了 1478%的超额收益率，在三大策略中表现最佳。

图23：A股“高股息100”净值大幅跑赢基准



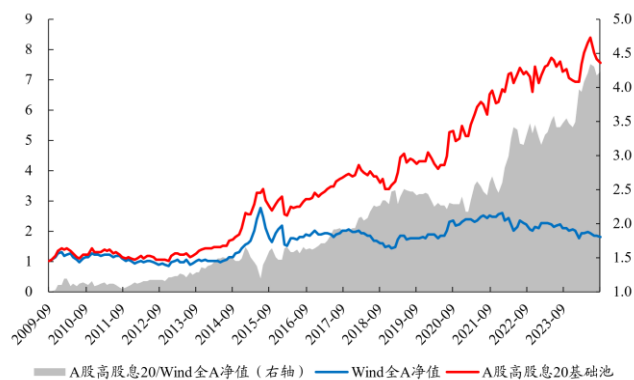
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：A股“中特估高股息20”净值大幅跑赢基准



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：A股“高股息20”净值大幅跑赢基准



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：A股高股息组合能获得显著的超额回报

股票池	标的数	净值	年化收益率	期间超额收益率	年度胜率 (相对Wind全A)	月度胜率 (相对Wind全A)	年度正收益概率	最大回撤率	夏普比率	回溯区间
A股高股息100策略	100	16.6	20.6%	1478%	93.8%	67.2%	75.0%	35.8%	0.81	15年
中特估高股息20策略	20	14.9	19.7%	1308%	87.5%	61.1%	81.3%	33.6%	0.77	15年
A股高股息20策略	20	7.6	14.4%	578%	81.3%	59.4%	75.0%	29.5%	0.69	15年
Wind偏股混合型基金	-	2.3	5.7%	52%	50.0%	50.0%	62.5%	42.3%	0.29	15年
Wind全A	-	1.8	4.0%	-	-	-	56.3%	48.4%	0.17	15年

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：所有策略回溯区间均为2009年9月1日至2024年8月8日。

(2) 增强的高股息组合是真正的高股息策略，能够实现较高的股息比例。

在未来 12 个月的股息率检验中，增强的高股息组合也具备了“真正”的高股息特性。A 股的三个高股息组合位于市场股息率前 30% 的股票数量达到 95% 以上，前 20% 的股票数量达 80% 以上，其中“中特估高股息 20”组合位于市场股息率前 30% 的股票数量更是达到 100%，在 6 大典型传统高股息策略之中排名靠前；港股通 20 基础池同样表现出色，全部成分股未来 12 个月的股息率均位于市场前 30% 水平，好于恒生高股息率 R 指数，证明我们构建的增强高股息组合是真正的高股息策略。

表7：A 股股息率检验：增强高股息组合在 6 大典型传统高股息策略之中排名靠前

策略	之后12个月的股息率位于市场前列的数量占比	
	前30%	前20%
上证国企红利全收益	100.0%	100.0%
"中特估高股息20"基础池	100.0%	90.0%
上证红利全收益	96.0%	94.0%
"高股息100"基础池	96.0%	82.0%
"高股息20"基础池	95.0%	95.0%
中证红利全收益	95.0%	94.0%
中证红利回报全收益	88.0%	68.0%
红利质量全收益	84.0%	58.0%
CS高股息全收益	66.0%	49.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、成长股高股息投资：重视现金流与研发的作用

在上一章中，我们对传统高股息进行了优化。下一步，我们就将进入到“成长股高股息”投资当中去。在本章里，我们基于上一章对于传统高股息优化方法论的基础，进一步探究如何对于成长股进行高股息投资——

(1) 将成长股作为一个整体，进行成长股高股息的投资方法论研究，在增加了“经营现金流”指标后，我们构建了自 2012 年以来年化收益达到 18.7% 的成长股高股息组合（基准“成长风格指数”年化收益为 6.0%），且在波动控制上实现了“稳健型”的成长股投资策略；

