

企业利润分配策略：短期股东回报与长期价值创造的平衡

——量化研究系列报告之十八

报告日期：2024-8-14

主要观点：

本篇报告基于企业的分红能力、主观与客观意愿构建企业利润分配模型，提出高频“理论分红”模型，探究企业利润分配的动因，估算企业利润中理论上可用于股利分配的现金流。

分析师：骆昱杉

执业证书号：S0010522110001

邮箱：luoyushan@hazq.com

分析师：严佳炜

执业证书号：S0010520070001

邮箱：yanjw@hazq.com

相关报告

- 《另辟蹊径：发掘分析师因子中的另类 alpha——量化研究系列报告之十七》2024-06-13
- 《探索股价动态关联，捕捉属性敏感的动量溢出——量化研究系列报告之十六》2024-03-22
- 《加速换手因子：“适逢其时”的换手奥秘——量化研究系列报告之十五》2024-03-19
- 《风格轮动三部曲：重构、探索和实践——量化研究系列报告之十四》2023-12-19
- 《PB 之变：精细分拆，新生华彩——量化研究系列报告之十三》2023-12-20
- 《收益和波动共舞：非对称性理论蕴含的 alpha——量化研究系列报告之十二》2023-09-11

● 企业利润分配：分红与再投资的平衡

企业制定分红决策时，需综合考虑自身的盈利能力、增长潜力和财务健康状况，以平衡股东短期回报与公司的长期发展。将分红策略影响因素分为分红能力、主观与客观意愿三个方面，利用未分配利润变化、盈利能力和资本结构建立现金分红的截面回归模型，探究企业利润分配的动因。

● 行业与生命周期视角下的企业利润分配决策

研究通过分析历史的利润分配行为，充分整合财务信息，提出了高频“理论分红”模型，估算企业利润中理论上可自由支配的现金流。研究表明，未分配利润变动是主要影响因素，而盈利能力和资本结构对不同行业和生命周期阶段的企业影响各异。生命周期分域：初创和衰退期企业易受盈利能力的影响，成熟和动荡期的企业对现金流敏感，其负债水平会限制分红。行业分域：传统、盈利模式稳定的行业的拟合度更高更稳定，而 TMT 行业的波动较大，现金流依赖性高的行业可能因高杠杆而限制股利分配。

● TD/M 因子在不同指数域的收益预测能力

基于三种不同分域模式下得到的“理论分红/市值”(TD/M)因子在所有指数域都有一定的选股能力，在中小市值股票池的表现较优。TD/M_all、TD/M_stage、TD/M_ind 在全 A 的 Rank IC 分别为 6.0%、6.1% 和 5.9%，ICIR 分别为 3.71、3.74 和 4.08，多头年化超额分别为 13.97%、13.57% 和 12.93%。从指增策略的表现看，基于 TD/M_all 的指增策略在所有指数域都有 alpha，沪深 300、中证 500、中证 1000 和国证 2000 指增组合的年化超额分别为 6.57%、10.10%、13.47% 和 17.77%。

● 风险提示

量化模型基于历史数据，过去的回测业绩不代表未来；量化模型本身存在失效的风险。

正文目录

1 新规促分红，激发市场活力	5
1.1 中美市场的利润分配概览	5
1.2 新“国九条”鼓励企业将利润回馈给普通投资者	6
2 企业利润分配：分红与再投资的平衡	8
2.1 企业利润分配的影响因素	9
2.1.1 企业能拿出多少资金来回馈股东？	9
2.1.2 企业分红的主观意愿和客观意愿	9
2.1.3 基于利润分配视角的企业分红模型	11
2.2 探索高频“理论分红”估计模型	15
2.2.1 关于当期发生历史报告期应付款的处理	17
2.2.2 如何利用预告、快报的盈利数据？	17
3 行业与生命周期视角下的企业利润分配决策	18
3.1 基于全域的利润分配决策	19
3.2 基于生命周期分域的利润分配决策	22
3.3 基于行业分域的利润分配决策	24
4 TD/M 因子在不同指数域的贡献	26
4.1 TD/M 因子在沪深 300 指数中的表现	27
4.2 TD/M 因子在中证 500 指数中的表现	28
4.3 TD/M 因子在中证 1000 指数中的表现	28
4.4 TD/M 因子在国证 2000 指数中的表现	29
5 总结	30
风险提示:	31

图表目录

图表 1 A 股和美股的股息支付率（基于报告期）	5
图表 2 标普 500 现金分红与回购（基于实际支付时间）	5
图表 3 不同分红 1 次的公司数量统计（基于报告期）	6
图表 4 不同分红次数的公司数量统计（基于报告期）	6
图表 5 新“国九条”关于分红的规定	7
图表 6 财报附注-未分配利润项	9
图表 7 利润分配策略的影响因素	11
图表 8 变量计算过程举例	12
图表 9 变量的时间区间标准化过程举例	13
图表 10 在观察期进行历史分红扣减举例	14
图表 11 财报中关于应付股利项的处理（万科 A）	15
图表 12 盈余公积金变动统计（20230930-20231231）	18
图表 13 全市场：R2 与 样本数	19
图表 14 全市场：R2 直方图	19
图表 15 全市场：自变量系数的时序 T 值	20
图表 16 全市场：TD/M 因子的表现	20
图表 17 全市场：TD/M 的 RANKIC 序列	21
图表 18 全市场：TD/M 多空净值与最大回撤	21
图表 19 全市场：TD/M 因子多头分年度表现	21
图表 20 全市场：TD/M 因子与传统因子的因子相关性	21
图表 21 DICKINSON 现金流划分企业生命周期	22
图表 22 企业生命周期理论示意图	22
图表 23 不同生命周期的上市公司数量占比（%）	23
图表 24 不同生命周期模型的 R2	23
图表 25 生命周期分域：回归结果汇总	23
图表 26 生命周期分域：TD/M 因子的表现	24
图表 27 生命周期分域 vs 全市场回归，TD/M 因子的分年度表现	24
图表 28 生命周期分域：TD/M 因子与传统因子的因子相关性	24
图表 29 一级行业分域：回归结果汇总	25
图表 30 行业分域：TD/M 因子的表现	26
图表 31 不同分域下，TD/M 因子的分年度表现	26
图表 32 行业分域：TD/M 因子与传统因子的因子相关性	26
图表 33 TD/M 因子在全 A 中的表现（2013.12.31-2024.06.28）	27
图表 34 TD/M 因子在沪深 300 中的表现（2013.12.31-2024.06.28）	27
图表 35 基于 TD/M 因子的沪深 300 指增策略的表现	27
图表 36 沪深 300 指增策略净值曲线	27
图表 37 TD/M 因子在中证 500 中的表现（2013.12.31-2024.06.28）	28
图表 38 基于 TD/M 因子的中证 500 指增策略的表现	28
图表 39 中证 500 指增策略净值曲线	28
图表 40 TD/M 因子在中证 1000 中的表现（2014.10.31-2024.06.28）	29
图表 41 基于 TD/M 因子的中证 1000 指增策略的表现	29

图表 42 中证 1000 指增策略净值曲线	29
图表 43 TD/M 因子在国证 2000 中的表现 (2014.10.31-2024.06.28)	30
图表 44 基于 TD/M 因子的国证 2000 指增策略的表现	30
图表 45 国证 2000 指增策略净值曲线	30

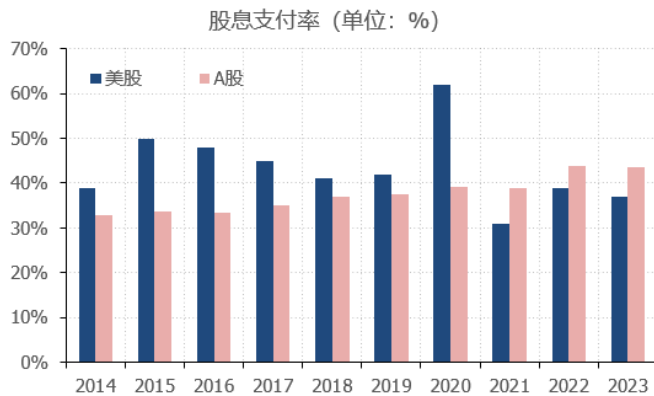
1 新规促分红，激发市场活力

分红和回购，尤其是注销式回购，构成了企业将利润回馈给投资者的两种核心机制，同时也是提升投资者信心的关键措施。分红的核心在于，它将公司账面上的未分配利润转化为直接支付给股东的股息，从而为股东提供即时的现金回报。回购是企业通过二级市场购回自身股票的行为，其目的广泛，可能包括但不限于实施股权激励或员工持股计划、减少注册资本、进行市值管理、或作为盈利补偿的一种方式。在这些回购方式中，注销式回购通过减少公司的流通股份数量提升每股收益，从而对股价产生正面影响，其效果在某种程度上与现金分红相仿，均能增加股东的价值。

1.1 中美市场的利润分配概览

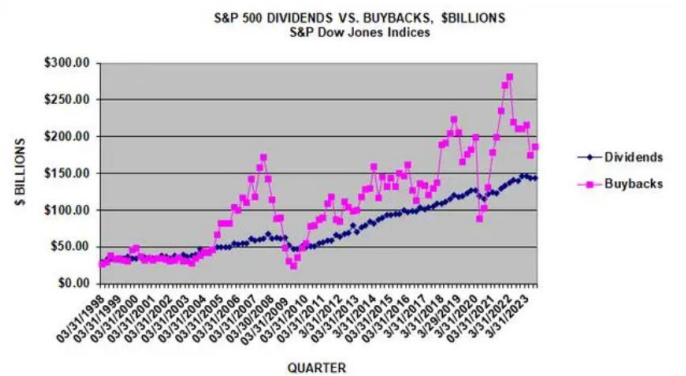
通常情况下，公司的利润分配策略是由管理层和股东共同决定的，这一决策会受到宏观环境、市场状况、行业特性以及公司自身条件的影响。在美国市场，企业倾向于将较大比例的利润通过分红和股票回购的方式回馈给投资者。近年来，美股上市公司特别倾向于进行注销式回购，甚至在股价较高时也会选择回购并注销股票。相较之下，A股市场的上市公司在股息支付率方面与美股相似，但在股票回购的规模上通常较小，且A股公司的回购行为往往更多地用于实施股权激励计划。然而，这种做法有时会被投资者视为使用股东资金对管理层进行补贴，因此受到了一定程度的质疑和批评。因此，从普通投资者的角度来看，在分析A股公司历史年度的利润分配情况时，核心看的是现金分红。

图表 1 A 股和美股的股息支付率（基于报告期）



资料来源：Wind 资讯，SPX.GI，华安证券研究所

图表 2 标普 500 现金分红与回购（基于实际支付时间）



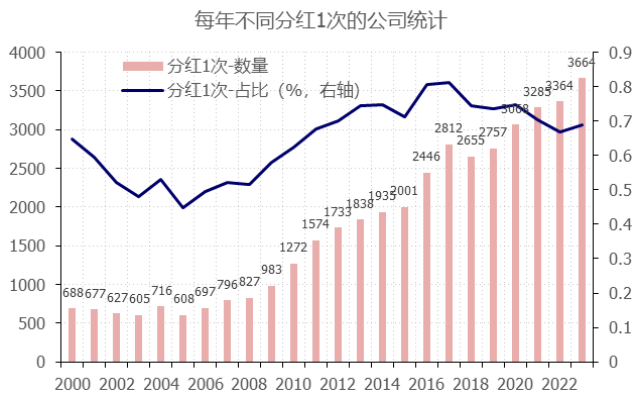
资料来源：S&P Dow Jones Indices，华安证券研究所

单纯从股息支付率的角度来看，A股市场的分红比例逐年上升，2021 财年的股息支付率达到了 43%，已经略高于美股市场的 37%。然而，如果将注销式回购纳入考量，A股与美股之间在股东回报方面仍有显著差距。近年来，美股市场向股东分配利润的主要方式已从派发股息逐渐转变为注销式回购，特别是在科技板块，公司在回购方面表现得尤为积极。与那些高股息指数和更注重资本支出的公司相比，在回购上更积极的美股公司股价表现显著占优。具体来说，自 1997 年以来，美股的回购规模已超过分红。2018 年，受特朗普政府减税政策的刺激，回购规模再度大幅增长，达到了分红规模的 1.2 至 1.7 倍。以 2023 年为例，美股现金分红总额为 7951 亿美元，而回购金额高达 1.025 万亿美元。相比之下，A股市场分红总额为 1.7 万亿

元, 尽管有超过 1334 家上市公司开展了股票回购, 但累计回购金额仅为 905 亿元。此外, A 股市场上许多公司低价回购股票用于管理层激励, 并未实质性地减少公司注册资本或增厚每股收益, 于普通投资者而言, 这种回购在本质上被视为无效回购。

