

公司研究

盈利增速回正，转债转股可期

——兴业银行（601166.SH）2025年半年报点评

增持（维持）

当前价：22.77元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

010-57378030

zhaochenyang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	211.63
总市值(亿元):	4,818.78
一年最低/最高(元):	14.98/25.45
近3月换手率:	32.78%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.24	-10.47	2.65
绝对	0.26	5.22	38.47

资料来源：Wind

相关研报

“五大新赛道”布局深化，营收盈利正增长——兴业银行（601166.SH）2024年年报点评

营收增速韧性较强，风险抵补能力稳健——兴业银行（601166.SH）2024年三季报点评

成本管控成效显著，三张名片优势鲜明——兴业银行（601166.SH）2024年中报点评

营收盈利大幅改善，成本管控成效显著——兴业银行（601166.SH）2024年一季报点评

营收稳增长，息差存韧性——兴业银行（601166.SH）2023年年报点评

营收增速平稳，息差韧性较强——兴业银行（601166.SH）2023年三季报点评

要点

事件：

8月28日，兴业银行发布2025年半年报，上半年实现营业收入1105亿，同比增长-2.3%，实现归母净利润431亿，同比增长0.2%。加权平均净资产收益率（ROAE）为10.1%，同比下降0.9pct。

点评：

营收增速环比改善，盈利增速由负转正。上半年公司营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为-2.3%、-3.1%、0.2%，增速较1Q25分别提升1.3、1.3、2.4pct，2Q营收、利润环比1Q均有改善。上半年净利息收入、非息收入同比增速分别为-1.5%、-3.8%，较1Q分别变动-2.8、+8.6pct。上半年信用减值损失/营业收入、成本收入比分别为27.3%、25.8%，同比变动-3.1、+0.5pct。**拆分盈利同比增速结构**，规模扩张、拨备反哺为驱动净利润增长的主要因素，分别拉动业绩增速5.2、9.7pct。**从边际变化看**，非息负增幅度收窄对业绩增长拖累放缓，拨备计提减少对业绩正向贡献增加；息差收窄对盈利增速拖累加大。

规模稳步扩张，“五大新赛道”布局深化。2Q25末，兴业银行生息资产、贷款同比增速分别为2%、4.1%，增速较1Q末分别下降1.8、0.7pct，规模扩张节奏总体平稳。公司上半年贷款、金融投资、同业资产新增规模分别为1668、32、-601亿，同比少增413亿、多增1054亿、少增1944亿，2Q末贷款占生息资产比重较上季末提升1.3pct至62%。

贷款方面，上半年对公、零售、票据新增规模分别为2271、-279、-323亿，同比少增396亿、少减52亿、多减69亿，对公贷款仍发挥“压舱石”作用，利率下行背景下公司适度压降低息票据，提高资产端配置效率。**投向层面**，对公端投向主要集中在制造业、租赁商服领域，绿色、科技、制造业中长期等重点领域贷款分别较年初增长15.6%、14.7%、11.8%，高于整体贷款增速，“五大新赛道”业务布局深化。**零售端**，上半年按揭、经营贷分别新增36、55亿，同比多增143亿、少增129亿；信用卡减少300亿，同比少减31亿。按揭读数在较低基数上有所修复，经营贷增长承压反映出经济景气度偏低情况下，个体工商户、农户等小微客群经营压力加大，融资需求走弱。

存款增速稳中略降，定期化趋势仍有延续。2Q25末，兴业银行付息负债、存款同比增速分别为2.5%、9%，分别较1Q末下降0.5、1.3pct。上半年存款新增3375亿，同比多增886亿，季末存款占付息负债比重63%，较上季末提升2.8pct。**期限类型看**，上半年活期、定期存款分别新增-257、3018亿，同比少增1753亿、多增2992亿，定期存款占比较年初上升2pct至56%，定期化趋势延续。

上半年息差1.75%，较1Q收窄5bp。上半年公司息差1.75%，较1Q、2024年分别收窄5bp、7bp。**资产端**，上半年生息资产、贷款收益率分别为3.37%、3.73%，较2024年下行35bp、47bp。需求不足背景下，新发放贷款定价持续下行，叠加LPR下调、存量贷款滚动到期重定价等因素共振，资产端收益率走低，对息差形成较大挤压。**负债端**，上半年付息负债、存款成本率分别为1.86%、1.76%，较2024年分别下降31bp、22bp，公司兼顾存款“稳规模、调结构、降成本”，增加结算性存款沉淀。伴随存款滚动到期重定价，前期多轮存款利率调降成效将逐步显现。

