

# 兼顾红利与周期属性，平衡“核心+卫星”组合

## 银行业研究框架暨2025中期投资策略

证券分析师：王鸿行 执业证书编号：S0630522050001

联系方式：whxing@longone.com.cn

2025年7月3日

## 核心观点

- **行业竞争加剧，区域性银行改革深化。**全国性银行（国有行、股份行）凭借资本、网点、客户、综合经营等优势占据市场高地，而数量众多且规模偏小的区域性银行（城商行、农村金融机构）则处于被动位置。近年，竞争加剧倒逼改革深化，区域性银行迎来重组兼并潮。区域性银行并购重组一方面有利于发挥规模效应增强其市场竞争力，另一方面有利于防范化解风险，增强金融稳定性。
- **近年行业经营压力明显加大。**商业银行业务主要包括资产负债业务和中间业务两大类。前者主要包括存贷、债权类投资、同业业务，产生利息收入与投资收益，营收贡献度高。资产负债业务对业绩的驱动可拆解为量（资产规模）、价（净息差、投资收益率）、质（资产质量）三大因子，影响因素主要包括宏观经济与政策、监管（中观）及银行自身经营行为（微观）三个维度。近年量、价、质均面临不同程度下行压力，其中，息差与局部资产质量压力较为明显。中间业务主要包括结算、投行、信用卡、财富与资产管理等业务，产生手续费及佣金收入，对部分银行营收贡献度较高，近年受降费及资本市场冲击较大。银行业务模式差异较大，全国性银行业务较为多元，区域性银行则以资产负债业务为主。
- **底部维持平衡，利润与分红有望保持稳定。**规模：受需求放缓及隐债置换影响，对公信贷预计承压；受益于稳地产、促消费政策，个人信贷压力预计缓解；受益于政府债扩容，投资端预计提速，对规模的驱动依然较强。息差：5月存款降息力度超过LPR，息差压力或趋于平缓。非息：宏观经济底部蓄势，债市或趋于平缓，交易业务收入面临高基数压力；资本市场改善，保险与公募降费影响淡化，中间业务收入迎来修复窗口。资产质量：个人信贷质量仍面临不确定性，但拨备盈余、隐债置换、资本夯实等积极因素释放不良处置空间，预计整体资产质量仍能动态中保持稳定。税费方面：存款利率下降滞后于贷款，收入端依然承压的背景下，降本增效力度依然较强；其他方面：国际结算、贸易融资收入或因关税而承压；分红意愿保持积极。综合而言，预计头部银行利润规模与分红比例仍保持稳定。
- **兼顾红利与周期属性，均衡布局。**2023年以来，房地产、城投及中小银行等重点领域风险有效化解，上市银行分红展现良好稳定性。无风险利率持续下行过程中，股息率优势仍对保险、社保基金、指数基金、红利低波公募等中长期资金具有吸引力。展望后市，预期稳定的利润与分红水平仍将在低利率环境中为银行行情提供显性支撑；此外，基本面视角，后续宏观政策持续加码或催生边际改善预期，特别是消费与投资修复将缓解银行业个人风险上升、存款定期化加剧等痛点，有望为行情提供潜在支撑。当前银行板块估值已接近近十年中枢水平，建议后续采用“核心 + 卫星”配置策略，均衡布局：以高股息属性的国有大行构建核心组合，同时搭配具备周期弹性的头部中小银行作为卫星组合。
- **风险提示：个贷风险快速上升；制造业风险快速上升；贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄；中小银行风险快速上升。**



# CONTENTS

**一、商业银行竞争格局**

**二、商业银行业务模式**

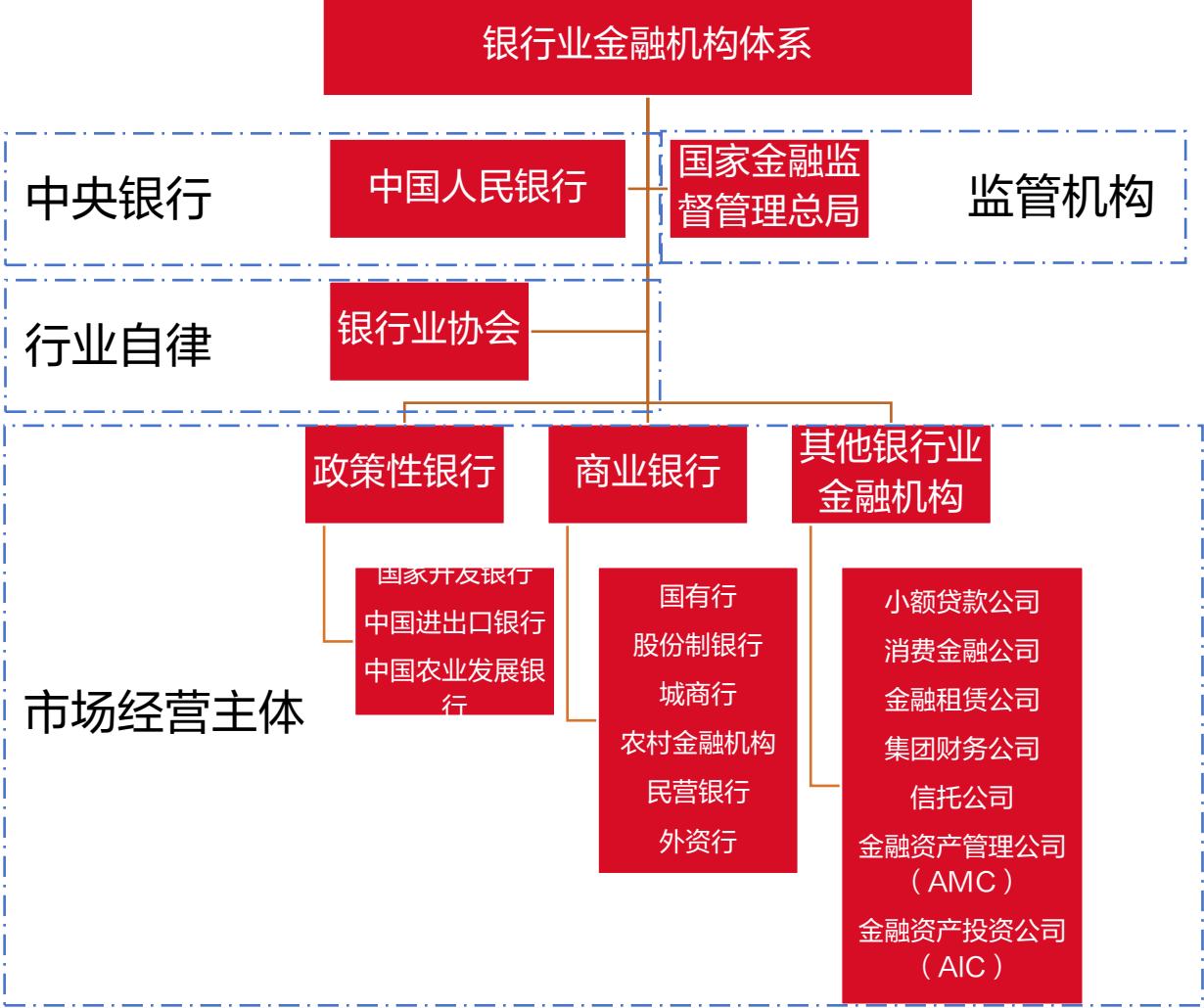
**三、商业银行业绩归因**

**四、商业银行经营展望**

**五、投资策略**

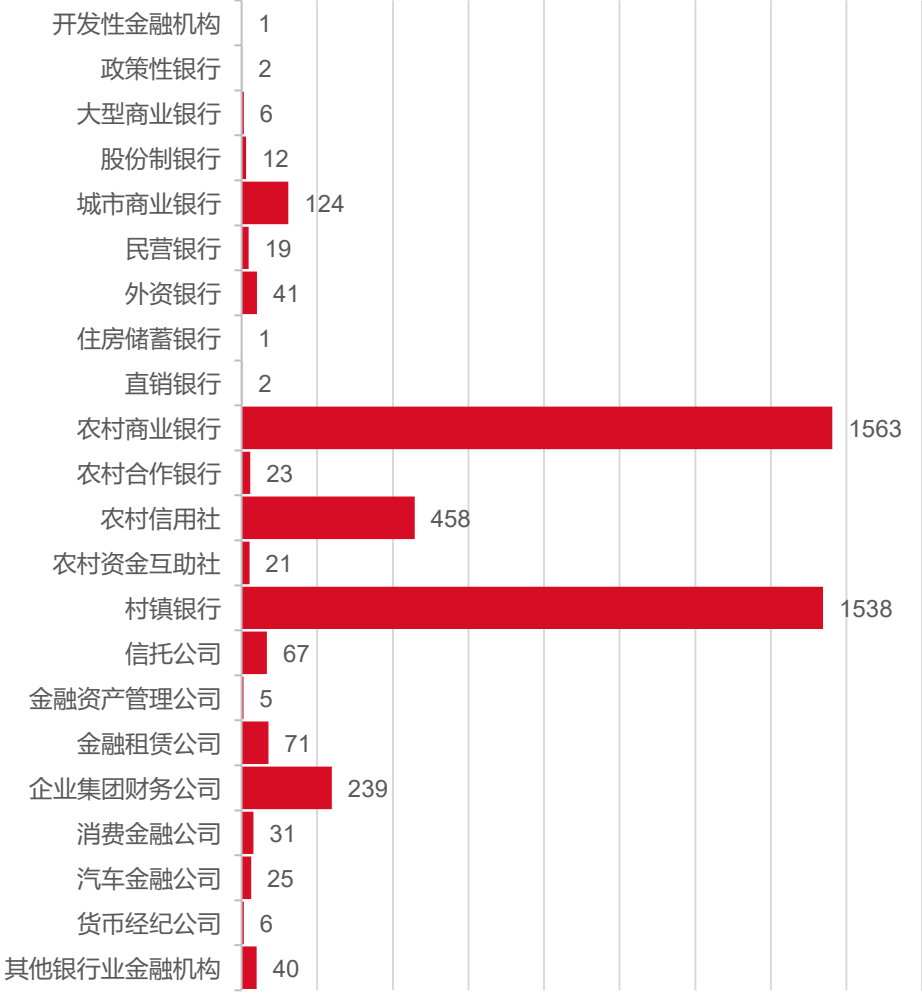
**六、风险提示**

# 银行业金融机构体系



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

银行业金融机构法人数量，单位：个



资料来源：金管局，东海证券研究所，截至2024/12/31

## 商业银行竞争格局

- 全国性银行（国有行6家+股份行12家，A股上市6+9家）

工农中建：网点覆盖全国，城市与县域市场布局较为均衡

邮储银行：网点覆盖全国，自营+邮政集团代理，县域市场占优

交行及股份制银行：网点覆盖全国，经济发达二三线城市占优

- 区域性银行（城商行+农商行，A股上市17+10家）

2017年以来异地经营管理趋严，跨区经营格局稳定

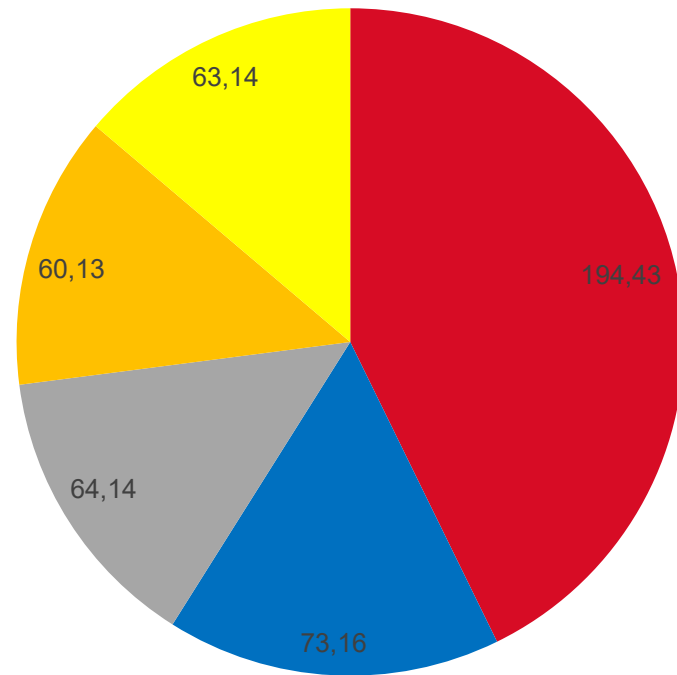
城商行：以省内市级市场为主，头部银行实现跨省经营，跨省重点布局相邻省份、北上广深等

农商行：以省内县域市场为主，部分头部银行获得跨省资格，如常熟银行通过投资管理行牌照经营多省村镇银行

- 民营银行（微众、网商等）

互联网渠道为主，主要覆盖小而散的长尾客户

银行业金融机构资产规模及占比，单位：万亿元，%

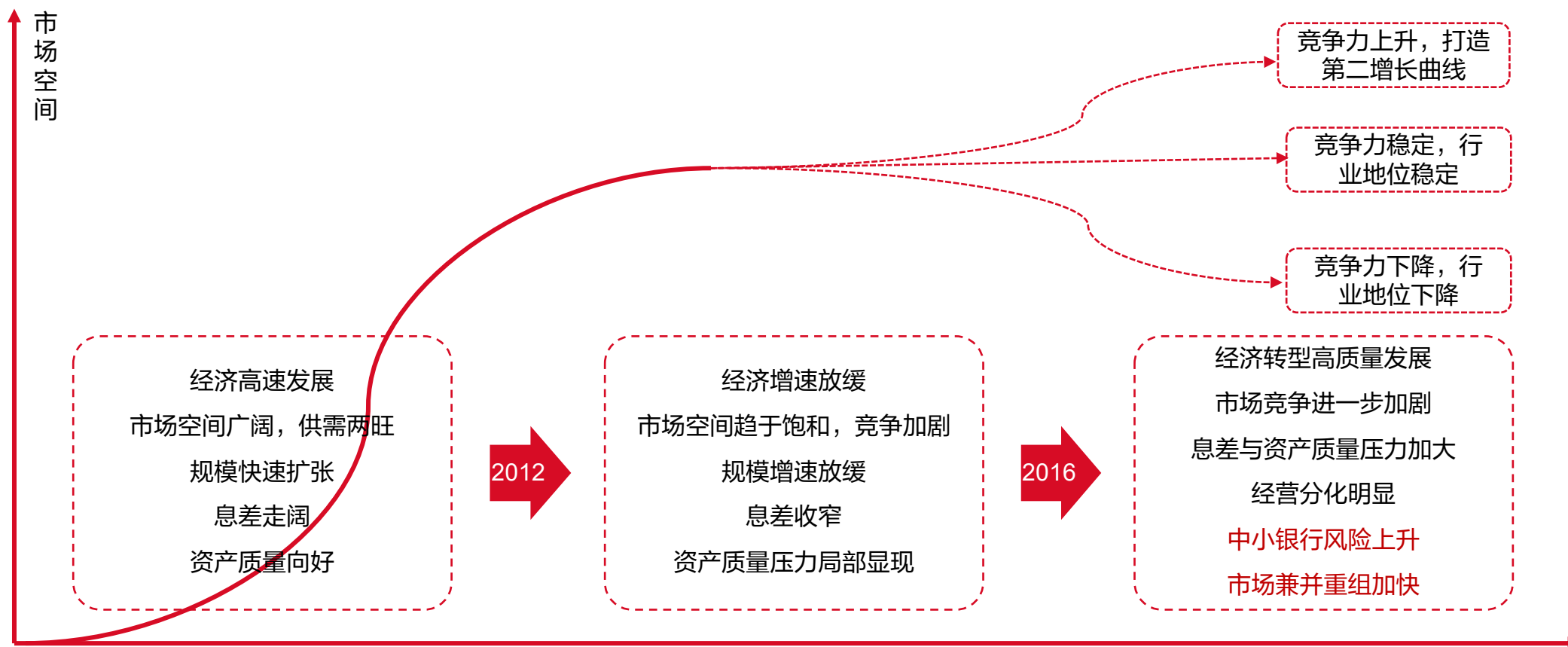


■ 大型商业银行 ■ 股份制商业银行 ■ 城市商业银行 ■ 农村金融机构 ■ 其他类金融机构

资料来源：金管局、Wind，东海证券研究所，截至2025/05/31

# 商业银行经营形势

## 银行业经营走向分化

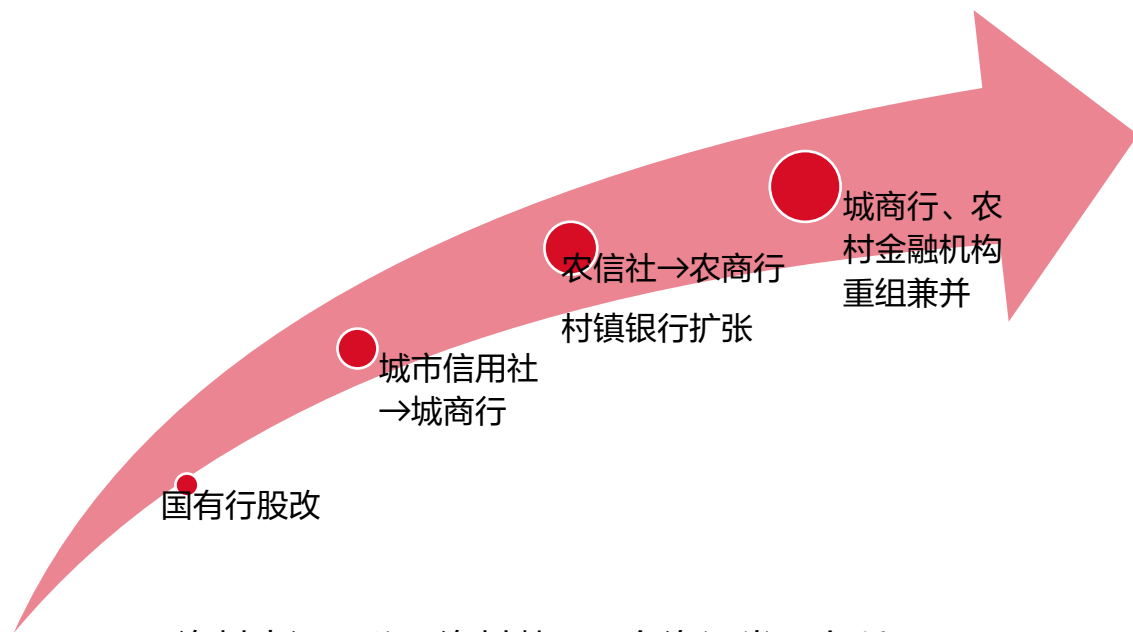


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 中小银行改革化险提速

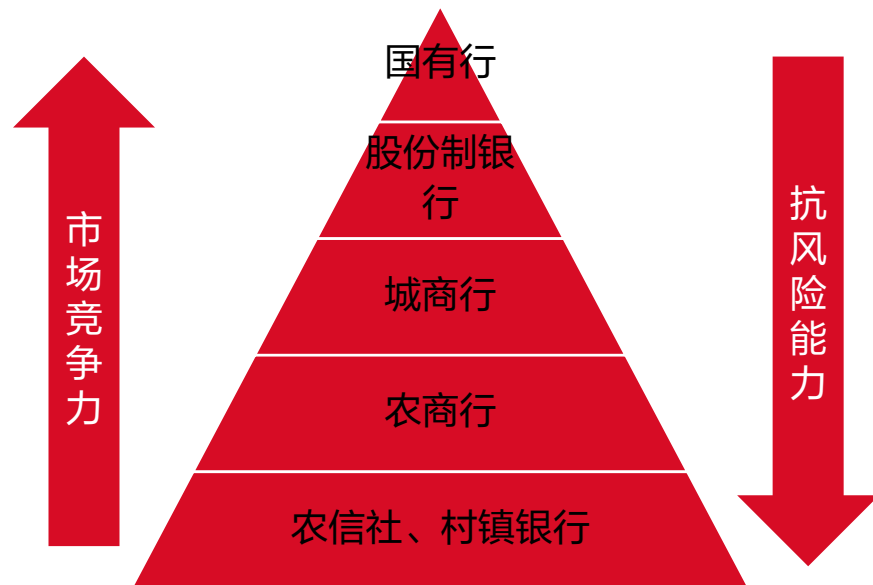
- 背景：规模放缓、息差下行，行业竞争加剧，中小银行风险上升；监管推动中小银行改革化险
- 改革实践：2019年以来形成重组兼并潮，中西部、东北地区整合案例较多，合并为主（如城商行：中原银行、山西银行、新疆银行、四川银行、徽商银行等；农商行：秦农银行、辽宁农商行、浙江农商联合银行等）
- 意义：发挥规模效应，整合客户资源，提升中小银行市场竞争力；消化不良资产，借助大行管理优势，防范化解风险

### 商业银行改革持续深化



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

### 商业银行市场竞争力与抗风险能力



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 农信社管理机制改革提速

### ● 模式一：全省统一法人农商银行

集中省内农信金融资源合并成立单一法人机构，如海南农商行、辽宁农商行

优点：集中管理、统一调配资源，发挥规模效应；管理标准化、规范化

### ● 模式二：省级农商联合银行

下参上模式：省内农信机构共同出资设立联合银行，下级农商行能够在一定程度上参与到省级层面的决策和管理中，如浙江农商联合银行

上参下模式：地方财政、国企出资设立省级农商联合银行，它作为上层机构对下级农商行持有股权，对下级机构的经营管理、业务发展和风险控制等方面进行直接管理和指导，如河南、山西农商联合银行

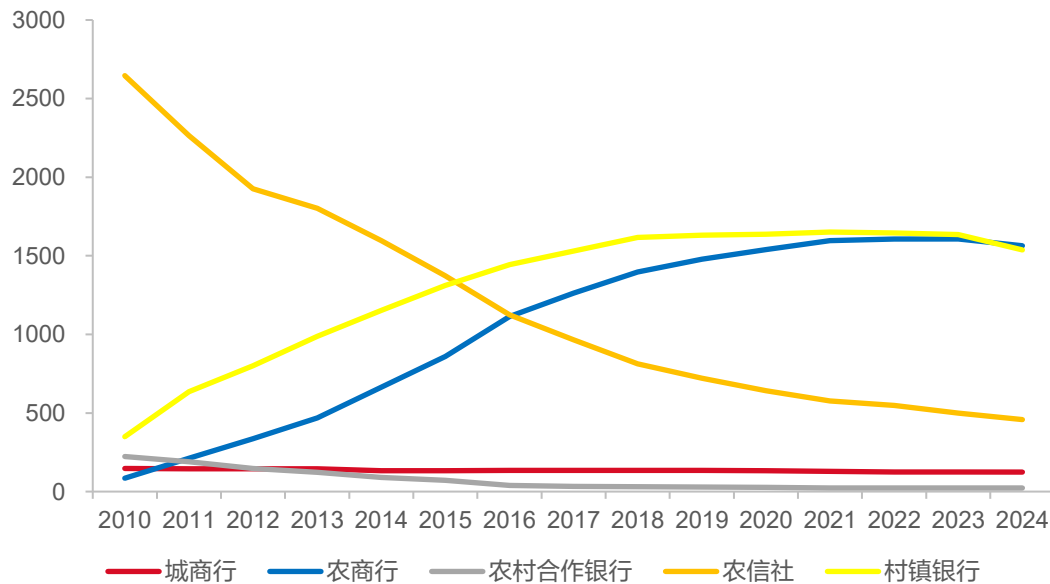
优点：保持两级法人地位不变，下级自主决策权高。该模式是目前较为受欢迎的一种模式，其中“上参下”更普遍