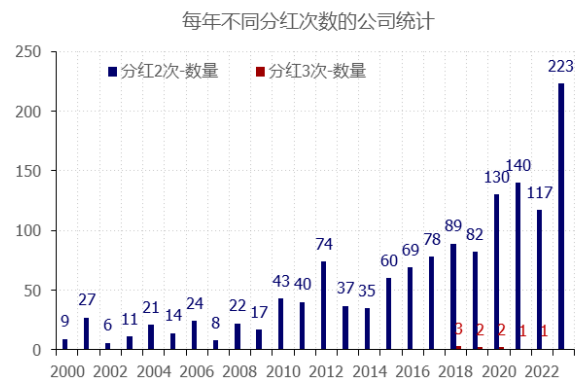
从分红频率来看, 美股市场展现出更强的稳定性和连续性。美股公司平均分红频率为每年 2 至 4 次, 均值为 3.6 次, 有的甚至实现每月派息。而 A 股市场的分红频率均值为 1.03 次 (根据 2000 年至 2023 年的报告期统计)。在 A 股市场, 绝大多数上市公司每年分红一次, 少数公司在中报和年报中均有分红, 极少数公司一年内实施 3 次分红。自 2000 年以来, 仅有 9 家公司在一年内分红达到 3 次, 如丽尚国潮在 2018 年实施了 3 次现金分红, 先后在 2018-03-20、2018-08-30、2018-10-30 公布了 2017 年年度、2018 年中期和 2018 年第三季度的分红计划。

图 3 不同分红 1 次的公司数量统计 (基于报告期)



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

图 4 不同分红次数的公司数量统计 (基于报告期)



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

1.2 新“国九条”鼓励企业将利润回馈给普通投资者

分红和注销式回购是企业用以增强投资者信心的两大关键手段, 它们向资本市场传递出企业经营稳定和预期回报稳健的积极信号。在缺乏强制性规定的情况下, 企业的利润分配策略容易走向两个极端: 一方面, 有些企业在报告期内进行“清仓式”分红; 另一方面, 一些业务稳健且利润丰厚的公司却对股东的回报吝啬或回报力度不足。

为健全上市公司的常态化分红机制并提升投资者回报, 2023 年 12 月, 证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》(以下简称《现金分红指引》)。《现金分红指引》修订内容主要有三个方面: 一是进一步明确鼓励现金分红导向, 推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注, 督促提高分红水平, 专注主业。二是简化中期分红程序, 推动进一步优化分红方式和节奏。鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次, 结合监管实践, 允许上市公司在召开年度股东大会审议年度利润分配方案时, 在一定额度内审议批准下一年中期现金分红条件和上限, 便利公司进一步提升分红频次, 让投资者更好规划资金安排, 更早分享企业成长红利。三是加强对异常高比例分红企业的约束, 引导合理分红。强调上市公司制定现金分红政策时, 应综合考虑自身盈利水平、资金支出安排和债务偿还能力, 兼顾投资者回报和公司发展。对资产负债率较高且经营活动现金流量不佳, 存在大比例现金分红情形的公司保持重点关注, 防止对企业生产经营、偿债能力产生不利影响。《现金分

红指引》的核心是“引导、鼓励、简化和督促”，但并没有明确的惩罚措施，效果并不明显。

进一步地，2024年4月12日，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，也称新“国九条”，将对资本市场企业分红事项予以重点关注。新“国九条”对上市公司的分红事项给予了特别关注，引导企业进行合理、定期分红，并将回购注销金额纳入现金分红金额计算；制定了大额分红的认定标准，对报告期内曾进行大额分红甚至“清仓式分红”的审核口径趋向严格（图表5）。对于主板市场，在确保公司在盈利的情况下能够合理地回报股东。同时，对于研发投入较大的公司，政策提供了一定的豁免条件，以激励企业增加研发投入，推动技术创新。

新“国九条”在《现金分红指引》的基础上进一步明确了实施细则，并提出了对现金分红的强制约束措施。对于分红不达标的上市公司，可能会面临风险警示等监管措施。综合运用“分红+注销式回购”的策略，不仅保障了投资者的最低资本回报，而且强化了资本市场的功能，从而有效增强了投资者的信心。这些措施共同促进了资本市场的高质量发展，为投资者提供了更加稳定和可预期的回报环境。

图表5 新“国九条”关于分红的规定

板块名称	分红要求	豁免情形
上交所主板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应满足以下条件之一： (1) 最近三个会计年度 累计现金分红总额/年均净利润 $\geq 30\%$ ； (2) 最近三个会计年度 累计分红金额 $\geq 5,000$ 万元。	无
深交所主板		
科创板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应满足以下条件之一： (1) 最近三个会计年度 累计现金分红总额/年均净利润 $\geq 30\%$ ； (2) 最近三个会计年度 累计分红金额 $\geq 3,000$ 万元。	满足以下分红要求之一，可除外： (1) 最近三个会计年度 累计研发投入/累计营业收入 $\geq 15\%$ ； (2) 最近三个会计年度 累计研发投入金额 ≥ 3 亿元。
创业板		

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

注：“现金分红金额”包含注销式回购金额。

上市公司积极响应新“国九条”政策，在现金分红方面展现出显著变化，分红公司的数量和股息支付率均有所提升。在2023年的年度报告中，超过100家公司首次宣布了现金分红计划。随着2024年中期报告的发布——这是新“国九条”政策实施后的首个中期报告周期——许多原本只在年度进行分红的公司也开始加入到中期分红的行列。

一方面，与往年相比，上市公司制定并发布分红计划的时间有了明显的提前，同时分红比例也有所增加。截至2024年7月19日，A股市场已有142家上市公司提出了中期分红方案，这一数字达到了上一年度实施中期分红公司总数的70%。其中，有24家公司是首次确定分红金额。从分红比例来看，多家上市公司将分红比例定在监管规定的最低标准线上，即不低于上半年归属于母公司的净利润的30%。

- ✓ 老百姓控股股东建议2024年中期分红金额为2024年上半年归属于上市公司股东的净利润的50%；虹软科技实际控制人、董事长、总经理提议现金

- 分红金额不低于 2024 年上半年归属于上市公司股东的净利润的 50%。盐田港甚至编制了公司未来三年（2024 年-2026 年）的分红规划，确保每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的百分之五十（50%）。
- ✓ 作为次新股（2024 年 06 月 12 日上市）的达梦数据也将实施中期分红，《关于收到董事长提议 2024 年度中期分红暨推动公司“提质增效重回报”的公告》重提议：基于对公司长远发展信心、财务状况展望、股东利益等因素的综合考虑，为提升上市公司投资价值，与投资者共享发展成果，增强投资者获得感，推动上市公司高质量发展，冯裕才提议公司董事会提请股东大会授权董事会根据股东大会决议在符合利润分配的条件下制定并实施 2024 年度中期分红方案，建议分红金额不低于 2024 年上半年归属于上市公司股东的净利润的 30%，且不超过相应期间归属于上市公司股东的净利润。冯裕才承诺将在公司股东大会审议该等事项时投“赞成”票。

另一方面，在新监管政策的推动下，一些历史上虽然盈利但长期未进行分红的公司也开始加入分红的行列。以吉林高速为例，该公司在 4 月初公布了 2023 年的年度报告，最初计划不进行利润分配，包括不进行现金分红、不实施送股和资本公积金转增股本。尽管吉林高速连续多年实现盈利，但在此之前几乎未进行过分红。然而，随着新“国九条”政策的实施，4 月 18 日晚，吉林高速发布公告，宣布控股股东吉林省高速公路集团有限公司提出调整 2023 年度的利润分配预案。根据新的预案，公司将向股东每 10 股派发现金股利 0.90 元（含税），预计总共派发现金股利达到 1.7 亿元。

2 企业利润分配：分红与再投资的平衡

在强制分红政策出台之前，企业的利润分配策略，包括分红决策，主要由公司管理层和股东自行决定，在一定程度上具有随意性。这种策略往往且更多的是平衡大股东的利益，而分红的主观意愿和企业利润的波动性是影响股息支付率的两个主要因素。新“国九条”的实施，对公司的分红策略具有“强制性”，投资者对分红的稳定和可持续性提出了更高要求。因此，**企业必须更加精细地规划其利润分配策略，不只是“有”和“无”的区别，还需要深入研究和分析“分多少、怎么分”。**企业如果盈利却不分红或分红过少，可能会动摇投资者的信心；然而，分红也并非越多越好，过分追求高分红，甚至进行融资式分红，是涸泽而渔，可能会损害企业的长期发展，破坏投资者对分红的稳定预期。

分红本质上是企业将部分利润返还给股东的行为，通常使用提取盈余公积后的未分配利润进行。未分配利润代表了企业在一定会计期间内实现的利润中尚未分配的部分。这一扣减过程一般可参考上市公司发布的财报附注的“未分配利润”部分（图表 6）。在会计处理上，表现为未分配利润的减少和应付股利的增加。因此，**本文将从利润分配的角度出发，探讨企业在制定分红决策时需要考虑的各种因素，以及如何在促进公司发展的同时，平衡不同股东，尤其是大股东与小股东之间的利益。**

图表 6 财报附注-未分配利润项

35 未分配利润		
项目	金额	提取或分配比例
年初未分配利润	36,706,888,864.08	
加：本年归属于母公司股东的净利润	15,745,454,144.70	
减：提取法定盈余公积	1,188,673,213.94	7.55%
提取任意盈余公积	4,754,692,855.75	30.20%
分配普通股股利	4,516,137,256.79	
年末未分配利润	41,992,839,682.30	

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

2.1 企业利润分配的影响因素

在强制分红政策的大背景下，企业在制定利润分配策略时，必须综合考量投资者的短期利益、公司的持续发展需求以及外部经济环境这三大核心要素，进而得出“分多少、留多少”的结论。

2.1.1 企业能拿出多少资金来回馈股东？

首先，企业需评估自身的分红能力，即“企业能拿多少资金出来分红？”这直接关系到企业的利润累积情况。在会计实践中，每期实现的利润首先转入未分配利润科目，随后依据公司决策进行利润分配，这可能包括提取盈余公积金、计提现金股利、回购股票、资本公积金转增股本或弥补历史亏损等。经过这些操作后，剩余的利润构成了期末的未分配利润，周而复始地形成循环。

因此，分红本质上是企业对累积的未分配利润进行的分配，那么未分配利润的变动情况能够直观反映企业的分红能力。例如，如果企业在某一时期将部分累积利润用于提取盈余公积或进行股权激励回购，这将减少企业可用于分红的资金总额。鉴于未分配利润是资产负债表中的一项目，且通常在季报中披露，理论上，我们可以通过观察企业在特定观察期间内未分配利润的边际变化，来估算企业在该时期内累积的可分配利润，从而季度性地评估企业的分红能力。

相较于直接使用区间累计净利润的方式，使用未分配利润的变化是从会计角度考虑，关注的是剔除了利润用于其他用途后的真正可用于现金分红或者注销式回购的部分资金。也更贴近 2024 年 7 月 1 日开始实施的新《公司法》。新《公司法》允许上市公司使用资本公积金弥补历年亏损，若补亏后仍有结余，则可利用结余的盈余公积金进行分红。通过资本公积金弥补亏损后，即使当期为亏损状态，企业账面的未分配利润增加，企业也具备了分红能力。2023 年末未分配利润为负值的 A 股上市公司共有 790 家，其中超 600 家的公积金规模超过账面累计亏损金额，可以足额弥补历史亏损。其中，华昌达已经完成了通过资本公积金补亏，为后续分红创造了条件。

2.1.2 企业分红的主观意愿和客观意愿

在企业具备分红能力后，第二个需要回答的问题是企业的分红意愿。在没有强

制分红规定的环境中，企业分红主要受主观意愿的驱动；然而，在强制分红政策的框架下，企业不得不同时兼顾分红的客观情况，形成“客观意愿”。

企业利润的分配方式多样，包括现金分红直接为股东提供现金回报、股票分红增加股东持股比例、再投资以促进公司未来发展、股票回购以减少市场流通股数、储备金用于应对风险、债务偿还以减轻财务负担、资本公积转增股本以及员工激励计划以提升员工忠诚度等。企业面临的基本选择是：将超额利润以分红的形式分配给股东，还是将其再投资于盈利项目，以期为股东创造更多价值，甚至保留为库存现金作为战略储备。管理者在此问题上需做出关键的财务决策：是选择支付股息以奖励股东的投资，还是选择保留利润以展现对公司未来投资机会的信心。一旦选择支付股息，公司可能会错失某些投资机会。简言之，现金分红仅是众多利润分配选项中的一种，它与其他选项之间存在权衡关系。若公司决定将部分利润 N 用于分红，其现金流将相应减少 N ，这直接影响到公司未来用于扩张、研发、债务偿还或储备的资金。

从主观意愿的角度出发，企业的利润分配策略应基于公司的发展需求，旨在平衡投资者的短期利益与公司的长期成长潜力。分红可能会降低公司的未分配利润及留存收益——后者是企业内部融资的重要来源，且通常其成本低于外部融资。因此，在制定分红决策时，企业需综合考量自身的发展阶段、盈利能力、财务状况及扩张计划等多重因素，审慎地在满足股东的即时利益与实现长期价值增长之间找到平衡点。

