

银行业 | 行业深度研究报告

证券研究报告

2025年12月4日

银行业深度报告 ——

风格再平衡下的避风港：银行股四季度配置价值探讨

证券分析师： 夏聿印
分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦
一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 市场风格切换在即，银行板块重现配置良机

1) 当前市场呈现显著“科技强、权重弱”跷跷板效应。2024年Q4至2025年Q3期间，科技成长板块呈现强势波动上涨特征。2025年8月单月，创业板指大幅上涨24.13%，CS人工智能指数上涨36.27%，科创50指数上涨28.00%。与此同时，科技板块波动显著加剧，科创50指数在10月单月最大回撤超过10%。相比之下，以申万银行指数为代表的权重板块表现明显滞后。2025年8月银行指数下跌1.62%，8-10月区间跌幅超10%，与科技板块形成鲜明反差。估值层面分化更为明显，创业板指PE-TTM已处于历史高位，而申万银行指数PB长期维持在0.6-0.8倍的历史低位区间，走势与估值的双重分化达到极端水平。

2) 从板块基本面观察，银行股业绩已呈现持续改善态势。2025年9月，上市银行营业收入进一步攀升至4.32万亿元，同比增长0.90%，较2024年同期增速提升1.94个百分点；归母净利润达1.68万亿元，同比+1.46%，较2024年同期增速+0.01个百分点，盈利修复趋势明确。回溯2024年末至2025年上半年银行股的独立行情，当前市场环境在当时均处于科技板块大幅上涨后的估值高位，银行板块均呈现低估值、高股息特征，且基本面均处于改善通道。不同的是，当前银行板块估值更低，业绩改善趋势更为明确，而政策端对“城市更新”和房地产发展新模式的支持更为积极。基于市场风格轮动规律、估值比较优势以及基本面持续改善等多重因素，四季度银行股重演上涨行情具有较高概率，优质区域银行和高股息大行均有望获得资金青睐。

➤ 2024年末-2025年上半年银行股行情深度复盘

1) 行情表现：承接2024年全年34%的巨大涨幅，申万银行指数上半年累计上涨13.10%，显著跑赢沪深300指数超13个百分点。从2025年初至4月中旬，以农业银行为代表的国有行表现突出，成为行情初期的核心驱动力，其中4月15日单日涨幅达2.32%。从2025年4月下旬至6月底，招商银行与江苏银行表现尤为活跃，涨幅与动量显著超越国有大行。江苏银行在5月8日、5月21日及6月12日等多个交易日涨幅超2%，显示出更强的价格弹性，而农业银行同期涨幅明显收窄。

报告摘要

- 2) 政策面：2025年9月30日银行股息率达4.40%，较沪深300股息率高出1.61个百分点，利差优势显著。政策端通过精准协同的利率调整系统性呵护银行息差，2025年5月20日主要商业银行同步下调存款挂牌利率，活期存款利率下调5个基点至0.05%，3年期、5年期定期存款利率分别下调25个基点，直接降低银行负债成本。
- 3) 资金面：资金流向呈现结构性特征，避险资金与险资等中长期资金对银行股配置力度显著提升，北向资金在一季度呈净流入态势，多类型资金协同流入强化了银行股的资金面优势。
- 4) 板块基本面：资产质量稳步改善，从2024Q1至2025Q2，商业银行不良贷款率从1.59%下降至1.49%，拨备覆盖率从204.54%提升至211.97%。信贷投放表现强劲，截至2025Q1末，人民币贷款余额同比增长7.4%，其中1月环比大幅增长1.99%。同时，上市银行通过提升分红比例与推行中期分红机制提振投资者回报，2025年6月分红比例19.19%，9月分红比例9.18%，同比均有提升，现金分红总额有望再创纪录。

➤ 2025年三季度末市场现状对比分析

- 1) 相同点：沪深300指数振幅从2025年6月的阶段低点142.18%快速上升至8月的478.9%，增幅达237%，市场波动加剧背景下，银行股“避风港”效应再次获得市场认同。十年期国债收益率从2024年初的2.56%震荡下行至2025年9月末的1.86%，期间一度下探至1.60%的低点。相比之下，银行板块股息率始终保持在具有吸引力的水平，2024年基本维持在5%上下，2025年虽有所回落但仍保持在4%左右，显著高于国债收益率。银行板块自7月高点已展开深度回调，最大回撤达14.98%，调整充分。截至2025Q3，银行PB-MRQ为0.57倍，处于近10年历史分位数的46.99%以下，且低于0.58倍的机会值水平，显著低于历史均值0.75倍，技术位置与估值双低提供充足安全边际。

报告摘要

2) 不同点：宏观环境方面，外部不确定性已然常态化。2025年9月美国经济政策不确定性指数达225.05，全球指数达302.7，分别同比+112.51%和46.89%，美国“对等关税”政策使得外部政策环境成为影响市场预期的关键变量。同时国内经济复苏动能放缓，社会消费品零售总额从2024年12月的45171.5亿元下降至2025年9月的41971亿元，同比增速从3.7%回落至3.0%。政策焦点出现重要转变。央行推出3000亿元保障性住房再贷款计划，利率1.75%、期限1年且可展期4次，通过市场化方式加速风险化解。反观目前宏观环境，外部不确定性出现“常态化”，上半年不断攀升的不确定性指数转为高位震荡，市场从最初的“恐慌”转变为“适应”。但新的风险点可能浮现，例如欧洲经济的衰退程度、全球大宗商品价格的新波动等，这些因素对国内出口和货币政策空间的制约其实更为复杂和持久；随着科技等成长板块经历调整，市场整体风险偏好下降，资金不再追求板块轮动弹性，而会在下半年更加注重确定性和防御性。如果说去年和今年年初的行情由政策预期驱动，是“估值修复”行情，那么下半年的行情将更多由基本面验证驱动，是“业绩分化”和“防御价值”行情。比如扎根经济活力强的区域，在当前环境下，它们的业绩确定性将成为核心优势。对于大型国有银行和部分优质股份制银行，其估值极低、股息率较高（多数在4%以上）。在无风险利率下行背景下，它们的类债券防御属性和高股息回报依然会吸引稳健型资金。

◆ 四季度银行股行情推演与投资策略

1) 短期催化剂：优质区域银行展现出显著的业绩优势。江苏银行第三季度归母净利润同比增长8.84%，显著高于农业银行的3.03%，并与兴业银行的-0.08%形成鲜明对比。同时，江苏银行营收保持7.93%的稳健增长，且已连续三个季度维持8%左右的利润增速。

2) 外部环境：中美贸易谈判出现积极进展。截至2025年10月30日，美国取消针对中国商品加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的24%对等关税将暂停一年。市场整体风险偏好的提升将与稳健的三季度业绩形成共振，业绩确定性强、增长稳健的银行有望成为资金配置重点。

报告摘要

- 3) 估值洼地效应将驱动资金跨风格回流。当前银行板块与高估值板块呈现鲜明分化，银行板块PB-MRQ长期处于0.6-0.7区间，显著低于其中位数与机会值，而创业板指PB-MRQ突破5.5，处于历史高位区间。若四季度市场风格趋向均衡，资金从创业板等高估值板块流出，银行股作为“估值洼地”将持续释放吸引力，有望成为资金回流的核心方向。
- 4) 高股息确定性：重点推荐工商银行（601398）、建设银行（601328）等大型银行，股息率长期超过4%，高于10年期国债收益率。三家大行的历史平均分红率稳定在28%-32%区间，分红稳定性卓越。估值方面，截至2025Q3，农业银行/工商银行的PB估值分别为0.85/0.68，处于历史低位区间，安全边际充足，适合保守型投资者作为组合核心配置。
- 5) 业绩成长性：区域城商行兼具卓越的业绩成长性、优异的资产质量与坚实的区域经济基础，长三角地区增速显著领跑行业。资产质量方面，代表性银行的不良贷款率均低于1.5%。其中，成都银行不良率仅0.66%，拨备覆盖率均超300%，风险抵补能力突出。这些银行深耕的长三角、成渝地区2025年上半年GDP增速均超5%、显著高于全国水平，旺盛的信贷需求与健康的信用环境为其持续成长提供了底层支撑。

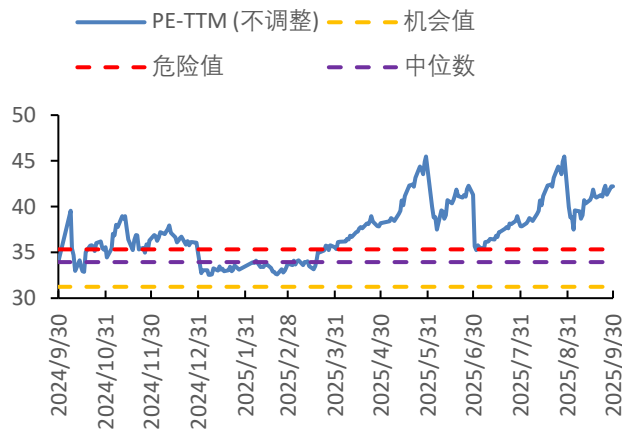
目录

- 1、市场风格切换在即，银行板块重现配置良机
- 2、2024年末-2025年上半年银行股行情深度复盘
- 3、2025年三季度末市场现状对比分析
- 4、四季度银行股行情推演与投资策略

1.1 当前市场存在“科技强、权重弱”的跷跷板效应

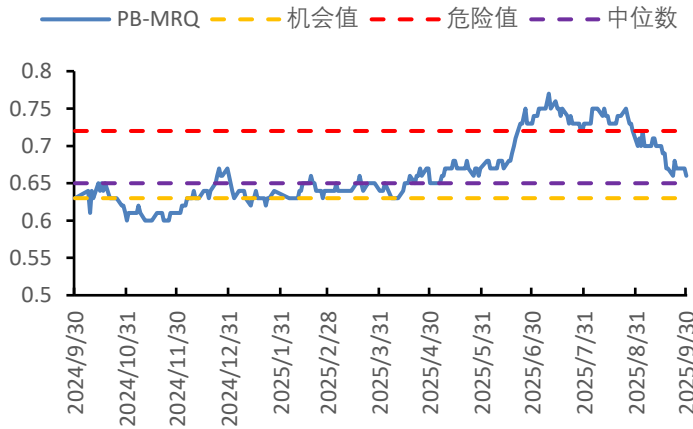
- **2024Q4至2025Q3科技成长板块呈现强势波动上涨趋势。**截至2025年7月，科技板块涨跌幅维持在-13%-20%，从2025年7月起，科技板块强势上涨。2025年8月单月，创业板指上涨24.13%，CS人工智能指数上涨36.27%，科创50指数上涨28.00%。同时，科技板块波动加大，科创50指数10月单月最大回撤超10%。相较于科技板块，以申万银行指数为代表的权重板块表现滞后。2025年8月下跌1.62%，8-10月区间跌幅超10%。估值端差异明显，创业板指PE-TTM处于高位，申万银行指数PB长期维持在0.6-0.8倍的历史低位。

图表1：创业板指PE-TTM走势



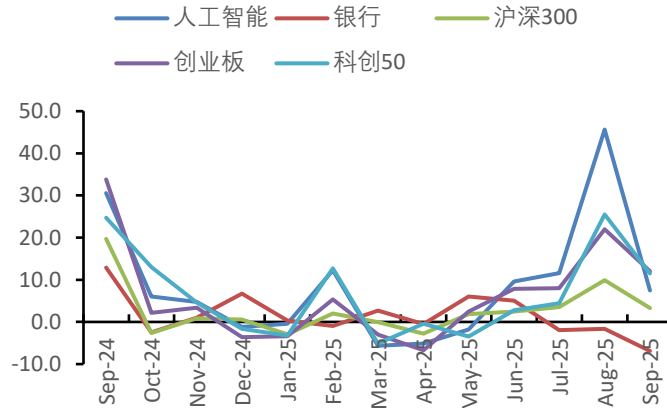
资料来源：iFinD，太平洋证券

图表2：银行PB-MRQ走势



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：涨跌幅

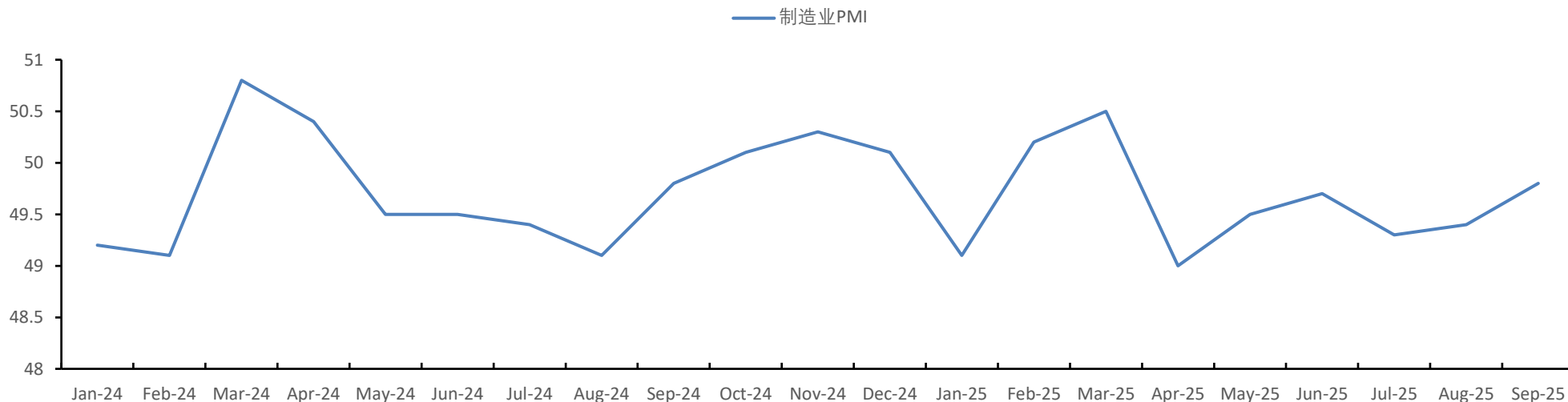


资料来源：iFinD，太平洋证券

1.2 宏观环境：PMI收缩下的银行避险属性凸显

- **制造业需求端不足，风险市场偏好下降。**2024年10月-2025年3月PMI均值达50.1%，其中2025年3月PMI升至50.5%，新订单指数同步达51.8%，制造业生产与需求双升带动企业中长期贷款增速回升，银行资产规模扩张与息差稳定获得宏观支撑。宏观景气度自2025年4月起进入调整阶段，PMI由3月的50.5%回落至4月的49.0%，此后连续6个月处于收缩区间，9月虽微升至49.8%但仍未突破荣枯线，同期新订单指数维持在48.5%-49.0%区间，反映制造业需求端仍显疲软。市场风险偏好下降，低估值高股息的银行股预计将成为资金“避风港”。

图表4：制造业PMI走势（%）

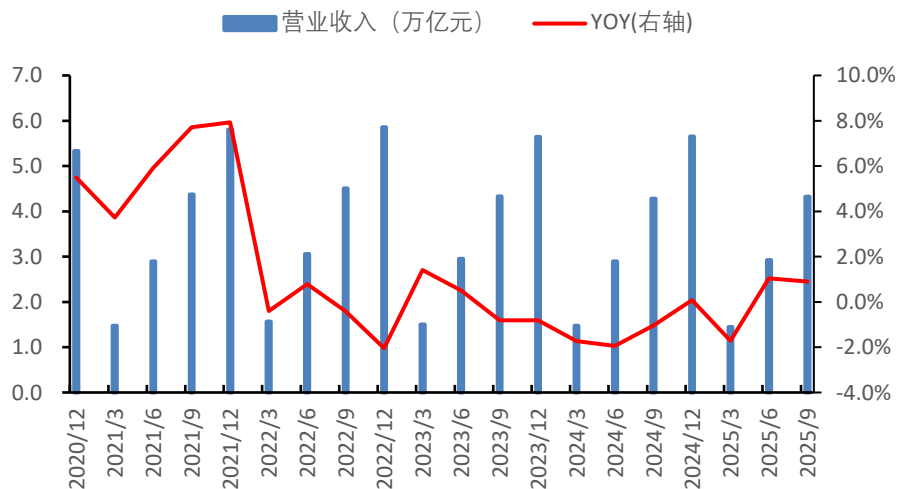


资料来源：iFinD，太平洋证券

1.3 营收波动提升，盈利同比增幅收窄

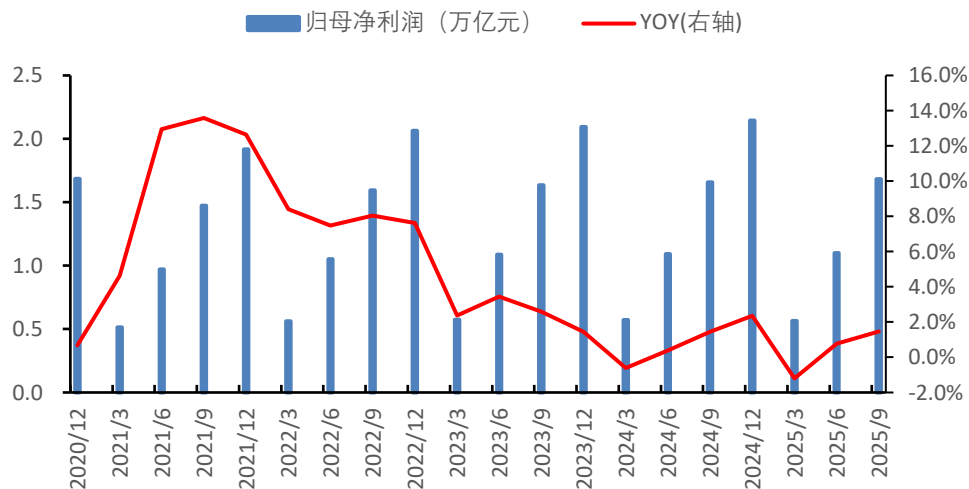
- **营收波动提升，盈利同比增幅收窄。**2024年12月上市银行营业收入5.65万亿元，同比增速由负转正至0.08%，归母净利润2.14万亿元，同比+2.35%，结束此前增速下滑趋势。2025年9月上市银行营业收入攀升至4.32万亿元，同比增长0.90%，较2024年同期增速+1.94个百分点；归母净利润达1.68万亿元，同比+1.46%，较2024年同期增速+0.01个百分点。

图表5：上市银行营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表6：上市银行归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

目录

- 1、市场风格切换在即，银行板块重现配置良机
- 2、2024年末-2025年上半年银行股行情深度复盘
- 3、2025年三季度末市场现状对比分析
- 4、四季度银行股行情推演与投资策略

2.1 银行板块表现强劲

- **2024年末至2025年上半年，银行板块表现强劲。**承接2024年全年34%的巨大涨幅，银行板块在2025年上半年并未止步，继续走出了一轮显著的上涨行情。截至2025年6月30日，申万银行指数报收4421.54点，较2024年末的3909.35点实现上涨，2025年上半年累计涨幅达13.10%。这一表现显著优于市场基准，同期沪深300指数从3934.91升至3936.08，累计涨幅0.03%，银行板块跑赢大盘超13个百分点。

图表7：申万银行指数与沪深300指数走势

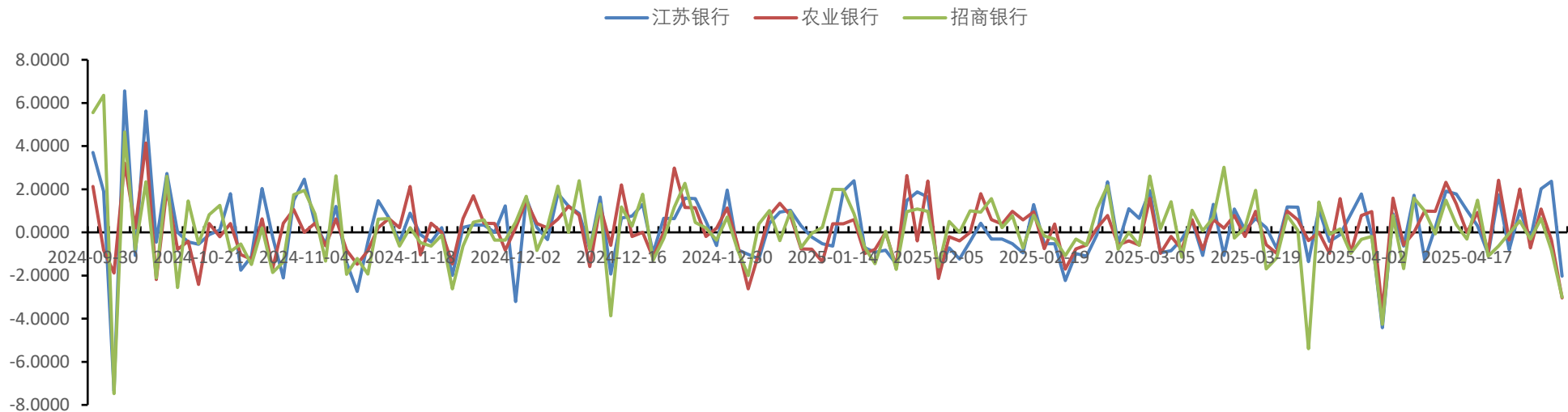


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.2 24年末到25年4月：国有大行领涨，高股息策略主导市场

- **国有大行领涨，高股息策略主导市场。**在市场风险偏好相对保守、无风险利率下行的宏观背景下，具备低估值、高股息特征的国有大行成为资金配置的首选。以农业银行为代表的国有行表现显著强于板块，成为行情初期的核心驱动力。在1月中下旬及4月中旬均展现出强劲势头，尤其在4月15日实现单日2.32%的涨幅。反观同期以江苏银行、招商银行为代表的股份行与城商行，虽然亦有表现，但整体涨幅的持续性与稳定性相对逊色，波动率明显高于国有大行。

图表8：2024年末-2025年4月3家银行区间涨跌幅

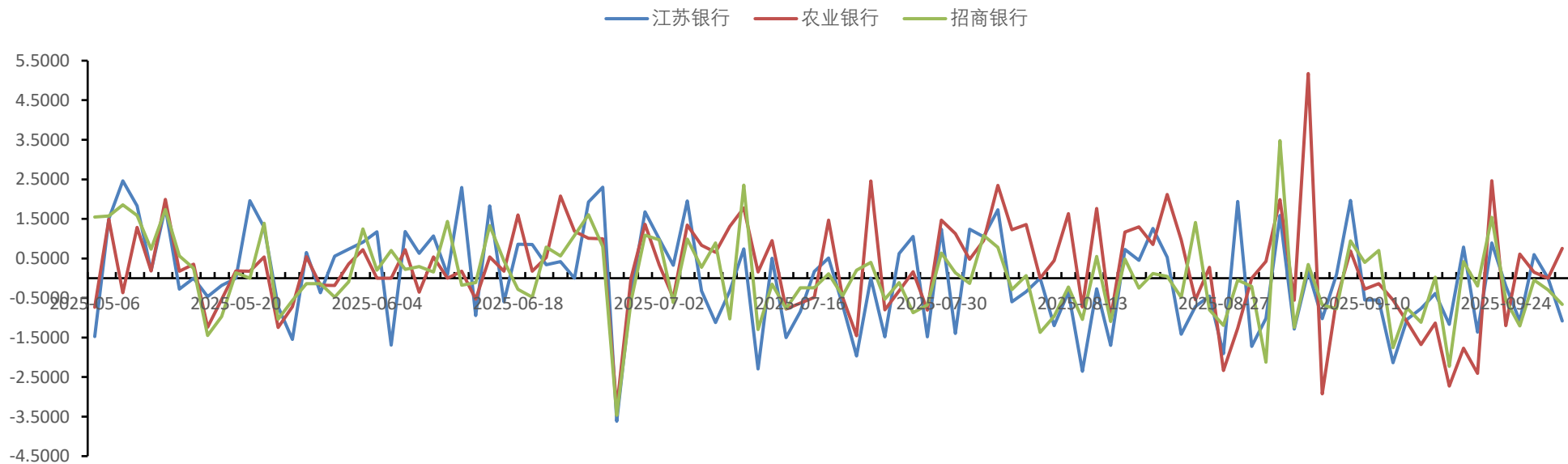


资料来源：iFind，太平洋证券

2.3 25年4月到9月：成长标的的接棒，行情逻辑向“成长性”扩散

- **成长标的的接棒，行情逻辑向“成长性”扩散。**招商银行与江苏银行表现尤为活跃，涨幅与动量显著超越国有大行。招商银行在5月上旬至6月中旬期间多次引领板块上涨，江苏银行则在5月8日、5月21日及6月12日等多个交易日超过2%的涨幅，显示出更高的价格弹性。相比之下，农业银行同期涨幅明显收窄，走势趋于平整。