(2) 轻资产 VS 重资产，高研发 VS 低研发。我们进一步探究了成长股高股息组合对“轻重资产”和“研发投入”的股价敏感性，发现在成长股高股息的优化投资方法下，股价表现：重资产>轻资产，高研发>低研发，且重资产&高研发投入的组合股价表现最优。根据这样的特性，我们构建的“成长股高股息：重资产&高研发”组合自 2015 年以来年化收益率为 18.3%，“成长股高股息：轻资产&高研发”组合年化收益率为 12.0%，同期成长风格指数和 CS 科技指数的年化收益率仅为 0.99% 和 0.95%。

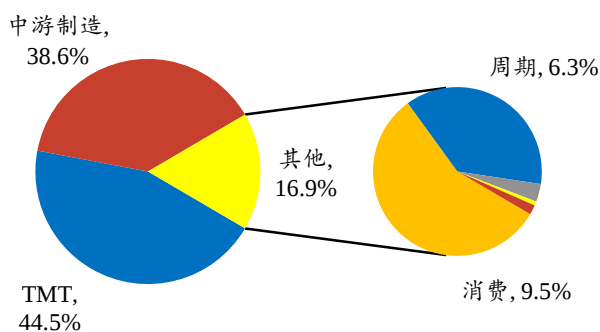
3.1、成长股的定义

我们以“成长风格指数”作为成长股整体作为研究对象。

截止 2024.8.14，成长风格指数总共包含 2183 只股票，包含了以下三级行业：油田服务Ⅲ、稀有金属Ⅲ、环保、水务、燃气、供热或其他、建筑装修Ⅲ、新型建材及非金属新材料、其他专用机械、风电、核电、光伏、航空军工、航天军工、兵器兵装Ⅲ、其他军工Ⅲ、生物医药Ⅲ、其他食品、种子、物流、PC 及服务器硬件、专用计算机设备、广播电视、电影动画、互联网、整合营销、电子设备Ⅲ、其他元器件Ⅲ、动力设备、系统设备、其他、通信终端及配件、网络覆盖优化与运维、网络接配及塔设、线缆、增值服务Ⅲ、基础软件及套装软件、行业应用软件、IT 外包服务、系统集成及 IT 咨询。

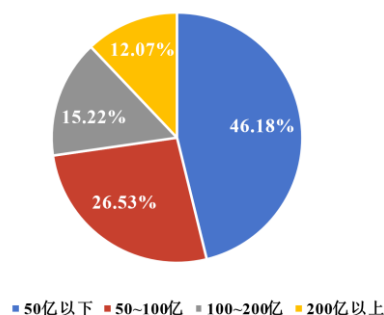
从大类行业来看，成长指数当中，TMT（占比 44.5%，下同）和中游制造（38.6%）占据绝大多数，还有有少数的消费（9.5%）和周期（6.3%）。从市值来看，成长指数以中小市值企业为主，市值 200 亿以下的股票占比达到了 87.9%，而市值 50 亿以下的股票占比达到了 46.2%。

图26：成长指数中 TMT 和中游制造行业居多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：成长指数以中小市值企业为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、整体视角：成长股高股息投资需要更重视现金流

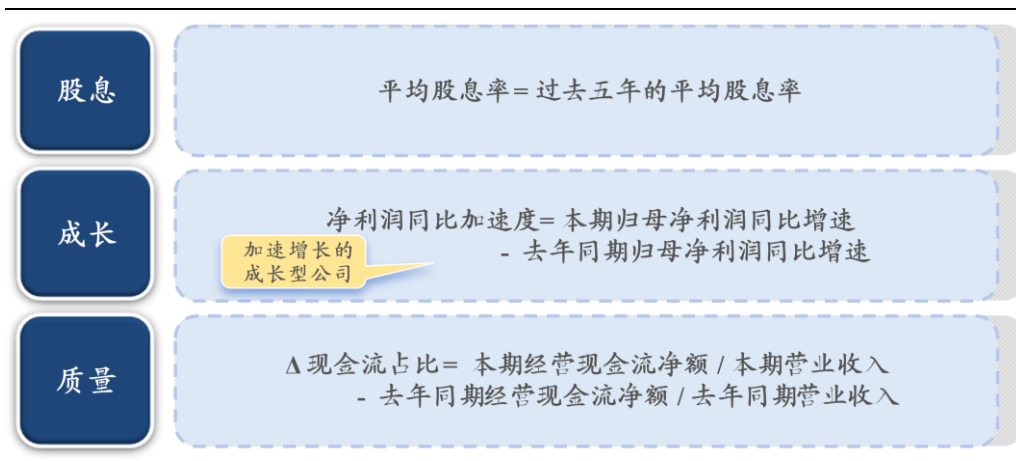
我们在第二章中对于传统高股息的优化总共运用了 4 个指标：（1）股息方面两个指标：平均股息率、预期股息率；（2）资本利得方面两个指标：ROE 均值-ROE 标准差、盈利增速边际变化（ Δg ）。