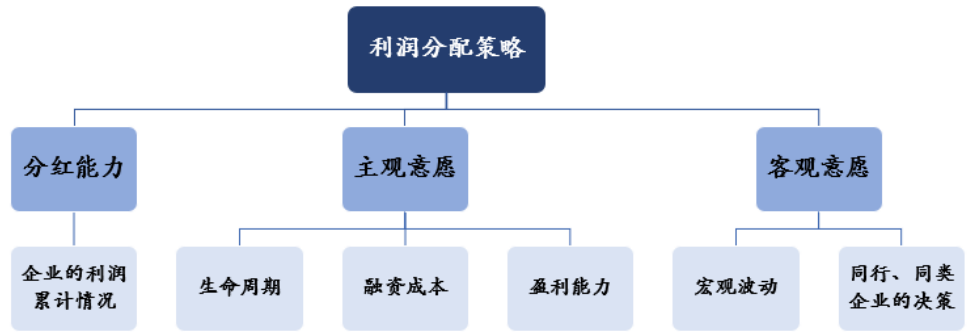
- (1) **生命周期考量：**处于快速成长阶段的公司可能倾向于保留更多收益，以支持其扩张计划，利用较低的融资成本促进发展；而成熟期公司由于资金需求减少，可能更倾向于支付较高股息，因为它们面临的外部融资成本相对较低。
- (2) **融资成本因素：**企业的融资成本受其财务状况和资本结构影响，通常以杠杆率作为衡量指标。高杠杆企业因外部融资成本较高，可能更偏向于保留利润以偿还债务和保持运营稳定；相反，低杠杆企业由于融资成本较低，可能更愿意进行分红。
- (3) **短期股东回报和长期价值创造：**股东权益回报率（ ROE ）是衡量企业为股东创造价值能力的重要指标。高 ROE 通常意味着企业盈利能力强，具有较大的成长潜力，这样的企业在分红决策时，可能更倾向于保留利润以再投资，以实现未来更大的增长和回报，从而为股东创造更多长期价值。而 ROE 较低的企业，可能因为盈利能力和成长性有限，更可能选择通过分红直接回馈股东，确保其投资回报。

从客观角度来看，强制分红规定的存在意味着投资者很可能会对比企业的股息率，尤其是在相同生命周期或同行业的企业之间进行横向比较。因此，在制定分红决策时，企业不仅要考虑自身的财务状况，还需要考虑同类（如同行业、发展阶段）其他公司的分红行为。如果一个企业的现金分红比例过低，则可能会降低投资者的预期；反之，如果远高于同类公司，可能也会削弱其未来发展的资本基础，进而影响分红的持续性和稳定性。学术研究也表明，股息决策往往受到同行业其他公司支付行为的影响，特别是在存在强制分红政策的市场中易受到同行支付选择的影响（Local peer influence on dividend payout decisions, Joshua & Sandra, 2024），尤其是在有强制分红的市场。展望后市，在新“国九条”政策的推动下，市场对红利投资的共识逐渐形成，促使企业更倾向于观察并模仿行业内其他公司的财务行为，以保持市场竞争力和增强投资者信心。这种趋势表明，不同公司之间的分红决策正在变

得更加相互依赖。

除此之外，宏观经济波动、信贷环境、行业景气周期变化等因素也会显著影响企业的利润分配策略。例如，在经济不稳定或信贷紧缩的情况下，企业可能会选择保留更多利润，以防范未来现金流的不确定性，并确保未来的投资计划不会受到资金限制的影响（John, 2007）。

图表 7 利润分配策略的影响因素



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

总结来说，企业在制定分红决策时，必须综合考虑自身的盈利能力、增长潜力和财务健康状况，以做出最优决策，旨在平衡股东的短期收益和企业的长期发展需求，确保在满足当前股东回报的同时，也不损害企业的持续增长和市场竞争能力。

2.1.3 基于利润分配视角的企业分红模型

根据前面的分析，我们将影响企业利润分配策略的因素归纳为三个方面：企业的分红能力、分红的主观意愿和客观意愿。分红能力的衡量采用未分配利润的边际变化值，而主观分红意愿则通过企业的盈利能力（ROE）和资本结构（D/A）来体现。客观分红意愿则通过控制时间和分领域来体现。最终，我们利用未分配利润的变化值（UndistributedDiff）、最新的ROE和D/A值来拟合企业的现金分红（D），在每个时间截面 t 建立回归模型：

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

模型的基本原理是，在企业进行利润分配时，未分配利润的变化值作为基础要素，ROE和D/A作为影响因素，共同决定了利润分配方式之一的现金分红的金额。其中：

- ✓ UndistributedDiff代表观察期内未分配利润的变化值，即最近一次分红报告期的未分配利润减去上次分红报告期的未分配利润；
- ✓ ROE为单季度的ROE值，代表企业最新的盈利能力；
- ✓ D/A代表最新的杠杆比率；
- ✓ D代表观察期内的现金分红金额，与UndistributedDiff的计算相匹配，取自最近一次分红报告期的现金分红金额；
- ✓ 观察期定义为从上次分红报告期至本次分红报告期的时间跨度。

我们选择截面回归模型出于以下两方面的考虑：首先，不同企业在做出分红决策时，受到利润波动、未来预期和外部环境变化等因素的影响，时间序列的规律性较

弱；其次，外部经济周期和信贷环境对企业利润分配有显著影响，在相同或相近的时间截面上，所有企业面临的外部环境是相似的。此外，股息决策容易受到同行业其他公司的支付选择影响，特别是在强制分红的市场中，在时间截面的基础上通过分域回归来消除这种影响。

模型中的解释变量和三个被解释变量的具体计算步骤如下，我们以图表 8 为例进行说明（当前时间为 20231031）：

- (1) **确定有效样本池**：在每个时间截面（如月末） t ，保留沪深主板中的非次新股（上市超 6 个月）、非特别处理、ST 或 *ST 摘帽超 30 天的个股；
- (2) **确定分红样本池**：在每个时间截面 t ，保留“有效样本池”中近 1 年存在分红记录的个股列表，包含预案预披露公告日（ $S_DIV_PREANNNDT$ ）至除权除息日（ EX_DT ）的分红金额大于 0 的记录，剔除截止到截面时间已知的未通过、停止实施、股东大会未通过的记录，记作“分红样本池”。数据来源 Wind 底层数据库，表名为 *AShareDividend*；

在图表 8 中的公司 E，其最新分红时间为 20220725，距离当前时间超过 1 年，因此“分红样本池”为公司 A、B、C 和 D，不包含公司 E；

- (3) **计算观察期**：对分红样本池中的每个个股，保留近 2 年的分红记录，并记录最近一次有分红记录的分红报告期 $rpt1$ 和上次分红报告期 $rpt2$ ，也是包含预案预披露公告日至除权除息日的分红金额大于 0 的记录， $rpt2 \sim rpt1$ 即观察期。

- a) 如果 2 年内仅有一次分红记录（上次分红时间距离当前时间超过了 2 年），则将观察期调整为： $rpt1$ 对应的上年年报 $\sim rpt1$ 。

图表 8 中的公司 C，最新一次分红报告期为 $rpt1=20221231$ ，上次分红时间为 20201025，距离当前时间 20231031 超过了 2 年，则将观察期调整为 20211231~20221231。

- b) 如果最近两次分红间隔季度数超过了 4 个季度，则将观察期调整为： $rpt1$ 回退 4 个季度 $\sim rpt2$ 。

图表 4 中的公司 D，最新一次分红报告期为 $rpt1=20221231$ ，上次分红报告期为 20210630，间隔了 6 个季度，则将观察期调整为 20211231~20221231。

- (4) **计算解释变量和被解释变量**：

- a) D 为最近一次分红报告期对应的现金分红金额；
- b) D/A 为最近一次分红报告期对应的总负债与总资产的比值；
- c) ROE 为最近一次分红报告期对应的单季度 ROE ， ROE_DCT_Q ；
- d) $UndistributedDiff$ 为调整观察期末分配利润的变化值，
 $UndistributedDiff = rpt1$ 时的未分配利润 $- rpt2$ 的未分配利润；

图表 8 变量计算过程举例

公司	最新分红		上次分红		间隔 季度数	原始 观察期	说明	调整后	
	时间	报告期 $rpt1$	时间	报告期 $rpt2$				报告期 $rpt2$	观察期
A	20230715	20230630	20230311	20221231	2	20221231-20230630	无需调整	20221231	20221231-20230630
B	20230415	20221231	20220301	20211231	4	20211231-20221231	无需调整	20211231	20211231-20221231
C	20230430	20221231	20201025	20200930	9	20200930-20221231	2年内仅有1次分红记录	20211231	20211231-20221231
D	20230415	20221231	20210810	20210630	6	20210630-20221231	两次分红报告期间隔超过了4个季度	20211231	20211231-20221231
E	20220725	20220630					1年内不存在分红记录		

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

1. 时间区间标准化：确保变量的时间尺度一致性

从计算过程分析，我们的模型面临时间区间不一致的问题，即不同公司的观察期可能存在差异。例如，公司 A 调整后观察期分别为 2022 年 12 月 31 日至 2023 年 6 月 30 日，间隔半年，B、C 和 D 调整后的观察期均为 2021 年 12 月 31 日至 2022 年 12 月 31 日，间隔 1 年，而公司的未分配利润和现金分红金额是基于各自观察期的数据，自然也存在时间间隔的问题。

为解决这一问题，确保模型中所有变量的时间尺度一致性，我们对回归模型进行了调整。具体来说，我们将观察期内的未分配利润变化值 (*UndistributedDiff*) 和现金分红金额 (*D*) 转换成了单季度的平均值。这样的处理方法有助于消除不同观察期长度带来的影响，从而使得模型分析更为准确和可比。调整后的值分别为 $UndistributedDiff/N_rpt$ 、 D/N_rpt ，*N_rpt* 代表调整后的观察期的间隔季度数 (见图表 9)。因此，上述回归模型变为：

$$UndistributedDiff_adj = UndistributedDiff / N_rpt$$

$$D_adj = D / N_rpt$$

$$D_adj = b1 * UndistributedDiff_adj + b2 * ROE + b3 * D/A$$

图表 9 变量的时间区间标准化过程举例

公司	调整后观察期		间隔 N_rpt	分红金额 D	未分配利润变化值 UndistributedDiff_adj
	报告期 rpt1	报告期 rpt2			
A	20230630	20221231	20221231-20230630	2	$D@20230630/2$ $(Undistributed@20230630 - Undistributed@20221231)/2$
B	20221231	20211231	20211231-20221231	4	$D@20221231/4$ $(Undistributed@20211231 - Undistributed@20221231)/4$
C	20221231	20211231	20211231-20221231	4	$D@20221231/4$ $(Undistributed@20211231 - Undistributed@20221231)/4$
D	20221231	20211231	20211231-20221231	4	$D@20221231/4$ $(Undistributed@20211231 - Undistributed@20221231)/4$

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

2. 数据变换与标准化：提升回归模型的准确性和可比性

由于未分配利润变化值和现金分红金额可能跨越多个数量级，我们采用对数变换来压缩数据范围，有效减少了极端值的影响，并促使数据分布更趋近于正态分布。对于数据中出现的负值样本，我们进行了剔除处理。经过上述处理，我们的回归模型更新为：

$$D_adj_ln = b1 * UndistributedDiff_adj_ln + b2 * ROE_zs + b3 * D/A_zs$$

在模型中，未分配利润变化值和现金分红金额经过对数变换处理，而 ROE (净资产收益率) 和 D/A (负债与资产比率) 作为比率指标，我们对所有自变量进行了截面 z-score 标准化，以消除不同变量之间的尺度差异，确保变量具有统一的量纲，使得模型中各个变量的影响度量更具可比性。进一步地，我们将对数变换后的未分配利润变化值和现金分红金额进行 z-score 标准化，得到新的模型：

$$D_adj_ln_zs = b1 * UndistributedDiff_adj_ln_zs + b2 * ROE_zs + b3 * D/A_zs$$

3. 分红报告期与实际股利扣减期不同步问题的处理

在计算未分配利润变化值 (*UndistributedDiff*) 时，我们面临分红报告期与实际股利扣减期不同步的问题。根据企业财务报告的规定，股利分配是在资产负债表日后，经审议批准的利润分配方案中拟分配的股利或利润，不确认为资产负债表日的负债，而是在附注中单独披露。这意味着，即便企业已有分红计划，分红并不会即时在分红报告期的资产负债表中计提，而是在随后的报告期内进行处理。具体来说，企业在年报中宣布的分红计划，并不会立即反映在当期的资产负债表上，而是在随后的半年报或年报中，通过调整未分配利润 (资产负债表-未分配利润) 来体现这一

分红事项。这种做法导致了股利扣除的时间晚于分红公告的时间，但又早于实际发放时间。

如图表 10 所示，观察期为 20211231-20221231，企业在公布 2021 年年报（报告期=20211231）时已知拟分配的股利（ $D@2021$ ）。然而，这笔股利并没有从当期的资产负债表中的未分配利润（ $Undistributed_1$ ）中扣除，而是在之后的中期报告中（报告期=20220630）的资产负债表-未分配利润中进行扣除，此时的未分配利润（ $Undistributed_3$ ）已经考虑了 $D@2021$ 的扣减。那么，本次观察期的未分配利润项的变动包含了之前年度分红的扣减情况。

$$Undistributed_4 = Undistributed_1 + \text{期间累计增加} - \text{期间累计扣减},$$

$$\text{观察期的 } UndistributedDiff = Undistributed_4 - Undistributed_1$$

$$= \text{期间累计增加} - D@2021$$

图表 10 在观察期进行历史分红扣减举例

时间	说明	报告期	未分配利润	扣减项	公告未扣减
20220401	上次分红日期	20211231	$Undistributed_1$		$D@2021$
20220415		20220331	$Undistributed_2$		
20220705		20220630	$Undistributed_3$	$D@2021$	
20230301	最新分红预案日	20221231	$Undistributed_4$		$D@2022$
$UndistributedDiff = Undistributed_4 - Undistributed_1$ $= (Undistributed_1 + \text{累计增加} - \text{累计扣减}) - Undistributed_1$ $= \text{累计增加} - \text{累计扣减}$					