### ● 模式三：省级机构与实力较强的农商银行并行发展

实力较强的母银行增持区域内中小银行股份，以大股东身份参与下级银行经营管理，母银行和省联社并存（如江苏省、山东省、广东省）

优点：优势互补，协同发展，扩大金融服务的覆盖面并保证金融服务的质量。

区域性银行法人机构数量，单位：个



资料来源：金管局，iFinD，东海证券研究所，截至2024/12/31



# CONTENTS

一、商业银行竞争格局

二、**商业银行业务模式**

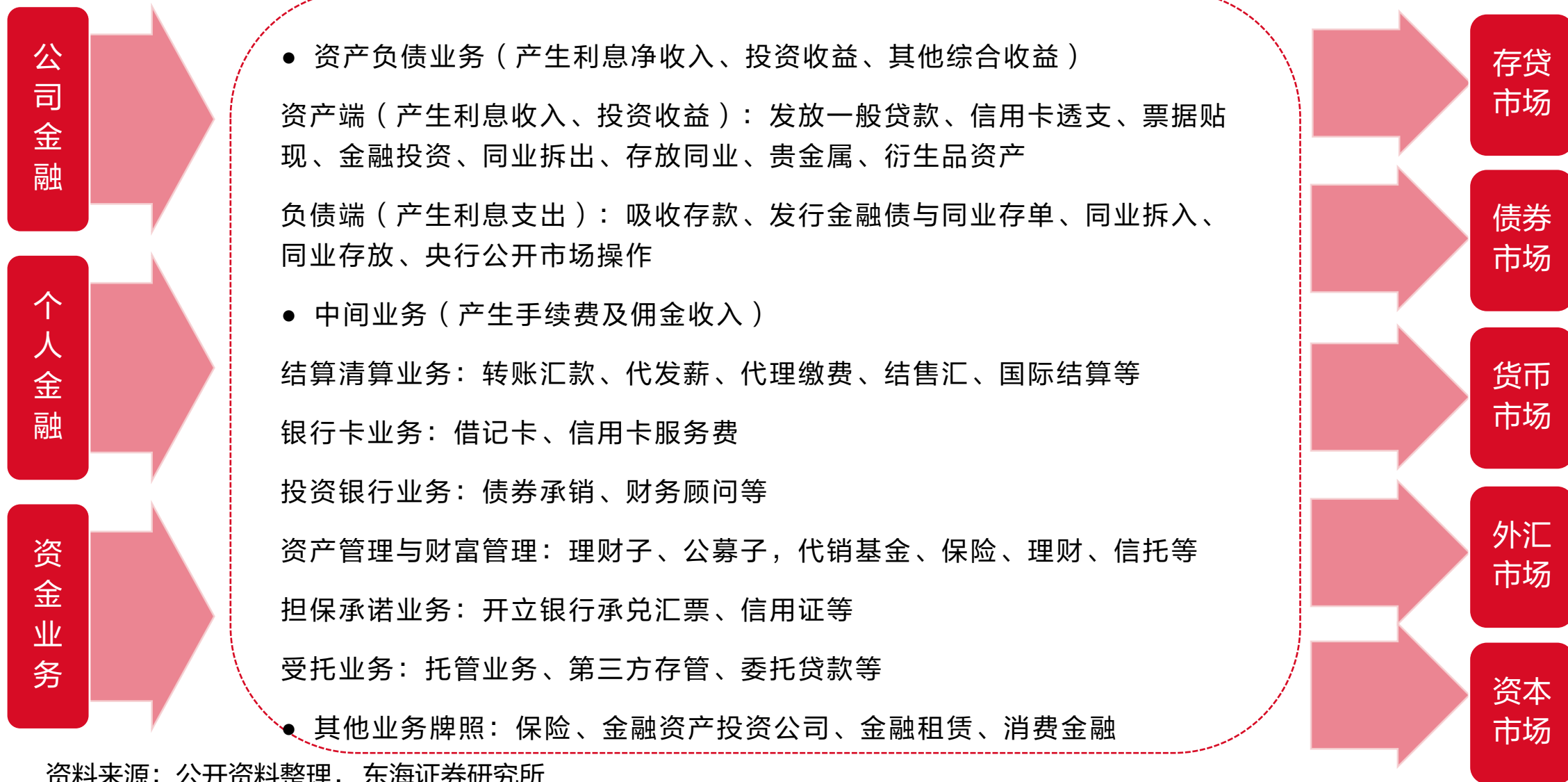
三、商业银行业绩归因

四、商业银行经营展望

五、投资策略

六、风险提示

## 商业银行业务模式



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 业务模式的差异性

- 全国性银行

市场定位：大型综合金融集团

工农中建交：大中型客户为主；资产负债结构均衡；中间业务有优势

邮储银行：大中型客户+小微客户为主；个人存贷款占比高

股份制银行：大中小型客户为主；业务差异性较大；个人业务有优势

- 区域性银行

市场定位：特色银行；产业银行；精品银行

城商行：中小微客户为主；对公、城投业务占比较高；业务对本地产业依赖较大，资金业务占比较高

农商行：中小微客户为主；小微、三农、个人业务占比较高；业务对本地产业依赖较大，主要开展存贷业务

- 民营银行

互联网渠道为主，主要覆盖小而散的长尾客户

### 商业银行经营区域与客户基础影响业务模式



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 贷款规模

- 对公贷款及垫款（制造业支持力度加大，近年占比提升，占比约67%）

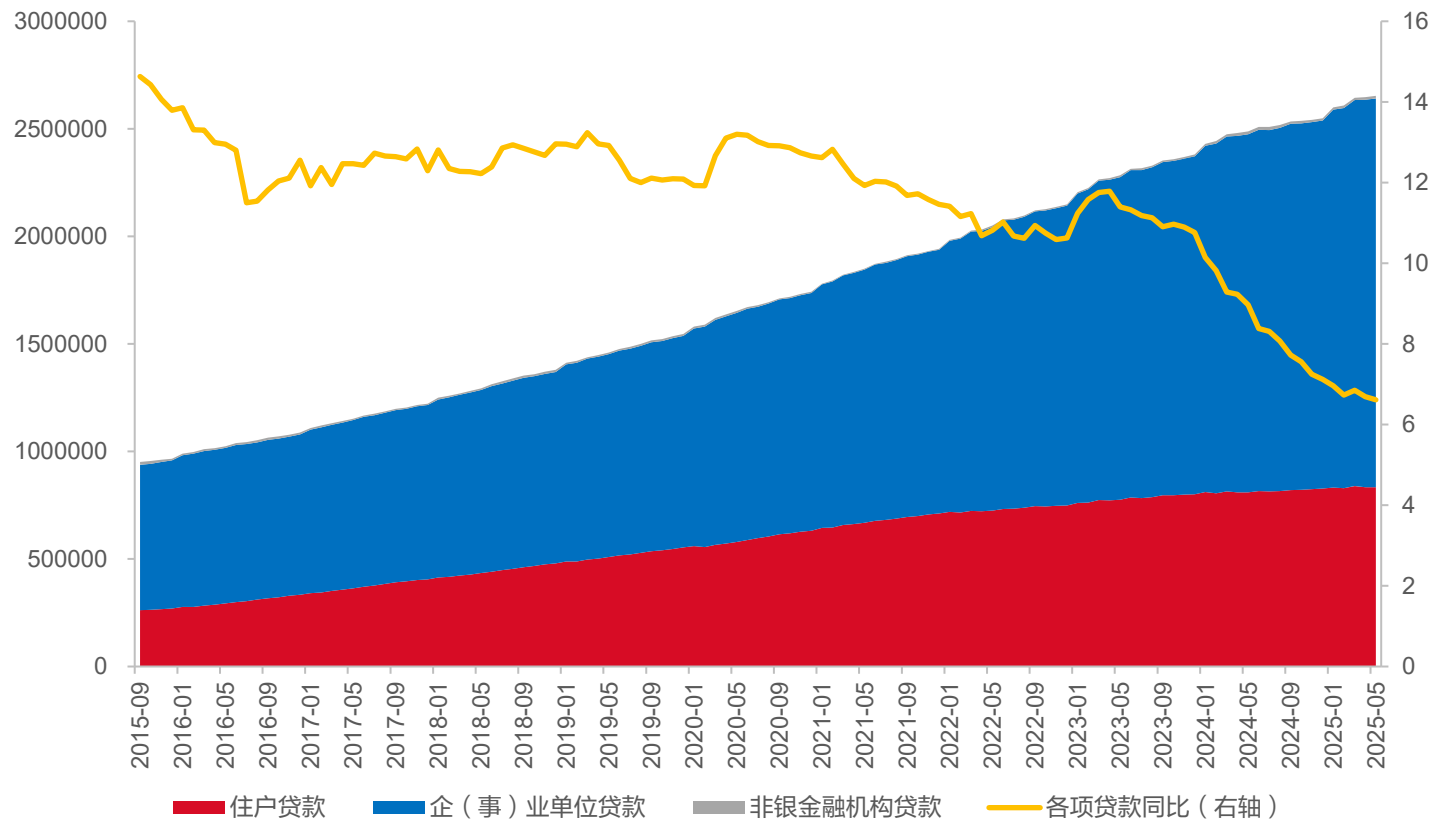
包括经营贷款、固定资产贷款、票据贴现、各类垫款

- 个人贷款（受房地产放缓影响，近年占比下降，占比约32%）

包括住房贷款、信用卡透支、消费贷款、个人经营性贷款、助学贷款

- 非银金融机构贷款（占比约0.5%）

金融机构各部门贷款规模及增速，单位：亿元，%

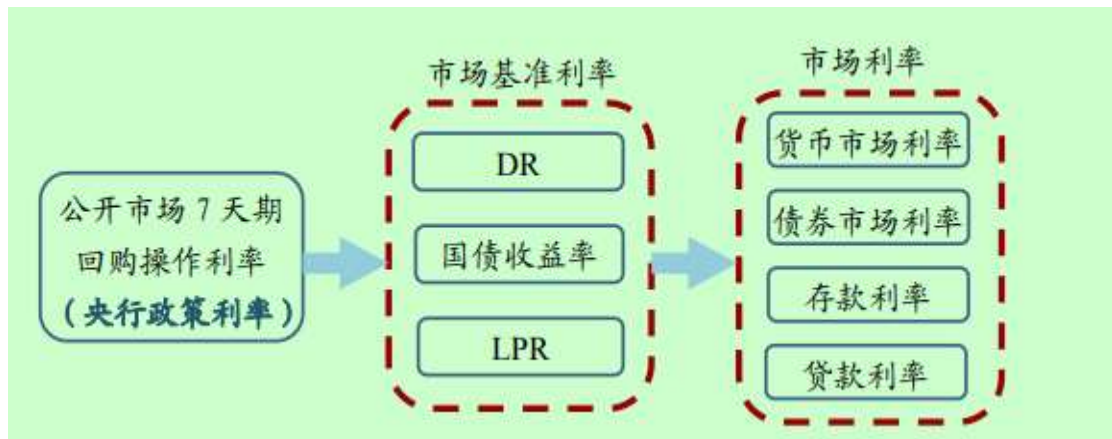


资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/05/31

## 贷款定价（一）

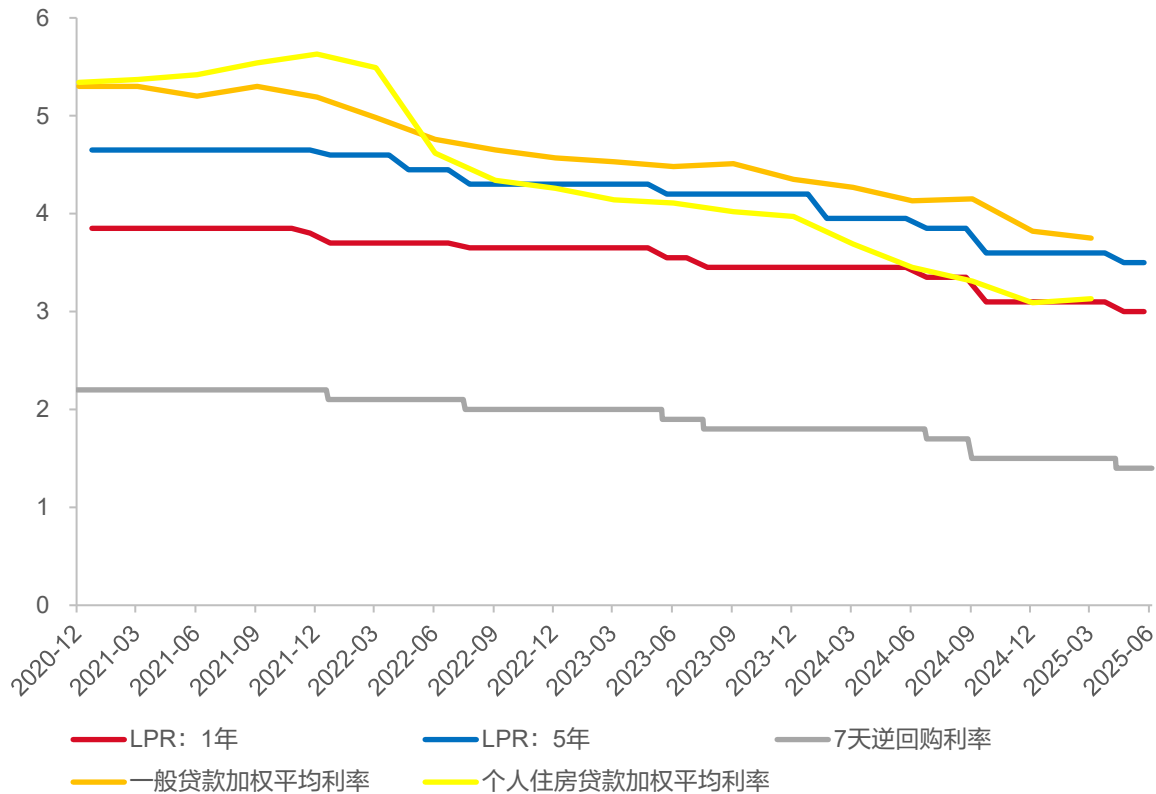
- 贷款利率上下限已经取消，金融机构自主定价
- 7天逆回购操作承担主要政策利率功能，影响LPR
- LPR为浮动利率贷款的主要定价基准
- 行业自律：不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款；完善房贷定价机制，缩窄新老房贷利差

### 政策利率传导过程



资料来源：中国人民银行2024Q3货币政策执行报告，东海证券研究所

### 政策利率、LPR与贷款利率走势，单位：%



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，7天逆回购利率截至2025/07/02，LPR截至2025/06/20，贷款加权平均利率截至2025/03/31

## 贷款定价（二）

### 银行贷款自主定价方法

#### 成本加成法（综合单笔业务各项成本加成后确定价格）

- 贷款利率目标=贷款成本和费用+目标收益率=（资金成本+运营成本+风险成本+资金成本+目标收益）\*（1+增值税率）/（1-增值税率\*附加税率）
- 优点：控制成本，有利于实现目标利润。缺点：偏离市场，影响竞争力。

#### 价格先导法（即基准利率加点法，国际银行广泛采用的一种定价模式，在基准利率上附加风险溢价）

- 贷款利率=基准利率\*风险溢价比例=基准利率+风险溢价点数
- 优点：贷款价格强调市场利率的基础作用，又考虑违约成本差异，贷款价格市场竞争力较成本加成法提升
- 缺点：没有考虑银行与客户全面关系和客户的综合贡献，对存款多、结算量大的客户没有竞争力

#### 客户综合收益法（考虑客户综合收益，贷款利率议价范围适当扩大）

- 单笔业务定价对客户具有局限性，为更好满足客户需求，银行定价理念由单笔业务定价向整体业务定价转移
- 客户目标综合收益=本笔贷款收入-本笔贷款支出+该客户存量业务总收入-为该客户提供的所有服务总成本
- 本笔贷款利率=（客户目标综合收益+为该客户提供的所有服务总成本-该客户存量业务总收入+本笔贷款成本）/本笔贷款规模

### 定价原则

风险收益

差异化

贴近市场

以客户为中心

社会责任

资料来源：《商业银行资产负债管理实践》，王良、薛斐著，2021年5月第一版

## 贷款结构

- 上市银行整体

对公：个人：票据贴现约为约60%：35%：5%

上市银行个人贷款占比较整个银行业偏高，主要是因为住房、信用卡贷款主要由大中型银行提供，而这些银行都已上市；未上市银行主要是城商行、农村金融机构，住房贷款和信用卡贷款规模较小。

- 差异性表现

国有银行较为均衡

股份制银行个人占比普遍较高：信用卡较为突出

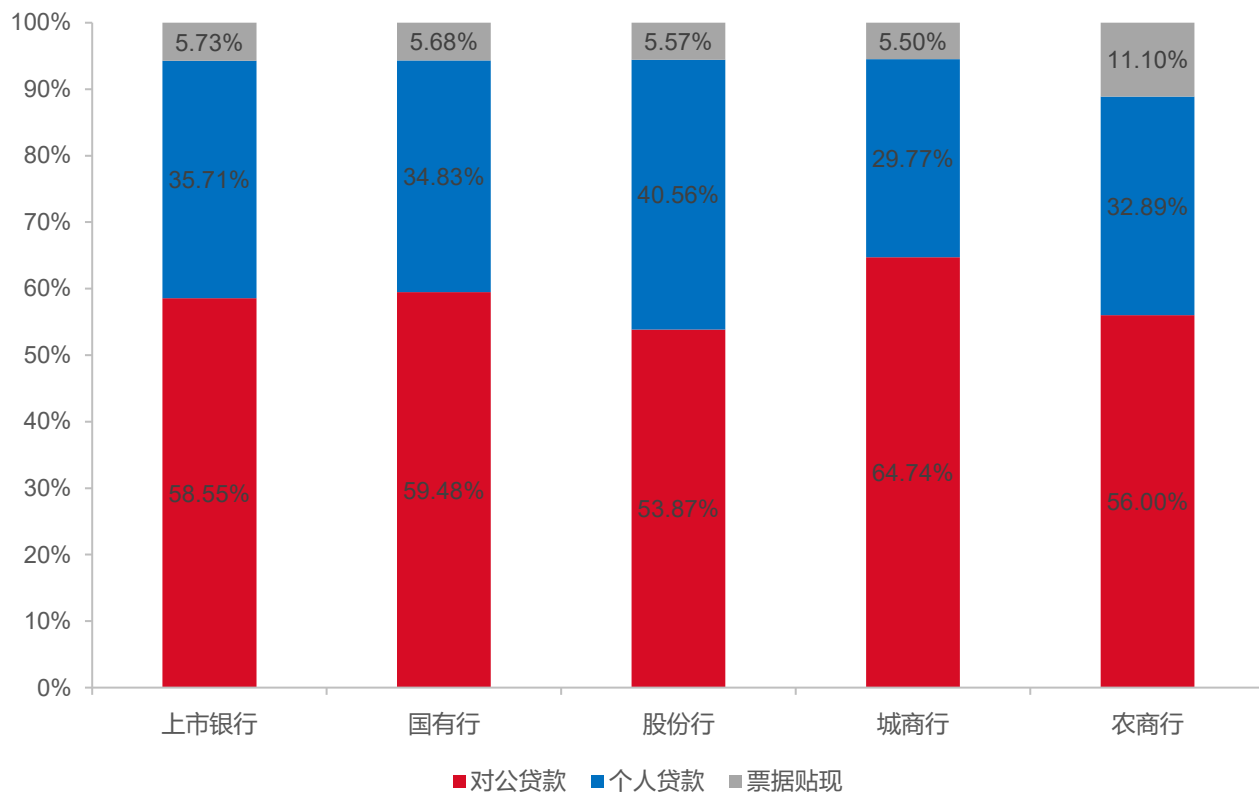
城商行对公贷款占比普遍较高

农商行差异性较大，取决于本地产业基础

- 个人占比较高的银行

邮储银行、招商银行、平安银行、常熟银行

不同类型银行对公与个人贷款占比

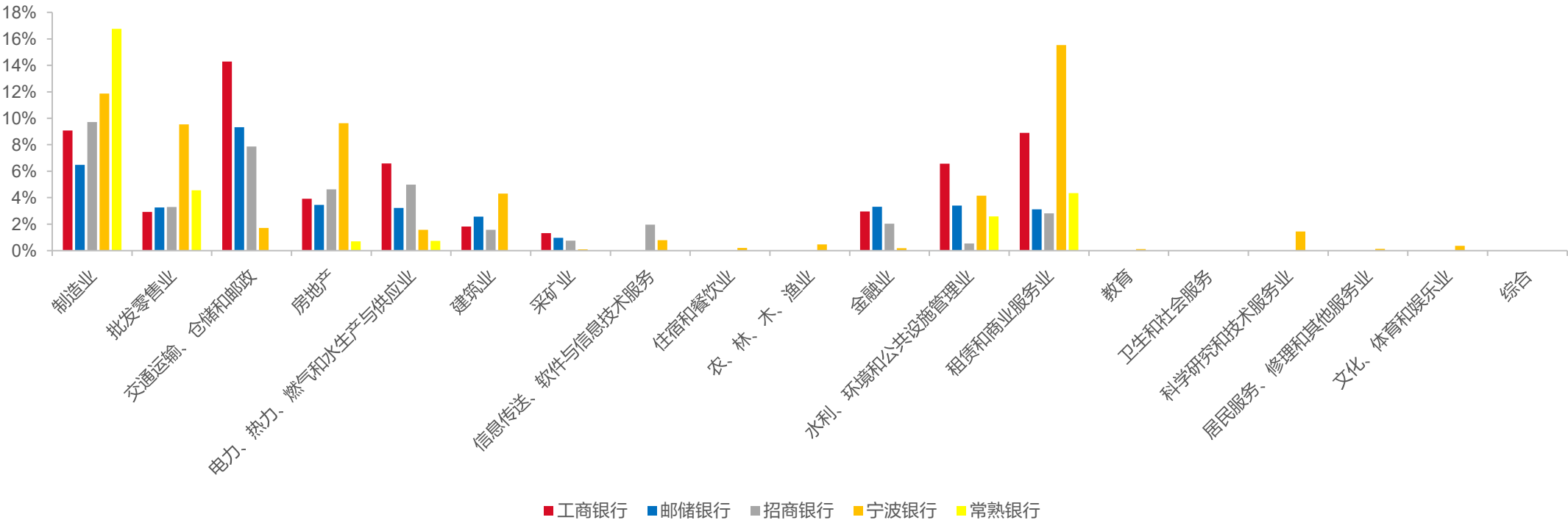


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

# 对公贷款行业结构

- 客户基础：大中型客户主要集中于全国性银行，如国有行交运、水利行业贷款占比较高；中小银行中小微客户占比较高
- 产业基础：区域性银行贷款行业分布与本地产业相关性较强，如江浙地区制造业贷款占比高
- 市场基础：城商行优势在于城区，与城投业务往来较多；农商行优势在于县域市场，与三农、个体户业务往来较多

