

➤ **险资举牌/增配银行进行中。**2024 年，险资举牌 A 股、H 股银行各 1 次，合计增持 H 股银行超 50 亿港元，进入 2025 年，险资增配银行势头不减，截至 1 月 17 日举牌 H 股银行 2 次，合计增持 H 股银行 14 亿港元。从标的来看，2024 年以来险资主要增持国股行，其中工商银行 H 股、浙商银行 H 股、农业银行 H 股被增持较多，增持金额分别达 29、15、13 亿港元。（注：港交所会披露 H 股相关增持数据，而 A 股并无类似数据参考，因此险资增持动作可能不仅限于 H 股银行）

保险开门红正在进行中，有望为银行板块提供有力资金支撑。从保险资金运用结构来看，截至 24Q3 投向债券的占 47%，投向权益类产品的仅占 13%，伴随债市利率下行，高股息银行股性价比凸显。截至 2025 年 1 月 17 日，H 股国股行股息率普遍在 5.5% 左右，A 股股份行和部分城商行仍有 5.3% 以上的股息率，或将继续受到险资青睐。

➤ **从 4 家股份行 2024 年快报看出业绩稳定性。**1) 业绩稳定性增强。营收增速稳定，利润增速向上，略超预期；2) 资产扩张有韧性。招行、中信资产增速环比提升，浦发同比显著提升，兴业在 2023 年高基数下依然实现了相对稳定增速；3) 不良率普遍改善，除了招行不良率环比+1BP，其余 3 家均下降；4) 拨备覆盖率相对稳定，浦发、兴业略有提升，中信相对稳定，招行下降 20pct，但仍保持 412% 的较高水平。

➤ **股份行或可贴上“高股息”标签。**1) 展望 2025 年，化债积极推进缓解资产质量隐忧，地产和个贷的减值压力有望边际减轻，股份行利润增速或基本走出波动较大的时期，而进入利润增速相对稳定的“恒纪元”，提升股息确定性；2) 扩张较慢，或有在中长期提升分红比例的期待，比如 2023 年度招行、兴业、平安分红比例分别较 2022 年提升 2.0、1.3、19.0pct；3) 股息率相对国有行更高，仓位较低，估值较低，修复空间或更为广阔。

➤ **投资建议：险资长持显信心，关注业绩景气标的**

险资持续增持，印证银行板块红利修复逻辑，业绩快报披露或催化“开门红”行情。建议关注高成长和高股息所代表的“双高”标的，如招商银行、江苏银行、成都银行；高成长属性较强“单高”标的，建议关注宁波银行、常熟银行；高股息属性较强的“单高”标的，建议关注平安银行、中信银行等。

➤ **风险提示：经济波动超预期；净息差下行超预期。**

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PB (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600036.SH	招商银行	40.71	5.81	5.83	6.03	1.1	1.0	0.9	推荐
000001.SZ	平安银行	11.45	2.39	2.42	2.47	0.6	0.5	0.5	推荐
600919.SH	江苏银行	9.76	1.57	1.73	1.92	0.9	0.8	0.7	推荐
002142.SZ	宁波银行	25.64	3.87	4.16	4.55	1.0	0.8	0.8	推荐
601838.SH	成都银行	17.08	3.06	3.41	3.82	1.0	0.9	0.8	推荐
601128.SH	常熟银行	7.26	1.20	1.41	1.65	0.8	0.7	0.6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2025 年 1 月 17 日收盘价

推荐

维持评级



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 王琮雯

执业证书：S0100123120017

邮箱：wangcongwen@mszq.com

相关研究

1. 银行业定期报告：高成长银行盘点，聚焦“双高”银行-2025/01/12
2. 银行业专题报告：红利驱动银行估值修复有望持续-2024/12/31
3. 银行业 2025 年度投资策略：风险缓释与复苏，关注股份行弹性-2024/12/13
4. 12 月政治局会议点评：“超常规”政策力推复苏，看好股份行修复弹性-2024/12/10
5. 2024 年 10 月社融数据点评：社融增长平稳，M1、M2 增速双升-2024/11/12

