证券研究报告

2025 年 8 月 6 日

中信银行（601998. SH）

优于大市

零售战略推进，对公根基深厚

核心观点

中信银行是一家大型全国性股份行。中信银行是中信集团旗下的全国性股份行，公司治理结构稳定，资产规模、创收能力、网点布局等均处于上市股份行前列，是一家大型股份行，2024 年末总资产超过 9.5 万亿元。

中信银行零售转型成效显现，对公业务根基深厚。（1）中信银行不断提高零售业务的战略定位，零售转型持续推进。2021 年中信银行提出“新零售”战略定位，2022 年将零售业务提升至“第一战略”地位。近两年行业整体面临零售资产质量压力，但中信银行 2024 年年报中强调坚定践行“零售第一战略”，彰显其战略定位更加注重长远发展。近两年中信银行零售 AUM、零售客户数等快速增长，零售贷款占比、零售业务营收贡献也提升至高位，零售业务转型成效显现。（2）中信银行长期深耕对公业务领域，对公业务仍具优势，在战略转型过程中起到压舱石作用。近几年中信银行对公客户数量、对公存贷款规模稳定增长，对公业务资产质量稳中向好。负债方面，中信银行在对公交易结算业务优势显著，对公活期存款占比居股份行首位；资产方面，背靠中信集团，中信银行在对公综合融资方面也具备优势。

中信银行盈利能力赶超股份行整体水平，资产质量表现相对较好。从财务分析来看：（1）中信银行 ROE 和 ROA 自 2023 年开始赶超股份行整体水平。从杜邦分解来看，公司盈利能力相对改善是多方面因素共同作用的结果，其中负债成本和“手续费净收入/平均资产”贡献较为明显，前者主要得益于交易结算银行建设带来的活期存款优势以及“稳息差”经营主题下主动加强负债久期管理等，后者则得益于零售财富管理业务发展和传统对公收入使得手续费收入降幅相对较小，显现出零售转型的成效和对公业务的压舱石作用。（2）公司近两年的收入利润增长略快于股份行整体水平。（3）资产质量方面，中信银行对公贷款的不良率持续下降，但零售贷款不良率近两年持续上升，与行业整体趋势一致。不过横向来看，中信银行的零售贷款不良率在股份行中仍然处于较低水平，不良生成率也优于股份行整体水平。

盈利预测与估值：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 695/724/756 亿元，同比增速分别为 1.3%/4.2%/4.3%，摊薄每股收益分别为 1.16/1.22/1.27 元。综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为公司合理股价在 8.65-10.35 元，相较当前（2025 年 8 月 4 日收盘）8.25 元的股价有大约 5%-25%溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	205,896	213,646	211,788	217,867	227,888
(+/-%)	-2.6%	3.8%	-0.9%	2.9%	4.6%
归母净利润(百万元)	67,016	68,576	69,476	72,426	75,557
(+/-%)	7.9%	2.3%	1.3%	4.2%	4.3%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.15	1.16	1.22	1.27
总资产收益率	0.77%	0.75%	0.71%	0.70%	0.69%
净资产收益率	11.8%	10.6%	9.9%	9.6%	9.5%
市盈率(PE)	6.9	7.2	7.1	6.8	6.5
股息率	3.8%	4.2%	4.3%	4.5%	4.7%
市净率(PB)	0.76	0.67	0.62	0.59	0.55

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·深度报告

银行·股份制银行 II

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
证监会中央编号：BPC378

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
证监会中央编号：BPB885

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	8.65 - 10.35 元
收盘价	8.25 元
总市值/流通市值	459073/459073 百万元
52 周最高价/最低价	9.07/5.66 元
近 3 个月日均成交额	507.83 百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中信银行（601998. SH）2024 年报点评-资产质量稳定，息差表现亮眼》 ——2025-03-27

《中信银行（601998. SH）2024 年三季报点评-营收利润维持正增，净息差持续改善》 ——2024-10-31

《中信银行（601998. SH）-营收维持正增，规模增速放缓》 ——2024-08-30

《中信银行（601998. SH）2024 年一季报点评-营收利润实现双增，资产质量保持稳健》 ——2024-05-02

《中信银行（601998. SH）2023 年报点评-净息差下行，资产质量稳定》 ——2024-03-22

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司–经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

内容目录

公司概况：生于改革开放浪潮下的大型股份行 5
改革开放中最早成立的新兴商业银行之一 5
实际控制人为中信集团 5
治理结构稳定 6
规模实力位于同业前列 6

经营特色：零售转型成效显现，对公业务根基深厚 7
从“一体两翼”到“零售第一”，零售业务势能逐步释放 7
公司业务根基深厚，协同优势显著 9
金融市场业务稳健发展 11
数字化银行建设锻造科技底座 12

财务分析：盈利能力赶超同业，资产质量相对较好 13
盈利能力赶超同业整体水平 13
收入利润增长略快于股份行整体水平 14
资产质量表现相对较好 15

盈利预测 16
假设前提 16
未来三年业绩预测简表 16
盈利预测的敏感性分析 17

估值与投资建议 17
绝对估值 17
相对估值 18
投资建议 19

风险提示 19

附表：财务预测与估值 20

图表目录

图 1： 中信银行历史大事沿革 5
图 2： 2024 年中信银行资产规模排名第三 6
图 3： 2024 年中信银行营业总收入居股份行第二位 6
图 4： 2024 年中信银行归母净利润排名第三 7
图 5： 2024 年中信银行网点数量位于中游水平 7
图 6： 零售业务战略地位不断提升，从“一体两翼”到“零售第一” 7
图 7： 零售 AUM 规模持续增长 8
图 8： 零售贷款比重自 2018 年以来保持在 40%以上 8
图 9： 零售客户数量持续增长 8
图 10： 零售营收贡献提升，零售税前利润具有修复空间 8
图 11： 在“领先的财富管理银行”战略下，零售财富管理业务模式优化升级 9
图 12： 对公客户数量持续增长 9
图 13： 对公贷款质量向好 9
图 14： “领先的综合融资银行”战略下，对公业务“商行+投行+协同+撮合”生态圈构建 10
图 15： 中信集团业务板块金融与实业并举 10
图 16： “领先的交易结算银行”战略下，形成低成本结算存款支撑体系 11
图 17： 中信银行对公负债成本优势显著 11
图 18： 中信银行公司活期存款占比位居同业首位 11
图 19： 金融市场业务营业收入、税前利润规模及占比 12
图 20： 金融市场业务非利息收入规模及占比 12
图 21： 中信银行加大科技投入 12
图 22： “领先的数字化银行”战略下，科技赋能打造数字化银行多重优势 13
图 23： 2023 年开始中信银行 ROA 超越同业整体水平 13
图 24： 2023 年开始中信银行 ROE 超越同业整体水平 13
图 25： 杜邦分解：中信银行 - 股份行整体 14
图 26： 2024 年总资产同比增速超越同业整体水平 14
图 27： 营业收入同比增速高于同业整体水平 14
图 28： 归母净利润同比增速下滑但仍高于同业整体水平 15
图 29： 股利支付率低于同业整体水平，但有上升趋势 15
图 30： 中信银行零售贷款相较于对公贷款不良率更低 15
图 31： 中信银行零售贷款的不良率有所上升，但同业优势保持 15
图 32： 中信银行不良生成率优于股份行整体水平 16
图 33： 中信银行拨备覆盖率向股份行整体水平靠拢 16
图 34： 上市银行估值情况 18