不同类型银行各行业贷款占总贷款比重

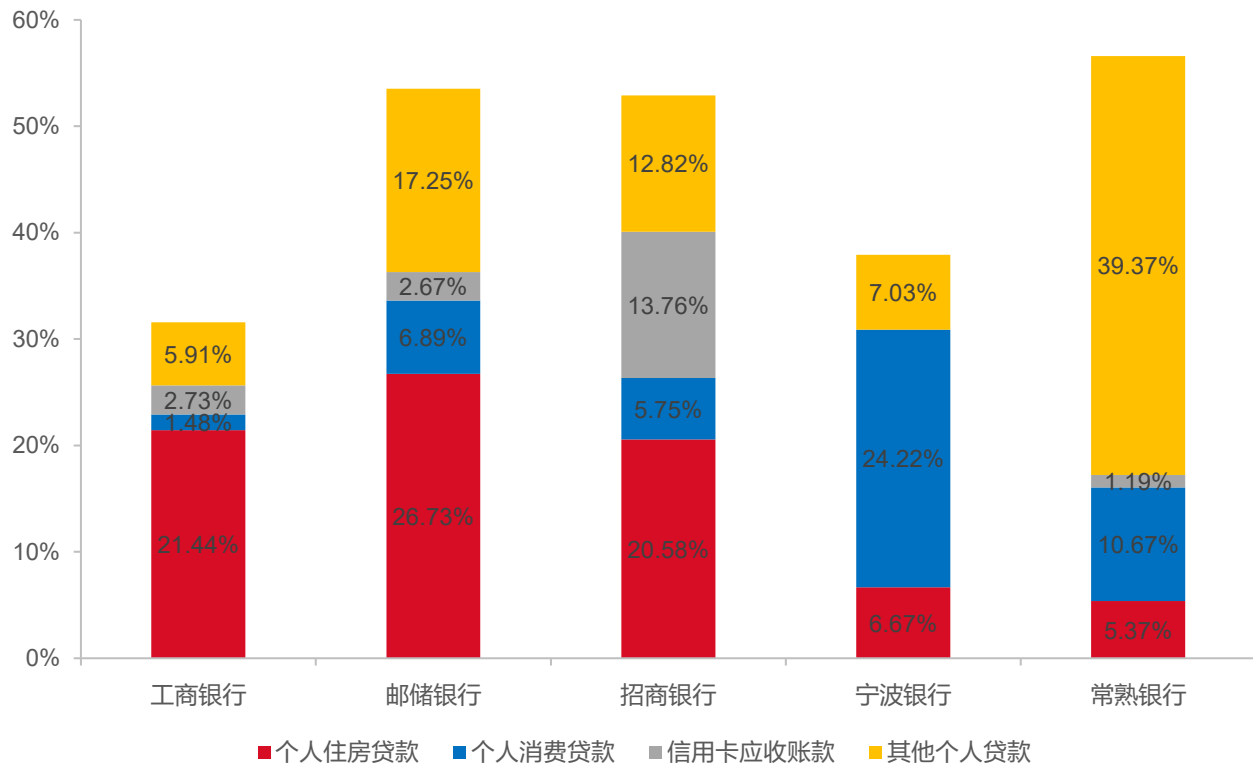


资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

## 个人贷款结构

- 国有行住房按揭贷款占比较高
- 股份制银行住房按揭与信用卡贷款占比较高
- 区域性银行消费贷与经营贷占比较高

不同银行个人贷款占总贷款比重

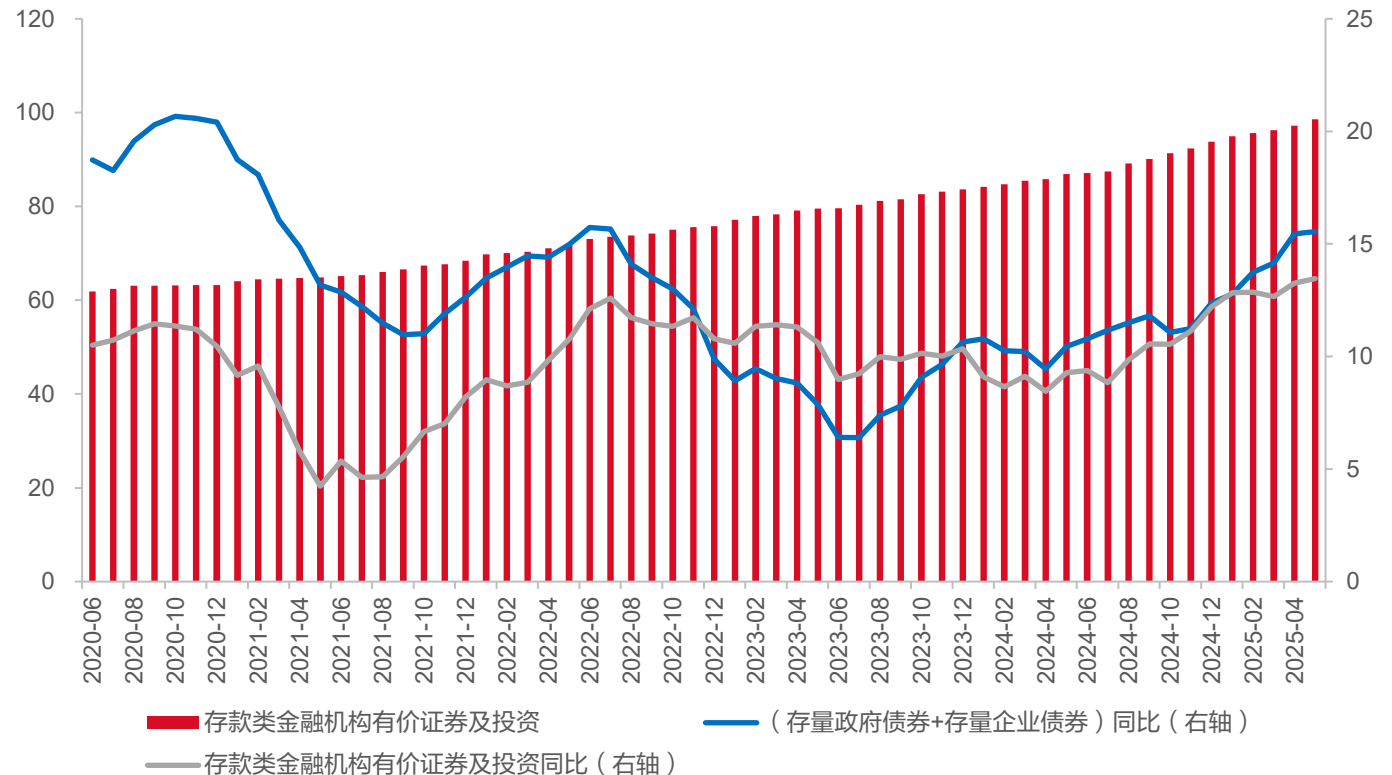


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31  
注：宁波银行消费贷款包含信用卡应收款；其他个人贷款主要包括经营性贷款

## 金融投资规模

- 按品种：利率债（为主）、信用债、资管计划、债券融资计划、基金
- 金融投资规模主要取决于社融中的企业债、政府债规模。近年财政力度大，金融投资规模增长相应增长较快
- 银行自身投资策略对投资规模也会产生阶段性影响。如2024年信贷资产荒背景下，中小银行加大债券投资力度；利用公募基金免税优势，加大公募基金投资力度

存款类金融机构有价证券及投资规模及其增速，单位：万亿元，%



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/05/31

## 金融投资定价

主要取决于债券收益率，具体有三种会计处理方式

- 债权投资（持有至到期、收取利息现金流）

计价方式：按照摊余成本计量，主要产生利息收入，波动小

主要品种：利率债券、资管计划、信托计划

- 其他债权投资（可持有获取利息现金流，也可用于出售）

计价方式：市价计量、市价变动计入其他综合收益，主要产生利息收入，波动较大影响股东权益，只要不处置，对损益影响较小

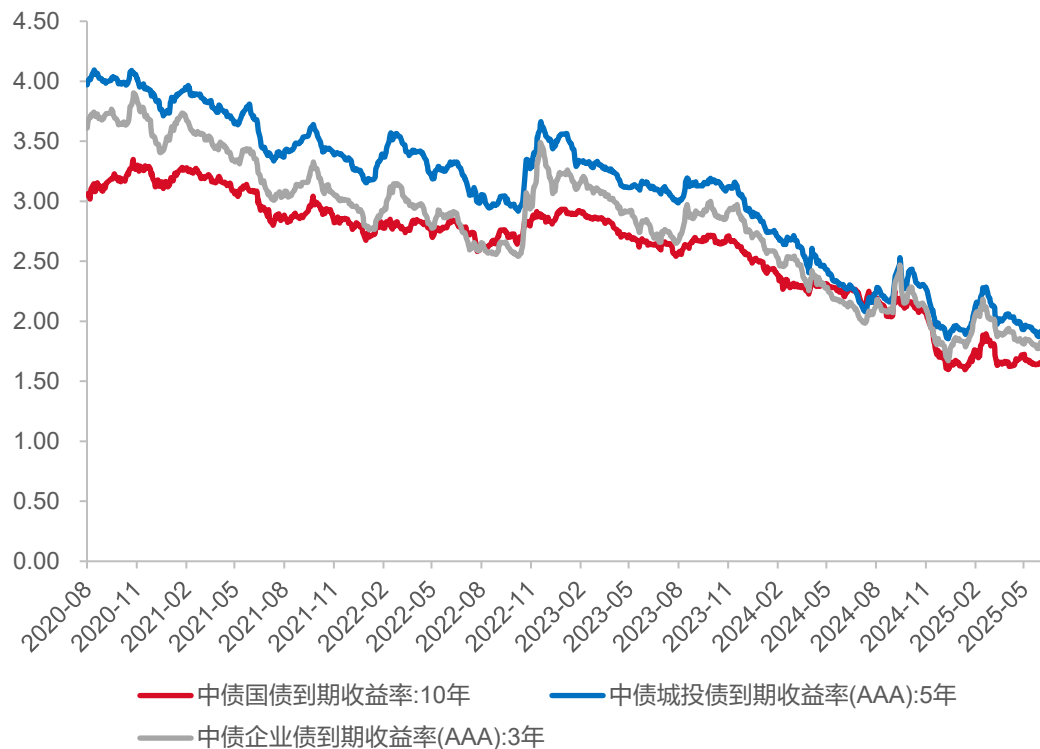
主要品种：利率债、信用债

- 交易性金融资产（交易获取价差，主要产生投资收益）

计价方式：市价计量、市价变动计入当期损益，对损益影响大

主要品种：各类债券，基金投资

债券到期收益率，单位：%

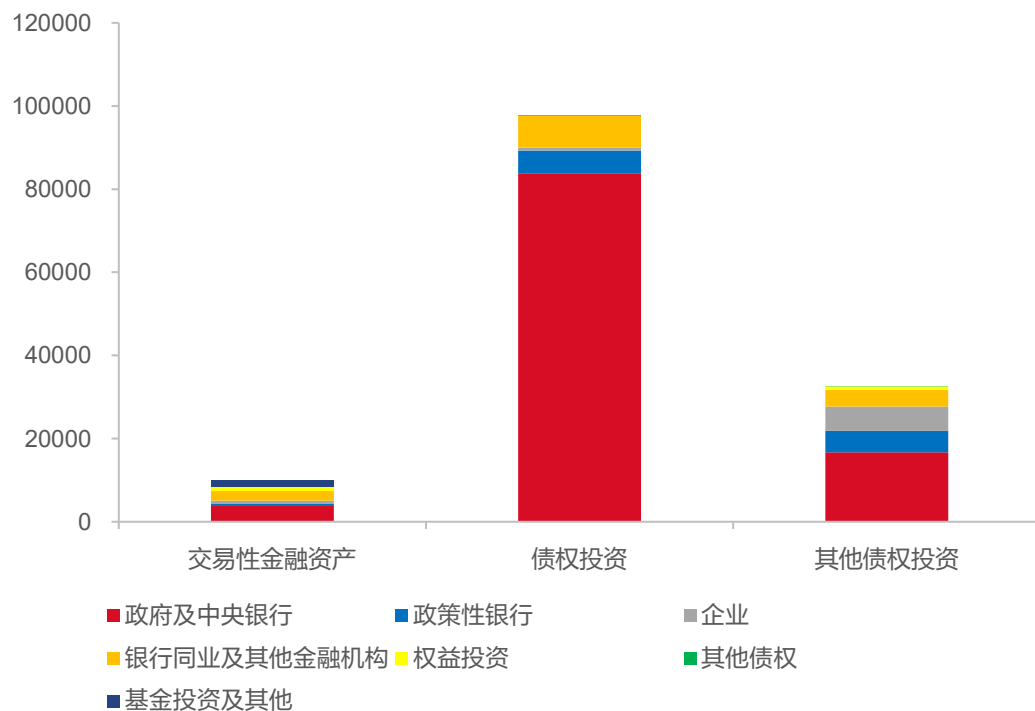


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 金融投资差异性

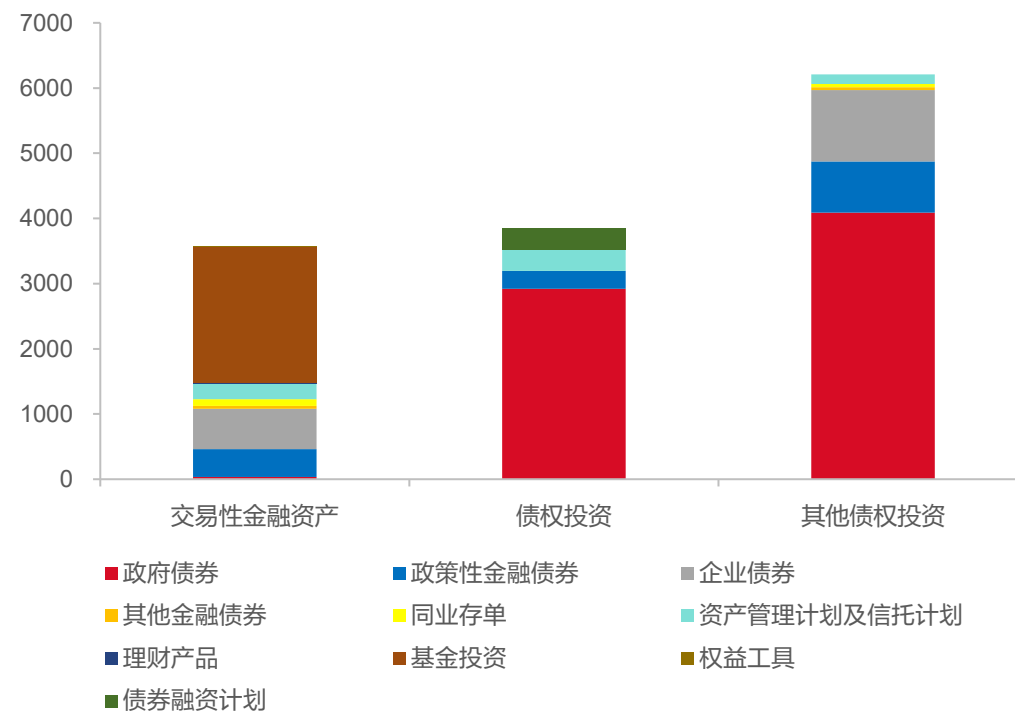
- 中小银行：金融投资占总资产比重较高；资管计划与基金投资占比较高；按照市价计量比例高，当期损益受市场影响较大
- 大行：按照实际利率摊销比例较高，当期损益受市场影响较小

工商银行金融投资规模，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

宁波银行金融投资规模，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

## 存款规模

- 企业及住户存款(占比分别为25%与50%)

低成本存款（满足流动性需求）：活期

高成本存款（满足增值需求）：定期存款、大额存单、结构性存款

介于二者之之间（既满足流动性需求又兼顾增值需求）：通知存款、协定存款

- 政府存款（占比约14%）

财政存款

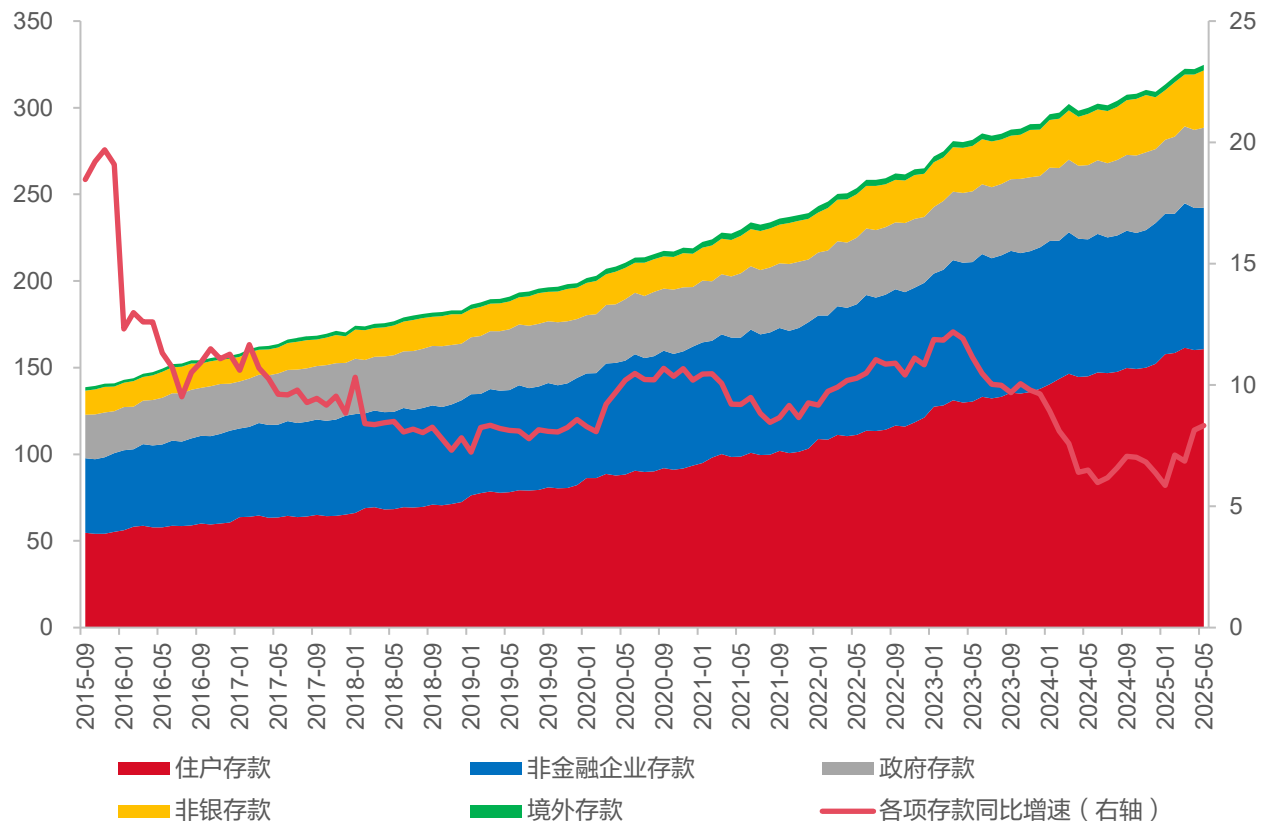
机关单位存款

- 非银存款（占比约10%）

证券、保险、基金、信托、私募等

注：数据截至2025/05/31

存款类金融机构各类存款规模及增速，单位：亿元，%



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

## 存款定价（一）

- 定价方式

人民银行不再调整存款基准利率，银行自主定价

- 定价参照市场基准

市场基准：参照1年期LPR与10年期国债收益率

传导机制：政策利率→市场基准→存款利率

- 行业自律

存款挂牌利率调整：大行带头调整利率，中小银行跟进

维护存款市场：规范结构性存款，协定存款、异地存款定价；治理“手工补息”；规范同业存款利率

工商银行主要存款品种及挂牌利率

| 项目               | 挂牌利率（%）             |
|------------------|---------------------|
| 一、活期存款           | 0.05                |
| 1.整存整取           |                     |
| 三个月              | 0.65                |
| 六个月              | 0.85                |
| 一年               | 0.95                |
| 二年               | 1.05                |
| 三年               | 1.25                |
| 五年               | 1.3                 |
| 二、定期存款           |                     |
| 2.零存整取、整存零取、存本取息 |                     |
| 一年               | 0.65                |
| 三年               | 0.85                |
| 五年               | 0.85                |
| 3.定活两便           | 按一年以内定期整存整取同档次利率打六折 |
| 三、协定存款           | 0.1                 |
| 四、通知存款           |                     |
| 一天               | 0.1                 |
| 七天               | 0.3                 |

资料来源：工商银行官网，东海证券研究所  
最新利率调整日2025/5/20

## 存款定价（二）

### 存款定价策略转变



#### 利率管制下的定价策略

存贷利差高，规模取胜  
目标是最大限度获得存款增长；

核心是解决利率管制上限与存款规模增长需求之间的矛盾；

一般采取“一浮到顶”与“跟随定价”策略；

同质化严重，自主定价能力偏弱



#### 利率市场化后的定价策略

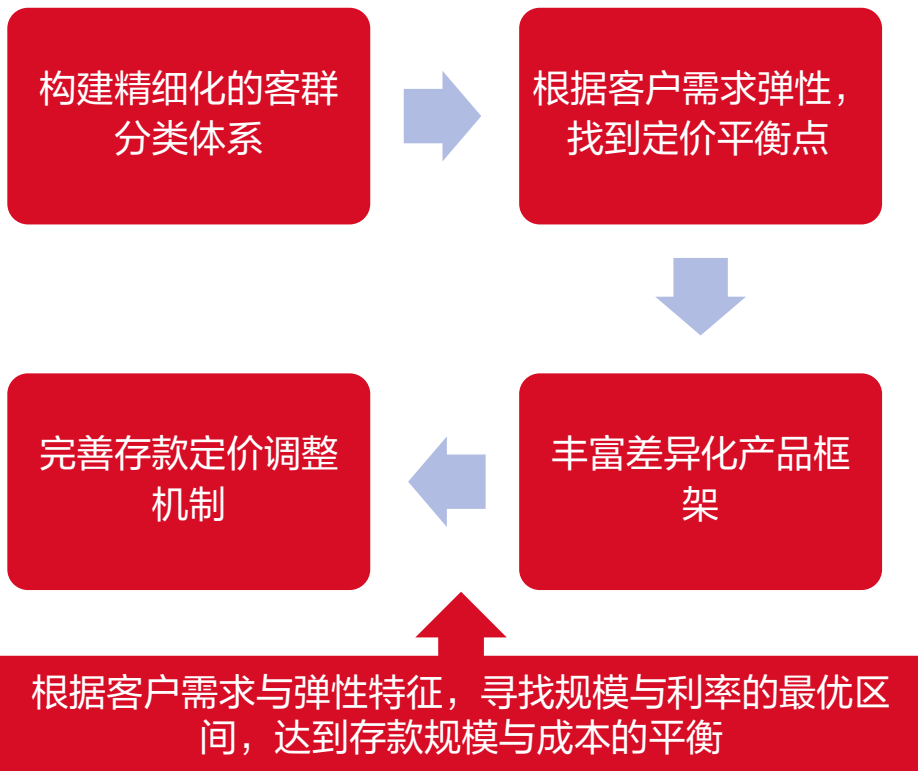
存贷利差低，倒逼银行控制存款成本

目标是合理增长前提下，尽可能降低存款成本

核心是合理控制存款成本

“一浮到顶”与“跟随定价”无法适应市场竞争，需要差异化定价

### 差异化定价步骤



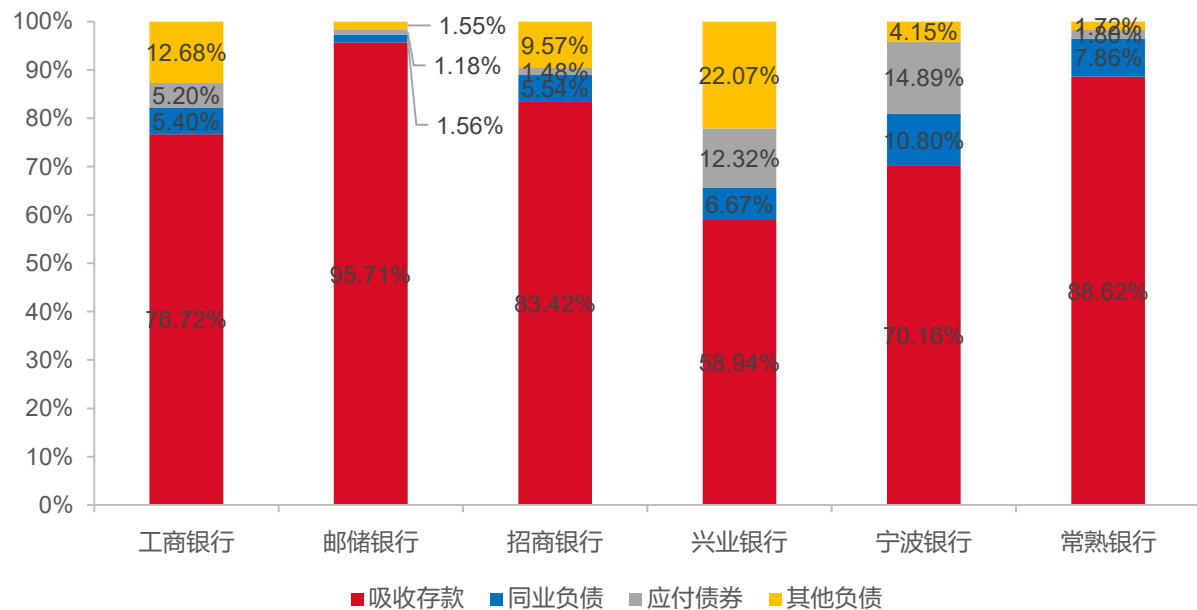
资料来源：《商业银行资产负债管理实践》，王良、薛斐著，2021年5月第一版

资料来源：《商业银行资产负债管理实践》，王良、薛斐著，2021年5月第一版

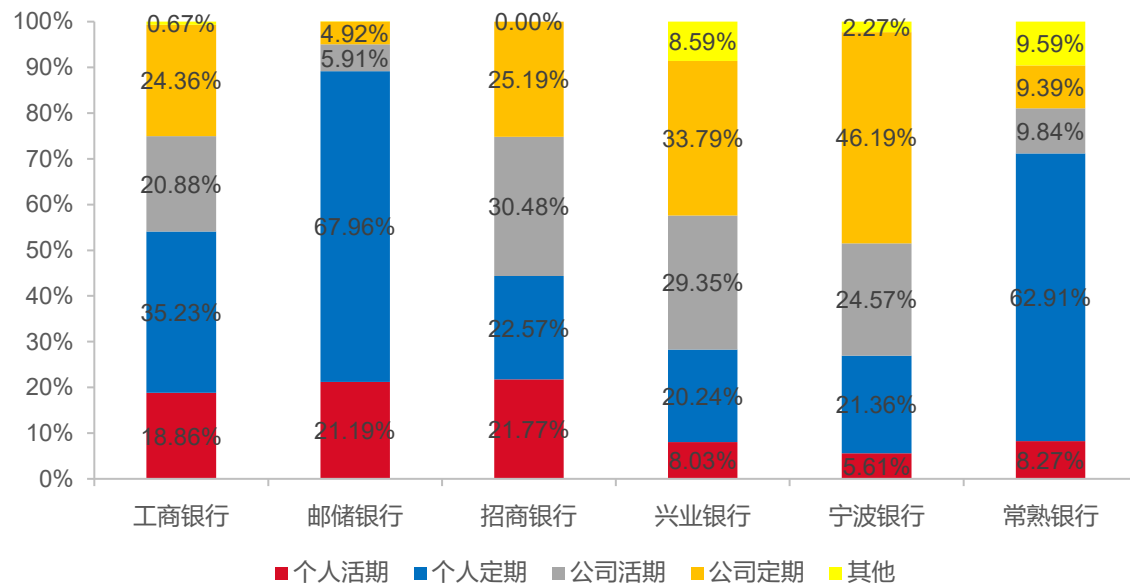
## 存款结构

- 国有行与农商行存款占总负债的比重较高
- 股份制银行（招行除外）与城商行同业负债、同业存单占总负债比重更高
- 城商行对公存款占存款比重较高，农商行个人存款占比较高