图1：险资举牌银行情况

公告日	被举牌银行	举牌方
2013/12/12	A股 招商银行	安邦财产保险
2014/12/11	A股 招商银行	安邦财产保险
2015/7/11	A股 兴业银行	中国人保寿险
2015/7/11	A股 兴业银行	中国人民财产保险
2015/8/29	A股 浦发银行	富德生命人寿
2015/9/12	A股 浦发银行	富德生命人寿
2015/11/11	A股 浦发银行	富德生命人寿
2015/12/9	A股 浦发银行	富德生命人寿
2015/12/30	A股 华夏银行	中国人民财产保险
2020/2/24	H股 农业银行	中国人寿
2020/3/24	H股 农业银行	太平人寿
2020/6/1	H股 农业银行	中国人寿
2020/6/9	H股 工商银行	中国人寿
2020/9/27	H股 工商银行	中国人寿
2020/12/30	H股 浙商银行	百年人寿
2022/11/24	H股 工商银行	太平人寿
2022/11/28	H股 工商银行	太平人寿
2024/1/12	A股 无锡银行	长城人寿
2024/12/31	H股 工商银行	平安人寿
2025/1/13	H股 邮储银行	平安人寿
2025/1/15	H股 招商银行	平安人寿

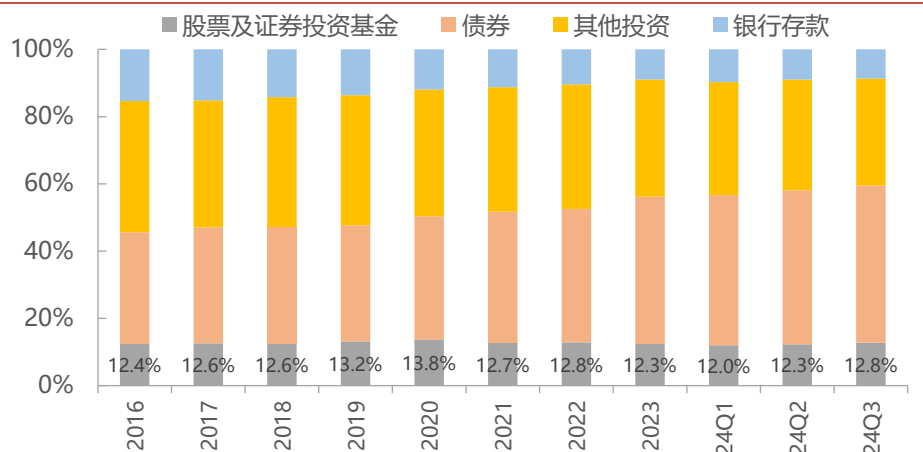
资料来源：ifind，中国保险行业协会官网，民生证券研究院

图2：2024年以来险资增持银行H股情况

公告日	被增持方	增持方	增持股份数 (亿股)	增持均价 (港元)	增持金额 (亿港元)	截至公告日 公司及一致行动人 持股占H股比例
2025/1/9	工商银行	平安人寿	0.60	4.92	2.9	16.0%
2025/1/8	邮储银行	平安人寿	0.07	4.56	0.3	5.0%
2025/1/7	农业银行	中国平安保险(集团)	0.32	4.22	1.3	5.1%
2025/1/7	招商银行	平安资管	0.03	38.17	1.1	5.0%
2025/1/3	农业银行	平安资管	0.17	4.23	0.7	5.0%
2025/1/2	工商银行	中国平安保险(集团)	1.55	4.88	7.6	16.0%
2024/12/31	工商银行	平安资管	1.10	5.20	5.7	17.1%
2024/12/27	邮储银行	中国平安保险(集团)	0.15	4.49	0.7	5.0%
2024/12/24	邮储银行	平安资管	0.04	4.69	0.2	5.0%
2024/12/20	工商银行	平安人寿	0.45	4.87	2.2	15.0%
2024/12/20	工商银行	中国平安保险(集团)	1.07	4.87	5.2	15.1%
2024/12/18	建设银行	平安资管	0.67	6.31	4.2	5.0%
2024/12/18	建设银行	中国平安保险(集团)	0.68	6.31	4.3	5.0%
2024/12/13	工商银行	平安资管	0.29	4.80	1.4	16.0%
2024/8/23	工商银行	平安人寿	0.13	4.70	0.6	14.0%
2024/8/21	工商银行	中国平安保险(集团)	0.14	4.64	0.7	14.0%
2024/7/30	工商银行	平安资管	0.10	4.34	0.4	15.0%
2024/6/20	工商银行	平安人寿	0.31	4.59	1.4	13.0%
2024/6/19	工商银行	中国平安保险(集团)	0.10	4.50	0.4	13.0%
2024/5/23	工商银行	平安资管	0.09	4.70	0.4	14.0%
2024/5/21	农业银行	中国太平保险集团	1.00	3.81	3.8	4.9%
2024/5/20	农业银行	太平资管	1.00	3.80	3.8	4.8%
2024/5/17	农业银行	太平人寿	1.00	3.80	3.8	4.7%
2024/4/11	浙商银行	信泰人寿	3.74	2.23	8.3	6.3%
2024/4/2	浙商银行	信泰人寿	3.10	2.23	6.9	5.2%