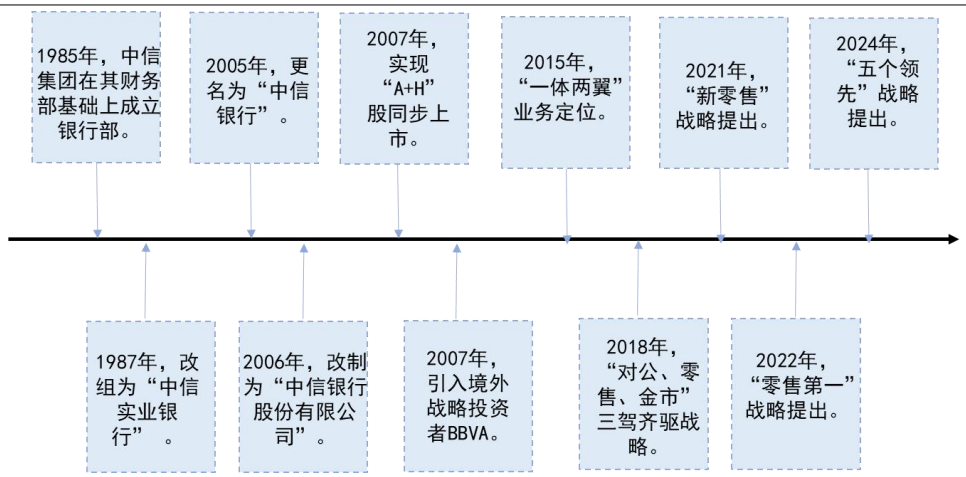
表 1： 中信银行国资背景深厚，第一大股东为中信金控.....5
表 2： 中信银行现任董事长与行长银行从业经验丰富.....6
表 3： 中信银行高级管理层持股情况.....6
表 4： 未来三年业绩预测简表（单位：百万元）.....17
表 5： 归母净利润增速对净息差的敏感性分析.....17
表 6： 一、二阶段假设（百万元）.....17
表 7： 折现率假设.....18
表 8： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....18

公司概况：生于改革开放浪潮下的大型股份行

改革开放中最早成立的新兴商业银行之一

中信银行股份有限公司（简称“中信银行”）总部设在北京，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一。中信银行成立于 1987 年 4 月，原名为中信实业银行，2005 年更名为中信银行，2006 年整体改制为中信银行股份有限公司，2007 年引入境外战略投资者。2007 年 4 月，中信银行实现 A 股和 H 股同步上市。截至 2024 年，中信银行已成为一家总资产规模超 9.5 万亿元、员工人数超 6.5 万名的全国性股份制商业银行。

图1：中信银行历史大事沿革



资料来源：中信银行可转债募集说明书，中信银行历年年报，中信银行历年业绩发布会，中信银行官网新闻，国信证券经济研究所整理

实际控制人为中信集团

中信银行第一大股东为中信金控，实际控制人为中信集团。

表1：中信银行国资背景深厚，第一大股东为中信金控

股东名称	期末持股数量	比例	股东性质	股份类别
中国中信金融控股有限公司	36,028,393,412	64.75%	国有法人	A 股、H 股
香港中央结算（代理人）有限公司	11,846,661,930	21.29%	境外法人	H 股
中国烟草总公司	2,584,406,960	4.64%	国有法人	A 股
中国证券金融股份有限公司	1,018,941,677	1.83%	国有法人	A 股
香港中央结算有限公司	523,206,906	0.94%	境外法人	A 股
中国人寿保险股份有限公司－传统－普通保险产品－005L－CT001 沪	404,889,080	0.73%	其他	A 股
中央汇金资产管理有限责任公司	267,137,050	0.48%	国有法人	A 股
中国建设银行股份有限公司	168,599,268	0.30%	国有法人	H 股
中国人寿保险股份有限公司－分红－个人分红－005L－FH002 沪	117,802,366	0.21%	其他	A 股
中国建设银行－易方达增强回报债券型证券投资基金	86,297,623	0.16%	其他	A 股

资料来源：中信银行 2025 年一季报，国信证券经济研究所整理

治理结构稳定

中信银行高管团队呈现内生性特征，治理结构稳定。公司高管更替以内部晋升为主，如现任董事长方合英 1996 年加入中信银行，现任行长芦苇 1997 年加入中信银行，体现了中信银行成熟的人才储备与治理韧性。

表 2：中信银行现任董事长与行长银行从业经验丰富

姓名	职务	任职时间	工作履历
方合英	董事长、党委书记、执行董事	2023 年 8 月	拥有 30 余年银行从业经验，曾任中信银行苏州分行行长、杭州分行行长、金融市场业务总监、副行长及财务总监，2019 年 3 月至 2023 年 4 月任中信银行行长，2020 年 12 月起兼任中国中信集团有限公司副总经理等集团高管职务。
芦苇	行长、党委副书记、执行董事	2025 年 4 月	拥有 25 年银行业从业经验，1997 年加入中信银行，历任总行资产负债部总经理、董事会秘书、副行长等职，期间兼任深圳分行党委书记、行长；2022 年 10 月至 2025 年 2 月历任中信信托有限责任公司党委书记、总经理、副董事长、董事长。

资料来源：Wind，中信银行官网，中信银行公告，国信证券经济研究所整理

表 3：中信银行高级管理层持股情况

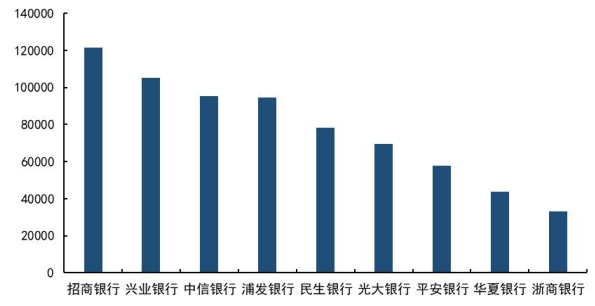
姓名	职务	任职日期	年龄	最新薪酬（万元）	股权来源	最新持股数（万股）
芦苇	行长	2025/4/21	54	--	--	--
胡罡	副行长,风险总监	2017/5/15	59	226.17	二级市场增持	162.7
谢志斌	副行长	2019/6/18	56	226.59	二级市场增持	74.9
贺劲松	副行长	2024/10/18	57	201.45	二级市场增持	76
谷凌云	副行长	2025/3/18	48	--	--	--
金喜年	副行长	2025/5/8	55	--	--	--
张青	董事会秘书,公司秘书	2019/7/1	57	190.47	二级市场增持	55
陆金根	业务总监	2018/8/20	56	190.22	二级市场增持	55.3

