

建设银行（601939.SH）

优于大市

“三大战略”纵深推进，新金融行动创新未来引擎

核心观点

四季度营收业绩增速均回升。公司 2024 年实现营收 7601.51 亿元（YoY, -2.54%），归母净利润 3355.77 亿元（YoY, +0.88%）。结合公司前三季度营收同比下降 3.30%，利润同比增长 0.13%，四季度营收业绩增速均回升。公司 2024 年加权平均 ROE 为 10.69%，同比下降 0.87 个百分点。

规模扩张放缓，对公及票据起主要拉动作用。公司 2024 年总资产同比增长 5.86%至 40.57 万亿元。其中，存款、贷款分别同比增长 3.73%、8.33%。2024 年新增信贷投放 19827 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别增长 8.95%/47.70%/2.38%，对公端及票据起到主要拉动作用。结合公司 2022 年、2023 年分别新增信贷投放 23860 亿元、26608 亿元，2024 年新增信贷有所放缓。投向层面，“五篇大文章”相关重点领域信贷投放维持高增。

净息差降幅边际收窄，净利息收入增速边际回升。公司 2024 年净息差 1.51%，同比下降 19bps，较前三季度下降 1bp，四季度降幅边际收窄。资产端，2024 年生息资产收益率、贷款收益率分别为 3.18%、3.34%，分别较 2023 年下降 27bps、48bps，较上半年下降 9bps、21bps。负债端，2024 年付息负债成本率、存款成本率分别为 1.85%、1.65%，分别较 2023 年下降 10bps、12bps，较上半年均下降 7bps，公司负债端持续优化，缓解息差下行压力。2024 年受净息差收窄和有效信贷需求不足等因素影响，净利息收入同比下降 4.43%，前三季度该项同比下降 5.89%，四季度净利息收入增速边际回升。

非息收入稳定增长，投资收益贡献较大。2024 年公司非利息净收入同比增长 5.09%，占营业收入的 21.36%，较上年占比提升 1.55pcts。其中，手续费及佣金净收入同比下降 9.35%，中收持续承压；其他非息收入同比增长 50.56%，其中投资收益及公允价值变动收益增速亮眼。

不良率稳中有降，资产质量保持稳健。公司 2024 年末不良贷款率 1.34%，较前三季度下降 1bp；关注率 1.89%，较上半年下降 18bps；拨备覆盖率 233.60%，较前三季度下降 3.34pct。公司资产质量保持稳健。

投资建议：公司基本面稳定，我们结合 LPR 下调等因素下调公司盈利预测并将其前推一年，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3433/3534/3688 亿元（前期 2025/2026 年预测值 3667/3903 亿元），对应同比增速为 2.3%/2.9%/4.4%；摊薄 EPS 为 1.36/1.40/1.46 元；当前股价对应的 PE 为 6.6/6.4/6.1x，PB 为 0.65/0.61/0.57x，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	769,736	750,151	774,812	809,334	856,701
(+/-%)	-1.8%	-2.5%	3.3%	4.5%	5.9%
净利润(百万元)	332,653	335,577	343,340	353,372	368,816
(+/-%)	2.7%	0.9%	2.3%	2.9%	4.4%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.32	1.36	1.40	1.46
总资产收益率	0.89%	0.84%	0.82%	0.80%	0.77%
净资产收益率	11.8%	11.0%	10.5%	10.1%	9.8%
市盈率(PE)	6.8	6.7	6.6	6.4	6.1
股息率	4.5%	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%
市净率(PB)	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

银行·国有大型银行 II

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001
联系人：刘睿玲
021-60375484
liurui ling@guosen.com.cn
S0980520030002

基础数据

投资评级	优于大市（首次覆盖）
合理估值	
收盘价	8.79 元
总市值/流通市值	2197596/2202870 百万元
52 周最高价/最低价	9.03/6.97 元
近 3 个月日均成交额	884.80 百万元

