

银行业 | 行业深度研究报告

证券研究报告

2025年10月25日

行业深度研究报告 ——

破晓时分：2025中期银行业绩修复与价值回归解析

证券分析师： 夏聿印
分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦
一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 经济稳中有进，增量政策持续落地

前三季度经济运行总体平稳，GDP（不变价格）同比+5.2%，但Q3单季GDP同比+4.80%，下行压力有所加大。内需核心矛盾仍存，消费与投资仍待加强。货币政策维持“适度宽松”基调，央行三季度货币政策例会更加强调“落实落细”。“更加积极”的财政政策延续，政策重点在扩内需、惠民生、化风险。

➤ 扩表速度加快，主动负债占比提升

资产端，上市银行整体扩表加速，2025H1末上市银行总资产同比+9.60%至321.33万亿元，增速较一季度+2.10pct；其中信贷资产同比+7.96%至184.38万亿元，金融投资同比+14.88%至97.49万亿元，对扩表提速形成主要支撑。信贷对公强、个贷弱趋势延续，新增贷款中个贷增量占比仅约10.61%。**负债端**，低基数效应下存款增速修复，2025H1末上市银行存款总额同比+8.31%至216.13万亿元，增速较一季度+2.13pct；银行主动负债意愿增强，同业负债、应付债券占比较年初分别提升至13.41%、8.32%。

➤ 业绩增速回正，息差降幅有所趋稳

营收、PPOP、归母净利润同比分别+1.04%、+1.14%、+0.80%，增速均转正。从业绩归因来看，息差仍是最大拖累，负贡献2106亿元；中收、投资分别贡献121、46亿元，较一季度的-16、-305亿元大幅回正；拨备计提拖累96亿元，较一季度的贡献84亿元转负。

➤ 资产质量改善，现金分红持续增加

整体资产质量指标向好，2025H1末上市银行平均不良率、关注率分别为1.15%、1.79%，较年初-1bp、-3bp，14家银行不良率、关注率较年初实现双降，占比1/3。整体拨备覆盖率持续下降，2025H1末上市银行行平均拨备覆盖率为287.29%，较年初-8.30pct，但环比降幅较一季度收窄7.44pct。现金分红总额持续上升，去年上市银行现金分红总额预计为7175.81亿元，同比+10.90%，静态股息率为4.82%。

➤ 投资建议

建议关注三条主线：1) 资本实力增厚、分红确定性强的国有大行，如【工商银行】【邮储银行】【建设银行H】；2) 受益于区域经济红利、业绩增速有保障、股息率较高的区域代表性银行，如【成都银行】【重庆银行】【苏州银行】；3) 稳增长政策支撑下的顺周期及预期修复品种，如【中信银行H】【兴业银行】【民生银行】。

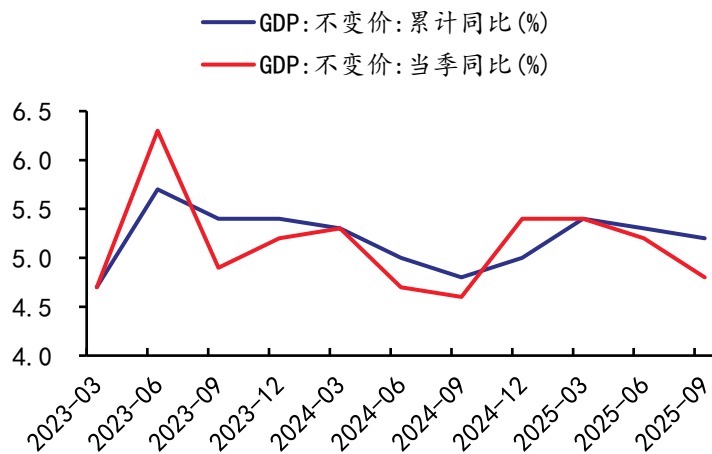
目录

- 1、经济稳中有进，增量政策持续落地
- 2、扩表速度加快，主动负债占比提升
- 3、业绩增速回正，息差降幅有所趋稳
- 4、资产质量改善，现金分红持续增加
- 5、投资建议

1.1 宏观经济稳中有进，内需仍待加强

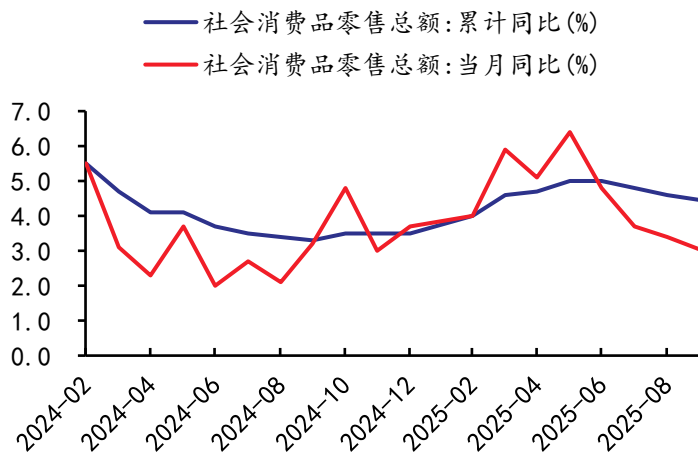
- 前三季度经济运行总体平稳，但Q3下行压力有所加大。以不变价格计算，今年前三季度我国GDP同比增长5.2%，为全年目标实现打下基础；但从Q3单季来看，GDP同比增速降至4.80%，下行压力有所加大。
- 内需核心矛盾仍然存在，消费与投资仍待加强。当前经济主要矛盾仍然是有效需求不足，Q2后社零累计同比增速逐步回落至9月份的4.46%，消费者信心指数持续低于90。9月固定资产投资累计同比增速转负为-0.5%，民间投资较为低迷，6月份以来民间投资累计同比增速持续为负，且降幅持续扩大。

图表1：2023年以来国内GDP同比增速



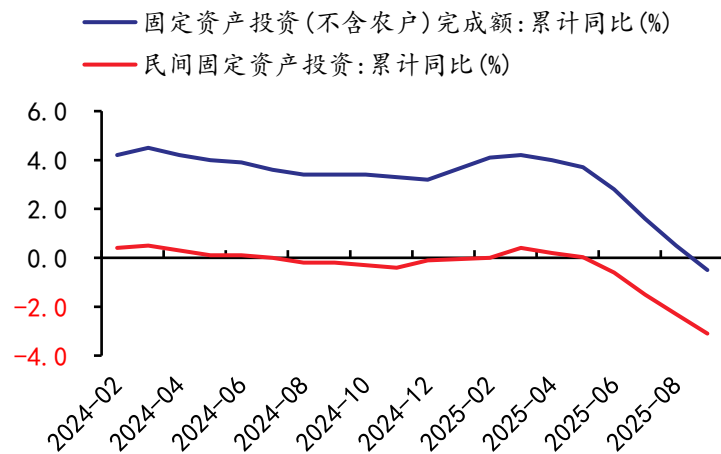
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表2：2024年以来社零同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表3：2024年以来固定资产投资同比增速

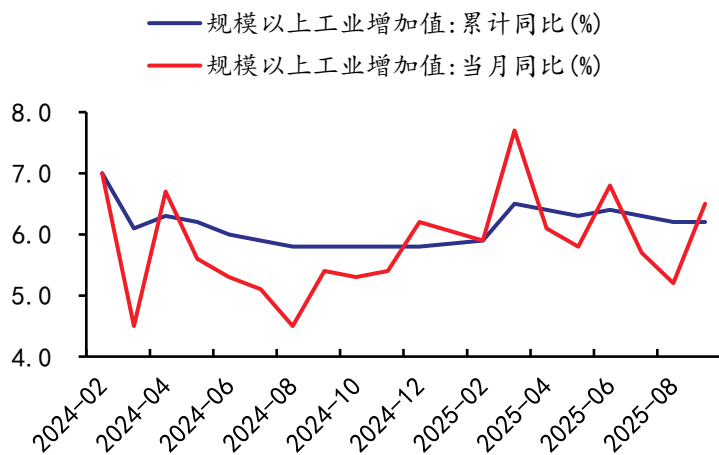


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

1.2 产业结构持续优化，新旧动能加速转换

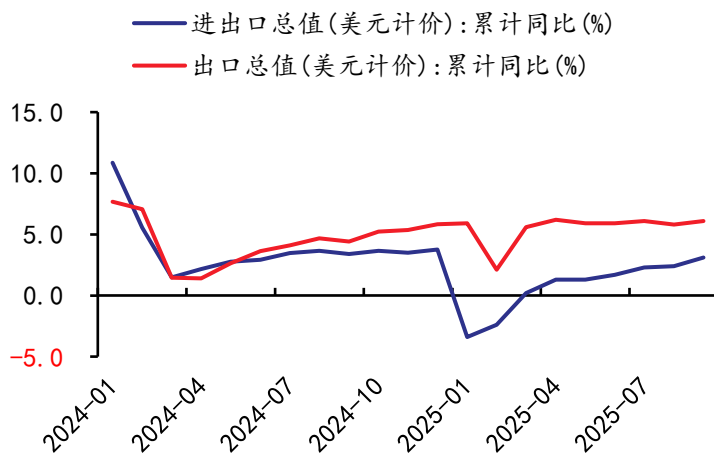
- 工业增加值维持加快增长，出口显现韧性。前三季度规上工业增加值累计同比增速维持在6.2%，9月单月同比增速回升至6.5%。关税战影响下出口仍显韧性，前三季度进出口总值（美元计价）同比+3.1%，其中出口总值（美元计价）同比+6.1%。
- 新质生产力快速发展，新旧动能加速转换。前三季度规上高技术制造业增加值同比+9.6%，装备制造业增加值同比+9.7%，均显著高于工业增加值同比增速。