资料来源：Wind，中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

规模实力位于同业前列

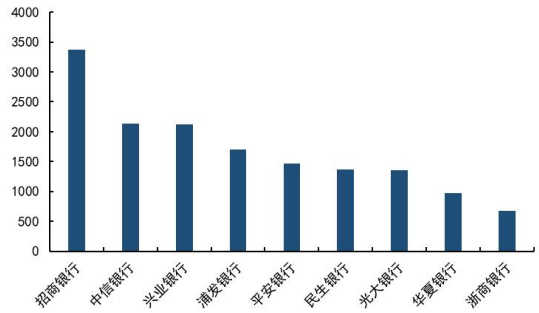
中信银行资产规模、创收能力、网点布局等均处于上市股份制银行前列。中信银行 2024 年末资产规模达 9.53 万亿元，营业总收入 2136 亿元，归母净利润 686 亿元，网点数量 1470 家，均居股份行中上位置，是一家大型股份行。

图 2：2024 年中信银行资产规模排名第三



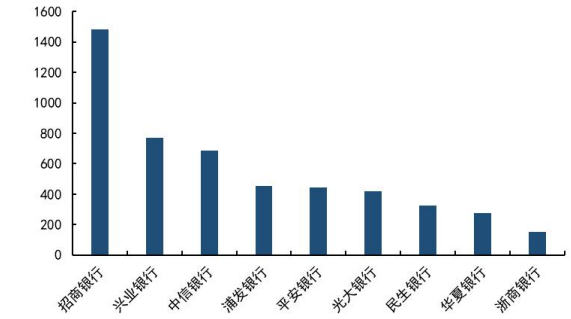
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位，亿元）

图 3：2024 年中信银行营业总收入居股份行第二位



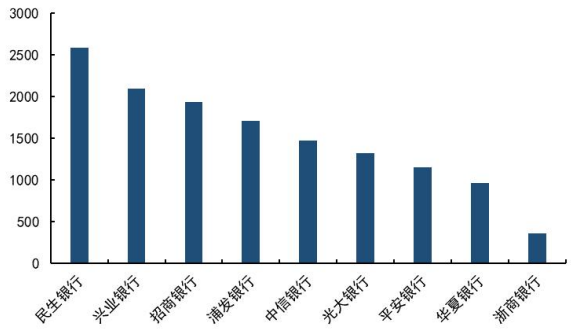
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位，亿元）

图4：2024 年中信银行归母净利润排名第三



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位，亿元）

图5：2024 年中信银行网点数量位于中游水平



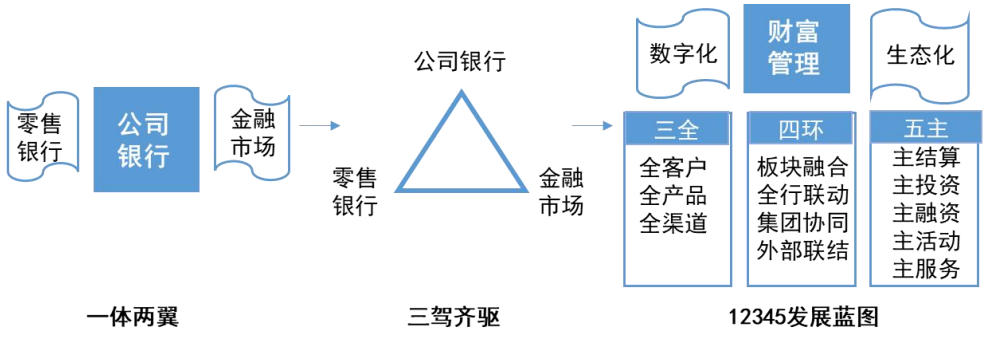
资料来源：各行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理（单位，个）

经营特色：零售转型成效显现，对公业务根基深厚

从“一体两翼”到“零售第一”，零售业务势能逐步释放

零售业务战略地位不断提升，从“一体两翼”到“零售第一”。2015 年，中信银行确立“一体两翼”战略布局，以公司银行业务为主体，零售银行和金融市场业务为两翼协同发展。2018 年起，战略定位由“一体两翼”逐步向公司银行、零售银行、金融市场“三驾齐驱”转变。2021 年，公司提出“新零售”战略定位。2022 年，正式将零售业务提升至“第一战略”地位，确定“12345”发展蓝图。2024 年，已基本实现“公、零齐驱”，并提出“五个领先”战略，其中“领先的财富管理银行”战略为零售业务发展注入新动力。2024 年年报再次强调坚定践行“零售第一战略”，彰显其战略定力。

图6：零售业务战略地位不断提升，从“一体两翼”到“零售第一”



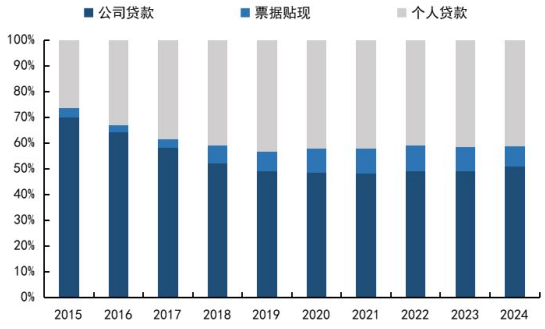
资料来源：中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

经过近年持续转型沉淀，零售业务发展成效显现。（1）零售 AUM 规模持续增长，年均复合增速 17.74%，2024 年末达 4.69 万亿元。（2）零售贷款比重自 2018 年以来保持在 40%以上，贷款结构进一步优化。（3）零售客户数量持续增长，年均复合增速 10.72%，2024 年增至 1.45 亿户。（4）零售营收贡献提升，零售营业收入贡献度自 2020 年以来保持在 40%以上。（5）零售税前利润仍有改善空间。零售税前利润自 2021 年持续下滑，主要原因是信贷风险成本上升。我们预计随着经济形势改善，后续零售税前利润中枢有望回归正常水平。

图7：零售 AUM 规模持续增长

资料来源：Wind，中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

图8：零售贷款比重自 2018 年以来保持在 40%以上



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：零售客户数量持续增长

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：零售营收贡献提升，零售税前利润具有修复空间

资料来源：中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

在“领先的财富管理银行”战略下，零售业务模式优化升级。（1）经营体制升级：上线“一横”平台（零售板块统一经营策略管理平台），推进“五主”（主结算、主投资、主融资、主活动、主服务）客户关系深化；（2）机制体制优化：推进私行中心集约化经营和总行“远程中心经营+App 运营+数字化营销团队”模式，提升客户经营效能；（3）核心业务巩固：通过“投资顾问式”服务模式、私行客户大类资产差异化配置和全球资产配置能力、消费金融及零售资产经营，巩固“资产管理、私人银行、消费金融”三大核心业务；（4）特色优势提升：做优养老、出国两大客群，探索年轻客群经营；（5）发挥协同优势：依托公私融合、借贷联动助力零售 AUM 增量突破。