### 不同类型银行负债结构



### 不同类型银行存款结构



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2025/03/31

资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

## 发行金融债券

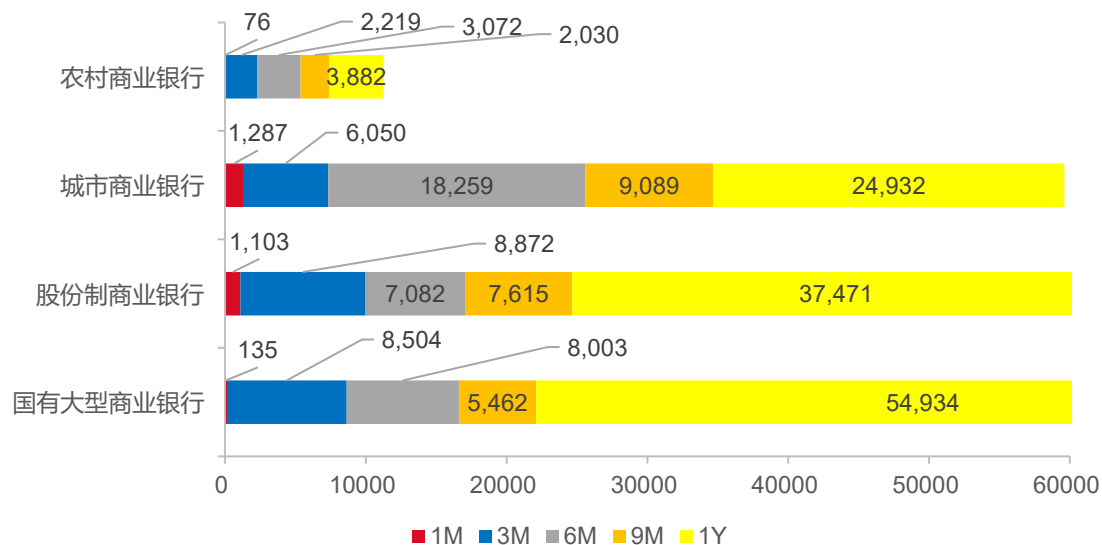
- 同业存单

发行人准入门槛较低

满足短期流动性需求，包括1M、3M、6M、9M、1Y等期限

股份制银行与城商行发行较为活跃

各类型银行同业存单存量，单位：亿元



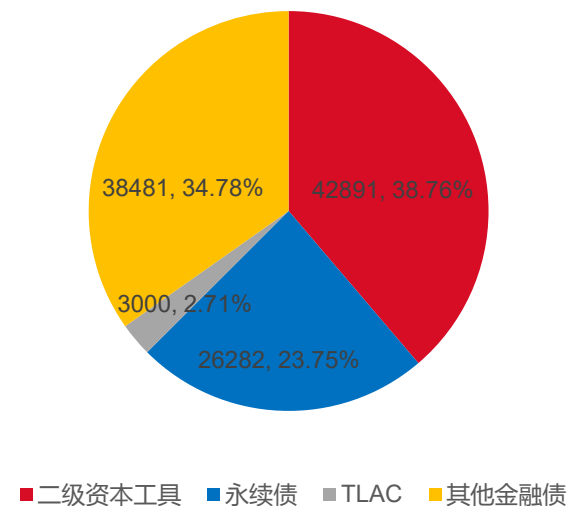
资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/07/02

- 金融债（普通金融债、专项金融债）、资本工具（TLAC债、二级资本债、永续债、可转债）

满足中长期流动性需求与资本监管要求

资本工具对发行人资质要求较高，大型银行规模较大

商业银行债券存量，规模单位：亿元

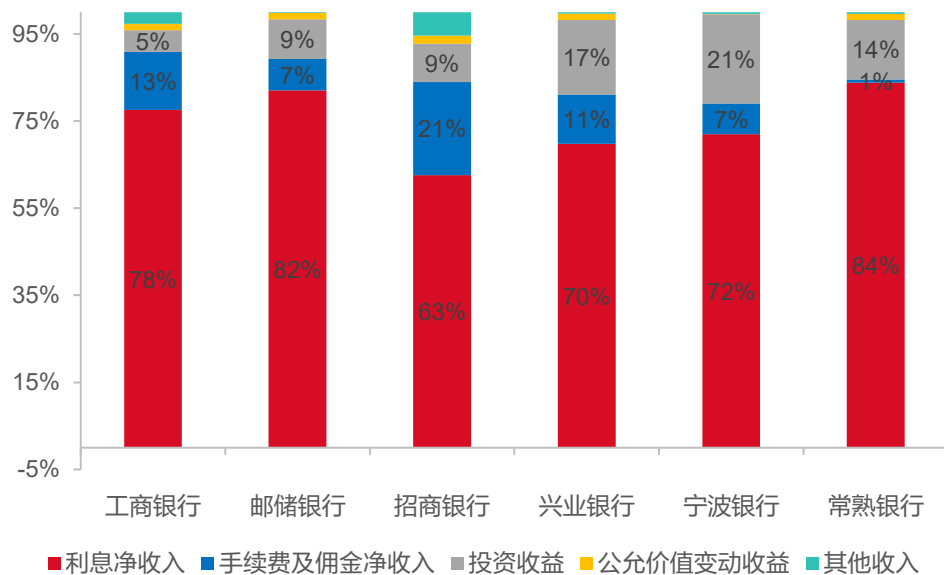


资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2025/07/02

## 营收与利息收入结构

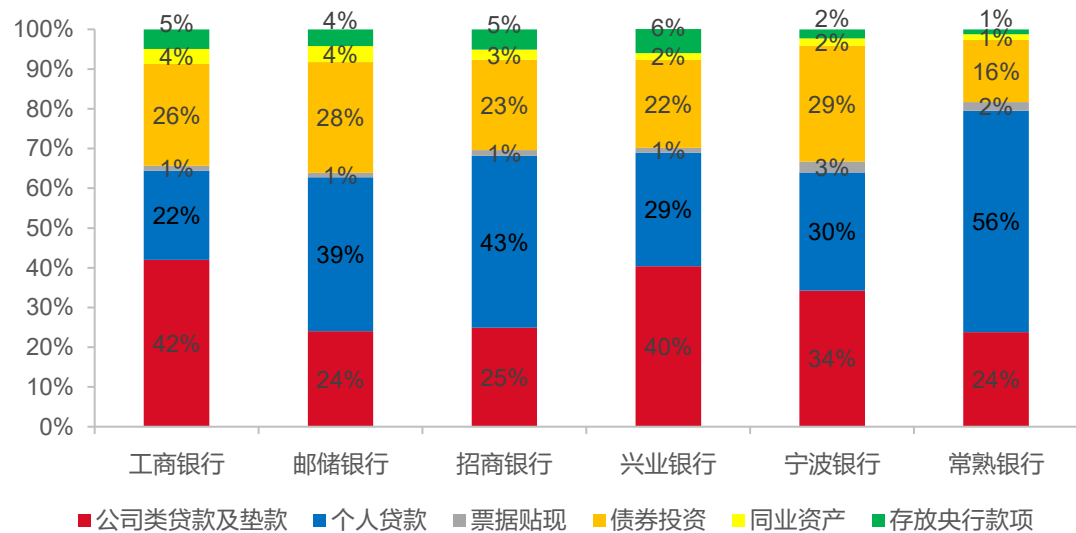
- 利息净收入=利息收入（贷款、投资、融资租赁）-利息支出（存款、同业负债、发行金融债券）
- 手续费及佣金包括结算、投行、信用卡、资管业务、财富管理等业务收入
- 投资收益包括债券交易、基金交易投资收益
- 其他收入包括汇兑损益、公允价值变动损益等

不同类型银行营业收入结构



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

不同类型银行利息收入结构

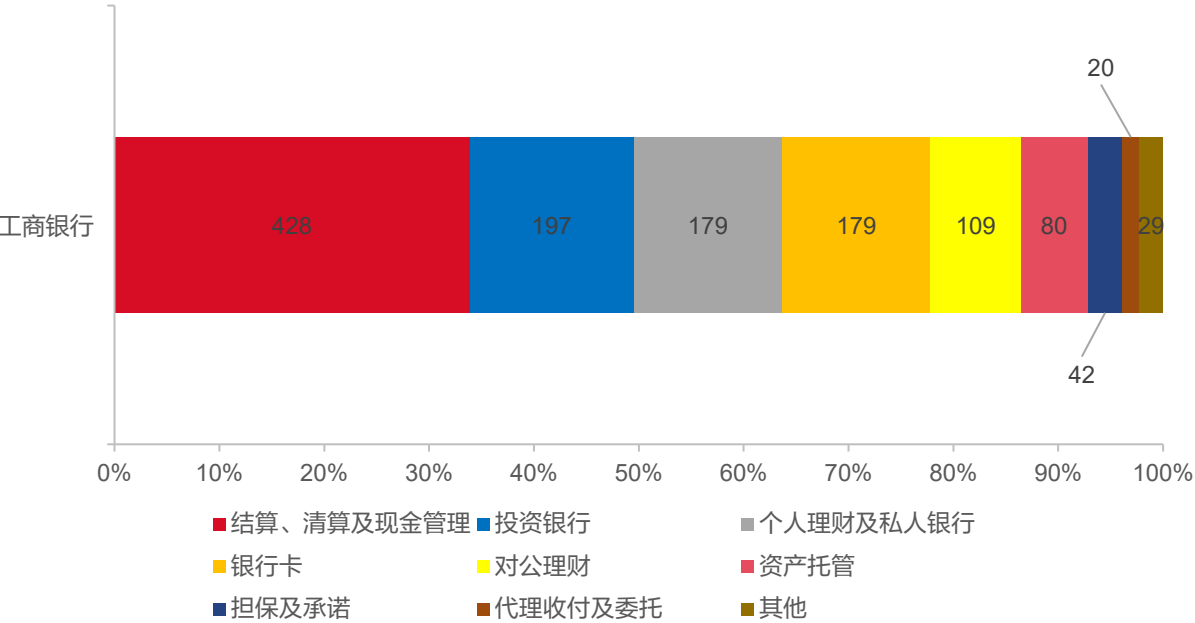


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

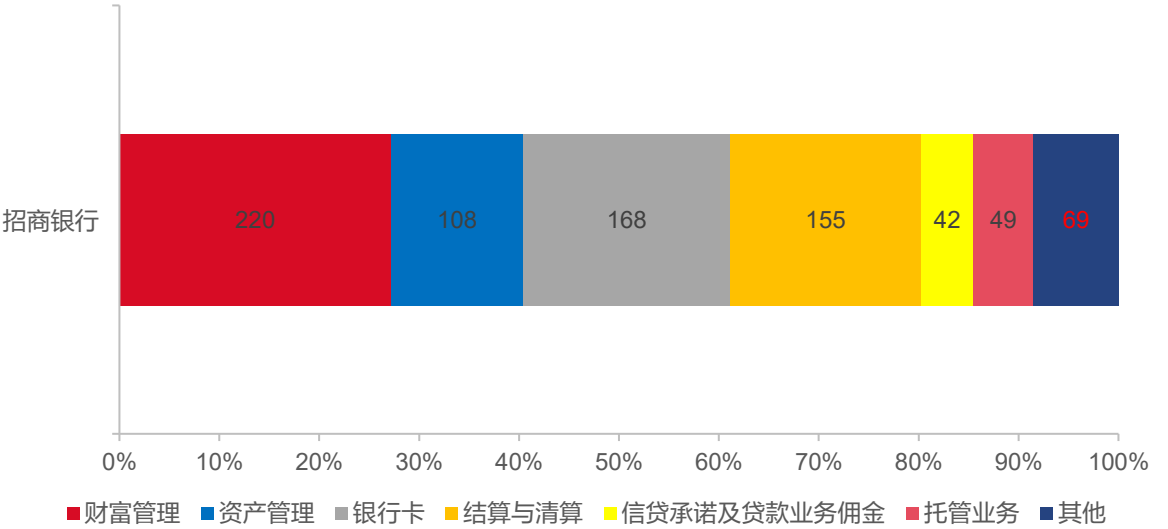
# 手续费佣金收入结构

- 手续费佣金收入中，结算、投资银行、信用卡业务收入由客户基础和网点布局决定，是大行的优势项目
- 财富管理、资产管理、托管业务跟资本市场、债券市场联系紧密；在提高直接融资比重、居民资产配置寻求多样化的趋势下，该类业务发展潜力较大，中小银行可把握机遇实现弯道超车

工行手续费佣金收入构成，规模单位：亿元



招商银行手续费佣金收入构成，规模单位：亿元



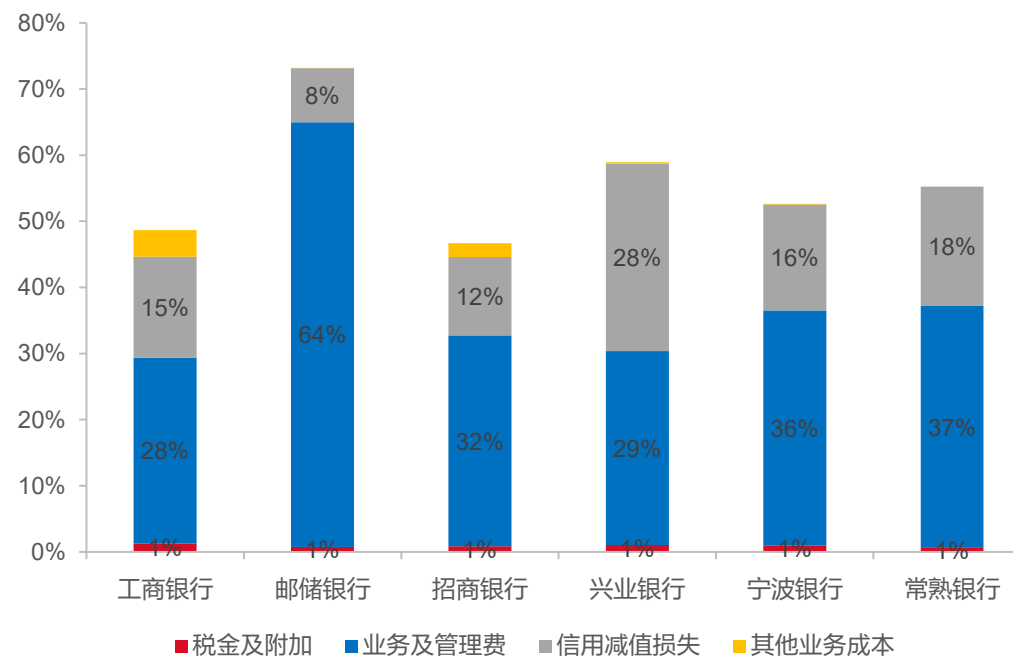
资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31

## 营业支出

- 业务及管理费用：员工薪酬、业务费用
- 资产减值损失：贷款减值、债券减值、资管计划减值、表外减值（如承诺、担保）
- 税费：营业税金及附加

不同类型银行营业支出占收入比重



资料来源：Wind，东海证券研究所，截至2024/12/31



# CONTENTS

一、商业银行竞争格局

二、商业银行业务模式

三、商业银行业绩归因

四、商业银行经营展望

五、投资策略

六、风险提示

## 业绩驱动因素拆解

利润=+中间业务利润+资产负债业务利润

=中间业务利润+资产规模\*资产利润率

= 中间业务利润+资产规模\*（单位营业收入-单位营业支出-单位税费）

= 中间业务利润+资产规模\*（单位利息收入或投资收益-单位利息支出-单位减值-单位管理费用-单位税费）

≈ 中间业务利润+资产规模\*（生息率或投资收益率-付息率-信用减值损失/资产规模-管理费用/资产规模-税费/生息资产规模）

≈ 中间业务利润+资产规模\*【息差或投资收益率-信用成本-单位管理费用-单位税费】

中收

量

价

质

费

税

受宏观、监管、信贷、债券及存款市场影响较大，波动较大，对业绩影响大

刚性略带弹性，业绩压力加大时释放一定弹性

稳定性较强，对业绩影响小

业绩驱动归因

利润=资产规模\*ROA

=（资产规模/杠杆倍数）\*ROE

=净资产\*ROE

=（市值/PB）\*ROE

=市值/PE

估值

## 规模影响因素（一）

### ● 经济发展阶段

经济高增长，供需两旺，信贷高增长；经济转型换挡，增速放缓，增长动能切换

2022年以来信贷动能切换情况：

需求放缓+提前还款，导致房地产领域贷款占比明显下降；

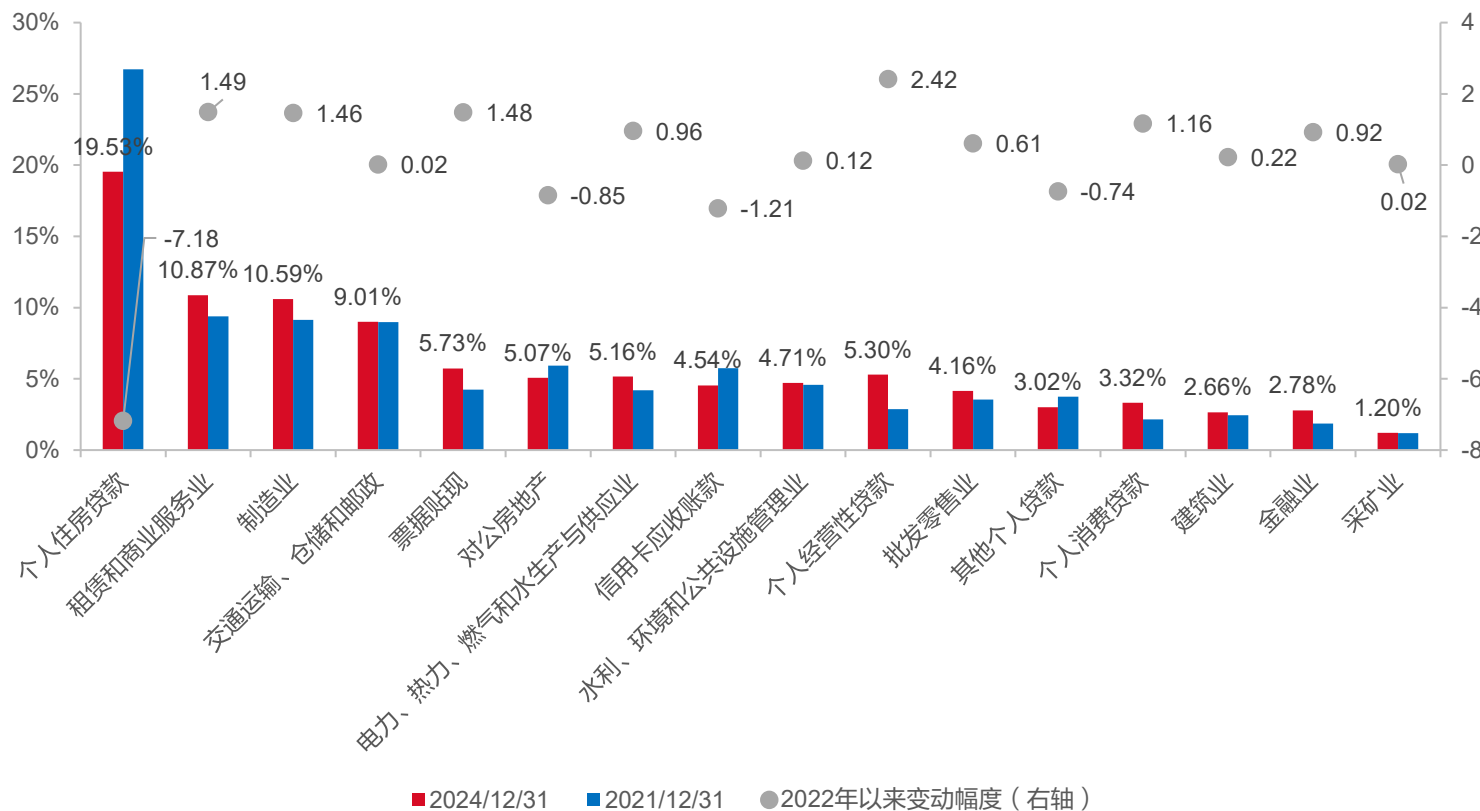
城投由扩张转向收缩，拖累信贷增长；

消费放缓+准入收紧，导致信用卡贷款占比下降；

“五篇大文章”投放力度较大，促进个人经营贷、制造业贷款、批发零售业贷款占比上升；

水利、电力等重点工程投入加大，相关信贷占比上升

上市银行各行业贷款占比，右轴单位：百分点



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

## 规模影响因素（二）

### • 信贷周期

宽信用则规模增长较快，紧信用则规模增长较慢

2017-2019：金融去杠杆，货币收紧，非标压降  
银行规模增长放缓

2020、2022、2023：受疫情、房地产市场放缓  
等因素影响，货币政策较为宽松，银行信贷投放、  
财政扩张较为积极

2024年：规模情节淡化，房地产、城投、消费融  
资需求放缓，信贷增速下行，结构上向“五篇大  
文章倾斜”

