

银行

2025年09月03日

# 兴业银行 (601166)

## ——新拐点、新目标，价值银行启新篇

报告原因：强调原有的投资评级

### 买入 (维持)

市场数据：2025年09月02日

收盘价(元)	21.99
一年内最高/最低(元)	25.45/15.68
市净率	0.6
股息率(分红/股价)	4.82
流通A股市值(百万元)	465,371
上证指数/深证成指	3,858.13/12,553.84

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	34.65
资产负债率%	91.58
总股本/流通A股(百万)	21,163/21,163
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

郑庆明 A0230519090001  
zhengqm@swsresearch.com  
林颖颖 A0230522070004  
linyy@swsresearch.com  
冯思远 A0230522090005  
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230525070004  
liyh2@swsresearch.com

联系人

冯思远  
(8621)23297818x  
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**前言：**长期以来，市场对兴业银行的担忧无非不良与业绩，也很大程度上导致投资摇摆不定。我们认为：1) 当一家银行敢于正视风险、敢于将过去的不良压力明确跟市场传递，并且有数据证明风险化解充分有效时，市场就不应该再诟病于遗留问题，难免会“刻舟求剑”。2) 投资者更不应遗忘兴业银行相对灵活的管理机制和与生俱来的资产创设能力，这将助力兴业银行在这一轮经济周期中更快地可比同业调整结构、更早日可比同业实现资产转型。3) 作为一家分红率连续近15年逐步提升的股份行，在当前低利率难逆转的大环境下，将有力吸引更多的耐心资本，与筑底改善的基本面共振，驱动兴业银行估值向消灭破净的中长期目标实现重估。

- **2021年以来市场对兴业银行“看不清”的风险问题在逐步明晰，业绩担忧已得以拨云见日：**1) 重点领域风险均已向好改善，存量压力已经做到“心里有数、压降不慌”。1H25对公房地产不良生成额同比下降近一半、平台不良0新增、信用卡不良生成也现回落。2) 1H25业绩增速超预期率先转正，其背后更核心反映管理团队所释放的经营提质向优信号，给予市场业绩稳健、分红持续的正向预期。
- **我们认为2025年兴业银行基本面量、价表现大概率好于同业，资金面也存在“正向激励”：**1) 以低成本负债驱动稳收益资产的思路既短期有效更长期正确，在贷款定价下行压力充分前置叠加成本端更大幅度改善下，2025年息差降幅有望控制在10bps以内，2H25-2027估算还有约1.5万亿三年期以上存款到期（对应成本额外下降空间约40bps）。2) 重点区域、重点行业的资产摆布策略更能映射近年来的资产蜕变，聚焦“区域+行业”提升重点分行贡献及银行与当地主流行业匹配度，2Q25 13家重点分行贷款余额占比超5成、区域重点行业（所在区域工业营收前十大行业）贡献1H25新增贷款近2/3。3) 作为主要指数权重股，同时兼具高股息、分红率稳步提升的优质属性，将更受险资为主的中长期资金青睐，2Q25大股东福建省财政厅将所持全部86.4亿转债转为普通股，大家保险今年一季度主动增持5.4亿股（按区间均价估算对应约110亿），中长期资金“掘金”兴业银行或已是进行时。
- **中长期来看，从客群积累到效益兑现，铸造既有长板、筑牢非息优势是轻资本转型重中之重。打造“稳营收、优客户、降风险、促平衡、增特色”的价值银行，期待兴业银行在结构蜕变下走出新α。**2022年开始兴业银行更侧重推动资产负债结构优化，以企金业务为抓手，一方面，快速扩大企金客户数量（2021-1H25客户数年化增速17%为同资产规模的可比股份行第一），带动对公活期沉淀和对公成本更快下降；另一方面，领先布局经济新赛道，绿色、制造业、普惠等贡献2024年贷款增量近9成，并且立足构建“商投联动”（债券承销规模同业前二、高新技术企业FPA快速增长），以服务促资产也是避免无序价格竞争的核心竞争力。
- **投资分析意见：**过去投资者对兴业银行风险、业绩的过度担忧需要翻篇，重拾对兴业银行基本面筑底改善、资产结构转型出思想有成效的长足信心。**风险有底+盈利修复，超4.8%的高股息（按当前股价计算）、低至仅0.57倍25年PB，高度契合中长期资金的“投资审美”，以地方财政、险资为代表的耐心资本持续助力就是最强信心。**维持盈利增速预测，预计2025-2027年归母净利润同比增速分别1.7%、4.8%、5.9%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 经济复苏不及预期、LPR超预期下调，息差下降幅度超预期；2) 地产、平台、信用卡风险超预期暴露引发资产质量担忧；3) 中长期维度，当前布局新周期赛道资产若产能过剩可能滞后引发风险暴露。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	210,831.00	212,226.00	212,493.02	219,472.50	228,799.18
营业总收入同比增长率(%)	(5.19)	0.66	0.13	3.28	4.25
资产减值损失(百万元)	61,178.00	60,189.00	61,249.62	65,268.74	70,394.06
资产减值损失同比增长率(%)	25.83	(1.62)	1.76	6.56	7.85
归母净利润(百万元)	77,116.00	77,205.00	78,532.42	82,292.43	87,139.99
归母净利润同比增长率(%)	(15.61)	0.12	1.72	4.79	5.89
每股收益(元/股)	3.51	3.51	3.51	3.69	3.92
ROE(%)	10.64	9.89	9.37	9.22	9.17
不良贷款率(%)	1.07	1.07	1.07	1.07	1.06
拨备覆盖率(%)					
市盈率	6.27	6.26	6.27	5.96	5.62
市净率	0.64	0.60	0.57	0.53	0.50

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 投资评级与估值

过去投资者对兴业银行风险、业绩的过度担忧需要翻篇，重拾对兴业银行基本面筑底改善、资产结构转型出思想有成效的长足信心，高股息且分红可预期提升的优质属性有望持续获得中长期资金青睐，适时推动转债转股预计也是可持续发展的必要条件。当前股价对应25年PB仅0.57倍，股息率超4.8%，维持“买入”评级。

### 关键假设点

存量风险化解掷地有声，重点领域不良压力峰值已过，利润表现也回归正增或已开启平稳修复趋势。预计2025-2027年归母净利润同比增速分别1.7%、4.8%、5.9%。1) 规模：预计2025-2027年贷款CAGR约6%；2) 息差：预计2025-2027年息差同比降幅分别7bps/4bps/3bps，逐年收窄；3) 资产质量：预计2025-2027年不良率稳中有降分别1.07%/1.07%/1.06%。

### 有别于大众的认识

**1) 市场对兴业银行风险已有效化解、盈利可持续修复的趋势认识不足。**2021年以来受风险担忧影响兴业银行估值持续承压，但审慎管控存量风险、提前做好清收化解，当前兴业银行对资产质量已做到“充分摸排、心中有数、化解不慌”，今年上半年对公房地产新发生不良同比减少46%、平台0新增不良、信用卡不良生成也高位回落已反映风险压力最大时点已经过去，而今年上半年利润增速超预期提前转正，既是拨备计提压力缓解的印证，更反映管理团队所释放的经营提质向优信号，这是支撑基本面筑底改善的最有力信号。

**2) 市场对兴业银行低估值、高股息、分红稳中有升的优质价值属性认识不到位，导致当前兴业银行PB较板块整体仍折价约23%。**从基本面稳定性来看，我们判断兴业银行量、价表现都大概率持续好于同业，2H25-2027年约1.5万亿的三年期以上存款到期重定价还将支撑存款成本更大改善空间，带动息差趋稳；重点区域、重点行业驱动资产摆布策略更反映资产结构质优蜕变。在此基础上，今年福建省财政厅主动将所持86.4亿转债全部转股、大家保险主动增持约110亿，耐心资本的持续助力正是信心的验证。

### 股价表现的催化剂

1) 险资等中长期资金继续增持；2) 量增价稳、营收改善超预期；3) 不良生成大幅改善，驱动信用成本进一步下行。

### 核心假设风险

1) 经济复苏不及预期、LPR超预期下调，息差下降幅度超预期；2) 风险超预期暴露；3) 新周期赛道资产若产能过剩可能滞后引发风险暴露。

## 目录

<b>1. 一直以来市场对兴业“看不清”的风险、业绩担忧得以拨云见日</b>	<b>7</b>
1.1 当前有何变化？对重点领域风险“心中有数”，峰值已过，收敛态势明朗	7
1.2 对阶段三贷款、投资均充足计提拨备，预计不会对 2025 年资产质量、利润等指标造成超预期扰动.....	8
1.3 归母净利润逐步平稳正增，释放盈利稳健信号.....	9
1.4 化风险、稳业绩的背后都离不开实干兴业的管理层.....	10
<b>2. 站在当下，业绩筑底有支撑、资金面有积极催化、分红提升更有期待.....</b>	<b>11</b>
2.1 资产定价压力充分前置，叠加成本改善趋势明朗，利息净收入有望率先企稳.....	11
2.2 企金优势继续凸显，重点区域、重点行业的资产摆布更能映射资产结构蜕变.....	13
2.3 不良平稳、拨备夯实，资产质量不再掣肘估值表现.....	15
2.4 分红率可期逐年稳升，耐心资本“掘金”是进行时.....	15
<b>3. 立足长远，从客群积累到效益兑现，期待新 <math>\alpha</math>.....</b>	<b>18</b>
3.1 发挥企金业务长板，向客群要效益.....	18
3.2 以构建企金综合服务竞争力为本，投资银行久久为功，债券承销稳居行业前二，商投联动丰富收入.....	21
3.3 有效弥补零售业务短板，提升客户和负债质量.....	21
3.4 以大投行、大资管、大财富驱动轻资本运营，中收撬动非息收入贡献有望持续提升.....	22
<b>4. 投资分析意见：股份行困境修复受益标的，维持“买入”评级</b>	<b>23</b>
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 回顾过去, 2021 年以来, 受风险担忧 (房地产、地方政府平台) 和业绩波动 (2023 年度和 9M24 两次业绩增速降幅超预期) 两大负面因素影响, 兴业银行股价、估值均长期承压。 .....	7
图 2: 2023 年开始兴业银行持续压降信用卡贷款, 信用卡业务呈现不良双降态势 8	
图 3: 更早体现定价下行压力, 2023 年以来兴业银行息差边际趋势好于其他股份行 11	
图 4: 2023 年兴业银行领先股份行同业实现利息净收入增速转正, 短期来看也有望更早趋稳 .....	11
图 5: 2021 年以来兴业银行存款增速快于同业, 即使 2024 年打击手工补息导致存款调整, 但也维持更好的存款增长韧性 .....	12
图 6: 得益于存款更快增长, 2021 年以来兴业银行存款占比提升幅度在股份行中位居第二, 并且仍有进一步提升空间 .....	12
图 7: 2023 年以来兴业银行存款成本明显改善, 已降至同业平均水平 .....	12
图 8: 得益于存款结构调优, 2021 年以来兴业银行对公、零售存款成本下降幅度均居于同业前列 .....	12
图 9: 资产荒背景下股份行贷款增速逐下台阶, 兴业银行凭借对公端优势贷款增长表现好于同业 .....	13
图 10: 2021 年以来兴业银行对公贷款增量、对公贷款复合增速均居于股份行同业第一 .....	13
图 11: 兴业银行不良率低位稳定约 1.08%, 不良率表现好于同业 .....	15
图 12: 兴业银行拨备覆盖率 229%, 相对充足的风险抵补能力也保障资产质量超预期波动 .....	15
图 13: 过去十余年, 兴业银行分红率呈现稳步抬升趋势, 2024 年提升至 30.2% 并高于股份行同业平均水平 .....	16
图 14: 股息率超 4.8%, 综合考虑 A 股流通盘规模、股息率以及股息成长性, 或是高股息策略更受青睐的标的 .....	16
图 15: 以招行情况来看, 高级法较权重法平均节约核心一级资本充足率约 2pct 16	
图 16: 2024 年以来沪深 300、中证 A500、上证 50 合计规模由约 5000 亿快速扩容至当前超 1.7 万亿 (亿元) .....	18
图 17: 相较而言, 2Q25 主动基金重仓兴业银行占比仅 0.1%, 仍显著低配 .....	18
图 18: 客群夯实直接带来存款沉淀, 股份行中 2023 年以来仅兴业银行实现对公活期存款持续正增长 .....	19