非息负增幅度收窄，占营收比重提升。公司上半年非息收入 367 亿，同比负增 3.8%，负增幅度较 1Q 收窄 8.6pct。其中，① 净手续费及佣金收入 131 亿 (YoY+2.6%)，较低基数上维持同比正增。2Q 末，公司零售 AUM 达 5.5 万亿，较年初增长 8%，企金财富 AUM 日均 4607 亿，较年初增长 6.3%，大投行 FPA 规模 4.7 万亿，较年初增长 1512 亿，财富管理、投资银行名片持续擦亮。② 净其他非息收入 236 亿 (YoY-7%)，负增幅度较 1Q 收窄 14.5pct，主要受去年债市走牛的高基数影响。其中，投资收益、公允价值变动收益分别为 183、38 亿，同比增速-16.9%、13.6%，2Q 债市利率下行带动债券投资价值重估提升，对非息收入形成正向支撑。

不良率维持低位，风险抵补能力较强。2Q 末，兴业银行不良率、关注率分别为 1.08%、1.66%，环比 1Q 末分别下降 0bp、5bp；季末逾期率 1.53%，较年初下降 6bp，逾期/不良贷款比重为 142%，较年初下降 6pct，风险前瞻性指标表现向好。上半年不良新增、核销规模分别为 363、343 亿，同比多增 42、47 亿，不良生成、风险处置强度均有所增加。

分行业看，2Q 末零售、对公不良率分别为 1.22%、1.08%，较年初分别下降 13bp、上升 7bp；其中对公端房地产、制造业不良率分别为 1.9%、1.12%，较年初分别上升 36bp、40bp，是对公端资产质量主要拖累项；零售端，按揭、信用卡不良率分别为 0.54%、3.28%，较年初分别下降 6bp、36bp，经营贷不良较年初上行 6bp 至 0.86%，小微尾部客群风险暴露略有增加。

拨备方面，上半年信用减值损失新增 301 亿，同比少增 42 亿，季末拨贷比、拨备覆盖率分别为 2.46%、228.5%，较 1Q 末分别下降 6bp、4.9pct；资产质量运行稳健情况下，拨备计提强度有所放缓，风险抵补能力仍强。

资本安全边际增厚，转债转股可期。2Q 末，公司核心一级/一级/总资本充足率分别为 9.54%、11.3%、14.2%，较 1Q 末分别变动-6bp、28bp、21bp，RWA 同比增速为 7.4%，较 1Q 末提升 1.6pct，同年初基本持平，公司“轻资产、轻资本、高效率”战略稳步推进。季内虽有分红落地扰动因素，公司发行落地 300 亿永续债补充其他一级资本，同时有 86 亿可转债转股，有效补充股本，增厚资本充足率安全边际。截至 8 月 28 日，公司 500 亿可转债仍有 414 亿未转股，转股比例较低，最新转股价 21.19 元，当前股价 22.77 元，转股空间打开。公司经营基本面相对稳健，业绩表现向好，未来转债转股可期，有望进一步增厚股本。

盈利预测、估值与评级。兴业银行战略目标清晰，坚持“轻资本、轻资产、高效率”转型方向，以“1234”战略为核心主线，以数字化转型为增长引擎，赋能“F+G+B+C”端场景生态服务获客，树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张名片，推进“五大新赛道”“数字兴业”与“五篇大文章”有机融合。公司资产端信贷投放保持稳定，负债成本管控使得息差具有相对韧性，同时财富管理、投行业务双向发力，中间业务收入增长空间可期。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 774、775、776 亿元，鉴于股本增厚对 EPS 有所摊薄，EPS 预测调整为 3.66、3.66、3.66 元（前值为 3.72、3.73、3.73 元），当前股价对应 PB 估值分别为 0.59、0.55、0.52 倍，对应 PE 估值分别为 6.23、6.22、6.21 倍。维持“增持”评级。

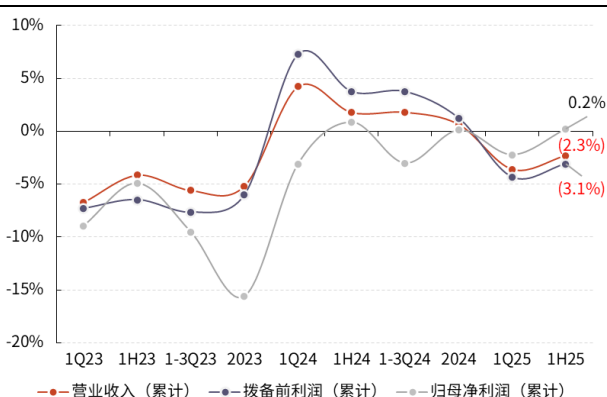
风险提示：经济下行压力加大，实体融资需求改善不及预期，房地产、零售等特定领域风险暴露增加。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	210,831	212,226	213,370	213,858	214,165
营业收入增长率	-5.2%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%
净利润 (百万元)	77,116	77,205	77,366	77,483	77,559
净利润增长率	-15.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
EPS (元)	3.71	3.72	3.66	3.66	3.66
ROE (归属母公司)	11.25%	10.46%	9.74%	9.12%	8.57%
P/E	6.13	6.13	6.23	6.22	6.21
P/B	0.67	0.62	0.59	0.55	0.52