图表9：2025年4月-2025年9月3家银行区间涨跌幅

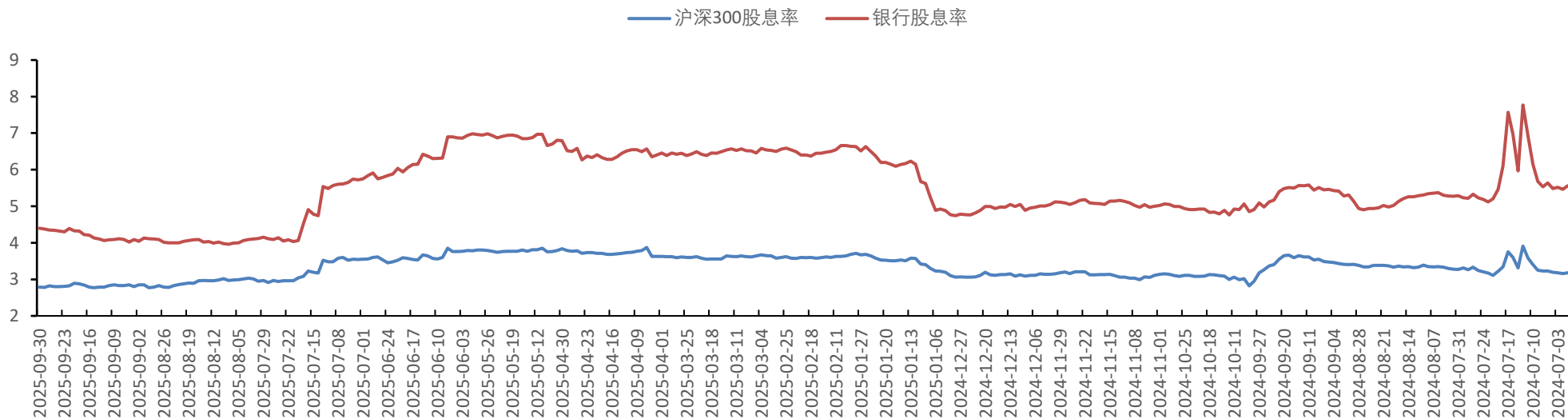


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.4 底层逻辑一：资产荒会强化银行高股息配置，因此先于股份行启动

- **资产荒强化银行高股息配置，政策端呵护银行息差。** 银行股息率与沪深300股息率的利差优势持续扩大，2025年9月30日银行股息率达4.40%，较沪深300股息率2.79%高出1.61个百分点；回溯至2024年7月，银行股息率均值超4.80%，较沪深300股息率均值（约3.2%）的利差长期维持在1.6个百分点以上。2025年5月20日，主要商业银行同步下调存款挂牌利率，其中活期存款利率下调5个基点至0.05%，3年期、5年期定期存款利率分别下调25个基点至1.25%和1.30%，直接降低了银行负债成本。同期，新一期LPR报价显示，1年期和5年期以上LPR均下调10个基点至3.00%和3.50%。

图表10：沪深300与银行股息率走势对比

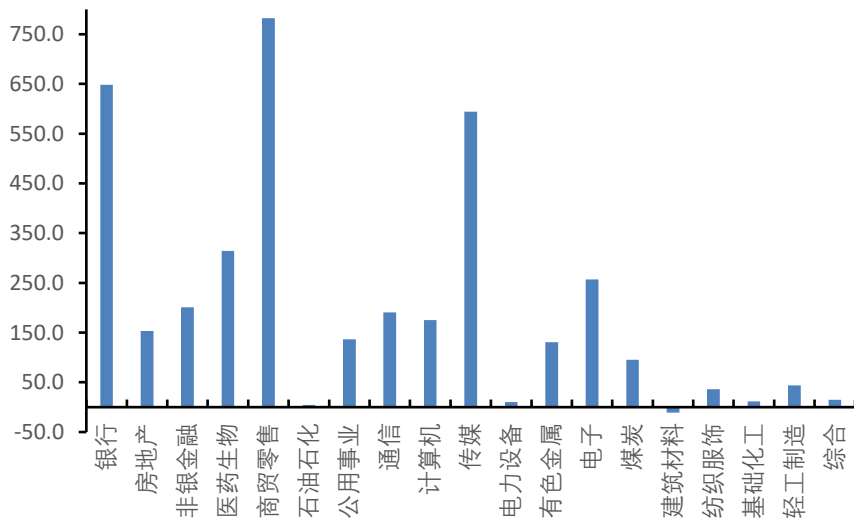


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.5 底层逻辑二：整体资金流向决定了银行股行情的力度

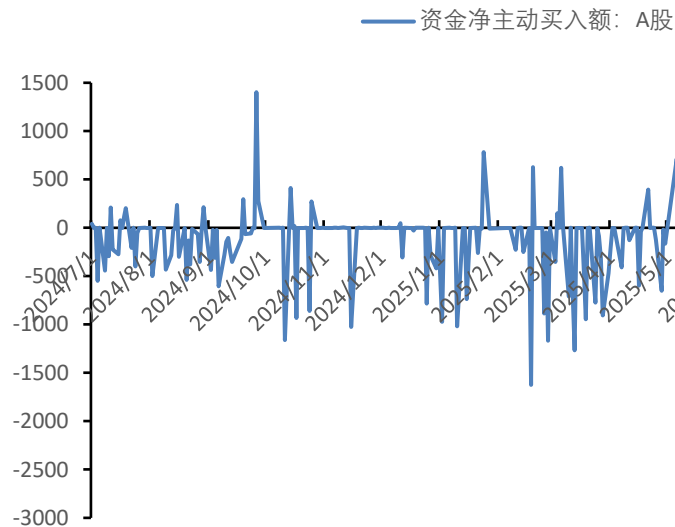
- **整体资金流向呈现结构性特征。**2024年末至2025年上半年，银行股作为低估值板块开始吸引险资等长期资金关注，但整体资金流向的分化尚不显著。直到2025年8月后资金波动加剧，多次出现大额净流出，但近期重新呈现向低估值板块倾斜趋势。一方面，避险资金与险资等中长期资金对银行股的配置力度显著提升，银行板块凭借低估值、高股息属性吸引险资等长期资金大幅流入；另一方面，北向资金在一季度对银行股呈净流入态势，为板块行情提供了资金支撑。

图11：2025Q1北向资金净流入



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表12：A股资金净主动买入额

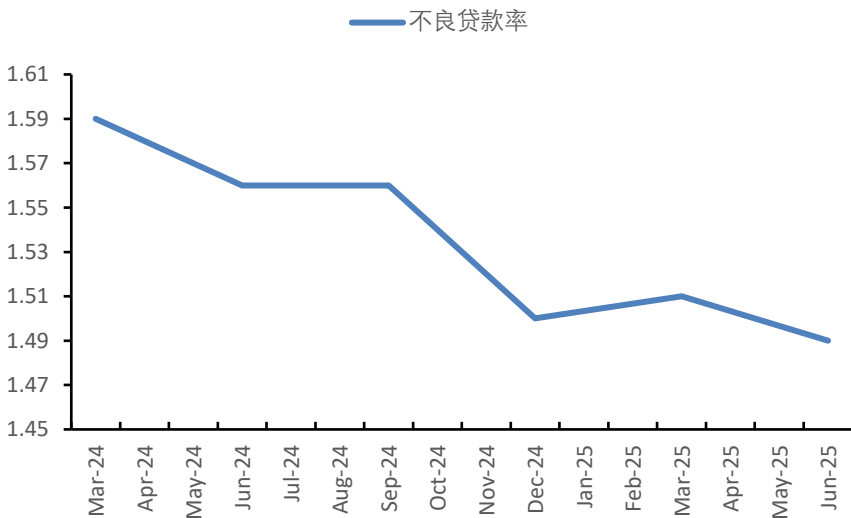


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.6 助力一：资产质量稳步改善，风险抵御能力持续增强

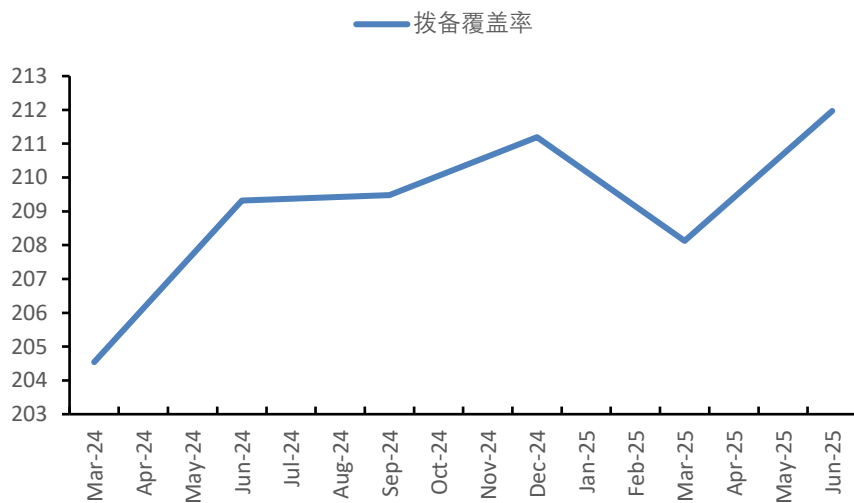
- **资产质量稳步改善，风险抵御能力持续增强。**从2024Q1至2025Q2，商业银行不良贷款率从1.59%稳步下降至1.49%，连续多个季度保持向好态势。与此同时，拨备覆盖率从204.54%提升至211.97%，进一步增强风险抵补能力。