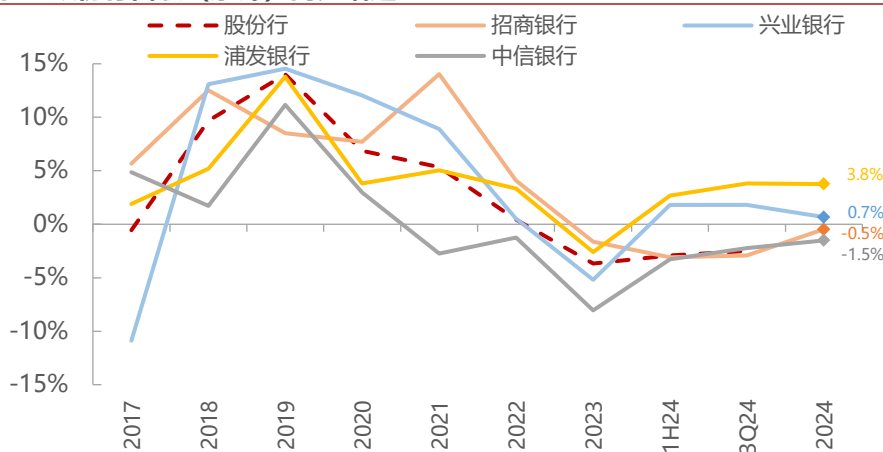
资料来源：香港交易所官网，民生证券研究院

图3：保险资金投向结构



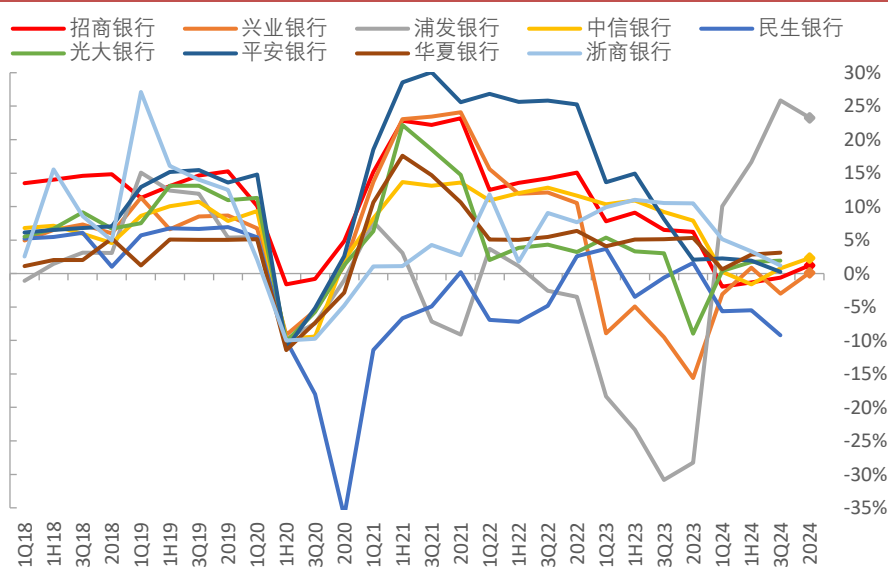
资料来源：ifind，民生证券研究院；

图4：股份行营收（累计）同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院；注：招商、兴业、浦发、中信银行披露了2024 快报数据，后同

图5：股份行归母净利润（累计）同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：股份行不良率及环比变动 (BP)

股份行	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24	3Q24	2024	较3Q24
招商银行	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	1
兴业银行	1.09%	1.09%	1.08%	1.07%	1.07%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	-1
浦发银行	1.52%	1.52%	1.49%	1.52%	1.48%	1.45%	1.41%	1.38%	1.36%	-2
中信银行	1.27%	1.21%	1.21%	1.22%	1.18%	1.18%	1.19%	1.17%	1.16%	-1
民生银行	1.68%	1.60%	1.57%	1.55%	1.48%	1.44%	1.47%	1.48%	-	-
光大银行	1.25%	1.25%	1.30%	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	-	-
平安银行	1.05%	1.05%	1.03%	1.04%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	-	-
华夏银行	1.75%	1.73%	1.72%	1.72%	1.67%	1.66%	1.65%	1.61%	-	-
浙商银行	1.47%	1.44%	1.45%	1.45%	1.44%	1.44%	1.43%	1.43%	-	-

资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7：股份行拨备覆盖率及环比变动 (pct)