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

对于这种情况，有两种不同的观点：一种观点认为，企业的利润分配通常是连续的，如每年或每半年进行一次，在制定分红决策时，管理层会考虑企业账面上的未分配利润。具体而言，本次分红预案日（财报公告日）的未分配利润（期末值）与上一次分红预案时的未分配利润（期初值）之间的差额，是管理层决策的关键因素。如果在这一期间的利润被用于其他目的，这将影响可用于分红的现金流，进而影响管理层的分红决策。基于此，可以直接使用未经调整的未分配利润变化值来评估分红决策。

另一种观点认为，根据权责发生制， $D@2021$ 是 2021 年的年度分红，只是在本次观察期 20211231-20221231 进行了扣减，因此，在进行利润分配时应将未分配利润进行还原处理，即，将观察期内发生的、本不属于该期的分红扣减（应付股利）加回到当期的未分配利润中。然而，目前该数据的获取不便，“应付股利”项属于财务附注中的内容，可从 Wind 数据库的中国 A 股财务附注--其他应付款（ $AShareOtherPayables$ ）表中获取，但该表全量数据只有近五年的数据。尽管资产负债表（ $AshareBalanceSheet$ ）中存在“应付股利”字段，但如果附注中公布的“其他应付款”不止有“应付股利”项，则资产负债表无法加工“应付股利”项。如图表 11 所示，万科 A 在 2015 年中期报告中计提 2014 年年度的股利，但由于该报告期（20150630）的附注中公布的“其他应付款”不止有应付股利，则资产负债表（ $AshareBalanceSheet$ ）只显示“其他应付款”总额，没有“应付股利”项。

图表 11 财报中关于应付股利项的处理（万科 A）

附注

25 其他应付款

(1) 其他应付款分类：

项目	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 31 日
应付合营 / 联营企业款	18,269,928,037.39	8,327,648,997.50
应付股权款与合作公司往来及其他	22,698,947,521.55	28,186,786,506.07
土地增值税清算准备金	4,565,125,465.71	4,390,221,395.21
押金及保证金	990,854,502.93	755,896,494.37
代收款	2,201,661,413.32	3,076,071,962.98
购房意向金	972,530,211.32	705,104,353.65
应付股利	5,520,548,080.48	-
合计	55,219,595,232.70	45,441,729,709.78

合并资产负债表

编制单位：万科企业股份有限公司 2015 年 06 月 30 日 单位：元 币种：人民币

资产	附注五	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	负债及所有者权益	附注五	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 31 日
流动资产：				流动负债：			
货币资金	1	44,612,562,238.72	62,715,253,375.94	短期借款	18	476,645,418.03	2,383,069,704.65
衍生金融资产	2	-	36,404,522.58	衍生金融负债	2	17,577,677.89	-
应收账款	3	1,897,732,013.09	1,894,071,801.08	应付票据	19	21,633,882,194.55	21,291,893,866.16
预付款项	4	40,103,349,403.96	29,433,125,588.58	应付账款	20	63,623,926,045.13	67,047,199,764.55
其他应收款	5	64,695,190,014.50	48,924,463,696.78	预收款项	21	210,477,620,408.01	181,749,337,004.86
存货	6	333,046,699,797.02	317,726,378,468.22	应付职工薪酬	22	485,323,493.33	1,830,829,986.80
其他流动资产	7	5,636,000,000.00	4,076,000,000.00	应交税费	23	3,502,479,925.56	5,124,172,860.19
流动资产合计		489,991,533,467.29	464,805,697,453.18	应付利息	24	232,642,791.33	336,509,801.80
非流动资产：				其他应付款	25	55,219,595,232.70	45,441,729,709.78
可供出售金融资产	8	133,180,000.00	133,180,000.00	一年内到期的非流动负债	26	23,297,893,265.65	20,449,288,272.85

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

鉴于此，本文着重讨论第一种情况，认为企业的分红决策是连续的，管理层在制定利润分配策略时，会密切关注所有者权益下的未分配利润科目，将未分配利润视为一个动态的存量，其变化直接关联到分红的可行性和规模。因此，在分析时不对未分配利润的自然变动进行额外的调整。

2.2 探索高频“理论分红”估计模型

根据回归模型 $D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$ ，如果我们可以通过未分配利润的边际变化值、盈利能力和资本结构来描述现金分红，我们可以进一步将该模型进行扩展，应用于全部上市公司，从而估计企业理论上可分配给投资者的现金流。

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

由于回归方程是基于分红的时间轴数据构建的，如果企业每年分红一次，那么回归分析可能只考虑两个相邻年报的数据，而忽略了年报之间的财务信息。然而，解释变量如未分配利润变化值（*UndistributedDiff*）、净资产收益率（*ROE*）和负债与资产比率（*D/A*）均可从季报中获得。因此，我们可以利用季度财务数据，每当企业公布新的利润数据时，就将其带入模型进行计算，从而估算出企业单季度的理论分红金额（*Theoretical Dividend*，记作 *TD_Q*）。

$$TD_Q = b1 * UndistributedDiff_Q + b2 * ROE + b3 * D/A$$

上述方程实际上是一种估计方法，它通过比较不同类型企业近期的利润分配策略，来计算每家公司每个季度理论上可自由支配的现金流。在实际分红实施之前，这部分“理论分红”是企业的现金流，可以用于短期投资。到了股权实施日，这部分现金流将一次性发放给股东。我们借鉴股息率（ D/M ）的概念，构造了理论分红/市值因子（*Theoretical Dividend-to-Market Value*，记作 TD/M ）。通过这种方法，可以估计所有公司理论上可支配的现金流。如果企业决定短期内不分红，或者实际分红金额小于估算的“理论分红”值，那么这部分差额可以转化为企业的内部融资，为未来的扩张和发展做准备。这样，实际分红与理论分红之间的差值就反映了企业相对于同行业其他企业的资金优势，将短期的股东回报转化为长期的价值创造，相对于是企业未来成长的前瞻性指标。

从目前 A 股市场的分红情况来看，大约 70% 的公司有分红记录，但整体分红频率较低，且具有较强的主观性。预计在新“国九条”政策实施后，分红将成为上市公司正常经营的“必选项”。分红政策作为上市公司财务管理决策的重要组成部分，需平衡公司未来发展所需的现金流与股东权益的保障。在多种因素的共同作用下，企业的分红决策也会更具预测性。

TD_Q 的具体的估计流程如下：沿用回归模型 $D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$ 对变量的处理方式，在每个时间截面，对 $UndistributedDiff_Q$ 取对数，再对所有解释变量进行截面 z -score 标准化，然后带入上边的估计方程，得到“对数+标准化”的理论分红金额 $TD_Q_ln_zs$ 。最后，我们将 $TD_Q_ln_zs$ 还原为 TD_Q 。具体步骤为，在每个时间截面：

$$TD_Q_ln_zs = b1 * UndistributedDiff_Q_ln_zs + b2 * ROE_zs + b3 * D/A_zs$$

- (1) 确定有效样本池：保留沪深主板中的非次新股（上市超 4 个月）、非特别处理、ST 或 *ST 摘帽超 30 天的个股；
- (2) 剔除异常样本：仅保留 D/A 在 0~100%、单季度 $ROE < 100\%$ 、 PB 在 0.01~100 的样本；
- (3) 回归系数获取：获取回归方程 $D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$ 的系数 $b1$ 、 $b2$ 、 $b3$ ，如果回归方程的样本数小于 5，则用上期（月）的回归系数；
- (4) 变量处理：将未分配利润的变化值取对数得到 $UndistributedDiff_Q_ln$ ，然后将所有变量进行截面 z -score 标准化；
- (5) “对数+标准化”的理论分红金额 $TD_Q_ln_zs$ 计算：将处理后的变量和回归方程的系数带入估计方程计算 $TD_Q_ln_zs$ ；
- (6) 将 $TD_Q_ln_zs$ 还原为 TD_Q ：
 - a) 计算过去 12 个月的分红总金额 D_TTM ，平均到每个季度 $D_Q = D_TTM/4$ ；
 - b) 对 D_Q 取对数得到 D_Q_ln ；
 - c) 计算 D_Q_ln 的均值和标准差， $D_Q_ln_mean$ 、 $D_Q_ln_std$ ；
 - d) 计算单季度的对数理论分红金额： $TD_Q_ln = TD_Q_ln_zs * D_Q_ln_std + D_Q_ln_mean$ ；
 - e) 将 TD_Q_ln 还原为 TD_Q ， $TD_Q = exp(TD_Q_ln)$ 。

2.2.1 关于当期发生历史报告期应付款的处理

正如前文所述，企业若制定分红计划，对于年度分红，普遍做法是在第二季度（Q2）的资产负债表中对上一年度的分红进行计提，反映为其他应付款-应付股利的增加，并在当季度未分配利润的变化中体现。这种做法将全年分红集中在单一季度进行会计处理，可能会导致对企业财务状况的不连续和不合理表现。例如，年度分红的扣减可能仅在随后的 Q2 或 Q1 发生，而对其他季度并无影响。对于这种情况，理想的解决方案是对未分配利润进行调整，将观察期内不应计入该期的分红扣减（应付股利）还原，即加回到当期期末的未分配利润中。然而，由于完整数据的获取存在难度，我们采取了一种简化的方法来处理这种情况。当出现“单季度净利润显著为正，但未分配利润却减少”的情况时，我们推断该季度可能对历史分红进行了扣减，据此将对应的未分配利润变化值调整为该季度的归母净利润。

2.2.2 如何利用预告、快报的盈利数据？

除此之外，未分配利润项只在正式财报中公布，在发布正式财务报表之前，公司可能会发布财务预告、快报等。根据以往的研究，随着不同类型的财务信息的发布，市场对于这些信息的敏感度会逐渐降低，到了正式发布财务报告时，市场很可能已经对这些数据进行了充分的消化和反映。

那么，我们如何将这预告和快报中的盈利数据有效地整合到我们的模型中呢？通常情况下，企业会先将利润转入所有者权益下的留存收益科目，然后再进行利润分配。在没有发生扣减项（例如，历史报告期间的分红、回购等）的情况下，未分配利润的变动可以通过本期净利润减去盈余公积的变动来估算。具体来说：

$$\text{期末未分配利润} = \text{期初未分配利润} + \text{本期净利润} - \text{盈余公积提取} - \text{其他扣减项}$$

$$\Delta \text{未分配利润} = \text{本期净利润} - \text{其他扣减项} - \Delta \text{盈余公积}$$

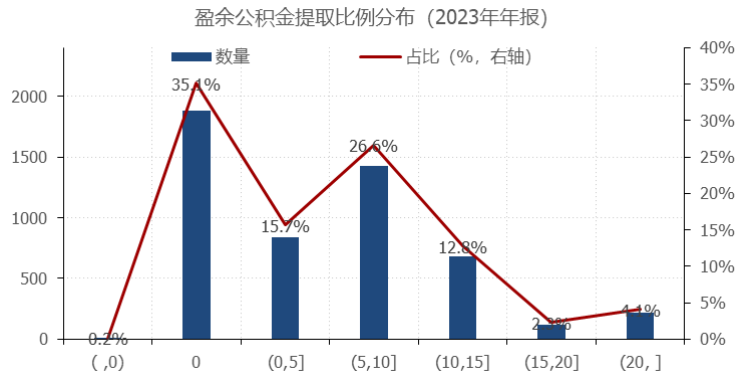
$$\text{UndistributedDiff} = \text{本期净利润} - \text{其他扣减项} - \Delta \text{盈余公积}$$

盈余公积是企业根据法律规定或公司章程，从净利润中提取的一部分资金。这部分资金通常用于弥补企业未来可能出现的亏损，或作为企业发展的储备。盈余公积的提取比例和用途通常都受到法律法规的约束。根据我国规定，公司在分配当年税后利润时，通常需要提取利润的 10% 作为法定公积金。但是，如果（1）公司的法定公积金累计额已达到注册资本的 50% 以上；或（2）公司的法定公积金不足以弥补以前年度的亏损，那么当年利润需要先用于弥补亏损，可能不会有余额用于计提盈余公积。因此，我们不能简单地假设所有公司的盈余公积提取比例相同，或者提取值为零。大多数企业主要提取法定盈余公积金，少数企业会提取任意盈余公积金。盈余公积金的提取比例可以通过以下公式计算：

$$\text{盈余公积金提取比例} = \frac{\text{法定盈余公积金} + \text{任意盈余公积金}}{\text{同期归母净利润}} * 100\%$$

以 2023 年年报为例，在全市场的 5354 家上市公司中，仅有 78 家提取了任意盈余公积，占比仅为 1.5%；大约 35.4% 的公司没有提取盈余公积，而约 26.5% 的公司提取比例在 5% 到 10% 之间。其中，平安银行在 2017 年提取了全年利润的 46% 作为盈余公积金，满足了法定要求，因此在那之后没有再进行提取。