市场走势

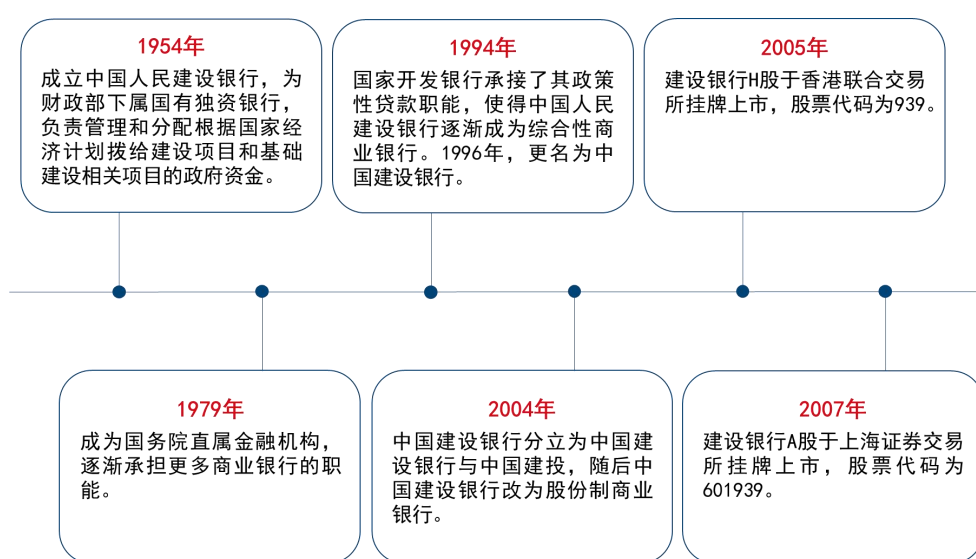


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况：全球领先的综合性优质大行

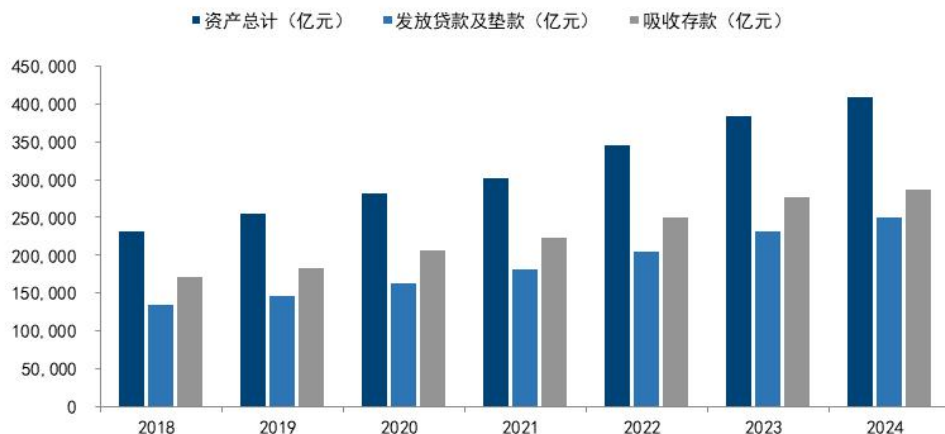
建设银行是一家全球领先、总部位于北京的大型国有商业银行。其前身为于 1954 年成立的中国人民建设银行，为财政部下属的国有独资银行。1979 年成为一家国务院直属的金融机构，1994 年后逐渐成为综合性商业银行，并在 1996 年更名为中国建设银行。2004 年中国建设银行成为一家股份制商业银行，并在 2005 年于港交所上市（0939.HK），2007 年于上交所上市（601939.SH）。截至 2024 年末，公司市值约为 2,124.27 亿美元，位居全球上市银行第 6 位。按一级资本排序，建设银行在全球银行中位居第二。截至 2024 年末，建设银行的总资产已超过 40.57 万亿元，发放贷款 24.94 万亿元，存款规模达 28.71 万亿元，近三年的年平均复合增长率约分别为 10.59%、11.13%与 8.66%。

图1：建设银行发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：建设银行规模仍在持续稳定扩张



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

从股权结构来看，建设银行的股权集中度较高，具有明显的国有背景。截至 2024 年末，前十大股东占股比例高达 97.47%，其中 7 家控股公司具有国有背景，占股比例达到 59.33%。最大股东为中央汇金投资有限责任公司，占比高达 57.14%，是一家由国务院授权、对国有重点金融企业进行股权投资的中央国有企业，奠定了其在吸收对公客户资源、吸纳大规模存款以及支持国家宏观发展战略的优势。此外，建设银行同时在港交所与上交所上市，港股占比 37.52% 远不及 A 股，确保其由国内中央控制，更利于其发挥支持国家发展战略目标的作用。

表1：2024 年年末建设银行十大股东

股东名称	占总股本比例 (%)	股东性质
中央汇金投资有限责任公司	57.14	中央国有企业
香港中央结算(代理人)有限公司	37.52	其他
中国证券金融股份有限公司	0.88	中央国有企业
国家电网有限公司	0.64	中央国有企业
益嘉投资有限责任公司	0.34	私人企业
香港中央结算有限公司	0.28	其他
中国长江电力股份有限公司	0.26	中央国有企业
中央汇金资产管理有限责任公司	0.20	中央国有企业
中国宝武钢铁集团有限公司	0.13	中央国有企业
新华人寿保险股份有限公司	0.08	国资控股企业

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

从经营范围来看，建设银行聚焦中国内地经营，深化国际化发展。建设银行于中国内地的机构遍布全国各省，在新加坡等多个境外国家或地区设有境外分行，拥有建行亚洲等多家子公司，共覆盖 37 个境外国家或地区。截至 2024 年末，建设银行营业机构共 14750 个，其中境内机构 14166 个，境外机构 35 个；主要附属公司共 24 家，其中综合化经营子公司 17 家，境外子银行 7 家；机构共 549 个，其中境内机构 420 个，境外机构 129 个。2024 年，建设银行营业收入为 7501.51 亿元，其中境外营业收入为 223.55 亿元，在深入中国内地经营的同时兼顾国际化发展。

图3: 公司机构覆盖 37 个境外国家或地区



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

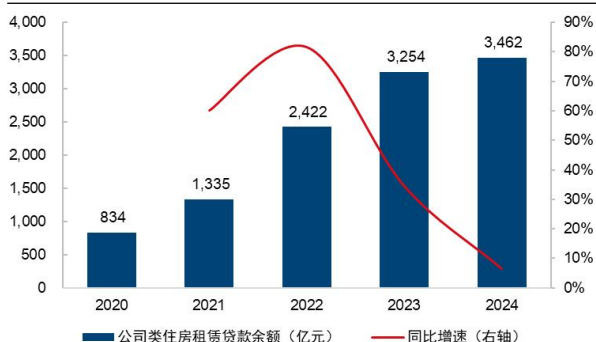
“三大战略”纵深推进，新金融行动创新未来引擎

“三大战略”纵深推进，战略势能持续释放

2017 年以来，建设银行持续发力战略住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”，落地的系统性成果也逐步显现。

住房租赁方面，公司通过构建覆盖租赁与交易市场的全周期服务体系，创新形成“投、融、管、退”金融服务闭环，推动房地产行业转型升级。建设银行于 2017 年 8 月正式启动住房租赁战略，创新住房租赁贷款系列产品、参与保障性租赁住房公募 REITs 试点，同比设立建信住房、建信住房租赁基金。截至 2024 年末，建信住房租赁基金累计签约收购 31 个项目，形成 162.50 亿元资产规模，实际出资 90.37 亿元，可提供长租公寓房源 2.89 万间。在信贷支持方面，建设银行公司类住房租赁贷款余额近 3500 亿元，服务住房租赁企业超过 1600 家，形成从资产获取到运营退出的完整市场循环。