图表4：2024年以来规上工业增加值同比增速



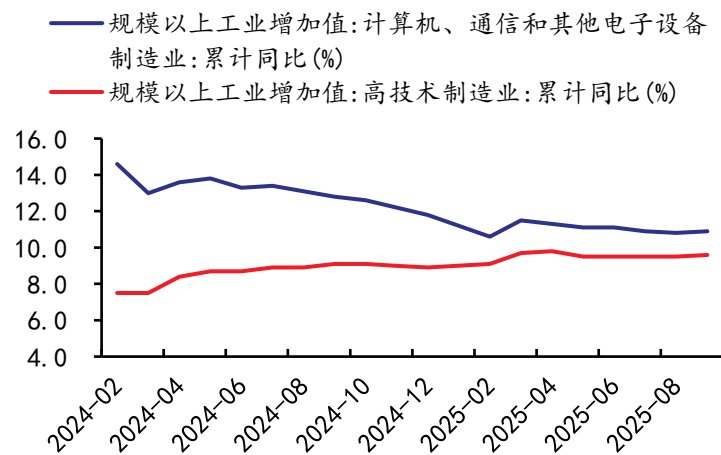
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表5：2024年以来进出口总值及出口总值同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2024年以来高技术制造业增加值同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

1.3 货币政策维持“适度宽松”基调，重心转向“落实落细”

- 总体基调维持“适度宽松”不变，政策重心更加强调落地见效。去年底中央经济工作会议将本轮货币政策基调定格为“适度宽松”，央行三季度货币政策例会更加强调“落实落细”，相较二季度例会新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”的表述，表明下一阶段政策重心将从出台新增量政策转向促进存量政策落地见效。
- 总量与结构性政策并重，保障流动性合理充裕。5月一揽子增量政策出台，降低存款准备金率0.5%，下调政策利率0.1%引导LPR同步下行，为经济提供充足流动性。结构性政策方面，对科创、消费、养老、涉农、小微等重点支持领域增加再贷款额度，同时降低结构性贷款利率，实现对重点领域的精准滴灌。

图表7：央行二季度和三季度货币政策例会表述对比

相关表述	二季度	三季度
经济形势	经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。	经济运行稳中有进，社会信心持续提振，高质量发展取得新成效，但仍面临国内需求不足、物价低位运行等困难和挑战。
货币政策取向	实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。	落实落细适度宽松的货币政策，加强逆周期调节。
经济目标	保持经济稳定增长和物价处于合理水平。	促进经济稳定增长和物价处于合理水平。
政策重心	增强宏观政策协调配合，用好用足存量政策，加力实施增量政策。	增强宏观政策协调配合，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。

资料来源：央行，太平洋证券整理

图表8：今年以来总量和结构性货币政策梳理

政策类别	实施工具	主要内容
总量政策	降低存款准备金率	2025年5月下调金融机构存款准备金率0.5%，向市场提供长期流动性约1万亿元。
	下调政策利率	2025年5月将7天OMO利率从1.50%下调至1.40%，引导LPR同步下行，降低社会综合融资成本。
结构性政策	特定领域再贷款	1、科技创新和技术改造再贷款：额度增加3000亿元至8000亿元。 2、设立服务消费与养老再贷款：新设工具，额度5000亿元，引导信贷支持服务消费与养老产业。 3、支农支小再贷款：额度增加3000亿元，支持涉农、小微和民营企业。
	降低结构性贷款利率	下调支农支小再贷款、PSL等结构性货币政策工具利率0.25%，降低银行从央行获取相关资金的成本。
	资本市场工具	优化并合并使用证券、基金、保险公司互换便利（5000亿元）和股票回购增持再贷款（3000亿元）额度，总额度8000亿元，以提升市场流动性和稳定性。
	创设新工具	创设科技创新债券风险分担工具，为科技创新企业发行债券提供增信支持，分担违约风险。

资料来源：央行，国新办，太平洋证券整理

1.4 财政政策“更加积极”，靠前发力、协同落地

- ❑ “更加积极”的财政政策延续，整体靠前发力。去年年底中央经济工作会议首次定调“更加积极的财政政策”，今年4月中央政治局会议要求“加紧实施”推动政策落地。今年前三季度一般公共预算支出同比+3.1%，其中中央同比+7.3%、地方同比+2.4%。政府债券发行使用前置，超长期特别国债发行集中在4-10月，整体发行时间提前约1个月。
- ❑ 政策重点在扩内需、惠民生、化风险。财政政策与货币政策更加协同，重点支撑消费、民生等重点领域，并稳步推进风险化解。第四批690亿元消费品以旧换新资金已于9月末下达，至此全年3000亿元资金已全部下达。目前2万亿置换隐债的再融资债发行已进入尾声，“特殊新增专项债”已发行近1.21万亿，实际已超过了8000亿的额度。

图表9：今年以来重要财政政策梳理

政策类别	实施工具	主要内容
财政支出与投资	提高赤字率与一般公共预算支出	财政赤字率提高至4%左右，全国一般公共预算支出规模29.7万亿元，比上年增加1.2万亿元。
	地方政府专项债券	新增限额4.4万亿元，比上年增加5000亿元，并扩大投向领域，8000亿元补充政府性基金财力专门用于化债（“特殊新增专项债”）。
	超长期特别国债	拟发行1.3万亿元超长期特别国债，其中8000亿元用于“两重”项目建设，5000亿元用于“两新”政策。
刺激消费	消费品以旧换新	安排超长期特别国债资金3000亿元支持消费品以旧换新，规模比2024年翻番。
	提高居民社保待遇	提高退休人员基本养老金、城乡居民基础养老金最低标准和医保财政补助标准。
	消费贷财政贴息	符合条件的个人消费贷款可享受财政贴息，贴息标准为年贴息率1%，最高不超过贷款合同利率的50%。
防风险促改革	化解地方政府债务风险	安排2万亿元置换债券额度，用于化解地方政府隐性债务。
	国有银行注资	发行5000亿元特别国债，用于补充四家国有大型商业银行核心一级资本。
	财税体制改革	在16个中央部门开展零基预算改革试点，深化省以下财政体制改革。

资料来源：发改委，财政部，国资委，太平洋证券整理

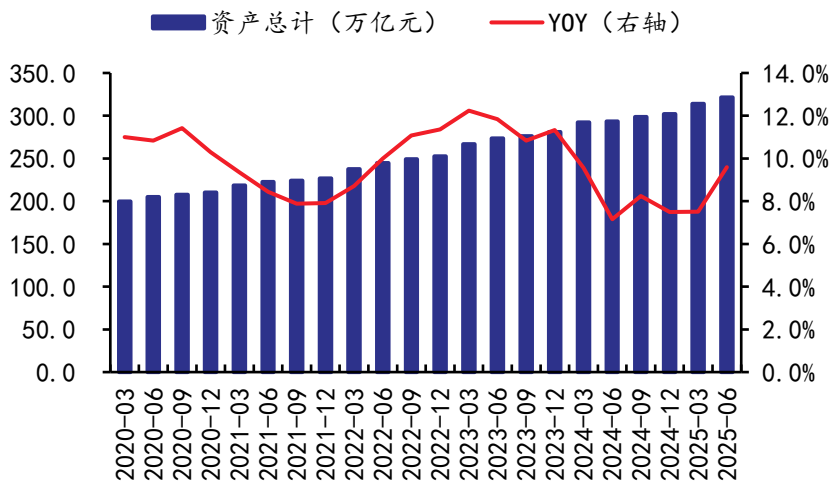
目录

- 1、经济稳中有进，增量政策持续落地
- 2、扩表速度加快，主动负债占比提升
- 3、业绩增速回正，息差降幅有所趋稳
- 4、资产质量改善，现金分红持续增加
- 5、投资建议

2.1 整体扩表速度加快，金融投资形成主要支撑

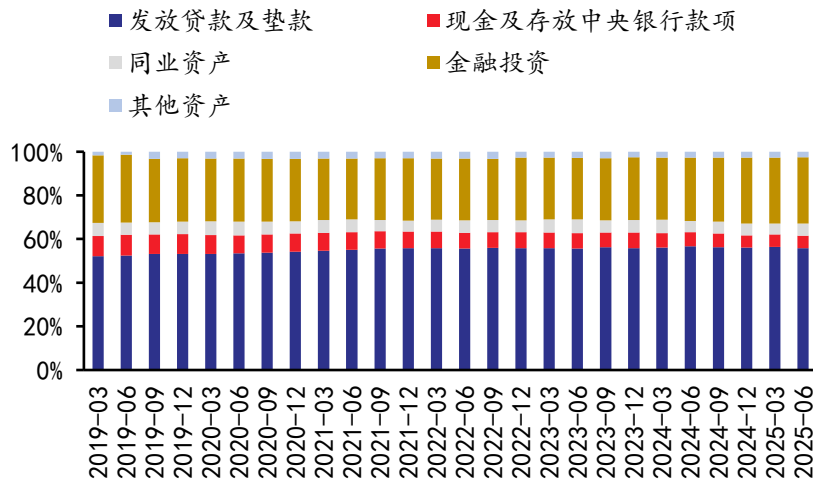
- 上市银行整体扩表加速，国有行领头雁效应凸显。截至2025H1末，上市银行总资产达321.33万亿元，同比+9.60%，增速较一季度+2.10pct。其中，国有行总资产同比+10.38%，增速较一季度+2.94%，扩表加速最为显著。
- 信贷资产增速小幅回升，金融投资为扩表提速的主要支撑。截至2025H1末，上市银行信贷资产总计达184.38万亿元，同比+7.96%，增速较一季度+0.04pct。分拆各资产类别来看，金融投资对扩表提速形成主要的支撑作用，2025H1末金融投资同比+14.88%至97.49万亿元，占比同比+1.40pct至30.34%。我们认为一方面与利率下行导致以债券为主的金融投资公允价值上升有关，另一方面，在利率下行趋势下银行亦有动力增配债券以获取公允价值上升的收益。

图表10：2020年至今上市银行资产总计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：2019年至今上市银行资产构成