图表 12 盈余公积金变动统计 (20230930-20231231)



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所整理

在本文中, 我们采用了以下方法来估计在业绩预告或快报发布时的盈余公积金提取比例, 提取盈余公积金 = 单季度净利润 × 估计盈余公积金提取比例。估计方法如下:

- (1) 如果公司在过去两年均未提取盈余公积金, 我们将认为公司已经达到提取要求, 未来不会再继续提取。
- (2) 如果公司在过去两年都有提取记录, 我们将根据以下规则确定提取比例:
 - 如果过去两年的提取比例均为负, 或者一个是负数而另一个是零, 我们将设置提取比例为 10%。
 - 如果过去两年的提取比例均为正数, 我们将设置提取比例为过去两年有效提取比例的均值, 但提取上限设定为 20%。
- (3) 对于特殊情况, 如果当期净利润为负, 公司将不会提取盈余公积金。

因此, 对于业绩预告或快报发布时的未分配利润变动值, 使用以下公式计算:

$$UndistributedDiff_Q = \text{单季度净利润} - \text{单季度净利润} * \text{估计盈余公积金提取比例}$$

对于前一小节 (2.2.1) 中提到的“当前季度对历史分红进行了扣减”的情形, 同等的将对应的 $UndistributedDiff_Q$ 调整为单季度净利润 * (1 - 估计盈余公积金提取比例)。通过这种方式, 我们可以更准确地将预告和快报中的盈利数据应用到财务模型中, 并考虑到盈余公积金提取逻辑。

3 行业与生命周期视角下的企业利润分配决策

在本章节中, 我们依据第二章节中建立的回归模型和估计方法, 针对不同领域进行分域建模。数据涵盖了从 2013 年 12 月 31 日至 2024 年 6 月 30 日的周期, 在每个月末进行回归分析和计算。建模过程包括以下几个步骤:

- (1) 利用未分配利润的变化值、ROE (净资产收益率)、D/A (负债权益比) 以及同期现金分红额, 计算回归系数。

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

- (2) 将这些回归系数应用到估计方程中, 以估算企业理论上可用于自由支配的现金流, 我们将其记为 TD 。

$$TD_Q = b1 * UndistributedDiff_Q + b2 * ROE + b3 * D/A$$

预报或者快报发布时:

$$UndistributedDiff_Q = \text{单季度净利润} * (1 - \text{估计盈余公积金提取比例})$$

(3) 最后,我们将对 TD/M (理论现金流与市值比率)这一因子的表现进行测试。单因子检测的参数如下:

- 股票池: 沪深交易所股票, 剔除上市不足 90 天、ST、*ST、停牌、ST 或 *ST 摘帽不足 30 天的个股。
- 因子处理: 若未特别说明, 均进行去极值、缺失值填充、zs 标准化、行业市值中性化(中信一级)
- 交易处理: 考虑涨跌停、停牌等行为导致的交易可行性
- 基准: 全 A 等权, 上市超过 10 个交易日, 非特殊处理的股票
- 分组: 十分组, 正向因子的分组 10 为多头组合, 负向因子的分组 1 为多头组合

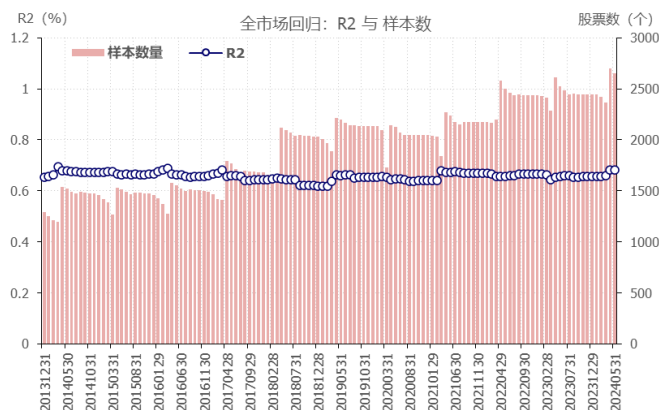
3.1 基于全域的利润分配决策

假设全市场所有公司的利润分配决策具有相似性, 我们对全 A 建立模型进行估算, 回归结果见图表 13-图表 15:

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

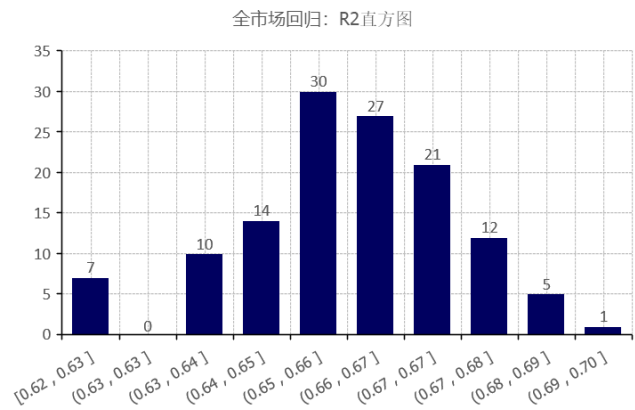
- (1) 从分红样本池的股票数量看, 每年 4 月的样本是最多的, 主要是 A 股的公司一般是年度分红, 在 4 月份发布利润分配公告(图表 13);
- (2) R2 的时序均值为 0.658, 时序较为稳定(图表 13);
- (3) 未分配利润项对现金股利的解释性最强, $UndistributedDiff$ 的回归系数较为稳定且显著 ($t=50$), 均值为 0.76; ROE 系数 t 均值 6.24, 整体显著; 而 D/A 的系数 t 均值为 2.15; ROE 和 D/A 项的系数较未分配利润变动值较小;
- (4) 整体而言, 三个自变量对利润分配策略都有解释性, 但起主要作用的还是未分配利润的变动项, 这与之前的逻辑一致, 在没有强制分红规定的地区, 上市公司的分红策略主要取决于公司的利润累计。

图表 13 全市场: R2 与 样本数



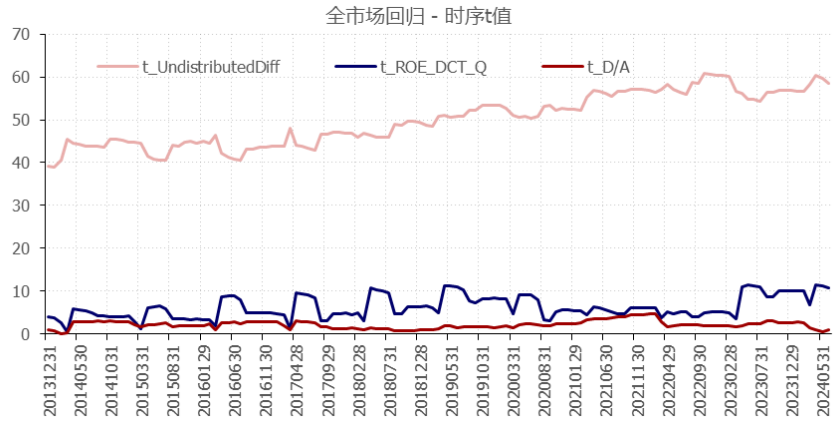
资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

图表 14 全市场: R2 直方图



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

图表 15 全市场：自变量系数的时序 t 值



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

将回归模型得到的系数带入估计方程，计算“理论分红/市值”（TD/M）因子：

$$TD_Q = b1 * UndistributedDiff_Q + b2 * ROE + b3 * D/A$$

$$TD/M = TD_Q/M * 100\%$$

TD/M 因子的表现见图表 16-图表 19，Comp 是由 D/M、EP_Q、ROE_Q 等权合成的因子。基于全市场估算的 TD/M 因子表现较基准基本面因子有一定的超额收益，且回撤明显更低。

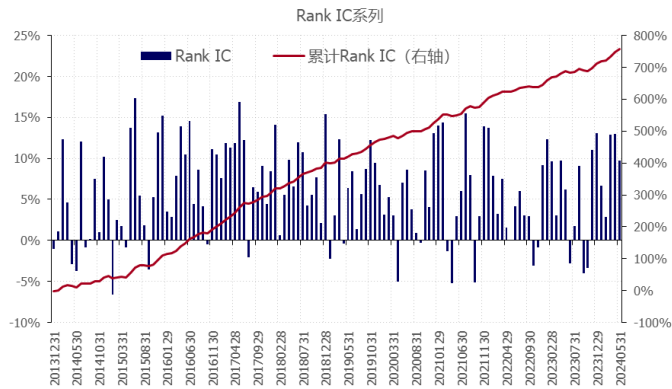
- (1) 行业市值中性化后，TD/M 因子 Rank IC 为 6.02%，ICIR 为 3.7，IC 月胜率 82.5%；
- (2) 十分组下，多头年化收益为 23.1%，较全 A 等权的年化超额 14.0%；多空最大回撤仅-5.8%，低于 D/M、EP_Q、ROE_Q 等基础因子；
- (3) 分年度看，2014-2024.06.30 的 10 余年间，TD/M 因子表现稳定，即使在 EP_Q 表现不佳的 2020、2021 和 2023 年，多头组合也获得了 10.7%、17.4%和 8.9%的超额；超额最大回撤最大值为-6.2%，今年相对等权的超额最大回撤仅-2.3%。

图表 16 全市场：TD/M 因子的表现

因子	t均值	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年化	多头年化超额	多头胜率	多头超额均值	多空年化超额	多空夏普	多空最大回撤
D/M	3.06	4.59%	2.7	75.4%	15.5%	6.9%	52.4%	0.46%	4.9%	1.68	-11.0%
EP_Q	3.51	6.29%	3.3	85.7%	20.0%	11.0%	64.3%	0.79%	9.3%	1.99	-10.1%
ROE_Q	3.09	2.52%	1.1	60.3%	10.0%	1.8%	50.8%	0.09%	-0.5%	0.63	-25.8%
Comp	4.14	6.20%	2.8	80.2%	18.8%	10.0%	61.1%	0.69%	10.3%	1.87	-14.0%
TD/M	3.48	6.02%	3.7	82.5%	23.1%	14.0%	68.3%	1.04%	13.3%	3.28	-5.8%

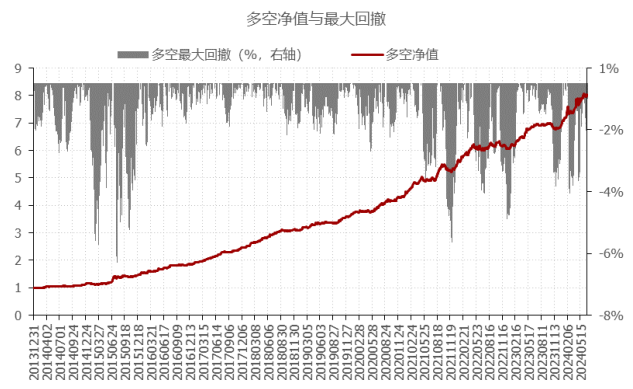
资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 17 全市场：TD/M 的 RankIC 序列



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 18 全市场：TD/M 多空净值与最大回撤



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 19 全市场：TD/M 因子多头分年度表现

	收益率	超额收益率				超额最大回撤			
	等权组合	TD/M	D/M	EP_Q	Comp	TD/M	D/M	EP_Q	Comp
2014年	45.6%	16.6%	16.4%	18.7%	11.2%	-3.4%	-4.7%	-5.2%	-5.8%
2015年	89.8%	30.1%	-12.2%	7.3%	-0.3%	-6.2%	-14.6%	-15.4%	-15.1%
2016年	-9.8%	14.1%	10.5%	11.0%	10.8%	-3.2%	-5.4%	-7.1%	-5.0%
2017年	-14.1%	17.9%	13.1%	24.2%	21.4%	-2.7%	-4.3%	-2.4%	-3.5%
2018年	-29.9%	8.7%	9.0%	8.8%	11.0%	-1.6%	-6.2%	-3.7%	-5.6%
2019年	28.3%	11.4%	1.9%	9.1%	8.3%	-4.5%	-4.5%	-4.1%	-5.2%
2020年	19.9%	10.7%	-4.9%	4.8%	3.7%	-3.7%	-9.3%	-3.0%	-4.3%
2021年	24.2%	17.4%	3.8%	6.0%	4.9%	-5.9%	-8.0%	-10.4%	-7.8%
2022年	-11.8%	10.6%	10.2%	12.5%	8.4%	-4.9%	-9.9%	-9.7%	-8.9%
2023年	7.7%	8.9%	7.0%	3.1%	5.4%	-3.7%	-3.5%	-6.6%	-5.8%
20240628	-19.1%	11.1%	8.2%	9.6%	12.9%	-2.3%	-4.5%	-4.5%	-5.3%
整体	9.2%	14.0%	6.9%	11.0%	10.0%	-6.1%	-14.5%	-15.4%	-15.0%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

从相关性看，TD/M 与传统因子中的单季度的 EP_Q 的相关性较高，因子的截面相关系数均值为 0.62。这一现象的一个重要原因是，为了充分利用公司发布的预告和快报中的盈利数据，我们采用了一种直接的方法来估算未分配利润的变动值：从公布的盈利数据中减去预估的盈余公积金提取额。同时，目前上市公司在利润分配策略上表现出较低的频率，常常每两到四个季度才进行一次利润分配。在没有进行利润分配的季度，单季度的未分配利润变动值极有可能等同于该季度入账的净利润。