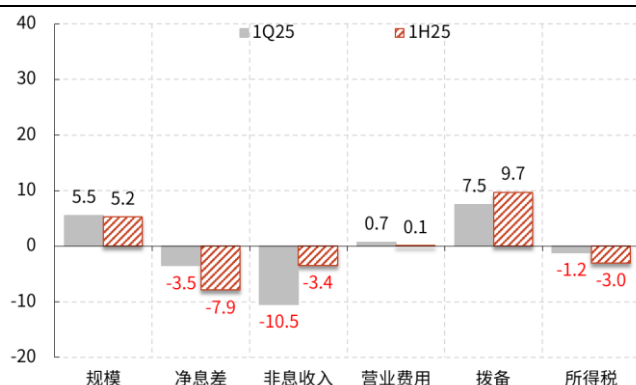
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025 年 8 月 28 日; 注 2023-2024 年股本为 207.74 亿股, 2025 年及以后股本为 211.63 亿股

图 1: 兴业银行营收及盈利累计增速



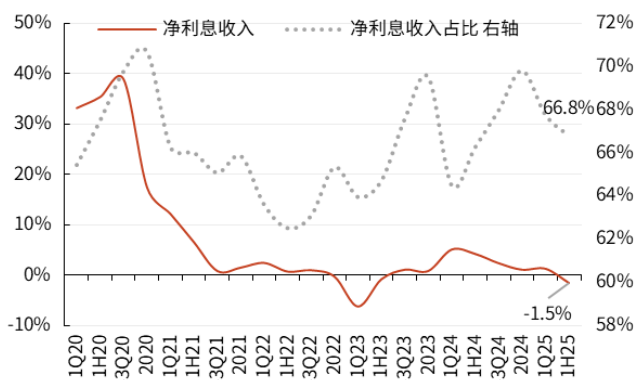
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 兴业银行盈利同比增速拆分



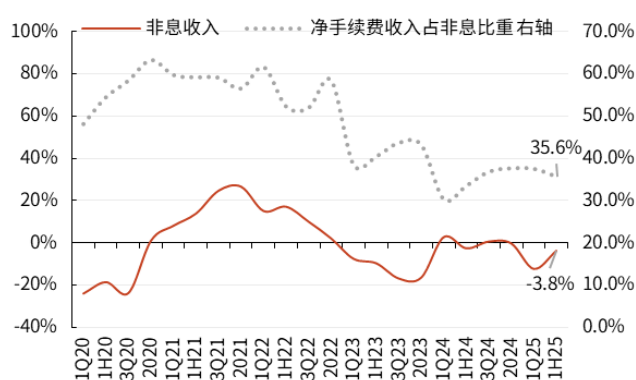
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所, 单位: pct

图 3: 兴业银行净利息收入增速及占比



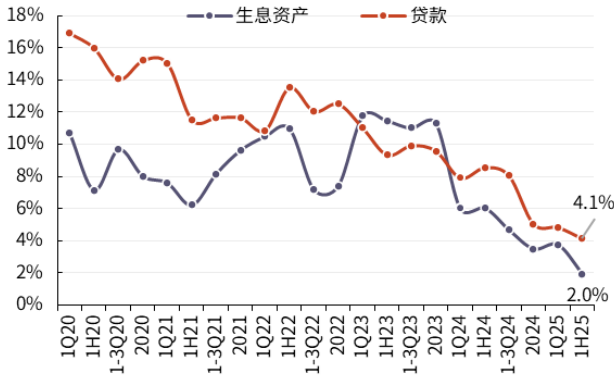
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 兴业银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



