

## 公司研究

## 盈利维持正增长，期待可转债转股

## ——兴业银行（601166.SH）2025年三季度报点评

## 增持（维持）

当前价：20.23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):	4,281.24
一年最低/最高(元):	16.88/25.45
近3月换手率:	40.24%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.91	-24.65	-3.44
绝对	1.91	-10.21	15.83

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

10月30日，兴业银行发布2025年三季度报，公司前三季度实现营业收入1612亿，同比增长-1.8%，实现归母净利润631亿，同比增长0.1%。1-3Q25年化加权平均净资产收益率（ROAE）为10.07%，同比下降0.85pct。

## 点评：

**营收负增幅度收窄，盈利维持小幅正增。**前三季度公司营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为-1.8%、-2.6%、0.1%，增速较1H25分别变动+0.5、+0.5、-0.1pct。1-3Q25公司净利息收入、非息收入同比增速分别为-0.6%、-4.5%，较上半年分别变动+1、-0.7pct，净利息收入负增幅度收窄，非息表现相对承压。前三季度公司减值计提、业务管理费同比分别下降11.3%、0.3%，风险成本、业务成本管控强度提升；1-3Q25信用减值损失/营业收入、成本收入比分别为26.2%、26.8%，同比分别变动-2.8、+0.4pct。**拆分盈利同比增速结构**，规模、拨备为驱动净利润增长的主要因素，分别拉动业绩增速6、8.6pct。**从边际变化看**，扩表提速、息差拖累减轻对业绩增长形成边际正向贡献；非息收入负增幅度拉大，拨备正向贡献减弱对盈利增速形成边际拖累。

**扩表节奏稳中有升，“五大新赛道”布局深化。**3Q25末，兴业银行生息资产、贷款同比增速分别为4.7%、4.3%，增速较2Q末分别提升2.7、0.2pct，规模扩张节奏略有提速，贷款投放相对平稳。季末金融投资、同业资产增速分别为5.9%、4.8%，较年中分别变动-5.5、+28.3pct，其中同业资产3Q季内新增203亿，同比多增3506亿，对资产扩张形成较强支撑。**贷款方面**，3Q单季贷款新增865亿，同比多增140亿，其中对公、零售、票据新增规模分别为323、-217、759亿，同比分别多增315亿、少增265亿、多增89亿，对公贷款发挥“压舱石”作用。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18.6%、17.7%、13.8%，均高于整体贷款增幅，“五大新赛道”业务布局深化。

**存款稳步增长，定期化趋势延续。**3Q25末，兴业银行付息负债、存款同比增速分别为3.2%、7.6%，分别较2Q末变动+0.6、-1.4pct。3Q季内存款、应付债券、同业负债分别新增-351、-1442、2382亿，同比分别少增741亿、多减1074亿、多增2401亿，季末存款占付息负债比重61.8%，较年中下降0.8pct，同业负债吸收强度较大。存款方面，单三季度定期、活期存款分别新增288、-1327亿，同比分别少增1783亿、少减685亿，季末定期存款占比56.9%，较年中提升0.8pct，定期化趋势仍有延续。

**前三季度息差1.72%，降幅边际收窄。**前三季度公司息差1.72%，较1H25、2024年分别收窄3bp、10bp，息差仍面临收窄压力，但降幅趋缓。我们测算前三季度生息资产收益率较1H25、2024年分别下降5bp、41bp。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。测算1-3Q25付息负债成本率较1H25下降5bp，较2024年下降36bp，后续伴随存量定期存款滚动到期重定价，前期多轮存款利率调降成效将进一步显现，息差收窄压力有望缓释。

**非息负增幅度拉大，占营收比重有所下降。**公司前三季度非息收入 503 亿，同比负增 4.5%，负增幅度较 1H25 增加 0.7pct。其中，① 净手续费及佣金收入 201 亿 (YoY+3.8%)，较低基数上同比增长提速。3Q 末，公司企金客户较年初增长 6.5%，其中价值客户增长 9.7%；零售客户较年初增长 3.4%，其中双金客户、私行客户分别增长 10.5%、11.4%，客群规模及质量持续提升，中间业务客户基础夯实，财富管理、投资银行名片持续擦亮。② 前三季度净其他非息收入 302 亿 (YoY-9.3%)，负增幅度较 1H25 进一步走阔 2.3pct。其中，投资收益、公允价值变动收益分别为 269、14.4 亿，同比分别少增 49 亿、多增 19.2 亿，债市利率波动影响下，债券投资收益表现不及去年同期。

**不良率维持低位，风险抵补能力较强。**3Q 末，兴业银行不良率、关注率分别为 1.08%、1.67%，环比 2Q 末分别变动 0bp、+1bp，资产质量核心指标运行稳健。其中，对公房地产、信用卡新发生不良均同比回落，地方政府融资平台资产质量保持稳定。季末不良余额 646 亿，季内新增 10.7 亿，增量同比大体持平。拨备方面，3Q 季内信用减值损失新增 122 亿，增量同比少增 12.4 亿；季末拨贷比 2.46%，同 2Q 末持平，拨备覆盖率 227.8%，较 2Q 末下降 0.7pct，拨备计提强度不减，风险抵补能力强。

**资本安全边际较厚，转债转股可期。**3Q 末，公司核心一级/一级/总资本充足率分别为 9.66%、10.97%、13.85%，较 2Q 末分别变动+12bp、-33bp、-33bp。季末 RWA 同比增速为 8.1%，较 2Q 末提升 0.7pct。季内公司一级资本充足率小幅下降主要受优先股赎回摘牌影响，7 月 1 日公司全额赎回三期优先股共计 560 亿，对其他一级资本形成一定扰动。9 月公司成功发行 200 亿永续债用于补充其他一级资本，外延资本补充渠道畅通。截至 10 月 31 日，公司 500 亿可转债仍有 413.5 亿未转股，转股比例较低，最新转股价 21.19 元，当前股价 20.23 元，尚未触及转股价。公司经营基本面相对稳健，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 EPS 预测调整为 3.66、3.66、3.66 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.52、0.49、0.46 倍，对应 PE 估值分别为 5.53、5.53、5.52 倍。维持“增持”评级。

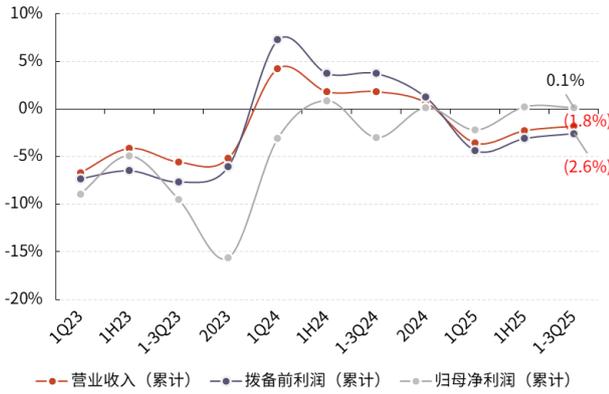
**风险提示：**经济下行压力加大，实体融资需求改善不及预期，房地产、零售等特定领域风险暴露增加。

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	5.45	5.44	5.53	5.53	5.52
P/B	0.59	0.55	0.52	0.49	0.46

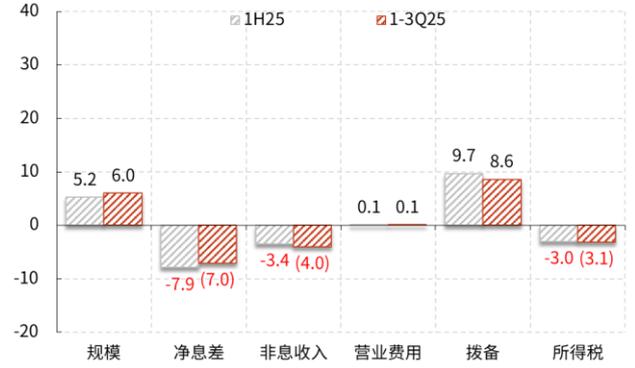
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 10 月 31 日；注 2023-2024 年股本为 207.74 亿股，2025 年及以后股本为 211.63 亿股

图 1：兴业银行营收及盈利累计增速



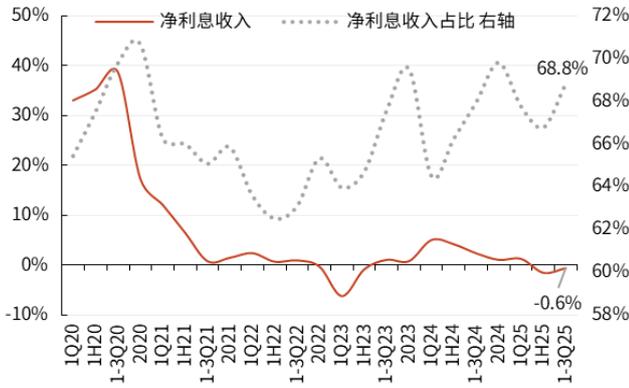
资料来源：公司财报，光大证券研究所

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



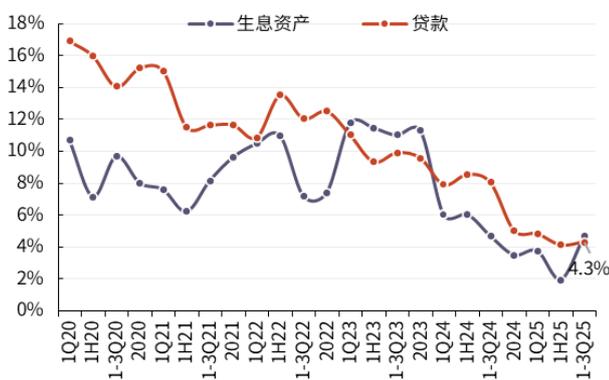
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 4：兴业银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



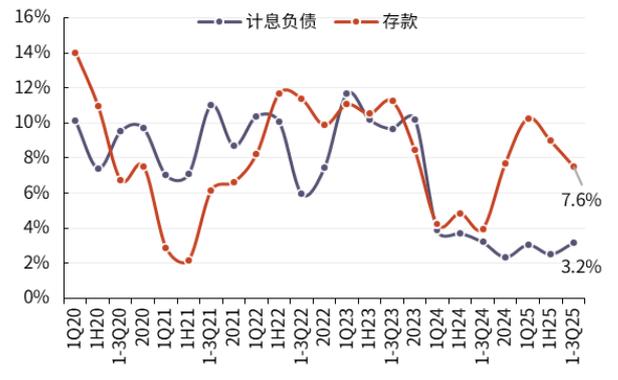
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 5：兴业银行生息资产、贷款增速



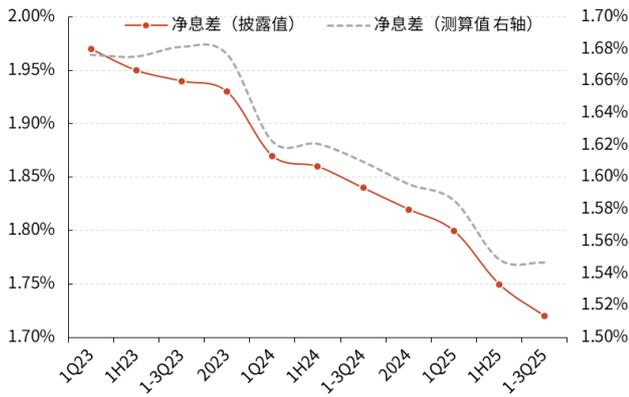
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 6：兴业银行计息负债、存款增速



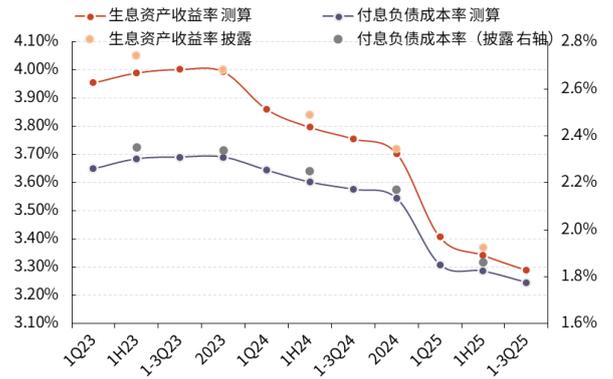
资料来源：公司财报，光大证券研究所

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付息负债成本率



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所测算

表 2: 兴业银行资产质量主要指标

	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
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%	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	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%	2.75%
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)	0.01
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%	N/A
较上季变动 (pct)	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%	N/A
较上季变动 (pct)	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%	227.81%
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)	(0.73)
拨贷比	2.53%	2.65%	2.55%	2.63%	2.63%	2.56%	2.53%	2.55%	2.52%	2.46%	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)	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 3: 兴业银行各级资本充足率

	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
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%	13.85%
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	(0.33)
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%	10.97%
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	(0.33)
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%	9.66%
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)	0.12
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%	8.1%
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	0.70

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
<b>营业收入</b>	<b>210,831</b>	<b>212,226</b>	<b>213,370</b>	<b>213,858</b>	<b>214,165</b>
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
<b>拨备前利润</b>	<b>145,507</b>	<b>147,309</b>	<b>148,103</b>	<b>148,442</b>	<b>148,655</b>
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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>77,116</b>	<b>77,205</b>	<b>77,366</b>	<b>77,483</b>	<b>77,559</b>

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 10 月 31 日

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>总资产</b>	<b>10,158,326</b>	<b>10,507,898</b>	<b>10,944,342</b>	<b>11,359,487</b>	<b>11,759,715</b>
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
<b>总负债</b>	<b>9,350,607</b>	<b>9,614,287</b>	<b>9,994,506</b>	<b>10,353,742</b>	<b>10,698,019</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>807,719</b>	<b>893,611</b>	<b>949,836</b>	<b>1,005,745</b>	<b>1,061,697</b>
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	5.45	5.44	5.53	5.53	5.52
P/PPOP	2.89	2.85	2.89	2.88	2.88
P/B	0.59	0.55	0.52	0.49	0.46

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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