图4: 建设银行公司类住房租赁贷款余额及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

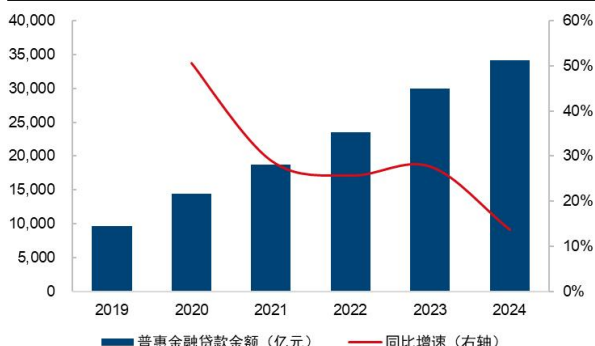
图5: CCB 建融家园线下实景图



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

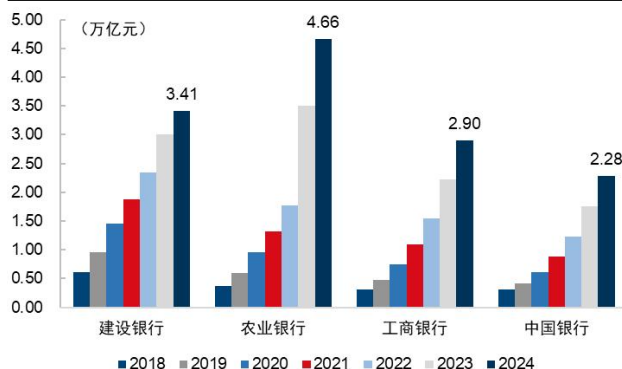
普惠金融方面，公司持续巩固国内普惠金融头部机构地位，通过大数据和人工智能，稳步实践推进数字普惠金融服务。自 2018 年 5 月全面启动普惠金融战略以来，建设银行依托大数据风控模型和智能平台建设，综合运用外部征信、税收、工商以及内部交易流水等数据，对小微企业进行立体全息画像，重点覆盖长尾群体。核心平台“建行惠懂你”历经六年迭代升级至 4.0 版本，突破传统信贷边界，实现 7×24 小时无接触服务，累计访问量逾 3.5 亿次。几年时间内，建设银行普惠贷款余额的增长实现了飞跃。截至 2024 年末，普惠金融贷款余额达 3.41 万亿元。

图6：建设银行普惠金融贷款余额及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理。

图7：建设银行持续巩固国内普惠金融头部机构地位



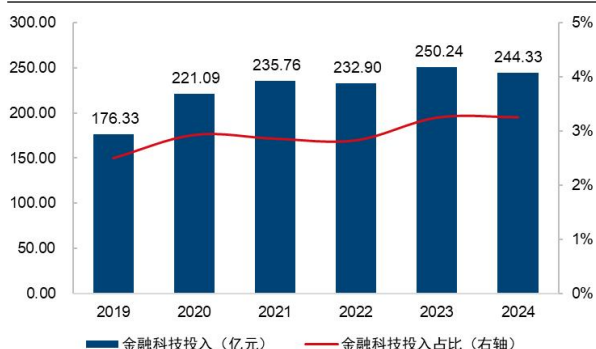
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

金融科技方面，公司持续打造“建行云”品牌，完善业技融合机制，积极稳妥推进分布式架构转型，提升集团科技能力均衡性，内能不断增强。建设银行自 2018 年 4 月起推进金融科技战略，在国有大行中率先成立金融科技子公司建信金科，作为金融业唯一入选国务院“科改示范企业”的机构，深度参与国家级科技试点工程。截至 2024 年末，建设银行金融科技累计投入超 1400 亿元，金融科技人员从 6983 人增长至 16365 人。

公司持续打造“建行云”品牌，完善“多区多地多栈多芯”布局。2024 年末，“建行云”算力规模超过 500PFlops（每秒可完成 500 万亿亿次浮点运算），较六年前扩容 8.2 倍，其中图形处理器（GPU）等新型算力占比超 23%，整体技术指标保持同业领先。通过集成银行核心业务能力、人工智能和大数据等技术中台能力及金融级安全能力，对外发布三大类 10 个云服务套餐，推出“云霄”生态合作伙伴计划，持续巩固“建行云”作为用户首选的金融业云服务的品牌地位。

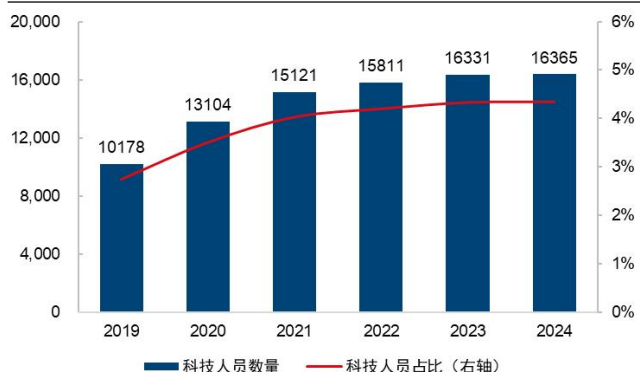
公司持续推进核心技术创新突破，形成自主可控分布式新技术体系。截至 2024 年末，境内外全量业务已由分布式核心系统承载，系统运行平稳、同业领先。同步自主研发人工智能平台，在计算机视觉、智能语音等技术领域建立差异化优势，通过“方舟计划”加速金融大模型研发与应用落地。大数据平台覆盖超 3 万个物理节点，数据治理基础进一步夯实。技术成果获得监管高度认可，共计 187 项创新获得中国人民银行金融科技发展奖，其中特等奖 1 项、一等奖 15 项。

图8: 建设银行金融科技投入及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

图9: 建设银行科技人员数量及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新金融行动创新未来引擎，跳出金融做金融

新金融是新时代的金融，是建设银行继往开来，探索中国特色金融发展之路的具体实践。早在 2017 年，公司就提出了新金融理念，要求银行重塑服务投送能力，探索“跳出金融做金融”，从传统银行向“以客户为中心”的科技型银行转型。2020 年，新金融理念进一步深化为新金融行动，强调金融回归服务实体经济本源。

公司高层曾在 2021 年系统阐述了新金融实践的背景¹，主要是基于新时代金融逻辑的几个转变。具体包括：（1）党的十八大以来以人民为中心的发展思想对金融工作提出新要求，金融机构需围绕共同富裕目标创新适配性产品体系；（2）全球金融科技浪潮为服务下沉提供技术支撑，传统金融受制于“二八定律”的服务瓶颈得以突破——早期国内金融体系主要借鉴华尔街模式，聚焦 20% 头部客户获取 80% 收益，客观上造成长尾群体资源获取困难，这种“非不能为，实难作为”的困境随着大数据风控等技术成熟获得破解可能；（3）2008 年金融危机后，传统金融加剧贫富分化的缺陷逐渐显现，需通过制度设计实现社会整体调节。基于此，建设银行在新金融实践中着重重构产品逻辑，着力平衡商业价值与社会责任，实现高质量可持续发展。

具体来看，建设银行新金融理念指导下的新金融行动实践领域包括：（1）住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”；（2）投身乡村振兴，发展绿色金融，上线智慧政务，推进数字化经营。

¹ 内容详见建设银行董事长田国立在“2021 中国金融学会学术年会”的演讲。

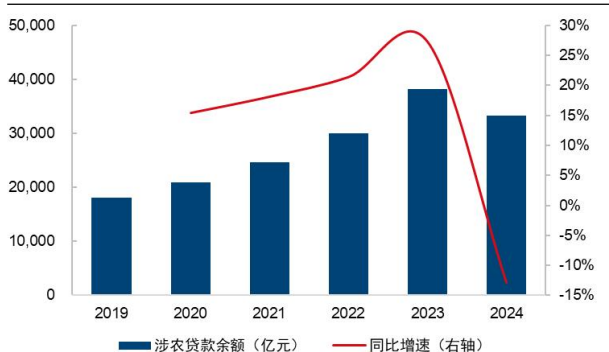
图10: 建设银行新金融行动框架



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

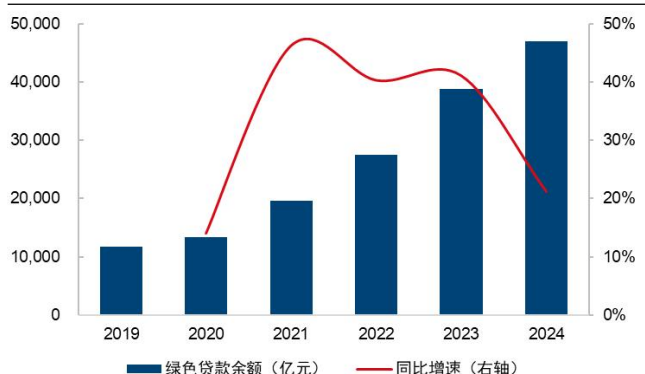
在深化“三大战略”的基础上，公司还在乡村振兴、绿色金融、智慧政务、数字化经营四大领域投入了战略力量。**乡村振兴**方面，通过“裕农通”乡村振兴平台深化县域金融服务，形成覆盖 53 万个行政村的线下服务网络。截止 2024 年末，公司涉农信贷余额为 3.33 万亿元。**绿色金融**方面，构建“信贷+债券+基金+投资+租赁+保险”的立体化服务体系，加快提高绿色融资占比。截至 2024 年末，公司绿色贷款余额为 4.70 万亿元，较上年末增幅 21.13%。**智慧政务**方面，公司构建深入服务政府端的平台生态，网点变身政务办事大厅，成为政府治理现代化的重要合作伙伴。**数字化经营**方面，强化“数据+技术+业务”三大中台建设，“方舟计划”孵化出智能风控、财富管理等多种类 AI 应用场景，金融大模型训练参数突破千亿级，实现从技术支撑到价值创造的经营范式升级。

图11: 建设银行涉农贷款余额及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理。

图12: 建设银行绿色贷款余额及同比增速

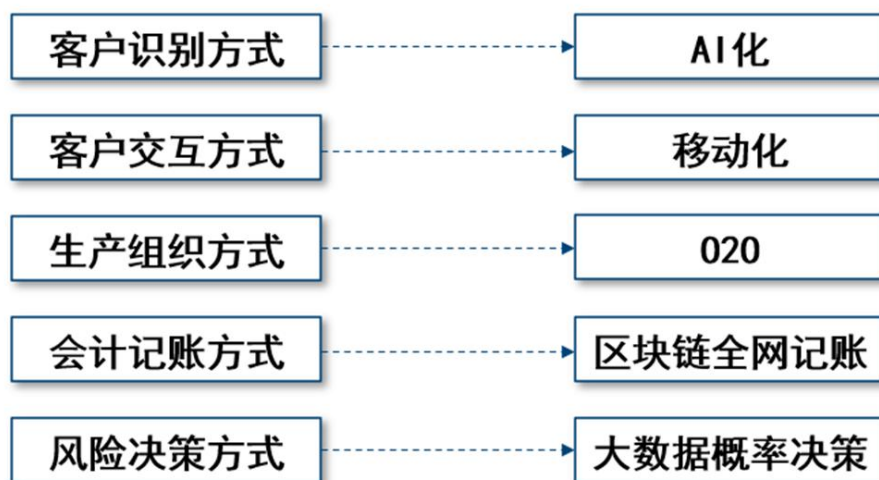


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理。

金融科技积厚成势，是“第二曲线”的脚手架

科技革新驱动着社会生活生产方式的重构，金融业也形成了数字化转型浪潮。全商业链条的环节都开启了转型：客户识别开始 AI 化，客户交互方式转向移动化，生产组织方式开始线上线下融合（O2O），会计记账方式开始引入区块链全网记账，风险决策方式也逐步从传统的逻辑决策让位于概率决策。同时数据资产化进程加速，企业数据资源逐步纳入资产负债表。数据交易常态化背景下，数据资产规模成为估值体系重要指标，具备高数据储备量的企业开始显现估值溢价优势。