图表 20 全市场：TD/M 因子与传统因子的因子相关性

	D/M	EP_Q	ROE_Q	Comp	TD/M
D/M	1	0.33	0.16	0.62	0.29
EP_Q	0.33	1	0.55	0.82	0.62
ROE_Q	0.16	0.55	1	0.64	0.29
Comp	0.62	0.82	0.64	1	0.56
TD/M	0.29	0.62	0.29	0.56	1

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

展望未来，随着新“国九条”政策的推行，政策鼓励、引导上市公司一年多次分红、预分红以及春节前的分红行为。随着上市公司分红频次的增加，未分配利润的变动值将能更准确地反映公司实时的账面现金状况，从中得到更为及时和有价值的财务信息。

3.2 基于生命周期分域的利润分配决策

在前面的讨论中，我们提出了一个假设，即“全市场所有公司的利润分配决策具有相似性”。然而，这种一概而论的方法可能忽略了公司个体间的差异和它们所处发展阶段的特定需求。为了更精确地理解不同公司的分红行为，本节我们将采用更为细化的分析框架。具体来说，我们将企业按照它们的生命周期进行分类。这一方法基于一个核心假设：**分红决策与企业所处的生命周期阶段密切相关。处于相同生命周期阶段的企业，由于它们面临的市场环境、资本需求和风险状况具有共性，因此更可能采取类似的利润分配策略。**例如，成长型企业可能更倾向于将利润再投资以支持快速扩张，而成熟期企业可能更注重通过分红来回报股东。同样，初创期和衰退期的企业可能有着不同的现金流管理和财务策略，这也将影响它们的利润分配决策。

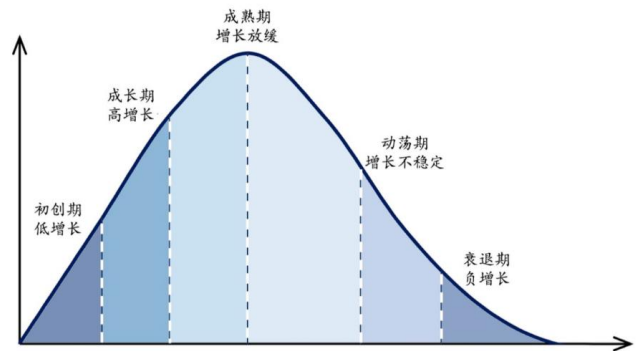
我们主要参考现金流符号法（Dickinson,2011）对企业生命周期进行定量划分，根据融资现金流净额、经营现金流净额和投资现金流净额的正负号将企业划分到初创期、成长期、成熟期、动荡期和衰退期，详见报告《企业生命周期理论如何运用在选股中？——量化基本面系列报告之五》（20210523 发布）。

图表 21 Dickinson 现金流划分企业生命周期

现金流类型	初创	成长	成熟	动荡		衰退
经营	-	+	+	-	+	-
投资	-	-	-	+	+	+
融资	+	+	-	-	+	-

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 22 企业生命周期理论示意图



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

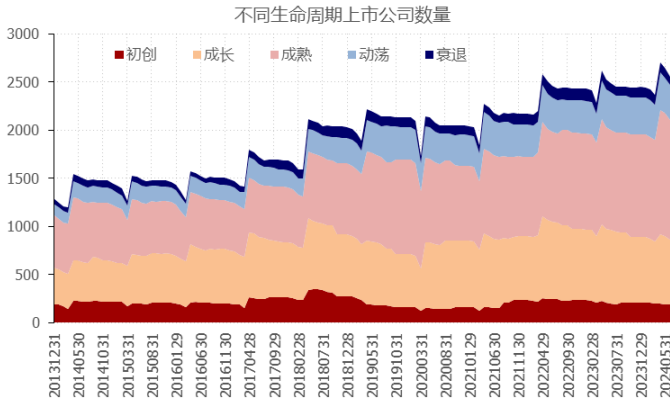
按期企业所属的生命周期进行分域建模，模型回归结果见图表 23-图表 25:

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

- (1) A 股上市公司的有效样本中，处于成熟和成长期的企业占比相对较高，分别为 32.0%、38.9%，处于初创和动荡期的样本占比类似，分别为 11.4% 和 13.2%，衰退期的样本占比最少，仅为 4.6%；
- (2) 从模型的回归情况看，全部模型时序 R2 均值为 0.664 (vs 全域 0.658)，成长和成熟域的模型相对最稳定，R2 均值分别为 0.684 和 0.675，R2 的标准差分别为 0.029 和 0.024，波动明显低于初创期、动荡期。衰退期由于样本量较小，整体稳定性较差；
- (3) 与不考虑领域划分的情况相似，相似，未分配利润对现金股利的解释力度

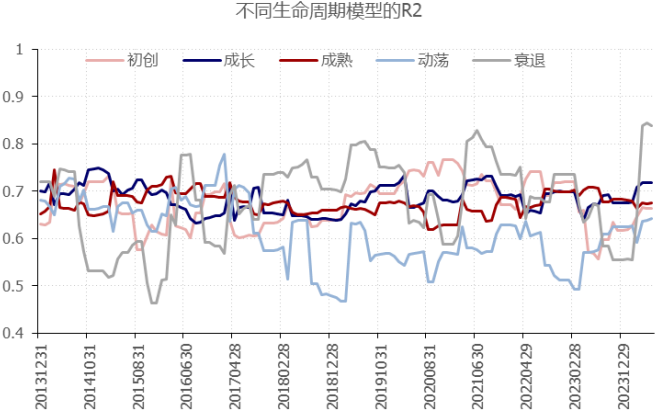
稳定且显著。 ROE 在成长和成熟期的企业模型中表现出较高的显著性，而在生命周期的两端——初创期和衰退期—— ROE 对现金股利的负面影响概率较高，分别为 30%和 10%，表明在初创期和衰退期的企业在进行利润分配时，更容易受到其盈利能力的影响。杠杆 D/A 在初创期和成长期的模型中较为显著，但在成熟期和动荡期，由于企业对现金流敏感，负债更可能成为发放现金股利的限制因素。

图表 23 不同生命周期的上市公司数量占比 (%)



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 24 不同生命周期模型的 R2



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 25 生命周期分域：回归结果汇总

生命周期		初创	成长	成熟	动荡	衰退
	样本占比	11.4%	32.0%	38.9%	13.2%	4.6%
R2	R2均值	0.673	0.684	0.675	0.611	0.678
	R2标准差	0.051	0.029	0.024	0.067	0.090
UndistributedDiff	t均值	16.03	28.97	32.67	15.10	10.13
	系数均值	0.73	0.76	0.77	0.69	0.73
ROE	t均值	1.05	2.16	4.26	3.79	1.17
	系数均值	0.05	0.05	0.10	0.16	0.09
	负值概率	29.9%	8.7%	1.6%	0.8%	10.2%
D/A	t均值	3.03	3.92	1.49	1.14	1.62
	系数均值	0.13	0.10	0.03	0.05	0.12
	负值概率	0.8%	0.0%	17.3%	18.1%	3.9%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

基于生命周期分域得到 TD/M 因子的整体表现与全市场分域下基本差不多，并未见明显提升。分年度看，基于生命周期分域的因子的年度超额表现与不分域的情况相似，年度超额更平滑稳定，但较全 A 等权的超额最大回撤略高于不分域（全市场）计算的 TD/M 因子。

图表 26 生命周期分域：TD/M 因子的表现

分域	因子	t均值	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年化	多头年化超额	多头胜率	多头超额均值	多空年化超额	多空夏普	多空最大回撤
全市场	TD/M_all	3.48	6.02%	3.7	82.5%	23.1%	14.0%	68.3%	1.04%	13.3%	3.28	-5.8%
生命周期	TD/M_stage	3.59	6.05%	3.7	85.7%	22.7%	13.6%	65.9%	0.99%	14.1%	3.37	-6.2%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 27 生命周期分域 vs 全市场回归，TD/M 因子的分年度表现

	超额收益率		超额最大回撤		调仓超额均值-等权	
	全市场	生命周期	全市场	生命周期	全市场	生命周期
2014年	16.6%	14.6%	-3.4%	-3.2%	1.15%	1.02%
2015年	30.1%	25.9%	-6.2%	-7.4%	1.19%	0.92%
2016年	14.1%	12.0%	-3.2%	-4.5%	1.04%	0.79%
2017年	17.9%	17.9%	-2.7%	-3.4%	1.46%	1.36%
2018年	8.7%	10.4%	-1.6%	-2.3%	0.79%	0.95%
2019年	11.4%	10.4%	-4.5%	-4.3%	0.65%	0.56%
2020年	10.7%	10.9%	-3.7%	-3.8%	0.93%	0.94%
2021年	17.4%	15.9%	-5.9%	-6.2%	1.08%	0.97%
2022年	10.6%	12.3%	-4.9%	-6.0%	0.68%	0.82%
2023年	8.9%	8.7%	-3.7%	-4.2%	0.64%	0.64%
20240628	11.1%	11.2%	-2.3%	-2.9%	1.32%	1.31%
整体	14.0%	13.6%	-6.1%	-7.5%	1.04%	0.99%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

基于生命周期分域得到的 TD/M 因子 (TD/M_stage) 与传统因子的相关性并未明显下降，与 EP_Q 的因子相关性为 0.61 (vs 0.62)，与 TD/M_all 的相关性为 0.95。

图表 28 生命周期分域：TD/M 因子与传统因子的因子相关性

	D/M	EP_Q	ROE_Q	Comp	TD/M_all	TD/M_stage
D/M	1	0.33	0.16	0.62	0.29	0.32
EP_Q	0.33	1	0.55	0.82	0.62	0.61
ROE_Q	0.16	0.55	1	0.64	0.29	0.28
Comp	0.62	0.82	0.64	1	0.56	0.55
TD/M_all	0.29	0.62	0.29	0.56	1	0.95
TD/M_stage	0.32	0.61	0.28	0.55	0.95	1

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

3.3 基于行业分域的利润分配决策

上市公司的利润分配策略往往与其所处的行业特性紧密相关。一般而言，传统行业和周期性行业的公司在分红上表现得相对慷慨。这些行业通常具有较为稳定的现金流和成熟的盈利模式，例如煤炭、银行、石油石化、纺织服装、家用电器、食品饮料等。在这些行业中，公司可能更倾向于通过现金分红来回馈投资者。鉴于不同行业在经营属性和盈利模式上的差异，我们将按照企业所属的行业（中性一级行业）进行细致的分域建模，探究和比较不同行业的公司在利润分配策略上的差异和特点，为理解上市公司如何平衡短期现金回报与长期增长潜力提供新的视角。

$$D = b1 * UndistributedDiff + b2 * ROE + b3 * D/A$$

按期企业所属的行业进行分域建模，模型回归结果见图表 29:

- (1) 全部模型的 R2 时序均值为 0.636，略低于基于生命周期回归的 R2 水平 (0.664) 和全域回归的 0.658;
- (2) 传统、盈利模式稳定的行业的拟合度更高且更稳定，如银行、建筑、石油石化、食品饮料等，TMT 行业整体的拟合度较低且时序波动大;
- (3) 整体而言，ROE 和 D/A 在不同行业中对利润分配决策的影响存在显著差异。在某些行业，如通信和石化，较高的盈利能力 (ROE) 可能会导致现金分红的减少，企业倾向于将利润再投资以追求增长和竞争优势，而不是将其作为股利分配给股东。相对地，在对现金流依赖性较高的行业，如食品饮料、交运、汽车、电子和纺织服装，企业的杠杆水平 (D/A) 可能会限制其现金股利分配的能力，较高的负债水平可能迫使企业保留更多的现金以满足债务偿还或者低成本扩张的需求，从而减少了可用于分红的现金流量。