图11：在“领先的财富管理银行”战略下，零售财富管理业务模式优化升级

资料来源：中信银行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

公司业务根基深厚，协同优势显著

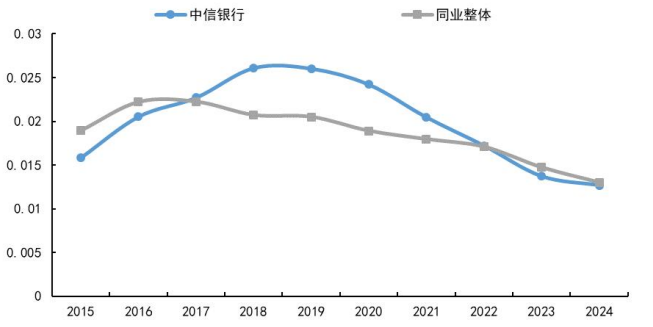
长期深耕对公业务领域，处于行业领先地位。中信银行较早明确对公业务强势的发展定位，2007 年就将“构建中小股份制银行对公业务主流银行”战略写入年报，根基深厚。中信银行对公贷款规模自 2007 年以来同业排名维持前三，对公存款规模自 2007 年来同业排名维持前二。

在零售业务贡献提升背景下，中信银行的公司业务仍然发挥压舱石作用，量质平衡发展，其中对公存款优势领先同业。（1）公司业务规模持续增长。一是 2019 年至今对公客户数同比增速保持在 9%以上，二是对公存贷款余额近十年持续稳健增长。（2）对公资产质量稳中向好。对公贷款不良率自 2019 年以来持续下降，近两年低于同业整体。2024 年对公（不含贴现）不良贷款余额和不良贷款率较上年末分别下降 1.24 亿元和 0.1 个百分点，实现“双降”。

图12：对公客户数量持续增长

资料来源：Wind，中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

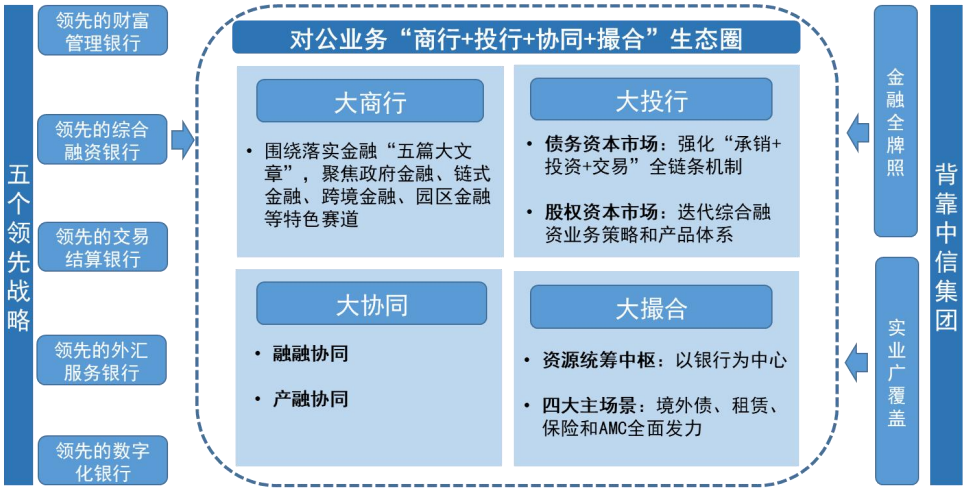
图13：对公贷款质量向好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在“五个领先”之一的“领先的综合融资银行”战略指引下，对公业务由传统信贷投放转向“商行+投行+协同+撮合”发展。（1）“大商行”生态圈：落实金融“五篇大文章”，聚焦政府金融、链式金融、跨境金融、园区金融等特色赛道，服务实体经济；（2）“大投行”生态圈：聚焦债务、股权资本市场，强化“承销+投资+交易”全链条机制建设，迭代综合融资业务策略和产品体系；（3）“大协同”生态圈：深耕围绕科技金融、绿色金融、资本市场等领域，拓展融融、产融协同场景；（4）“大撮合”生态圈：打造以银行为中心的资源统筹中枢，在境外债、租赁、保险和 AMC 四大主场景全面发力，推进综合融资服务纵深发展。2025 年 6 月份，中信银行获准筹建金融资产投资公司，未来可以通过金融资产投资子公司开展股权投资业务，进一步增强了综合融资服务能力。

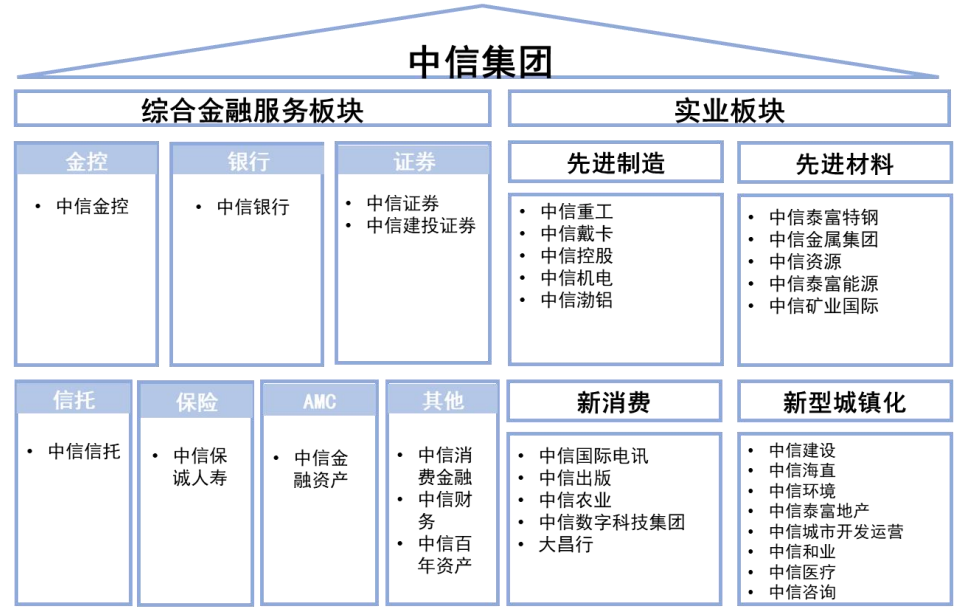
图 14：“领先的综合融资银行”战略下，对公业务“商行+投行+协同+撮合”生态圈构建



资料来源：中信银行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

背靠中信集团提升中信银行对公业务综合融资能力。中信集团是综合性企业集团，业务范围涵盖综合金融服务、先进智造、先进材料、新消费和新型城镇化五个板块。依托中信集团“金融全牌照、实业广覆盖”资源禀赋，中信银行发挥综合金融服务板块“融融”协同和四个实业板块“产融”协同优势。

图 15：中信集团业务板块金融与实业并举

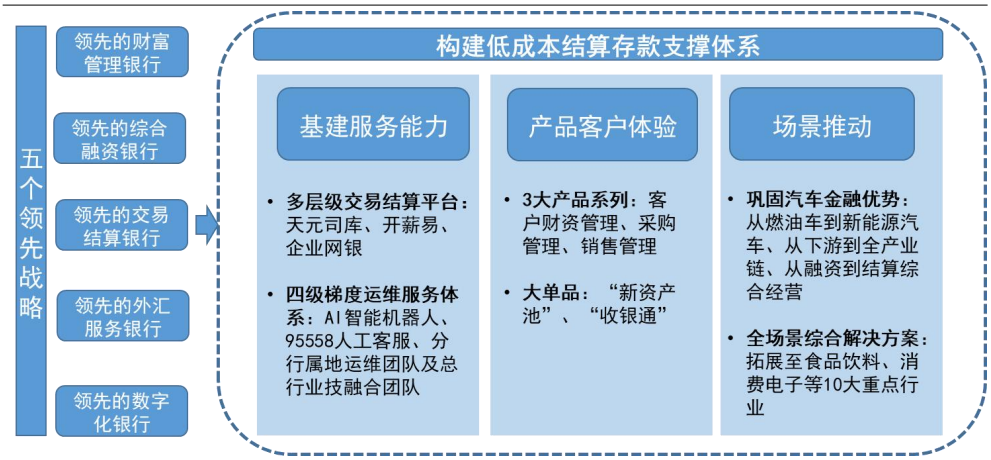


资料来源：中信集团官网，国信证券经济研究所整理

中信银行通过打造“领先的交易结算银行”，形成低成本结算存款支撑体系，打造对公负债优势。（1）基建：构建多层级交易结算平台（天元司库、开薪易、企业网银），覆盖大中小及普适客群；建立四级梯度服务（AI 机器人、人工客服、属地及总行团队），集约化运维解答客户问题。（2）产品：整合交易结算产品，形成财资管理、

采购管理、销售管理三大系列；升级上线“新资产池”、“收银通”等大单品。（3）场景：巩固汽车金融优势，向新能源、全产业链及综合经营延伸；拓展食品饮料、消费电子等 10 大行业，布局全场景解决方案，提升交易结算竞争力。

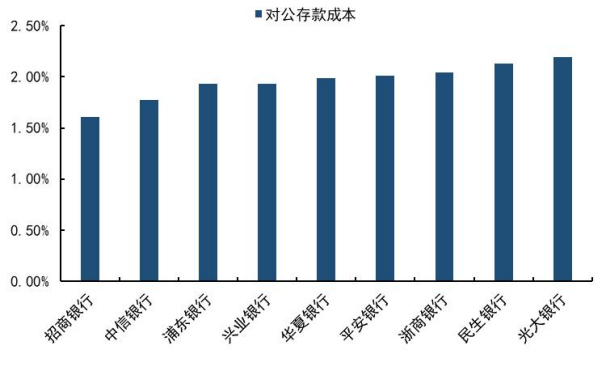
图 16：“领先的交易结算银行”战略下，形成低成本结算存款支撑体系



资料来源：中信银行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

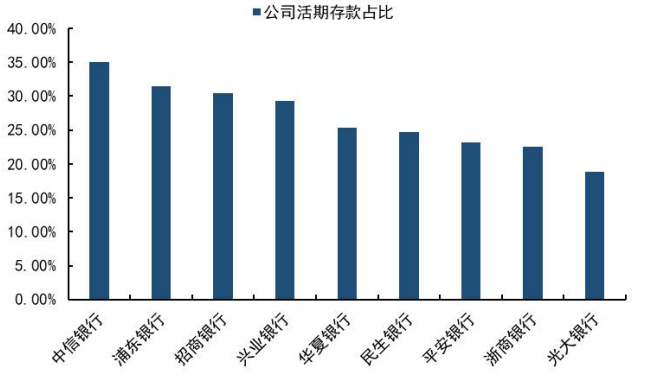
“领先的交易结算银行”带来对公负债成本优势。2024 年中信银行对公存款成本为 1.77%，居同业领先水平。分存款类型来看，2024 年公司活期存款占比 34.37%，位居同业首位。活期存款主要来源于企业日常经营结算资金，占比高说明在对公客户交易结算场景中渗透深入，具有优异的对公客户基础。

图 17：中信银行对公负债成本优势显著



资料来源：各银行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

图 18：中信银行公司活期存款占比位居同业首位

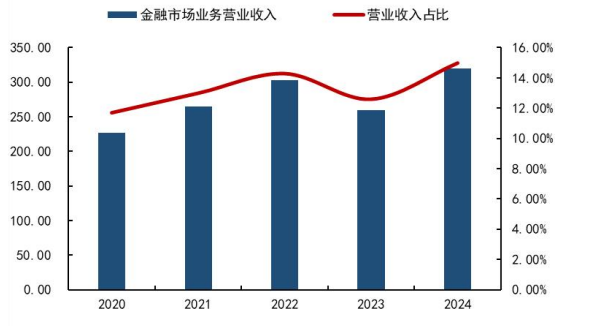


资料来源：各银行 2024 年年报，国信证券经济研究所整理

金融市场业务稳健发展

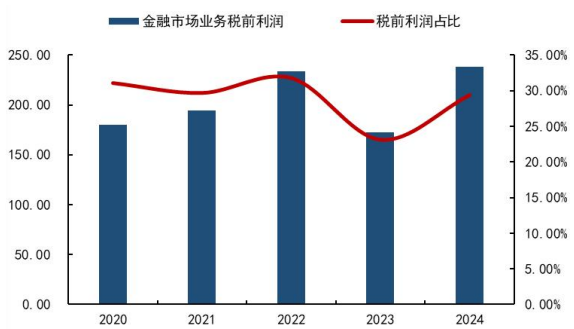
金融市场业务价值贡献程度总体稳定。近五年金融市场业务营业收入占比维持在 10%-15%，近五年金融市场业务税前利润占比除 2023 年短暂下滑外，均维持在 30%左右。

图19：金融市场业务营业收入、税前利润规模及占比



资料来源：中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理，（单位：亿元）

图20：金融市场业务非利息收入规模及占比

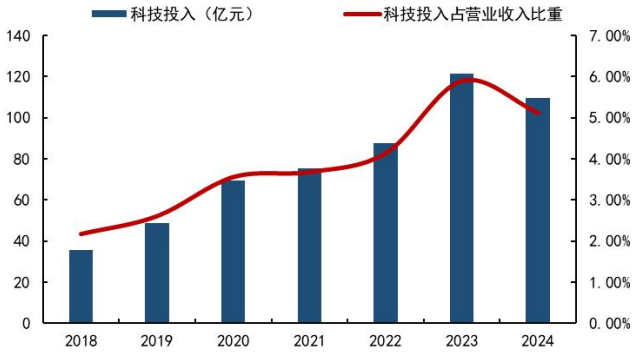


资料来源：中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理，（单位：亿元）

数字化银行建设锻造科技底座

在“五个领先”之一的“领先的数字化银行”战略指引下，中信银行加大科技投入。科技投入总体呈现上升趋势，由 2018 年的 35.8 亿元提升至 2024 年的 109.45 亿元，年均复合增速 20.47%，科技投入占营业收入比重由 2.17%提升至 5.12%。

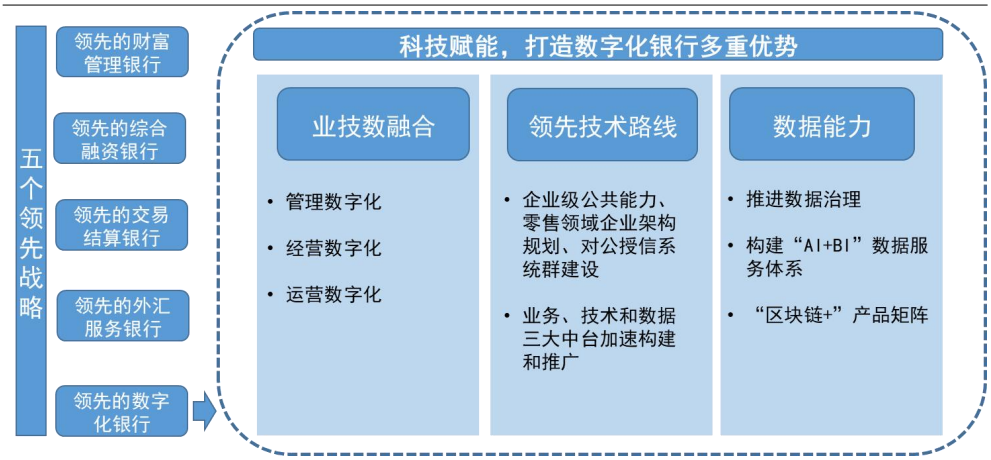
图21：中信银行加大科技投入



资料来源：中信银行历年年报，国信证券经济研究所整理

科技赋能打造多重优势。（1）业技数融合：深化敏捷转型，需求分析时长缩短 15%，交付效率提升。管理数字化方面，数字驱动决策，智能治理助力 70%亏损客户扭亏；经营数字化方面，智慧网银 5.0、天元司库 2.0 等产品构建对公全生态服务，零售“一横”平台月均触客超 3 亿，金融市场自动化交易占比 70%；运营数字化方面，流程改造效率提升 100%，智能营销更加个性化；（2）领先技术路线：业务、技术、数据中台协同，容器化率 90%，“湖仓一体”大数据底座支撑高效用数；（3）数据能力：中信大脑落地 1600+场景，仓颉大模型赋能财富、风控等领域，“区块链+”覆盖普惠金融等核心业务。

图 22：“领先的数字化银行”战略下，科技赋能打造数字化银行多重优势



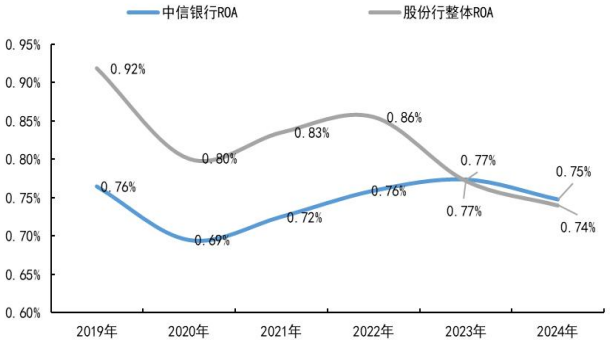
资料来源：中信银行 2024 年报，国信证券经济研究所整理

财务分析：盈利能力赶超同业，资产质量相对较好

盈利能力赶超同业整体水平

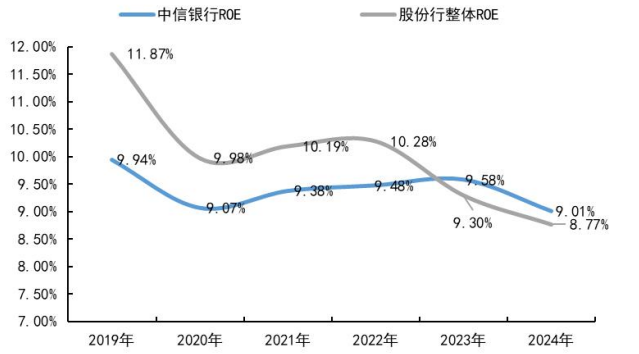
中信银行 ROE、ROA 自 2023 年开始赶超股份行整体水平。从杜邦分析拆解来看，公司盈利能力的相对改善影响因素较为复杂，是多方面因素共同作用的结果，其中“利息支出/平均资产”（接近负债成本）和“手续费净收入/平均资产”的持续改善贡献较为明显，前者主要得益于交易结算银行建设带来的活期存款优势以及“稳息差”经营主题下主动加强负债久期管理等，后者则得益于财富管理业务发展和传统对公收入使得手续费收入降幅相对较小。

图 23：2023 年开始中信银行 ROA 超越同业整体水平



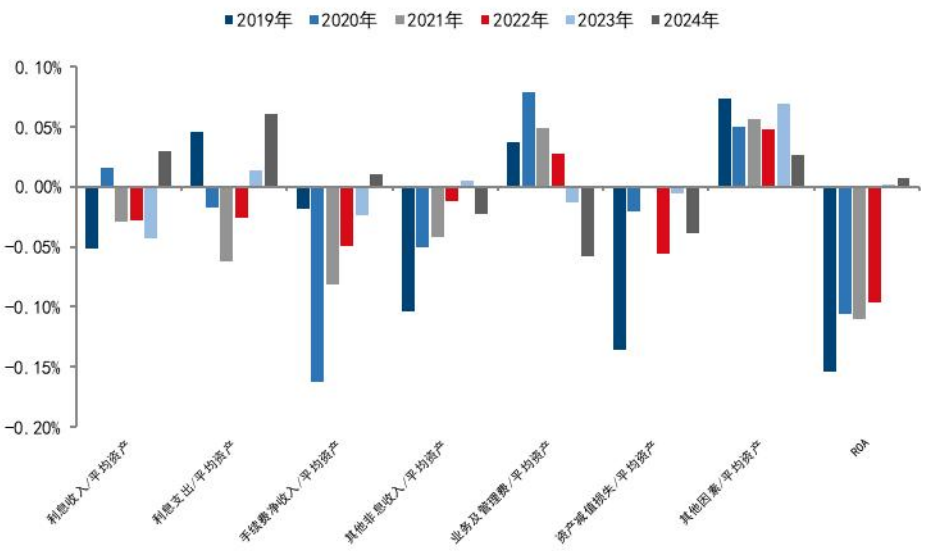
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：2023 年开始中信银行 ROE 超越同业整体水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 25：杜邦分解：中信银行 - 股份行整体

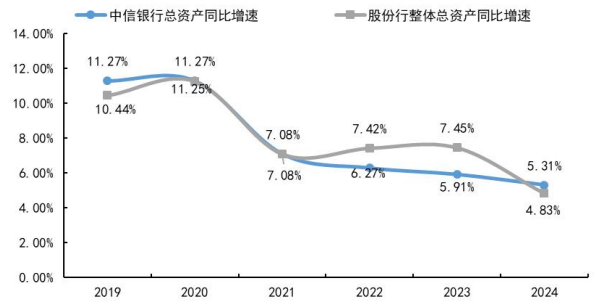


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：测算过程中，成本支出项用负值表示，因此柱子在横轴上方表示公司此项指标表现优于同业整体水平。