图 19: 对公活期存款占比在股份行中具备优势 ..... 19

图 20: 兴业银行 AUM 已位居股份行第二 ..... 22

图 21: 2021 年以来, 兴业银行零售存款规模已居股份行前三, 零售存款累计增量位居股份行第二..... 22

图 22: 兴业银行非息收入占比位居同业前列, 但中收贡献还有进一步提升空间.. 22

图 23: 伴随基数压力消化, 兴业银行今年以来中收已实现增速转正, 财富、托管、资管等发力下有望支撑中收贡献持续提升 ..... 22

图 24: 2024 年末兴业银行主动基金重仓占比仅为 0.1%, 持仓结构相对分散.... 23

图 25: 即使考虑转债全部转股摊薄, 兴业银行当前股价对应仅 0.62 倍 PB, 股息率仍超 4.4% ..... 23

表 1: 兴业银行审慎严控房地产、地方政府融资平台敞口余额, 资产质量整体可控8

表 2: 兴业银行阶段三金融投资拨备基本提足, 贷款部分缺口预计也将平稳消化, 不会对业绩、资产质量等指标带来冲击 ..... 9

表 3: 得益于风险的有效改善, 1H25 兴业银行利润增速提前转正, 后续关注营收同步回暖趋势..... 9

表 4: 兴业银行高管团队格局稳定、经验丰富, 有力确保兴业银行战略转型升级持续推进 ..... 10

表 5: 综合考虑资产负债两端, 静态估算 2025 年兴业银行息差同比降幅有望在 10bps 以内 ..... 13

表 6: 2022 年以来兴业银行持续加大对绿色、科技、普惠等符合新经济发展趋势的领域投放 ..... 14

表 7: 近年来兴业银行也在加大长三角、以及部分中西部经济较好地区的资源倾斜14

表 8: 综合考虑冗余资本、资本留存、转债转股, 可合计支撑兴业银行额外信贷增长约 2.7 万亿, 较当前增厚超 40%..... 17

表 9: 银行在主要指数中占比更大, 其中兴业银行权重位居银行第二 (截至 2025/9/1) ..... 17

表 10: 2021 年以来兴业银行对公客户数快速扩容, 年化增速在可比股份行中位居前列 ..... 18

表 11: 对公存款成本下行驱动兴业银行存款成本加速下降 ..... 19

表 12: 兴业银行在对公新赛道上已经具备相较其他股份行的先发优势 ..... 20

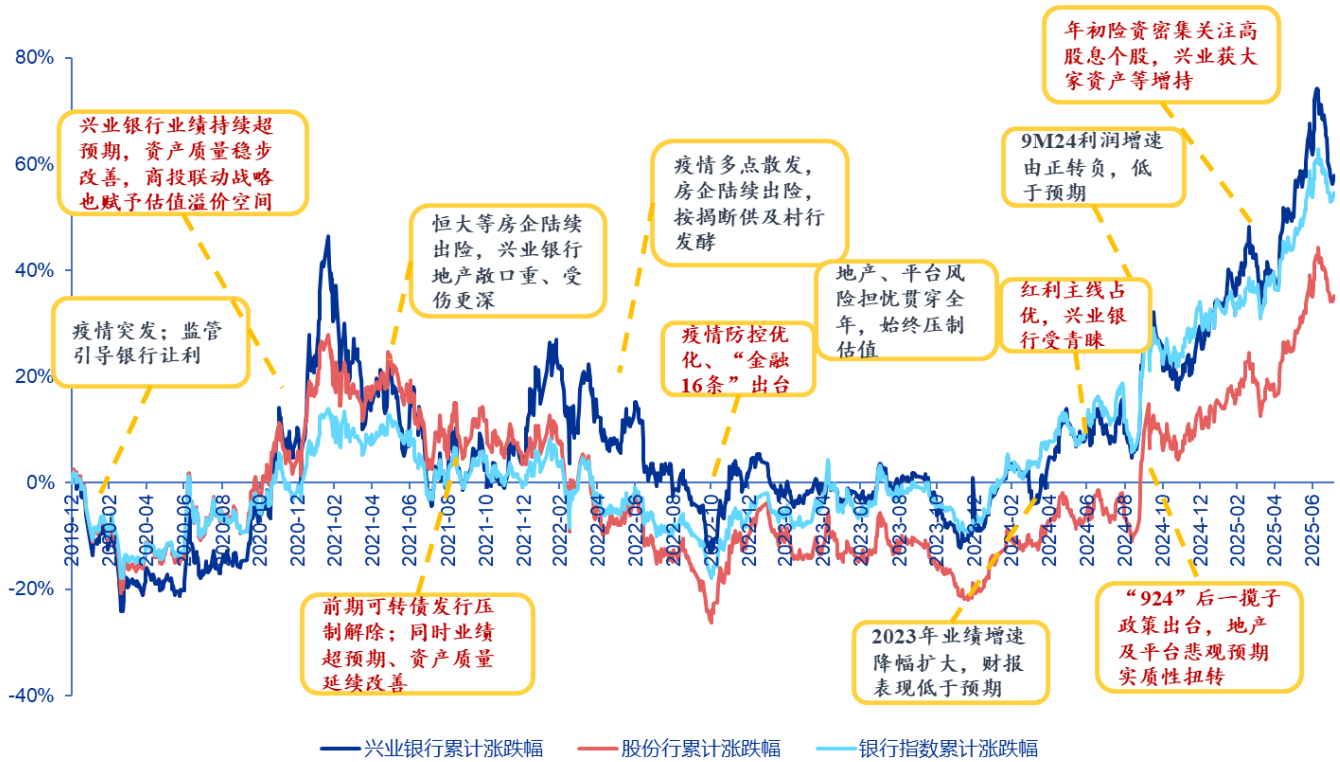
表 13: 对比股份行, 兴业银行对公贷款增长具备相对优势 ..... 20

表 14: 对公信贷高增的同时, 兴业银行凭借业务优势维持对公信贷相对溢价, 边际降幅也好于同业..... 20

表 15: 2024 年兴业银行剔除地方政府债后债券总承销规模近 9000 亿, 在全市场同业中稳居前二.....	21
表 16: 可比公司估值表 (收盘价截至 2025 年 9 月 2 日) .....	24
表 17: 兴业银行盈利预测表 .....	25
表 18: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 2025 年 9 月 2 日) .....	26

# 1. 一直以来市场对兴业“看不清”的风险、业绩担忧得以拨云见日

图 1：回顾过去，2021 年以来，受风险担忧（房地产、地方政府平台）和业绩波动（2023 年度和 9M24 两次业绩增速降幅超预期）两大负面因素影响，兴业银行股价、估值均长期承压。



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.1 当前有何变化？对重点领域风险“心中有数”，峰值已过，收敛态势明朗

2021 年以来，兴业银行坚决处置三大领域风险，地产、地方政府平台不良化解卓有成效，信用卡不良压力也已过峰：

1) 从房地产以及平台等对公领域来看：房地产业务融资及地方融资平台余额在兴业银行总资产中占比从 2021 年末约 10% 降至 1H25 约 7.5%（其中对公房地产债券非标等敞口以及融资平台余额合计约 3400 亿，在总资产中占比 3.2%，较 2021 年末下降 2.6pct）。2024 年重点领域不良生成也开始回落，今年以来延续平稳改善趋势，今年上半年对公房地产新发生不良同比减少 46%、平台 0 新增不良且通过专项债置换累计压降敞口 224 亿。

尽管制造业不良率较年初上行约 40bps 至 1.12%，主要由于受新旧动能转换导致的个案下迁影响，但不良率绝对水平与整体贷款基本一致，同时对制造业存量风险也已充分摸排。我们认为这意味着兴业银行已经对于存量风险做到“充分摸排、心中有数、压降不慌”。

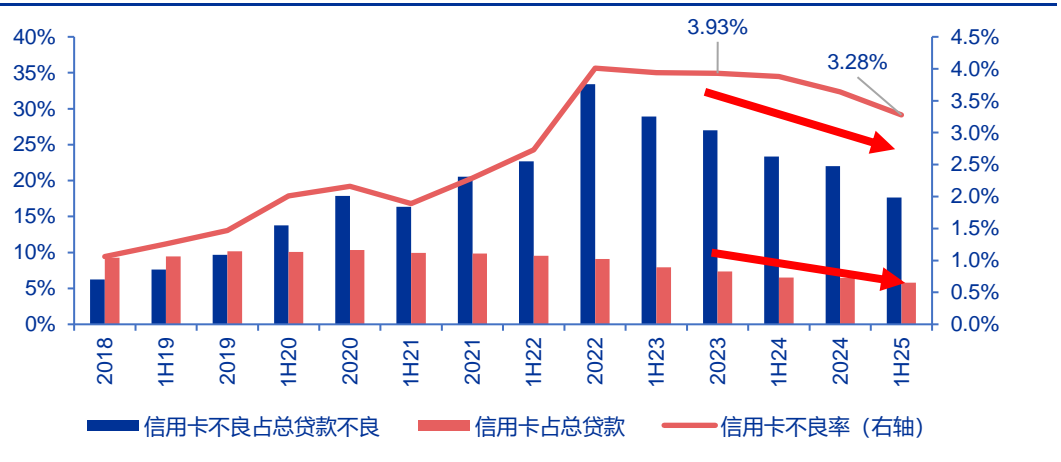
**2) 针对信用卡业务：**兴业银行 2023 年开始压降信用卡贷款，随之呈现不良双降。通过自上而下全面优化信用卡业务队伍建设，并提前做好催收措施，受益于对新发卡和存量客户风险管控的升级，当前入催率、回退率等前瞻指标均逐步向好。今年上半年信用卡新发生不良同比下降 7.5%，信用卡不良率、逾期率分别较年初下降 36bps/75bps 至 3.28%/5.57%，额外考虑到对信用卡贷款充分计提拨备，我们判断后续总体不良表现有望优于同业。

**表 1：兴业银行审慎严控房地产、地方政府融资平台敞口余额，资产质量整体可控**

兴业银行 亿元	对公房地产业务融资余额					地方政府融资平台敞口		
	敞口余额	在总资产 中占比	不良率	其中：非 信贷业务 规模	在总资产 中占比	债务余额	在总资产 中占比	不良率
2021	5,321	6.2%	3.13%	1,953	2.3%	3,077	3.6%	1.97%
1H22	5,278	5.9%	4.66%	1,942	2.2%	2,532	2.8%	3.37%
2022	5,536	6.0%	3.30%	1,975	2.1%	2,209	2.4%	1.23%
1H23	6,310	6.4%	2.96%	2,256	2.3%	2,049	2.1%	1.33%
2023	6,901	6.8%	3.04%	2,527	2.5%	1,616	1.6%	2.52%
1H24	7,511	7.3%	3.65%	2,737	2.6%	1,516	1.5%	3.00%
2024	7,452	7.1%	3.89%	2,711	2.6%	1,043	1.0%	3.91%
1H25	7,240	6.8%	4.05%	2,679	2.5%	754	0.7%	4.67%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 2：2023 年开始兴业银行持续压降信用卡贷款，信用卡业务呈现不良双降态势**



资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 1.2 对阶段三贷款、投资均充足计提拨备，预计不会对 2025 年资产质量、利润等指标造成超预期扰动

金融资产风险分类办法（即原银保监 2023 年 1 号文）中对相关重分类的要求过渡期截至 2025 年 12 月 31 日，其中要求不良贷款余额与阶段三贷款余额趋同、以及阶段三金融投资拨备覆盖率提足至 100%。

对兴业银行而言，1) 金融投资：兴业银行在股份行同业中更早完成补提，2024 年末金融投资拨备覆盖率就已接近 100%。2) 贷款：尽管受处置节奏安排影响，部分纳入阶段三的贷款并未在五级分类中下迁到不良，但占比有限且已提足拨备。1H25 末兴业银行“（阶段三贷款-不良贷款）/总贷款”仅约 0.1%，同时阶段三贷款拨备覆盖率也超 200%，即使下迁处置也不会对利润带来超预期波动。

**表 2：兴业银行阶段三金融投资拨备基本提足，贷款部分缺口预计也将平稳消化，不会对业绩、资产质量等指标带来冲击**

1H25	不良率	拨备覆盖率	阶段三贷款缺口 (阶段三贷款-不良贷款, 亿元)	(阶段三贷款-不良贷款)/总贷款	阶段三金融投资拨备缺口 (金融投资拨备-阶段三金融投资, 亿元)	阶段三金融投资/金融投资 (不含交易性金融资产)	阶段三金融投资拨备覆盖率 (不含交易性金融资产)
工行	1.33%	217.7%	-	-	-	0.02%	1322%
建行	1.33%	239.4%	-	-	-	0.10%	1227%
农行	1.28%	295.0%	-	-	-	0.01%	2000%
中行	1.24%	197.4%	-	-	-	0.04%	292%
邮储	0.92%	260.4%	-	-	-	0.38%	124%
招行	0.93%	410.9%	1.8	0.00%	-	0.78%	171%
中信	1.16%	207.5%	36.8	0.06%	147.9	2.07%	66%
民生	1.48%	145.1%	215.9	0.48%	200.7	1.67%	39%
浦发	1.31%	193.9%	182.7	0.32%	33.7	1.66%	90%
兴业	1.08%	228.5%	74.6	0.13%	25.3	1.74%	94%
光大	1.25%	172.5%	92.4	0.23%	-	0.35%	210%
华夏	1.60%	156.7%	52.7	0.22%	83.5	2.21%	56%
平安	1.05%	238.5%	-	-	-	0.44%	-
浙商	1.36%	169.8%	30.1	0.16%	258.2	6.28%	49%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

### 1.3 归母净利润逐步平稳正增，释放盈利稳健信号

回顾来看，2023 年受理财老产品收益兑现高基数、2024 年受非信贷拨备计提等阶段性因素扰动，兴业银行营收、净利润增速表现不及预期，也让市场对其资产质量压力、盈利稳定性等担忧难消。2023 年兴业银行营收同比下滑 5%，但若剔除 2022 年同期 135 亿理财老产品收入确认基数影响，营收同比增长 0.9%；9M24 利润增速由正转负为同比下滑 3%，主要源自非信贷拨备同比多提影响，与针对地产非标等主动下迁、提足拨备有关。

另外也要关注到，一方面，非信贷拨备提足后对业绩额外扰动已不再。另一方面，今年上半年兴业银行业绩增速提前转正超预期，其背后也代表了管理层对经营提质向优的信心。我们看好 2025 年兴业银行业绩持续底部改善的稳健增长表现。

**表 3：得益于风险的有效改善，1H25 兴业银行利润增速提前转正，后续关注营收同步回暖趋势**

兴业银行	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	1H25
营业收入同比增长	14.5%	12.0%	8.9%	0.5%	-5.2%	0.7%	-3.6%	-2.3%
利息净收入贡献	16.8%	11.7%	1.1%	-0.2%	0.6%	0.8%	0.8%	-1.0%
其中：平均生息资产规模贡献	1.5%	6.2%	4.3%	6.1%	6.0%	4.0%	1.6%	2.1%
其中：息差变动贡献	15.3%	5.5%	-3.3%	-6.2%	-5.4%	-3.2%	-0.7%	-3.1%
手续费净收入贡献	-8.0%	4.0%	2.4%	1.1%	-7.8%	-1.7%	0.9%	0.3%
其他净收益贡献	5.7%	-3.7%	5.4%	-0.4%	2.0%	1.6%	-5.3%	-1.6%
营业支出贡献 (成本收入比)	1.2%	2.8%	-2.2%	-5.1%	-0.9%	0.8%	-0.8%	-0.8%
拨备贡献利润	-6.4%	-11.8%	17.6%	16.1%	-14.6%	2.1%	4.1%	6.4%
营业外收支贡献	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%
实际税率等变化贡献	-0.5%	-1.4%	-0.5%	-1.2%	4.6%	-3.5%	-1.2%	-2.5%
归母净利润同比增长	8.7%	1.2%	24.1%	10.5%	-15.6%	0.1%	-2.2%	0.2%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 1.4 化风险、稳业绩的背后都离不开实干兴业的管理层

兴业银行核心高管团队稳定，多成长于兴业、熟稔于业务，确保战略执行“一张蓝图绘到底”，为深化战略转型铺好路、搭好台。

兴业银行董事长吕家进曾在多家大行任职，具备丰富的银行管理经验（历任邮储银行行长，交行、建行副行长，曾带领邮储银行完成上市）。2021年到任兴业后，前瞻性提出擦亮“三张名片”（绿色银行、财富银行、投资银行）、布局“五大新赛道”（科技、普惠、汽车、能源、园区）、加快“数字兴业”，与金融“五篇大文章”高度契合，为兴业近五年资产、负债、中收、风险的转型调整把准方向、定好基调。

在此基础上，行长陈信健于2023年7月接棒，其自2004年起便在行内任职，精通总分行业务、熟悉各重点区域，自陈信健上任后提出价值银行“五个特征”（盈利能力强、客户合作深、风险成本低、业务结构均衡、经营特色鲜明）、提升锻造“五大能力”（战略执行能力、客户服务能力、投资交易能力、全面风控能力、管理推动能力）。我们认为，“稳营收、优客户、降风险、促平衡、增特色”也将是未来兴业银行可持续兑现价值银行建设战略成效的重要方向。

**表 4：兴业银行高管团队格局稳定、经验丰富，有力确保兴业银行战略转型升级持续推进**

姓名	职务	年龄	个人简历
吕家进	董事长	57	2021年7月起任公司董事长。历任河南省邮政局副局长、辽宁省邮政局副局长、国家邮政局邮政储汇局副局长，邮储银行副行长、行长，交通银行副行长，建设银行副行长。
陈信健	行长	58	2023年10月起任公司行长。历任福建省财政厅金融处、外债处处长；兴业银行上海分行副行长，厦门分行副行长（主持工作）、行长，南京分行行长，北京分行行长；兴业银行总行副行长（兼任董秘）、监事长。
孙雄鹏	副行长	59	2016年6月起任公司副行长。历任兴业银行泉州分行行长助理、副行长、杭州、漳州分行行长、厦门分行行长，兴业银行福州分行行长。
张旻	副行长	53	2023年2月起任公司副行长。历任兴业银行杭州分行义乌支行副行长、同业业务部总经理，杭州分行行长助理，义乌分行行长，宁波分行副行长，宁德分行行长，重庆分行行长，杭州分行行长。
张霆	副行长	57	2023年2月起任公司副行长。历任兴业银行杨桥分理处负责人，福州分行鼓楼支行副行长、行长，龙岩分行党委副书记、副行长、行长，泉州分行行长，济南分行行长，北京分行行长。
曾晓阳	副行长	55	2023年10月起任公司副行长。历任兴业银行泉州分行业务发展部总经理、公司业务部总经理、行长助理、副行长，龙岩分行行长，武汉分行行长，总行企业金融风险管理部总经理兼企业金融信用业务首席审批官。
杨柳	副行长	57	2025年5月起任公司副行长。历任外交部西欧司干部，法国安盛和汇丰等外资金融机构中国区高管，农银人寿副总经理，农业银行资产管理部副总裁，农银理财监事长，福建省宁德市副市长（挂职）。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2. 站在当下，业绩筑底有支撑、资金面有积极催化、分红提升更有期待

### 2.1 资产定价压力充分前置，叠加成本改善趋势明朗，利息净收入有望率先企稳

资产端来看，兴业银行自 2021 年开始推动信贷结构调整，包括放缓零售投放、侧重对公战略客户经营，体现在报表上则是息差压力更早于同业体现。2020 年以来兴业银行息差累计下降超 70bps，与股份行同业趋势一致。但其中 1Q23 较 2020 年已累计下降超 60bps（股份行同业平均下降 38bps）。2023 年以来兴业银行息差基本稳定约 1.5%-1.6%（以“利息净收入/日均生息资产”计算），其他股份行息差则平均进一步下降近 40bps。

受益于息差降幅收敛，2023 年下半年开始兴业银行利息净收入增速率先回正，2024 年以来稳步维持利息净收入正增长。1H25 兴业银行利息净收入同比下滑 1.5%（股份行平均为下滑约 2%（主要受同期基数影响，叠加进一步优化部分高息资产）。

图 3：更早体现定价下行压力，2023 年以来兴业银行息差边际趋势好于其他股份行

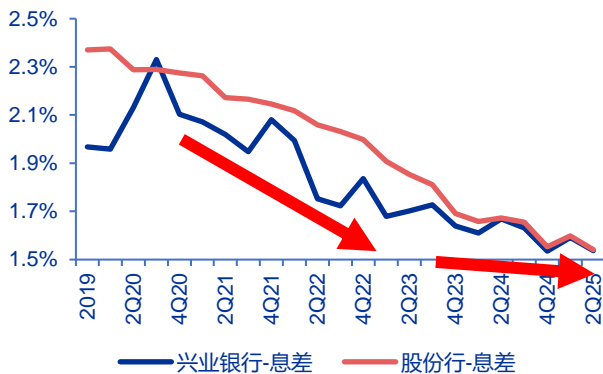
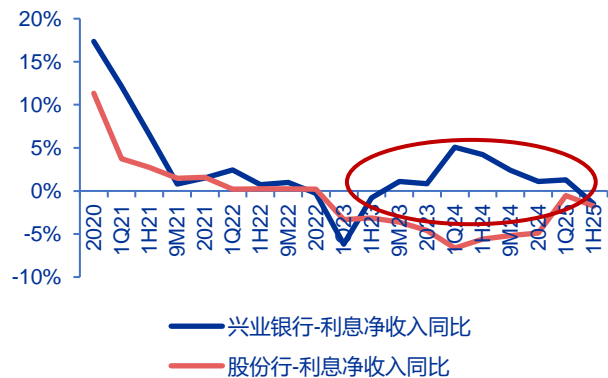


图 4：2023 年兴业银行领先股份行同业实现利息净收入增速转正，短期来看也有望更早趋稳



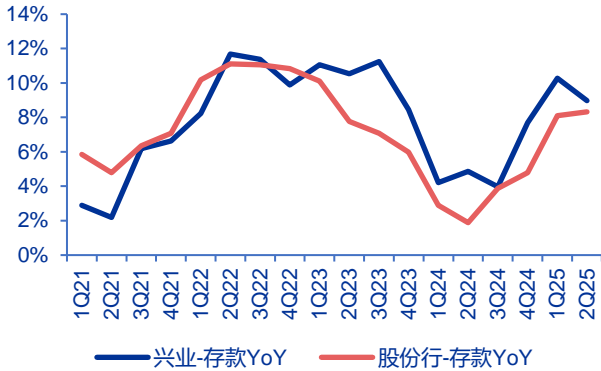
资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：兴业银行息差根据“利息净收入/日均生息资产”计算，与披露口径差异在于未剔除 FVTPL 对应负债的利息支出。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

从负债端来看，客观而言，过去兴业银行存款基础偏弱，这是由客户基础所决定的，体现为相对同业更低的存款占比和更高的负债成本。2021 年兴业银行存款占比 54.5%，低于股份行平均近 9pct；付息负债成本达 2.35%，高于股份行平均近 10bps。

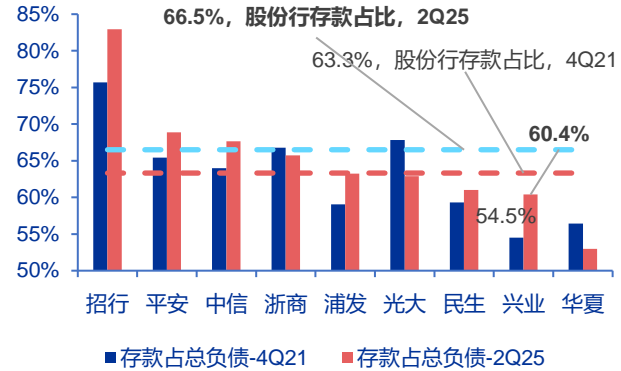
2021 年以来兴业银行强调“做强负债”，以“客户-账户-结算”逻辑推进织网工程；通过布局场景金融，发展单位结算账户、代发、收单、快捷支付、社保卡等，拓展结算性存款。2021 年以来兴业银行存款增长量质双优，2021-1H25 存款 CAGR 约 9.2%，快于股份行平均 1.5pct；2Q25 兴业银行存款占比 60.4%，较 2021 年提升约 6pct，提升幅度在股份行中位居第二；1H25 通过交易客户带动的零售结算性存款余额占零售结算性存款总量近 38%，同比提升 1.7pct。

图 5: 2021 年以来兴业银行存款增速快于同业, 即使 2024 年打击手工补息导致存款调整, 但也维持更好的存款增长韧性



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 6: 得益于存款更快增长, 2021 年以来兴业银行存款占比提升幅度在股份行中位居第二, 并且仍有进一步提升空间

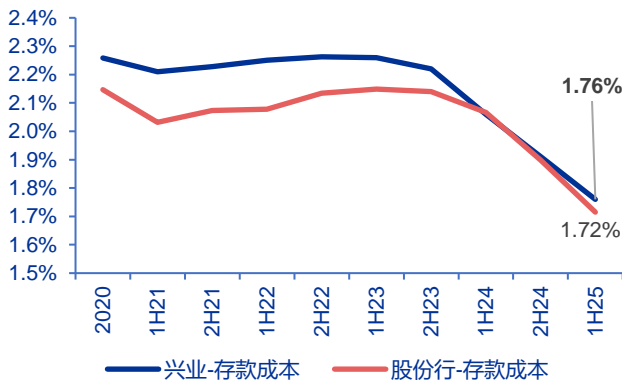


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**落脚到存款成本, 2023 年以来兴业银行存款成本加速改善, 目前兴业银行存款成本已基本持平同业平均水平。**得益于存款结构优化, 兴业银行 2021 年以来的对公、零售存款成本下降幅度 (分别下降约 50bps/35bps 至 1.71%/1.89%) 均居股份行前列; 1H25 兴业银行整体存款成本较年初下降约 15bps, 存款成本从过去高于股份行同业 15-20bps, 已降至股份行平均水平。

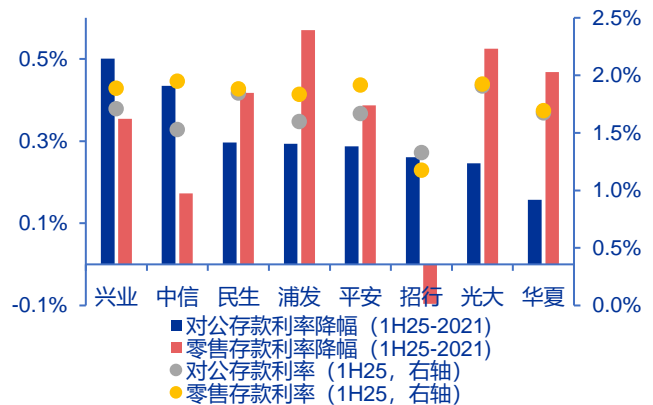
**展望后续, 存款成本下行趋势明确, 有望支撑更稳定的息差表现。**综合考虑存款报价下调、打击手工补息等因素影响, 我们估算 2025 全年兴业银行存款成本降幅将在 20bps 以上。同时基于 1H25 存款重定价结构估算, 2H25-2027 年兴业银行有约 1.5 万亿三年期及以上的存款将迎来到期重定价 (占总存款约 26%), 假设新吸收存款较存量价差 150bps, 则对应还有约 40bps 的成本下行空间。

