高分红股十年回测:半数跑赢大盘 非银金融胜率最高

证券时报记者 陈见南

近期红利资产表现显著跑赢大市,煤炭、石油石化、银行、交通运输等红利板块7月1日至10月30日涨幅居前。

红利策略的长期有效性已有较多验证,但具体到个股层面,长期表现差异较大。证券时报·数据宝统计了2016年以来的逾3900个高股息样本,结果显示逾半数样本跑赢沪深300指数,长期来看高股息股票胜率更高,稳定的回报预期显著提升了板块的估值水平。

逾3900个高股息样本

近期红利资产在二级市场表现突出。数据显示,今年7月初至10月底,煤炭、银行两大申万一级行业指数累计涨幅均超过20%,在行业中领跑;石油石化、交通运输板块指数同期也逆势上涨,涨幅超5%。拉长时间看,年初至10月底,煤炭指数累计上涨近23%,位列申万一级行业首位,石油石化、银行板块紧随其后,三者也是仅有的录得正收益的行业。

一大批红利龙头股价也水涨船高,工商银行、建设银行、中国石油、中国银行等万亿市值标的年内涨幅均超10%,工商银行、建设银行、中国银行、中国神华等个股股价还刷新历史高点。港股红利资产同步走强,工农中建四大行港股年内累计涨幅均超20%,近期同样创出历史新高。

历史回测结果显示,高股息股票长期具备较高胜率。据数据宝统计,以当年每股分红、年末收盘价计算股息率,2016年以来A股合计出现逾3900个股息率超3%的样本记录,其中超过56%的样本在下一年度跑赢沪深300指数。

2020年至2022年高股息股次年跑赢市场的比例最高,连续三年占比超七成;2022年达到峰值,占比接近86%。此外,2017年和2025年高股息标的次年跑赢市场的比例也较高。

整体而言,在市场风险偏好受到抑制的行情中,高股息资产的防御特征获得市场青睐,反之则受到抑制。典型如2018—2019年,高股息样本次年跑赢沪深300的比例不足三成,而2019年至2020年沪深300年度涨幅均超20%。

此外,市场高股息标的数量及占比,可作为观察市场周期的逆向参考指标。历史数据显示,当高股息公司数量明显抬升、占比走高时,往往对应市场估值阶段性底部区间。与此同时,高股息占比触及高位时,往往意味着市场风险偏好已经显著走低,一旦后续市场情绪修复、风格切换,红利资产存在阶段性跑输大盘的可能。2018年即是典型案例:当年A股高股息公司占比接近12%,创下近十年高点,此后两年市场迎来修复行情,但高股息标的整体跑输大盘。

高股息"赢"在何处

股息回报、未来业绩增长预期以及估值修复,通常被视为高股息资产长期获取超额收益的核心驱动因素。然而,对于投资者而言,如何有效筛选出具备持续分红能力的优质标的,是实现稳健投资回报的关键环节。哪类标的具备考察价值?不妨从行业属性、企业基本面等维度进行梳理回测。

先从行业来看,高股息样本多集中在传统产业。数据显示,有281个记录涉及公司属于银行业,占比7.17%,高居第一;医药生物位居第二,有270个记录,占比6.89%;机械设备行业有260个记录,占比6.63%。传统行业"含金量"更高,交通运输、基础化工、纺织服饰、公用事业等板块也有200多个记录。科技板块股息率回报仍不足,计算机、电子、通信等板块高股息样本数量均处于较低位置。令人意外的是,传统产业高股息股跑赢市场的概率差异较大,银行跑赢占比超过63%,处于较高位置,反映出市场对确定性资产的偏好。与此同时,非银金融、煤炭等板块的跑赢概率也较大。

再从基本面角度分析,高股息资产"能赢"的核心支撑在于稳定优质的基本面,其中盈利能力与估值水平起到更为突出的作用。

先从盈利能力角度看。数据宝按扣非后ROE(净资产收益率)水平对样本分组后发现,高ROE样本具备显著的超额收益,且呈现出ROE越高,超额收益越高的特征。其中,ROE在15%以上的样本,跑赢沪深300指数均值接近5%,居首;ROE在10%至14.99%之间的样本,超额收益4.71个百分点,位居次席。当ROE为负时,则跑输了市场。这一点在实践中很有意义。只追求高股息率而忽视盈利质量,容易陷入价值陷阱——股价持续下跌导致股息率被动抬升,但公司基本面在恶化,最终本金受损。

估值水平同样影响高股息策略的长期效果。数据宝按市盈率对样本分组后发现,低市盈率组别的胜率与超额收益整体优于高市盈率组别。其中,市盈率在20倍以下的样本超额收益均在4%以上;市盈率20倍至49.99倍的样本超额收益也超过3.5%;市盈率为负和市盈率在百倍以上的样本均跑输市场。