收入利润增长略快于股份行整体水平

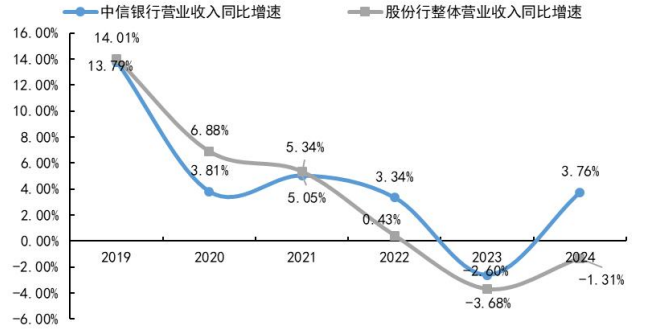
中信银行近两年的收入利润增长略快于股份行整体水平。得益于“稳息差”的经营主题，在资产增速与股份行整体水平接近甚至略低的情况下，中信银行的收入增速反而略高于股份行整体水平。再加上拨备贡献，其净利润增速高于股份行整体水平，这一点在 2023 年体现地更加明显。

图 26：2024 年总资产同比增速超越同业整体水平



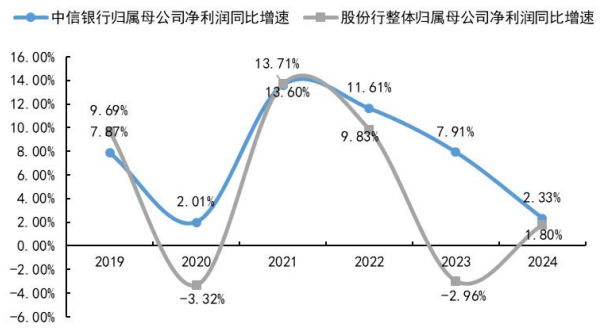
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 27：营业收入同比增速高于同业整体水平



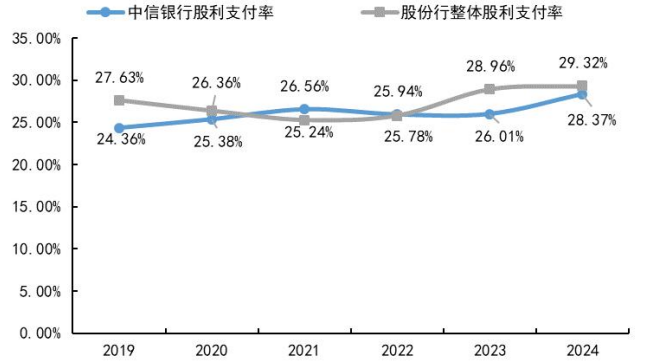
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：归母净利润同比增速下滑但仍高于同业整体水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29：股利支付率低于同业整体水平，但有上升趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

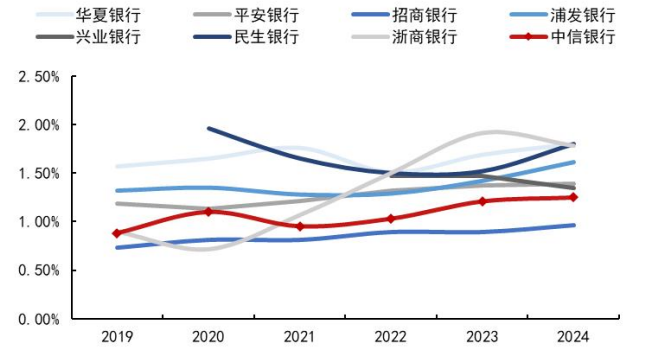
资产质量表现相对较好

从不良率走势来看，中信银行对公贷款的不良率持续下降，但零售贷款不良率近两年持续上升，这也与行业整体趋势一致。不过横向来看，中信银行的零售贷款不良率在股份行中仍然处于较低水平。

图 30：中信银行零售贷款相较于对公贷款不良率更低

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

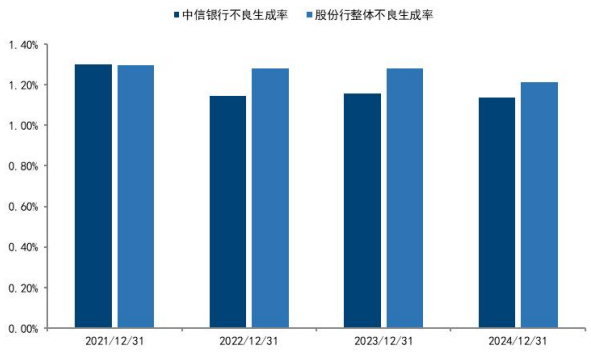
图 31：中信银行零售贷款的不良率有所上升，但同业优势保持



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

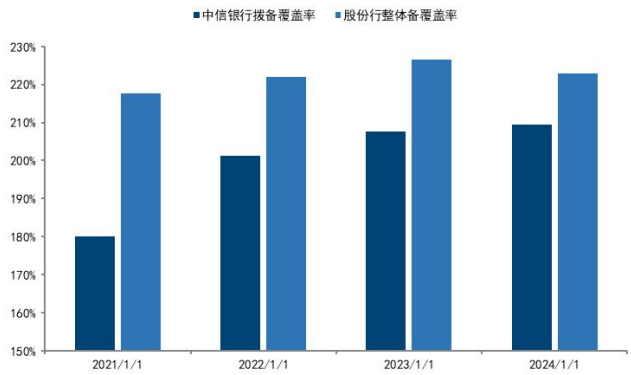
从不良生成率来看，中信银行也优于股份行整体水平。从拨备情况来看，中信银行拨备覆盖率也逐渐向股份行整体水平靠拢。

图32：中信银行不良生成率优于股份行整体水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：中信银行拨备覆盖率向股份行整体水平靠拢



资料来源：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，而公司未来资产增速大致持平于行业，假设 2025-2027 年总资产同比增长 7.0%/6.0%/5.0%；

（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，今年银行整体净息差仍有下降压力，但受益于存量挂牌利率下调以及政策呵护净息差，预计后续净息差逐步企稳。我们假设公司 2025-2027 年基于期初期末平均余额测算的净息差为 1.55%/1.50%/1.50%。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）信用成本：考虑到宏观经济整体稳定以及公司加大零售信贷风险管控，我们预计公司后续资产质量基本稳定，我们假设公司 2025-2027 年信用成本基本稳定，分别为 1.05%/1.00%/1.00%；

未来三年业绩预测简表

按上述假设，我们得到公司 2025-2027 年归母净利润 695/724/756 亿元，归母净利润年增速分别为 1.3%/4.2%/4.3%。摊薄每股收益分别为 1.16/1.22/1.27 元。

表4：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	205,896	213,646	211,788	217,867	227,888
其中：利息净收入	143539	146679	148407.3994	152931.0846	161320.0227
手续费净收入	32383	31102	31102	32657.1	34289.955
其他非息收入	29974	35865	32278.5	32278.5	32278.5
营业支出	131001	132717	129863.8865	132463.2865	138794.0742
其中：资产减值损失	61926	61045	58815.225	59375.37	62344.1385
利润总额	74887	80863	81924.01297	85403.39802	89094.40344
归属于母公司净利润	67,016	68,576	69,476	72,426	75,557
yoy	*7.9%*	*2.3%*	*1.3%*	*4.2%*	*4.3%*
EPS（元）	1.20	1.15	1.16	1.22	1.27