图表 29 一级行业分域：回归结果汇总

	占比	R2		UndistributedDiff				ROE				D/A					
		均值	标准差	t均值	t标准差	均值	标准差	t均值	t标准差	均值	标准差	系数为负	t均值	t标准差	均值	标准差	系数为负
银行	1.3%	0.888	0.051	12.05	7.07	0.854	0.174	1.06	0.74	0.078	0.046	49.6%	1.43	1.04	0.163	0.171	67.7%
建筑	3.8%	0.772	0.057	12.73	2.05	0.851	0.056	1.01	0.73	0.066	0.048	46.5%	0.91	0.68	0.058	0.039	20.5%
石油石化	1.2%	0.771	0.140	8.04	3.31	0.861	0.171	0.76	0.57	0.088	0.062	65.4%	1.00	0.76	0.106	0.076	45.7%
食品饮料	2.9%	0.761	0.058	9.66	2.39	0.742	0.082	2.67	1.77	0.196	0.102	1.6%	1.20	0.99	0.075	0.055	89.0%
房地产	3.9%	0.722	0.090	11.25	2.90	0.800	0.088	1.43	0.94	0.105	0.085	9.4%	0.84	0.64	0.061	0.054	33.9%
建材	2.2%	0.721	0.093	8.31	1.86	0.789	0.087	1.34	0.79	0.132	0.077	11.0%	1.44	1.03	0.124	0.084	85.8%
家电	2.1%	0.712	0.067	6.18	1.62	0.692	0.111	2.44	1.07	0.264	0.113	1.6%	0.68	0.58	0.071	0.060	44.1%
煤炭	0.8%	0.707	0.099	4.60	1.54	0.832	0.275	0.83	0.64	0.193	0.197	46.5%	0.91	0.65	0.162	0.128	85.0%
钢铁	1.1%	0.693	0.105	5.67	1.70	0.774	0.106	0.83	0.57	0.140	0.117	29.9%	1.31	0.97	0.172	0.116	42.5%
交通运输	3.8%	0.686	0.096	11.13	2.17	0.786	0.062	1.00	0.66	0.075	0.052	13.4%	1.09	0.68	0.071	0.043	96.1%
非银	1.8%	0.685	0.111	5.55	2.33	0.631	0.163	0.99	0.90	0.126	0.130	26.8%	2.28	0.60	0.253	0.069	2.4%
消费者服务	0.9%	0.656	0.133	3.63	1.40	0.717	0.188	1.17	0.96	0.241	0.169	43.3%	0.95	0.67	0.189	0.143	33.9%
公用事业	4.6%	0.652	0.057	11.11	2.32	0.769	0.066	0.96	0.85	0.066	0.054	39.4%	1.05	0.60	0.074	0.051	50.4%
汽车	4.6%	0.636	0.084	10.28	2.01	0.786	0.079	0.94	0.74	0.075	0.062	15.7%	0.81	0.58	0.058	0.040	81.1%
通信	2.7%	0.626	0.145	8.60	2.75	0.790	0.123	0.65	0.51	0.062	0.061	61.4%	0.79	0.50	0.078	0.056	60.6%
综合	0.8%	0.619	0.200	3.40	1.47	0.665	0.200	1.02	0.66	0.221	0.202	32.3%	0.85	0.89	0.162	0.165	24.4%
电子	6.7%	0.616	0.059	11.96	3.78	0.711	0.094	2.31	1.11	0.160	0.136	3.1%	2.07	1.05	0.116	0.058	100.0%
电新	5.5%	0.614	0.053	10.83	3.02	0.729	0.074	1.52	1.01	0.109	0.085	10.2%	1.06	0.77	0.066	0.042	66.1%
农林牧渔	2.0%	0.603	0.109	5.80	1.47	0.687	0.113	1.29	0.82	0.159	0.104	7.1%	0.75	0.56	0.086	0.061	47.2%
有色金属	2.2%	0.593	0.084	6.84	1.82	0.733	0.080	0.90	0.78	0.094	0.072	36.2%	0.49	0.38	0.053	0.042	42.5%
医药	9.0%	0.569	0.039	12.89	3.10	0.693	0.059	2.11	1.30	0.118	0.071	7.9%	1.24	0.97	0.068	0.065	89.8%
国防军工	2.0%	0.543	0.122	5.23	1.76	0.693	0.112	0.84	0.60	0.105	0.070	36.2%	0.72	0.65	0.090	0.072	34.6%
基础化工	8.3%	0.541	0.049	11.55	3.25	0.661	0.056	1.87	0.97	0.110	0.052	1.6%	0.83	0.48	0.047	0.029	26.8%
机械	9.3%	0.536	0.059	11.33	2.43	0.647	0.062	2.48	1.36	0.135	0.061	4.7%	0.92	0.45	0.051	0.028	44.9%
轻工制造	2.7%	0.533	0.101	5.59	1.66	0.616	0.134	1.61	0.88	0.187	0.119	11.0%	0.64	0.43	0.072	0.059	40.2%
传媒	2.9%	0.517	0.116	6.21	1.82	0.616	0.130	1.45	0.98	0.152	0.111	13.4%	0.99	0.60	0.095	0.065	70.9%
计算机	5.9%	0.503	0.076	9.14	1.83	0.640	0.073	2.08	1.10	0.144	0.074	5.5%	0.75	0.61	0.049	0.037	67.7%
商贸零售	2.9%	0.498	0.099	5.70	1.14	0.613	0.094	1.61	0.91	0.169	0.090	4.7%	0.98	0.60	0.102	0.061	22.8%
纺织服装	2.2%	0.479	0.080	4.42	0.97	0.593	0.118	1.99	0.96	0.260	0.119	3.9%	0.73	0.56	0.096	0.080	81.1%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

基于中信一级行业分域得到的 TD/M 因子的 ICIR 和 IC 胜率有所提高，但多头表现并无明显变化，分年度超额最大回撤略高于基于全域和生命周期构造的模型。TD/M_ind 与传统因子的相关性略有下降，与 EP_Q 的相关性降至了 0.59，与合成因子 Comp 的相关性维持在 0.56。

图表 30 行业分域：TD/M 因子的表现

分域	因子	t均值	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年 化	多头年 化超 额	多头胜 率	多头超 额均 值	多空年 化超 额	多空夏 普	多空最大 回撤
全市场	TD/M_all	3.48	6.02%	3.7	82.5%	23.1%	14.0%	68.3%	1.04%	13.3%	3.28	-5.8%
生命周期	TD/M_stage	3.59	6.05%	3.7	85.7%	22.7%	13.6%	65.9%	0.99%	14.1%	3.37	-6.2%
中信一级	TD/M_ind	2.95	5.93%	4.1	89.7%	22.0%	12.9%	66.7%	0.93%	12.3%	3.41	-5.3%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 31 不同分域下，TD/M 因子的分年度表现

	超额收益率			超额最大回撤			调仓超额均值-等权		
	全市场	生命周期	行业	全市场	生命周期	行业	全市场	生命周期	行业
2014年	16.6%	14.6%	19.7%	-3.4%	-3.2%	-3.3%	1.15%	1.02%	1.42%
2015年	30.1%	25.9%	15.4%	-6.2%	-7.4%	-9.7%	1.19%	0.92%	0.58%
2016年	14.1%	12.0%	13.7%	-3.2%	-4.5%	-3.7%	1.04%	0.79%	0.89%
2017年	17.9%	17.9%	15.9%	-2.7%	-3.4%	-3.2%	1.46%	1.36%	1.19%
2018年	8.7%	10.4%	10.8%	-1.6%	-2.3%	-3.1%	0.79%	0.95%	0.96%
2019年	11.4%	10.4%	7.6%	-4.5%	-4.3%	-4.9%	0.65%	0.56%	0.33%
2020年	10.7%	10.9%	10.3%	-3.7%	-3.8%	-5.5%	0.93%	0.94%	0.87%
2021年	17.4%	15.9%	14.6%	-5.9%	-6.2%	-5.5%	1.08%	0.97%	0.87%
2022年	10.6%	12.3%	12.9%	-4.9%	-6.0%	-7.1%	0.68%	0.82%	0.79%
2023年	8.9%	8.7%	6.8%	-3.7%	-4.2%	-4.0%	0.64%	0.64%	0.54%
20240628	11.1%	11.2%	11.5%	-2.9%	-2.9%	-3.5%	1.32%	1.31%	1.32%
整体	14.0%	13.6%	12.9%	-6.1%	-7.5%	-9.7%	1.04%	0.99%	0.93%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

图表 32 行业分域：TD/M 因子与传统因子的因子相关性

	D/M	EP_Q	ROE_Q	Comp	TD/M_all	TD/M_stage	TD/M_ind
D/M	1	0.33	0.16	0.62	0.29	0.32	0.32
EP_Q	0.33	1	0.55	0.82	0.62	0.61	0.59
ROE_Q	0.16	0.55	1	0.64	0.29	0.28	0.30
Comp	0.62	0.82	0.64	1	0.56	0.55	0.56
TD/M_all	0.29	0.62	0.29	0.56	1	0.95	0.89
TD/M_stage	0.32	0.61	0.28	0.55	0.95	1	0.86
TD/M_ind	0.32	0.59	0.30	0.56	0.89	0.86	1

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

4 TD/M 因子在不同指数域的贡献

为了检验 TD/M 因子对不同指数域的表现，我们分别测试前边构造的 TD/M 因子在沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 指数域的表现，以及 TD/M_all 因子在这几个指数域的指增增强组合的表现。调仓频率为月频。

在所有指数域，基于三种不同分域模式下得到的 TD/M 因子在所有指数域都有一定的选股能力，在中小市值股票池的表现较为出色。TD/M_all 在沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 的 Rank IC 分别为 4.5%、5.1%、6.4%和 6.6%，ICIR 分别为 1.82、2.37、3.40 和 4.08，多头年化超额分别为 11.51%、12.71%、18.42%和 21.04%，多头年度胜率分别为 82%、100%、100%和 100%。从指增策略的表现看，基于 TD/M_all 的指增策略在所有指数域都有 alpha，沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 的指增增强组合的年化超额分别为 6.57%、10.10%、13.47%和 17.77%。

图表 33 TD/M 因子在全 A 中的表现 (2013.12.31-2024.06.28)

因子	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年 化	多头年 化超额	多头 胜率	多头 夏普	多头回 撤	多空 回撤	年度胜 率
TD/M_all	6.0%	3.71	82.5	23.12	13.97	68.3	0.77	-48.0	-5.8	100%
TD/M_stage	6.1%	3.74	85.7	22.70	13.57	65.9	0.77	-47.2	-6.2	100%
TD/M_ind	5.9%	4.08	89.7	22.01	12.93	66.7	0.77	-45.5	-5.3	100%

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

4.1 TD/M 因子在沪深 300 指数中的表现

首先, 测试前边构造 TD/M 因子在沪深 300 指数域的表现、基于 TD/M_all 因子构建的沪深 300 指增策略的表现。

沪深 300 指数增强策略的具体细节如下:

- 股票池: 全市场 A 股, 剔除 ST、涨跌停、停牌、上市不满 90 天、摘帽不足 30 天的股票
- 回测时间区间: 2013 年 12 月 31 日 - 2024 年 6 月 28 日
- 调仓频率: 月末调仓
- 基准: 中信一级行业、市值暴露、个股权重均以沪深 300 指数为基准
- 约束上下限: 80% 成分股约束, 个股偏离幅度 1.5%, 行业暴露偏离 1%, 市值暴露偏离 0.2, 个股权重上限 5%
- 成交价格: 收盘价卖出, 均价买入

TD/M 因子在沪深 300 指数域的表现较平庸, TD/M_all 的 Rank IC 为 4.5%, 多头相对基准指数的年化超额 11.51%, 近 11 年的年度胜率为 82%; 基于沪深 300 的指增增强组合的年化超额收益为 6.57%, 年度胜率为 91%, 今年的超额最大回撤为 -2.56%。

图表 34 TD/M 因子在沪深 300 中的表现 (2013.12.31-2024.06.28)

因子	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年 化	多头年 化超额	多头 胜率	多头 夏普	多头回 撤	多空 回撤	年度胜 率
TD/M_all	4.5%	1.82	67.7	15.91	11.51	63.5	0.59	-37.2	-12.9	82%
TD/M_stage	4.1%	1.71	66.9	15.33	10.94	68.3	0.58	-37.8	-17.1	91%
TD/M_ind	4.0%	1.81	70.1	13.37	9.06	61.1	0.53	-35.7	-10.1	91%

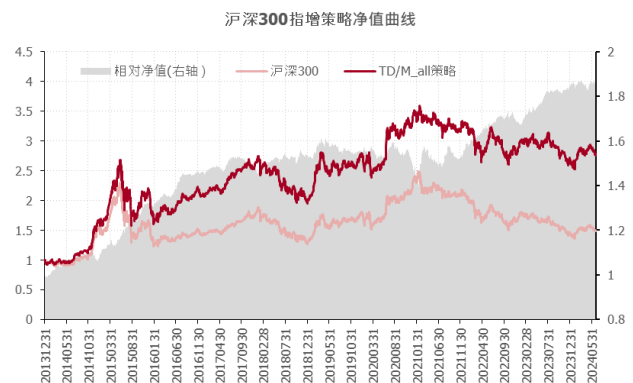
资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 35 基于 TD/M 因子的沪深 300 指增策略的表现

	TD/M_all					
	组合	基准	超额收益	超额回撤	信息比	月超额均值
2014年	61.41	51.66	9.75	-3.62	1.8	0.549
2015年	31.19	5.58	25.61	-2.99	3.4	1.671
2016年	-1.84	-11.28	9.44	-1.79	2.9	1.071
2017年	22.67	21.78	0.89	-4.48	0.2	0.099
2018年	-22.17	-25.31	3.14	-3.15	0.9	0.422
2019年	38.20	36.07	2.13	-4.67	0.4	0.291
2020年	22.07	27.21	-5.14	-6.27	-0.9	-0.260
2021年	-1.05	-5.20	4.15	-6.65	0.5	0.720
2022年	-15.30	-21.63	6.33	-3.16	1.6	0.567
2023年	-3.31	-11.38	8.07	-1.63	3.1	0.842
20240628	2.33	0.89	1.44	-2.56	0.7	0.133
整体	10.52	3.95	6.57	-14.03	1.2	0.505

资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

图表 36 沪深 300 指增策略净值曲线



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

4.2 TD/M 因子在中证 500 指数中的表现

中证 500 指数增强策略的具体细节如下：

- 回测时间区间：2013 年 1 月 1 日 - 2023 年 10 月 31 日
- 基准：中信一级行业、市值暴露、个股权重均以中证 500 指数为基准
- 约束上下限：80%成分股约束，个股偏离幅度 1%，行业暴露偏离 1%，市值暴露偏离 0.2，个股权重上限 2%
- 其余与沪深 300 指数增强策略的逻辑一致。