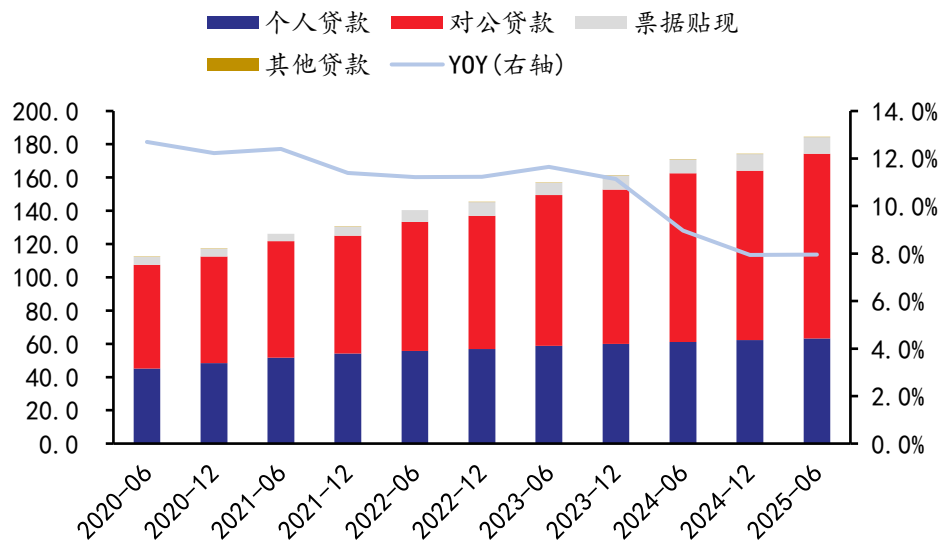


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2.2 对公强、个贷弱趋势延续，个贷占比持续下行

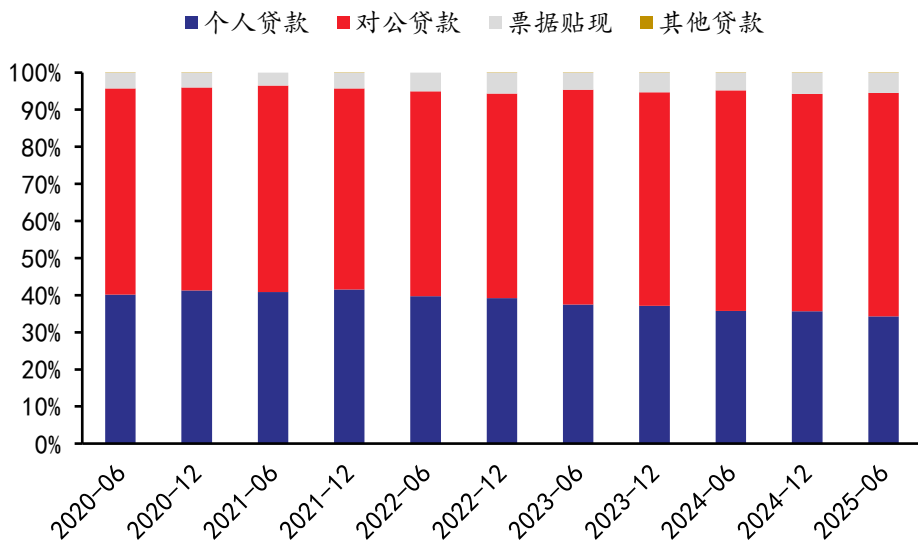
- 个贷偏弱运行，占比持续下行。截至2025H1末，上市银行对公贷款、零售贷款总计分别为111.00、63.28万亿元，同比分别+9.31%、+3.55%。零售贷款占比自2021年持续下行，截至2025H1末零售贷款占比为34.32%，较年初-1.40pct。
- 从新增贷款看，个贷增量占比约10.6%。2025H1新增贷款10.25万亿元，其中新增对公贷款、新增零售贷款分别为9.05、1.09万亿元，对公、零售贡献分别为88.29%、10.61%，对公强、个贷弱趋势持续演绎。

图表12：2020年至今上市银行贷款总计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表13：2020年至今上市银行贷款结构

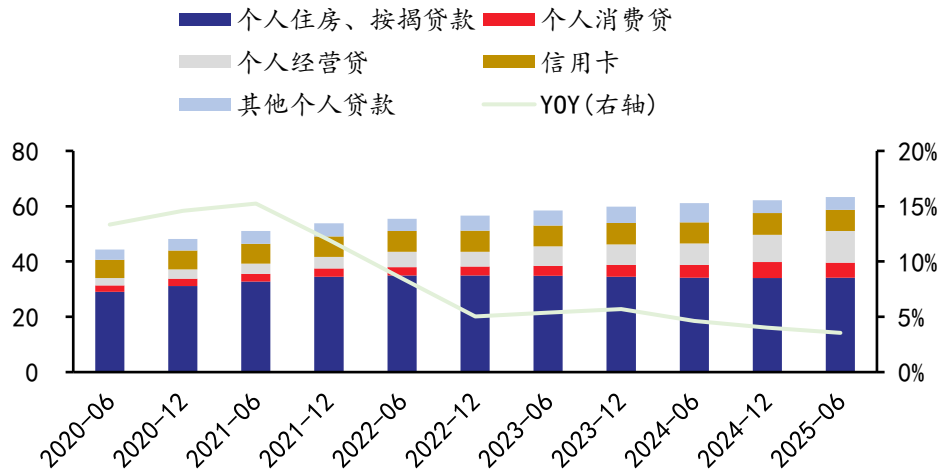


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2.3 按揭贷款降幅收窄，对公贷款体现服务实体经济导向

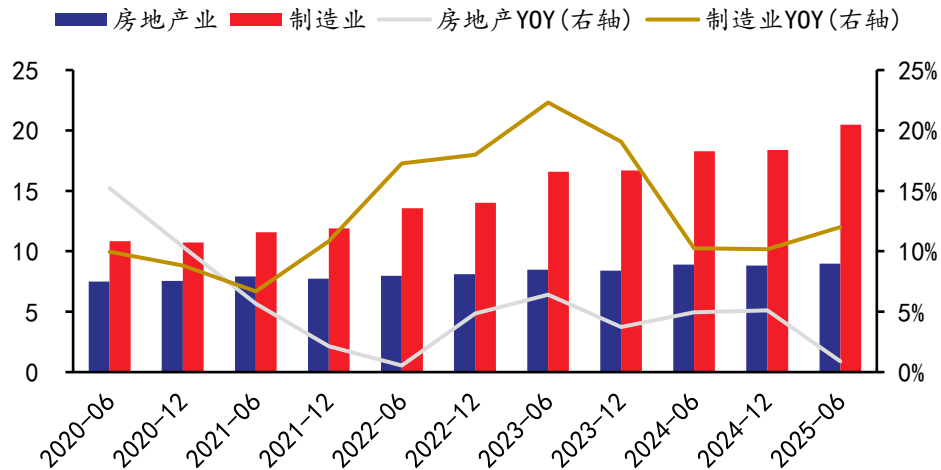
- 个贷各产品表现分化，按揭贷款降幅收窄。2025H1消费贷、信用卡持续承压，余额较年初分别-5.13%、-2.61%；经营贷增长显著，余额较年初+15.64%，预计与加强普惠小微服务有关；按揭贷款余额较年初+0.35%，同比增速亦收窄至-0.02%。
- 对公贷款中地产占比持续下行，制造业、信息服务等行业增速较快。截至2025H1末，房地产业贷款余额较年初+1.57%至8.97万亿元，占比降至7.86%。对公贷款变化中亦显现出新旧动能转化趋势，如制造业、信息服务贷款余额较年初分别+11.37%、19.63%，增速显著高于其他行业。

图表14：2020年至今上市银行个人贷款及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表15：2020年至今房地产业、制造业贷款及同比增速

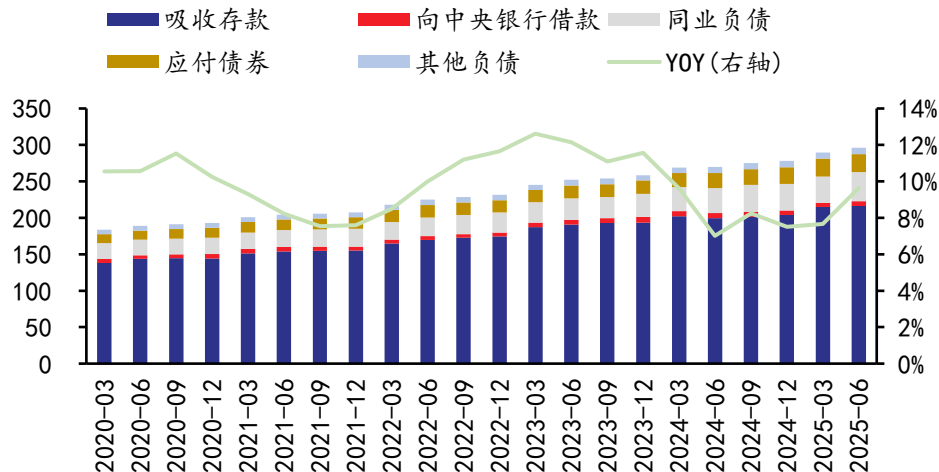


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

2.4 主动负债占比提升，存款定期化趋势延续

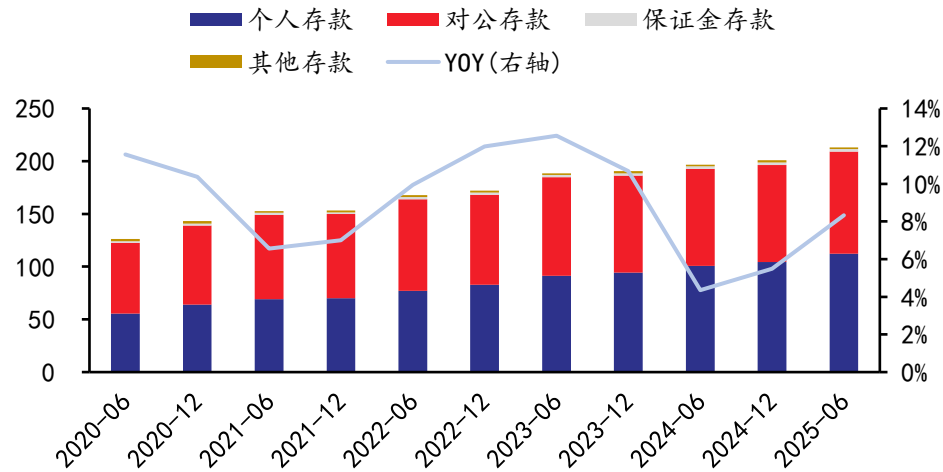
- 低基数效应下存款增速修复，主动负债占比提升。截至2025H1末，上市银行总负债达295.97万亿元，同比+8.34%；其中存款总额达216.13万亿元，同比+8.31%，增速较一季度+2.13pct，增速修复主要系去年禁止手工补息导致低基数。银行主动负债意愿增强，同业负债、应付债券余额较年初分别+8.84%、+8.19%，占比分别提升至13.41%、8.32%。
- 居民储蓄意愿不减，定期化趋势延续。截至2025H1末，上市银行个人存款、对公存款余额分别达112.33、96.77万亿元，较年初分别+11.64%、+4.86%。活期存款、定期存款余额分别为80.06、129.04万亿元，较年初分别+4.51%、+7.66%，占比较年初分别-0.55pct、+0.91pct至37.56%、60.53%。

图表16：2020年至今上市银行总负债及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表17：2020年至今上市银行存款总计及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

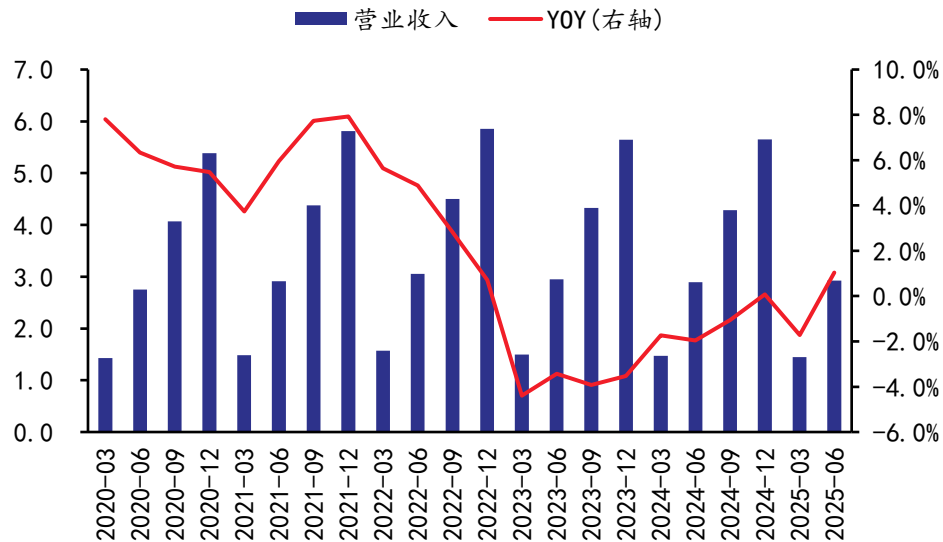
目录

- 1、经济稳中有进，增量政策持续落地
- 2、扩表速度加快，主动负债占比提升
- 3、业绩增速回正，息差降幅有所趋稳
- 4、资产质量改善，现金分红持续增加
- 5、投资建议

3.1 整体业绩改善，营收、利润增速转正

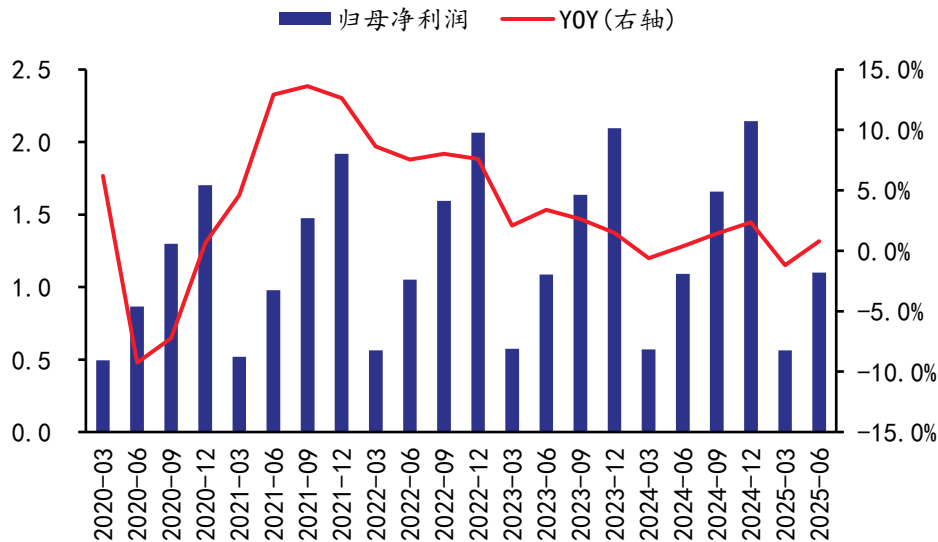
□ 营收、PPOP、归母净利润同比增速转正。2025H1，上市银行营业收入合计2.92万亿元，同比+1.04%，增速较一季度+2.76pct；PPOP合计2.00万亿元，同比+1.14%，增速较一季度+3.30pct，结束了连续10个季度的同比负增长，同时PPOP增速快于营业收入，表明除拨备计提外的营业支出控制得当；归母净利润合计1.10万亿元，同比+0.80%，增速较一季度+1.99pct。

图表18：2020年至今上市银行营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表19：2020年至今上市银行归母净利润及同比增速

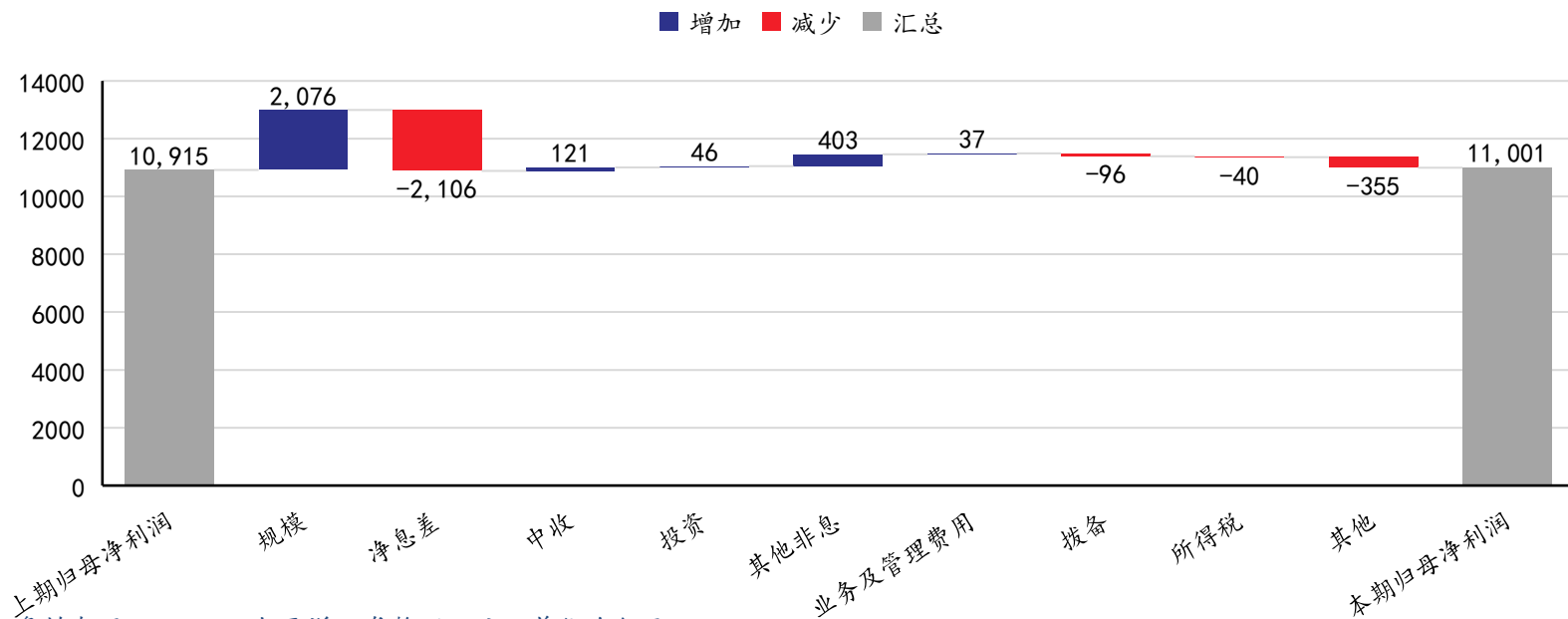


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

3.2 业绩归因：息差仍是最大拖累，中收、投资贡献转正

□ 息差下行拖累业绩增长，中收、投资贡献较一季度回正。从累计利润贡献拆分来看，2025H1息差下行拖累归母净利润2106亿元，仍是主要的负贡献因素，但在息差收窄的逆风环境下，银行通过加速扩表几乎完全对冲了息差的下行压力，规模扩张提供贡献2076亿元，利息净收入方面最终共拖累30亿元。中收、投资贡献分别为121、46亿元，较一季度的-16、-305亿元大幅回正。此外拨备计提拖累96亿元，较一季度的贡献84亿元转负。