社会融资规模与商业银行总资产增速，单位：%



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

## 规模影响因素（三）

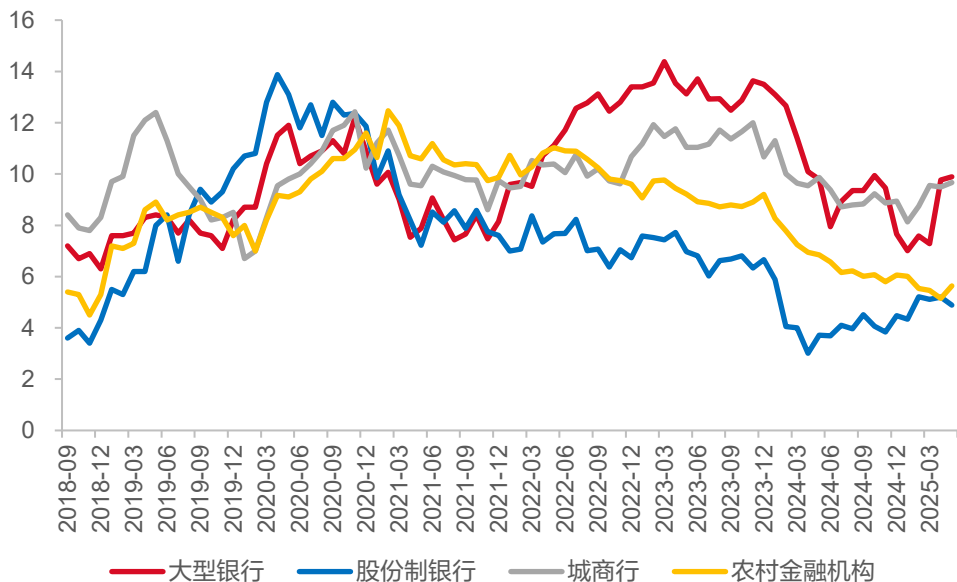
### • 监管及银行自身因素

监管：2017-2018金融去杠杆，2023指导大行加大投放力度，2024指导小行防范长债利率风险

银行业务模式：住房、消费需求放缓对股份行影响较大；东部地区信贷需求较好，本地银行受益

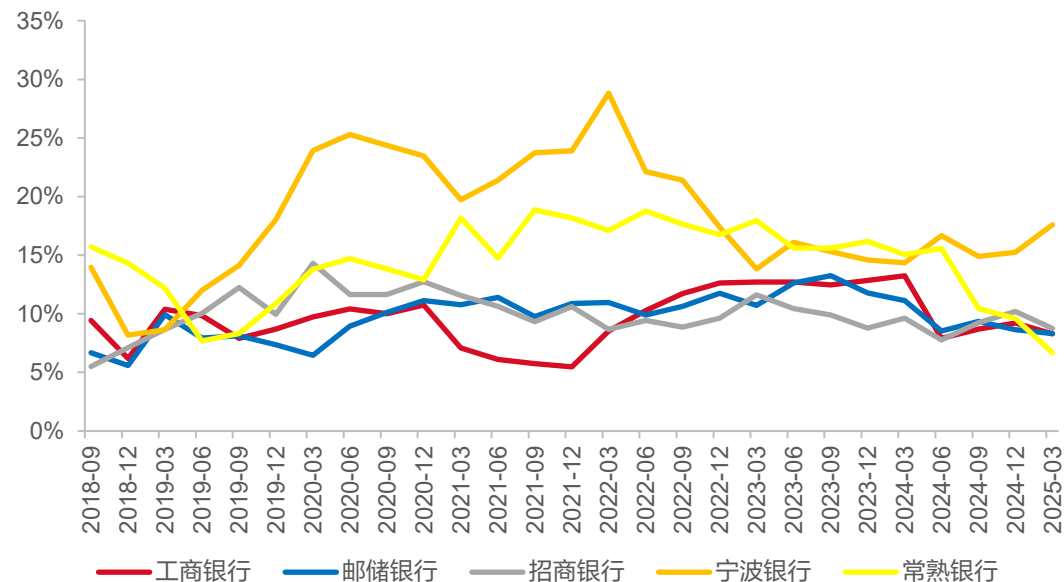
银行经营策略：某个领域信贷阶段性扩张或收缩，如2018-2019部分中小银行消费贷扩张较快；信贷需求不足，银行买债力度加大，如2022Q4-2023Q3；2023年下半年以来，政府融资力度加大，驱动银行债券投资快速增长

不同类型银行总资产增速，单位：%



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

上市银行资产增速存在差异



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

## 息差影响因素（一）

- 经济发展阶段

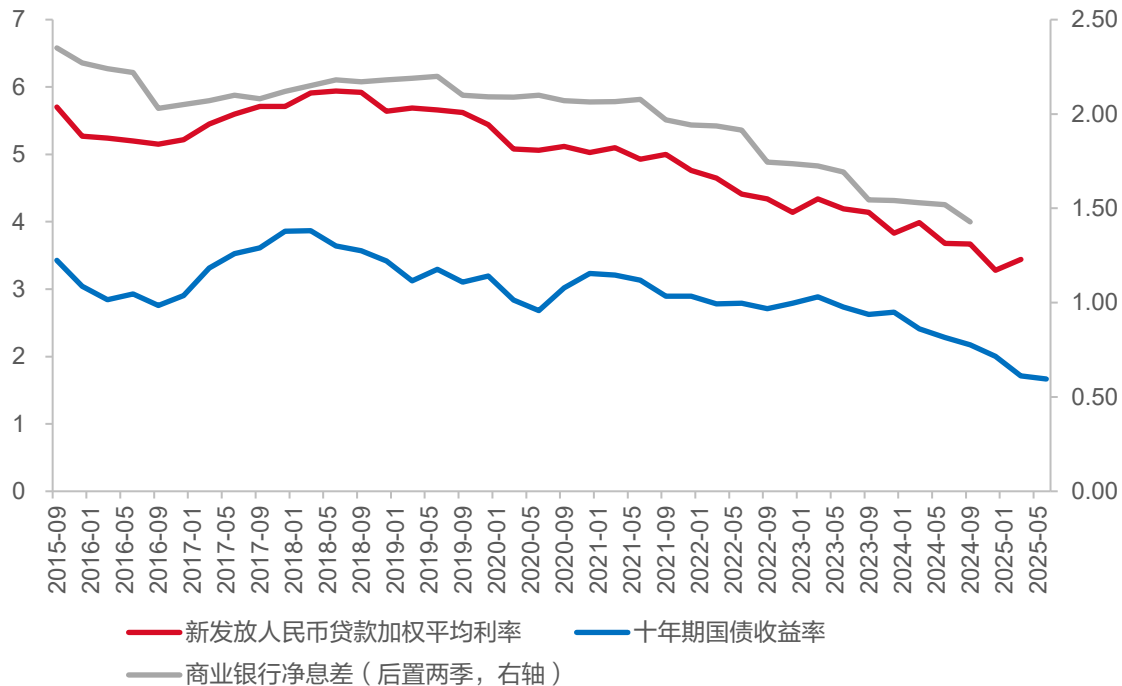
经济增速快，资产回报率高，信贷供需两旺银行息差高；经济换挡，利率中枢下行，则息差收窄

- 经济周期

利率上升则息差提升（资产利率上升幅度大于负债利率）、利率下降则息差收窄（资产利率下降幅度大于负债利率）

利率周期本身是经济周期的重要体现，与央行的货币政策周期重叠度极高，故息差也与经济周期和货币周期相符：经济上行与货币收紧伴随利率上行与息差走阔；经济下行与货币宽松伴随利率下行与息差收窄

银行息差与市场利率，单位：%



资料来源：人民银行，金管局，Wind，东海证券研究所

## 息差影响因素（二）

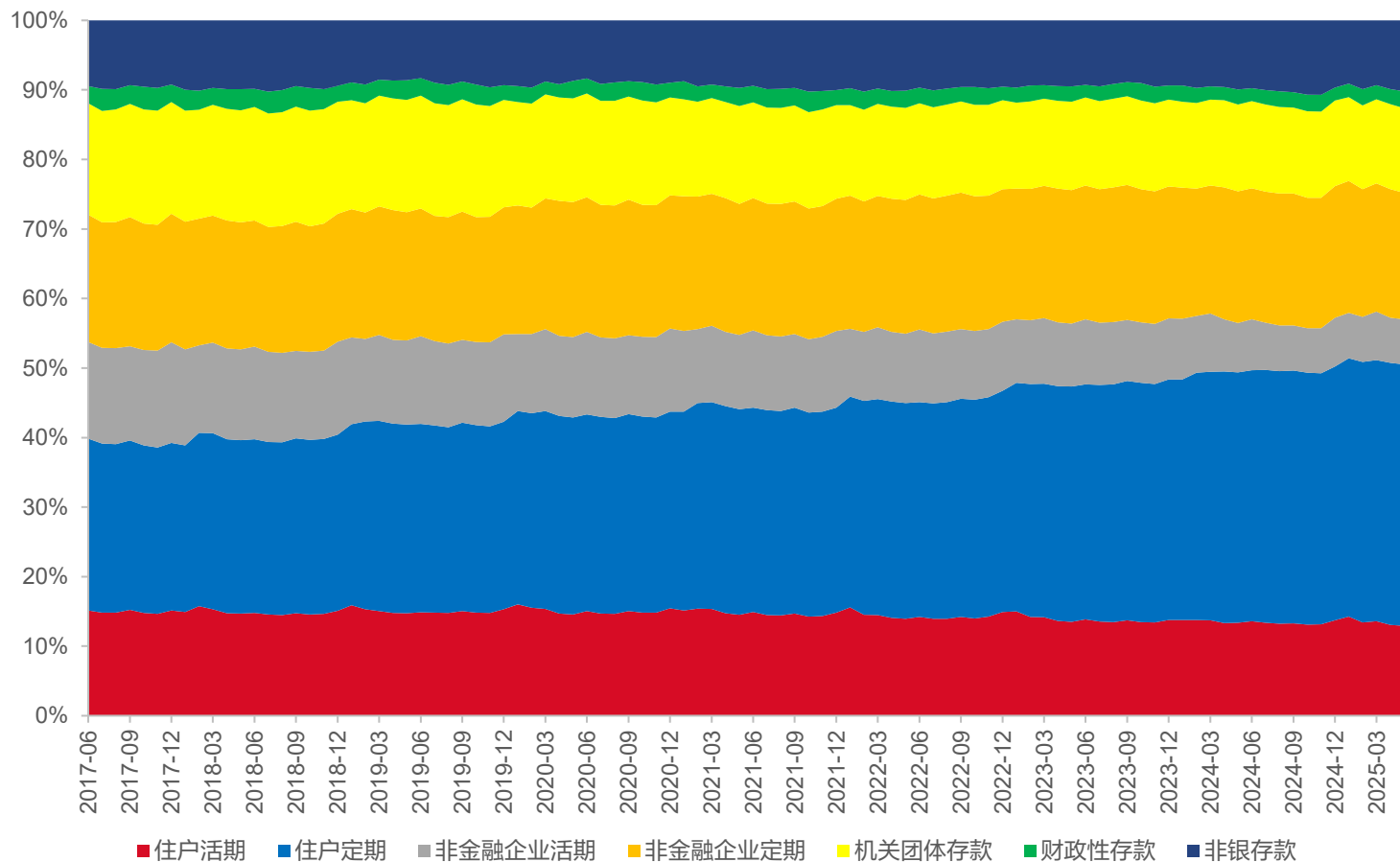
- 监管及行业因素

存量住房贷款降息：2023年10与2024年10存量住房贷款利率两次下调，对息差形成压力

化债：收益率较高的隐性债务（城投贷款、非标）置换为收益率较低的显性债务（政府债），对息差形成压力

存款形势：2022年以来居民消费与购房意愿、企业投融资意愿降低，导致存款定期化加剧，导致存款成本刚性加强，对息差形成压力

存款类金融机构存款结构



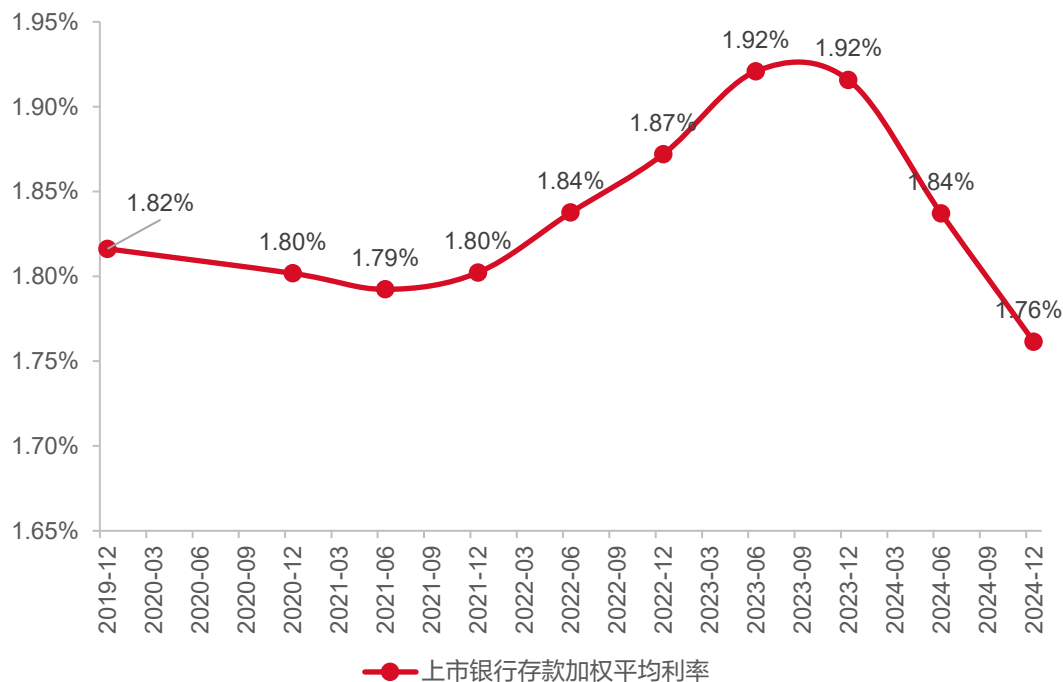
资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所，截至2025/05/31

## 息差影响因素（三）

### ● 监管及行业因素

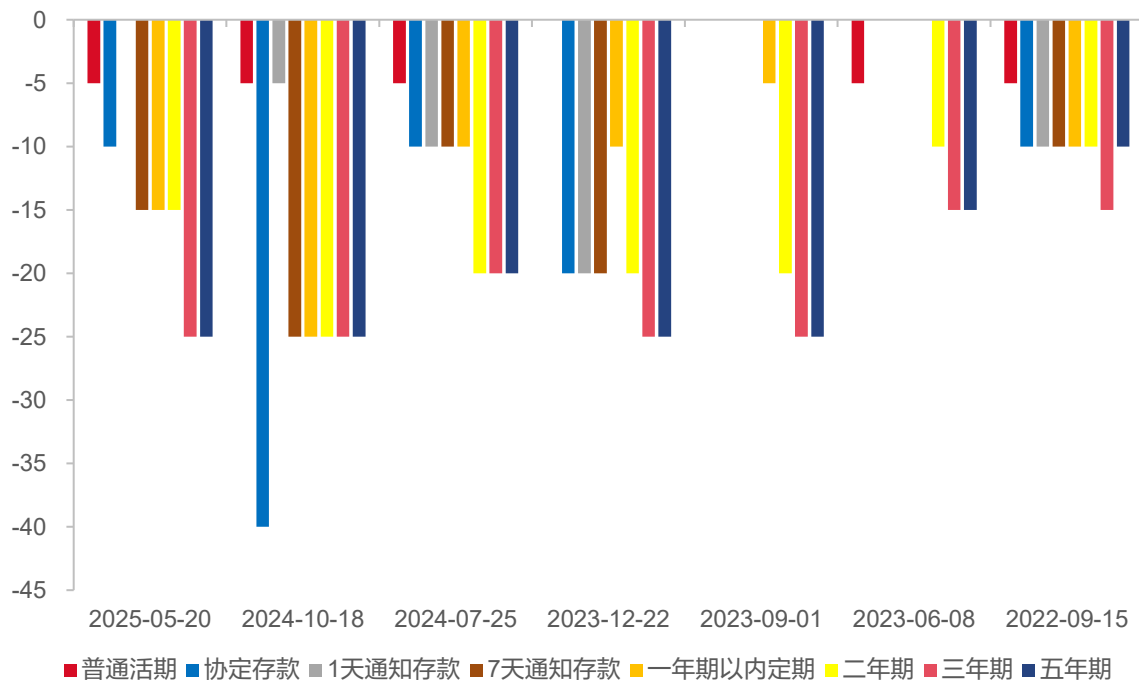
存款自律：规范大额存款市场秩序；规范结构性存款定价；2024Q2治理“手工补息”；2024以来存款降息与LPR同步，覆盖所有期限和品种，存款降息力度加强；2024Q4规范同业存款定价

### 上市银行平均存款成本率



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

### 工商银行历次存款挂牌利率调整幅度，单位：BPs



资料来源：工商银行公告，Wind，东海证券研究所

## 息差影响因素（四）

### ● 银行业务模式

存贷占比高，个人贷款占比高，活期存款占比高，则息差水平高

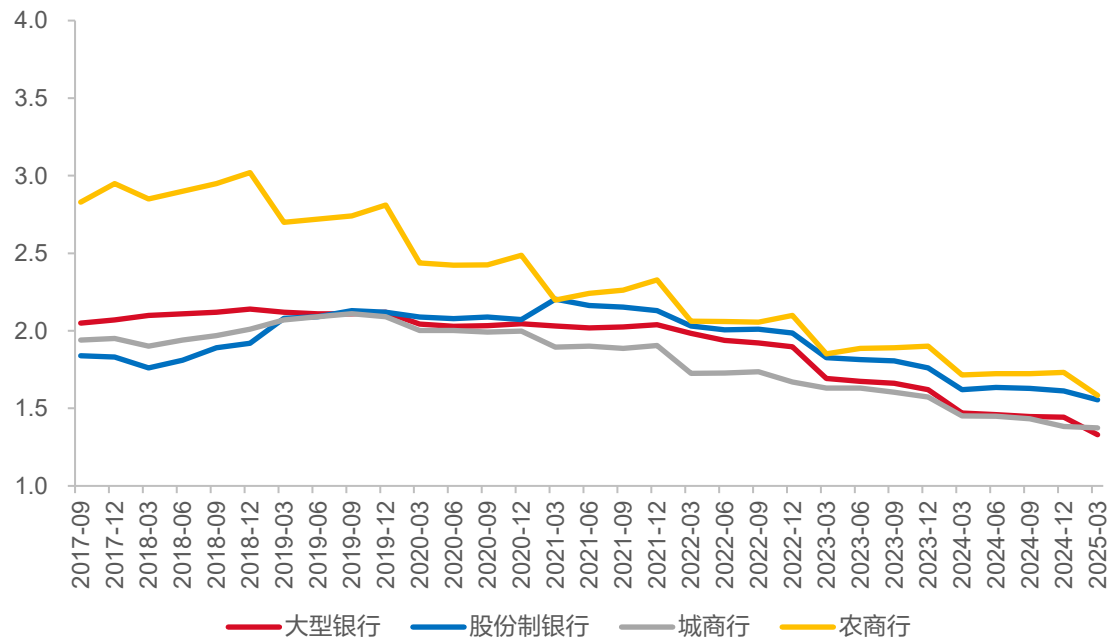
同业负债占比高，息差波动较大

### ● 银行资产负债管理

利用资产负债久期管理提高息差表现

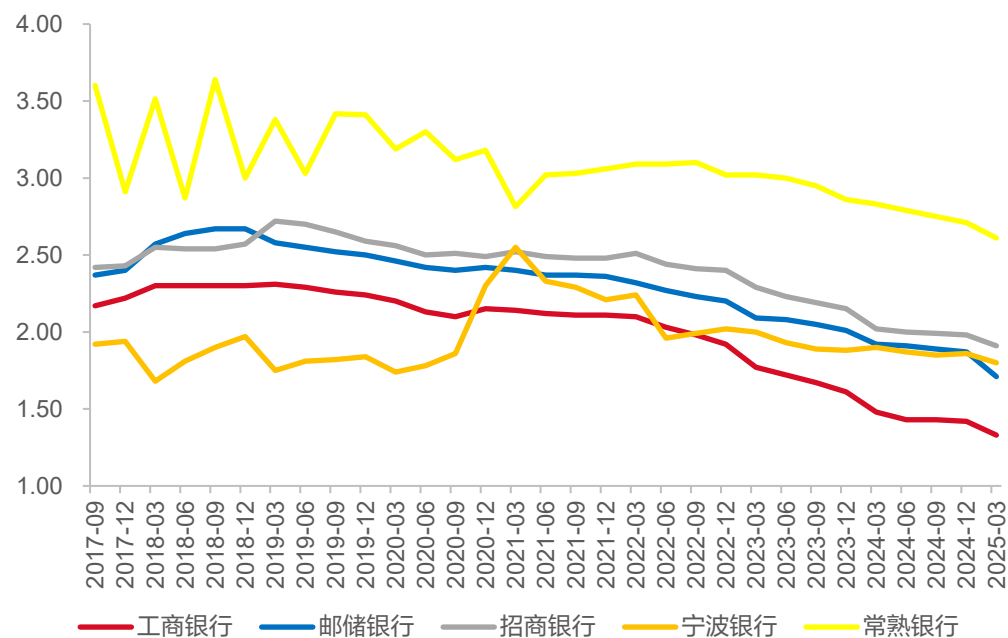
利用市场波动提高息差表现

不同类型银行净息差，单位：%



资料来源：金管局，Wind，东海证券研究所

不同上市银行净息差，单位：%



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

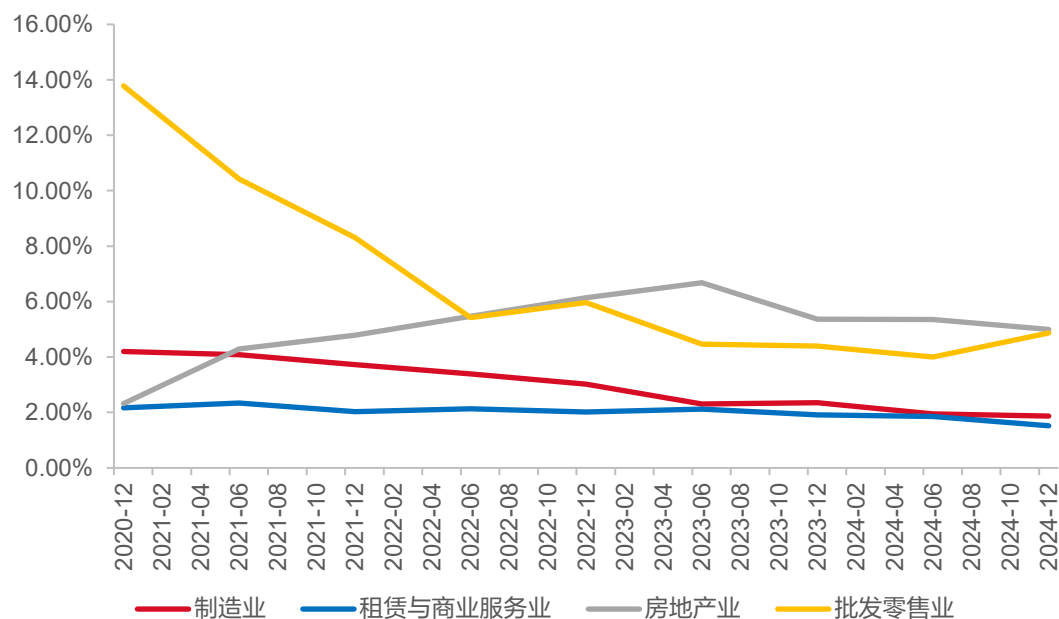
## 资产质量影响因素（一）

### ● 宏观因素

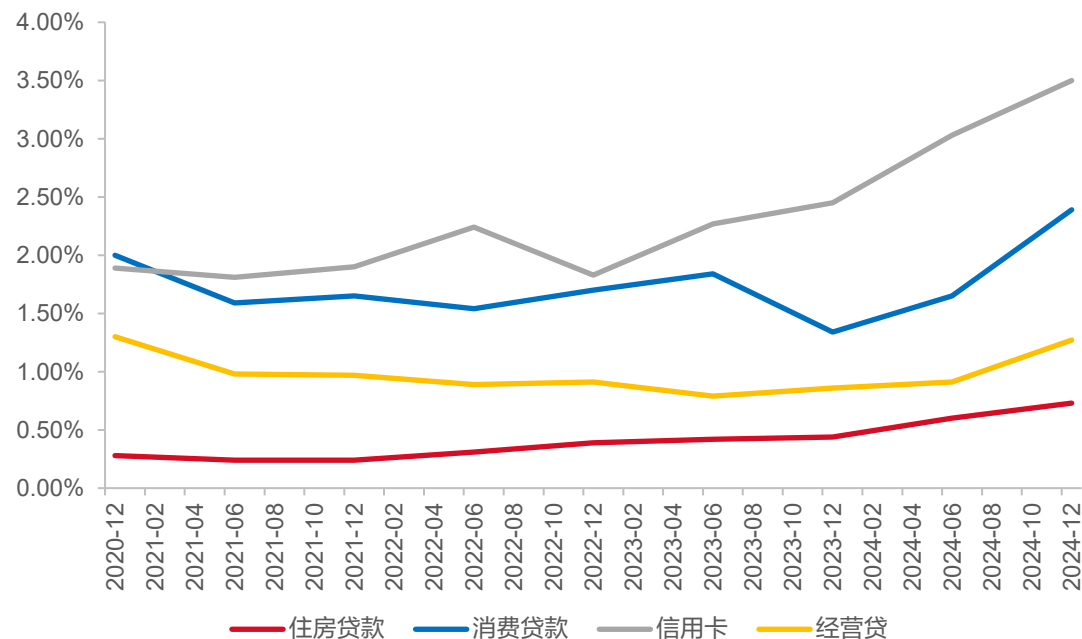
宏观经济下行压力加大，市场主体现金流承压，偿债能力下降，银行资产质量压力上升

近年宏观层面的因素一般是结构性的，即过剩产能、房地产、地方隐债、个贷等领域风险周期并不重叠：制造业风险（2014-2016暴露力度大）、房地产风险（2021-2023年暴露力度大）、个人贷款风险（2024年开始上升）