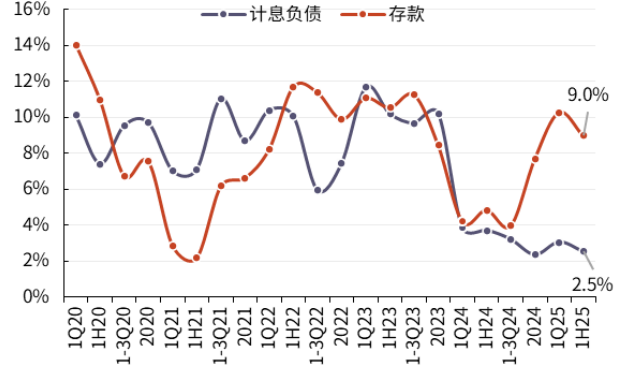
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 5：兴业银行生息资产、贷款增速



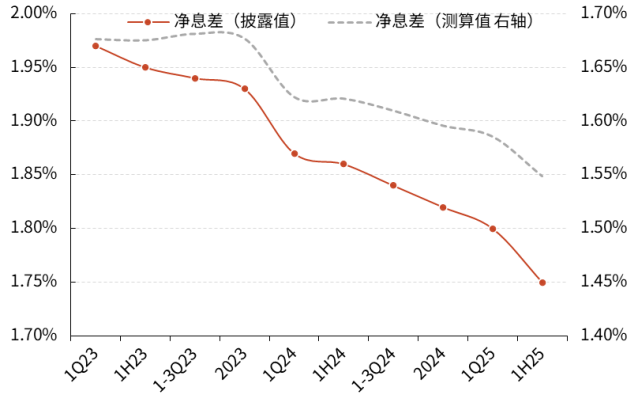
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 6：兴业银行计息负债、存款增速



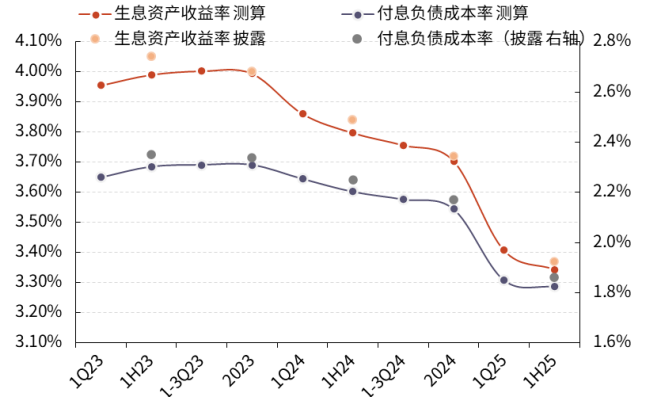
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 7：兴业银行净息差走势



资料来源：公司财报，光大证券研究所；注：右轴为测算值

图 8：兴业银行生息资产收益率及计息负债成本率



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 1：兴业银行资产质量主要指标

	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25
不良贷款率	1.09%	1.08%	1.07%	1.07%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.08%	1.08%
较上季变动 (pct)	0.00	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00	0.01	0.00	(0.01)	0.01	0.00
(关注+不良)/贷款总额	2.53%	2.43%	2.61%	2.62%	2.77%	2.80%	2.85%	2.78%	2.79%	2.74%
较上季变动 (pct)	(0.05)	(0.10)	0.18	0.01	0.16	0.03	0.05	(0.07)	0.01	(0.05)
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	84.4%	N/A	68.3%	N/A	77.9%	N/A	84.9%	N/A	86.13%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.91%	N/A	0.73%	N/A	0.84%	N/A	0.91%	N/A	0.93%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	232.8%	245.8%	237.8%	245.2%	245.5%	237.8%	233.5%	237.8%	233.4%	228.54%
较上季变动 (pct)	(3.63)	12.96	(7.99)	7.43	0.30	(7.69)	(4.28)	4.24	(4.36)	(4.88)
拨贷比	2.53%	2.65%	2.55%	2.63%	2.63%	2.56%	2.53%	2.55%	2.52%	2.46%
较上季变动 (pct)	(0.06)	0.12	(0.10)	0.08	0.00	(0.07)	(0.03)	0.02	(0.03)	(0.06)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 2：兴业银行各级资本充足率

	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25
资本充足率	14.07%	13.65%	13.78%	14.13%	13.70%	14.44%	14.27%	14.28%	13.97%	14.18%
较上季变动 (pct)	(0.37)	(0.42)	0.13	0.35	(0.43)	0.74	(0.17)	0.01	(0.31)	0.21
一级资本充足率	10.86%	10.47%	10.64%	10.93%	10.64%	10.98%	11.20%	11.23%	11.02%	11.30%
较上季变动 (pct)	(0.22)	(0.39)	0.17	0.29	(0.30)	0.34	0.22	0.03	(0.21)	0.28
核心一级资本充足率	9.66%	9.29%	9.47%	9.76%	9.52%	9.48%	9.70%	9.75%	9.60%	9.54%
较上季变动 (pct)	(0.15)	(0.37)	0.18	0.29	(0.24)	(0.04)	0.22	0.05	(0.15)	(0.06)
风险加权资产同比增速	11.8%	12.4%	11.9%	8.4%	8.5%	5.5%	4.7%	7.3%	5.8%	7.4%
较上季变动 (pct)	1.24	0.57	(0.48)	(3.48)	0.09	(2.96)	(0.78)	2.58	(1.49)	1.59