TD/M 因子在中证 500 指数域的表现好于沪深 300 指数域，TD/M_all 的 Rank IC 为 5.1%，多头相对基准指数的年化超额 12.71%，近 11 年的年度胜率为 100%；基于中证 500 的指增增强组合的年化超额收益为 10.10%，年度胜率为 100%，今年的超额最大回撤为-2.80%。

图表 37 TD/M 因子在中证 500 中的表现（2013.12.31-2024.06.28）

因子	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年化	多头年化超额	多头胜率	多头夏普	多头回撤	多空回撤	年度胜率
TD/M_all	5.1%	2.37	76.4	15.57	12.71	68.3	0.51	-48.4	-17.3	100%
TD/M_stage	5.2%	2.47	77.2	14.44	11.61	62.7	0.48	-47.0	-15.4	100%
TD/M_ind	4.8%	2.46	73.2	13.43	10.63	62.7	0.45	-46.0	-11.8	82%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 38 基于 TD/M 因子的中证 500 指增策略的表现

	TD/M_all					
	组合	基准	超额收益	超额回撤	信息比	月超额均值
2014年	48.75	39.01	9.74	-2.58	1.7	0.699
2015年	76.29	43.12	33.17	-7.02	2.2	1.836
2016年	-5.60	-17.78	12.18	-1.50	3.4	1.159
2017年	13.94	-0.20	14.14	-1.26	4.2	1.003
2018年	-26.68	-33.32	6.64	-1.76	2.4	0.867
2019年	31.55	26.38	5.17	-4.92	0.7	0.337
2020年	21.41	20.87	0.54	-6.09	0.1	0.272
2021年	24.51	15.59	8.92	-7.08	1.0	0.763
2022年	-13.31	-20.31	7.00	-5.24	1.4	0.389
2023年	-3.03	-7.42	4.39	-3.24	1.2	0.363
20240628	-2.58	-8.96	6.38	-2.80	3.4	0.192
整体	12.63	2.53	10.10	-7.07	1.6	0.757

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 39 中证 500 指增策略净值曲线



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

4.3 TD/M 因子在中证 1000 指数中的表现

中证 1000 指数增强策略的具体细节如下：

- 回测时间区间：2014 年 10 月 31 日 - 2024 年 6 月 28 日
- 基准：中信一级行业、市值暴露、个股权重均以中证 1000 指数为基准
- 约束上下限：80%成分股约束，个股偏离幅度 0.5%，行业暴露偏离 1%，市值暴露偏离 0.2，个股权重上限 2%
- 其余与沪深 300 指数增强策略的逻辑一致

TD/M 因子在中证 1000 指数域的表现较好且稳定，*TD/M_all* 的 Rank IC 为 6.4%，多头相对基准指数的年化超额 18.42%，近 11 年的年度胜率为 100%；基于中证 1000 的指增增强组合的年化超额收益为 13.47%，年度胜率为 100%，今年的超额收益为 9.52%，超额最大回撤为-3.45%。

图表 40 *TD/M* 因子在中证 1000 中的表现 (2014.10.31-2024.06.28)

因子	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年 化	多头年 化超额	多头 胜率	多头 夏普	多头回 撤	多空 回撤	年度胜 率
TD/M_all	6.4%	3.40	81.2	15.46	18.42	76.7	0.47	-49.0	-8.9	100%
TD/M_stage	6.3%	3.34	80.3	15.97	18.94	74.1	0.5	-50.5	-7.8	100%
TD/M_ind	6.3%	3.57	82.9	13.74	16.65	74.1	0.4	-48.9	-9.2	100%

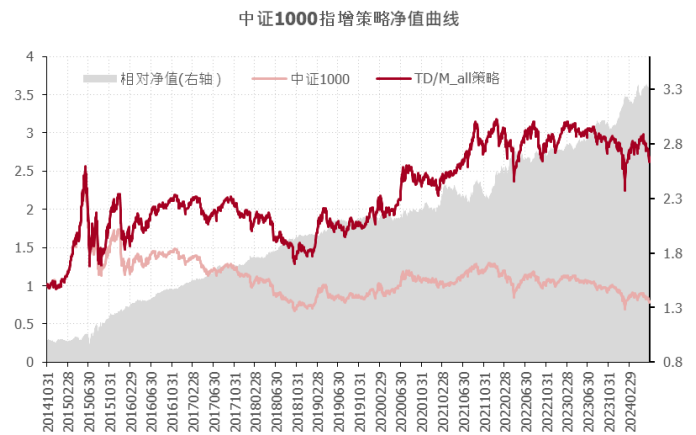
资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

图表 41 基于 *TD/M* 因子的中证 1000 指增策略的表现

	TD/M_all					
	组合	基准	超额收益	超额回撤	信息比	月超额均值
2014年	-2.49	-2.92	0.43	-2.87	0.6	0.190
2015年	122.19	76.10	46.09	-8.38	2.3	2.130
2016年	-5.12	-20.01	14.89	-1.67	4.5	1.442
2017年	-6.63	-17.35	10.72	-1.42	4.1	0.970
2018年	-27.32	-36.87	9.55	-1.53	3.5	0.950
2019年	37.02	25.67	11.35	-2.78	1.6	0.664
2020年	23.44	19.39	4.05	-4.97	0.5	0.526
2021年	31.81	20.52	11.29	-7.69	1.1	0.792
2022年	-10.40	-21.58	11.18	-6.06	1.9	0.696
2023年	3.11	-6.28	9.39	-2.93	2.4	0.855
20240628	-7.32	-16.84	9.52	-3.45	4.5	0.879
整体	10.98	-2.49	13.47	-8.35	2.0	1.033

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 42 中证 1000 指增策略净值曲线



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

4.4 *TD/M* 因子在国证 2000 指数中的表现

国证 2000 指数增强策略的具体细节如下：

- 回测时间区间：2014 年 03 月 31 日 - 2024 年 6 月 28 日
- 基准：中信一级行业、市值暴露、个股权重均以国证 2000 指数为基准
- 约束上下限：80%成分股约束，个股偏离幅度 0.5%，行业暴露偏离 1%，市值暴露偏离 0.2，个股权重上限 2%
- 其余与沪深 300 指数增强策略的逻辑一致

TD/M 因子在国证 2000 指数域的表现出色，*TD/M_all* 的 Rank IC 为 6.6%，多头相对基准指数的年化超额 21.04%，近 11 年的年度胜率为 100%；基于国证 2000 的指增增强组合的年化超额收益为 17.77%，年度胜率为 100%，今年的超额收益为 9.89%，超额最大回撤为-3.49%。

图表 43 TD/M 因子在国证 2000 中的表现 (2014.10.31-2024.06.28)

因子	RankIC	ICIR	IC胜率	多头年 化	多头年 化超额	多头 胜率	多头 夏普	多头回 撤	多空 回撤	年度胜 率
TD/M_all	6.6%	4.08	87.9	26.21	21.04	83.7	0.9	-48.9	-7.0	100%
TD/M_stage	6.7%	4.20	89.5	26.17	21.00	84.6	0.9	-50.4	-5.9	100%
TD/M_ind	6.5%	4.21	87.9	23.88	18.81	79.7	0.8	-49.2	-7.1	100%

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 44 基于 TD/M 因子的国证 2000 指增策略的表现

	TD/M_all					
	组合	基准	超额收益	超额回撤	信息比	月超额均值
2014年	46.80	36.14	10.66	-1.71	3.0	0.838
2015年	143.93	88.14	55.79	-9.36	2.5	2.373
2016年	5.97	-12.14	18.11	-1.37	4.8	1.683
2017年	-2.67	-16.91	14.24	-1.35	5.1	1.287
2018年	-17.08	-33.77	16.69	-1.04	6.2	1.637
2019年	40.55	23.45	17.10	-2.37	2.3	1.003
2020年	32.61	16.87	15.74	-3.30	2.0	1.288
2021年	38.58	29.19	9.39	-8.10	0.9	0.545
2022年	-7.45	-17.20	9.75	-5.95	1.7	0.592
2023年	10.38	-1.16	11.54	-4.48	2.8	0.926
20240628	-9.78	-19.67	9.89	-3.49	4.4	1.066
整体	22.04	4.27	17.77	-9.36	2.6	1.272

资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

图表 45 国证 2000 指增策略净值曲线



资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所

5 总结

新规激发市场活力: 上市公司积极响应分红新规, 通过提高现金分红比例和回购注销股票, 增强投资者信心。A 股市场分红比例逐年上升, 但与美股相比, 回购规模较小。新“国九条”政策鼓励合理分红, 强化监管, 促进资本市场高质量发展。

基于利润分配视角的企业分红模型: 企业在制定分红决策时, 必须综合考虑自身的盈利能力、增长潜力和财务健康状况, 以做出最优决策, 平衡短期投资者回报与长期发展需求。我们将影响企业利润分配策略的因素归纳为三个方面: 企业的分红能力、分红的主观意愿和客观意愿。分红能力的衡量采用未分配利润的边际变化值, 而主观分红意愿则通过企业的盈利能力 (ROE) 和资本结构 (D/A) 来体现。客观分红意愿则通过控制时间和分领域来体现。最终, 基于未分配利润的累计值 (UndistributedDiff)、最新的 ROE 和 D/A 值来拟合企业的现金分红 (D), 建立截面回归模型。

高频“理论分红”估计模型构建: 通过回归模型得到的系数季频估计企业理论可用于分红的现金流, “理论分红”。该模型不仅利用了年报数据, 还整合了包含预告、快报的季度财务信息, 更高频地捕捉企业的利润分配行为, 为投资者提供了一个前瞻性指标。

行业与生命周期视角下的企业利润分配决策: 根据上述建立的回归模型和估计方法, 针对不同领域进行分域建模。数据涵盖了从 2013 年 12 月 31 日至 2024 年 6 月 30 日的周期, 在每个月末进行回归分析和计算。

(1) **全域建模:** 假设全市场所有公司的利润分配决策具有相似性, 我们对全 A 建立模型进行估算。全域建模模型整体解释力度为 0.658, 三个自变量对利润分配策略都有解释性, 但起主要作用的还是未分配利润的变动项, 这与

之前的逻辑一致，在没有强制分红规定的地区，上市公司的分红策略主要取决于公司的利润累计。

- (2) **生命周期分域**: 分红决策与企业所处的生命周期阶段密切相关。全部模型时序 R2 均值为 **0.664** (vs 全域 0.658)，成长和成熟域模型相对最稳定，波动明显低于初创期、动荡期。衰退期由于样本量较小，整体稳定性较差；与不考虑领域划分的情况相似，相似，未分配利润对现金股利的解释力度稳定且显著，在初创期和衰退期的企业在进行利润分配时，更容易受到其盈利能力的影响；在成熟期和动荡期，由于企业对现金流敏感，负债更可能成为发放现金股利的限制因素。
- (3) **中信一级行业分域建模**: 全部模型的 R2 时序均值为 0.636，略低于基于生命周期回归的 R2 水平 (0.664) 和全域回归的 0.658；传统、盈利模式稳定的行业的拟合度更高且更稳定，TMT 行业整体的拟合度较低且时序波动大；ROE 和 D/A 在不同行业中对利润分配决策的影响存在显著差异，在对现金流依赖性较高的行业，企业的杠杆水平 (D/A) 可能会限制其现金股利分配的能力。
- (4) **基于全市场、生命周期和行业分域估计的“理论分红/市值”因子 (TD/M)** 均有一定的收益预测能力: TD/M_all、TD/M_stage、TD/M_ind 在全 A 的 Rank IC 分别为 6.0%、6.1% 和 5.9%，ICIR 分别为 3.71、3.74 和 4.08，多头年化超额分别为 13.97%、13.57% 和 12.93%。

不同指数域的表现: 在所有指数域，基于三种不同分域模式下得到的 TD/M 因子在所有指数域都有一定的选股能力，在中小市值股票池的表现较为出色。TD/M_all 在沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 的 Rank IC 分别为 4.5%、5.1%、6.4% 和 6.6%，ICIR 分别为 1.82、2.37、3.40 和 4.08，多头年化超额分别为 11.51%、12.71%、18.42% 和 21.04%，多头年度胜率分别为 82%、100%、100% 和 100%。从指增策略的表现看，基于 TD/M_all 的指增策略在所有指数域都有 alpha，沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 的指增增强组合的年化超额分别为 6.57%、10.10%、13.47% 和 17.77%。

展望未来，随着上市公司对监管政策的快速响应和对股东回报重视程度的提升，将会有更多的公司加入分红行列，也促使一些公司改变了分红习惯，从而更好地满足投资者的期望和市场的要求，更有助于构建一个更加稳定和可预测的股东回报环境。投资者可以期待更加持续和透明的分红流，这不仅增加了投资吸引力，也提高了市场的整体效率。此外，新“国九条”政策的实施还可能对公司的财务决策和资金分配产生深远影响。公司可能需要重新评估其扩张计划以及现金流等要素，以确保在满足分红要求的同时，仍能保持长期增长和竞争力，确保公司的可持续发展，增强投资者的预期。

风险提示:

量化模型基于历史数据，过去的回测业绩不代表未来；量化模型本身存在失效的风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。