图表13：商业银行不良贷款率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表14：商业银行拨备覆盖率

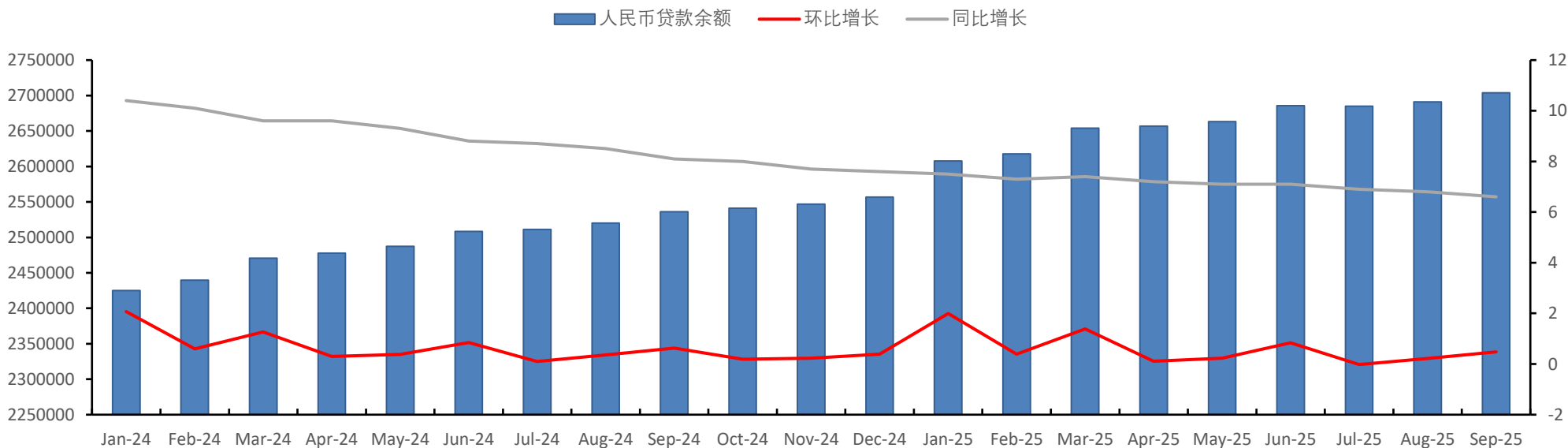


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.7 助力二：信贷“开门红”超预期

- **信贷“开门红”超预期。**截至2025Q1，人民币贷款余额达265.41万亿元，同比+7.4%，2025年1-3月各月环比增速均维持在较高水平。其中，1月人民币贷款余额环比大幅增长1.99%，2月环比增长0.39%、3月环比增长1.39%，一季度信贷投放节奏整体快于往年。

图表15：人民币贷款余额及同比环比增速

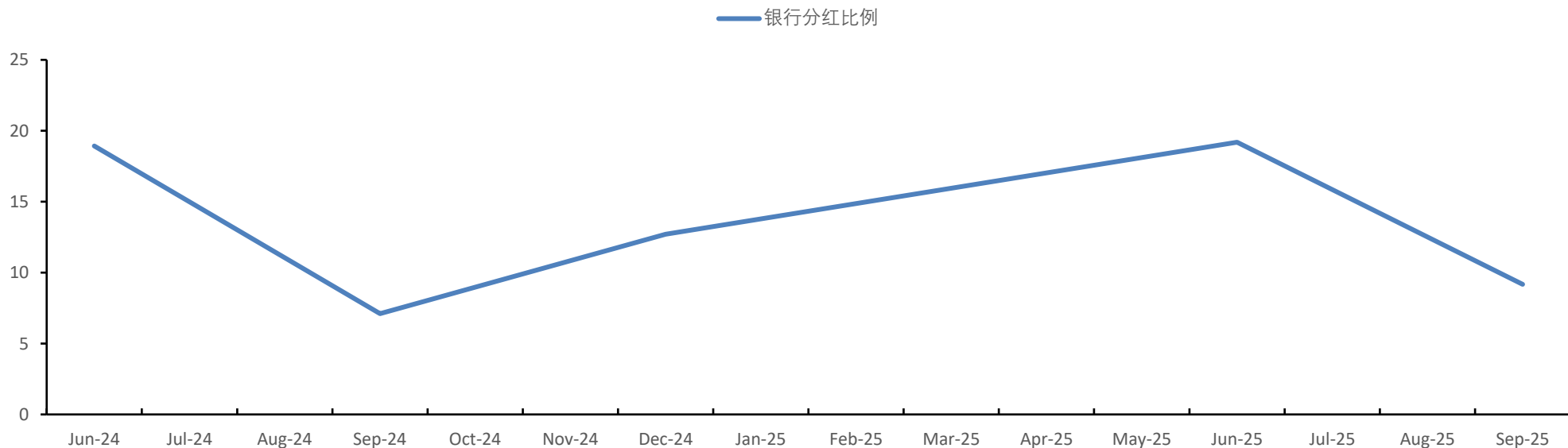


资料来源：iFinD, 太平洋证券

2.8 助力三：上市银行分红总额创纪录，中期分红机制逐步推行

- **上市银行分红总额创纪录，中期分红机制逐步推行。**上市银行通过稳步提升的分红比例与日益普及的中期分红机制，系统性提振投资者回报预期。2025年6月分红比例19.19%，同比提升0.27个百分点；2025年9月分红比例9.18%，同比提升2.07个百分点。在分红比例稳步提升的驱动下，结合稳定的盈利基数，2025年上市银行现金分红总额有望再创纪录。

图表16：上市银行分红比例



资料来源：iFinD，太平洋证券

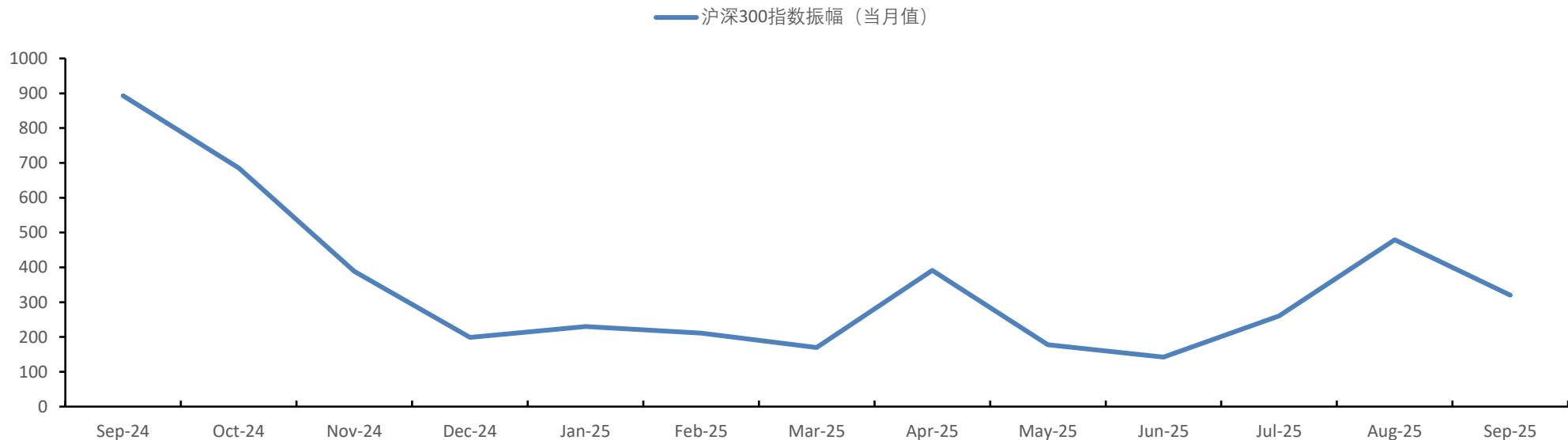
目录

- 1、市场风格切换在即，银行板块重现配置良机
- 2、2024年末-2025年上半年银行股行情深度复盘
- 3、2025年三季度末市场现状对比分析
- 4、四季度银行股行情推演与投资策略

3.1 市场波动率再次出现反弹

- **市场波动率目前呈现反弹态势。**2024Q3至2025Q1沪深300指数振幅逐步收敛，从892.91%下降至169.57%，并于2025年6月触及142.18%的阶段低点，显示市场在此期间趋于平稳。然而，这一态势在第三季度发生逆转，振幅再度扩大，2025年8月振幅已快速升至478.9%，较6月低点+237%。尽管9月振幅回落至320.06%，但仍显著高于二季度的平均水平。在波动加剧的背景下，兼具低估值、高股息与业绩稳健特质的银行板块，其防御属性与“避风港”效应再次获得市场认同。

图表17：沪深300指数振幅（当月值）

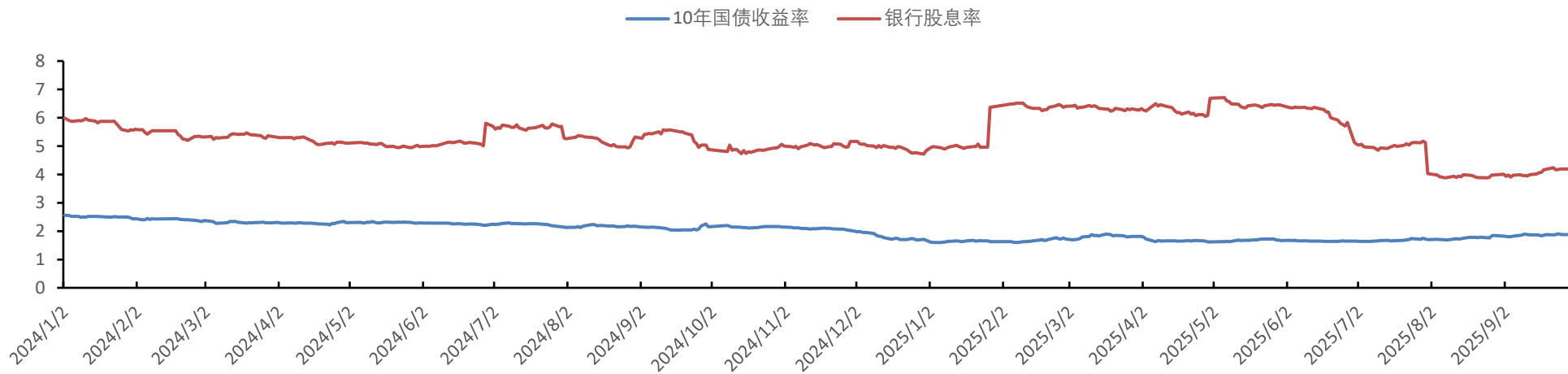


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.2 国债收益率仍处低位，银行股股息率仍具显著优势

- **国债收益率仍处低位，银行股股息率仍具显著优势。**从2024年初至2025年9月末，十年期国债收益率从2.56%震荡下行至1.86%，累计下降约70个基点，期间在2025年1月下探至1.60%的低点。与此同时，银行板块股息率始终保持在具有吸引力的水平。在2024年期间，银行股息率基本维持在5%上下波动，进入2025年后，股息率有所回落，但截至2025年10月仍保持在4%左右，显著高于十年期国债收益率。在“资产荒”与“弱复苏”的大背景下，资金对稳定高息资产的追逐仍在继续。这将持续压制国债收益率，同时为银行股估值提供支撑，预计未来六个月，银行股股息率仍具有显著优势，但利差将趋于收敛。

图表18：10年国债收益率与银行股息率对比

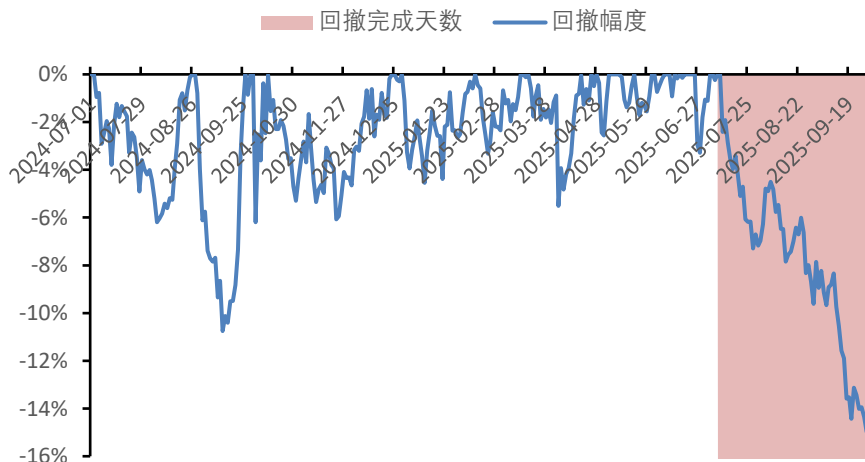


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.3 回调充分叠加估值低位，安全边际显著提升

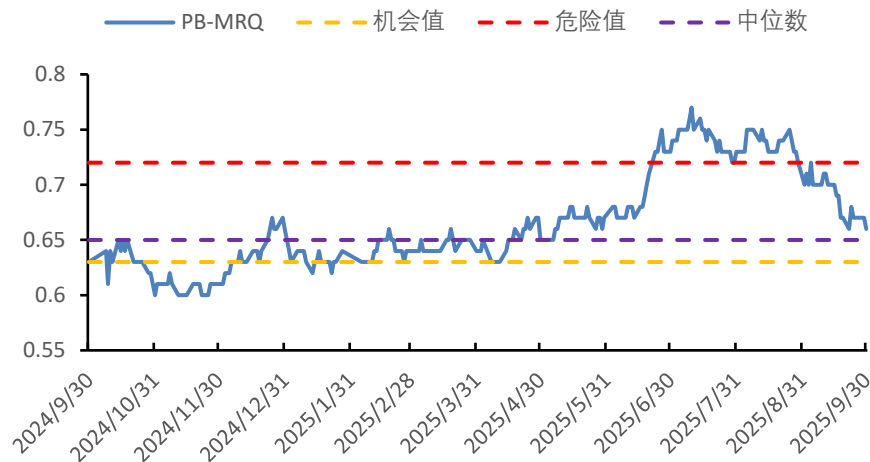
- **回调充分叠加估值低位，安全边际显著提升。**从技术面看，银行板块自7月高点已展开深度回调，最大回撤达14.98%，调整幅度与时间均较为充分。相较于2023年5月9日-2023年12月20日的226天回调，本轮调整在幅度上较前次收敛近3%；在时间维度上，本轮以更短的周期完成了风险释放，反映市场情绪修复效率提升。与此同时，板块估值同步回落至历史低位区间，截至2025Q3，银行PB-MRQ为0.57倍，处于近10年历史分位数46.99%以下，且低于机会值0.58倍的临界水平，意味着银行板块已进入低估配置区间。