资料来源：公司财报，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	210,831	212,226	213,370	213,858	214,165
净利息收入	146,503	148,107	142,839	138,125	133,130
非息收入	64,328	64,119	70,531	75,733	81,034
净手续费及佣金收入	27,755	24,096	26,506	28,626	30,630
净其他非息收入	36,573	40,023	44,025	47,107	50,405
营业支出	126,691	125,029	125,991	126,347	126,568
拨备前利润	145,507	147,309	148,103	148,442	148,655
信用及其他减值损失	61,178	60,189	60,802	61,008	61,135
税前利润	84,329	87,120	87,301	87,434	87,520
所得税	6,675	9,629	9,649	9,664	9,673
净利润	77,654	77,491	77,652	77,770	77,847
归属母公司净利润	77,116	77,205	77,366	77,483	77,559

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	4.03%	3.71%	3.56%	3.43%	3.29%
贷款收益率	4.52%	4.22%	4.04%	3.86%	3.69%
付息负债成本率	2.33%	2.13%	2.10%	2.05%	2.00%
存款成本率	2.29%	1.94%	1.90%	1.88%	1.84%
净息差	1.69%	1.60%	1.49%	1.39%	1.30%
净利差	1.70%	1.58%	1.46%	1.37%	1.29%
RORWA	1.10%	1.02%	0.97%	0.93%	0.90%
ROAA	0.80%	0.75%	0.72%	0.70%	0.67%
ROAE	11.25%	10.46%	9.74%	9.12%	8.57%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.07%	1.07%	1.08%	1.07%	1.08%
拨备覆盖率	245.2%	236.9%	235.7%	237.3%	238.6%
拨贷比	2.63%	2.54%	2.54%	2.54%	2.57%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	14.13%	14.28%	14.42%	14.58%	14.73%
一级资本充足率	10.93%	11.23%	11.46%	11.70%	11.93%
核心一级资本充足率	9.76%	9.75%	10.04%	10.33%	10.61%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2025 年 8 月 28 日

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	10,158,326	10,507,898	10,944,342	11,359,487	11,759,715
发放贷款和垫款	5,460,935	5,736,610	5,994,757	6,234,548	6,421,584
同业资产	1,276,667	1,167,317	1,104,598	1,052,129	1,008,419
金融投资	2,377,767	2,530,991	2,682,850	2,816,993	2,957,843
生息资产合计	9,115,369	9,434,918	9,782,206	10,103,670	10,387,846
总负债	9,350,607	9,614,287	9,994,506	10,353,742	10,698,019
吸收存款	5,137,073	5,532,333	5,919,596	6,304,370	6,682,632
市场类负债	3,965,288	3,784,679	3,762,170	3,721,666	3,673,081
付息负债合计	9,102,361	9,317,012	9,681,766	10,026,036	10,355,714
股东权益	807,719	893,611	949,836	1,005,745	1,061,697
股本	20,774	20,774	21,163	21,163	21,163
归属母公司权益	796,224	881,908	937,847	993,468	1,049,133

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	9.6%	3.4%	4.2%	3.8%	3.5%
生息资产	11.3%	3.5%	3.7%	3.3%	2.8%
付息负债	10.2%	2.4%	3.9%	3.6%	3.3%
贷款余额	9.6%	5.0%	4.5%	4.0%	3.0%
存款余额	8.4%	7.7%	7.0%	6.5%	6.0%
净利息收入	0.8%	1.1%	-3.6%	-3.3%	-3.6%
净手续费及佣金收入	-38.4%	-13.2%	10.0%	8.0%	7.0%
营业收入	-5.2%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%
拨备前利润	-6.0%	1.2%	0.5%	0.2%	0.1%
归母净利润	-15.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	3.71	3.72	3.66	3.66	3.66
PPOPPS (元)	7.00	7.09	7.00	7.01	7.02
BVPS (元)	34.20	36.88	38.84	41.47	44.10
DPS (元)	1.04	1.06	1.04	1.04	1.05
P/E	6.13	6.13	6.23	6.22	6.21
P/PPOP	3.25	3.21	3.25	3.25	3.24
P/B	0.67	0.62	0.59	0.55	0.52

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP