

农业银行（601288）

农业银行为何能站稳 1 倍 PB？

一、农业银行股价高涨的背后，也需要关注阶段性回调压力

2025/9/25-10/22，农业银行行情实现“14 连阳”、股价连创历史新高，也时隔七年半重新站在 1 倍 PB 以上。但在 10 月 23 日，农业银行股价盘中一度再创新高后，跳水转跌。

回顾近期农业银行表现，短期股价高涨可能存在市场情绪推动，需要关注阶段性回调风险。具体而言：

1、农业银行 10 月涨幅达 21.3%，是 2015 年以来最高单月涨幅，这在国有大行中也属罕见。复盘 2015 年以来国有大行单月涨幅，仅工行、建行、交行曾各自出现过一次单月涨幅 20% 以上的情况，工行和建行发生在 2018 年 1 月，交行发生在 2015 年 6 月。因此，截至 10/22，在单月涨幅已达历史新高后，农业银行股价存在一定的调整压力。

2、农业银行估值已达阶段性高位，估值安全边际比较优势减弱。10 月 17 日，农业银行率先突破 1 倍 PB 关键点位，结束了国有大行长期破净的格局。截至 10/22，农行 PB 达 1.06 倍，但工行、建行、中行、交行、邮储分别为 0.74 倍/0.73 倍/0.67 倍/0.56 倍/0.70 倍，估值优势的减弱可能使其对部分追求高安全边际资金的吸引力下降。

二、为何农业银行 9 月大幅回调，是否意味着农业银行的上涨具有“水分”？

2025/9/5-9/22，农业银行股价曾出现大幅回调，期间累计下跌 11.1%，远高于同期其他国有大行。

我们认为，这主要是 7、8 月银行板块整体回调期间，农业银行却依旧显著领涨同业，在市场风格切换后，积累的部分获利盘了结意愿更强，进而导致回调压力的集中释放。数据显示，2025/7/11-9/1，银行板块整体下跌 7.0%，而农行大涨 11.6%。

因此，若后续农行股价再度出现回调，可能主要仍受两点因素扰动：一是市场风格轮动的冲击。银行股防御属性偏强，若未来市场风险偏好回升，资金转向可能导致银行股行情反复。二是技术性调整的内在需求。农行短期涨幅巨大，部分获利盘可能在 1 倍 PB 等关键点位附近选择“落袋为安”，进而导致股价冲高回落。

但是，我们认为，回调并不意味着农行基本面存在问题，也不意味着农行今年的亮眼涨势是脱离基本面的“无根之木”。在农业银行站稳 1 倍 PB 的过程中，行情出现阶段性回调是正常的，但这大概率不会改变其估值中枢上移、向内在价值回归的长期趋势。

三、中长期来看，国有大行重回 1 倍 PB 以上是大势所趋，农业银行有望作为“排头兵”率先站稳 1 倍 PB。

第一，银行业竞争格局重塑之下，国有大行“压舱石”地位愈发凸显，竞争优势愈发突出。我们认为，当前银行的竞争格局“强者恒强”的“马太效应”会更加明显，无论是监管资源、还是市场资源，有望持续向头部银行集中。在此背景之下，农业银行作为下沉战略的“翘楚”，在前瞻布局、长期深耕之下，已具备强于同业的竞争优势。

第二，基本面好叠加注资呵护，农业银行稳定 ROE 有支撑。一方面，尽管当前农业银行同样面临行业共性的息差收窄压力，其净息差的核心优势并未改变，即深耕县域客群所带来的高客户粘性和低负债成本。另一方面，财政注资将夯实农业银行资本实力，为农业银行推进“村改支”补充燃料，进而赋能县域业务扩张。

第三，今年农业银行在资本市场上取得多项瞩目成就，可能有较强的业绩增长和市值管理诉求。

投资建议：持续看好农业银行站稳 1 倍 PB。短期来看，银行板块在四季度和一季度胜率较高。复盘 2020-2024 年各季度表现来看，银行板块兼具绝对收益和相对收益的季度中，四季度占比为 37.5%，农业银行行情表现也有望受益于此。中长期来看，当 A 股市场生态重塑的大背景不变，当银行业竞争格局重塑和农业银行竞争优势凸显的核心逻辑不变，我们依然可以抱有农业银行站稳 1 倍 PB 的信心。