图表20：2025H1上市银行业绩归因拆分

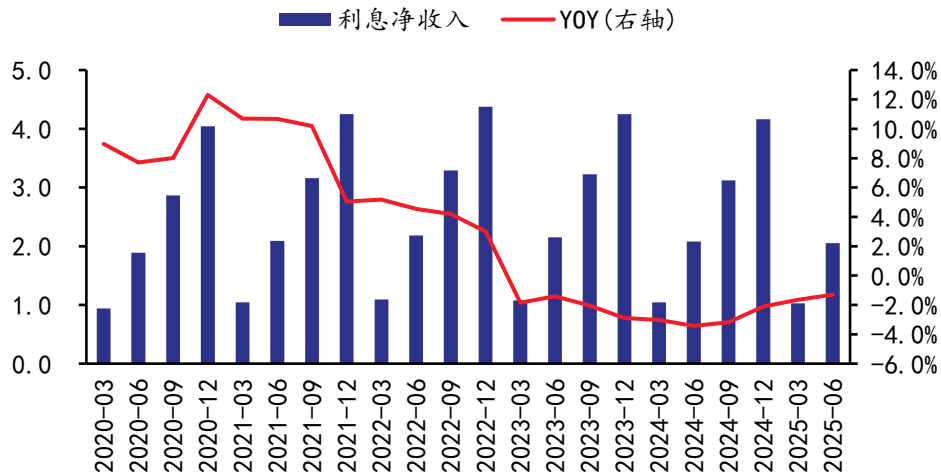


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为亿元

3.3 利息净收入降幅持续收窄，息差降幅有所趋稳

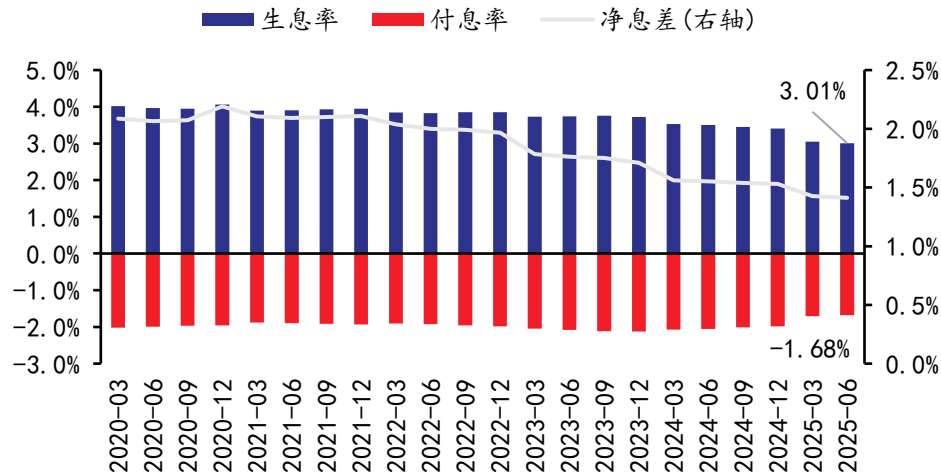
- 利息净收入同比-1.29%，降幅持续收窄。2025H1，上市银行利息净收入合计2.05万亿元，同比-1.29%，降幅较一季度收窄0.36pct。利息净收入同比降幅自2024H1持续收窄，由-3.43%逐季降至-1.29%，对业绩拖累持续减轻。
- 资产端收益率下行仍快于负债端成本率调降，但息差降幅趋稳。宽松货币政策及减费让利导向下，资产端收益率继续下行，负债端通过调降存款付息率、加强主动负债成本管理来压降成本，形成一定对冲。2025H1，上市银行生息率、付息率分别为3.01%、1.68%，同比分别-49bp、-37bp；净息差为1.41%，同比-14bp，与一季度降幅13bp相近。单季来看，Q2生息率、付息率分别为2.94%、1.63%，环比分别-11bp、-8bp；净息差为1.39%，环比-4bp。

图表21：2020年至今上市银行利息净收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表22：2020年至今上市银行生息率、付息率及净息差

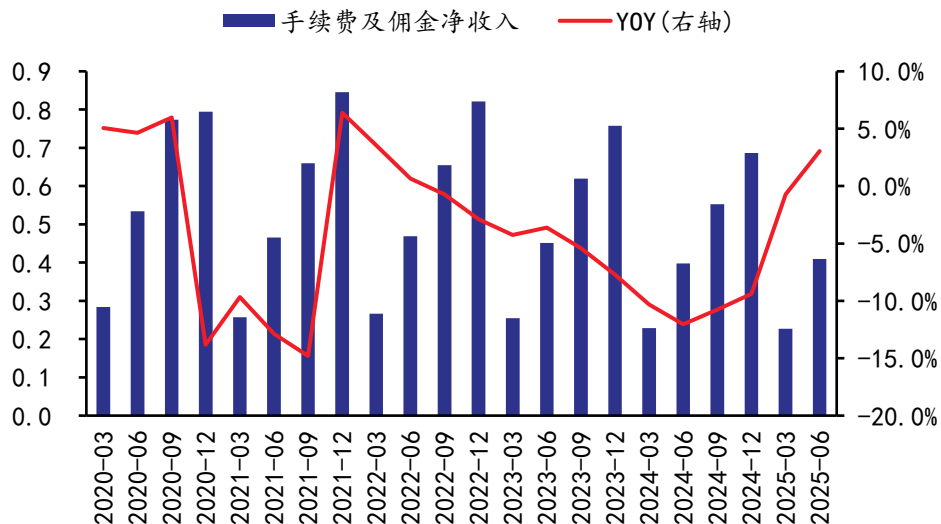


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：为测算口径

3.4 资本市场活跃带动中收修复，近六成银行实现同比正增

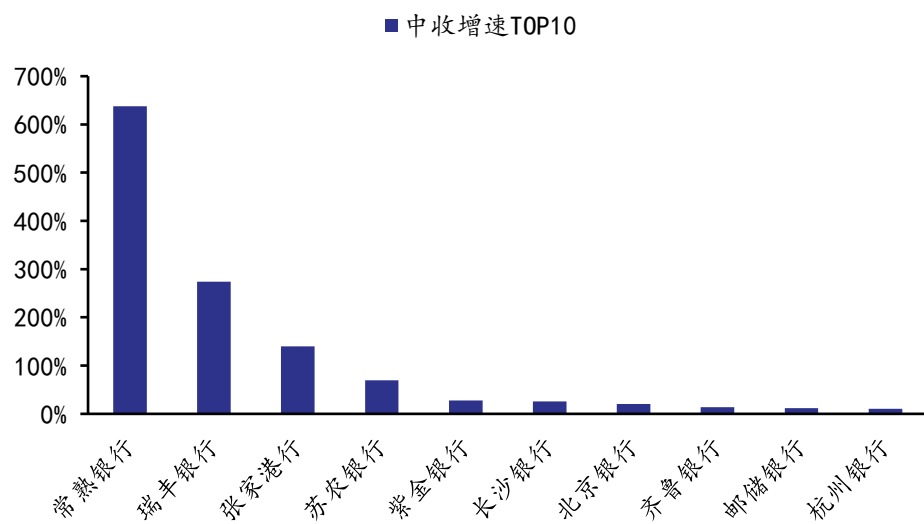
- 资本市场活跃下中收增速转正。2025H1，上市银行手续费及佣金净收入合计0.41万亿元，同比+3.06%，增速较一季度+3.78%，自2022Q3以来首次转正，主要得益于资本市场活跃带来的财富管理业务回暖。
- 近六成银行中间业务净收入实现同比增长，农商行弹性充足。具体来看，共有25家上市银行中间业务净收入实现正增，占比59.52%，部分农商行弹性显著，如常熟银行、瑞丰银行手续费及佣金净收入同比+637.77%、+274.07%，均来自于代理手续费的大幅增加，主要得益于农商行县域市场稳固的客户基础、较低的代理业务基数及积极的财富管理转型战略。

图表23：2020年至今上市银行中间业务净收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表24：2020年至今上市银行中间业务净收入增速TOP10

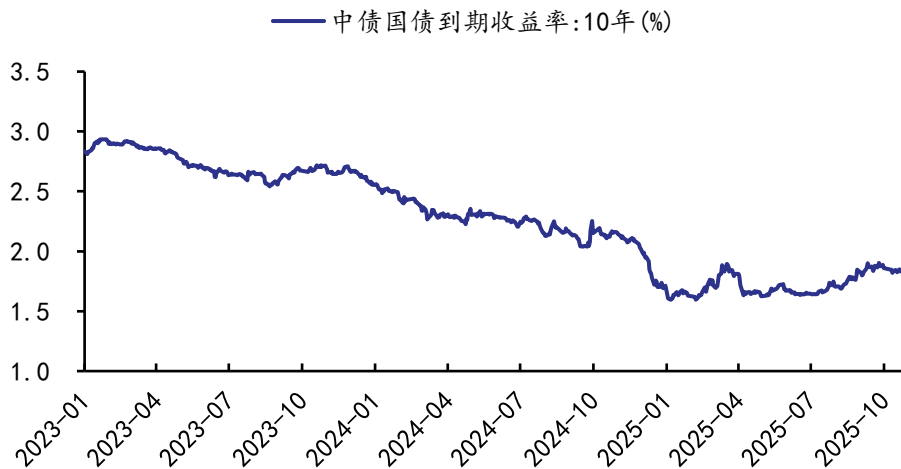


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

3.5 投资净收益增速下行，利率波动导致公允价值变动贡献下降

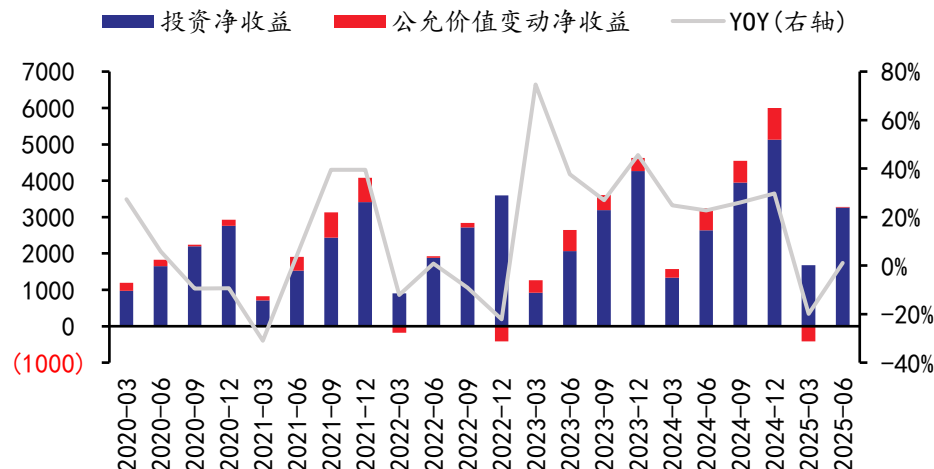
- 处置存量债券释放盈利动能持续，投资净收益增速小幅下行。2025H1，上市银行投资收益合计3282.98亿元，同比+12.97%，占总营收比例为11.23%，同比大致持平。其中，投资净收益合计3263.84亿元，同比+23.60%，增速较一季度小幅-2.50pct，处置存量债券兑现浮盈趋势延续。
- 长端利率低位波动，公允价值变动净收益贡献度下降。一季度10年期国债利率较年初+14bp至1.81%，二季度债市有所回暖，10年期国债利率环比-17bp至1.65%。受利率波动影响，2025H1上市银行公允价值变动净收益同比-96.85%至19.13亿元，同比-587.59亿元。

图表25：2023年至今中债10年期国债到期收益率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表26：2020年至今上市银行投资收益及同比增速

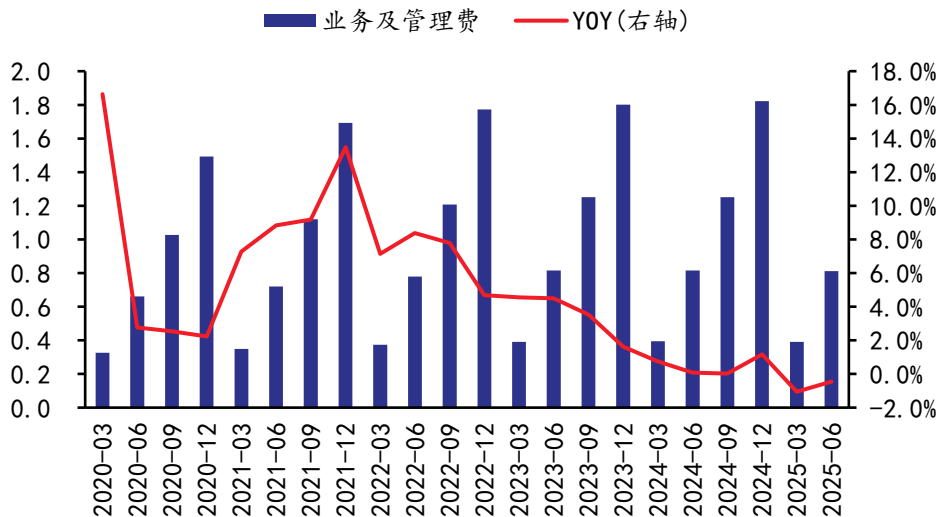


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为亿元

3.6 成本收入比波动下行，拨备计提有所回升

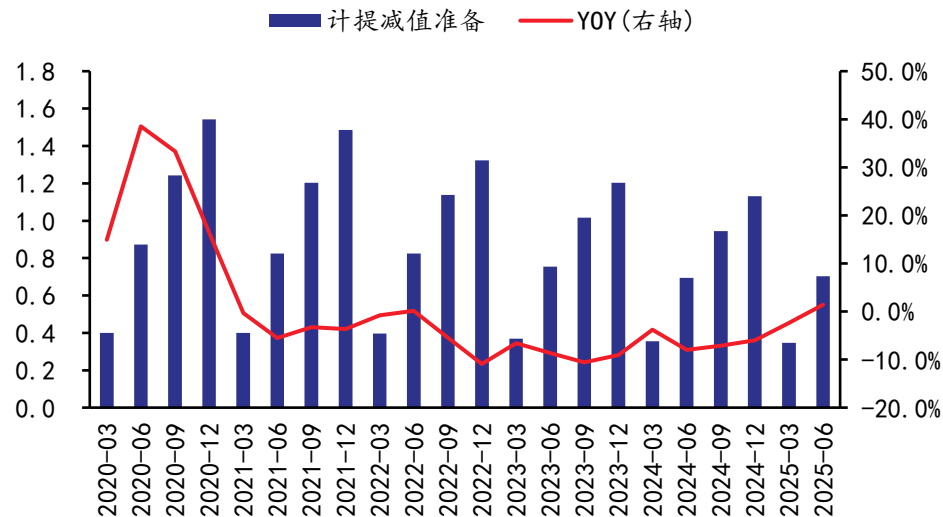
- 费用管控加强，成本收入比同比下行。2025H1，上市银行业务及管理费合计0.81万亿元，同比-0.45%，连续2个季度同比下降，预计主要系银行在资产收益率承压下主动加强费用精细化管理。成本收入比为27.76%，同比-0.42pct。
- 审慎加大拨备计提力度，信用成本率保持稳定。2025H1，上市银行共计提减值准备0.70万亿元，同比+1.39%，增速自2021年以来首次转正，我们认为主要来自于零售资产的拨备计提。信用成本率为0.45%，与一季度基本持平，同比-0.03pct。

图表27：2020年至今上市银行业务及管理费与同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

图表28：2020年至今上市银行计提拨备及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为万亿元

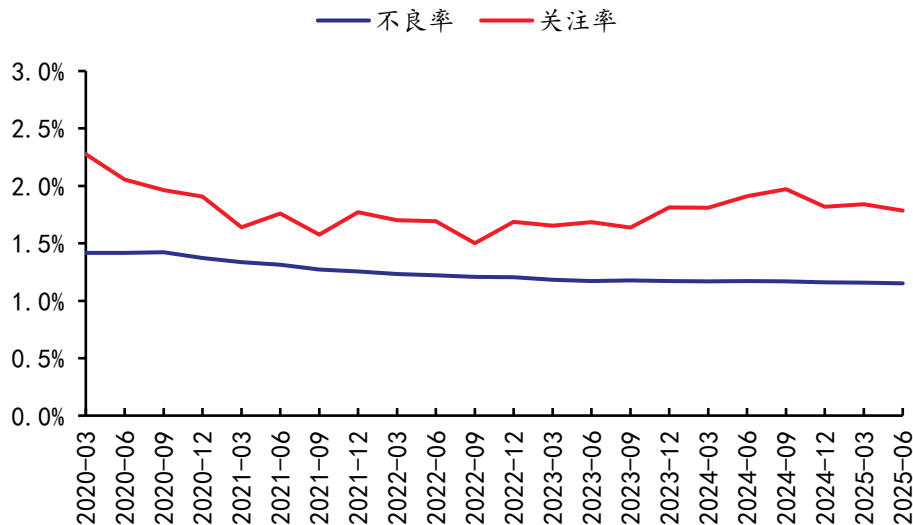
目录

- 1、经济稳中有进，增量政策持续落地
- 2、扩表速度加快，主动负债占比提升
- 3、业绩增速回正，息差降幅有所趋稳
- 4、资产质量改善，现金分红持续增加
- 5、投资建议

4.1 不良率稳步下行，拨备覆盖率环比下降幅度收窄

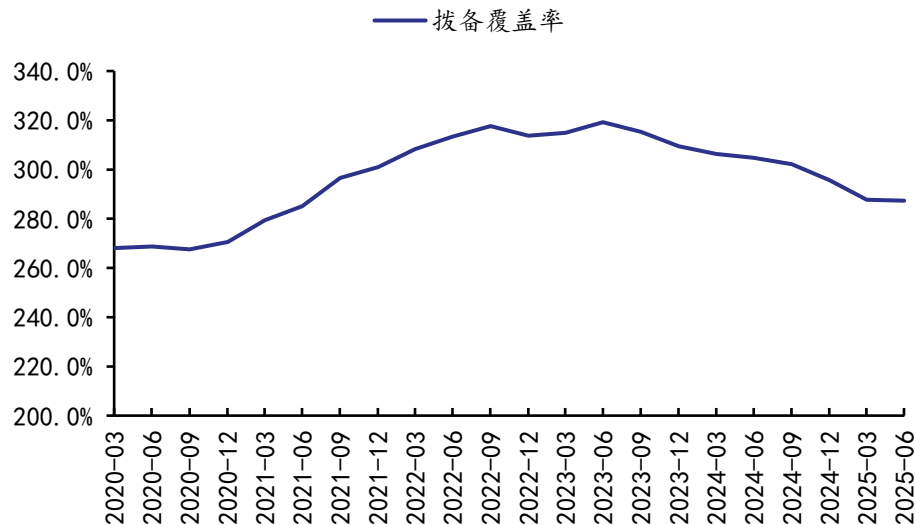
- 整体不良率延续稳步下行趋势，关注率环比下降。截至2025H1末，上市银行平均不良率为1.15%，较年初-1bp、环比-1bp，下行趋势延续；平均关注率为1.79%，较年初-3bp、环比-5bp。具体来看，20家上市银行不良率较年初下降，占比47.62%，26家上市银行关注率较年初下降，占比61.90%，14家银行不良率、关注率较年初实现双降，占比1/3。
- 整体拨备覆盖率持续下降，环比下降幅度有所收窄。截至2025H1末，上市银行平均拨备覆盖率为287.29%，较年初-8.30pct、环比-0.43pct。拨备覆盖率下行趋势持续，但从环比降幅来看，较一季度收窄7.44pct。

图表29：2020年至今上市银行不良率与关注率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表30：2020年至今上市银行拨备覆盖率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

4.2 对公贷款质量继续改善，零售贷款不良持续暴露

- **对公贷款不良率持续下降。**考虑数据可得性，我们选取2024H1以来同时披露对公贷款和零售贷款不良率的银行作为样本。截至2025H1末，样本银行平均对公贷款不良率为1.16%，同比-15bp、较年初-10bp，预计主要系地产政策放松和化债推进下重点行业资产质量持续改善。同比来看仅光大银行和平安银行上升，较年初来看仅平安银行、郑州银行上升。
- **零售贷款质量依然承压。**截至2025H1末，样本银行平均零售贷款不良率为1.58%，同比+24bp、较年初+15bp，零售贷款不良暴露仍在持续。同比来看仅中信银行、光大银行、平安银行、郑州银行同比下降，较年初来看仅光大银行、平安银行下降。
- **资产质量存在预期修复空间。**部分银行如民生银行目前估值已充分反映资产质量压力，未来若稳增长政策显效，其业绩和资产质量向上具备一定的边际改善空间。

图表31：样本银行对公贷款、零售贷款不良率变动

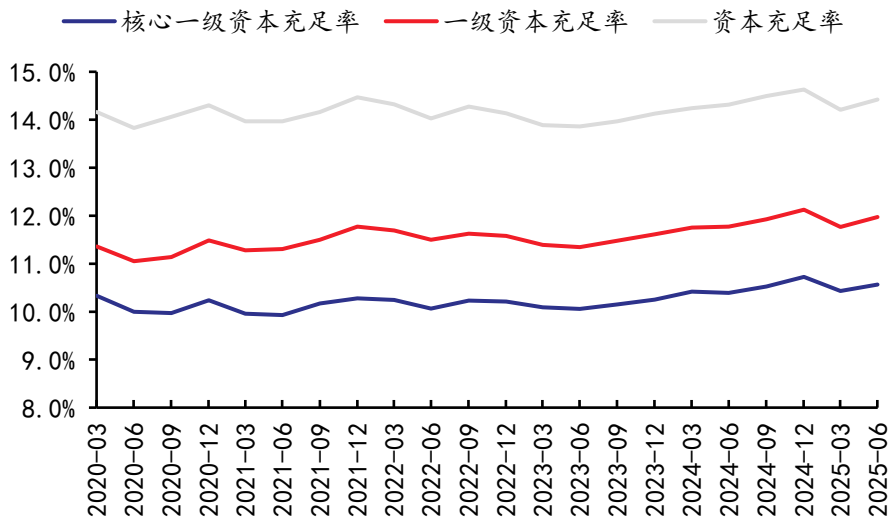
银行简称	对公贷款不良率(%)					零售贷款不良率(%)				
	24H1	24A	25H1	同比	较年初	24H1	24A	25H1	同比	较年初
工商银行	1.69	1.58	1.47	-0.22	-0.11	0.90	1.15	1.35	+0.45	+0.20
建设银行	1.69	1.65	1.58	-0.11	-0.07	0.84	0.98	1.10	+0.26	+0.12
农业银行	1.70	1.58	1.45	-0.25	-0.13	0.79	1.03	1.18	+0.39	+0.15
中国银行	1.33	1.26	1.19	-0.14	-0.07	0.88	0.97	1.15	+0.27	+0.18
邮储银行	0.54	0.54	0.49	-0.05	-0.05	1.14	1.28	1.38	+0.24	+0.10
交通银行	1.54	1.47	1.30	-0.24	-0.17	0.98	1.08	1.34	+0.36	+0.26
招商银行	1.13	1.06	0.93	-0.20	-0.13	0.90	0.96	1.03	+0.13	+0.07
中信银行	1.25	1.27	1.14	-0.11	-0.13	1.30	1.25	1.29	-0.01	+0.04
浦发银行	1.48	1.34	1.19	-0.29	-0.15	1.54	1.61	1.65	+0.11	+0.04
民生银行	1.32	1.26	1.21	-0.11	-0.05	1.69	1.80	1.89	+0.20	+0.09
光大银行	1.18	1.24	1.21	+0.03	-0.03	1.47	1.40	1.38	-0.09	-0.02
平安银行	0.75	0.79	0.91	+0.16	+0.12	1.42	1.39	1.27	-0.15	-0.12
华夏银行	1.51	1.59	1.36	-0.15	-0.23	2.18	1.80	2.27	+0.09	+0.47
浙商银行	1.38	1.36	1.26	-0.12	-0.10	1.85	1.78	1.97	+0.12	+0.19
上海银行	1.40	1.37	1.36	-0.04	-0.01	1.11	1.14	1.30	+0.19	+0.16
成都银行	0.66	0.63	0.59	-0.07	-0.04	0.68	0.78	0.98	+0.30	+0.20
重庆银行	0.99	0.90	0.75	-0.24	-0.15	2.44	2.71	3.01	+0.57	+0.30
郑州银行	2.08	2.05	2.07	-0.01	+0.02	1.64	1.56	1.56	-0.08	+0.00
齐鲁银行	1.26	0.95	0.77	-0.49	-0.18	1.32	2.00	2.31	+0.99	+0.31
苏州银行	0.64	0.57	0.54	-0.10	-0.03	1.33	1.66	1.80	+0.47	+0.14
兰州银行	2.26	2.15	2.06	-0.20	-0.09	1.54	1.77	2.01	+0.47	+0.24
沪农商行	1.03	1.02	0.94	-0.09	-0.08	1.32	1.32	1.50	+0.18	+0.18
渝农商行	1.07	1.04	0.68	-0.39	-0.36	1.58	1.60	2.04	+0.46	+0.44
青农商行	2.07	2.02	1.95	-0.12	-0.07	1.66	1.69	1.71	+0.05	+0.02
常熟银行	0.66	0.65	0.56	-0.10	-0.09	0.91	0.94	1.02	+0.11	+0.08
平均	1.30	1.25	1.16	-0.15	-0.10	1.34	1.43	1.58	+0.24	+0.15

资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：各板块按贷款余额排序

4.3 资本充足率环比提升，现金分红持续增加

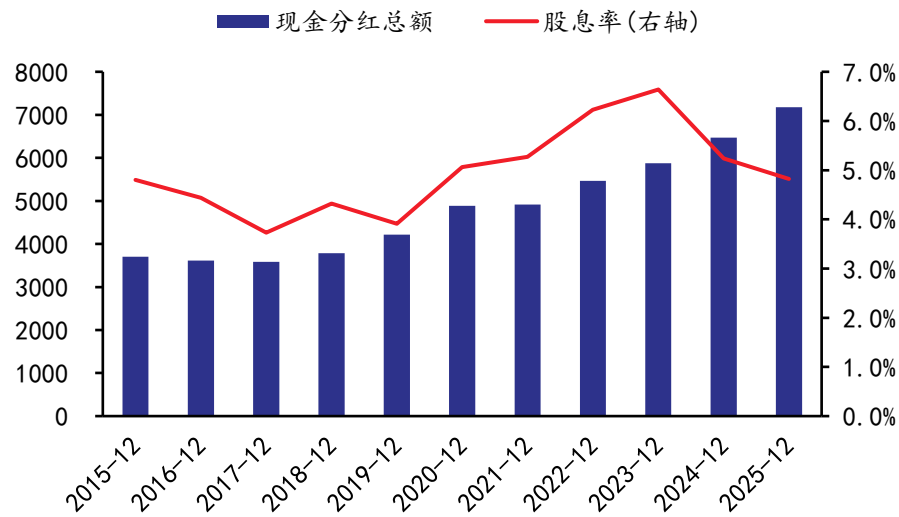
- 整体资本充足率环比提升。截至2025H1末，上市银行平均核心一级资本充足率、一级资本充足率、总资本充足率分别为10.57%、11.97%、14.42%，较年初分别-16bp、-15bp、-21bp，环比+13bp、+21bp、+21bp，主要受四大行增资提振。
- 现金分红总额持续上升，股息率有所下行。2025H1共17家上市银行宣告实施中期分红，较去年同期23家下降。我们根据各银行中期分红方案及实施进度，测算今年上市银行现金分红总额预计为7175.81亿元，同比+10.90%，静态股息率为4.82%，较去年-0.42pct。

图表32：2020年至今上市银行资本充足率指标



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表33：2015年至今上市银行现金分红总额及股息率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：单位为亿元

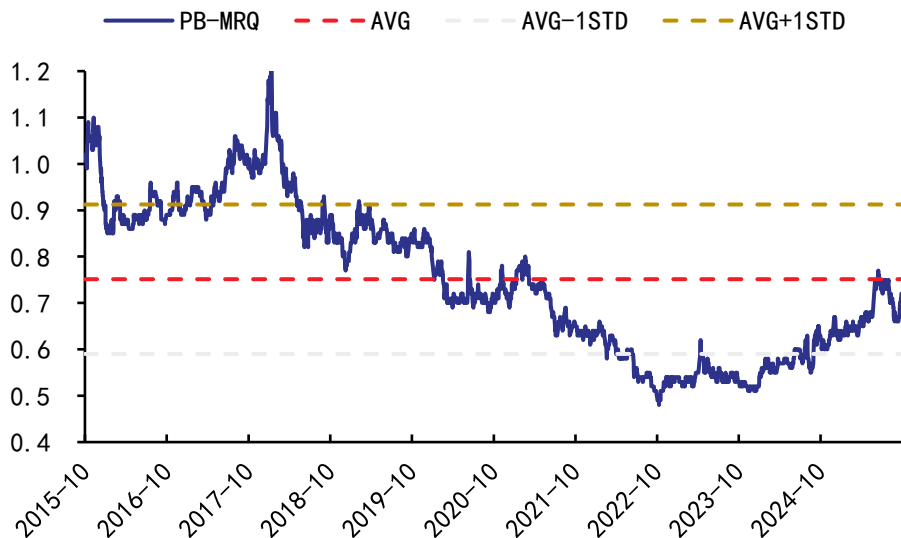
目录

- 1、经济稳中有进，增量政策持续落地
- 2、扩表速度加快，主动负债占比提升
- 3、业绩增速回正，息差降幅有所趋稳
- 4、资产质量改善，现金分红持续增加
- 5、投资建议

5.1 PB估值上行至0.72x，个股估值分化较大

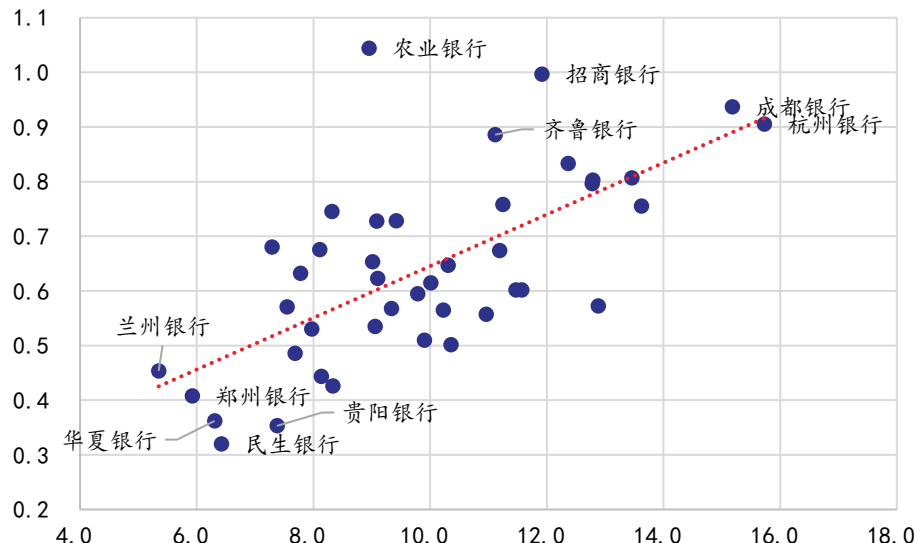
- PB估值处于5年期85.58%分位数水平、10年期48.72%分位数水平。截至10月24日，银行板块PB估值为0.72x，位于近5年85.58%分位数水平。考虑到2021年以来银行估值正处于受地产相关风险而下行的周期，拉长周期来看，当前估值水平处于近10年48.72%分位数水平，仍低于均值水平。
- 个股估值分化程度较大。从PB-ROR匹配性来看，银行PB估值与盈利能力呈现高度正相关，但板块分散程度较大，个股估值匹配性的分化程度较大，尤其是民生银行、华夏银行受制于市场对于其资产质量的担忧，PB估值低于0.4。