图 7: 2023 年以来兴业银行存款成本明显改善, 已降至同业平均水平



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 8: 得益于存款结构调优, 2021 年以来兴业银行对公、零售存款成本下降幅度均居于同业前列



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**客观而言, 2025 年银行业息差依旧承压。**既包括对于前期降息、存量按揭利率下调、化债等因素的消化, 也包括新发放贷款利率难言向上拐点及潜在进一步降息的可能性。

这其中，负债成本改善空间更大的银行，其息差表现将好于同业，兴业银行或正位其列。静态估算，2025年兴业银行息差同比降幅较2024年基本持平约10bps，同时考虑到兴业银行负债结构仍有进一步优化空间，我们估算2025年兴业银行存款成本同比下降或20-25bps，不排除息差同比降幅控制在10bps以内，驱动营收同比降幅持续收敛。

表 5：综合考虑资产负债两端，静态估算 2025 年兴业银行息差同比降幅有望在 10bps 以内

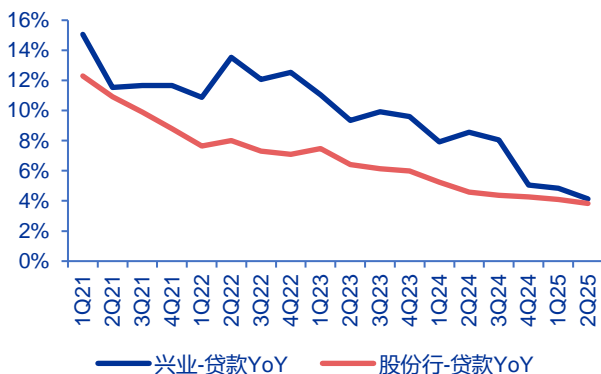
银行	净息差							
	2020	2021	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E
工行	2.15%	2.11%	1.92%	1.61%	1.42%	1.30%	1.29%	1.32%
建行	2.19%	2.13%	2.02%	1.70%	1.51%	1.40%	1.41%	1.42%
农行	2.20%	2.12%	1.90%	1.60%	1.42%	1.32%	1.30%	1.33%
中行	1.85%	1.75%	1.76%	1.59%	1.40%	1.26%	1.21%	1.16%
邮储	2.42%	2.36%	2.20%	2.01%	1.87%	1.70%	1.89%	2.01%
招行	2.49%	2.48%	2.40%	2.15%	1.98%	1.88%	1.88%	1.88%
中信	2.26%	2.05%	1.97%	1.78%	1.77%	1.63%	1.65%	1.65%
民生	2.14%	1.91%	1.60%	1.46%	1.39%	1.39%	1.33%	1.36%
浦发	2.02%	1.83%	1.77%	1.52%	1.42%	1.41%	1.36%	1.37%
兴业	2.13%	2.03%	1.84%	1.69%	1.61%	1.57%	1.51%	1.54%
光大	2.29%	2.16%	2.01%	1.74%	1.54%	1.40%	1.51%	1.58%
华夏	2.59%	2.35%	2.10%	1.82%	1.59%	1.55%	1.49%	1.48%
平安	2.88%	2.79%	2.75%	2.38%	1.87%	1.80%	1.88%	1.94%
国有行	2.06%	2.00%	1.88%	1.63%	1.48%	1.36%	1.37%	1.39%
股份行	2.35%	2.20%	2.05%	1.82%	1.65%	1.57%	1.57%	1.59%
城商行	2.10%	1.98%	1.86%	1.66%	1.51%	1.46%	1.51%	1.58%
农商行	2.43%	2.31%	2.20%	1.87%	1.69%	1.56%	1.74%	1.86%
上市银行	2.24%	2.12%	2.00%	1.75%	1.58%	1.50%	1.49%	1.52%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.2 企金优势继续凸显，重点区域、重点行业的资产摆布更能映射资产结构蜕变

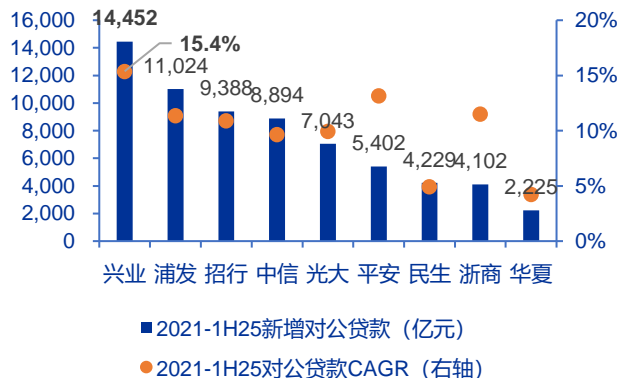
强对公有力支撑信贷基本盘，兴业银行信贷景气度保持股份行前列。近四年来，兴业银行对公贷款增长显著好于同业，2021-1H25 累计新增对公贷款近 1.5 万亿，对公贷款复合增速约 15.4%，增量增速均位居股份行第一，2021 年以来兴业银行贷款增速快于股份行同业约 3pct。边际来看，2Q25 贷款增速放缓至约 4%，但主要与主动压降票据和审慎投放零售有关（1H25 压降票据、零售分别约 320 亿和 280 亿；而对公仍新增近 2300 亿）。

图 9：资产荒背景下股份行贷款增速逐下台阶，兴业银行凭借对公端优势贷款增长表现好于同业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 10：2021 年以来兴业银行对公贷款增量、对公贷款复合增速均居于股份行同业第一



资料来源：公司财报，申万宏源研究

而从重点区域、重点行业的资产摆布来看，更能映射近年来兴业银行资产结构的蜕变：

一方面，过去三年来兴业银行大力推动结构转型，从过去“地产-基建-金融”旧三角模式转向“科技-产业-金融”的新三角模式，更早抢占新经济、新动能赛道，确保信贷景气度优于同业。其背后，既存在降低地产、平台等信贷的依赖度（企金贷款中房地产占比由近14%下降至约12%，1H25平台债务余额降至不到2021年末的约1/4）。也受益兴业银行所布局的绿色、科技、普惠等新赛道均与“五篇大文章”方向高度契合。2024年科技、绿色、普惠、大规模设备更新等重点领域贷款增速分别达21%/20%/11%/41%。

表 6：2022 年以来兴业银行持续加大对绿色、科技、普惠等符合新经济发展趋势的领域投放

增量-亿元	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	存量-占比	2022	2023	2024	1H25
制造业	903	573	841	588	345	(30)	866	制造业	11.7%	13.3%	13.2%	14.3%
批零	153	4	226	(27)	98	(153)	112	批零	5.3%	5.2%	4.8%	4.9%
房地产	(33)	225	494	320	399	(33)	(180)	房地产	7.1%	8.0%	8.3%	7.7%
租赁及商业服务业	336	457	1,161	593	769	(80)	250	租赁及商业服务业	9.2%	11.6%	12.2%	12.3%
基建类	727	227	586	73	601	13	625	基建类	14.9%	14.8%	15.1%	15.8%
其他对公	242	262	257	219	454	388	596	其他对公	4.6%	5.0%	6.3%	7.1%
<b>对公贷款</b>	<b>2,328</b>	<b>1,747</b>	<b>3,567</b>	<b>1,768</b>	<b>2,666</b>	<b>105</b>	<b>2,271</b>	<b>对公贷款</b>	<b>52.8%</b>	<b>58.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>62.2%</b>
按揭	(146)	(92)	(116)	(98)	(107)	211	36	按揭	22.0%	19.7%	18.9%	18.5%
经营贷	387	382	258	196	184	80	55	经营贷	5.6%	6.0%	6.1%	6.1%
信用卡	247	162	(290)	74	(408)	188	(370)	信用卡及其他	12.0%	10.5%	9.6%	8.7%
<b>零售贷款</b>	<b>488</b>	<b>452</b>	<b>(148)</b>	<b>173</b>	<b>(331)</b>	<b>478</b>	<b>(279)</b>	<b>零售贷款</b>	<b>39.6%</b>	<b>36.2%</b>	<b>34.7%</b>	<b>33.3%</b>
票贴	659	(127)	(1,024)	446	(254)	92	(323)	票贴	7.6%	5.9%	5.3%	4.6%
<b>总贷款</b>	<b>3,475</b>	<b>2,072</b>	<b>2,395</b>	<b>2,386</b>	<b>2,082</b>	<b>675</b>	<b>1,668</b>	<b>总贷款</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司财报，申万宏源研究

另一方面，聚焦“区域+行业”经营，提高重点区域贡献度、各分行与当地主流行业匹配度。近四年来，兴业银行除珠三角及海西地区的“基本盘”外，也在加大长三角、以及中西部经济较好区域的资源倾斜。今年上半年，兴业银行13家重点区域分行贷款占比较年初提升约1pct至54%，全国区域重点行业（即所在区域工业营收前十大行业）新增贷款1084亿元，占1H25新增贷款近2/3。

表 7：近年来兴业银行也在加大长三角、以及部分中西部经济较好地区的资源倾斜

机构分布	机构名称	资产规模 (人民币亿元)				占比变化 1H25-2021	机构分布	机构名称	资产规模 (人民币亿元)				占比变化 1H25-2021	
		1H25	占全行	2021	占全行				1H25	占全行	2021	占全行		
珠三角及海西地区	广州分行	4,676	6.5%	4,418	7.3%	-0.8%	中部地区	武汉分行	1,706	2.4%	1,538	2.5%	-0.2%	
	深圳分行	3,696	5.1%	4,371	7.2%	-2.1%		郑州分行	1,662	2.3%	1,378	2.3%	0.0%	
	福州分行	3,027	4.2%	2,691	4.5%	-0.3%		太原分行	1,657	2.3%	1,323	2.2%	0.1%	
	厦门分行	1,694	2.3%	1,323	2.2%	0.2%		合肥分行	1,554	2.2%	1,027	1.7%	0.5%	
	泉州分行	1,142	1.6%	873	1.4%	0.1%		长沙分行	1,386	1.9%	1,416	2.3%	-0.4%	
	宁德分行	656	0.9%	293	0.5%	0.4%		南昌分行	760	1.1%	564	0.9%	0.1%	
	漳州分行	625	0.9%	437	0.7%	0.1%		海口分行	243	0.3%	115	0.2%	0.1%	
	龙岩分行	422	0.6%	256	0.4%	0.2%		<b>中部地区合计</b>	<b>8,967</b>	<b>12.4%</b>	<b>7,361</b>	<b>12.2%</b>	<b>0.2%</b>	
	莆田分行	282	0.4%	203	0.3%	0.1%		东北地区	沈阳分行	718	1.0%	732	1.2%	-0.2%
	三明分行	273	0.4%	169	0.3%	0.1%			哈尔滨分行	710	1.0%	491	0.8%	0.2%
南平分行	270	0.4%	188	0.3%	0.1%	长春分行	600		0.8%	600	1.0%	-0.2%		
<b>珠三角及海西地区合计</b>	<b>16,764</b>	<b>23.2%</b>	<b>15,222</b>	<b>25.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>东北地区合计</b>	<b>2,028</b>		<b>2.8%</b>	<b>1,822</b>	<b>3.0%</b>	<b>-0.2%</b>		
长三角	上海分行	7,380	10.2%	5,963	9.9%	0.3%	西部地区	成都分行	2,277	3.2%	1,284	2.1%	1.0%	
	杭州分行	4,771	6.6%	3,800	6.3%	0.3%		西安分行	1,457	2.0%	1,186	2.0%	0.1%	
	南京分行	4,546	6.3%	4,091	6.8%	-0.5%		重庆分行	954	1.3%	962	1.6%	-0.3%	
	苏州分行	1,068	1.5%	762	1.3%	0.2%		呼和浩特分行	924	1.3%	673	1.1%	0.2%	
	宁波分行	908	1.3%	609	1.0%	0.3%		南宁分行	874	1.2%	687	1.1%	0.1%	
<b>长三角合计</b>	<b>18,674</b>	<b>25.9%</b>	<b>15,225</b>	<b>25.2%</b>	<b>0.7%</b>	乌鲁木齐分行		846	1.2%	562	0.9%	0.2%		
环渤海	北京分行	7,451	10.3%	6,551	10.8%	-0.5%		昆明分行	780	1.1%	553	0.9%	0.2%	
	济南分行	2,482	3.4%	2,141	3.5%	-0.1%		贵阳分行	548	0.8%	496	0.8%	-0.1%	
	天津分行	1,314	1.8%	819	1.4%	0.5%		兰州分行	280	0.4%	194	0.3%	0.1%	
	石家庄分行	1,273	1.8%	859	1.4%	0.3%		银川分行	154	0.2%	80	0.1%	0.1%	
	青岛分行	871	1.2%	1,033	1.7%	-0.5%	西宁分行	147	0.2%	173	0.3%	-0.1%		
	大连分行	631	0.9%	664	1.1%	-0.2%	拉萨分行	83	0.1%	68	0.1%	0.0%		
<b>环渤海合计</b>	<b>14,021</b>	<b>19.4%</b>	<b>12,067</b>	<b>20.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>西部地区合计</b>	<b>9,323</b>	<b>12.9%</b>	<b>6,917</b>	<b>11.5%</b>	<b>1.5%</b>			
境外	香港分行	2,430	3.4%	1,794	3.0%	0.4%	<b>地区分行合计 (未考虑内部轧差)</b>	<b>72,207</b>	<b>100.0%</b>	<b>60,409</b>	<b>100.0%</b>			