图13：科技革新驱动金融业生产方式重构

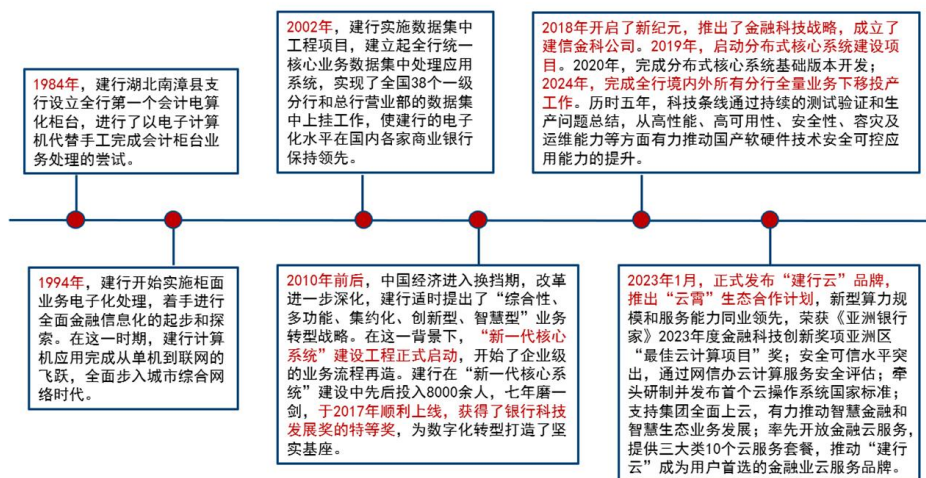


资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

建设银行是较早系统提出金融科技战略的银行之一。金融科技战略（TOP+，T 是核心技术，O 是能力开放，P 是平台生态，+是体制机制）将金融科技核心技术聚焦至“ABCDMIX”（A 为人工智能，B 为区块链，C 为云计算，D 为大数据，M 为移动互联，I 为物联网，X 为其他前沿技术），应用于产品管理、营销支持、产品运营、业务支持、风险管控、决策与报告六大业务价值链。

回顾其金融科技发展历程，2010-2017 年，公司建成了新一代核心系统，2017 年新一代系统获得了银行科技发展奖的特等奖。2018 年开启了新纪元，公司推出了金融科技战略，成立了建信金科公司，并围绕“科技本身的发展+全行数字化经营+赋能社会生态”三条主线推动新金融实践。2019 年，启动分布式核心系统建设项目。2023 年，发布“建行云”品牌，推出“云霄”生态合作计划，新型算力规模和服务能力同业领先。

图14: 建设银行金融科技发展之路



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

组织架构层面, 建设银行在不同层面都设立了职能更加细分的金融科技部门, 有效支撑技术能力向业务端转化。2018年以来, 公司全面推进金融科技战略, 创新搭建了“金融科技部(总部机构)、运营数据中心(直属机构)、金融科技子公司(子公司)”的组织体系, 形成了顶层设计、数据治理和市场化运营融合, 总、分、子协同的金融科技组织架构, 对内作为支持业务转型发展的“科技引擎”, 对外作为助力社会治理的“生态链接”。

2018年, 公司设立了独立的金融科技子公司——建信金科; 2021年, 宣布成立金融科技与数字化建设委员会; 2022年, 首次界定了“科技渠运板块”, 并明确金融科技与数字化建设委员会作为核心管理机构, 负责战略规划和资源调配; 而其总行直属机构中, 不同机构承接集团不同的信息科技需求, 或承担相应的科研研发任务, 从而实现技术赋能业务。

图15: 建设银行金融科技组织架构



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

借鉴“贝塔银行”²理念，公司推进了金融科技体制机制改革，将总行科技队伍采取整体公司化运营。成立于2018年4月的建信金科，是国有大行中第一家成立的金融科技公司。建信金科由建行直属7家开发中心和1家研发中心组建，基本上是将总行各开发中心员工通过合同转换和机构平移迁移到了子公司。

以往科技部门面向银行内部服务，效率不高的主要原因是缺乏竞争压力和激励机制。数字时代的技术创新从来都不是孤立的，平台化、生态化的商业模式也要求科技保持开放形态。成立建信金科公司，能够充分借助市场力量锻炼其独立的市场生存能力。除了服务建行数字化转型和科技系统建设，建信金科还对外开展智慧金融等多领域的科技服务，并向中小金融机构输出技术、系统和企业级架构等解决方案。截至2024年末，建信金科资产总额67.06亿元，净资产14.19亿元。

² 在《消失的银行》一书中将“贝塔银行”其视为银行业面对挑战自我革新的解决方案。所谓“贝塔银行”，就是指通过投资等方式重组形成一个能够适应时代发展的独立运作实体，不依赖大型银行自身，构筑市场化的选人用人、激励约束、自主灵活的体制机制和企业文化。