而在成长股的高股息当中，我们相比传统高股息的优化，有如下变化：

1. 沿用的指标：平均股息率、 Δg 。
2. 新增的指标：经营现金流净额/营业收入（ Δ 经营现金流占比）。该指标是个质量指标，旨在寻找现金流创造能力持续增强的成长股。自由现金流在传统高股息的优化当中作用不大，但对于成长股的高股息筛选中提升很大。我们的理解是，对于成长型公司，持续提升的经营现金流意味着更稳定的商业盈利模式，因此现金流持续改善具备优势的成长型公司，在业绩端的稳定性以及分红的可持续性方面更具优势。
3. 舍去的指标：（1）ROE 均值-ROE 标准差、（2）预期股息率。本质上，ROE 均值-标准差与 Δ 经营现金流占比都是质量因子，前者更重视盈利能力，后者更重视现金流创造能力。因此我们实质上是对于质量因子进行了替换：在偏稳健型的成长股投资当中，经营现金流的稳定增长对于质量的指引更为稳定和强烈。另一方面，预期收益率的计算需要分析师的预测，而对于

以小市值为主的成长股来说，该指标的缺失率确实较高，因此舍弃。

图28：成长股高股息策略的方法：股息+成长+质量



资料来源：开源证券研究所

我们对成长风格指数的 2183 只股票，进行基于以上 3 个维度的优化后，构建了“成长高股息 50”组合。自 2012 年以来，“成长高股息 50”组合在年化收益率、年度胜率、最大回撤和夏普比率上都相对其基准“成长风格指数”有非常明显的优势，也体现出显著的“稳健”特征：

自 2012 年以来——

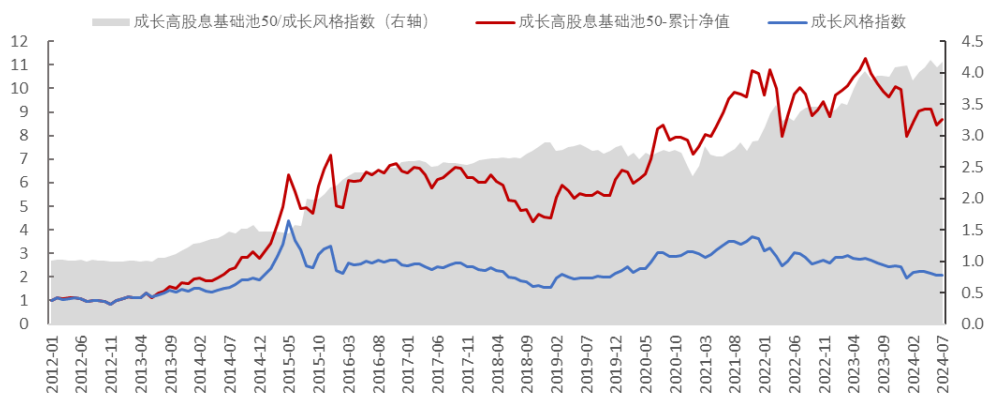
(1) “成长高股息 50”组合获得了 18.74% 的年化收益率，相对其基准成长风格指数的 5.98% 有非常显著的优势，也大幅跑赢 Wind 偏股混合基金的 7.17% 和 Wind 全 A 的 5.59%。

(2) 同时，成长高股息 50 组合作为一个“稳健型”的成长股投资策略，在接近 70% 的年份中都能够跑赢成长风格指数，体现出了显著的 beta 增强。

(3) 另外，成长股由于其本身“远期贴现”和“高波动”特征，最大回撤往往也较高，“成长风格指数”最大回撤达到了 64.3%，但同期成长高股息 50 组合最大回撤仅为 39.6%，甚至比同期 Wind 全 A 的 48.4% 还要显著低，仅仅略高于偏股混合基金的 36.1%，也体现出了成长高股息 50 组合的“稳健”特征。