资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：13家重点区域分行包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、苏州、成都、合肥、宁波、济南、重庆。

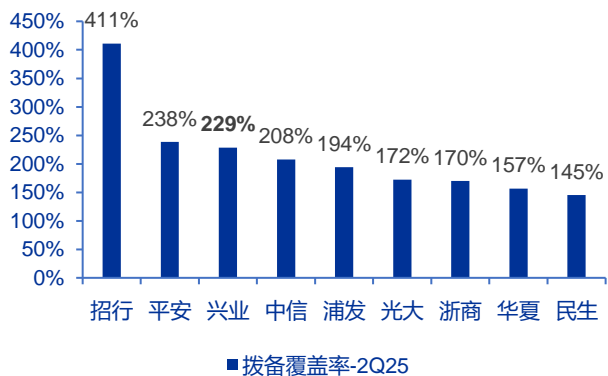
## 2.3 不良平稳、拨备夯实，资产质量不再掣肘估值表现

得益于兴业银行不良率维持低位平稳且更前瞻更快处置，我们判断兴业银行账面资产质量不会超预期波动：一方面，在审慎严格的不良认定下（1H25 “逾期 90 天以上贷款/不良贷款” 约 86%），2Q25 兴业银行不良率低位稳定 1.08%，绝对水平位居股份行第一梯队。另一方面，在地产、信用卡等风险压力缓解的基础上，不良新生成压力有望缓解，估算 1H25 加回核销回收后年化不良生成率约 1.07%，过去四年基本维持约 1-1.1%。此外，相对充足的风险抵补能力也保障资产质量不会超预期波动。2Q25 兴业银行拨备覆盖率 229%，2023 年以来基本保持平稳，同样居于同业前列。

图 11：兴业银行不良率低位稳定约 1.08%，不良率表现好于同业



图 12：兴业银行拨备覆盖率 229%，相对充足的风险抵补能力也保障资产质量超预期波动



资料来源：公司财报，申万宏源研究

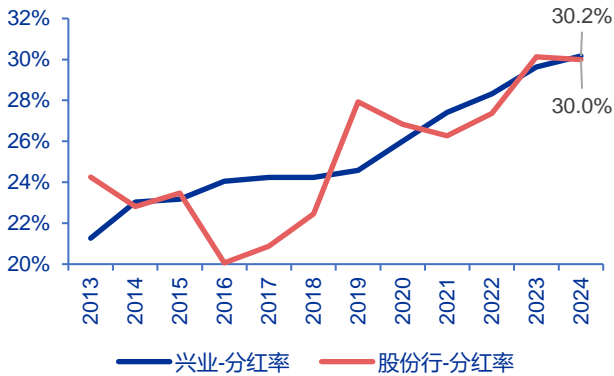
资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.4 分红率可期逐年稳升，耐心资本“掘金”是进行时

兴业银行分红率近 15 年逐年抬升。2024 年兴业银行分红率正式站上 “30%俱乐部” 并超过股份行同业平均水平，考虑到当前盈利趋稳恢复正增，我们判断 2025 年有望继续延续分红抬升趋势。以当前股价估算兴业银行动态股息率超 4.8%，结合考虑 A 股自由流通市值，兴业银行或是高股息策略下银行板块更优选择。

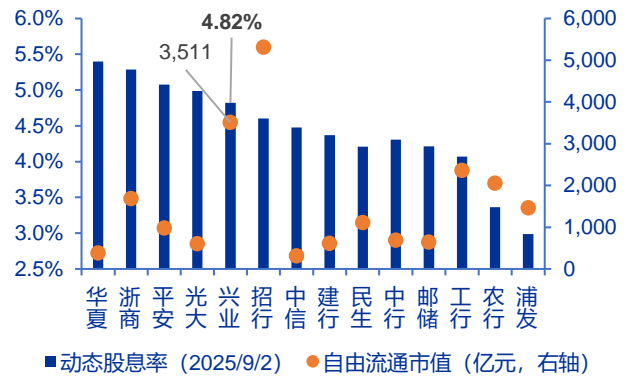
优质高股息属性赋予兴业银行更优价值属性，而中长期资金“掘金”兴业银行或是进行时。今年大家保险集团首次进入兴业银行前十大股东名单，并已于今年 7 月派驻董事，按上半年增持股份以及期间公司均价估算，增持金额或约 110 亿。此外，今年以来国有 AMC 等也在大力增配银行股（如中信金融资产增配中行、光大，信达资产增配浦发等；背后是资产荒背景下银行为代表的标准化的稳健高股息资产替代过去非标等投资），我们判断后续兴业银行大概率也会落地。

图 13: 过去十余年, 兴业银行分红率呈现稳步抬升趋势, 2024 年提升至 30.2% 并高于股份行同业平均水平



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 14: 股息率超 4.8%, 综合考虑 A 股流通盘规模、股息率以及股息成长性, 或是高股息策略更受青睐的标的

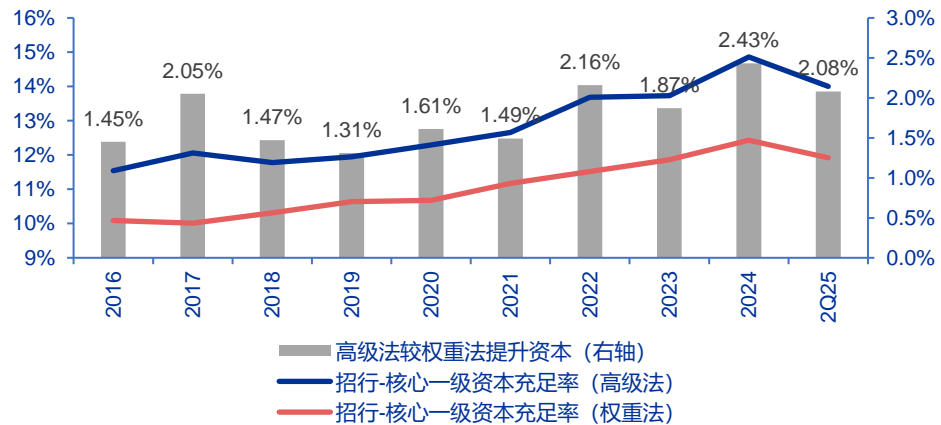


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

目前兴业转债未转股余额约 414 亿, 以 2Q25 静态估算若全部转股可增厚核心一级资本充足率 0.5pct。综合考虑冗余资本、利润留存以及转债全部转股, 可合计支撑约 2.7 万亿信贷增量空间 (较 2Q25 提升超 40%)。而更充足的资本也确保兴业银行更可持续的规模增长和更稳定可期的分红提升。

除此之外, 2024 年 11 月兴业银行董事会决议通过申请资本高级法计量的决议, 若能顺利落地也将赋予更大的资本结余空间。相较权重法而言, 高级法对后台系统要求更高, 但对风险权重认定更为精准、节省资本。以招行为例, 高级法下平均较权重法节约达 2pct。

图 15: 以招行情况来看, 高级法较权重法平均节约核心一级资本充足率约 2pct



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 8: 综合考虑冗余资本、资本留存、转债转股, 可合计支撑兴业银行额外信贷增长约 2.7 万亿, 较当前增厚超 40%**

亿元	2025/6/30	冗余资本		
核心一级资本净额	7,931	657	*冗余资本以“监管底线+0.5pct缓冲垫”计算	
风险加权资产	83,137	7,506	*根据冗余资本计算RWA扩表空间	
核心一级资本充足率	9.54%	8.25%	*监管底线, 考虑系统重要性银行附加资本要求	
冗余资本可支撑信贷扩张规模	5,487			
<b>① 若额外考虑利润留存</b>				
	2024	2025E	2026E	2027E
归属普通股股东净利润	730	743	780	829
分红率	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
利润留存	510	519	545	579
对应次年信贷扩张	4,258	4,333	4,552	4,835
<b>② 若考虑截止9/2尚未转股的414亿可转债全部转股</b>				
可支撑信贷扩张规模	3,454			
<b>合计</b>	<b>26,919</b>	<b>*考虑冗余资本、2024-27利润留存、转债转股</b>		

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究; 注: 此处 2025-2027 年分红率假设持平 2024 年。

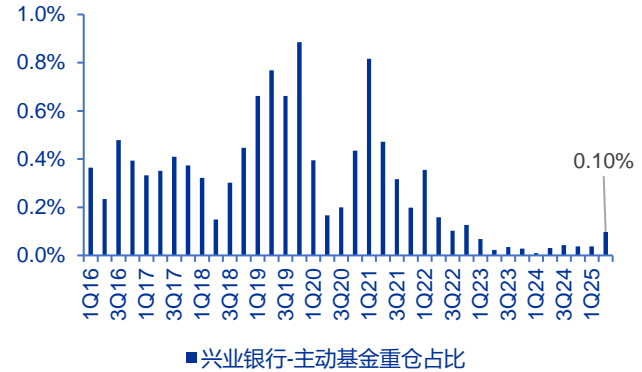
此外, 2024 年以来主要指数快速扩容, 银行作为权重板块持续获资金流入, 而兴业银行作为权重次高的银行股更为受益: 银行股在沪深 300/中证 A500/上证 50 中权重分别约 13%/8%/19%, 其中兴业银行占银行股权重分别 12%/17%/22%。2024 年以来三大指数规模合计扩容超 1.2 万亿, 为兴业银行带来增量资金约 211 亿 (占自由流通市值约 6%)。

**表 9: 银行在主要指数中占比更大, 其中兴业银行权重位居银行第二 (截至 2025/9/1)**

指数权重	沪深300		中证A500		上证50	
	银行	权重	银行	权重	银行	权重
	<b>合计</b>	<b>12.93%</b>	<b>合计</b>	<b>8.12%</b>	<b>合计</b>	<b>19.04%</b>
1	招商银行	2.16%	招商银行	1.99%	招商银行	5.85%
2	<b>兴业银行</b>	<b>1.51%</b>	<b>兴业银行</b>	<b>1.40%</b>	<b>兴业银行</b>	<b>4.10%</b>
3	工商银行	1.08%	工商银行	0.98%	工商银行	2.87%
4	农业银行	0.94%	农业银行	0.84%	农业银行	2.47%
5	交通银行	0.80%	交通银行	0.73%	交通银行	2.14%
6	浦发银行	0.66%	浦发银行	0.60%	中国银行	0.87%
7	江苏银行	0.66%	江苏银行	0.60%	邮储银行	0.73%
8	平安银行	0.48%	平安银行	0.44%		
9	民生银行	0.47%	中国银行	0.30%		
10	上海银行	0.39%	邮储银行	0.25%		
...	...	...				