图16: 建信金科十大核心能力及重点产品

十大核心能力	重点产品
智慧城市政务平台建设能力	政务服务门户、政务服务管理、统一受理、业务审批、事项目录管理、政融支付、电子证照、物流管理、行政审批中介超市、政务数据共享、智能决策支持、电子监察管理
金融机构核心系统建设能力	财务会计、账户体系、支付结算、国际结算、代客资金交易、借记卡、贷记卡、现金管理、投资银行
大数据及智能风控服务能力	数据采集、数据管理、数据服务、数据可视化、数据集成、数据分析、实时计算、数据开发、调度系统、存储与计算、客户风险画像、普惠金融业务风险模型、风险计量、不良资产管理、反洗钱、反欺诈
互联网金融服务能力	网上银行、手机银行、电商平台、电子支付平台、商户管理、无感支付、多媒体、智能知识库、智能语音客服
客户全生命周期管理能力	客户管理、营销与销售管理、增值服务管理、智能投顾
物理渠道规划及建设能力	迎宾机器人、移动柜台、代理综合服务柜台、柜外清一体化产品、智能柜员机（STM）
集约化运营管理能力	后台业务集中处理、票据影像系统、统一凭证库、电子验印、凭证影像自动识别、机器人流程自动化、智能金库管理系统、集约化自动设备运维
普惠金融服务能力	精准扶贫、跨境快贷、小企业无本续贷、小微企业评分卡贷款、小微企业循环贷、小微快贷、统一授信、开放银行、智能风控、智能催收
数据中心运维能力	运维PaaS平台、IT服务流程平台、云管理平台、自动化运维平台、配置管理平台、监控平台、运维大数据平台
对公信贷业务流程管理服务能力	客户信用评级、授信管理、业务审批、对公贷款、担保承诺（保函）、银团贷款、信贷资产转让、委托贷款、贸易融资、保理、外债管理、担保管理、信贷资产检查、资产分类

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图17: 建信金科为不同主体提供多种解决方案

金融机构解决方案	政府及公共事业解决方案	企业解决方案	通用解决方案
测试质量管控	智慧政务平台	综合金融	即时通讯
核心银行云	党群关系管理	企业采购平台	云客服
集约化运营	善行宗教平台	企业共享平台	云档案
双录	公益教育平台	财务结算审核管理业务	智能知识管理
对公信贷业务流程管理	智慧社区平台	区块链贸易融资	短信服务
押品房屋估值	慈善云服务平台		快捷支付
普惠金融	安心养老平台		
催收	电子功德箱		
房产大数据	建融慧学		
证券化	建融智医		
贷后预警			
影像业务流程			
财务公司云			
第三方支付			
统一凭证库			
数据中心运维			
房改金融平台			

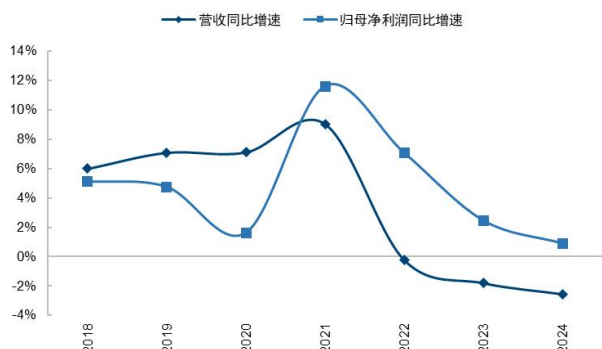
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

财务分析：业绩保持较好增长，资产质量优异

业绩保持较好增长，2024 年四季度营收业绩增速均回升。公司 2024 年实现营收 7601.51 亿元（YoY, -2.54%），归母净利润 3355.77 亿元（YoY, +0.88%）。结合公司前三季度营收同比下降 3.30%，利润同比增长 0.13%，四季度营收业绩增速均

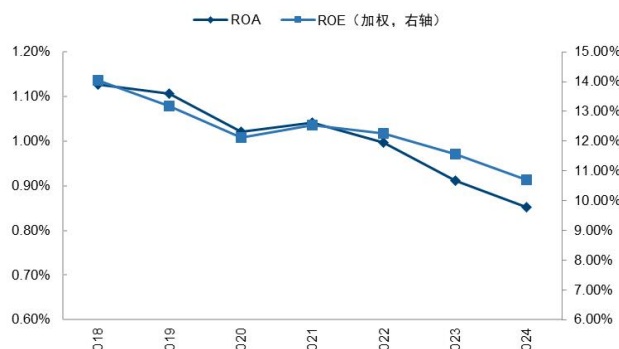
回升。公司 2024 年加权平均 ROE 为 10.69%，同比下降 0.87 个百分点。

图18: 建设银行营业收入和净利润增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

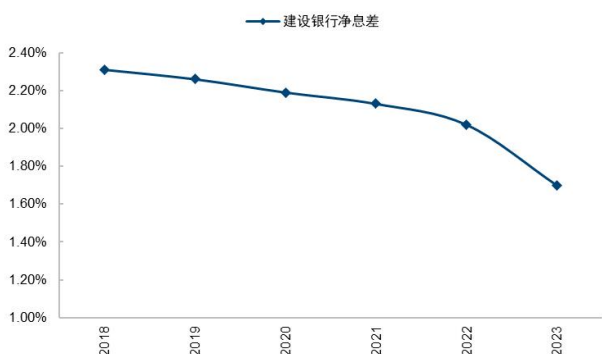
图19: 建设银行 ROE 和 ROA 水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

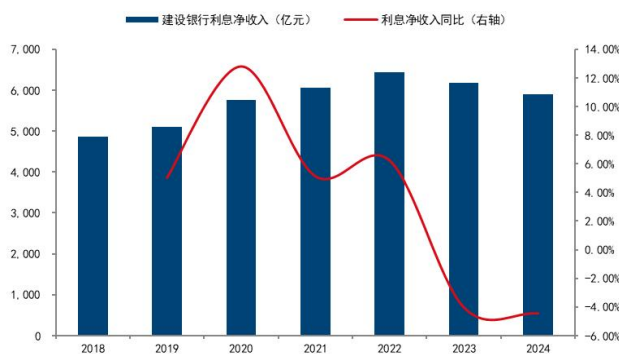
净息差降幅边际收窄，净利息收入增速边际回升。公司 2024 年净息差 1.51%，同比下降 19bps，较前三季度下降 1bp，四季度降幅边际收窄。资产端，2024 年生息资产收益率、贷款收益率分别为 3.18%、3.34%，分别较 2023 年下降 27bps、48bps，较上半年下降 9bps、21bps。负债端，2024 年付息负债成本率、存款成本率分别为 1.85%、1.65%，分别较 2023 年下降 10bps、12bps，较上半年均下降 7bps，公司负债端持续优化，缓解息差下行压力。2024 年受净息差收窄和有效信贷需求不足等因素影响，净利息收入同比下降 4.43%，前三季度该项同比下降 5.89%，四季度净利息收入增速边际回升。