图表19：银行回撤幅度



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表20：银行PB-MRQ

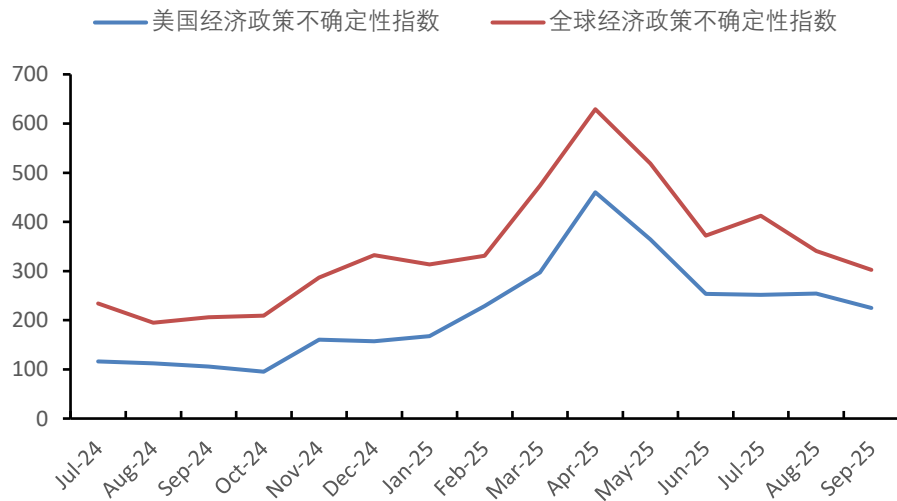


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.4 外部不确定性攀升

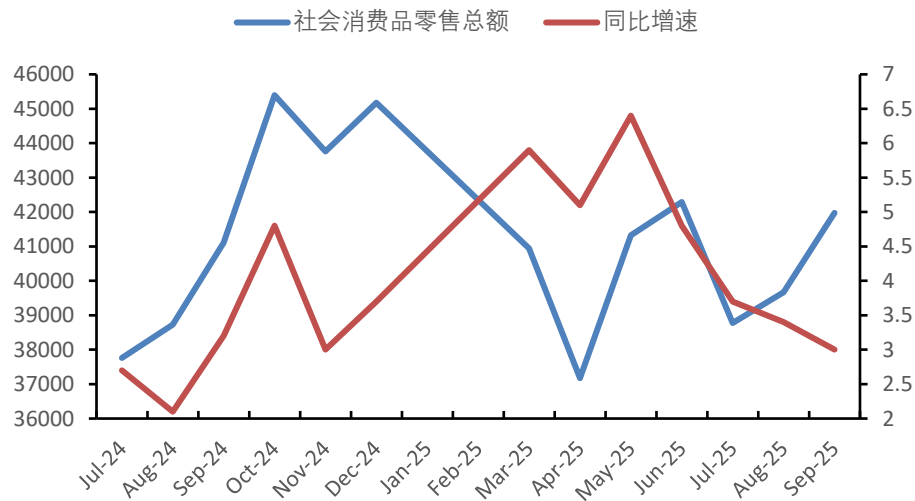
- **与2024年末相比，外部不确定性攀升。**经济政策不确定性在2025年4月达到峰值后虽有所回落，但绝对水平仍处高位。2025年9月，美国经济政策不确定性指数为225.05，全球指数为302.7，分别同比+112.51%和46.89%。同时，美国"对等关税"政策落地期，外部政策环境已成为影响市场预期的关键因素。经济复苏动能明显放缓，社会消费品零售总额从2024年12月的45172亿元下降至2025年9月的41971亿元，同比增速从3.7%回落至3.0%。

图表21：美国/全球经济政策不确定性指数对比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表22：社会消费品零售总额及同比增速

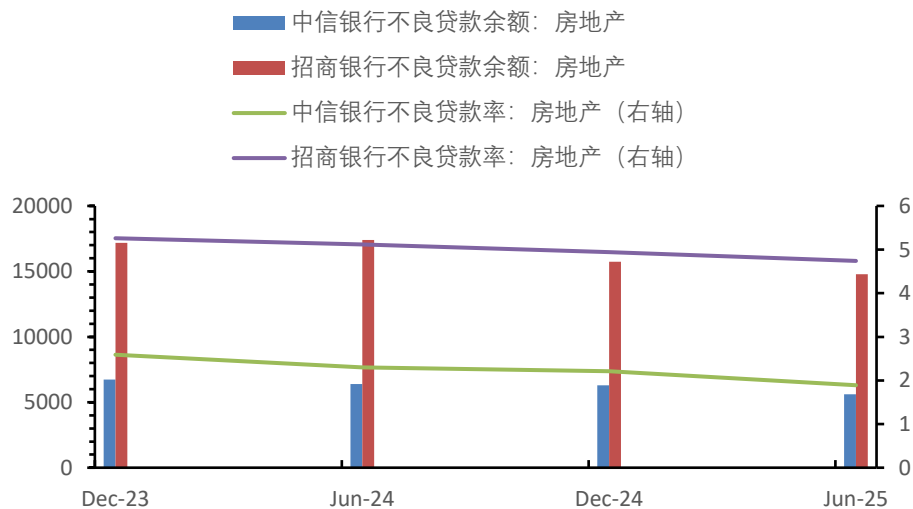


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.5 政策端持续发力，明确银行资产质量改善预期

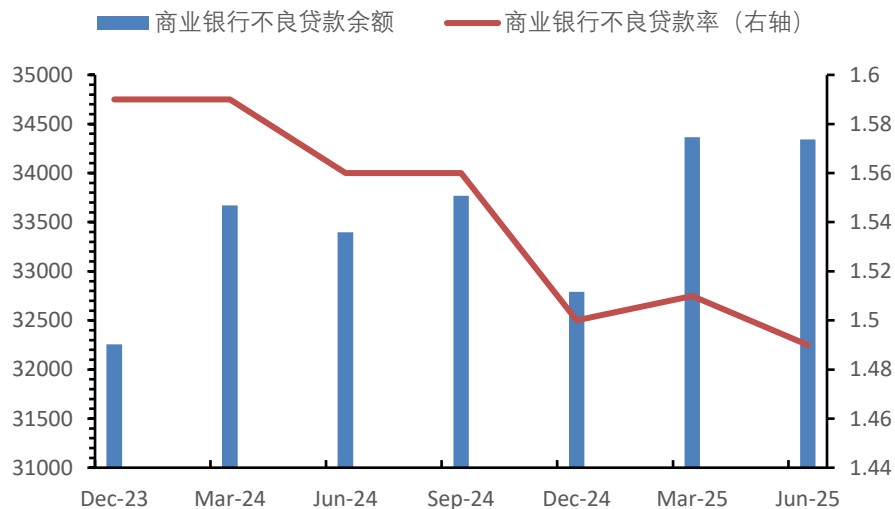
- **政策端持续发力，明确银行资产质量改善预期。**央行推出3000亿元保障性住房再贷款计划，利率1.75%、期限1年且可展期4次。通过市场化方式加速商品房去库存并增加保障性住房供给，缓解房地产行业流动性压力，为银行涉房贷款风险缓释创造条件。从资产质量数据看，从2024年3月至2025年6月，商业银行不良贷款率从1.58%持续回落至1.49%。同时，中信银行、招商银行等典型银行房地产业不良贷款率也呈下行趋势，进一步强化了银行资产质量向好的预期。

图表23：代表性银行的不良贷款余额及不良贷款率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表24：商业银行的不良贷款余额及不良贷款率

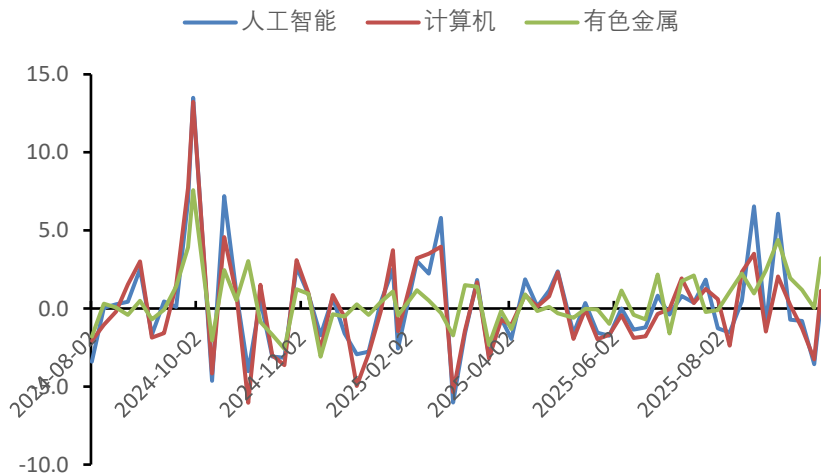


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.6.1 板块轮动格局形成鲜明对比

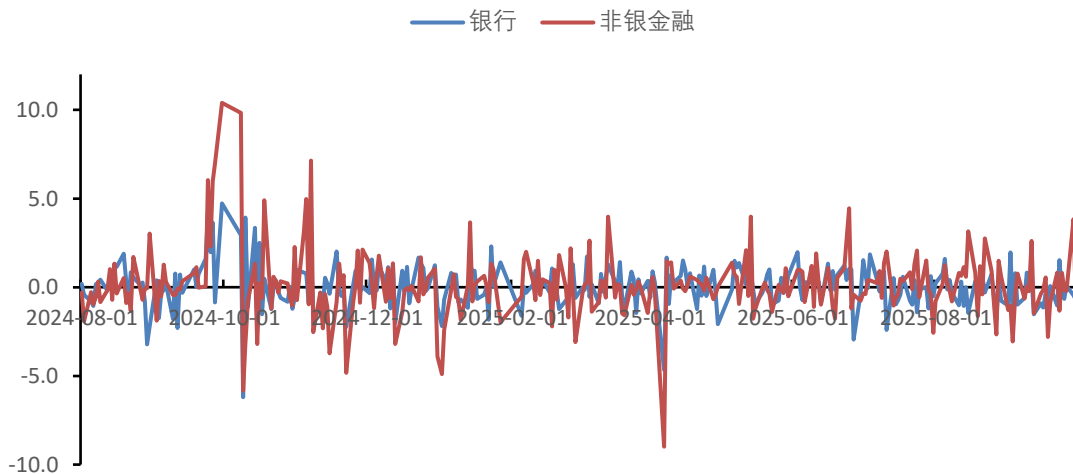
- **板块轮动格局形成鲜明对比。**2024年9月24日后，A股市场呈现“非银领涨、金融协同”的板块轮动格局。从行情特征看，2024年9月24日至10月8日期间，非银金融板块成为绝对主力，9月24日单日涨幅6.0454%、26日涨5.9587%、27日涨6.9518%，10月8日再次实现9.8281%涨幅，9个交易日累计涨超35%。银行板块同步发力，9月24日实现涨幅4.2563%、26日实现涨幅3.6420%、30日实现涨幅4.7233%，形成金融板块合力。反观前期强势的科技与有色板块，此阶段表现分化，人工智能、计算机虽在9月30日、10月8日实现大涨，但其余时段多为震荡。有色金属9月24日后波动加剧，10月9日单日跌8.1779%，整体弱于金融板块。

图表25：代表性科技指数和资源指数涨跌幅



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表26：银行及非银指数涨跌幅

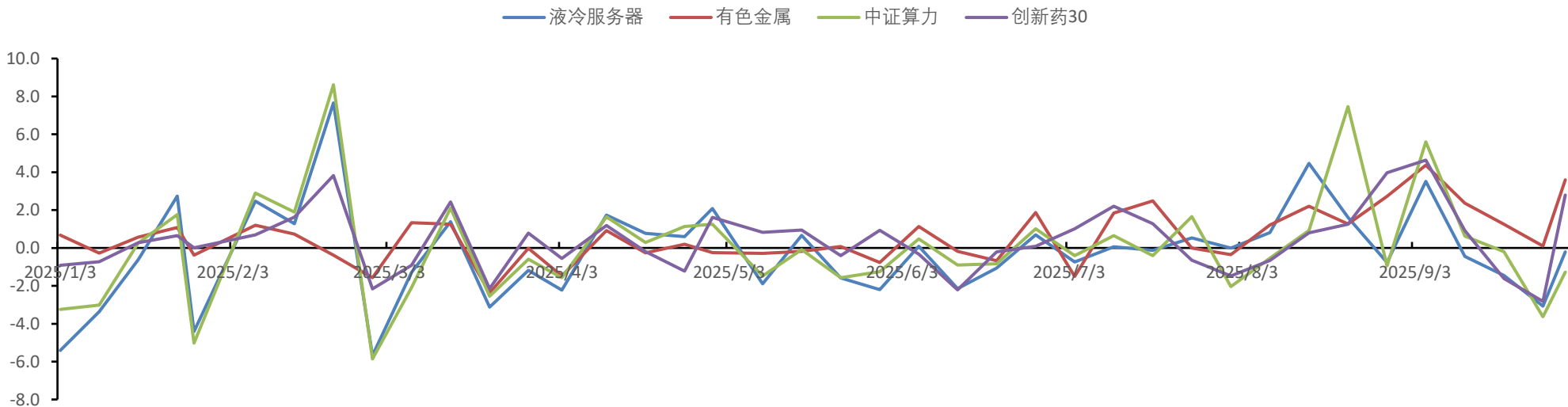


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.6.2 科技与有色普涨，算力与液冷引领

- **科技与有色普涨，算力与液冷引领。**2025年初至4月底，市场呈现出科技股与有色金属板块普遍上涨的格局。尽管整体经历震荡，但以中证算力、液冷服务器为代表的硬科技主线与有色金属板块，共同构筑了市场的核心支撑，并在2月中下旬形成一轮强劲的共振上涨。市场行情在2月7日当周开始预热，中证算力和液冷服务器分别上涨2.90%和2.47%。在2月21日当周，市场迎来普涨高潮：中证算力单周暴涨8.61%，液冷服务器紧随其后，涨幅高达7.66%。与此同时，有色金属板块同样表现不俗，当周上涨3.82%，与科技股共同构成了市场上涨的“双引擎”。

图表27：科技股与有色指数涨跌幅

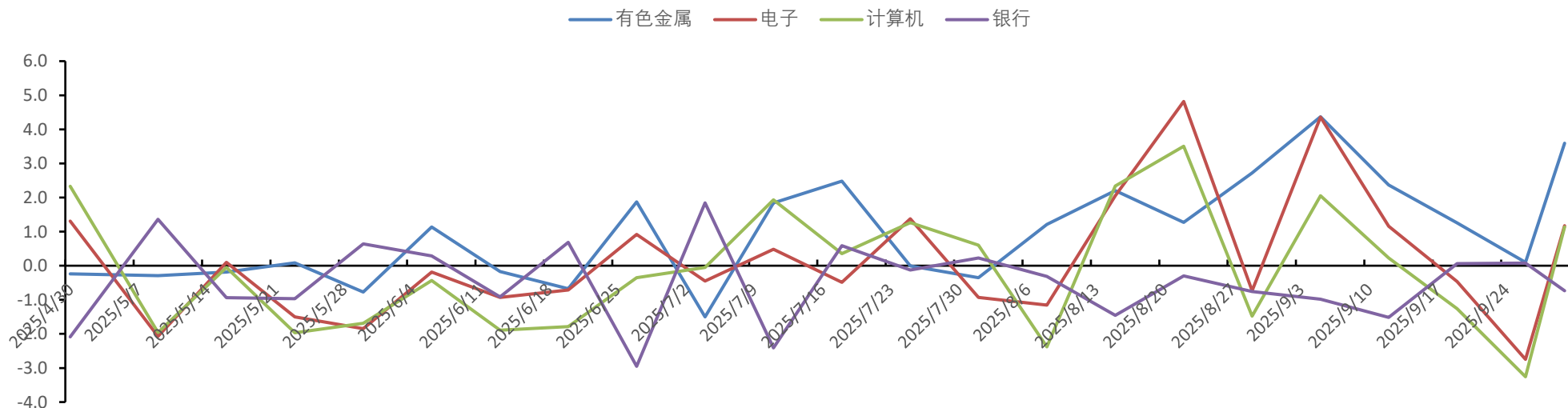


资料来源：iFind，太平洋证券

3.6.3 电子搭台、有色唱戏

- **电子搭台、有色唱戏。**2025Q3，市场风格发生切换，形成了“电子搭台，有色唱戏”的轮动格局。8月22日当周，电子板块完成了4.82%的涨幅，重新将市场焦点锚定在科技成长主线。从8月中旬开始，有色金属开启强劲而持续的领涨状态，在8月29日（+2.72%）、9月5日（+4.37%）、9月12日（+2.37%）以及9月30日（+3.59%）等多个关键周度连续大幅上涨，其上涨的力度、频率和持续性显著超越同期计算机和银行板块。预测2025Q4行情将从第三季度的“共识普涨”转向“业绩分化”，市场在科技与有色的趋势验证中波动加剧，并向低位板块扩散。

图表28：电子、计算机、有色金属及银行指数涨跌幅

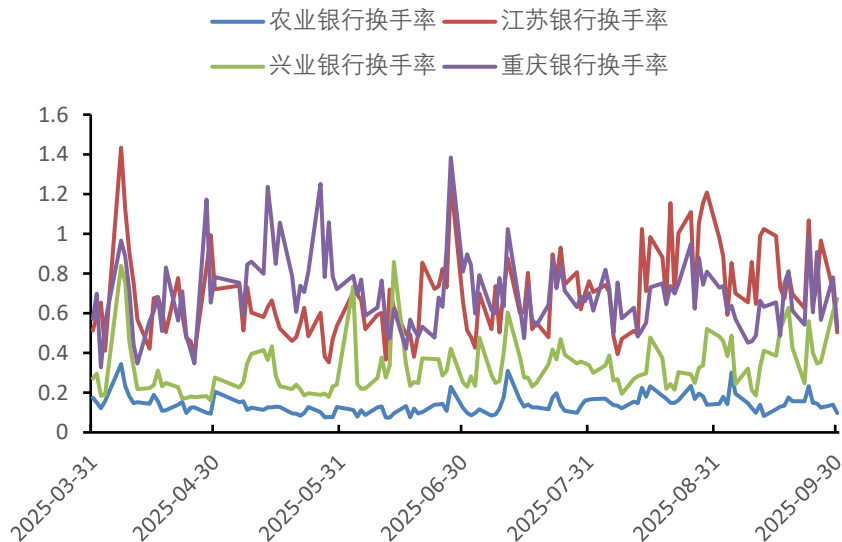


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.7 城商行表现显著弹性，资金对区域性成长性标的偏好

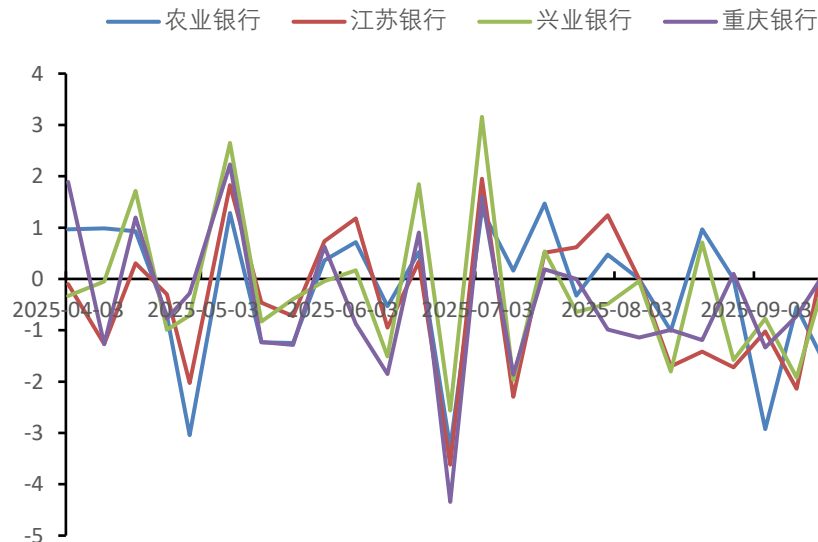
► 城商行表现显著弹性，资金对区域性成长性标的偏好。2025Q3，江苏银行在7月4日当周涨幅达1.95%，8月1日当周再次上涨1.23%；重庆银行同样在7月4日当周上涨1.60%，展现出稳健的上涨动能。江苏银行的换手率在整个三季度维持高位，在8月20日到8月29日连续多日换手率维持在1%以上，8月29日达到1.21%。重庆银行同样交投活跃，7月24日换手率达0.84%，8月29日换手率达0.81%，9月23日为0.98%，显示出持续的资金关注。

图表29：代表性银行换手率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表30：代表性银行涨跌幅



资料来源：iFinD，太平洋证券

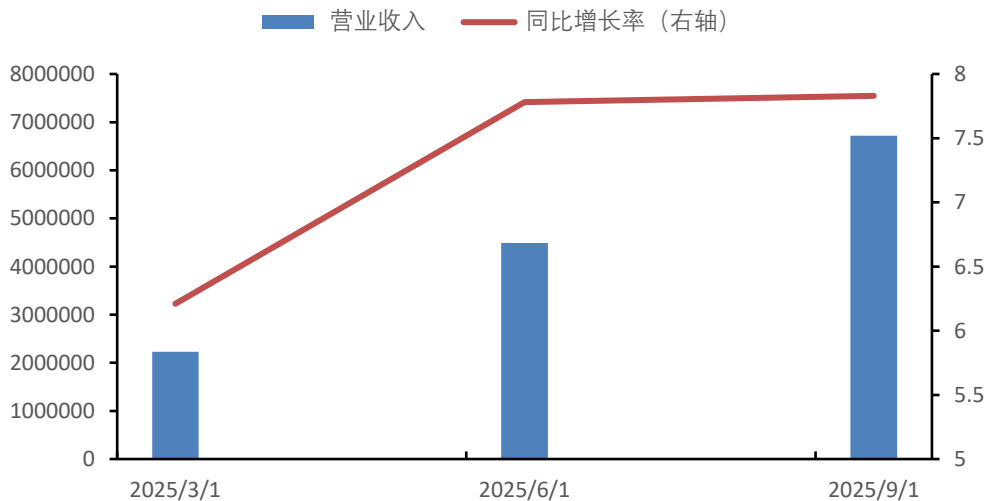
目录

- 1、市场风格切换在即，银行板块重现配置良机
- 2、2024年末-2025年上半年银行股行情深度复盘
- 3、2025年三季度末市场现状对比分析
- 4、四季度银行股行情推演与投资策略

4.1 业绩稳健的银行将获验证，中美贸易谈判进展影响市场风险偏好

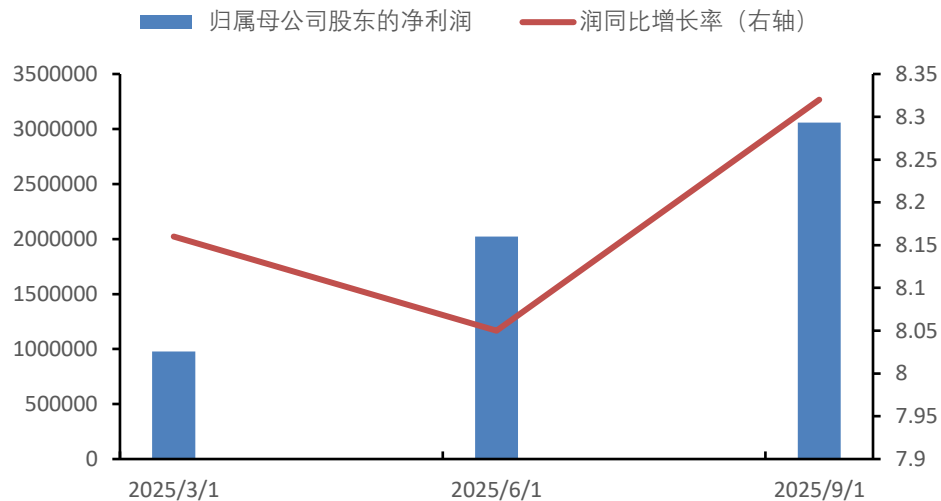
- **业绩稳健的银行将获验证。** 优质区域银行展现出显著的业绩优势，江苏银行第三季度归母净利润同比增长8.84%，同时，江苏银行营收保持7.93%的稳健增长，且已连续三个季度维持8%左右的利润增速，体现了其持续的盈利韧性和经营稳定性。
- **市场风险偏好受中美贸易谈判等外部变量的影响。** 截至2025年10月30日，美国取消针对中国商品加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的24%对等关税将暂停一年，中美贸易谈判出现积极进展。

图表31：江苏银行营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表32：江苏银行归母净利润及同比增速

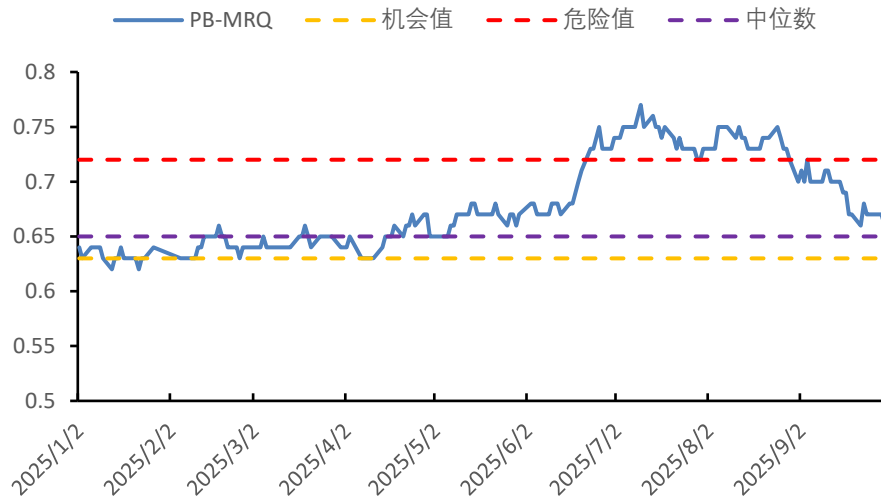


资料来源：iFinD，太平洋证券

4.2 银行股的“估值洼地”效应将吸引资金回流

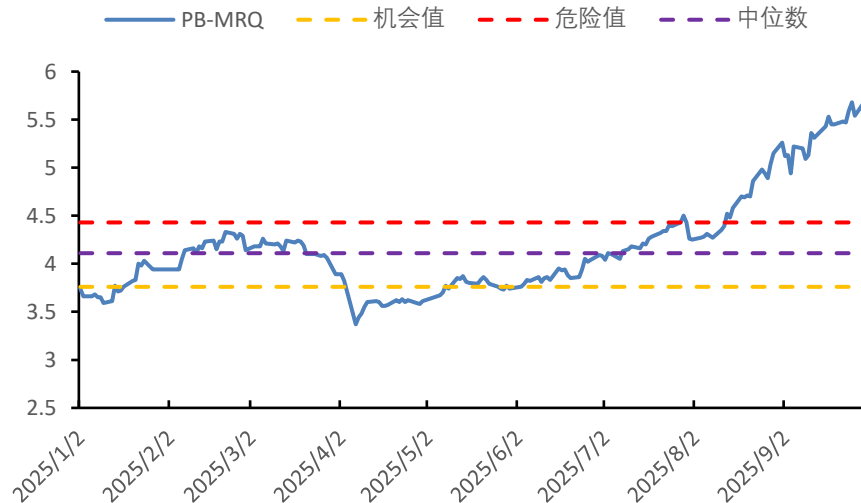
- **银行股的“估值洼地”效应将吸引资金回流。**从估值维度看，当前银行板块与高估值板块（以创业板指为代表）呈现鲜明分化。银行板块PB-MRQ长期处于0.6-0.7区间，显著低于其中位数与机会值。创业板指PB-MRQ突破5.5，处于历史高位区间。若四季度市场风格趋向均衡，资金从创业板等高估值板块流出，银行股的“估值洼地”效应将持续释放吸引力。一方面，银行板块PB处于历史低位，安全边际充足；另一方面，银行板块与高估值板块的估值差已达历史极值，资金从高估值向低估值的迁移动力较强，银行股有望成为资金回流的核心方向之一。

图表33：银行板块PB-MRQ



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表34：创业板指板块PB-MRQ



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

4.3.1 股息率优势突出，估值安全边际高

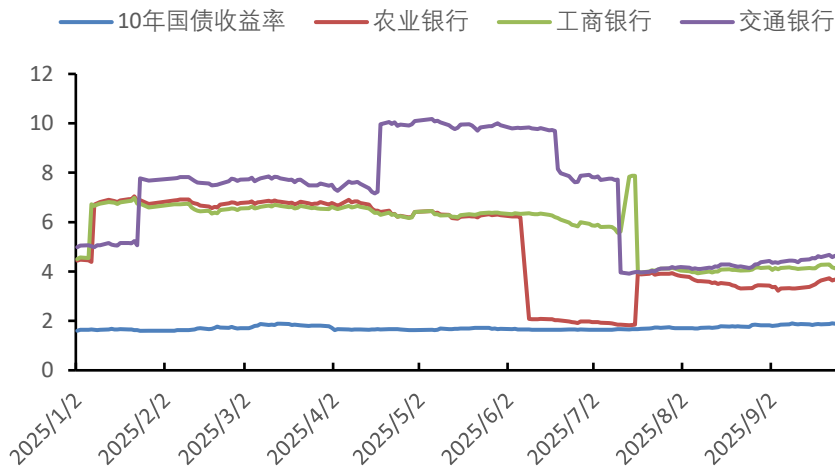
- **股息率优势突出，估值安全边际高。**对于保守型投资者而言，以农业银行（601288）、工商银行（601398）、建设银行（601328）为代表的大型银行是组合“压舱石”的优选。农业银行、工商银行股息率长期超4%，交通银行股息率近期攀升至4.8%以上，显著高于10年期国债收益率。截至2025Q3，农业银行/工商银行/交通银行的PB估值分别为0.85/0.68/0.52，处于历史低位区间，估值安全边际高，在市场波动中具备较强抗风险能力。

图表35：代表性银行市净率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表36：代表性银行股息率与10年国债收益率走势对比

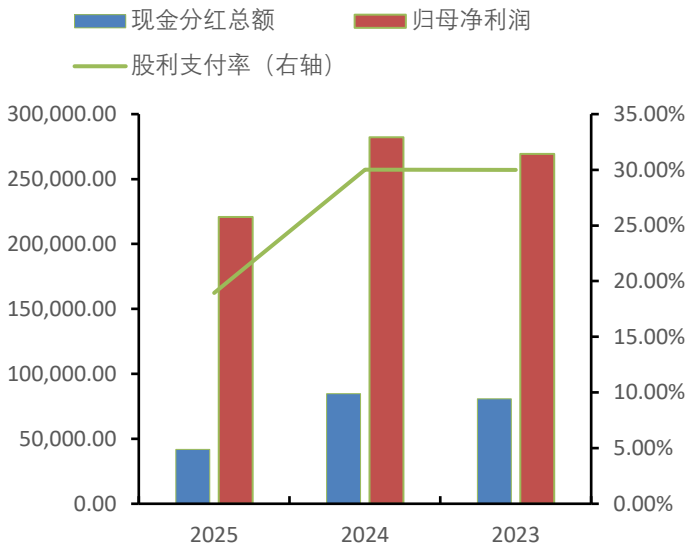


资料来源：iFinD，太平洋证券

4.3.2 核心防守策略，追求稳定分红回报

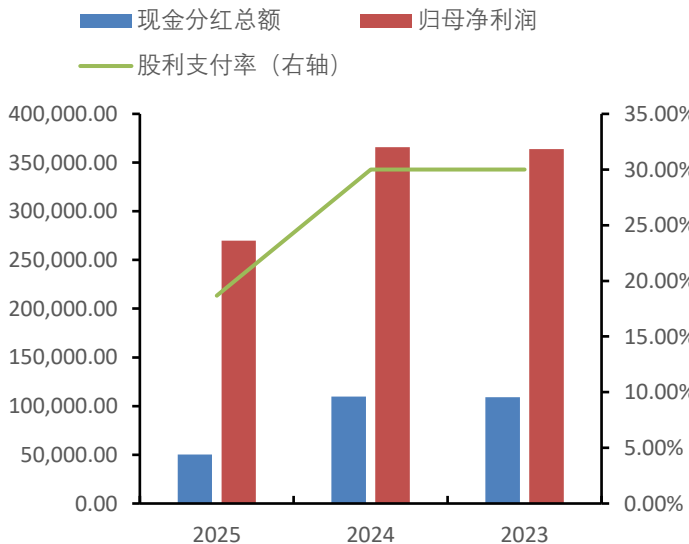
- **核心防守策略，追求稳定分红回报。** 农业银行、交通银行、工商银行的历史平均分红率均稳定在28%-32%区间（工行31.48%，农行29.71%，交行28.71%）。尤其值得关注的是，近三年来三家银行的分红力度显著提升，超历史平均水平。工商银行、农业银行与交通银行自上市以来，已分别实施21次、17次及23次现金分红。

图表37：工商银行现金分红总额



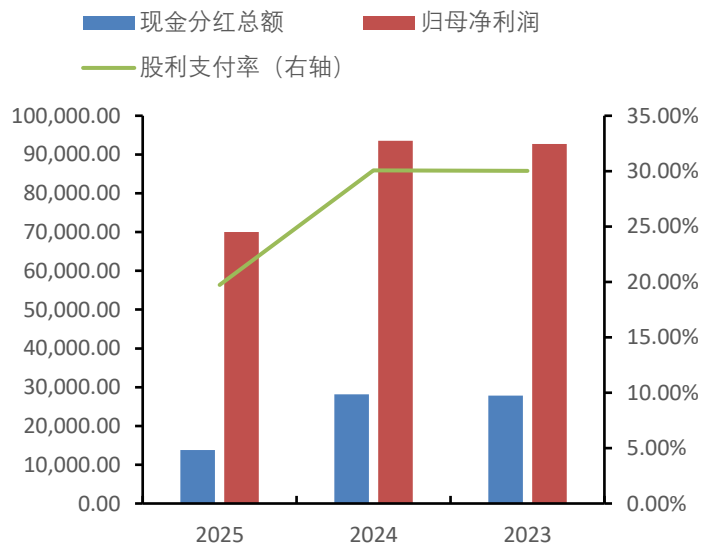
资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表38：交通银行现金分红总额



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表39：农业银行现金分红总额

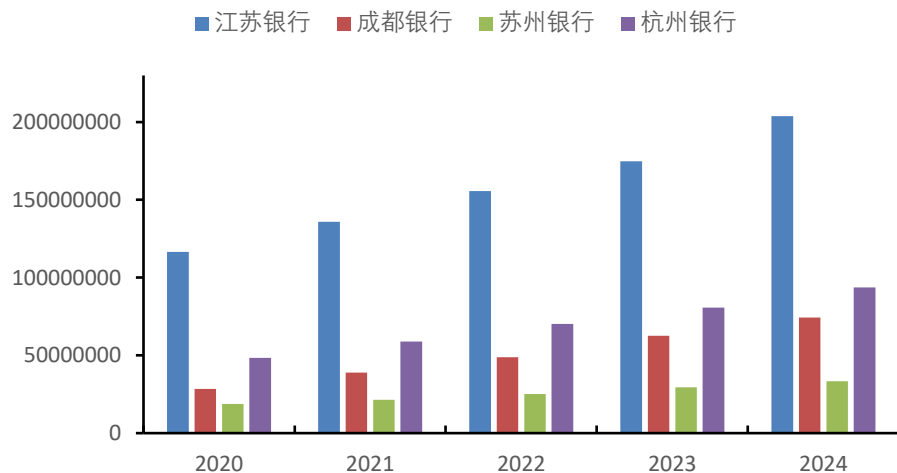


资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

4.4 区域优势显著，区域龙头业绩增速领先同业

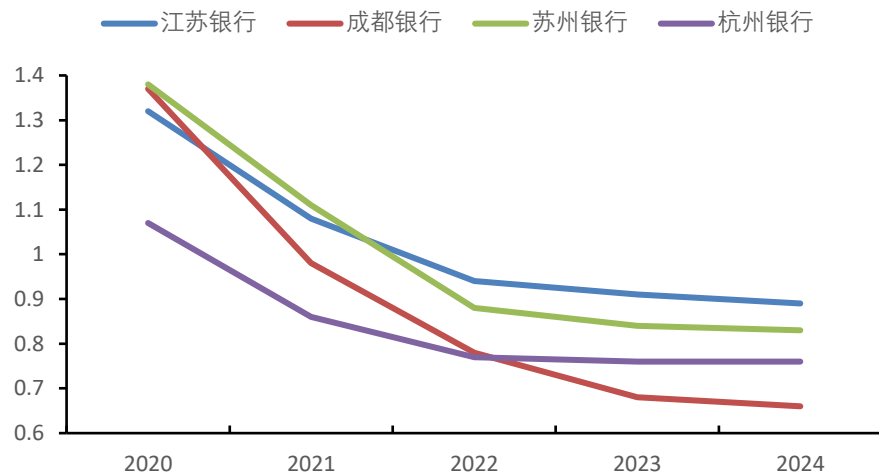
- **区域优势显著，区域龙头业绩增速领先同业。**区域城商行兼具卓越的业绩成长性、优异的资产质量与坚实的区域经济基础，是业绩成长主线的核心标的。截至2025Q3，江苏银行归母净利润同比增速达8.84%，杭州银行亦保持14.53%的高增长，增速显著领跑行业。同时，四家代表性银行的不良贷款率均低于1.5%。其中，成都银行不良贷款率表现突出，仅为0.66%。四家代表性银行拨备覆盖率超300%，呈现突出的资产质量与风险抵补能力。四家银行深耕的长三角、成渝地区2025年上半年GDP增速均超5%、显著高于全国水平，旺盛信贷需求与健康信用环境为银行的持续成长提供了底层支撑。

图表40：代表性银行贷款总额



资料来源：iFinD，太平洋证券

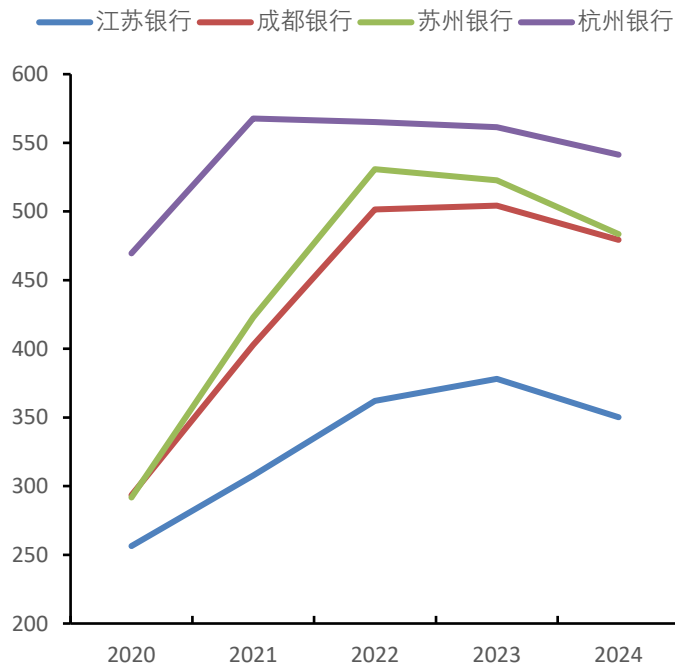
图表41：代表性银行不良贷款率



资料来源：iFinD，太平洋证券

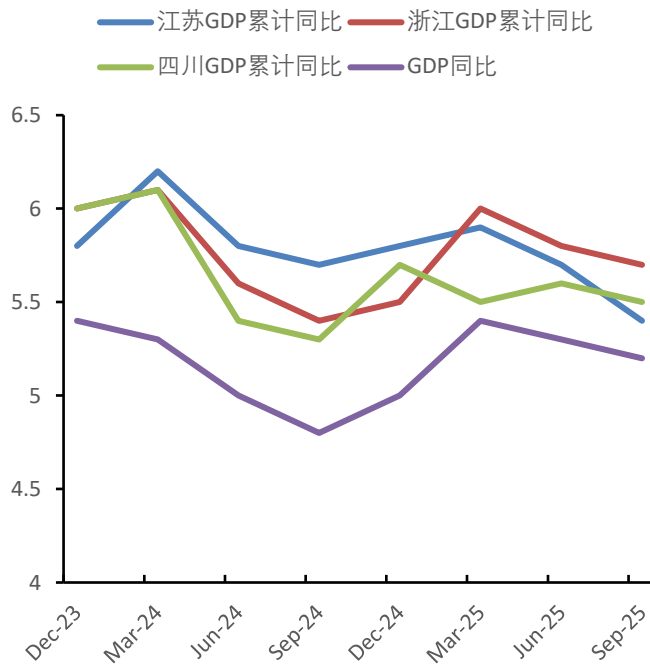
4.4 区域经济优势显著，区域龙头业绩增速领先同业

图表42：代表性银行拨备覆盖率



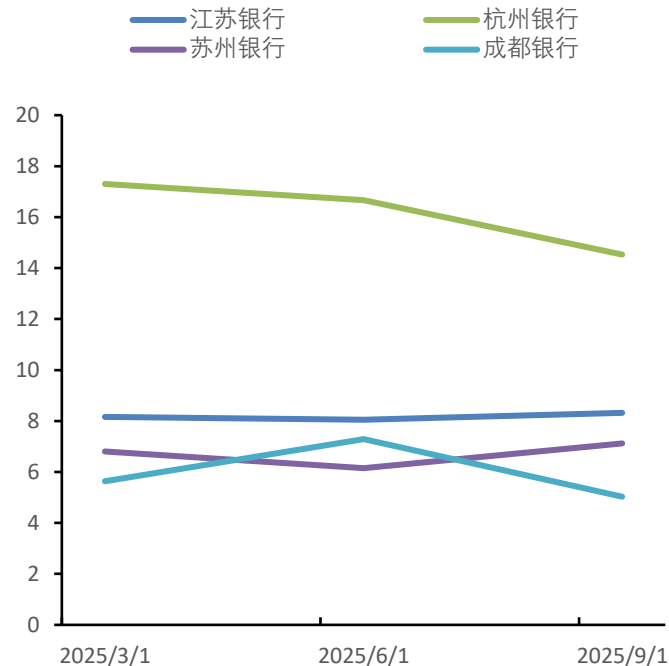
资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表43：区域GDP同比增速对比



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表44：代表性银行归母净利润同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

4.5 投资建议

- **2025年第四季度将呈现“业绩分化与估值再平衡”的震荡格局。**随着科技板块估值升至历史高位且波动加剧，市场驱动逻辑将从“共识普涨”转向“业绩验证”，银行板块凭借其深度估值洼地、持续改善的基本面、政策端对息差的系统性呵护以及显著的股息优势，有望成为资金进行仓位再平衡的核心方向。值得注意的是，在银行板块内部将呈现显著的结构性的机会：一方面，以农业银行、工商银行、建设银行为代表的大型银行凭借其稳定的高股息和充足的安全边际，将成为市场防御阶段的“压舱石”；另一方面，以江苏银行、成都银行、苏州银行、杭州银行为代表的优质城商行，依托其卓越的业绩成长性、优异的资产质量以及坚实的区域经济基础，将继续获得追求成长性的资金青睐。在外部环境趋于缓和、内部政策持续发力的背景下，银行板块的估值修复行情将与优质城商行的业绩增长主线形成有力共振。
- **建议关注两条主线：**1) 资本实力增厚、分红确定性强的国有大行，如【工商银行】【建设银行】；2) 受益于区域经济红利、业绩增速有保障、股息率较高的区域代表性银行，如【成都银行】【苏州银行】。

盈利预测

工商银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	821,803.00	829,075.02	850,530.81	890,909.23
营业收入增长率	-2.52%	0.88%	2.59%	4.75%
归母净利润（百万元）	365,863.00	368,767.45	377,278.74	391,733.50
归母净利润增长率	0.51%	0.79%	2.31%	3.83%
每股净资产	10.23	10.93	11.99	13.13
市净率（PB）	0.79	0.74	0.67	0.62

成都银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,003.09	23,841.30	25,245.80	27,136.51
营业收入增长率	6.16%	3.64%	5.89%	7.49%
归母净利润（百万元）	12,858.38	13,533.05	14,408.81	15,540.34
归母净利润增长率	10.17%	5.25%	6.47%	7.85%
每股净资产	19.14	20.95	24.01	26.36
市净率（PB）	0.90	0.82	0.72	0.65

建设银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	750,151.00	747,673.44	771,911.07	803,253.64
营业收入增长率	-2.54%	-0.33%	3.24%	4.06%
归母净利润（百万元）	335,577.00	339,874.87	345,915.84	356,637.04
归母净利润增长率	0.88%	1.28%	1.78%	3.10%
每股净资产	12.65	13.07	13.92	14.99
市净率（PB）	0.76	0.73	0.69	0.64

苏州银行	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,236.41	12,564.34	13,263.24	14,119.95
营业收入增长率	3.05%	2.68%	5.56%	6.46%
归母净利润（百万元）	5,068.21	5,450.48	5,868.42	6,377.67
归母净利润增长率	10.16%	7.54%	7.67%	8.68%
每股净资产	11.46	11.02	11.93	12.89
市净率（PB）	0.73	0.75	0.70	0.64

风险提示

- 宏观经济复苏不及预期，导致银行资产质量压力增大；
- 政策效果不及预期，房地产等领域风险反复；
- 市场风格切换不及预期，科技行情延续，对银行股形成资金分流效应

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。