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 16: 2024 年以来沪深 300、中证 A500、上证 50 合**

**图 17: 相较而言, 2Q25 主动基金重仓兴业银行占比仅**


资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 指数市值截至 2025/9/1 资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 3. 立足长远, 从客群积累到效益兑现, 期待新 $\alpha$

#### 3.1 发挥企金业务长板, 向客群要效益

2021 年以来兴业银行着力推动资产负债结构调优, 在此基础上以企金业务长板为抓手, 双管齐下。

**一方面, 回归客户本源, 快速扩大企金客户基础:** 2021-1H25 兴业银行企金客户数年化增速约 17% 至超 160 万户, 在同资产规模的可比股份行中排名第一, 其中潜力及以上客户数占比近 1/4 且增速持续快于企金整体客户数。

**夯实客户基础成效的重点在于跟踪对公活期存款沉淀及成本改善:** 在存款定期化以及打击手工补息导致对公活期存款流失的背景下, 2023 年以来股份行中只有兴业银行对公活期存款持续维持正增长。从存款成本来看, 1H25 兴业银行对公存款成本较年初下降近 20bps, 驱动存款成本下降 15bps 至 1.76%。

**表 10: 2021 年以来兴业银行对公客户数快速扩容, 年化增速在可比股份行中位居前列**

对公客户数 (万户)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2021-1H25 CAGR
招商	157.3	185.8	209.8	223.3	231.7	252.6	282.1	316.6	336.8	12.5%
浦发	136.0	152.0	155.0	168.0	189.7	213.6	223.8	236.9	243.7	11.2%
<b>兴业</b>	<b>62.1</b>	<b>70.4</b>	<b>78.4</b>	<b>93.1</b>	<b>108.2</b>	<b>123.7</b>	<b>140.1</b>	<b>153.6</b>	<b>160.1</b>	<b>16.8%</b>
中信	59.5	63.0	74.3	82.5	82.9	103.7	115.8	126.7	132.9	14.6%
平安			37.6	43.0	51.0	61.6	75.4	85.3	90.9	23.8%
零售客户数 (亿户)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2021-1H25 CAGR
招商	1.07	1.25	1.44	1.58	1.73	1.84	1.97	2.10	2.16	9.3%
浦发	0.44	0.77	0.86	1.18	1.38	1.43	1.57	1.57	1.63	9.7%
中信	0.80	0.88	1.02	1.11	1.11	1.27	1.37	1.45	1.49	8.8%
平安	0.70	0.84	0.97	1.07	1.18	1.23	1.25	1.26	1.27	4.9%
<b>兴业</b>	<b>0.56</b>	<b>0.69</b>	<b>0.78</b>	<b>0.80</b>	<b>0.80</b>	<b>0.92</b>	<b>1.01</b>	<b>1.10</b>	<b>1.12</b>	<b>10.3%</b>

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 18: 客群夯实直接带来存款沉淀, 股份行中 2023 年以来仅兴业银行实现对公活期存款持续正增长

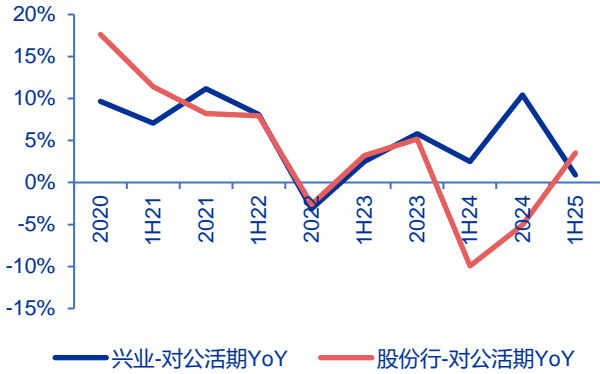
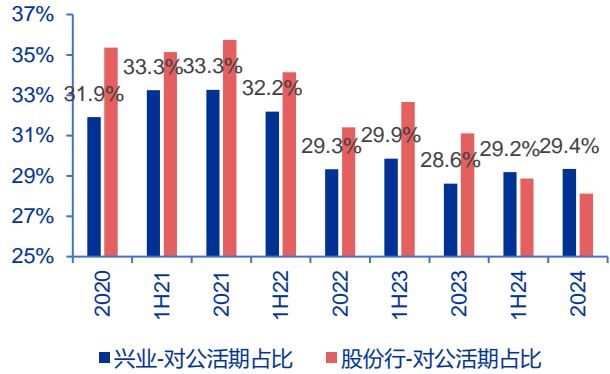


图 19: 对公活期存款占比在股份行中具备优势



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 11: 对公存款成本下行驱动兴业银行存款成本加速下降

对公存款成本	2020	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	1H25较年初
招行	1.76%	1.57%	1.63%	1.65%	1.77%	1.78%	1.76%	1.68%	1.55%	1.33%	-0.22%
中信	2.05%	1.95%	1.99%	2.01%	2.06%	2.09%	2.01%	1.87%	1.67%	1.53%	-0.14%
民生	2.33%	2.12%	2.18%	2.25%	2.33%	2.35%	2.30%	2.23%	2.03%	1.85%	-0.18%
浦发	2.14%	1.87%	1.91%	1.92%	2.15%	2.18%	2.10%	2.03%	1.84%	1.60%	-0.24%
<b>兴业</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.20%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.28%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.22%</b>	<b>2.01%</b>	<b>1.88%</b>	<b>1.71%</b>	<b>-0.17%</b>
光大	2.30%	2.13%	2.18%	2.20%	2.32%	2.32%	2.28%	2.27%	2.11%	1.91%	-0.20%
华夏	2.06%	1.80%	1.86%	1.97%	2.05%	2.05%	2.07%	2.06%	1.91%	1.68%	-0.23%
平安	2.13%	1.99%	1.93%	1.94%	2.06%	2.13%	2.14%	2.12%	1.90%	1.67%	-0.23%
股份行	2.13%	1.95%	1.99%	2.02%	2.13%	2.15%	2.11%	2.03%	1.86%	1.66%	-0.20%
存款成本	2020	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	1H25较年初
招行	1.62%	1.39%	1.45%	1.49%	1.57%	1.61%	1.65%	1.60%	1.47%	1.26%	-0.21%
中信	2.12%	1.99%	2.02%	2.04%	2.09%	2.14%	2.10%	1.98%	1.80%	1.65%	-0.14%
民生	2.31%	2.15%	2.22%	2.27%	2.32%	2.33%	2.30%	2.24%	2.04%	1.86%	-0.18%
浦发	2.16%	1.95%	2.06%	2.06%	2.13%	2.19%	2.13%	2.06%	1.89%	1.67%	-0.21%
<b>兴业</b>	<b>2.24%</b>	<b>2.21%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.25%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.22%</b>	<b>2.06%</b>	<b>1.91%</b>	<b>1.76%</b>	<b>-0.15%</b>
光大	2.32%	2.20%	2.24%	2.26%	2.34%	2.35%	2.30%	2.26%	2.10%	1.92%	-0.19%
华夏	2.06%	1.86%	1.93%	2.01%	2.06%	2.05%	2.07%	2.02%	1.90%	1.68%	-0.22%
平安	2.20%	2.05%	2.06%	2.05%	2.12%	2.20%	2.23%	2.18%	1.97%	1.76%	-0.21%
股份行	2.13%	1.98%	2.03%	2.05%	2.11%	2.14%	2.13%	2.05%	1.88%	1.70%	-0.19%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

另一方面, 在契合我国经济发展新动能的新赛道上兴业银行具备先发优势。2023 年兴业银行在战略新兴、制造业、基建等契合新经济驱动的领域对新增贷款贡献已超 5 成, 摆脱过去依赖同业、依赖地产而发展的刻板印象。2024 年兴业银行绿色、制造业、普惠等合计贡献新增贷款近 9 成。

**对公新赛道优势兑现的重点在于跟踪企金业务量的景气增长以及新增投放的相对溢价:**

2022 年以来兴业银行无论在对公贷款增量还是增速上均持续领跑股份行 (2021-1H25 对公贷款 CAGR 为 15.4%, 股份行平均约 10%)。与此同时, 新增对公贷款定价表现好于同业, 1H25 对公贷款利率约 3.6% (近两年较股份行同业溢价稳定约 20bps), 较年初下降 29bps (股份行平均为下降 31bps)。

**表 12: 兴业银行在对公新赛道上已经具备相较其他股份行的先发优势**

银行	制造业 (亿元)	绿色 (亿元)	普惠小微 (亿元)	总贷款增速		制造业、绿色、普惠贷款占当年 新增贷款比重		制造业、绿色、普惠贷款余额在 总贷款中占比	
	1H25	1H25	1H25	2024	1H25	2024	1H25	2024	1H25
工行	29,020	60,000	31,758	8.8%	8.4%	60.7%	66.7%	40.4%	40.0%
建行	25,292	57,200	37,400	8.3%	7.9%	64.9%	83.7%	40.2%	43.8%
农行	30,882	57,200	42,400	10.2%	9.6%	82.4%	97.0%	43.8%	48.9%
中行	33,929	45,391	26,534	8.2%	9.1%	115.0%	95.0%	43.6%	46.0%
邮储	6,713	9,586	17,180	9.4%	10.1%	50.8%	44.6%	33.6%	35.1%
招行	7,220	4,147	9,133	5.8%	5.5%	57.0%	54.9%	29.7%	28.8%
<b>兴业</b>	<b>8,464</b>	<b>10,756</b>	<b>5,849</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.1%</b>	<b>89.0%</b>	<b>156.4%</b>	<b>39.8%</b>	<b>42.5%</b>
中信	6,474	7,014	6,306	4.0%	3.7%	113.8%	272.5%	30.7%	34.1%
浦发	7,421	6,720	4,961	7.4%	6.0%	68.4%	77.9%	32.9%	33.9%
民生	4,859	3,265	6,668	1.5%	1.1%	233.3%	52.1%	33.6%	33.1%
光大	5,664	4,641	4,527	3.9%	4.9%	175.1%	78.2%	35.5%	36.3%
华夏	2,832	3,329	1,903	2.5%	2.3%	111.0%	162.7%	31.3%	33.4%
平安	2,408	2,517	4,995	-1.0%	-0.1%	105.6%	102.4%	26.0%	29.1%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 13: 对比股份行, 兴业银行对公贷款增长具备相对优势**

对公贷款增 量-亿元	2021	2022	2023	2024	1H25	对公贷款增 速	2021	2022	2023	2024	1H25
	招行	1,337	2,247	2,242	2,639		2,260	招行	6.6%	10.4%	9.4%
中信	1,658	1,878	1,731	2,110	3,175	中信	7.6%	8.0%	6.9%	7.8%	10.5%
民生	595	949	2,181	626	473	民生	2.7%	4.1%	9.1%	2.4%	2.0%
浦发	1,019	1,903	2,429	3,382	3,310	浦发	4.4%	7.9%	9.4%	11.9%	12.8%
<b>兴业</b>	<b>1,804</b>	<b>4,075</b>	<b>5,334</b>	<b>2,772</b>	<b>2,271</b>	<b>兴业</b>	<b>8.8%</b>	<b>18.3%</b>	<b>20.3%</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.9%</b>
光大	1,335	1,406	2,344	1,317	1,976	光大	8.1%	7.9%	12.1%	6.1%	10.1%
华夏	346	190	422	803	809	华夏	2.5%	1.3%	2.9%	5.4%	6.7%
平安	498	858	1,308	2,062	1,174	平安	5.2%	8.6%	12.1%	17.0%	9.0%
浙商	949	1,041	1,411	1,214	436	浙商	12.0%	11.8%	14.3%	10.8%	8.4%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**表 14: 对公信贷高增的同时, 兴业银行凭借业务优势维持对公信贷相对溢价, 边际降幅也好于同业**

公司贷款利率	2020	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	1H25较年初
招行	3.75%	3.82%	3.90%	3.85%	3.92%	3.80%	3.72%	3.49%	3.30%	2.93%	-0.37%
中信	4.43%	4.62%	4.53%	4.48%	4.52%	4.46%	4.40%	4.22%	4.02%	3.65%	-0.37%
民生	3.88%	4.61%	4.21%	3.97%	3.89%	3.94%	3.83%	3.68%	3.49%	3.16%	-0.34%
浦发	3.85%	3.89%	3.76%	3.94%	3.87%	3.86%	3.83%	3.71%	3.52%	3.27%	-0.25%
<b>兴业</b>	<b>4.21%</b>	<b>4.27%</b>	<b>4.07%</b>	<b>3.97%</b>	<b>3.92%</b>	<b>4.24%</b>	<b>4.18%</b>	<b>4.03%</b>	<b>3.89%</b>	<b>3.60%</b>	<b>-0.29%</b>
光大	4.19%	4.40%	4.33%	4.34%	4.30%	4.27%	4.12%	3.95%	3.76%	3.41%	-0.35%
华夏	4.19%	4.87%	4.74%	4.49%	4.38%	4.21%	4.16%	3.91%	3.68%	3.45%	-0.23%
平安	4.00%	4.08%	3.99%	3.86%	3.94%	4.05%	4.02%	3.70%	3.44%	3.14%	-0.29%
股份行	<b>4.06%</b>	<b>4.32%</b>	<b>4.19%</b>	<b>4.11%</b>	<b>4.09%</b>	<b>4.10%</b>	<b>4.03%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.64%</b>	<b>3.33%</b>	<b>-0.31%</b>
贷款利率	2020	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	1H25较年初
招行	4.26%	4.71%	4.68%	4.62%	4.54%	4.36%	4.19%	4.02%	3.86%	3.45%	-0.40%
中信	4.56%	5.05%	4.96%	4.88%	4.78%	4.66%	4.46%	4.35%	4.12%	3.79%	-0.33%
民生	4.32%	5.10%	4.85%	4.62%	4.45%	4.41%	4.24%	4.07%	3.84%	3.54%	-0.30%
浦发	4.26%	4.70%	4.65%	4.66%	4.45%	4.38%	4.14%	4.03%	3.73%	3.47%	-0.26%
<b>兴业</b>	<b>4.57%</b>	<b>5.11%</b>	<b>4.96%</b>	<b>4.89%</b>	<b>4.74%</b>	<b>4.63%</b>	<b>4.55%</b>	<b>4.32%</b>	<b>4.11%</b>	<b>3.73%</b>	<b>-0.38%</b>
光大	4.75%	5.16%	5.06%	5.02%	4.94%	4.87%	4.63%	4.36%	3.91%	3.69%	-0.22%
华夏	4.74%	5.18%	5.07%	4.88%	4.82%	4.73%	4.75%	4.47%	4.30%	3.96%	-0.34%
平安	5.43%	6.34%	6.18%	6.00%	5.81%	5.65%	5.29%	4.79%	4.28%	4.03%	-0.25%
股份行	<b>4.61%</b>	<b>5.17%</b>	<b>5.05%</b>	<b>4.94%</b>	<b>4.82%</b>	<b>4.71%</b>	<b>4.53%</b>	<b>4.30%</b>	<b>4.02%</b>	<b>3.71%</b>	<b>-0.31%</b>