相比较而言,高股息样本的股本、成长性(业绩增速)、机构关注度等指标,对超额收益的影响更为复杂。

通常来说,大盘高股息股具备流动性好、基本面透明、护城河深等优势,整体胜率较高。数据显示,在过去十年千亿市值的高股息样本中,胜率接近63%,在各市值段中位居首位。然而,这一胜率并未与其他市值段拉开显著差距,市值50亿元以下的样本胜率同样接近60%。

此外,从超额收益表现来看,千亿以上市值样本的超额收益低于500亿元至999.99亿元市值样本,而50亿元以下市值样本的超额收益达到6.3%,在各区间中位列第一。这在一定程度上反映出,在过去一段时间内,市场对小盘股的偏好度相对较高。

成长性指标和机构关注度在高股息投资中的实际参考价值相对也较为有限。历史数据显示,扣非净利增速100%以上的高股息样本,其综合胜率与其他业绩增长区间的样本基本一致。在超额收益方面,尽管净利润正增长的样本明显优于负增长样本,但超高增长公司的超额收益与稳定增长、高增长样本相比,并未表现出显著优势。

此外,机构关注度对高股息样本的超额收益几乎没有影响。统计表明,无机构覆盖的高股息样本在胜率和超额收益上均居首位,高于有机构关注的样本。这主要是因为部分高股息标的历来关注度较低,尚未被机构广泛覆盖,从而可能产生超额收益。

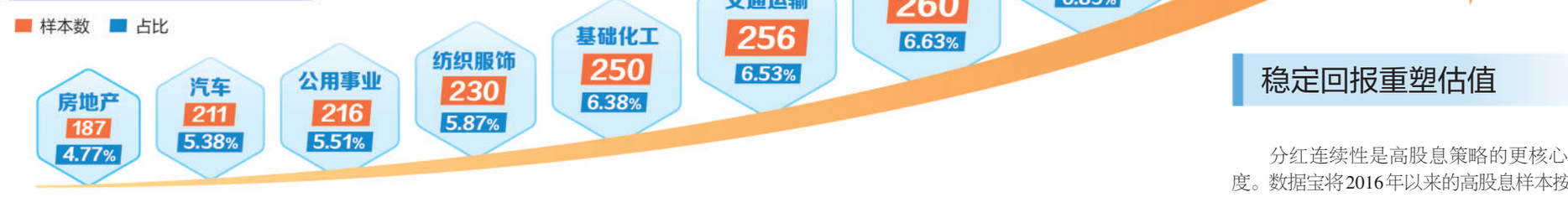
综上所述,投资者在识别高股息标的时,应优先关注传统产业,这类公司现金流充裕且"护城河"较深。同时,低估值且盈利能力强的标的,其获取超额收益的概率和胜率也相对更高。

近十年高股息样本情况

时间	公司数	占A股公司总数比(%)	次年跑赢沪深300指数个股占样本比(%)
2016年	98	3.23	35.71
2017年	140	4.04	66.43
2018年	428	12.00	28.27
2019年	328	8.72	23.17
2020年	379	9.06	78.63
2021年	382	8.15	78.53
2022年	533	10.52	85.74
2023年	569	10.67	43.94
2024年	595	11.05	46.05
2025年	468	8.56	64.96



高股息样本所属行业分布



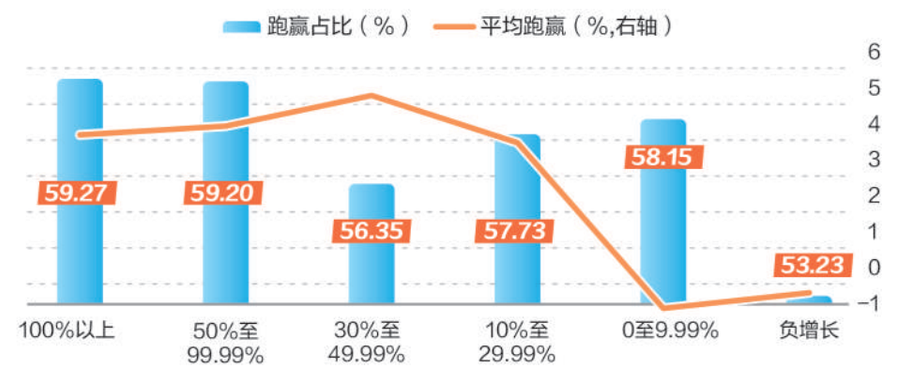
高股息样本市盈率分布

市盈率区间	平均跑赢(%)
市盈率为负	-0.13
100倍以上	-2.63
50至99.99倍	0.53
20至49.99倍	3.59
10至19.99倍	5.86
10倍以下	4.15