图表34：近10年银行板块PB估值



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：时间截至2025年10月24日

图表35：上市银行PB-ROR匹配性

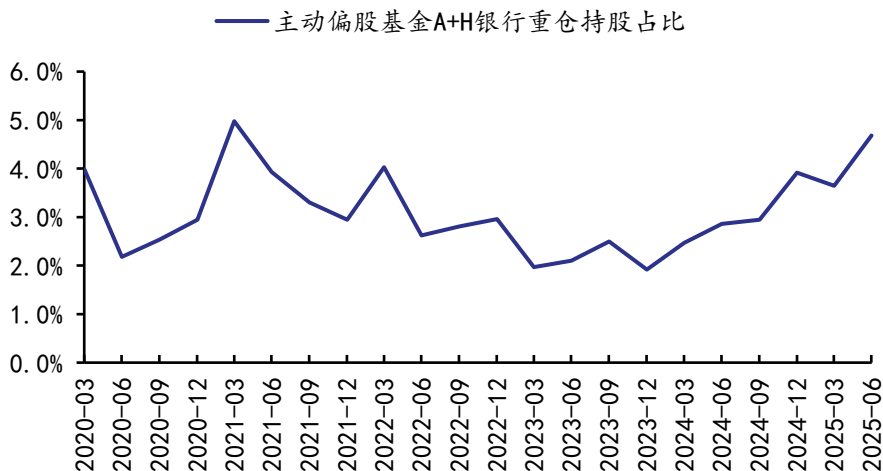


资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：时间截至2025年10月24日

5.2 主动偏股基金增配，保险配置热情持续

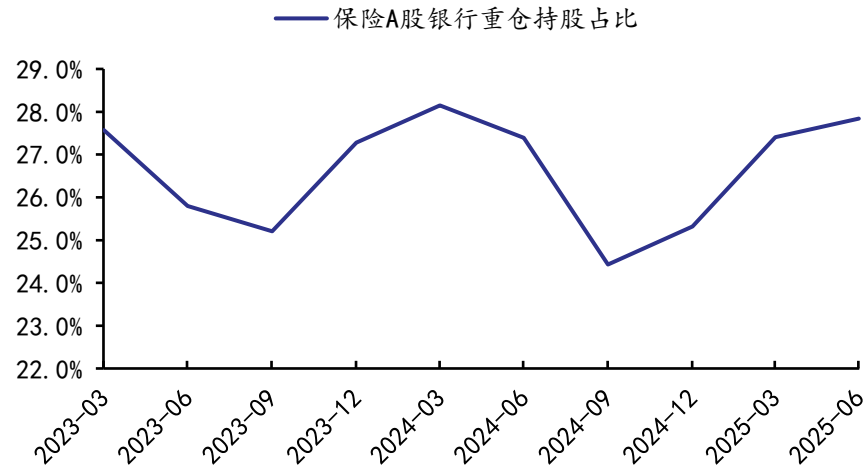
- 主动偏股基金持续增配，但欠配程度仍较大。截至2025H1末，主动偏股基金A+H银行的重仓持股比例为4.68%，较年初+0.76pct、环比+1.04pct，为2021Q2以来的最高水平。从欠配程度来看，主动偏股基金欠配7%左右，增配空间仍存。
- 保险配置中银行底仓作用突出，配置热情持续。截至2025H1末，保险重仓股中A股银行占比27.84%，较年初+2.52%、环比+0.43%。保险重仓股中银行占比保持在24%以上，银行板块作为底仓，其较高股息率能提高保险投资收益率的同时，低波属性亦能降低投资收益率波动；此外，随着保险新准则的切换，作为OCI入账的高股息资产公允价值变动只记入其他综合收益而不进入损益，能够进一步平滑保险业绩波动，其类债属性进一步强化。

图表36：2020年至今主动偏股基金A+H股银行重仓持股比例



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表37：2023年至今保险A股银行重仓持股比例



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

5.3 投资建议

- **全年业绩修复趋势有望延续。**展望全年来看，四大行定增完成后资本得到有效补充，将持续发挥领头雁作用，银行整体扩表速度保持平稳。一季度重定价下息差压力集中释放，今年LPR调降幅度较去年明显收窄，同时政策强调呵护息差，预计全年净息差降幅收窄，利息净收入拖累减轻。资本市场景气度回升预计带动中间业务净收入维持同比正增，利率波动下投资总收益增速或有所放缓。整体资产质量指标延续改善趋势，尽管零售贷款资产质量在当前环境下阶段性承压，但考虑到政策效用落地及对公贷款资产质量改善趋势，拨备计提对利润的侵蚀并不具备大幅上升的基础。预计银行板块全年业绩修复将会持续。
- 短期来看，银行行情与本轮科技行情存在一定跷跷板效应，但从中期来看，稳增长政策有望延续，银行高股息优势将持续显现。资金面角度，一方面监管引导险资、公募等中长期资金加大入市力度，银行股低估值、低波动、高股息特征良好的底仓资产；另一方面，公募基金行业改革强化业绩基准的约束力，将促使欠配的银行板块逐渐向基准靠拢，中长期资金流入的持续性可观。
- **建议关注三条主线：**1) 资本实力增厚、分红确定性强的国有大行，如【工商银行】【邮储银行】【建设银行H】；2) 受益于区域经济红利、业绩增速有保障、股息率较高的区域代表性银行，如【成都银行】【重庆银行】【苏州银行】；3) 稳增长政策支撑下的顺周期及预期修复品种，如【中信银行H】【兴业银行】【民生银行】。

盈利预测

工商银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	821,803.00	822,623.24	834,942.64	865,786.26
营业收入增长率	-2.52%	0.10%	1.50%	3.69%
归母净利润（百万元）	365,863.00	362,149.85	367,930.86	383,446.16
归母净利润增长率	0.51%	-1.01%	1.60%	4.22%
每股净资产	10.23	10.97	12.04	13.19
市净率（PB）	0.77	0.71	0.65	0.59

建设银行H	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	750,151.00	741,875.64	759,405.22	790,446.30
营业收入增长率	-2.54%	-1.10%	2.36%	4.09%
归母净利润（百万元）	335,577.00	337,747.01	344,844.69	357,599.18
归母净利润增长率	0.88%	0.65%	2.10%	3.70%
每股净资产	12.65	13.11	13.98	15.07
市净率（PB）	0.68	0.65	0.61	0.57

邮储银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	348,775.00	352,842.62	365,677.79	382,307.25
营业收入增长率	1.83%	1.17%	3.64%	4.55%
归母净利润（百万元）	86,479.00	87,717.23	90,150.43	93,340.58
归母净利润增长率	0.24%	1.43%	2.77%	3.54%
每股净资产	8.37	8.65	9.52	10.42
市净率（PB）	0.72	0.69	0.63	0.57

成都银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,981.53	24,317.08	26,070.71	28,123.18
营业收入增长率	5.89%	5.81%	7.21%	7.87%
归母净利润（百万元）	12,858.38	13,712.17	14,835.32	16,118.86
归母净利润增长率	10.17%	6.64%	8.19%	8.65%
每股净资产	19.15	21.27	24.47	28.16
市净率（PB）	0.95	0.86	0.75	0.65

盈利预测

重庆银行H	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,679.30	14,515.69	15,515.14	16,676.84
营业收入增长率	3.54%	6.11%	6.89%	7.49%
归母净利润（百万元）	5,117.29	5,362.91	5,746.97	6,214.16
归母净利润增长率	3.80%	4.80%	7.16%	8.13%
每股净资产	15.56	16.34	17.89	19.35
市净率（PB）	0.45	0.43	0.39	0.36

中信银行H	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	213,646.00	212,321.81	218,528.64	226,543.14
营业收入增长率	3.79%	-0.62%	2.92%	3.67%
归母净利润（百万元）	68,576.00	66,549.47	68,896.62	71,721.97
归母净利润增长率	2.33%	-2.96%	3.53%	4.10%
每股净资产	12.57	13.13	14.17	15.06
市净率（PB）	0.58	0.55	0.51	0.48

苏州银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,223.79	12,490.28	13,109.02	13,855.38
营业收入增长率	3.01%	2.18%	4.95%	5.69%
归母净利润（百万元）	5,068.21	5,380.18	5,790.51	6,205.03
归母净利润增长率	10.16%	6.16%	7.63%	7.16%
每股净资产	11.46	11.19	12.30	13.45
市净率（PB）	0.73	0.75	0.68	0.63

兴业银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	212,329.00	211,186.54	217,236.83	224,739.32
营业收入增长率	0.69%	-0.54%	2.86%	3.45%
归母净利润（百万元）	77,205.00	76,950.37	79,233.30	82,045.54
归母净利润增长率	0.12%	-0.33%	2.97%	3.55%
每股净资产	36.88	38.50	39.63	42.80
市净率（PB）	0.56	0.54	0.52	0.48

盈利预测

民生银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	136,290.00	140,177.65	142,384.66	144,281.24
营业收入增长率	-3.21%	2.85%	1.57%	1.33%
归母净利润（百万元）	32,296.00	32,440.92	33,290.94	34,259.93
归母净利润增长率	-9.85%	0.45%	2.62%	2.91%
每股净资产	12.51	13.09	13.74	14.33
市净率（PB）	0.33	0.31	0.30	0.29

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 资产质量大幅恶化。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究所

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。