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

## 3.2 以构建企金综合服务竞争力为本，投资银行久久为功，债券承销稳居行业前二，商投联动丰富收入

兴业银行投资银行优势突出，“商投联动”切入企业全流程金融服务、增厚自身收益，这也是以服务促资产、避免无序价格竞争的核心竞争力。

1) 针对传统经济，通过商投融合推动债、贷结合优化杠杆。2024 年，兴业银行剔除地方政府债后债券总承销规模近 9000 亿，在全市场同业中稳居前二。

2) 针对高新技术企业，以股权为支点撬动债权提供服务。1H25 兴业银行投行业务服务科技金融客户 34.42 万户，科技金融融资余额 2.01 万亿（其中科技金融贷款余额 1.11 万亿，不良率 0.97%）；公司大投行 FPA 余额 4.68 万亿，同比增长 5.6%。

表 15：2024 年兴业银行剔除地方政府债后债券总承销规模近 9000 亿，在全市场同业中稳居前二

2021			2022			2023			2024		
排名	机构	规模 (亿元)	排名	机构	规模 (亿元)	排名	机构	规模 (亿元)	排名	机构	规模 (亿元)
1	中信银行	7,642	1	中信银行	7,021	1	兴业银行	7,048	1	中信银行	9,614
2	兴业银行	6,959	2	兴业银行	6,626	2	中信银行	6,919	2	兴业银行	8,873
3	招商银行	5,614	3	招商银行	6,232	3	招商银行	5,871	3	招商银行	6,477
4	浦发银行	5,252	4	工商银行	5,058	4	光大银行	4,738	4	工商银行	5,091
5	工商银行	5,245	5	建设银行	4,628	5	浦发银行	4,521	5	中国银行	4,882
6	光大银行	5,121	6	中国银行	4,528	6	中国银行	3,798	6	浦发银行	4,786
7	建设银行	5,119	7	光大银行	4,233	7	工商银行	3,734	7	光大银行	4,698
8	中国银行	4,823	8	浦发银行	4,182	8	民生银行	3,205	8	建设银行	3,260

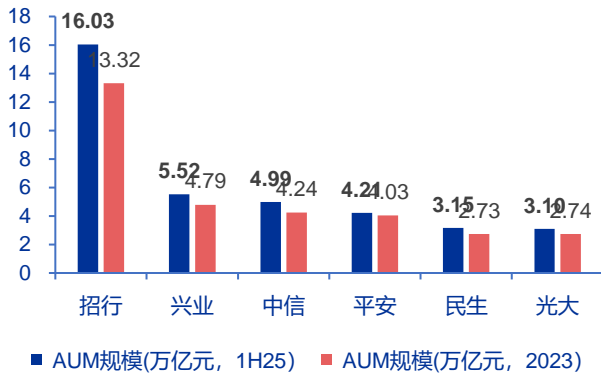
资料来源：Wind，申万宏源研究

## 3.3 有效弥补零售业务短板，提升客户和负债质量

过去三年兴业银行在零售客户数、零售存款、零售财富等都有显著增长。一方面，从客户基础来看，2Q25 兴业银行零售客户数达 1.12 亿户，较 2021 年增长达 40%，增速位居可比股份行第一。另一方面，从负债表现来看，2Q25 兴业银行零售存款余额接近 5.9 万亿元，位居股份行第 3，2021 年以来累计增长 1.56 万亿元，增量位居股份行第 2。同时成本也有效下行呈现“量质双优”，1H25 零售存款成本 1.89%，较 2021 年累计下降约 35bps。此外，从财富与资管融合来看，兴业银行资产强的优势不断赋能，并在客群夯实的基础上带动财富与资管业务更快发展，2Q25 兴银理财管理规模达 2.3 万亿元，规模保持市场第二；集团零售 AUM 达 5.52 万亿元，已跃居股份行第二。

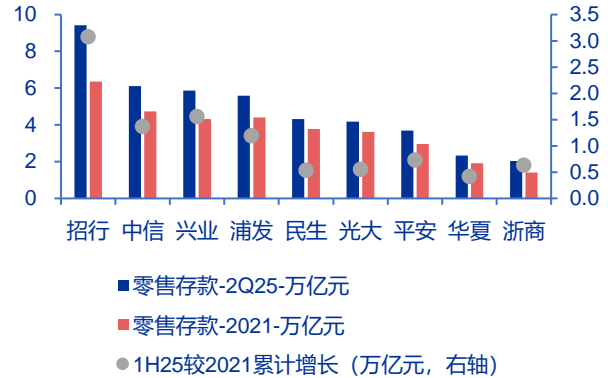
其背后归功于体系化建设的成效显现，进而有效实现零售客户基础夯实、零售负债短板补齐、零售财富有效增长。一方面，推进零售体系化建设，摒弃“大干快上”追求短期的思路，聚焦精耕细作，构建“向上输送的客户经营体系、持续陪伴的客户服务体系、双线融合的数字运营体系、利益同向的业务联动体系、重点突出的分行管理体系”等五大体系化建设。另一方面，实施“一把手”工程，倡导分行“一把手”分管零售，解决长期制约公私协同的机制性问题，实现在工资代发、商户收单、私人银行、个人经营贷、个人养老金等业务拓展上的积极成效。

图 20: 兴业银行 AUM 已位居股份行第二



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 21: 2021 年以来, 兴业银行零售存款规模已居股份行前三, 零售存款累计增量位居股份行第二

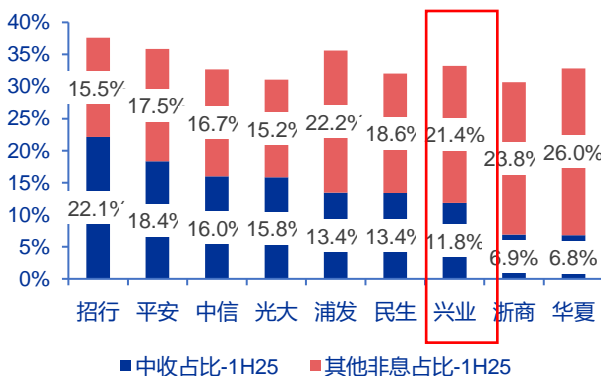


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

### 3.4 以大投行、大资管、大财富驱动轻资本运营, 中收撬动非息收入贡献有望持续提升

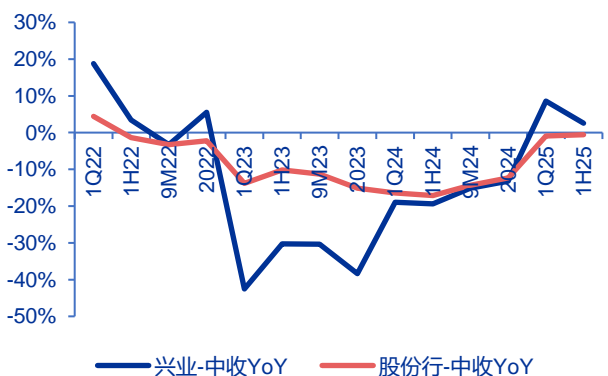
长期来看, 兴业银行有望发挥既有的资产获取能力, 进一步理顺“大投行、大资管、大财富”机制后, 有望撬动轻资本业务贡献持续提升。2Q25 兴业银行 AUM 超 5.5 万亿元位居股份行第二, 今年以来也优于同业更早实现中收增速转正, 其中财富管理中收增速超 13% (占中收比重约 21%, 同比提升 2pct)。1H25 兴业银行非息收入占比达 33%领跑同业, 但中收贡献 (约 12%, 股份行平均超 15%) 还有进一步提升空间。

图 22: 兴业银行非息收入占比位居同业前列, 但中收贡献还有进一步提升空间



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 23: 伴随基数压力消化, 兴业银行今年以来中收已实现增速转正, 财富、托管、资管等发力下有望支撑中收贡献持续提升



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

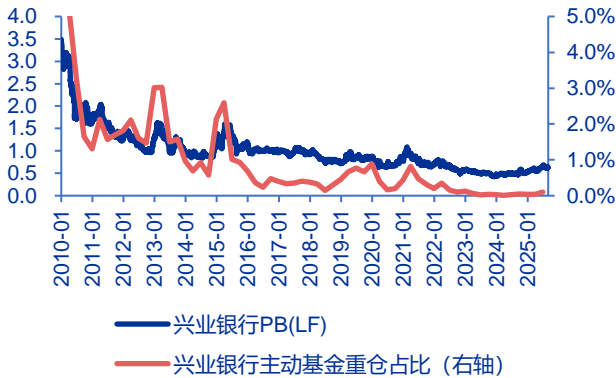
## 4. 投资分析意见：股份行困境修复受益标的，维持“买入”评级

受外部需求偏弱、地产零售风险暴露等行业共性因素影响，过去三年兴业银行业绩边缘走弱、资产质量有所波动，压制估值水平。当前兴业银行 PB-25E 仅 0.57 倍，较上市银行整体折价约 23%，股息率超 4.8%；即使考虑转债全部转股，PB-25E 也仅 0.62 倍，较上市银行整体折价约 13%，股息率超 4.4%，优质价值属性亟待重估。

对比其他股份行，尽管当前兴业银行估值处于股份行第二，但绝对水平偏低且并未与其他股份行拉开明显差距。在股份行整体有望迎来基本面筑底改善的背景下，我们看好现阶段兴业银行率先实现估值向上突破，原因有三：1) 更好于同业的量价表现驱动营收、利润率率先修复维持正增；2) 地产等风险担忧缓解，前期受压制更深的银行率先有望改善；3) 高股息、分红有望提升，更受以险资为主的中长期资金青睐；而兴业银行作为权重股，指数扩容也将带来资金增持。

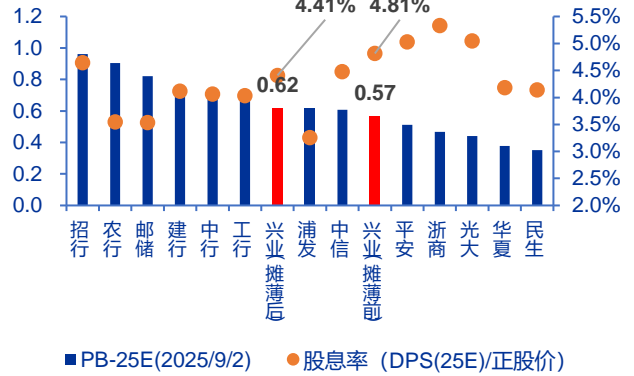
当前兴业银行化解存量风险掷地有声，重点领域不良压力峰值已过，归母净利润也回归正增，我们认为兴业银行已开启盈利平稳修复趋势。高股息、分红可预期提升的优质属性有望持续获得中长期资金青睐，适时推动转债转股预计也是可持续发展的必要条件。维持盈利增速预测，预计 2025-27 年归母净利润同比增速分别为 1.7%、4.8%、5.9%。当前股价对应 2025 年 PB 为 0.57 倍，对应股息率超 4.8%， “低估值、高股息、持仓底” 的底部特征凸显，维持 “买入” 评级。

图 24：2024 年末兴业银行主动基金重仓占比仅为 0.1%，持仓结构相对分散



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：即使考虑转债全部转股摊薄，兴业银行当前股价对应仅 0.62 倍 PB，股息率仍超 4.4%



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16: 可比公司估值表 (收盘价截至 2025 年 9 月 2 日)

上市银行	代码	归母净利润-YoY			ROE		不良率		拨备覆盖率		PB	
		2024	1Q25	1H25	2024	1H25	2024	2Q25	2024	2Q25	25E	26E
工商银行	601398.SH	0.5%	-4.0%	-1.4%	10.0%	8.9%	1.34%	1.33%	214.9%	217.7%	0.69	0.65
建设银行	601939.SH	0.9%	-4.0%	-1.4%	10.7%	9.7%	1.34%	1.33%	233.6%	239.4%	0.71	0.66
农业银行	601288.SH	4.7%	2.2%	2.7%	10.5%	9.9%	1.30%	1.28%	299.6%	295.0%	0.90	0.84
中国银行	601988.SH	2.6%	-2.9%	-0.9%	9.6%	8.6%	1.25%	1.24%	200.6%	197.4%	0.70	0.66
邮储银行	601658.SH	0.2%	-2.6%	0.8%	9.9%	9.5%	0.90%	0.92%	286.1%	260.4%	0.82	0.77
招商银行	600036.SH	1.2%	-2.1%	0.3%	14.5%	13.8%	0.95%	0.93%	412.0%	410.9%	0.96	0.88
中信银行	601998.SH	2.3%	1.7%	2.8%	9.9%	9.8%	1.16%	1.16%	209.4%	207.5%	0.61	0.57
浦发银行	600000.SH	23.3%	1.0%	10.2%	6.3%	8.7%	1.36%	1.31%	187.0%	193.9%	0.62	0.60
<b>平均</b>		<b>2.3%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>1.20%</b>	<b>1.19%</b>	<b>255.4%</b>	<b>252.8%</b>	<b>0.75</b>	<b>0.70</b>
兴业银行	601166.SH	0.1%	-2.2%	0.2%	9.9%	10.6%	1.07%	1.08%	237.8%	228.5%	0.57	0.53