高股息样本集中行业胜率排名



高股息样本业绩增速区间分布



连续高股息股涨幅榜

代码	简称	近十年高股息次数	近十年平均跑赢(%)	2017年以来涨幅(%)	滚动市盈率(倍)
601225	陕西煤业	9	24.31	919.87	12.89
601088	中国神华	9	19.46	580.35	19.38
600188	兖矿能源	9	24.85	576.27	15.68
600295	鄂尔多斯	8	21.00	393.58	14.64
002128	电投能源	8	16.40	390.70	9.91
601288	农业银行	10	13.28	313.98	8.53
603115	海星股份	6	27.31	291.83	49.68
600036	招商银行	8	13.67	268.20	7.18
601939	建设银行	10	11.44	261.15	8.81
600938	中国海油	4	29.44	249.79	12.28
601988	中国银行	10	10.39	246.90	9.04
000429	粤高速A	10	11.94	239.52	18.44
600900	长江电力	10	9.57	237.44	22.28
601398	工商银行	10	10.54	231.17	8.12
002003	伟星股份	10	11.72	204.31	20.54

行情数据截至10月底

稳定回报重塑估值

分红连续性是高股息策略的更核心筛选维度。数据宝将2016年以来的高股息样本按连续分红年限分组,发现连续分红年限占比越长,后续跑赢沪深300指数的概率越高,累计超额收益也更明显。

历史数据显示,过去十年高股息出现次数占比80%至100%的样本数,胜率平均值接近51%,超额收益高达5.79%。这其中有一批知名大白马在列,包括工商银行、建设银行、长江电力等,不仅胜率高且超额收益显著。同期,高股息出现次数占比在19.99%以下的样本,胜率平均值不足7%,超额收益降至不足2.3%。

究其原因,连续分红本身就是盈利稳定、现金流健康的外在表现。能够年复一年拿出真金白银分给股东的公司,经营韧性通常较强,管理层对股东回报的重视程度更高,治理也相对规范。一次性高分红或偶然分红很难形成持续吸引力,连续分红则让投资者对回报形成相对稳定的预期,长期资金也更愿意留下来。

年复一年的超额收益,带动了股价长期走牛和高回报。回测显示,一批长期高股息公司股价显著跑赢主要宽基指数:19只连续十年高股息股票,2017年至2026年10月底平均涨幅超147%,其中12股涨超100%。另外,十年间有九年股息率在3%以上的陕西煤业,2017年至今年10月底累计涨幅超过9倍;中国神华、兖矿能源均涨超5倍。另外,有八年高股息的鄂尔多斯和电投能源等均大涨超3倍。

值得一提的是,长期稳定的股息回报,重塑了相关公司估值。以银行业为例,截至10月底,工农中建四大行的滚动市盈率均在8倍以上,而2016年底时均在6倍以下;同期,银行板块指数的滚动市盈率不足8倍,2016年底接近7倍。这表明,凭借持续稳定的股息回报,四大行逆转了此前估值低于行业指数的状况。

煤炭行业亦呈现类似趋势,中国神华与陕西煤业两家龙头企业在市净率维度获得了重估。截至10月底,中国神华的市净率达到2.66倍,而2016年底仅为1.05倍。相比之下,同期煤炭板块的整体市净率并未发生显著变化,2016年底与2026年10月底均维持在1.5倍左右。

总的来说,基于2016年以来逾3900个高股息样本的回测数据,可以得出以下相对明确的结论:盈利能力较强且估值较低的高股息股票,通常具备较高的胜率与突出的超额收益;其中,连续派息的高股息标的,其盈利趋势更为显著,估值也得到了明显提升。

不过,高股息策略也有"价值陷阱"。浙商证券表示,在无风险利率中枢下移的环境下,高股息资产已从主题配置转为底仓工具,但按股息率排序容易买入分红不可持续的"价值陷阱"——股价下跌本身就会推高股息率。该机构设计的模型以盈利稳定性、现金覆盖度和派息连续性为核心,更真实反映分红可持续性,有望成为震荡市中稳健收益的重要抓手。

东方证券则从择时的角度给出了不一样的视角,认为2022年至2025年支撑红利行情的类债逻辑正在消失。过去三年,利率持续下行,资产荒推动资金寻找具备稳定现金流标的,红利资产作为类债资产被重估,这一旧红利逻辑在当时确实有效。红利资产的收益可以拆成股息率、每股分红增长和估值变化三部分。旧逻辑下,后两项的贡献主要来自利率下行、分红率提升和估值修复三项一次性因素,而非利润增长。利率难以无限下行,分红率很难超过100%,估值修复到合理位置后也基本不会再提供超额收益,目前三者都已走到中后段。

图片来源:AI生成