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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5：归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2024	2025E	2026E	2027E
净息差（+5bps）	2.3%	5.2%	4.3%	4.4%
基准情形	2.3%	1.3%	4.2%	4.3%
净息差（-5bps）	2.3%	-2.6%	4.2%	4.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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6：一、二阶段假设（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
净资产	807365	860501	909372	960576	1016208	1064618	1113997	1164363	1215736	1268137	1321585	1376103	1431711	1488431
摊薄 ROE	8.5%	8.1%	8.0%	7.9%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	6.9%	6.7%	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%
归母净利润	68576	69476	72426	75557	77068	78609	80181	81785	83421	85089	86791	88527	90297	92103
同比	2.3%	1.3%	4.2%	4.3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
分红率	28%	28%	28%	28%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
股利	19455	19710	20547	21435	30199	30803	31419	32047	32688	33342	34009	34689	35383	36091

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表7：折现率假设

无风险收益率	1.7%	第二阶段增长率	2%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	39%
β	0.80	永续增长率	2%
COE	7.3%	永续分红率	50%

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 9.1-11.2 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8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

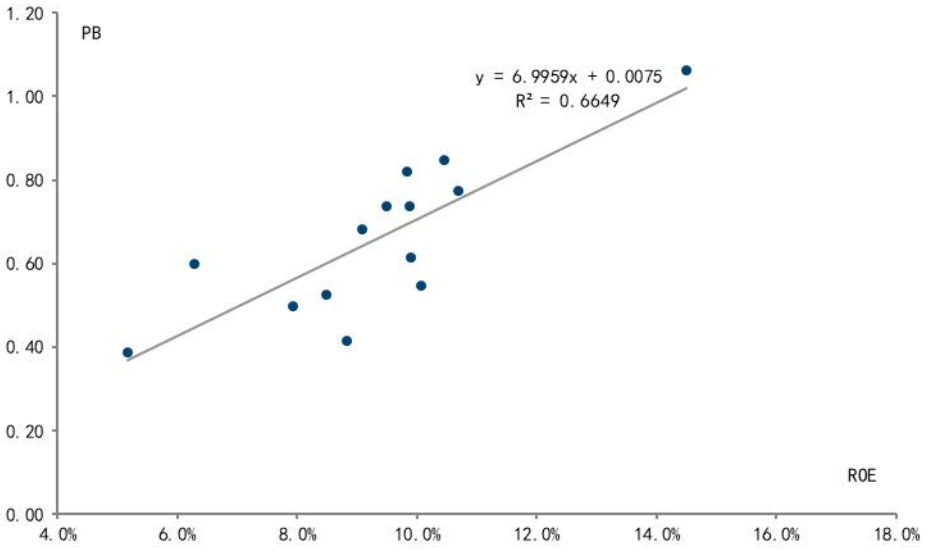
		折现率变化				
		6.5%	7.0%	7.3%	7.5%	8.0%
永续增长率变化	1.0%	10.4	9.5	9.0	8.7	8.1
	1.5%	10.9	10.0	9.4	9.1	8.4
	2.0%	11.7	10.5	9.9	9.6	8.8
	2.5%	12.6	11.2	10.5	10.1	9.2
	3.0%	13.7	12.1	11.2	10.7	9.7

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将中信银行与其他全国性上市银行放在一起横向比较。按照 PB(MRQ)以及 2024 年 ROE，中信银行静态 ROE 对应 0.65-0.75 倍 PB(MRQ)的理论估值，据此计算其合理价值为 8.2-9.5 元。

图34：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 8 月 4 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算，绝对估值在 9.1-11.2 元，相对估值在 8.2-9.5 元，取平均值，我们认为公司合理股价在 8.65-10.35 元，相较当前（2025 年 8 月 4 日收盘）8.25 元的股价有大约 5%-25%溢价空间，维持“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。

附表：财务预测与估值

每股指标（元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.37	1.17	1.16	1.22	1.27
BVPS	12.30	12.58	13.24	14.10	15.00
DPS	0.36	0.36	0.35	0.37	0.39

资产负债表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	9,052	9,533	10,200	10,812	11,353
其中：贷款	5,384	5,601	5,938	6,234	6,546
非信贷资产	3,669	3,931	4,262	4,578	4,806
总负债	8,318	8,725	9,340	9,903	10,392
其中：存款	5,468	5,864	6,275	6,651	6,984
非存款负债	2,850	2,861	3,065	3,251	3,408
所有者权益	735	807	861	909	961
其中：总股本	49	54	56	56	56
普通股东净资产	602	684	737	784	835
总资产同比	5.9%	5.3%	7.0%	6.0%	5.0%
贷款同比	6.8%	4.0%	6.0%	5.0%	5.0%
存款同比	6.0%	7.3%	7.0%	6.0%	5.0%
贷存比	98%	96%	95%	94%	94%
非存款负债/负债	34%	33%	33%	33%	33%
权益乘数	12.3	11.8	11.9	11.9	11.8

资产质量指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.18%	1.16%	1.16%	1.16%	1.16%
信用成本率	1.23%	1.13%	1.05%	1.00%	1.00%
拨备覆盖率	208%	209%	202%	199%	201%

资本与盈利指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
ROA	0.77%	0.75%	0.71%	0.70%	0.69%
ROE	11.8%	10.6%	9.9%	9.6%	9.5%
核心一级资本充足率	8.99%	9.72%	9.78%	9.82%	9.96%
一级资本充足率	10.75%	11.26%	11.32%	11.36%	11.50%

利润表（十亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	206	214	212	218	228
其中：利息净收入	144	147	148	153	161
手续费净收入	32	31	31	33	34
其他非息收入	30	36	32	32	32
营业支出	131	133	130	132	139
其中：业务及管理费	67	69	69	71	74
资产减值损失	62	61	59	59	62
其他支出	2	2	2	2	2
营业利润	75	81	82	85	89
其中：拨备前利润	137	142	141	145	151
营业外净收入	(0)	(0)	0	0	0
利润总额	75	81	82	85	89
减：所得税	7	11	12	12	13
净利润	68	69	70	73	77
归母净利润	67	69	69	72	76
其中：普通股东净利润	67	64	65	68	71
分红总额	17	19	20	21	21
营业收入同比	-2.6%	3.8%	-0.9%	2.9%	4.6%
其中：利息净收入同比	-4.7%	2.2%	1.2%	3.0%	5.5%
手续费净收入同比	-12.7%	-4.0%	0.0%	5.0%	5.0%
归母净利润同比	7.9%	2.3%	1.3%	4.2%	4.3%

业绩增长归因	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产规模	5.0%	4.4%	7.1%	6.7%	5.5%
净息差（）	-9.8%	-2.2%	-5.9%	-3.6%	0.0%
手续费净收入	-1.6%	-1.1%	-0.2%	0.3%	-0.1%
其他非息收入	3.7%	2.7%	-1.8%	-0.5%	-0.8%
业务及管理费	-2.5%	-0.2%	-0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	7.6%	4.0%	2.0%	1.3%	-0.3%
其他因素	5.4%	-5.2%	0.1%	0.0%	-0.0%
归母净利润同比	7.9%	2.3%	1.3%	4.2%	4.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance>5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance<-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。

增持 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。

中性 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。

减持 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。

卖出 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。

中性 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。

跑输大市 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和/或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和/或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。