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

## 5. 风险提示

**1) 经济复苏不及预期、LPR 超预期下调, 息差下降幅度超预期。**若宏观经济复苏偏慢、政策提振成效低于预期, 可能影响实体有效需求修复; 同时若贷款定价持续下行、负债成本上行继续挤压息差表现, 银行盈利能力将继续承压, 将影响银行内生资本留存以及可持续支持实体经济的能力。

**2) 信用卡、地产、地方政府平台等风险超预期暴露引发的资产质量风险。**若地产、平台、信用卡等不良风险大面积扩散暴露, 可能造成兴业银行资产质量承压, 极大影响利润表现。

**3) 中长期维度, 当前布局新周期赛道的资产若产能过剩可能滞后引发风险暴露。**若实体需求偏弱、产能过剩导致新赛道景气向下, 流动性退坡后容易引发不良风险暴露。

表 17: 兴业银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	同比增速 (%)				
						2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Net interest income 净利息收入</b>	<b>146,503</b>	<b>148,107</b>	<b>148,374</b>	<b>153,430</b>	<b>159,454</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Non-interest income 非利息收入</b>	<b>64,328</b>	<b>64,119</b>	<b>64,119</b>	<b>66,043</b>	<b>69,345</b>	<b>-16.6%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>
Net fee income 净手续费收入	27,755	24,096	26,506	29,156	32,072	-38.4%	-13.2%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Operating income 营业收入</b>	<b>210,831</b>	<b>212,226</b>	<b>212,493</b>	<b>219,472</b>	<b>228,799</b>	<b>-5.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.2%</b>
<b>Operating expenses 营业支出</b>	<b>(65,513)</b>	<b>(64,840)</b>	<b>(63,543)</b>	<b>(62,272)</b>	<b>(61,027)</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>
Taxes and surcharges 营业税	(2,319)	(2,229)	(2,296)	(2,365)	(2,436)	1.8%	-3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>PPOP 拨备前营业利润</b>	<b>145,318</b>	<b>147,386</b>	<b>148,950</b>	<b>157,200</b>	<b>167,772</b>	<b>-6.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.7%</b>
Impairment losses on assets 资产减值损失	(61,178)	(60,189)	(61,250)	(65,269)	(70,394)	25.8%	-1.6%	1.8%	6.6%	7.9%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(67,103)	(51,613)	(55,246)	(61,067)	(67,452)	77.4%	-23.1%	7.0%	10.5%	10.5%
<b>Operating profit 营业利润</b>	<b>84,140</b>	<b>87,197</b>	<b>87,700</b>	<b>91,931</b>	<b>97,378</b>	<b>-20.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.9%</b>
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	189	(77)	(92)	(111)	(133)	220.3%	-140.7%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>Profit before taxation 利润总额</b>	<b>84,329</b>	<b>87,120</b>	<b>87,608</b>	<b>91,821</b>	<b>97,245</b>	<b>-20.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.9%</b>
Income tax 所得税	(6,675)	(9,629)	(8,761)	(9,182)	(9,725)	-51.7%	44.3%	-9.0%	4.8%	5.9%
<b>Net profit 净利润</b>	<b>77,654</b>	<b>77,491</b>	<b>78,847</b>	<b>82,638</b>	<b>87,521</b>	<b>-16.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.9%</b>
Minority interest 少数股东权益	(538)	(286)	(315)	(346)	(381)	na	na	na	na	na
<b>NPAT 归属股东净利润</b>	<b>77,116</b>	<b>77,205</b>	<b>78,532</b>	<b>82,292</b>	<b>87,140</b>	<b>-15.6%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.9%</b>
AT1 shareholders 优先股股息	4,212	4,212	4,260	4,260	4,260	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%
<b>NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润</b>	<b>72,904</b>	<b>72,993</b>	<b>74,272</b>	<b>78,032</b>	<b>82,880</b>	<b>-16.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.2%</b>
<b>Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total loans 贷款总额	5,460,935	5,736,610	6,080,807	6,445,655	6,832,394	9.6%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Total deposits 存款总额	5,137,073	5,532,333	5,864,273	6,216,129	6,589,097	8.4%	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%
NPLs 不良贷款余额	58,491	61,477	65,022	68,780	72,764	7.3%	5.1%	5.8%	5.8%	5.8%
Loan provisions 贷款损失准备	143,426	146,183	157,705	175,555	197,198	11.3%	1.9%	7.9%	11.3%	12.3%
Total assets 资产总额	10,158,326	10,507,898	11,103,951	11,761,091	12,486,380	9.6%	3.4%	5.7%	5.9%	6.2%
Total liabilities 负债总额	9,350,607	9,614,287	10,156,997	10,757,768	11,422,929	9.9%	2.8%	5.6%	5.9%	6.2%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	796,224	881,908	934,548	990,174	1,049,513	6.7%	10.8%	6.0%	6.0%	6.0%
Other equity instruments 优先股及其他	85,802	115,802	115,802	115,802	115,802	0.0%	35.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	8,688,173	9,210,951	9,632,871	10,215,260	10,814,972	9.9%	6.0%	4.6%	6.0%	5.9%
<b>Per share data (Yuan) 每股数据 (元)</b>										
Shares 普通股股本 (百万股)	20,774	20,774	21,163	21,163	21,163	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%
EPS	3.51	3.51	3.51	3.69	3.92	-16.4%	0.1%	-0.1%	5.1%	6.2%
BVPS	34.20	36.88	38.69	41.32	44.12	7.6%	7.8%	4.9%	6.8%	6.8%
DPS	1.04	1.06	1.06	1.11	1.18	-12.5%	1.9%	-0.1%	5.1%	6.2%
PPOP/sh	7.00	7.09	7.04	7.43	7.93	-6.1%	1.4%	-0.8%	5.5%	6.7%
<b>Main indicators 主要指标 (%)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
ROA	0.80%	0.75%	0.73%	0.72%	0.72%	-0.23%	-0.05%	-0.02%	-0.01%	0.00%
ROE	10.6%	9.9%	9.4%	9.2%	9.2%	-3.21%	-0.75%	-0.51%	-0.16%	-0.05%
<b>NIM 净息差</b>	<b>1.69%</b>	<b>1.61%</b>	<b>1.54%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.47%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>-0.08%</b>	<b>-0.07%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>-0.03%</b>
<b>Cost-to-income ratio 成本收入比</b>	<b>29.97%</b>	<b>29.50%</b>	<b>28.82%</b>	<b>27.30%</b>	<b>25.61%</b>	<b>0.60%</b>	<b>-0.47%</b>	<b>-0.68%</b>	<b>-1.53%</b>	<b>-1.69%</b>
Effective tax rate 有效所得税率	7.92%	11.05%	10.00%	10.00%	10.00%	-5.08%	3.14%	-1.05%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	106.30%	103.69%	103.69%	103.69%	103.69%	1.11%	-2.61%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>NPL ratio 不良率</b>	<b>1.07%</b>	<b>1.07%</b>	<b>1.07%</b>	<b>1.07%</b>	<b>1.06%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>
<b>Provision coverage ratio 拨备覆盖率</b>	<b>245.21%</b>	<b>237.78%</b>	<b>242.54%</b>	<b>255.24%</b>	<b>271.01%</b>	<b>8.77%</b>	<b>-7.43%</b>	<b>4.76%</b>	<b>12.70%</b>	<b>15.77%</b>
Provision ratio 拨贷比	2.63%	2.55%	2.59%	2.72%	2.89%	0.04%	-0.08%	0.05%	0.13%	0.16%
<b>Credit cost 信用成本</b>	<b>1.29%</b>	<b>0.92%</b>	<b>0.94%</b>	<b>0.98%</b>	<b>1.02%</b>	<b>0.48%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>0.01%</b>	<b>0.04%</b>	<b>0.04%</b>
Non-interest income/operating income 非息收入占比	30.51%	30.21%	30.17%	30.09%	30.31%	-4.16%	-0.30%	-0.04%	-0.08%	0.22%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	13.16%	11.35%	12.47%	13.28%	14.02%	-7.09%	-1.81%	1.12%	0.81%	0.73%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	9.76%	9.75%	9.83%	9.75%	9.66%	-0.05%	-0.01%	0.08%	-0.08%	-0.09%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.93%	11.23%	11.21%	11.03%	10.84%	-0.15%	0.29%	-0.02%	-0.18%	-0.18%
CAR 资本充足率	14.13%	14.20%	14.07%	13.83%	13.55%	-0.31%	0.07%	-0.14%	-0.24%	-0.28%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究; 注: 净息差根据“利息净收入/日均生息资产”估算, 与披露口径存在差异在于, 披露口径调整了 FVTPL 对应负债的利息支出。

**表 18: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 2025 年 9 月 2 日)**

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.57	20,410	7.76	7.51	0.69	0.65	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	4.1%	4.0%
建设银行	601939.SH	9.22	1,953	7.45	7.22	0.71	0.66	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.2%	4.1%
农业银行	601288.SH	7.19	22,954	9.09	8.59	0.90	0.84	10.3%	10.2%	0.66%	0.63%	3.4%	3.5%
中国银行	601988.SH	5.63	13,433	7.93	7.52	0.70	0.66	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	3.9%	4.1%
邮储银行	601658.SH	6.21	6,225	9.16	8.77	0.82	0.77	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.5%	3.5%
招商银行	600036.SH	43.44	8,961	7.60	7.37	0.96	0.88	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.6%	4.6%
中信银行	601998.SH	7.99	3,257	6.81	6.58	0.61	0.57	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.5%	4.5%
民生银行	600016.SH	4.56	1,617	7.26	7.33	0.35	0.34	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.2%	4.1%
浦发银行	600000.SH	13.73	4,187	9.26	8.29	0.62	0.60	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.0%	3.3%
兴业银行	601166.SH	21.99	4,654	6.27	5.96	0.57	0.53	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	4.8%	4.8%
光大银行	601818.SH	3.79	1,759	6.00	5.84	0.44	0.42	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.0%	5.0%
华夏银行	600015.SH	7.50	1,194	5.99	6.64	0.38	0.36	6.5%	5.6%	0.50%	0.44%	5.4%	4.2%
平安银行	000001.SZ	11.98	2,325	5.63	5.59	0.51	0.48	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.1%	5.0%
南京银行	601009.SH	11.08	1,370	6.62	6.04	0.75	0.69	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.7%	5.0%
宁波银行	002142.SZ	28.98	1,914	6.73	6.06	0.83	0.75	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.1%	3.4%
江苏银行	600919.SH	10.89	1,998	6.03	5.50	0.77	0.69	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.8%	5.2%
上海银行	601229.SH	9.64	1,370	5.21	5.17	0.53	0.50	10.7%	10.0%	0.81%	0.77%	5.2%	6.0%
杭州银行	600926.SH	15.98	1,158	6.14	5.41	0.83	0.74	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.4%	3.3%
苏州银行	002966.SZ	8.23	368	7.07	6.53	0.72	0.67	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.5%	4.8%
成都银行	601838.SH	18.53	785	5.89	5.43	0.87	0.78	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	4.8%	5.1%
重庆银行	601963.SH	9.85	187	6.60	6.06	0.59	0.55	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	4.2%	4.5%
齐鲁银行	601665.SH	5.75	354	6.54	5.84	0.78	0.72	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.5%	4.2%
厦门银行	601187.SH	6.67	176	7.87	7.74	0.65	0.61	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.6%	4.5%
无锡银行	600908.SH	6.07	133	5.97	5.65	0.58	0.53	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.8%	3.9%
常熟银行	601128.SH	7.62	253	5.47	4.83	0.72	0.64	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.3%	3.3%
江阴银行	002807.SZ	4.90	121	5.67	5.36	0.60	0.55	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.1%	4.3%
苏农银行	603323.SH	5.32	107	5.18	4.84	0.54	0.49	10.9%	10.6%	0.93%	0.91%	3.4%	3.3%
张家港行	002839.SZ	4.55	111	6.16	5.83	0.58	0.54	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.4%	4.5%
瑞丰银行	601528.SH	5.63	110	5.46	5.14	0.54	0.49	10.2%	10.0%	0.88%	0.85%	3.6%	3.7%
紫金银行	601860.SH	2.99	109	7.61	7.46	0.49	0.44	6.8%	6.2%	0.50%	0.45%	3.3%	3.0%
沪农商行	601825.SH	9.09	877	7.07	6.82	0.66	0.62	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	4.8%	4.8%
渝农商行	601077.SH	6.65	588	6.28	5.91	0.57	0.53	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.6%	4.9%
<b>A 股板块平均</b>				<b>7.09</b>	<b>6.76</b>	<b>0.70</b>	<b>0.65</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.77%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

注: 股息收益率=预测 DPS/收盘价, 预测 DPS=归属普通股股东净利润\*分红率/总股本, 其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。