图20: 建设银行净息差持续收窄



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

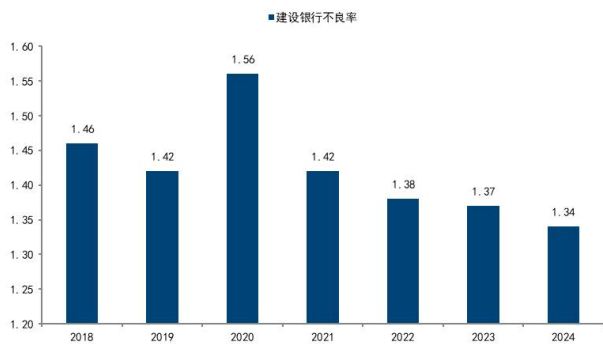
图21: 建设银行净利息收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

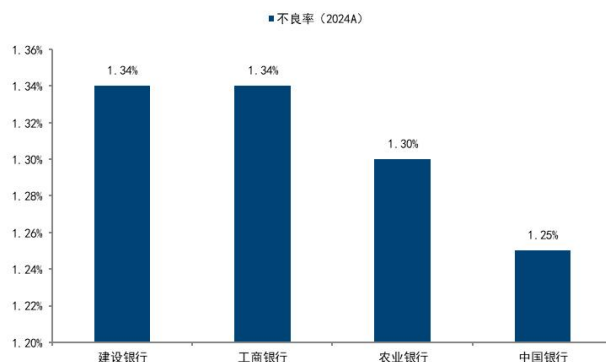
不良贷款率稳中有降，资产质量保持稳健。公司 2024 年末不良贷款率 1.34%，较前三季度下降 1bp，稳中有降，体现公司稳健的经营风格；关注率 1.89%，较上半年下降 18bps，前瞻性指标表现良好；拨备覆盖率 233.60%，较前三季度下降 3.34pct。整体来看，公司资产质量保持稳健。

图22: 建设银行不良贷款率稳中有降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 建行不良贷款率与同业比较 (2024A)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动。我们假设 2025-2027 年建设银行总资产同比增速分别为 6.0%/7.0%/8.0%;

(2) 净息差: 在前期 LPR 下降后重定价以及信贷需求疲弱的影响下, 目前银行整体净息差仍有下降压力。我们假设公司 2025-2027 年加回 FVPL 投资收益后的广义净息差为 1.53%/1.51%/1.50%, 小幅下行。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 可能存在较大误差, 我们在后文中对净息差做了敏感性分析;

(3) 资产质量: 公司经营风格稳健、资产质量较好, 我们假设公司 2025-2027 年信用成本为 0.53%/0.53%/0.53%, 基本上保持稳定;

(4) 其他: 假设未来分红率保持稳定, 不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2025-2027 年归属母公司净利润 3433/3534/3688 亿元, 利润年增速分别为 2.3%/2.9%/4.4%。每股收益分别为 1.36/1.40/1.46 元。

表2: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	750151	774812	809334	856701
其中: 利息净收入	589882	614889	646385	690371
手续费净收入	104928	99682	99682	99682
其他非息收入	55341	60242	63268	66649
营业支出	365879	381543	404574	434252
其中: 资产减值损失	120700	132714	144658	159124
利润总额	384377	393269	404760	422449
归属于母公司净利润	335577	343340	353372	368816
EPS (元)	1.32	1.36	1.40	1.46

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表3: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
悲观情形: 货币政策宽松, 广义净息差降幅更大				
广义净息差假设	1.55%	1.50%	1.47%	1.45%
归母净利润	335577	336061	343035	354923
归母净利润增速	0.9%	0.1%	2.1%	3.5%
EPS (元)	1.32	1.33	1.35	1.40
基准情形				
广义净息差假设	1.55%	1.53%	1.51%	1.50%
归母净利润	335577	343340	353372	368816
归母净利润增速	0.9%	2.3%	2.9%	4.4%
EPS (元)	1.32	1.36	1.40	1.46
乐观情形: 信贷需求恢复, 广义净息差企稳回升				
广义净息差假设	1.55%	1.56%	1.56%	1.57%
归母净利润	335577	350619	366294	388266
归母净利润增速	0.9%	4.5%	4.5%	6.0%
EPS (元)	1.32	1.38	1.45	1.53

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表4：一、二阶段假设（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
净资产	3172074	3343965	3582605	3828965	4087785	4353101	4586340	4824244	5066906	5314421	5566886	5824401	6087066	6354984
摊薄 ROE	10.5%	10.0%	9.6%	9.2%	9.0%	8.6%	8.4%	8.1%	7.9%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%
归母净利润	332653	335577	343340	353372	368816	376192	383716	391390	399218	407202	415346	423653	432126	440769
同比	2.7%	0.9%	2.3%	2.9%	4.4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
分红率	30%	30%	30%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
股利	100004	100883	103217	106233	110875	150477	153486	156556	159687	162881	166138	169461	172850	176308

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表5：折现率假设

无风险收益率	2.0%	第二阶段增长率	2%
风险溢价率	6.0%	第二阶段分红率	40%
β	0.80	永续增长率	2%
COE	7%	永续分红率	60%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 9.8–13.6 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