风险提示：息差加速下行，资产质量恶化，股价冲高回落。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	6,948	7,106	7,211	7,472	7,808
增长率（%）	-4.14	2.26	1.49	3.62	4.49
归属母公司股东净利润（亿元）	2,694	2,821	2,865	2,978	3,121
增长率（%）	3.94	4.72	1.57	3.94	4.79
每股收益（元）	0.77	0.81	0.82	0.85	0.89
市盈率(P/E)	10.38	9.91	9.76	9.39	8.96
市净率(P/B)	1.16	1.08	1.04	0.98	0.86

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 10 月 24 日

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	319,244.21
流通 A 股股本(百万股)	319,244.21
A 股总市值(百万元)	2,550,761.24
流通 A 股市值(百万元)	2,550,761.24
每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	93.28
一年内最高/最低(元)	8.27/4.63

作者

刘杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002	
liujiea@tfzq.com	
曹旭冉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525090005	
caoxuran@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《农业银行-公司专题研究:农业银行的故事：股票篇》 2025-09-16
- 2 《农业银行-半年报点评:营收盈利提速，资产质量稳健》 2025-09-01
- 3 《农业银行-季报点评:规模稳步扩张，非息表现亮眼》 2025-05-01

内容目录

1. 农业银行股价高涨的背后，也需要关注阶段性回调压力.....	3
2. 为何农业银行 9 月大幅回调，是否意味着农业银行的上涨具有“水分”？	3
3. “站稳 1 倍 PB” 的信心从何而来？	4
4. 投资建议.....	5
5. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：时隔七年半农业银行重新站上 1 倍 PB（倍）	3
图 2：农业银行在银行板块整体回调期间依然大幅上涨，随后回调较为剧烈.....	4

1. 农业银行股价高涨的背后，也需要关注阶段性回调压力

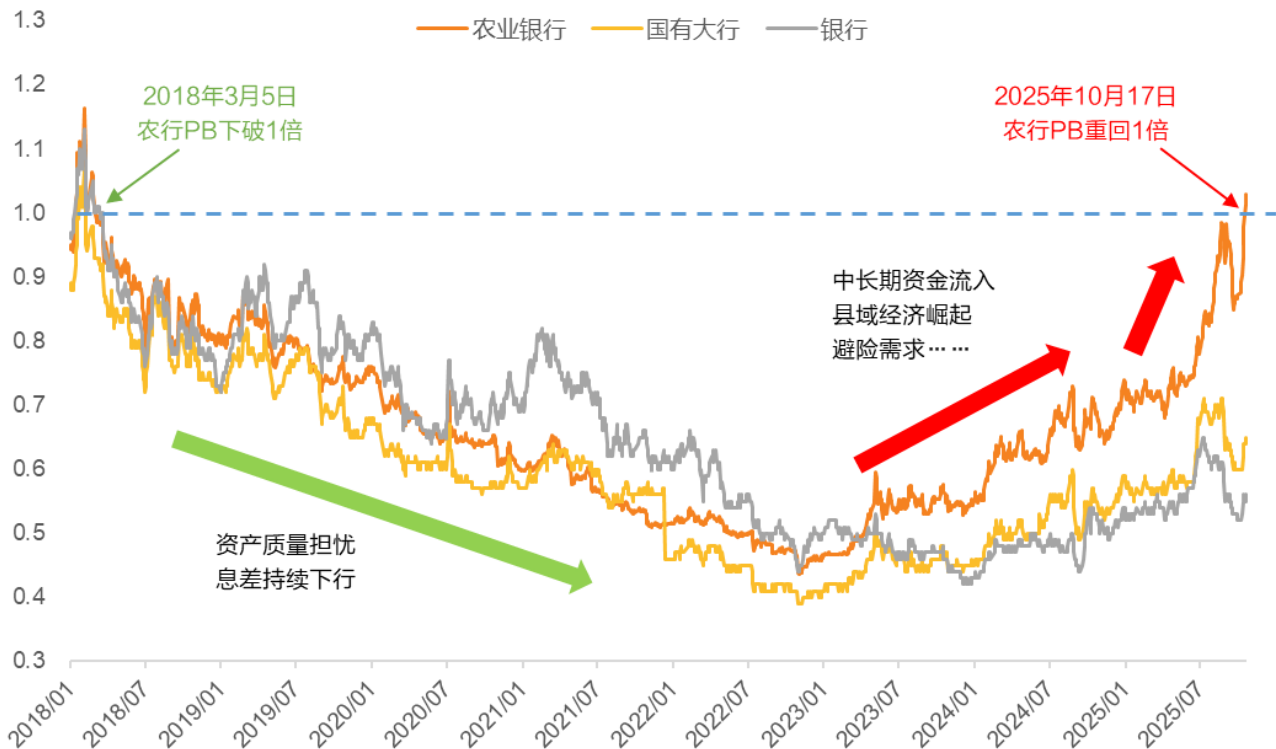
2025/9/25-10/22，农业银行行情实现“14连阳”、股价连创历史新高，也时隔七年半重新站在1倍PB以上。但在10月23日，农业银行股价盘中一度再创新高后，跳水转跌，单日跌幅达1.24%。

回顾近期农业银行表现，短期股价高涨可能存在市场情绪推动，需要关注阶段性回调风险。具体而言：

1、截至10/22，农业银行10月涨幅达21.3%，是2015年以来最高单月涨幅，这在国有大行中也属罕见。复盘2015年以来国有大行单月涨幅，仅工行、建行、交行曾各自出现过一次单月涨幅20%以上的情况，工行和建行发生在2018年1月，交行发生在2015年6月。因此，截至10/22，在单月涨幅已达历史新高后，农业银行股价存在一定的调整压力。

2、农业银行估值已达阶段性高位，估值安全边际比较优势减弱。10月17日，农业银行率先突破1倍PB关键点位，结束了国有大行长期破净的格局。截至10/22，农行PB达1.06倍，但工行、建行、中行、交行、邮储分别为0.74倍/0.73倍/0.67倍/0.56倍/0.70倍，估值优势的减弱可能使其对部分追求高安全边际资金的吸引力下降。

图 1：时隔七年半农业银行重新站上1倍PB（倍）



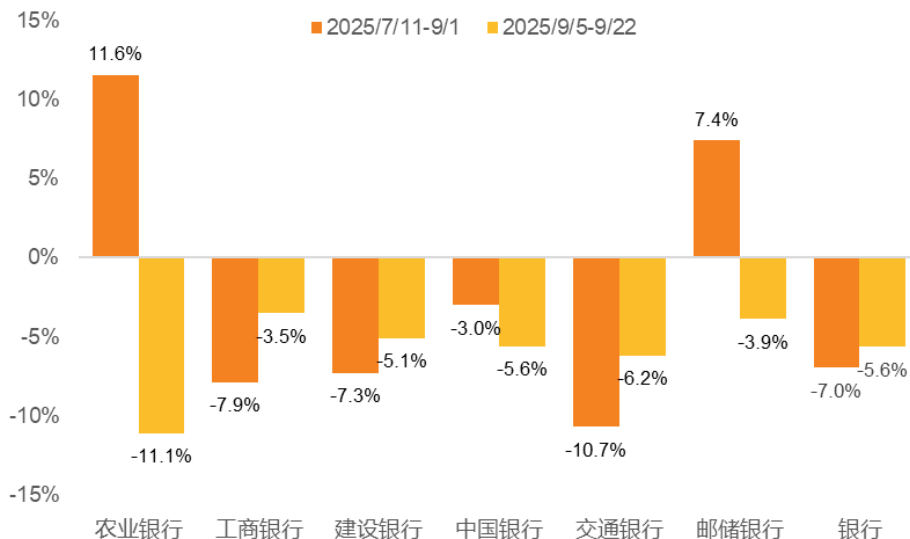
资料来源：wind，天风证券研究所。注：图中指标为PB。

2. 为何农业银行9月大幅回调，是否意味着农业银行的上涨具有“水分”？

2025/9/5-9/22，农业银行股价曾出现大幅回调，期间累计下跌11.1%，远高于同期其他国有大行。

我们认为，这主要是7、8月银行板块整体回调期间，农业银行却依旧显著领涨同业，在市场风格切换后，积累的部分获利盘了结意愿更强，进而导致回调压力的集中释放。数据显示，2025/7/11-9/1，银行板块整体下跌7.0%，而农行大涨11.6%。

图 2：农业银行在银行板块整体回调期间依然大幅上涨，随后回调较为剧烈



资料来源：wind，天风证券研究所

因此，往后展望，若农业银行股价再度出现回调，可能主要仍受以下两点影响：

第一，市场风格轮动的冲击。银行股防御属性偏强，若“反内卷”、新型政策性金融工具等政策成效显著，未来在市场风险偏好回升的过程中，资金可能阶段性从高股息板块转向“赚钱效应”更强的成长板块，从而导致银行股行情出现反复。

第二，技术性调整的内在需求。农业银行短期内涨幅巨大，已积累了较多的获利盘，部分资金在 1 倍 PB 等关键点位附近可能选择“落袋为安”，技术性抛压之下可能引发股价的冲高回落。

但是，我们认为，回调并不意味着农行基本面存在问题，也不意味着农行今年的亮眼涨势是脱离基本面的“无根之木”。在农业银行站稳 1 倍 PB 的过程中，行情出现阶段性回调是正常的，但这大概率不会改变其估值中枢上移、向内在价值回归的长期趋势。

3. “站稳 1 倍 PB”的信心从何而来？

我们认为，中长期来看，国有大行重回 1 倍 PB 以上是大势所趋，农业银行有望作为“排头兵”率先站稳 1 倍 PB。原因如下：

第一，银行业竞争格局重塑之下，国有大行“压舱石”地位愈发凸显，竞争优势愈发突出。

一方面，中央层面对国有大行定位明确、高度重视、充分支持。

2023 年中央金融工作会议明确提出“支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”。

2024 年“924”国新办发布会上，国家金融监督管理总局明确表示“国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施”。

这说明，中央不仅表态上重视，更将在实际资源支持上，巩固国有大行的“压舱石”地位。

另一方面，银行业竞争格局重塑正在加速，国有大行竞争优势有望更加突出。

近年来，零售信贷业务面临困境、大城市对公业务竞争激烈，优质资产稀缺下，县域信贷需求却“异军突起”，成为“兵家必争之地”。

因此，“向下延展”成为国有大行的共识。并且，国有大行凭借资金成本低、品牌信任度

高、产品体系丰富等资源禀赋，在同业竞争中优势明显。数据显示：国有大行贷款市占率已从 2020 年末的 44.1% 上升至 2025 上半年末的 46.8%。

与之相对的是，部分股份制银行受前期粗放式扩张导致的风险积累、资本补充不足等因素拖累，资产扩张“力不从心”。城农商行更是在“量、价、险”等多维度面临严峻的生存压力。

因此，我们认为，当前银行的竞争格局“强者恒强”的“马太效应”会更加明显，无论是监管资源、还是市场资源，有望持续向头部银行集中。

在此背景之下，农业银行作为下沉战略的“翘楚”，在前瞻布局、长期深耕之下，已具备强于同业的竞争优势。

第二，基本面好叠加注资呵护，农业银行稳定 ROE 有支撑。

一方面，县域金融战略有效落实下，农业银行基本面优势显著、特色显著。

我们曾在《农业银行的故事：股票篇》(2025.9.16)中，将农业银行的经营密码总结为“三好公式+四大亮点”。“四大亮点”是指，农业银行信贷扩张潜力更大、息差韧性更强、不良认定严格且不良率更低、拨备安全垫更厚，由此构筑了农业银行稳健优异的基本面。

尽管当前，银行业整体仍然面临一定的息差收窄压力，农业银行也不例外，2025 上半年净息差为 1.32%。但我们认为，农业银行净息差的核心优势并未改变，即深耕县域客群所带来的高客户粘性和低负债成本。并且，随着县域业务的持续发力，这一优势有望更为牢固和突出，以支撑净息差低位企稳。

另一方面，财政注资将夯实农业银行资本实力，加速赋能县域业务扩张。

今年已有中行、建行、交行、邮储合计获得来自中央财政的 5000 亿注资支持。根据国家金融监督管理总局表示，在“分期分批”的指引之下，我们预计农行、工行将在明年财政增加国债额度后推进注资安排。截至 2025 上半年末，农业银行核心一级资本充足率为 11.11%，若明年财政注资后，其资本实力将进一步增强。

今年下半年以来，农业银行参与“村改支”的进程加速，仅 9-10 月就合计有 192 家吉林农商行支行、分理处被农业银行整合收编。我们认为，由于农业银行本身“家底厚实”，收编农信机构、村镇银行，对其经营压力的影响或较小，但更有助于加速其县域布局的下沉、扩张。

因此，若明年财政注资落地，将为农业银行推进“村改支”补充燃料，进而赋能县域业务发展。

第三，今年农业银行在资本市场上取得多项瞩目成就，可能有较强的业绩增长和市值管理诉求。近年来，在锐意进取的管理层团队带领下，农业银行县域战略的布局成效逐渐显现、县域业务的经营优势愈发凸显，叠加今年以来在 A 股市场取得的多项亮眼成就，在此驱使之下，我们认为农业银行全行上下也有较强动力去推进业务发展，其对于盈利的诉求，可能较强。

综上所述，银行业竞争格局的变化，也将催生资本市场银行股投资格局的变化，而农业银行凭借其“经营密码”，有望成为国有大行向 1 倍 PB 以上回归的趋势引领者。

4. 投资建议

持续看好农业银行站稳 1 倍 PB。短期来看，银行板块在四季度和一季度胜率较高。复盘 2020-2024 年各季度表现来看，银行板块兼具绝对收益和相对收益的季度中，四季度占比为 37.5%，农业银行行情表现也有望受益于此。中长期来看，当 A 股市场生态重塑的大背景不变，当银行业竞争格局重塑和农业银行竞争优势凸显的核心逻辑不变，我们依然可以抱有农业银行站稳 1 倍 PB 的信心。

5. 风险提示

（1）息差加速下行：若央行超预期降息，叠加存款定期化趋势加剧，存贷两端将对净息差造成明显挤压。

（2）资产质量恶化：若经济复苏不及预期，实体部门偿还能力持续承压下，资产质量恶化风险抬升。

（3）股价冲高回落：公司近 1 个月涨幅近 20%，短期可能存在资金获利回吐导致的股价冲高回落风险。

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	5,718	5,807	5,854	6,026	6,284	净利润增速	4.30%	4.76%	1.57%	3.94%	4.79%
手续费及佣金	801	756	733	740	748	拨备前利润增速	-1.81%	1.57%	1.51%	3.67%	4.56%
其他收入	430	543	624	706	776	税前利润增速	0.45%	3.84%	2.13%	3.93%	4.78%
营业收入	6,948	7,106	7,211	7,472	7,808	营业收入增速	-4.14%	2.26%	1.49%	3.62%	4.49%
营业税及附加	-73	-75	-82	-86	-90	净利息收入增速	-3.09%	1.56%	0.81%	2.95%	4.27%
业务管理费	-2,353	-2,444	-2,481	-2,570	-2,686	手续费及佣金增速	-1.46%	-5.65%	-3.00%	1.00%	1.00%
拨备前利润	4,434	4,503	4,571	4,739	4,955	营业费用增速	-7.98%	3.82%	1.67%	3.54%	4.37%
计提拨备	-1,357	-1,308	-1,308	-1,348	-1,402	规模增长					
税前利润	3,076	3,195	3,263	3,391	3,553	生息资产增速	17.77%	8.30%	8.56%	8.78%	8.58%
所得税	-376	-365	-392	-407	-426	贷款增速	14.41%	10.16%	8.00%	7.00%	7.00%
净利润	2,698	2,827	2,871	2,984	3,127	同业资产增速	47.86%	-27.38%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
资产负债表						证券投资增速	17.67%	23.50%	15.00%	15.00%	13.00%
贷款总额	216,503	239,770	258,952	277,078	296,474	其他资产增速	1.70%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
同业资产	34,058	24,733	19,786	16,818	15,137	计息负债增速	18.65%	8.29%	8.91%	9.03%	8.24%
证券投资	112,137	138,491	159,265	183,154	206,964	存款增速	15.04%	4.87%	6.00%	6.00%	5.00%
生息资产	391,208	423,667	459,916	500,279	543,196	同业负债增速	40.81%	23.39%	20.00%	18.00%	16.00%
非生息资产	6,792	8,818	9,573	10,413	11,306	股东权益增速	8.28%	6.98%	3.95%	5.27%	13.30%
总资产	398,730	432,381	469,378	510,572	554,372	存款结构					
客户存款	288,985	303,054	321,237	340,511	357,537	活期	42.2%	40.2%	40.0%	39.0%	39.0%
其他计息负债	75,593	91,731	108,738	128,311	149,932	定期	53.7%	55.3%	55.4%	56.4%	56.4%
非计息负债	5,184	6,216	6,770	7,382	7,990	其他	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
总负债	369,761	401,409	437,182	476,681	515,974	贷款结构					
股东权益	28,969	30,973	32,196	33,891	38,398	企业贷款(不含贴现)	58.4%	58.4%	59.0%	59.5%	60.0%
每股指标						个人贷款	35.8%	35.5%	34.9%	34.4%	33.9%
每股净利润(元)	0.77	0.81	0.82	0.85	0.89	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.27	1.29	1.31	1.35	1.42	不良贷款率	1.33%	1.30%	1.28%	1.28%	1.27%
每股净资产(元)	6.88	7.40	7.69	8.12	9.34	正常	97.25%	97.31%	97.31%	97.31%	97.31%
每股总资产(元)	113.93	123.54	134.11	145.88	158.40	关注	1.42%	1.40%	1.41%	1.41%	1.42%
P/E	10.38	9.91	9.76	9.39	8.96	次级	0.62%	0.50%	0.55%	0.53%	0.50%
P/PPOP	6.31	6.21	6.12	5.90	5.64	可疑	0.59%	0.57%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	1.16	1.08	1.04	0.98	0.86	损失	0.13%	0.22%	0.18%	0.20%	0.22%
P/A	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	拨备覆盖率	303.9%	299.6%	280.9%	270.4%	264.9%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.58%	1.43%	1.33%	1.26%	1.20%	资本充足率	17.14%	18.19%	19.13%	18.19%	18.33%
净利差(Spread)	1.44%	1.30%	1.21%	1.15%	1.10%	核心资本充足率	10.72%	11.42%	10.97%	10.64%	11.28%
贷款利率	3.99%	3.58%	3.10%	2.90%	2.72%	资产负债率	92.73%	92.84%	93.14%	93.36%	93.07%
存款利率	1.76%	1.58%	1.55%	1.45%	1.38%	其他数据					
生息资产收益率	3.38%	3.13%	2.98%	2.85%	2.75%	总股本(亿)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
计息负债成本率	1.94%	1.83%	1.77%	1.71%	1.65%						
盈利能力											
ROAA	0.73%	0.68%	0.64%	0.61%	0.59%						
ROAE	9.69%	9.43%	9.09%	9.03%	8.65%						
拨备前利润率	1.20%	1.08%	1.01%	0.97%	0.93%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com