#### 工商银行不良集中行业不良率



#### 工商银行个人贷款不良率



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

## 资产质量影响因素（二）

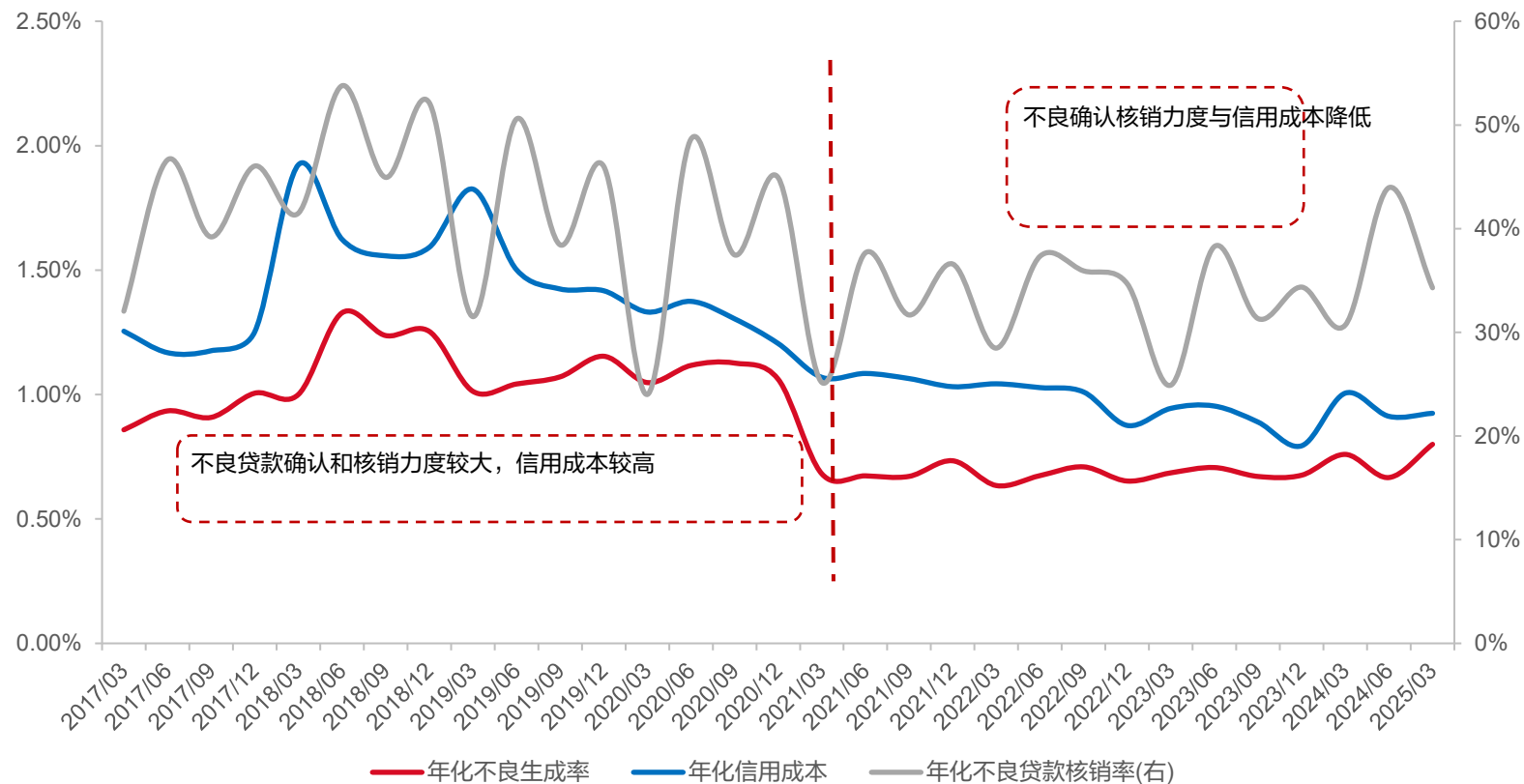
### ● 监管因素

2018-2020年三阶段预期损失法实施；监管要求90天以上逾期贷款纳入不良

银行业被动加大拨备计提、不良认定及不良核销力度，资产质量明显夯实

《商业金融资产风险分类办法》于2023年7月实施，将五级分类从贷款，扩展至债券和其他投资、同业资产、应收款项，承担信用风险的表外项目。过渡期将于2025/12/31结束。

### 上市银行不良生成率与不良核销率



资料来源：人民银行，金管局，Wind，东海证券研究所测算

## 资产质量影响因素（三）

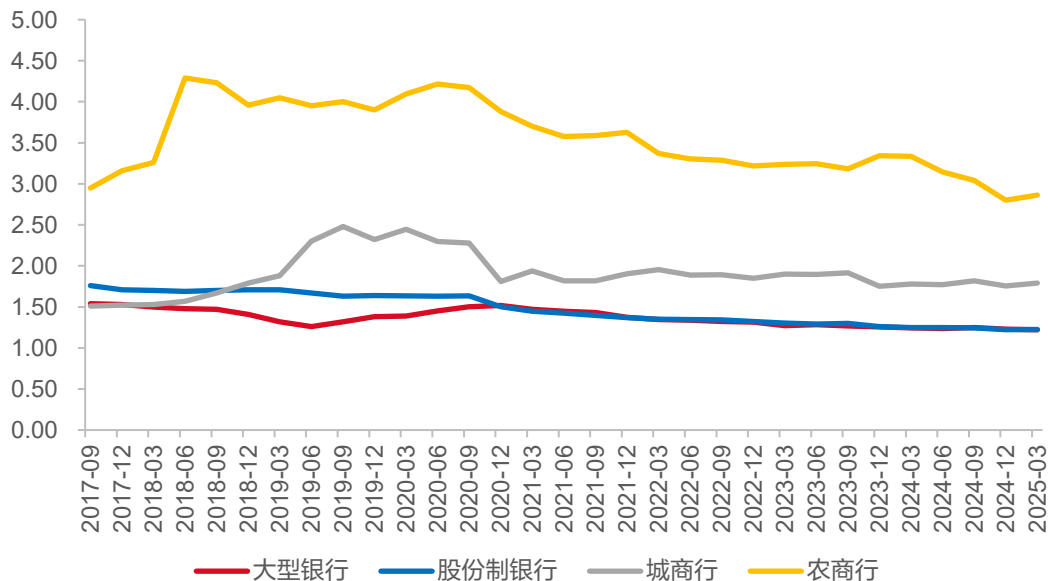
### ● 银行因素

业务模式：中小银行客户下沉度更高，高收益资产对应更高的风险

区域经济基础：发达地区资产质量较为扎实，如江浙地区中小银行

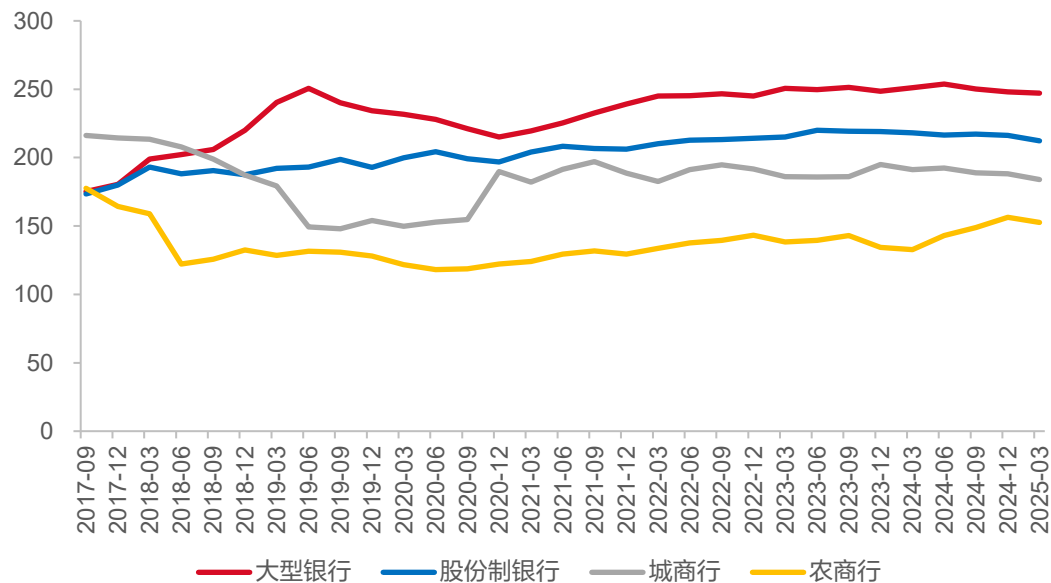
公司治理：大股东关联交易管理不到位；对管理层的监督约束失效；激进扩张、产品风险控制不到位等因素

不同类型银行不良率，单位：%



资料来源：金管局，Wind，东海证券研究所

不同类型银行拨备覆盖率，单位：%



资料来源：金管局，Wind，东海证券研究所

## 资产质量评价（一）

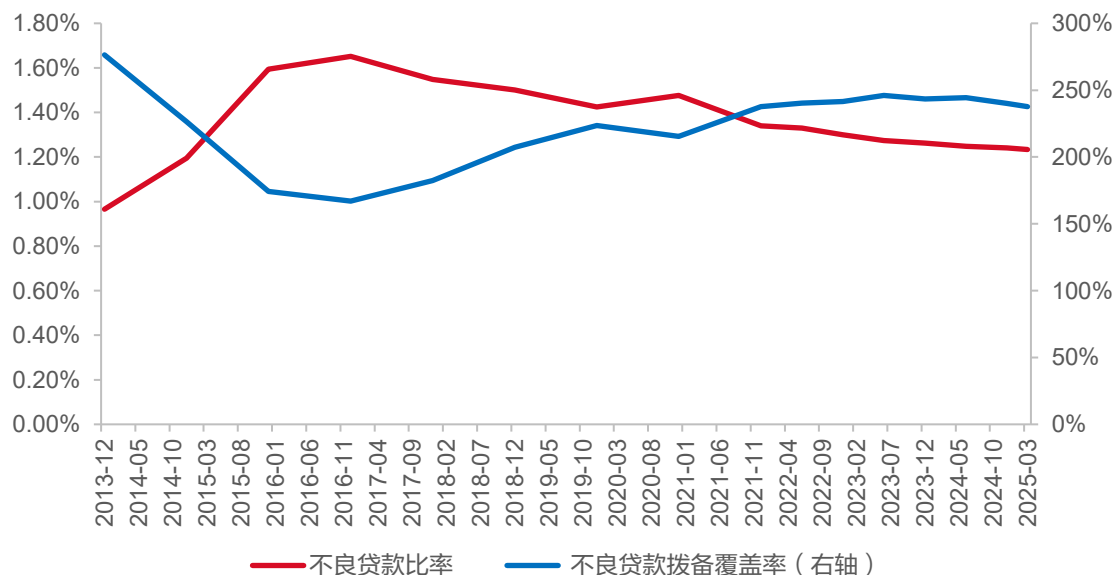
### ● 静态维度

不良率越低、拨备覆盖率越高，资产质量越好

关注率贷款占比、逾期贷款占比越低，资产质量压力越小

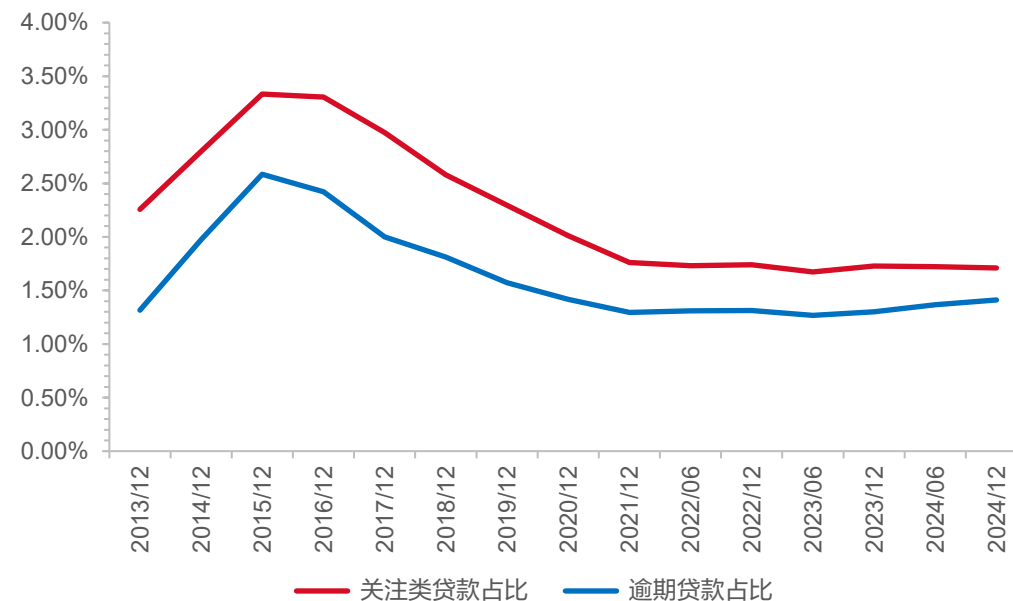
逾期贷款与不良贷款之比越低，不良认定越严格

### 上市银行不良贷款比率与拨备覆盖率



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

### 上市银行关注类与逾期贷款占比



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

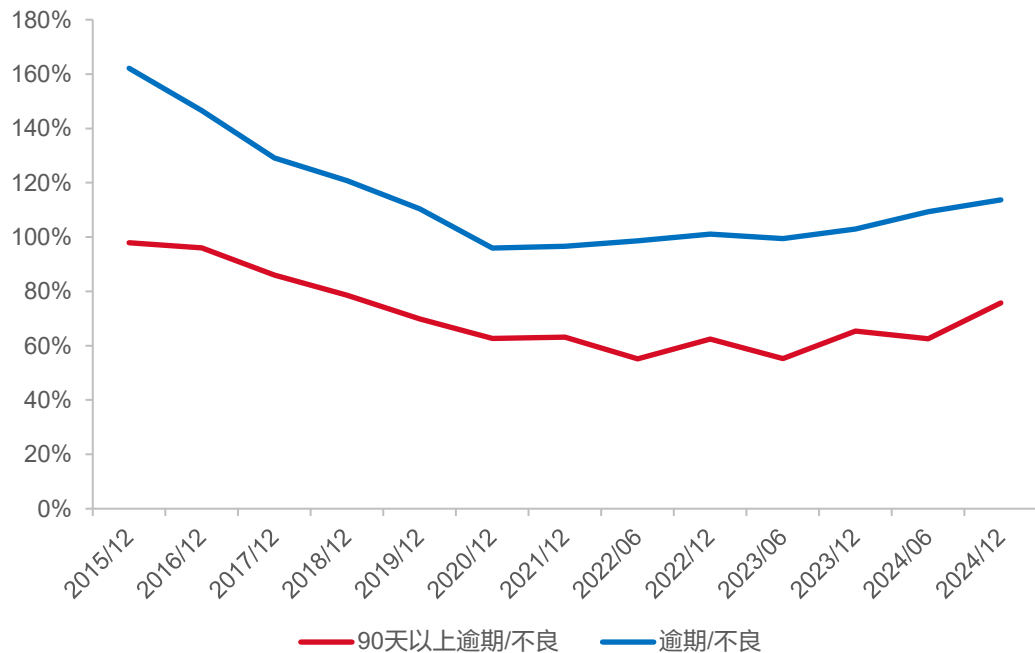
## 资产质量评价（二）

### • 动态维度

压力上升：关注率贷款与逾期贷款占比上升，不良认定边际放松；不良生成率上升，而拨备覆盖率因计提放缓而下降

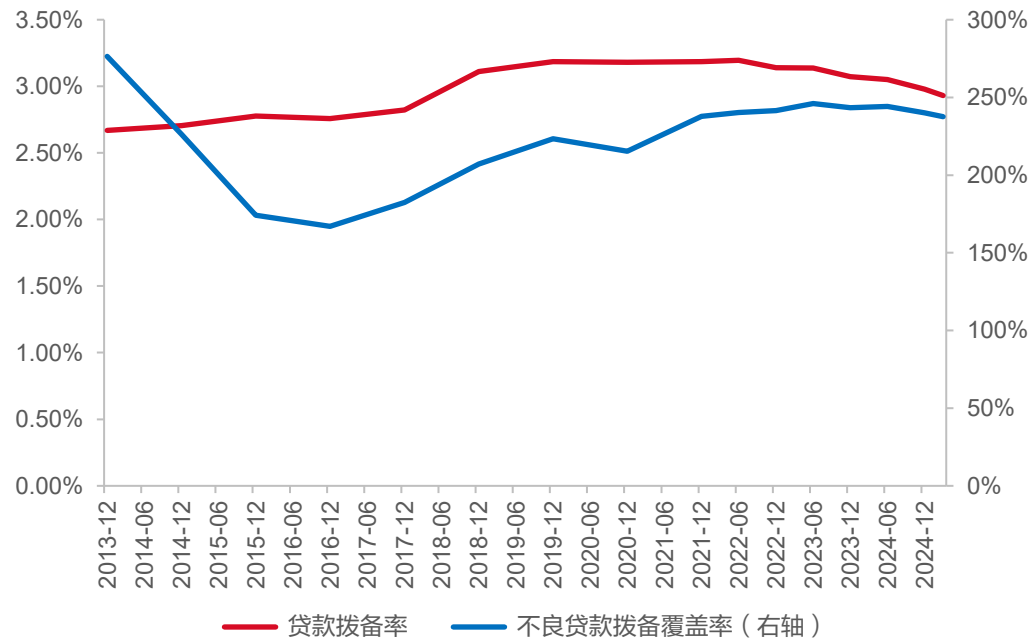
压力下降：关注率贷款与取其贷款占比下降，不良认定趋严；经济好转，银行营业收入改善，主动加大不良处置力度

### 上市银行逾期与不良之比



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

### 上市银行拨备覆盖比率

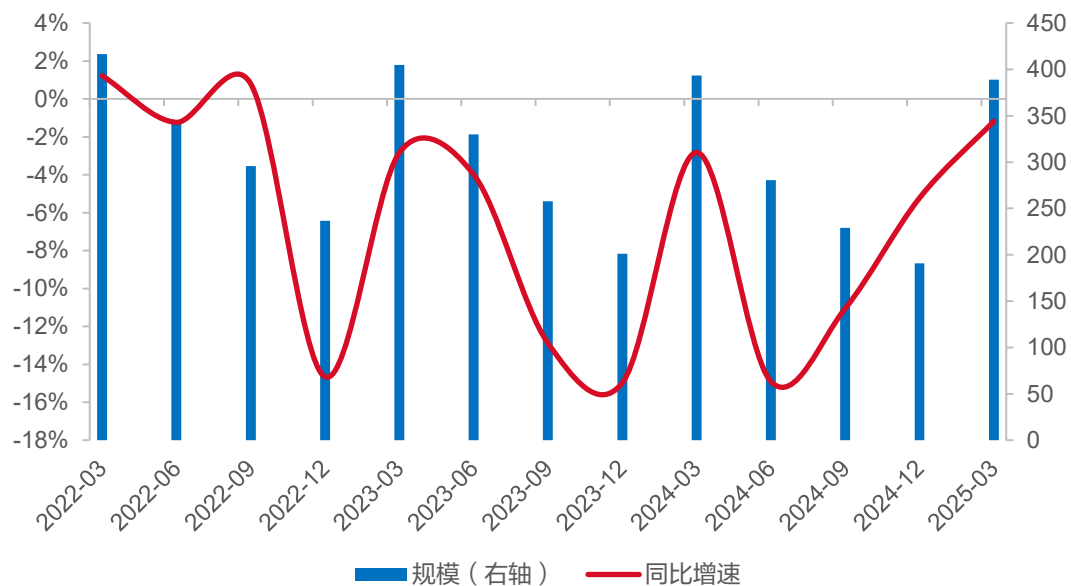


资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

## 中间业务收入的影响因素

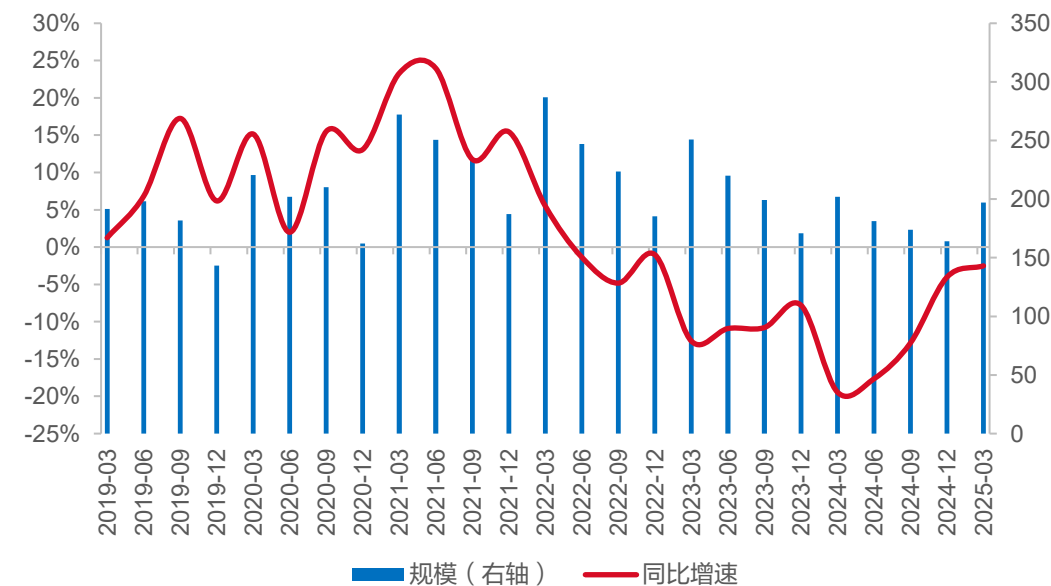
- 资产管理、托管、财富管理：受资本市场、债券市场、银行业务能力等因素影响，波动较大，2022年以来明显承压
- 银行卡业务收入：信用卡发行量与信用卡透支额影响业务量、市场竞争与宏观利率水平影响费率，2024年因消费放缓承压
- 结算业务：宏观经济活跃度、进出口影响结算业务量，市场竞争格局与监管导向影响价格
- 投行业务：主要取决于融资规模，与信贷周期较为同步

工商银行手续费及佣金净收入，右轴单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

招商银行手续费及佣金净收入，右轴单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所



# CONTENTS

一、商业银行竞争格局

二、商业银行业务模式

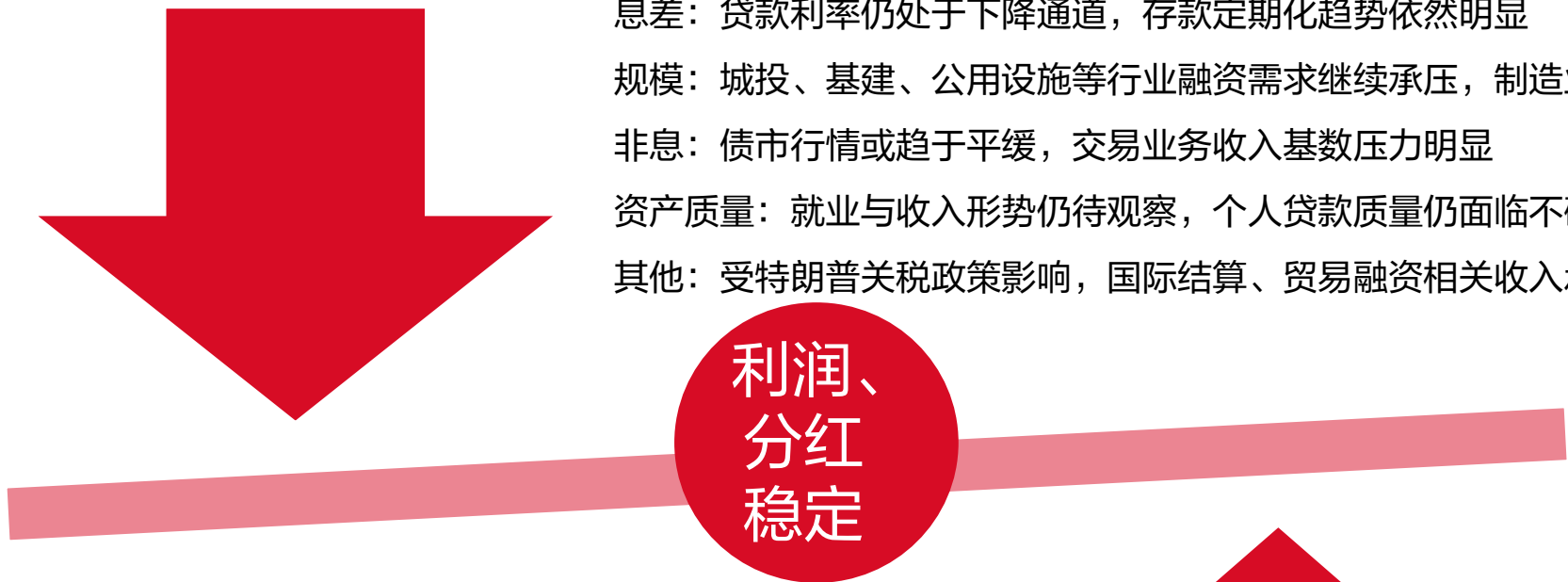
三、商业银行业绩归因

**四、商业银行经营展望**

五、投资策略

六、风险提示

## 经营概览：底部维持平衡，利润、分红稳定



息差：存款自律持续加强，5月存款降息幅度略强于LPR

规模：房地产止跌企稳，政府债扩容，个贷拖累放缓、投资驱动增强

非息：资本市场改善，保险、公募降费影响淡化，中间业务收入或迎改善窗口

资产质量：隐债置换与资本补充释放不良处置空间

税费：收入端承压的情况下，继续保持较大的降本增效力度

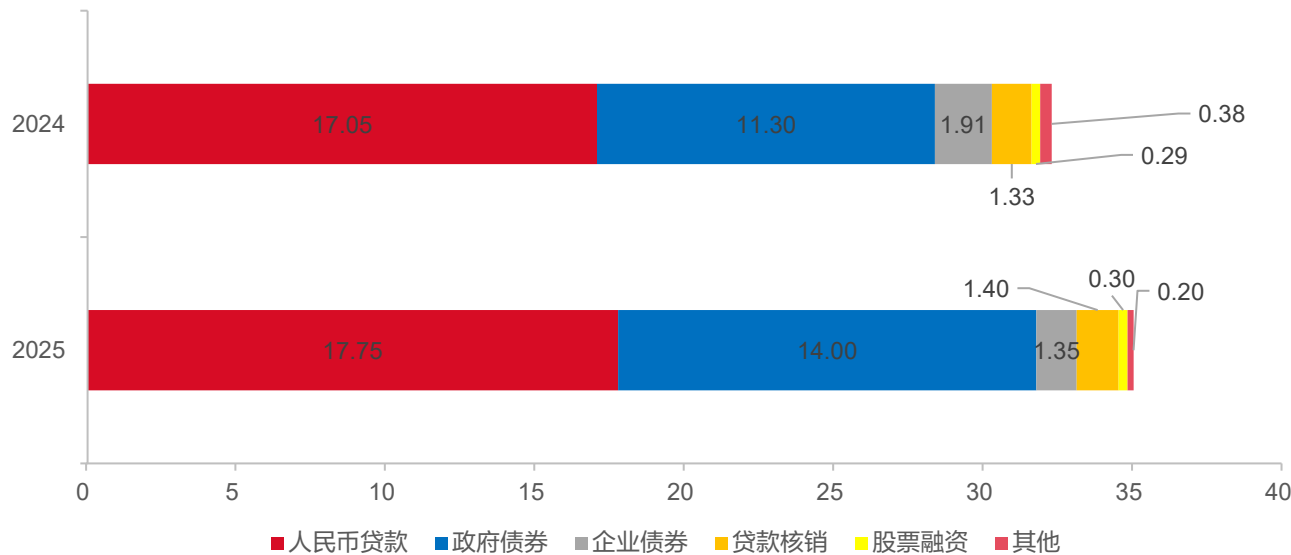
其他：特别国债增资国有大行减轻资本约束，分红意愿保持积极

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 规模：财政驱动增强、个人或企稳、对公承压

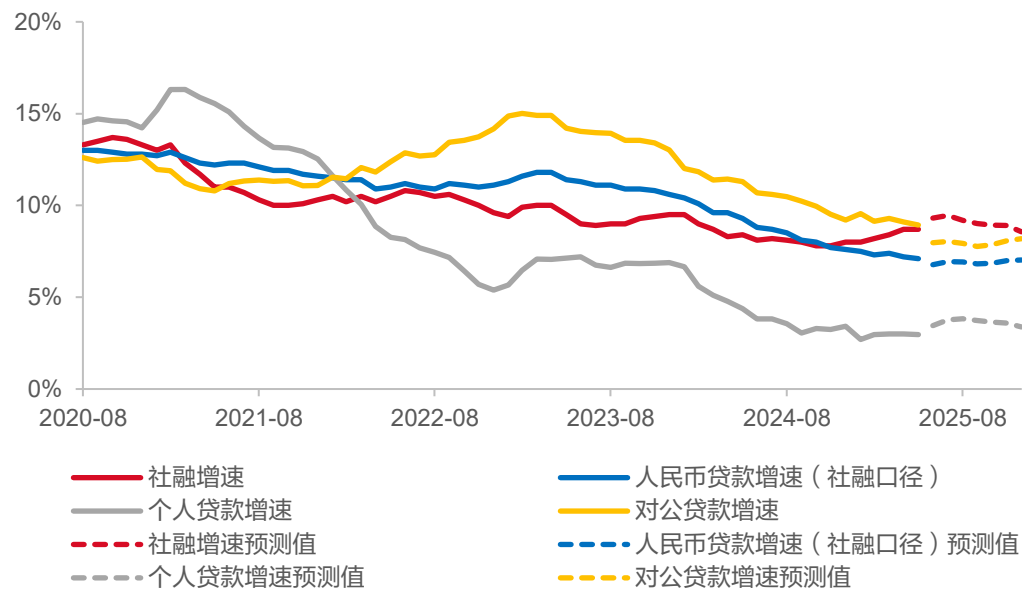
- 概览：规模情节淡化，预计与社融相符：8%左右增速>预期经济增速（5%左右）+预期通胀目标（2%左右）
- 投资端积极：隐债置换上限提高（+2万亿）、国债力度（+1万亿特别国债）加大，投资端对规模增长驱动较大
- 个人信贷压力边际减轻：存量住房利率下降提前还款减少；政策积极释放潜在住房需求；促消费政策空间较大
- 对公信贷下行压力：隐债置换对城投信贷影响负面，制造业增速放缓

新增社融展望，单位：万亿元



资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

人民币贷款展望

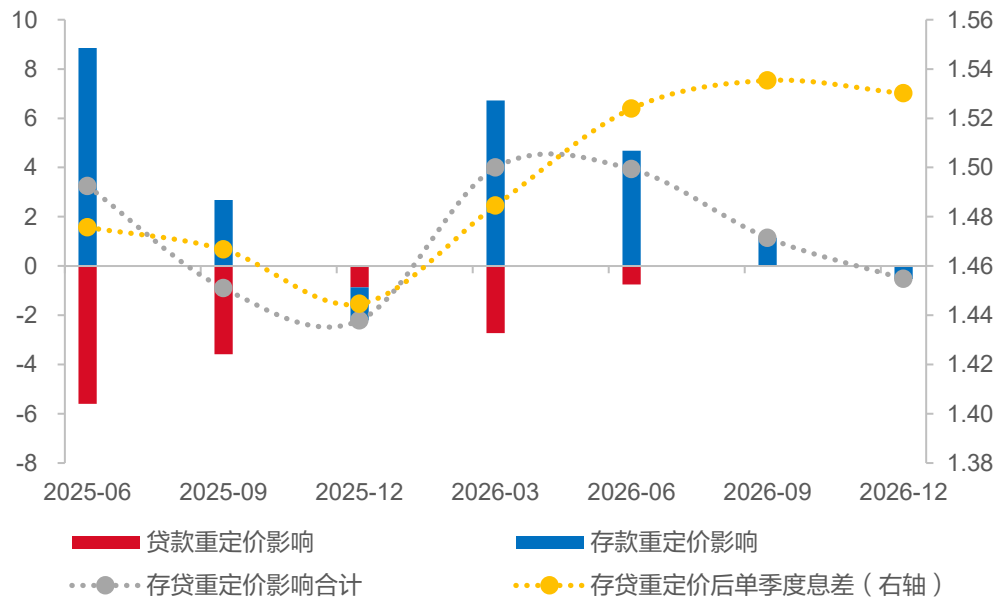


资料来源：人民银行，Wind，东海证券研究所

## 息差：下行压力趋于平缓

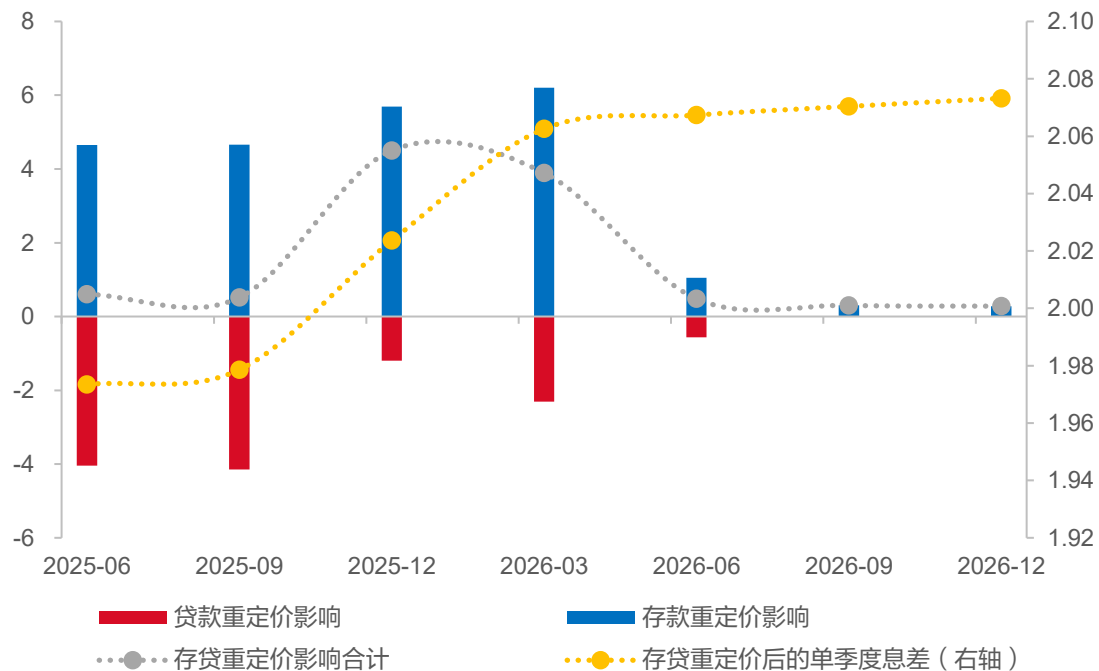
- 资产端：5月LPR下降，叠加需求偏弱，贷款收益率继续下行；投资端也有下行压力，但相对贷款端更温和
- 负债端：5月存款降息幅度大于LPR，存款成本下行是息差压力缓解的动力所在；但定期化无明显缓解迹象，或抵消部分效果
- 下半年或仍有进一步降息空间，存贷同步下降确定性高，对息差负面影响有限

工商银行息差展望，单位：BPs，%



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

邮储银行息差展望，单位：BPs，%

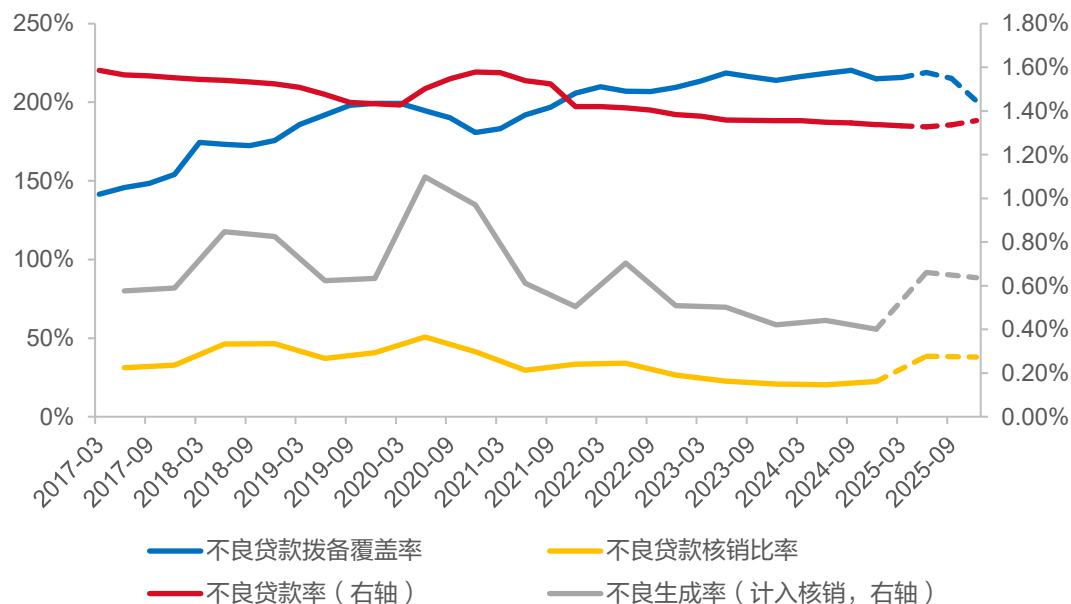


资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所

## 资产质量：动态中保持稳定

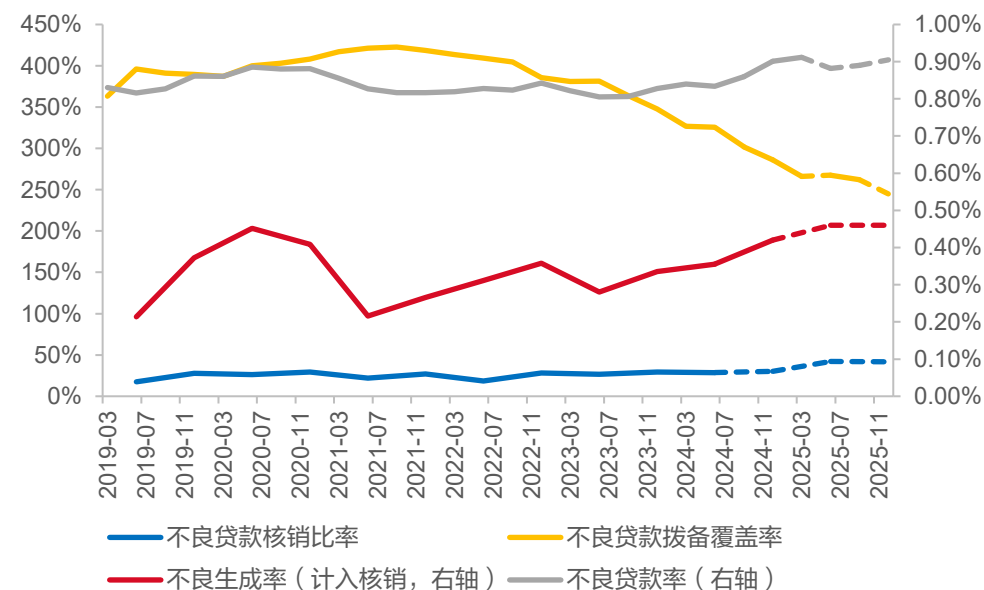
- 不良生成端或仍面临压力→拨备、资本充裕，核销保持较大力度→不良率稳定，拨备覆盖率或小幅下降
- 个人端：住房贷款、消费贷、经营贷等信用风险压力依然存在，新生成不良仍面临压力
- 公司端：前期出清较为彻底，房地产风险拐点向下，整体仍将低位稳定

### 工商银行资产质量展望



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所  
注：虚线为测算值

### 邮储银行资产质量展望



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所  
注：虚线为测算值

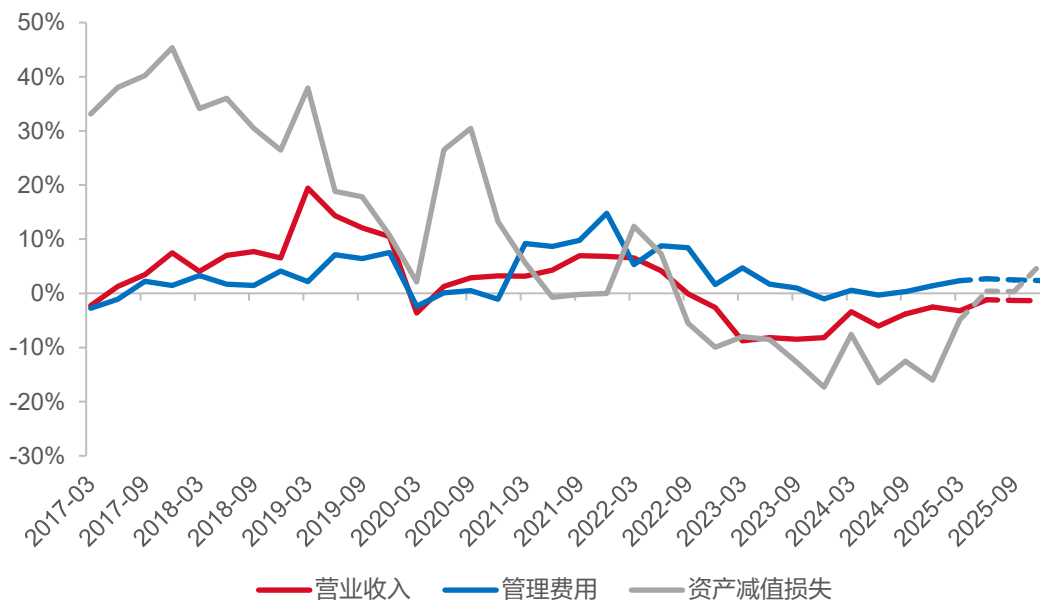
## 营业支出：营收压力下仍保持弹性

- 管理费用：收入端承压背景下，降本增效持续，与收入增速匹配
- 减值损失：个人贷款不良上升势头明显，计提力度相应上升

个人端：住房贷款、消费贷、经营贷等品种生成端或仍面临一定压力，计提力度或较大；

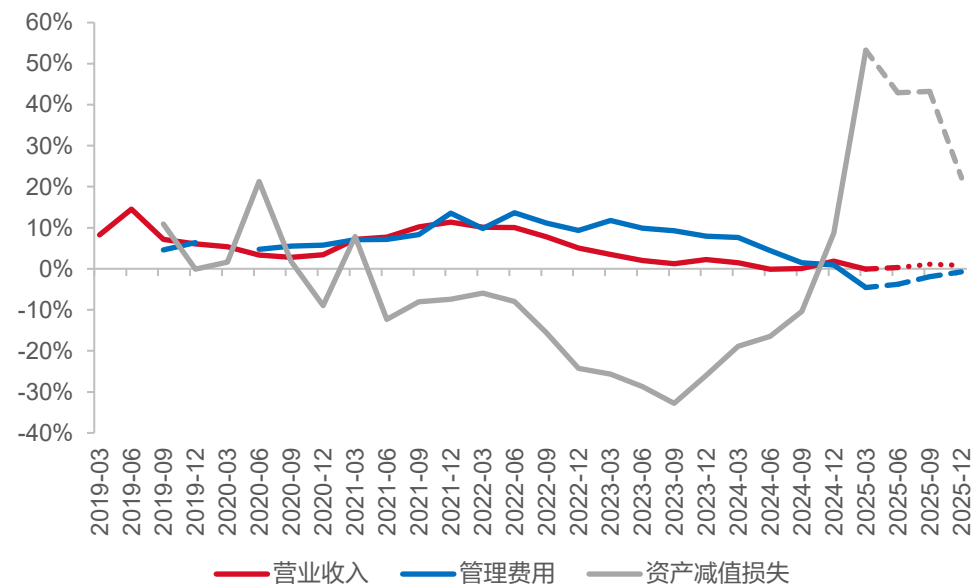
公司端：制造业前期出清较为彻底，房地产风险拐点向下，整体仍将低位稳定；城投隐债置换释放拨备资源

### 工商银行营收、管理费用及减值损失增速



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所  
注：虚线为测算值

### 邮储银行营收、管理费用及减值损失增速



资料来源：公司定期报告，Wind，东海证券研究所  
注：虚线为测算值

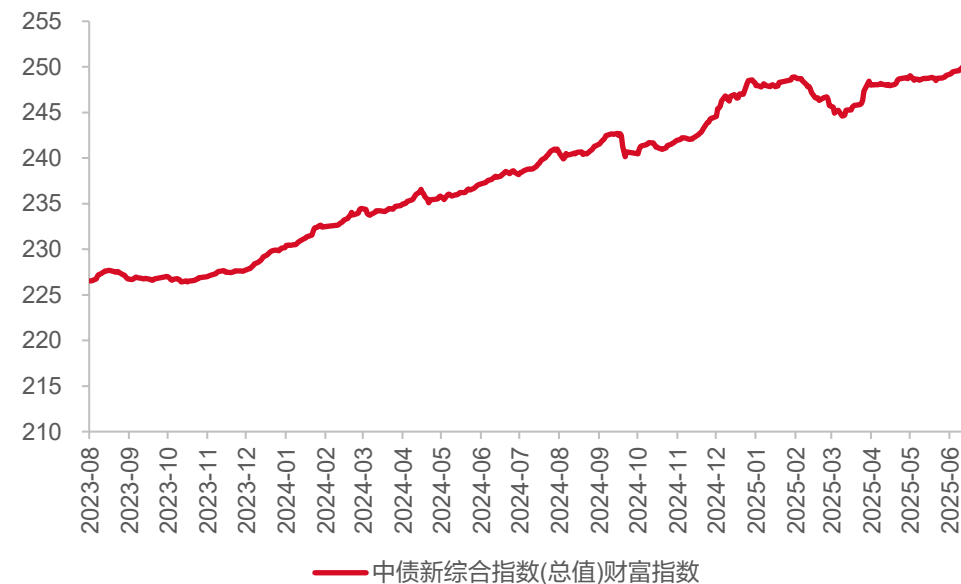
## 非息业务展望：降费影响淡化，市场边际回暖

- 资产管理与财富管理转向积极：资本市场较去年明显改善，保险、资管降费影响淡化
- 银行卡业务收入待改善：关注促消费、民生政策加码效果，或需要更多时间观察
- 结算业务平稳：资产下行压力放缓，结算业务量与费率或趋于稳定价格
- 非息收入不确定性加大：债市波动加大，基础较高，中小银行或受影响

### 沪深300走势



### 债券指数走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所



# CONTENTS

一、商业银行竞争格局

二、商业银行业务模式

三、商业银行业绩归因

四、商业银行经营展望

**五、投资策略**

六、风险提示

## 银行业行情复盘

- 大部分时间与市场同步：主要取决于宏观，上涨与下跌受政策、基本面或市场情绪驱动
- 部分时间为独立行情：主要与监管及市场风格有关

2016-2017年上涨，银行经营随宏观经济向好回升

2018年下跌：中美贸易冲突、金融去杠杆引发流动性风险担忧

2020-2021年上涨：货币宽松，房地产、出口推动宏观向好

2021-2022年下跌：房地产市场下行，开发商信用风险快速上升

2023年至今：利率持续下行，银行股息率优势凸显，险资、社保、指数基金、红利低波公募配置力度加大

### 银行指数与沪深300指数区间涨幅

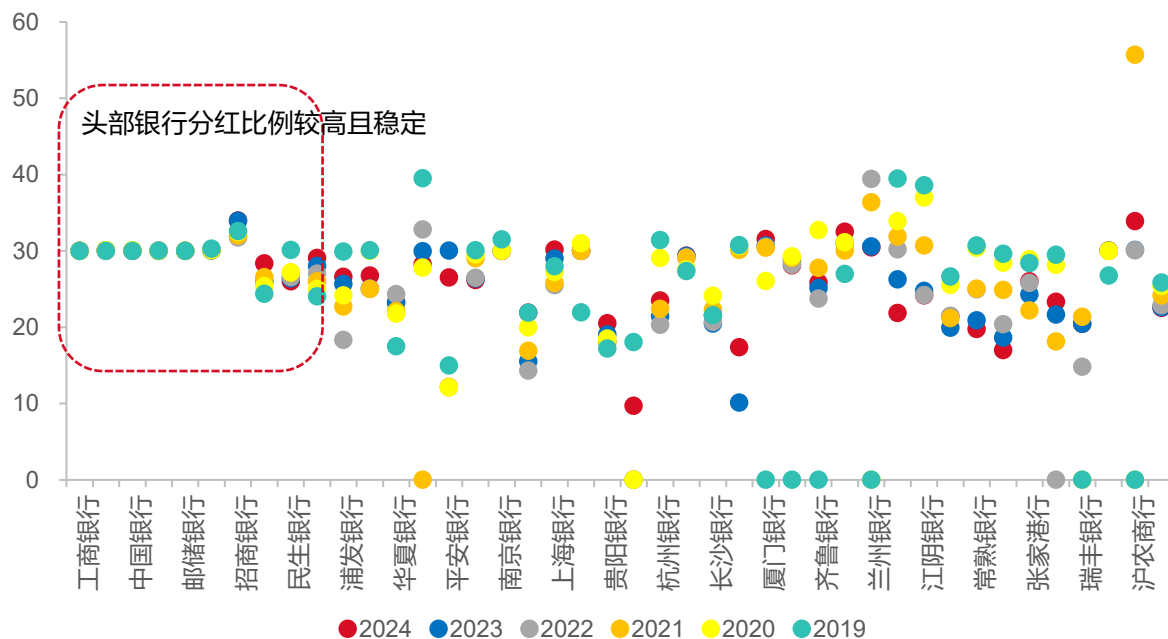


资料来源：iFinD，东海证券研究所，截至2025/07/02

## 低利率环境下，红利属性凸显

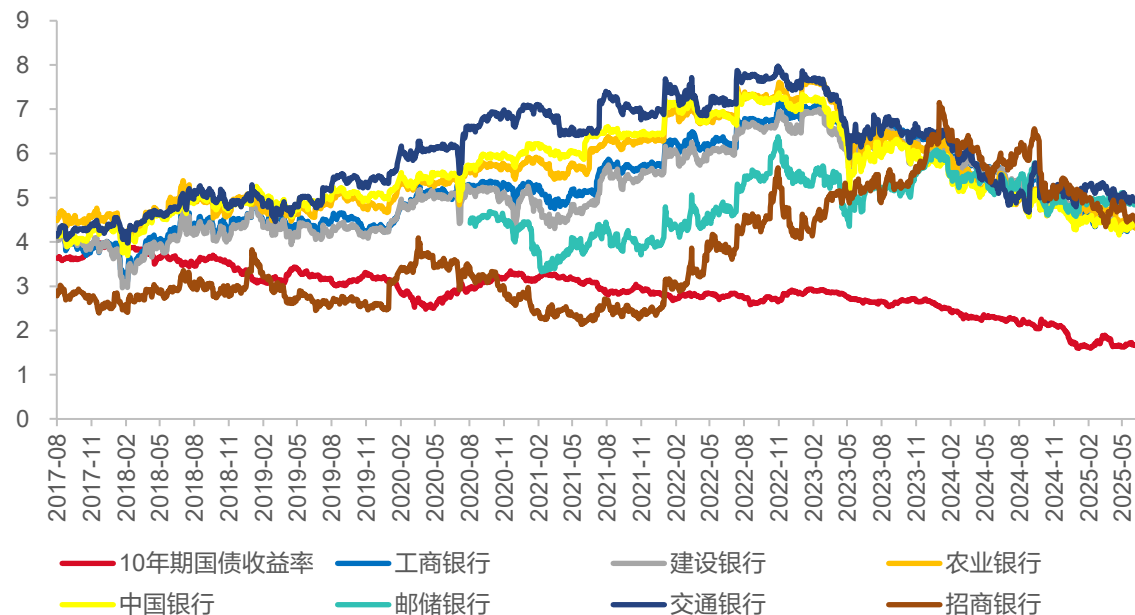
- 积极的分红政策：国有行分红比例长期稳定在30%；资本压力缓解，分红意愿积极，分红比例有提升空间
- 股息率优势：2022年地产及中小风险发酵股息率被动大幅提升，2023以来风险可控持续验证，股息安全性及可持续性提升；资产荒背景下，无风险利率持续下行，银行高股息率吸引力提升

上市银行分红比例，单位：%



资料来源：Wind，东海证券研究所

大行股息率与十年期国债收益率，单位：%

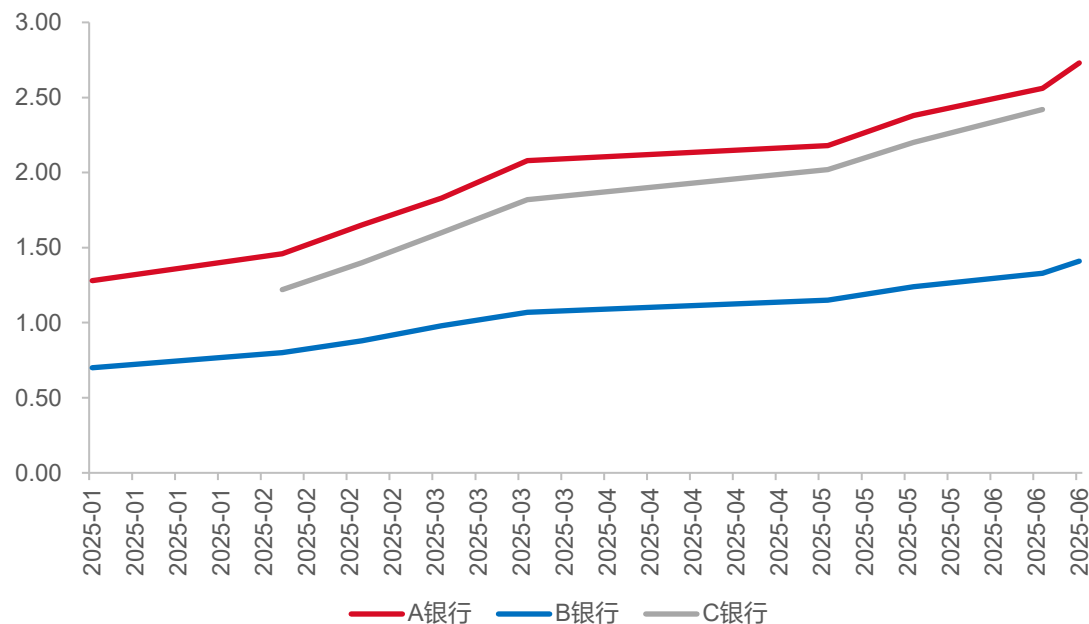


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 保险、ETF等中长期资金主导本轮行情定价权

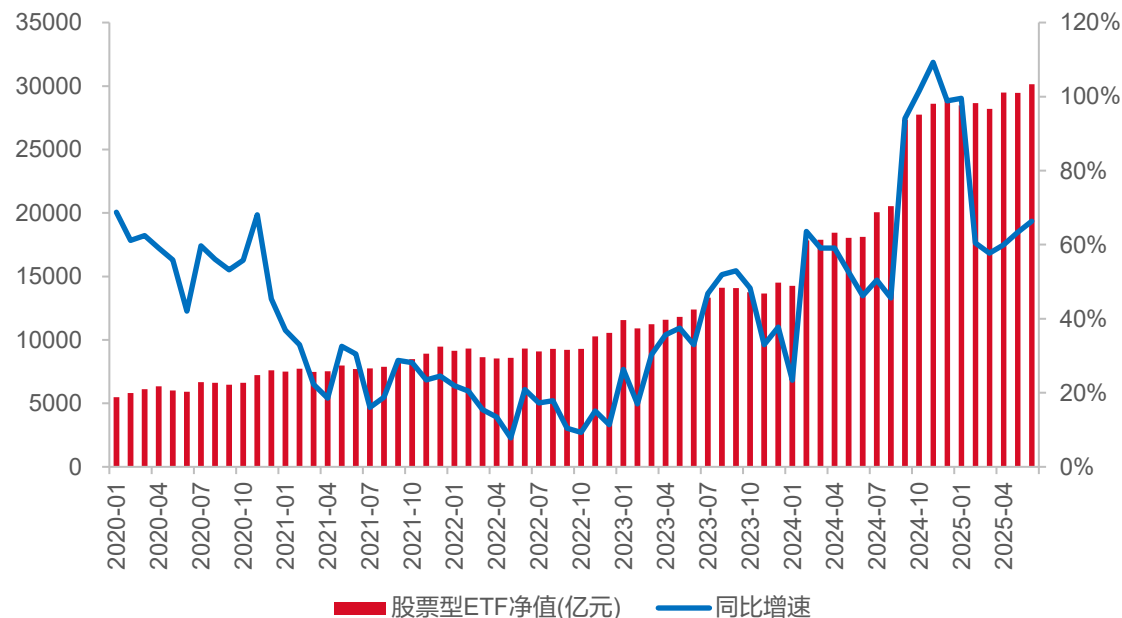
- 保险资金：OCI账户股价波动不影响当期损益，股息计入投资收益影响当期损益；2024年以来保险集团多次举牌银行
- ETF：银行占A股权重较大，被动持股近年规模快速增长带动银行被动持股持续上升

中国平安母公司持有部分银行H股占总股本比例，单位：%



资料来源：Wind，东海证券研究所

股票型ETF规模及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 基本面在本轮行情中的角色：看重风险底线，淡化盈利能力

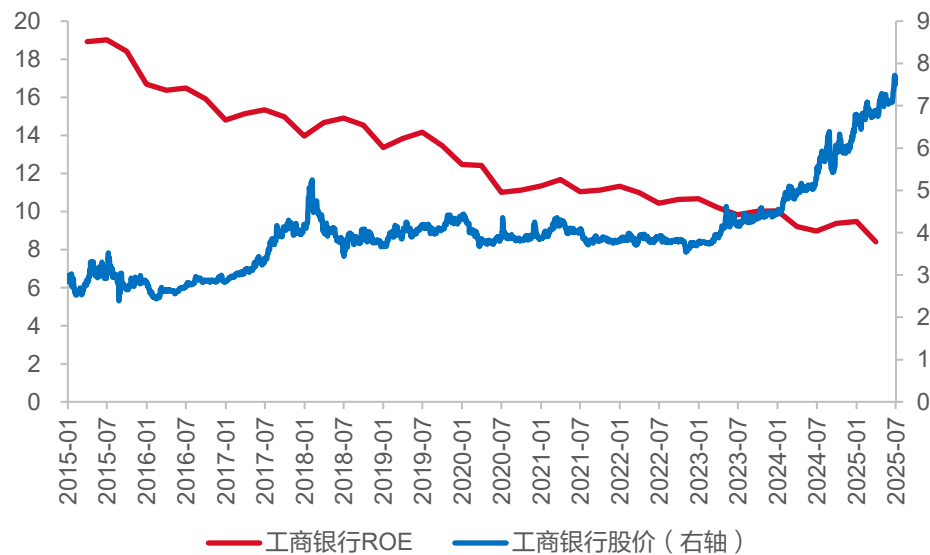
- 国有行领涨，不同银行股息率趋同，意味着本轮行情中银行基本面差异性被淡化，银行更多被视作固收+资产
- 市场更看重分红稳定性，核心是银行的资本风险足够低（资本冲击可能触发分红中断），城投、房地产风险平稳着陆+超长期特别国债补充大行核心一级资本，大幅降低了资本面临的风险
- ROE的周期性被淡化（本轮上涨行情中，银行ROE是下降的），引申为息差收窄、个贷不良上升等痛点并不会影响分红稳定性

### 风险底线逐步筑牢



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

### 工商银行股价与ROE走势，单位：%、元

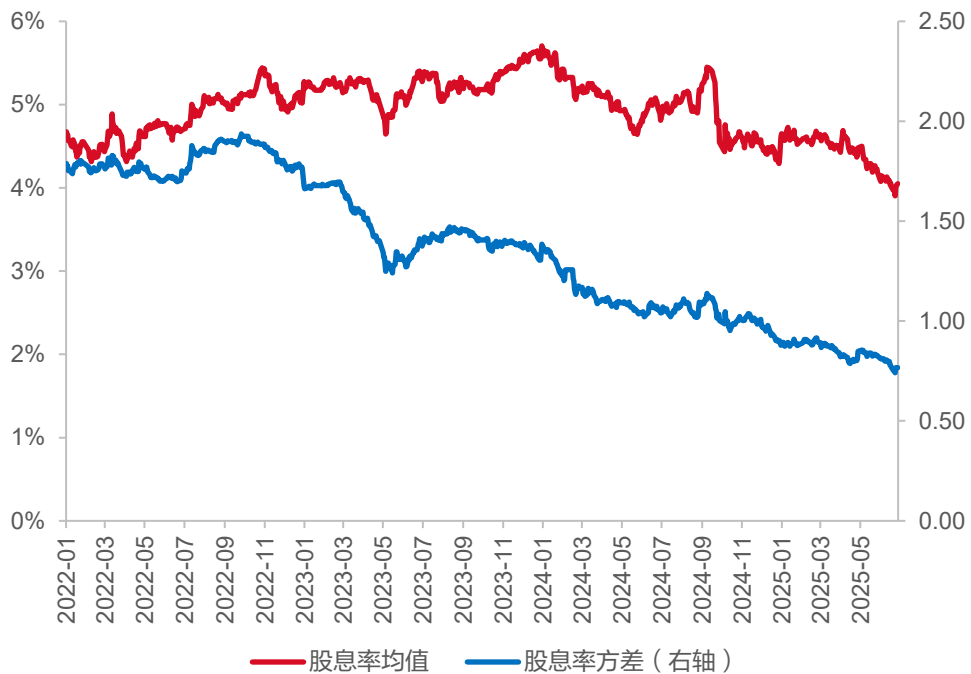


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 本轮行情扩散较为充分

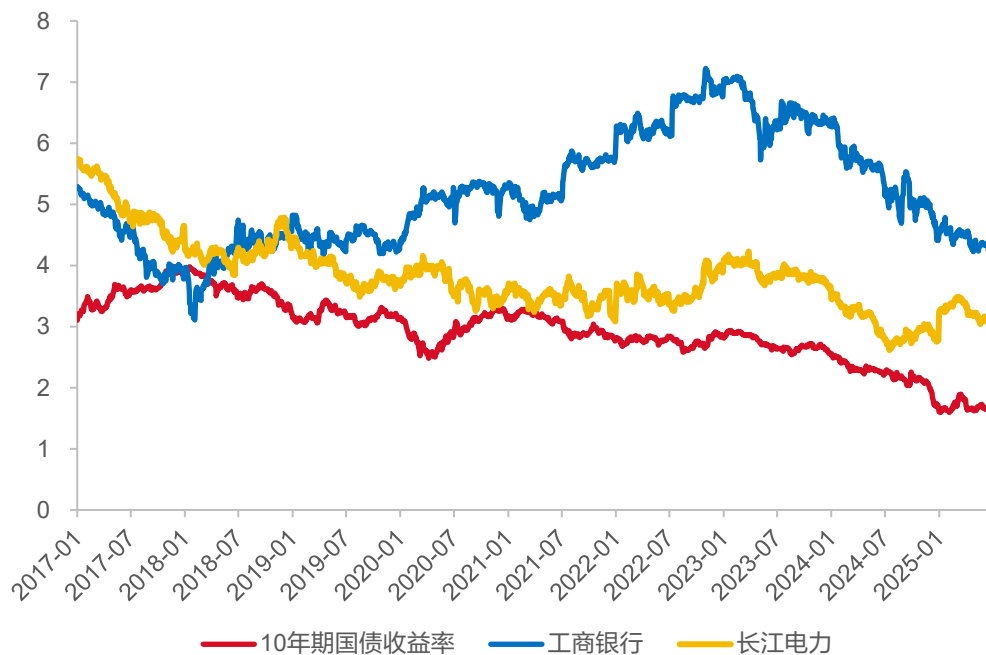
- 股息率持续下降，不同银行股息率差异性持续收敛：股息率均值降至4%，方差降至0.8
- 股息率优势明显收敛：与公用事业代表性公司的股息率剪刀差收敛至2020年的水平

### 上市银行股息率均值及标准差



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 工商银行与长江电力股息率，单位：%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 当期的估值处于中性水平

- PB回升至近十年36%分位
- PE回升近十年80%分位

### 银行指数（申万）PB



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 银行指数（申万）PE



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 均衡布局“核心 + 卫星”组合

- 核心组合：以高股息属性的国有大行（低利率环境下，保险、ETF、公募基金等中长期配置需求依然存在）
- 卫星组合：具备周期弹性（个人贷款风险有望率先出清、财富管理业务有望复苏）的头部中小银行

关注公司估值表

| 关注标的 | 最新价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 市净率PB |       |       |       | 每股净资产(元) |       |       |       |
|------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|
|      |            |             | 最新    | 2025E | 2026E | 2027E | 最新       | 2025E | 2026E | 2027E |
| 工商银行 | 7.68       | 25721.75    | 0.74  | 0.70  | 0.66  | 0.63  | 10.41    | 10.91 | 11.58 | 12.26 |
| 邮储银行 | 5.52       | 6532.20     | 0.69  | 0.70  | 0.67  | 0.63  | 8.04     | 7.86  | 8.29  | 8.73  |
| 招商银行 | 46.90      | 12018.25    | 1.11  | 1.03  | 0.94  | 0.86  | 42.26    | 45.42 | 49.85 | 54.59 |
| 宁波银行 | 28.40      | 1875.42     | 0.89  | 0.83  | 0.76  | 0.69  | 31.83    | 34.16 | 37.58 | 41.35 |
| 常熟银行 | 7.53       | 249.73      | 0.89  | 0.79  | 0.71  | 0.63  | 8.47     | 9.50  | 10.64 | 11.88 |
| 江苏银行 | 12.26      | 2249.87     | 0.94  | 0.85  | 0.76  | 0.69  | 13.10    | 14.45 | 16.06 | 17.88 |
| 苏州银行 | 9.39       | 419.80      | 0.88  | 0.79  | 0.71  | 0.66  | 10.70    | 11.95 | 13.22 | 14.31 |

资料来源：iFinD，东海证券研究所，截至2025/07/02

注：最新每股净资产为公告值；招商银行、江苏银行、苏州银行每股净资产预测值为iFinD一致预测



# CONTENTS

一、商业银行竞争格局

二、商业银行业务模式

三、商业银行业绩归因

四、商业银行经营展望

五、投资策略

**六、风险提示**

## 风险提示

- **个贷风险快速上升。**受居民收入及就业放缓影响，消费贷、信用卡透支、经营贷等品种资产质量持续承压。若居民收入与就业形势进一步明显恶化，个贷风险或明显上升，相应减值损失计提压力上升，侵蚀盈利水平。
- **制造业风险快速上升。**近年信贷支持制造业力度较大，关税提升、推动落后产能有序退出对该领域的资产质量产生不确定性。
- **贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄。**存贷款实现同步降息消除不对称降息风险。存贷同步降息是“息差压力将趋于平缓”的关键假设。若信贷需求不足、存量贷款利率下调等因素对贷款利率造成冲击，而存款利率未能及时调整，息差下行压力将明显加大，影响盈利稳定性。
- **中小银行风险快速上升。**中小银行数量众多，关乎金融体系稳定性。当前中小银行改革化险效果较好，高风险金融机构有序压缩。若因突发事件导致中小银行风险快速上升，可能引发风险传染的担忧。

## 评级说明

|        | 评级 | 说明                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%      |
|        | 看平 | 未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%      |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%  |
|        | 标配 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%  |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%    |
|        | 增持 | 未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间   |
|        | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间    |
|        | 卖出 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%    |

## 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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks  
For Watching

感谢聆听

务实 创新  
规范 协同



东海证券



东海研究