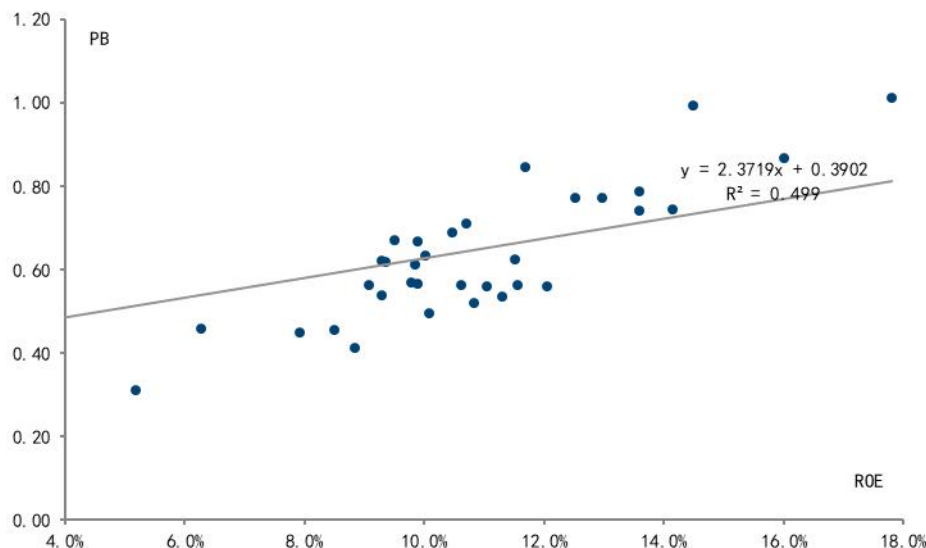
		折现率变化				
		6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
永续 增长 率变 化	1.0%	12.3	11.2	10.2	9.4	8.7
	1.5%	13.1	11.8	10.7	9.8	9.1
	2.0%	14.2	12.6	11.3	10.3	9.5
	2.5%	15.5	13.6	12.1	10.9	9.9
	3.0%	17.3	14.8	13.0	11.6	10.5

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将全部上市银行放在一起进行横向比较。按照 PB（MRQ）以及 2024 年 ROE（加权），计算得到公司静态 ROE 对应 0.64 倍 PB（MRQ）的理论估值，考虑到公司为全国领先的综合性优质大行，以及近年来战略发力可期，我们给予公司约 15%–25% 的估值溢价，据此计算公司合理价值为 9.3–10.1 元。

图24：上市银行估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：按 2025 年 4 月 8 日收盘价计算。

投资建议

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司 2025 年合理股价在 9.6~11.9 元，对应的 2025 年 PB 估值 0.76~0.95x，为相较于当前股价 8.97 元（2025 年 4 月 8 日收盘价）有大约 7%~33%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频

繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

财务预测与估值

每股指标（元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.31	1.32	1.36	1.40	1.46	营业收入	770	750	775	809	857
BVPS	11.79	12.65	13.60	14.58	15.61	其中：利息净收入	617	590	615	646	690
DPS	0.40	0.40	0.41	0.42	0.44	手续费净收入	116	105	100	100	100
						其他非息收入	37	55	60	63	67
资产负债表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业支出	381	366	382	405	434
总资产	38,325	40,571	43,005	46,016	49,697	其中：业务及管理费	210	214	217	227	240
其中：贷款	23,083	25,040	27,294	30,023	33,026	资产减值损失	137	121	133	145	159
非信贷资产	15,241	15,531	15,711	15,992	16,671	其他支出	34	31	32	33	35
总负债	35,153	37,227	39,423	42,187	45,609	营业利润	389	384	393	405	422
其中：存款	27,654	28,714	30,150	31,959	34,515	其中：拨备前利润	526	505	526	549	582
非存款负债	7,499	8,513	9,273	10,228	11,094	营业外净收入	0	0	0	0	0
所有者权益	3,172	3,344	3,583	3,829	4,088	利润总额	389	384	393	405	422
其中：总股本	250	250	250	250	250	减：所得税	57	48	49	51	53
普通股东净资产	2,948	3,162	3,400	3,646	3,904	净利润	332	336	344	354	370
						归母净利润	333	336	343	353	369
总资产同比	10.8%	5.9%	6.0%	7.0%	8.0%	其中：普通股东净利润	328	331	339	349	364
贷款同比	12.6%	8.5%	9.0%	10.0%	10.0%	分红总额	100	101	103	106	111
存款同比	10.5%	3.8%	5.0%	6.0%	8.0%						
贷存比	83%	87%	91%	94%	96%	营业收入同比	-1.8%	-2.5%	3.3%	4.5%	5.9%
非存款负债/负债	21%	23%	24%	24%	24%	其中：利息净收入同比	-4.3%	-5.0%	4.2%	5.1%	6.8%
权益乘数	12.1	12.1	12.0	12.0	12.2	手续费净收入同比	-0.3%	-9.3%	-5.0%	0.0%	0.0%
						归母净利润同比	2.7%	0.9%	2.3%	2.9%	4.4%
资产质量指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业绩增长归因	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.37%	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%	生息资产规模	12.2%	6.9%	4.5%	6.5%	7.5%
信用成本率	0.67%	0.52%	0.53%	0.53%	0.53%	净息差（广义）	-16.4%	-12.0%	-0.3%	-1.4%	-0.7%
拨备覆盖率	240%	234%	226%	220%	217%	手续费净收入	0.6%	-0.7%	-1.4%	-0.7%	-0.9%
						其他非息收入	1.9%	3.2%	0.4%	0.0%	-0.1%
资本与盈利指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业务及管理费	-6.4%	-1.7%	0.8%	-0.0%	0.0%
ROA	0.89%	0.84%	0.82%	0.80%	0.77%	资产减值损失	1.1%	2.4%	-1.7%	-1.4%	-1.4%
ROE	11.8%	11.0%	10.5%	10.1%	9.8%	其他因素	9.7%	2.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
核心一级资本充足率	13.15%	14.48%	14.69%	14.72%	14.59%	归母净利润同比	2.7%	0.9%	2.3%	2.9%	4.4%
一级资本充足率	14.04%	15.21%	15.42%	15.45%	15.32%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032