股份行	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	1Q24	1H24	3Q24	2024	较3Q24
招商银行	451%	448%	448%	446%	438%	437%	434%	432%	412%	-20
兴业银行	236%	233%	246%	238%	245%	246%	238%	234%	238%	4
浦发银行	159%	161%	170%	177%	174%	173%	175%	184%	187%	3
中信银行	201%	209%	208%	210%	208%	208%	207%	216%	209%	-7
民生银行	142%	144%	147%	149%	150%	149%	149%	146%	-	-
光大银行	188%	188%	189%	176%	181%	185%	172%	171%	-	-
平安银行	290%	290%	292%	283%	278%	262%	264%	251%	-	-
华夏银行	160%	162%	162%	160%	160%	161%	162%	166%	-	-
浙商银行	182%	183%	182%	183%	183%	178%	178%	175%	-	-

资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8：股份行扩张和分红情况

股份行	资产同比增速(%)及环比变动(pct)					分红比例(%)及环比变动(pct)			
	2022	2023	3Q24	2024	较3Q24	2021	2022	2023	较2023
招商银行	9.6%	8.8%	9.2%	10.2%	1	33%	33%	35%	2
兴业银行	7.7%	9.6%	3.9%	3.5%	-0	27%	28%	30%	1
浦发银行	7.0%	3.5%	6.9%	5.0%	-2	25%	21%	30%	10
中信银行	6.3%	5.9%	3.8%	5.3%	2	28%	28%	28%	-0
民生银行	4.4%	5.8%	2.3%	-	-	30%	30%	30%	-0
光大银行	6.8%	7.5%	0.7%	-	-	28%	28%	28%	0
平安银行	8.1%	5.0%	4.2%	-	-	13%	13%	32%	19
华夏银行	6.1%	9.1%	5.9%	-	-	25%	28%	25%	-2
浙商银行	14.7%	19.9%	10.8%	-	-	0%	38%	32%	-6

资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9：上市银行分红、ROE与估值（A股+H股）

银行	动态股息率 (A股)	动态股息率 (H股, 税后)	PB-LF (A股)	PB-LF (H股)	是否 中期分红	ROE (24Q1-3, 年化)
交通银行	5.1%	5.4%	0.57	0.42	Y	9.1%
邮储银行	5.0%	5.0%	0.64	0.49	Y	11.8%
建设银行	4.8%	5.7%	0.68	0.43	Y	11.0%
农业银行	4.7%	4.9%	0.71	0.52	Y	10.8%
工商银行	4.6%	5.4%	0.67	0.44	Y	9.8%
中国银行	4.4%	5.3%	0.68	0.44	Y	9.6%
平安银行	6.3%		0.53		Y	12.1%
浙商银行	5.8%	6.6%	0.46	0.31		10.3%
中信银行	5.4%	5.9%	0.55	0.32	Y	10.1%
华夏银行	5.3%		0.41		Y	7.7%
兴业银行	5.1%		0.55			10.9%
民生银行	4.9%	4.8%	0.32	0.25	Y	6.5%
招商银行	4.8%	4.1%	0.95	0.94		15.4%
光大银行	4.8%	5.3%	0.46	0.32	Y	9.7%
浦发银行	3.9%		0.47			7.0%
成都银行	5.8%		0.95			17.5%
南京银行	5.5%		0.78		Y	15.1%
北京银行	5.4%		0.48		Y	10.4%
厦门银行	5.4%		0.58		Y	9.4%
苏州银行	5.3%		0.74		Y	12.9%
江苏银行	5.3%		0.79		Y	16.3%
上海银行	5.1%		0.58		Y	10.4%
重庆银行	4.7%	6.2%	0.59	0.30	Y	11.4%
长沙银行	4.7%		0.53			13.1%
贵阳银行	4.6%		0.36			9.1%
齐鲁银行	4.6%		0.73		Y	12.0%
青岛银行	4.6%	5.4%	0.65	0.43		12.7%
兰州银行	4.3%		0.46		Y	6.1%
杭州银行	4.2%		0.86		Y	18.0%
宁波银行	2.5%		0.86			14.5%
西安银行	1.6%		0.47			8.1%
郑州银行	0.0%	0.0%	0.40	0.17		6.9%
张家港行	5.0%		0.61			11.9%
渝农商行	4.9%	5.6%	0.55	0.38	Y	11.2%
江阴银行	4.7%		0.60			8.7%
沪农商行	4.7%		0.66		Y	11.9%
常熟银行	4.1%		0.81			15.0%
苏农银行	3.9%		0.56			12.9%
瑞丰银行	3.8%		0.59			11.1%
无锡银行	3.7%		0.61			11.6%
紫金银行	3.6%		0.53		Y	9.4%
青农商行	3.6%		0.46			11.8%

资料来源：ifind，民生证券研究院；注：数据截至 2025 年 1 月 17 日收盘价

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048