(4) 年化收益率更高但波动率更小的特征使得成长股高股息 50 组合的夏普比率达到了 0.62，是其基准成长风格指数的 0.2 的 3 倍有余。

图29：“成长高股息 50”组合净值大幅跑赢基准



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：成长高股息组合的收益和回撤均大幅优于基准指数

股票池	标的数	净值	年化收益率	年度胜率 (相对成长风格)	年度正收益概率	最大回撤	夏普比率	回溯区间
成长高股息50组合	50	8.68	18.74%	69.2%	53.8%	39.6%	0.62	12年7个月
成长风格指数	-	2.08	5.98%	-	53.8%	64.3%	0.20	12年7个月
Wind全A指数	-	1.98	5.59%	-	61.5%	48.4%	0.24	12年7个月
Wind偏股混合基金指数	-	2.39	7.17%	-	61.5%	36.1%	0.36	12年7个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：策略回溯区间均为 2012 年 1 月 1 日至 2024 年 7 月 31 日。

3.3、轻资产 VS 重资产，高研发 VS 低研发

我们进一步探究，成长股高股息是否能够进一步地细分，进而获取更好的投资表现。我们将成长股高股息划分为 3 个维度进行研究：（1）科技类 VS 非科技类；（2）轻资产 VS 重资产；（3）高研发投入 VS 低研发投入。

3 个维度上的研究结果是：

（1）成长股是否为科技类股票并不影响最终投资结果。

（2）重资产>轻资产。在强调“稳健型”的成长股投资当中，重资产结合持续改善的经营现金流的指向是更优的稳定性、更低的波动性、更明确的基本面改善。

（3）高研发>低研发。具备盈利增速改善、经营现金流改善和高股息的优质基础的成长股，如果有更高的研发投入，公司有更大可能持续维持甚至增强自身的竞争力。

基于这个逻辑，我们建议关注“成长股高股息：重资产&高研发”组合。“成长股高股息：重资产&高研发”组合自 2015 年至今年化收益达到 18.35%，远高于基准成长风格指数的 0.99% 和 CS 科技指数的 0.95%，期间净值则是比基准高出接近 5 倍。

该组合在年化收益、相对基准的胜率、夏普比率上均显著超过整体视角下的“成长

高股息 50” 组合。

(注：上市公司自 2013 年年报开始广泛披露“研发支出总额占营业收入比例”等一系列指标，因此基于研发费用视角的策略的回溯区间一般最早始于 2014 年中，因此我们涉及到研发相关的策略回溯区间均起于 2015.1.1。)

表9：轻重资产和高低研发的成长高股息，对组合收益率的影响有所差别

股票池	标的数	净值	年化收益率	年度胜率 (相对成长风格指数)	年度胜率 (相对Wind全A)	年度正收益概率	最大回撤	夏普比率	回溯区间
高研发&重资产	25	5.02	18.35%	100.0%	60.0%	60.0%	43.3%	0.57	9年7个月
低研发&重资产	25	2.45	9.79%	70.0%	80.0%	60.0%	37.7%	0.35	9年7个月
高研发&轻资产	25	2.97	12.03%	60.0%	50.0%	50.0%	57.3%	0.35	9年7个月
低研发&轻资产	25	1.46	4.00%	50.0%	60.0%	60.0%	41.1%	0.13	9年7个月
成长高股息50组合	50	3.12	12.63%	70.0%	-	50.0%	39.6%	0.42	9年7个月
成长风格指数	-	1.10	0.99%	-	-	40.0%	64.3%	0.03	9年7个月
CS科技指数	-	1.09	0.95%	-	-	50.0%	62.5%	0.03	9年7个月
Wind全A指数	-	1.18	1.73%	-	-	50.0%	48.4%	0.07	9年7个月
Wind偏股混合基金指数	-	1.67	5.51%	-	-	50.0%	36.1%	0.26	9年7个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：策略回溯区间均为 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 7 月 31 日。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn