

银行业 2026 年投资策略：盈利改善与资金驱动共振，看好行业配置价值

2025 年 12 月 19 日

看好/维持

银行

行业报告

分析师	林瑾璐 电话: 021-25102905 邮箱: linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519070002
分析师	田馨宇 电话: 010-66554013 邮箱: tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480521070003

投资摘要：

行情回顾：2025 年银行行情受市场风格影响阶段性特征明显，上半年持续上涨创新高，三季度调整，四季度修复，全年有绝对无相对收益。子板块中，国有行表现更好；个股方面，受益于险资持续流入，港股银行表现亮眼。

基本面展望：2026 年上市银行盈利增速有望边际小幅提升。核心改善因子为净息差企稳，净利息收入有望恢复正增长。中收预计延续温和修复趋势，而其他非息收入贡献预计下降，资产质量和信用成本预计总体保持平稳。我们判断银行盈利支撑将逐步从过去几年的“其他非息+拨备反哺”向“净利息收入+中收”核心营收切换。子板块来看，预计城商行业绩继续领跑，主要基于规模增速高，优质城商行资产质量平稳、拨备厚实。个股来看，客户基础更牢固、贷款组织能力、客户综合经营能力更强、存量拨备厚实的银行将展现较强的业绩弹性。

- **净息差：负债成本持续改善下，2026 年息差有望企稳。** **负债端：**近两年为 2022-2023 年银行超额存款到期重定价高峰，2023 年以来存款挂牌利率大幅下调红利将持续释放，推动银行负债成本改善。测算 2026 年存款到期重定价支撑净息差改善约 11.6bp。**资产端：**今年降息幅度较小，因此贷款重定价压力有限，叠加化债影响，估算合计影响 2026 年净息差约 10.2bp。综合资产负债两端，存量政策小幅提振上市银行 2026 年净息差约 1.4bp。展望 2026 年，在适度宽松的货币政策基调下，降准降息仍有空间；但政策同样重视跨周期调节，关注中长期政策影响，预计政策利率调降幅度相对有限（10bp 左右），并延续存贷两端联动模式，对当年净息差影响较小。
- **规模：经济结构和融资需求变化，信贷增速或继续下行。**在地方债务约束较强、传统基建投资空间有限、新旧动能转换、直接融资替代等因素影响下，信贷需求偏弱环境短期较难扭转。同时，央行顺应经济结构和融资需求变化，延续“提升存量资金使用效率，优化资金投向”的政策导向，银行也逐渐转变过往规模情节。预计 2026 年信贷同比继续少增，增速放缓至 5.6% 左右，细分贷款或延续“对公强、零售弱”格局。社融扩张更依赖政府债等直接融资，预计 2026 年增量同比持平，增速放缓至 7.7% 左右。
- **非息：中收有望继续温和修复，其他非息预计贡献下降。** **中收：**随着前期高收益存款逐步到期，居民预计继续“存款搬家”。短期主要路径或仍是理财、保险等中低风险产品；中长期随着股票市场连续赚钱效应提升，有望逐步向中高风险权益类资产配置。居民存款向理财、保险、基金、资本市场搬家利好银行财富管理相关中收表现，2026 年中收有望持续温和修复。**其他非息：**我们判断 2026 年货币环境和基本面或不支持债市牛熊转换，债市收益率或维持窄幅震荡，交易空间相对有限。同时，银行浮盈兑现空间压缩，核心营收改善下兑现意愿预计降低，其他非息收入对营收的贡献度下降。
- **资产质量：预计整体保持平稳，关注零售及对公房地产不良压力。**2026 年整体不良率平稳，主要基于压舱石对公不良率延续改善的判断。当前企业盈利逐步修复，ROIC 稳定高于一般贷款利率，表征潜在不良的重组贷款占比基本平稳，对公贷款整体不良率或继续下行。零售端风险与资产价格波动、居民收入预期高度相关，当前居民收入能力未明显修复，房价仍在止跌回稳过程中，居民还款能力和还款意愿修复尚待观察。

资金面展望：长期资金有望保持较强配置力度。低利率环境下，以保险为代表的耐心资本增配银行动力依然较强，期待政策引导下长期资金持续流入。在稳市目标和 ETF 整体扩容下，被动基金有望继续流入银行权重股。主动基金当前持仓处于历史低位、定价权下降，未来有望随着业绩基准改革落地而逐步增持低配金融板块。

投资建议：关注以下三条投资主线：(1) 长期配置资金主导下，继续关注国有大行。(2) 受益于区域经济高景气，业绩确定性强的经济强省龙头城商行。(3) 若经济复苏加快，零售风险拐点逐步确认，关注顺周期高弹性中小银行和前期超跌股份行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升、资产质量大幅恶化等。

目 录

1. 行情回顾：市场风格主导走势，国有行表现更好	5
2. 基本面回顾及展望：息差有望企稳，盈利增速改善	6
2.1 净息差：负债成本持续改善下，2026 年息差有望企稳	7
2.2 规模：经济结构和融资需求变化，信贷增速或继续下行	10
2.3 非息：中收有望继续温和修复，其他非息预计贡献下降	14
2.4 资产质量：预计整体保持平稳，关注零售及对公房地产不良压力	17
3. 资金面：长期资金有望保持较强配置力度	23
3.1 以险资为代表的“耐心资本”有望继续增持	23
3.2 主动基金：公募业绩基准改革引导配置均衡化，有望带来增量资金	26
3.3 被动基金：看好稳市预期+ETF 扩容下的资金流入	27
4. 投资建议：看好银行板块，关注国有行+优质中小行	29
5. 风险提示	30
相关报告汇总	31

插图目录

图 1：2025 年以来银行板块行情前高后低，整体小幅跑输上证指数（截至 12 月 12 日）	5
图 2：2025 年银行各子板块行情复盘（截至 12 月 12 日）	5
图 3：2025 年港股银行涨幅领先（截至 12 月 12 日）	6
图 4：2025 年涨幅前 20 银行股中，有 16 家为 H 股银行（截至 12 月 12 日）	6
图 5：上市银行营收、归母净利润同比增速	6
图 6：2025 年商业银行净息差降幅继续收窄	7
图 7：上市银行测算净息差及同比降幅	7
图 8：2025 年新发放人民币贷款利率下降趋缓	8
图 9：2025 年贷款利率相较 LPR 的超额降幅明显收窄	8
图 10：新发放人民币贷款利率相较 LPR 加减点区间结构：LPR 减点及 LPR 占比提升至 50% 以上	8
图 11：2022-2025 年银行存款挂牌利率年降幅	9
图 12：2022-2023 年人民币存款出现超额增长	9
图 13：2025 年人民币贷款增速继续放缓	11
图 14：商业银行总资产、信贷、非信贷资产增速	11
图 15：上市银行总资产同比增速	11
图 16：上市银行贷款同比增速	11
图 17：1-11 月新增非金融企业贷款占比近九成、居民贷款占比仅 3%	12
图 18：11 月末企业、住户贷款同比增速分别为 8.5%、1.0%	12
图 19：2025 年 6 月起企业短贷增速超过中长贷	12
图 20：2025 下半年固定资产投资增速明显放缓	13
图 21：绿色、普惠、科技等重点领域贷款增速较快	13
图 22：前三季度个人住房贷款同比负增，经营贷增速放缓	13

图 23: 个人贷款单季度新增规模	13
图 24: 上市银行中收增速延续回升态势	14
图 25: 上市银行 1-3Q25 中收占营收比重约 13%	14
图 26: 上市银行其他非息收入增速波动加大	15
图 27: 上市银行 1-3Q25 其他非息收入占营收比重约 15%	15
图 28: 商业银行不良贷款率、关注贷款率（监管口径）	18
图 29: 样本上市银行不良率、关注率、逾期率	18
图 30: 各类银行不良贷款率（监管口径）	18
图 31: 上市银行各子板块不良贷款率	18
图 32: 上市银行不良净生成率（老 16 家）	18
图 33: 样本上市银行不良净生成率（各子板块）	18
图 34: 零售贷款不良率趋势上行（20 家样本上市银行）	19
图 35: 样本上市银行各类零售贷款不良率	19
图 36: 招行、交行细分零售贷款不良率	19
图 37: 信贷 ABS 加权平均年化违约率走势	20
图 38: 70 大中城市二手房价指数（2010.01=100）	21
图 39: 上市银行个人住房贷款不良率	21
图 40: 样本上市银行对公细分行业不良率	22
图 41: 非金融企业 ROIC 基本覆盖融资成本	22
图 42: 主要发债房企净利润及减值损失情况	22
图 43: 主要发债房企偿债指标持续趋弱	22
图 44: 上市银行房地产贷款占总贷款、房地产贷款不良率及不良贷款率	22
图 45: A 股上市银行持股结构（自由流通市值）	23
图 46: 10 年期国债收益率长期低于保险预定利率上限	24
图 47: 3Q25 末保险资金运用余额 37.5 万亿	24
图 48: 25Q3 末主动偏股基金持仓银行占比降至 1.82%	26
图 49: 主动基金显著低配银行板块（3Q25）	26
图 50: 2025 年宽基 ETF 份额有所下降	28
图 51: 2025 年宽基 ETF 净值增速放缓	28
图 52: 25Q3 末样本 ETF 银行持仓占股票 ETF 的 6.6%，较 2024 年末下降 1.1pct	28
图 53: 上市银行 2025E 股息率及 PB 估值（截至 2025-12-17）	29

表格目录

表 1: 2022 年以来银行存款挂牌利率历次调整情况	9
表 2: 测算存量政策小幅提振上市银行 26 年约 1.4bp	9
表 3: 银行稳息差、“反内卷”相关政策及表述	10
表 4: 预计 2026 年赤字率同比持平于 4%，广义赤字规模预计 12.3 万亿左右	14
表 5: 各类金融产品的收益率比较	15
表 6: 上市银行 AC 账户浮盈及其他综合收益情况	16

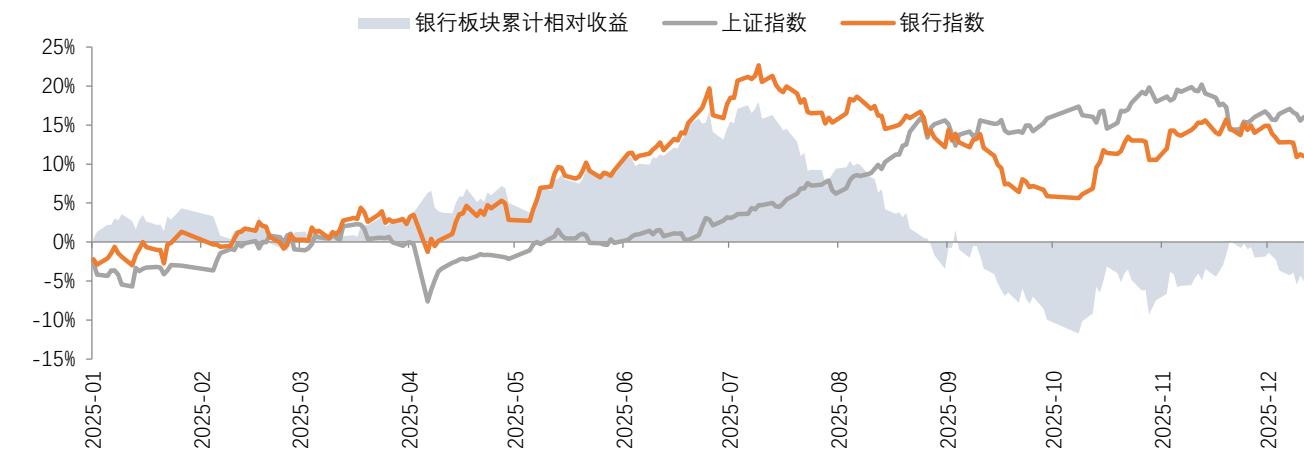
表 7：测算 2021 年发放的按揭贷款当前 LTV（敏感性测试）	21
表 8：2025 年险资多次举牌\增持银行股	24
表 9：2025 年 AMC 积极增持银行股	25
表 10：主动偏股基金对于银行个股欠配幅度（3Q25）	27

1. 行情回顾：市场风格主导走势，国有行表现更好

2025 年以来中信银行指数上涨 11%，跑输上证指数 5pct，涨幅排名中信行业第 19 位。节奏上大致分三个阶段。(1) 上半年市场避险情绪较强，银行板块占优、连续上涨创新高。年初至 7 月 10 日，板块累计涨幅 22.7%，跑赢上证指数 18pct，领跑各行业。(2) 三季度市场风险偏好提升，主动基金大幅流出银行板块，叠加债券收益率持续上行引发市场对银行业绩的担忧及股息率吸引力下降，银行板块整体回落。7 月 11 日-10 月 9 日，银行指数下跌 13.9%，跑输上证指数 26pct。(3) 四季度市场风格再平衡，逐渐进入年末中期分红布局期，银行板块止跌回稳。10 月 10 日-12 月 12 日银行指数上涨 5.1%，跑赢上证指数 6.2pct。

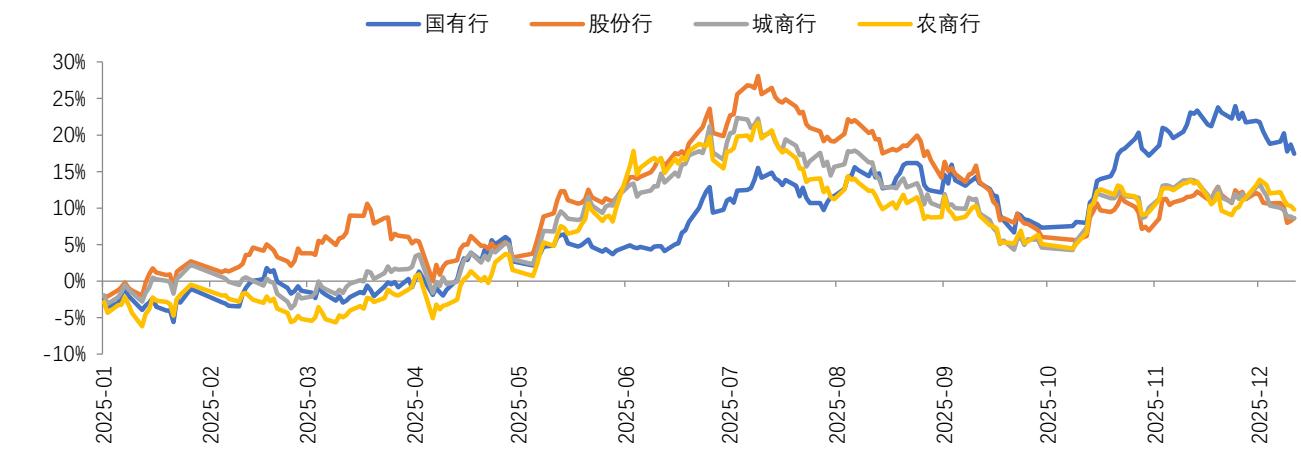
细分板块来看，2025 年上半年中小银行表现更好，股份行、城商行、农商行最高涨幅达 28.1%、22.4%、21.7%。四季度防御逻辑下国有行走出独立行情，区间最高涨幅达 16%。

图1：2025 年以来银行板块行情前高后低，整体小幅跑输上证指数（截至 12 月 12 日）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

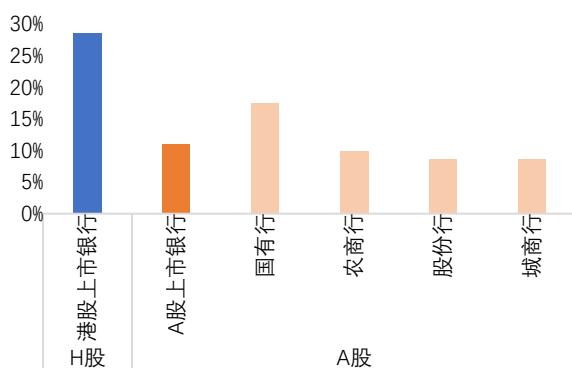
图2：2025 年银行各子板块行情复盘（截至 12 月 12 日）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

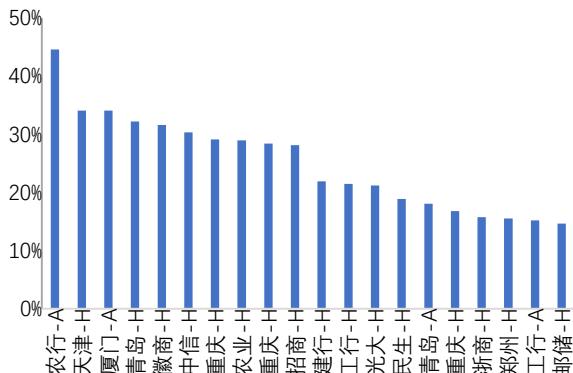
个股来看，得益于险资持续流入，港股银行表现亮眼。2025 年以来香港上市银行累计涨幅 28.5%，跑赢 A 股上市银行 17.5pct。涨幅排名前 20 个股中，有 16 家为港股银行。年内险资举牌的农行-A、中信-H、农行-H、招行-H、建行-H 涨幅均超 20%。

图3：2025 年港股银行涨幅领先（截至 12 月 12 日）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：2025 年涨幅前 20 银行股中，有 16 家为 H 股银行（截至 12 月 12 日）



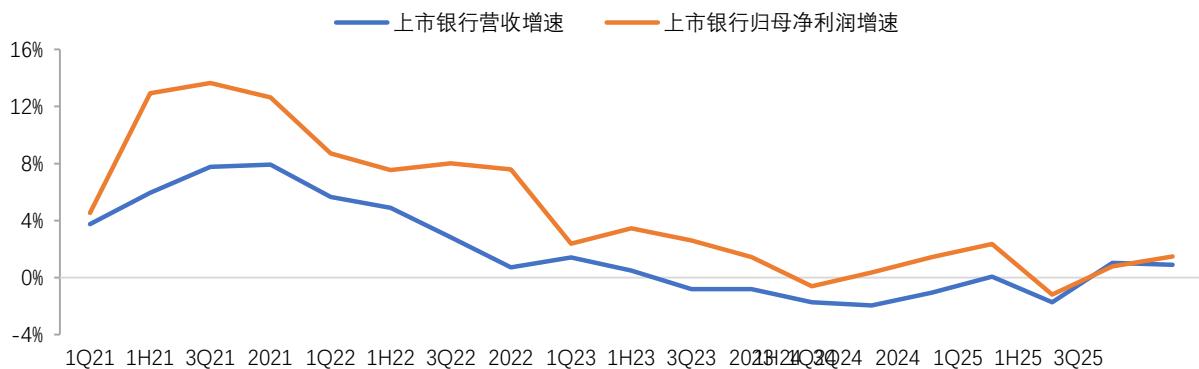
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 基本面回顾及展望：息差有望企稳，盈利增速改善

2025 年核心营收重回上行通道，债市波动下其他非息收入表现较弱；拨备继续反哺，营收净利润保持正增长。1-3Q25 上市银行营收+0.9%，较 2024 年提高 0.8pct，主要得益于“净利息收入+中收”核心营收增速重回上行通道，对冲了其他非息收入的乏力增长。1-3Q25 净利润同比+1.5%，较 2024 年下降 0.9pct，主要由于拨备反哺力度减弱。

2026 年盈利增速有望边际小幅提升。核心改善因子为净息差企稳回升，净利息收入有望恢复正增长。中收预计延续温和修复趋势，而其他非息收入贡献预计继续下降。资产质量和信用成本预计总体保持平稳。

图5：上市银行营收、归母净利润同比增速

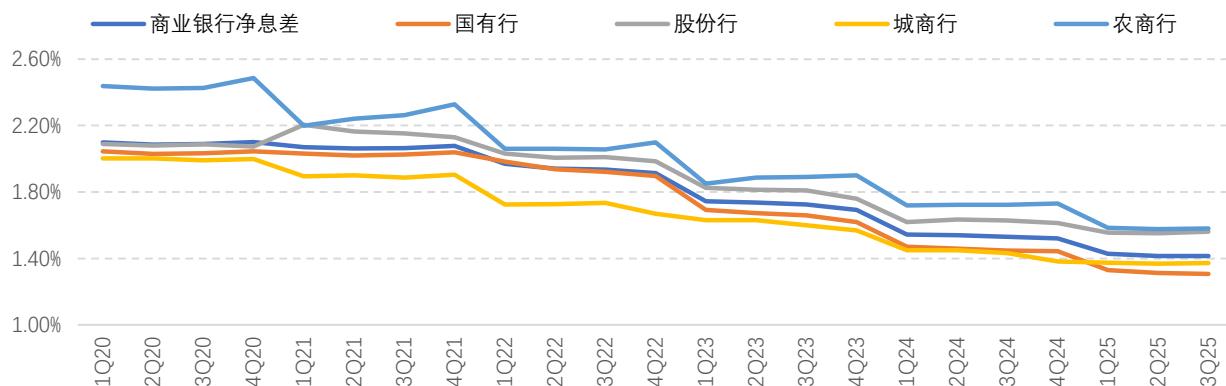


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.1 净息差：负债成本持续改善下，2026 年息差有望企稳

2025 年商业银行息差降幅进一步收窄，三季度息差环比企稳微升。根据监管数据，1-3Q25 商业银行净息差 1.42%，环比 1H25 持平，同比下降 12bp、降幅收窄（上年同期降幅 20bp）。国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.31%、1.56%、1.37%、1.58%，其中，股份行环比 1H25 上升 1bp，其他类型银行环比持平。3Q25 单季商业银行净息差 1.42%，环比提升 2bp。

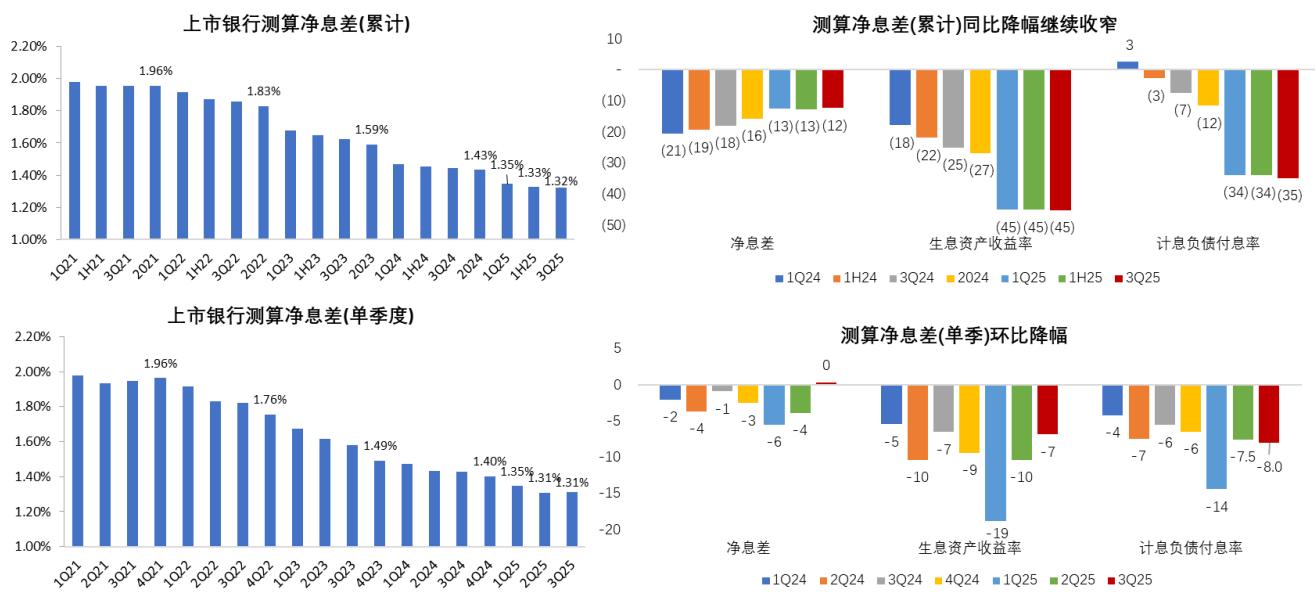
图6：2025 年商业银行净息差降幅继续收窄



资料来源：iFinD、国家金融监管总局，东兴证券研究所

净息差企稳主要得益于负债成本持续改善、资产收益率降幅收窄。根据上市银行财报，测算 3Q25 单季净息差 1.31%，环比持平。其中，计息负债付息率环比下降 8bp，降幅扩大；生息资产收益率环比下降 7bp，降幅收窄。

图7：上市银行测算净息差及同比降幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

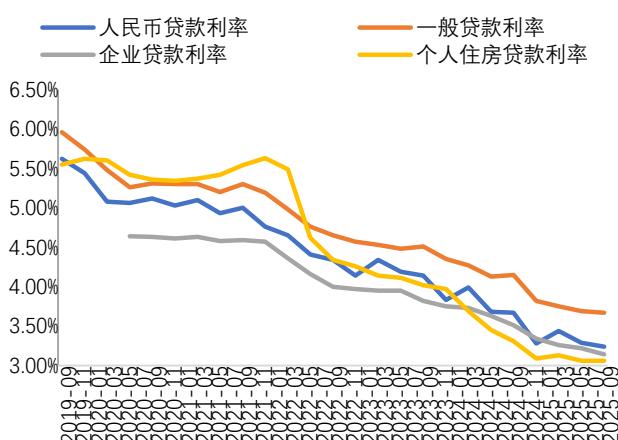
综合考虑存款重定价负债成本改善，以及资产端贷款重定价等影响，预计 2026 年银行净息差有望企稳回升。

■ 资产端：贷款重定价影响较小，“反内卷”导向下新发贷款利率有望逐步触底

2025 年总量货币政策较为克制、仅降息 10bp，因此 2026 年贷款重定价压力有限。我们测算贷款重定价及到期新投放约影响息差 -7.2bp。同时，考虑化债影响约 -3bp，合计影响 2026 年净息差约 -10.2bp。

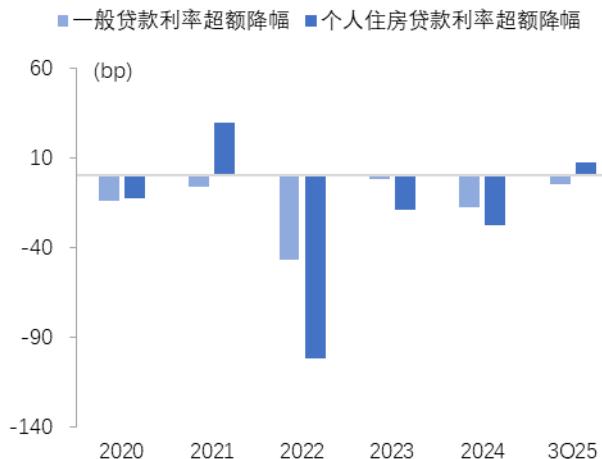
尽管当前信贷需求偏弱、贷款利率仍有下行压力，但在“反内卷”和稳息差政策导向下，监管对银行资产定价行为规范趋严，新发贷款利率有望企稳。3Q25 新发放一般贷款利率较上年末下降 15bp (LPR 降幅 10bp)，其中企业贷款利率下降 20bp，主要由于新增企业贷款呈短期化倾向，个人住房贷款利率仅下降 3bp。从近年趋势来看，新发放贷款利率较 LPR 减点的占比已逐步提升至近半，相较 LPR 的超额降幅持续收窄，后续进一步压降空间有限。

图8：2025 年新发放人民币贷款利率下降趋缓



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图9：2025 年贷款利率相较 LPR 的超额降幅明显收窄

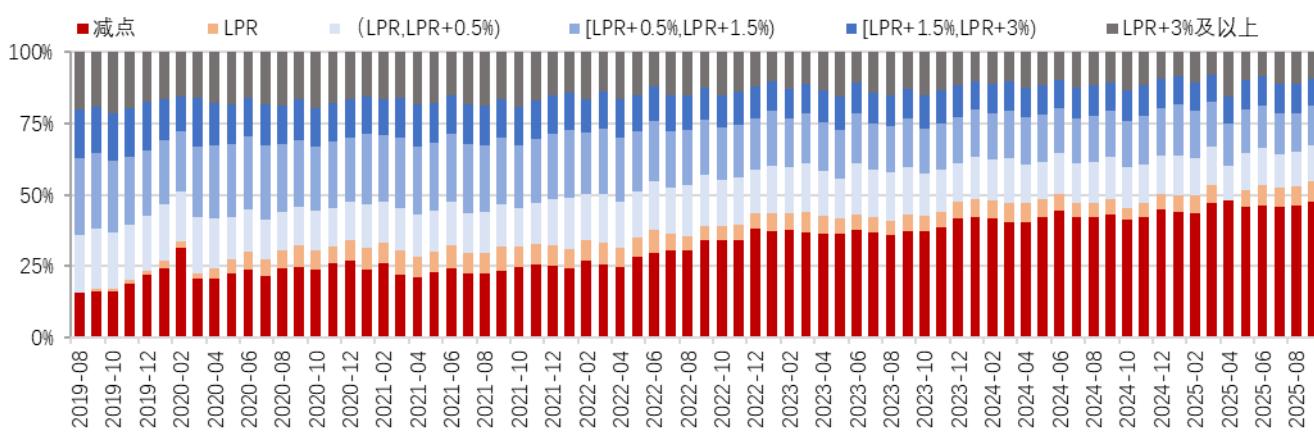


资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

一般贷款利率超额降幅=新发放一般贷款利率降幅-1 年期 LPR 降幅

个人住房贷款利率超额降幅=新发放个人住房贷款利率-5 年期 LPR 降幅

图10：新发放人民币贷款利率相较 LPR 加减点区间结构：LPR 减点及 LPR 占比提升至 50%以上



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

■ **负债端：成本仍具有改善空间，有望推动净息差企稳。**

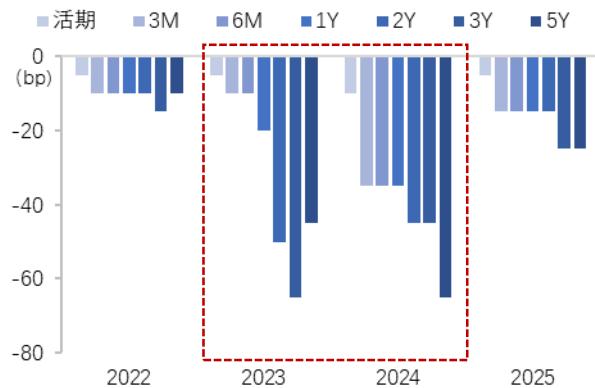
存款挂牌利率调降红利将继续释放。一方面，2023 年以来，银行资负两端利率调整的联动性明显提升，存款挂牌利率降幅显著扩大。1 年期以上定期存款挂牌利率平均降幅超 100bp，其中 3、5 年期存款利率降幅达 135bp；而同期 1、5 年期 LPR 降幅分别为 65、80bp。另一方面，25-26 年为存款到期重定价高峰。在疫情及债市调整冲击下，22-23 年人民币存款、特别是居民存款规模出现超额增长，居民定期存款新增规模达 13.7 亿、16 亿，明显高于 19-20 年均增量（7.8 亿）。预计这部分定期存款主要是 2-3 年期，将集中在 25-26 年重定价，推动银行负债成本改善。

表1：2022 年以来银行存款挂牌利率历次调整情况

日期	活期	定期							通知存款	协定存款		
		整存整取				零存整取、整存						
		3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y					
2022.09 之前(%)	0.30	1.35	1.55	1.75	2.25	2.75	2.75	1.35	1.55	1.55	0.55 1.10 1.00	
2022.09(%)	0.25	1.25	1.45	1.65	2.15	2.60	2.65	1.25	1.45	1.45	0.45 1.00 1.00	
降幅(bp)	-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10	-10	-10	-10	-10	
2023.06(%)	0.20	1.25	1.45	1.65	2.05	2.45	2.50	1.25	1.45	1.45	0.45 1.00 0.90	
降幅(bp)	-5	-10	-15	-15							-10	
2023.09(%)	0.20	1.25	1.45	1.55	1.85	2.20	2.25	1.25	1.45	1.45	0.45 1.00 0.90	
降幅(bp)		-10	-20	-25	-25							
2023.12(%)	0.20	1.15	1.35	1.45	1.65	1.95	2.20	1.15	1.35	1.35	0.25 0.80 0.70	
降幅(bp)	-10	-10	-10	-20	-25	-5	-10	-10	-10	-20	-20	
2024.7(%)	0.15	1.05	1.25	1.35	1.45	1.75	1.80	1.05	1.25	1.25	0.15 0.70 0.60	
降幅(bp)	-5	-10	-10	-10	-20	-20	-40	-10	-10	-10	-10	
2024.10(%)	0.10	0.80	1.00	1.10	1.20	1.50	1.55	0.80	1.00	1.00	0.10 0.45 0.20	
降幅(bp)	-5	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-40	
2025.5(%)	0.05	0.65	0.85	0.95	1.05	1.25	1.30	0.65	0.85	0.85	0.10 0.30 0.10	
降幅(bp)	-5	-15	-15	-15	-15	-25	-25	-15	-15	-15	-10	

资料来源：银行官网，东兴证券研究所

图11：2022-2025 年银行存款挂牌利率年降幅



资料来源：银行官网，东兴证券研究所

测算 2026 年存款到期重定价改善负债成本约 12.2bp，支撑净息差约 11.6bp。测算过程：1) 估算 2026 年存款到期规模：根据年末期限结构数据估算各期限存款的到期规模，即 25 年存入的 1 年期、24 年存入的 2 年期、23 年存入的 3 年期、21 年存入的 5 年期存款。2) 根据各期限存款挂牌利率降幅测算重定价对负债成本和净息差的贡献，合计约改善负债成本约 12.2bp，支撑净息差约 11.6bp。

综合资负两端，存量政策小幅提振上市银行 2026 年净息差约 1.4bp。展望 2026 年，在适度宽松的货币政策基调和降低社会综合融资成本的目标下，2026 年降准降息仍有空间；但同样重视跨周期调节，关注中长期政策影响，预计政策利率调降幅度相对有限（10bp 左右），并延续存贷两端联动模式，对当年息差影响较小。

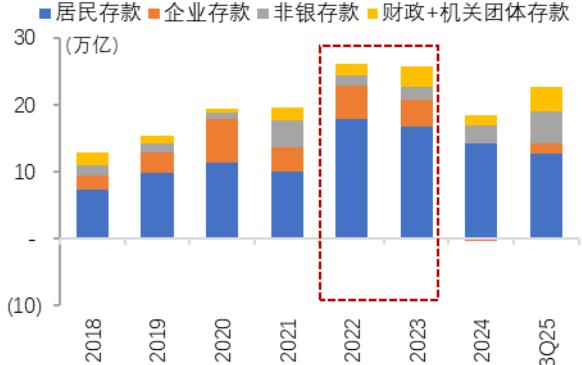
表2：测算存量政策小幅提振上市银行 26 年约 1.4bp

	负债端			资产端			合计
	存款滚动重定价		贷款重定价+到期投放	化债影响			
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行		
	11.7	10.9	11.7	14.7	11.6	(7.0)	(3.3)
						(7.8)	(2.3)
						(6.8)	(1.8)
						(7.2)	(3.0)
							1.4
							0.9
							2.0
							6.1
							1.4

注：测算仅考虑存贷款利率变化对净息差的影响，不考虑非信贷业务影响；仅考虑存量存贷款全部续作重定价，不考虑利率调整后规模及结构变化

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：2022-2023 年人民币存款出现超额增长



资料来源：iFinD，央行存款类金融机构信贷收支表，东兴证券研究所

表3：银行稳息差、“反内卷”相关政策及表述

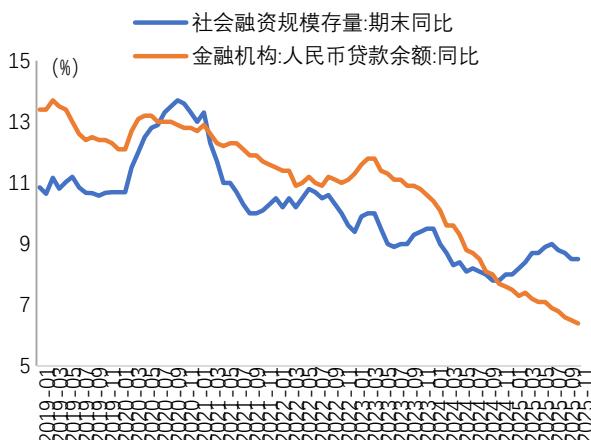
时间	部门/文件	核心内容
2022-04	央行、利率自律机制	建立存款利率市场化调节机制，引导银行参考 10 年期国债收益率、1 年期 LPR 调整存款利率，推动存贷款利率联动调整、缓解息差压力。
2023-08	2Q23 货政报告	专栏《合理看待我国商业银行利润水平》首次明确“商业银行需保持合理利润和净息差”。
2024-09	央行、利率自律机制	整治违规手工补息，严禁银行通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限；建立存款招投标利率报备机制，通过事前报备、事中监测、事后监督，防范财政存款、大额对公存款等的招投标非理性价格战行为。
2024-11	3Q24 货政报告	专栏《维护竞争秩序改善政策利率传导》指出“金融机构应提升自主‘理性’定价能力，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”，“引导银行通过市场化方式保持合理的资产收益和负债成本，避免净息差掣肘”。
2024-11	央行、利率自律机制	市场利率定价自律机制发布两项自律倡议：1) 将非银同业活期存款纳入自律管理，活期存款利率紧跟政策利率变动，定期存款提前支取利率不超过存款准备金利率；2) 在对公存款协议中引入“利率调整兜底条款”，增强存续期内弹性调控。
2025-03	消费贷利率指导	4 月 1 日起监管要求银行暂停发放年化利率低于 3% 的消费贷款产品，防止银行恶性“内卷式”竞争，防范消费贷变相用于提前偿还房贷。5 月降息后，按揭、消费贷仍受 3% 左右的底线价格指导。
2025-07	部分省市金融监管部门、银行业协会	广东：金融监管局印发银行业保险业“内卷式”竞争负面清单，指导行业协会研究制定反不正当竞争自律公约，将按照“1+3+N”的制度体系推进“内卷式”竞争的综合整治。宁夏：银行业协会督察整改个人住房贷款领域返佣乱象。宁波：银行业协会召开《宁波银行业个人住房贷款业务自律公约》推进会，叫停银行与房地产机构及从业人员之间的返佣返点等行为。
2025-11	3Q25 货政报告	专栏《保持合理的利率比价关系》详细阐述了五组关键利率比价关系，银行资负两端利率关系和净息差被放在第二位。指出“银行贷款利率下降快而存款利率下降慢，会压缩银行净息差，制约银行持续支持实体经济的能力”；明确“增强银行资产和负债利率调整的联动性，支持银行稳定息差，拓宽货币政策逆周期调节空间”。
2025-12	央行	行长潘功胜发表署名文章《构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系（学习贯彻党的二十届四中全会精神）》。加强货币政策执行情况的评估，引导金融机构提高货币政策特别是利率政策的传导效能，持续整治金融业“内卷式”竞争、资金空转。

资料来源：中国人民银行、第一财经、东兴证券研究所

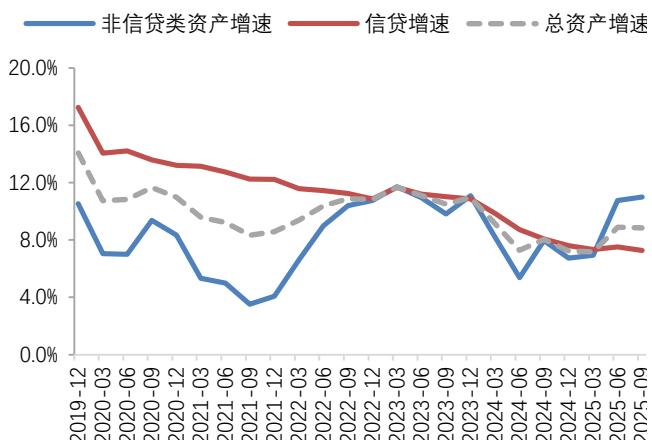
2.2 规模：经济结构和融资需求变化，信贷增速或继续下行

2025 年，在宏观经济弱复苏背景下，实体信贷需求总体偏弱，财政发力政府债供给力度加大。对应商业银行信贷增速放缓，债券等非信贷资产支撑总资产增长。11 月末，人民币贷款同比增速较 24 年末放缓 1.2pct 至 6.4%，预计年末放缓至 6.3% 左右；社融同比增速 8.5%，预计年末放缓至 8.4% 左右。从商业银行资产端

增长情况来看，3Q25 末商业银行总资产同比增 8.8%；其中，贷款同比增长 7.3%，非信贷类资产同比增长 11%。

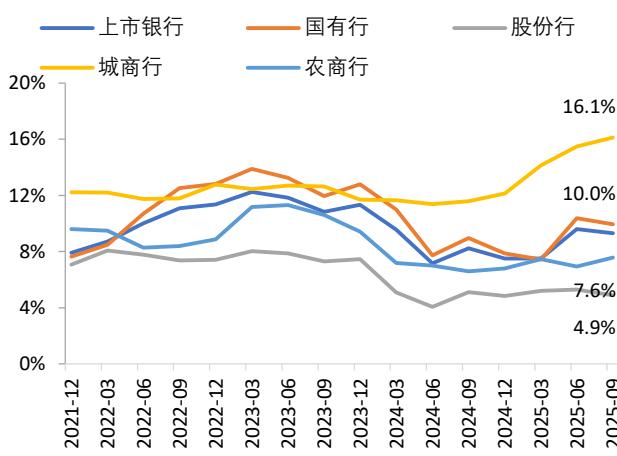
图13：2025 年人民币贷款增速继续放缓


资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

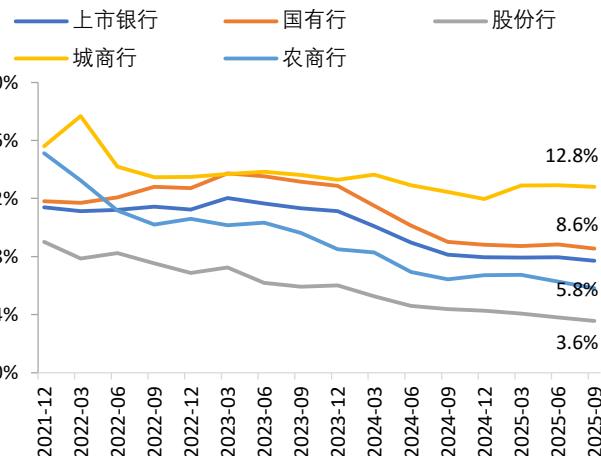
图14：商业银行总资产、信贷、非信贷资产增速


资料来源：iFinD、国家金融监管总局，东兴证券研究所

城商行、国有行扩表动能更强，农商行、股份行压力较大。截至 3Q25 末，上市银行贷款同比增长 7.7%，增速环比下降 0.3pct，信贷增速略有放缓。其中，**(1) 城商行信贷投放景气度最高，同比增长 12.8%**。主要依托优质区域政信类业务高增长，西安银行、重庆银行、成都银行、江苏银行、宁波银行、齐鲁银行贷款实现 15% 以上高增。**(2) 国有行贷款同比增长 8.6%，年初以来增速总体平稳**。但一般贷款增速低于总贷款增速，票据融资增速较高。**(3) 农商行贷款同比增长 5.8%**。国有行下沉市场挤占农商行生存空间（农商行负债成本高，信贷投放难度加大），叠加小微风险抬升导致相关业务被动收缩，农商行贷款增速持续下降。**(4) 股份行贷款同比增长 3.6%**。当前宏观环境下，零售业务持续承压，对公优势不及国有大行和区域银行，股份行经营两头承压，扩表持续放缓。

图15：上市银行总资产同比增速


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

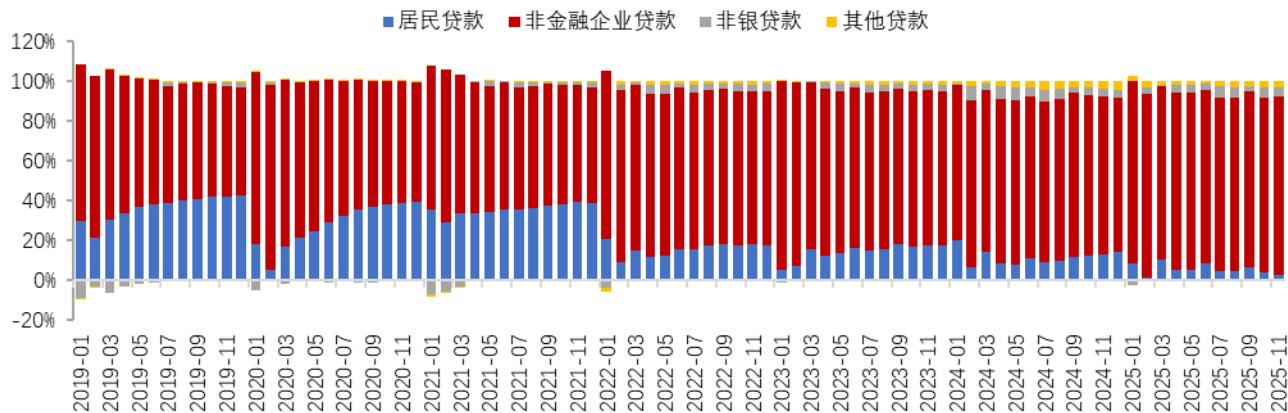
图16：上市银行贷款同比增速


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

细分贷款延续“对公强、零售弱”格局。根据央行存款类金融机构信贷收支表数据，企业贷款、住户贷款同比增速分别为 8.5%、1.0%，较上年末下降 0.7pct、2.4pct。1-11 月信贷增量九成来自企业贷款。

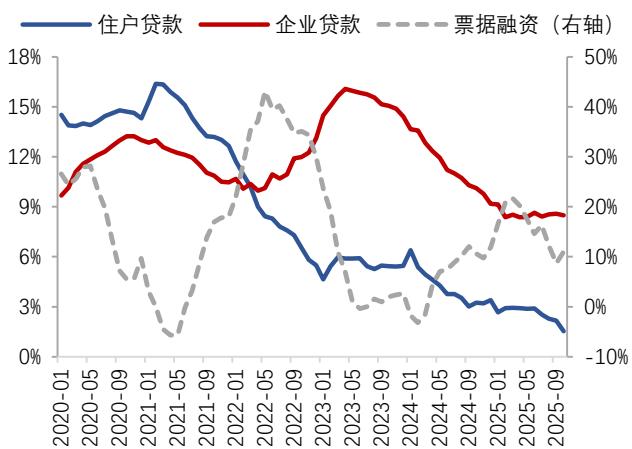
■ **企业贷款：**短贷增长好于中长贷；重点领域保持高增，房地产开发贷规模收缩。**2025 年企业中长贷增速持续放缓，短贷增速提升。**11 月末企业贷款中长贷、短贷同比增速分别为 7.8%、10.4%，较上年末分别 -2.4pct、+3.7pct。主要原因包括：(1) 化债置换中长期贷款；(2) 在较强债务约束下，地方政府基建投资空间有限；(3) 部分制造业行业产能过剩，叠加“反内卷”政策预期，相关固定资产投资增速放缓；(4) 在宽货币预期下，企业融资倾向成本更低、更灵活的短期贷款。**细分行业来看，绿色、普惠、科技等重点领域维持较高投放强度，房地产开发贷款增速转负。**根据金融机构贷款投向数据，3Q25 末绿色贷款、科技中小企业、普惠小微贷款同比增速分别为 21.7%、22.3%、12.2%；房地产开发贷余额 13.6 万亿，同比 -1.3%，占总贷款比重降至 5%。

图17：1-11 月新增非金融企业贷款占比近九成、居民贷款占比仅 3%



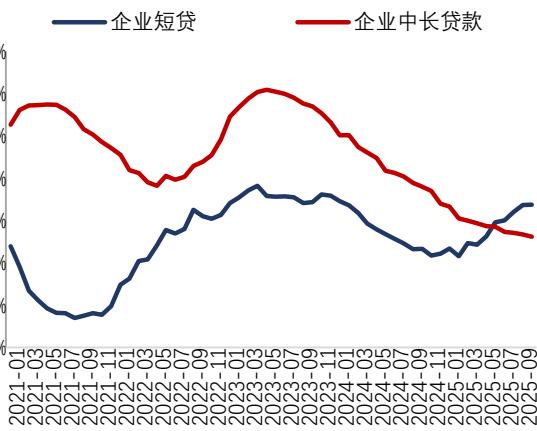
资料来源：iFinD、央行存款类金融机构信贷收支表，东兴证券研究所

图18：11 月末企业、住户贷款同比增速分别为 8.5%、1.0%

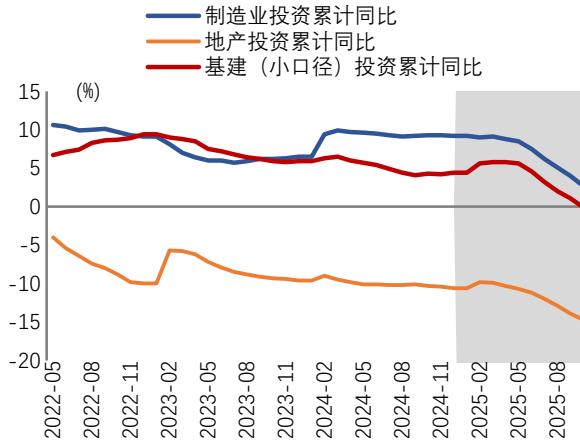


资料来源：iFinD、央行存款类金融机构信贷收支表，东兴证券研究所

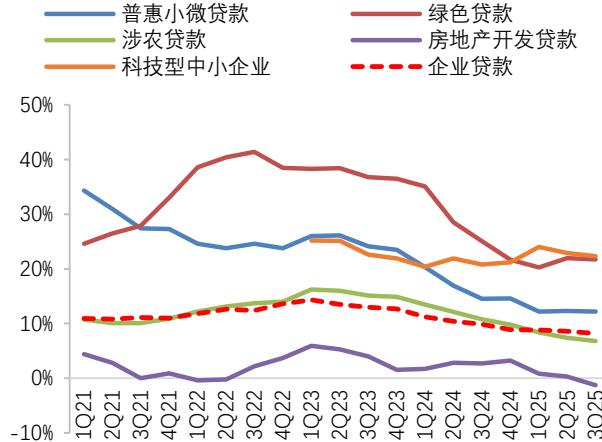
图19：2025 年 6 月起企业短贷增速超过中长贷



资料来源：iFinD、央行存款类金融机构信贷收支表，东兴证券研究所

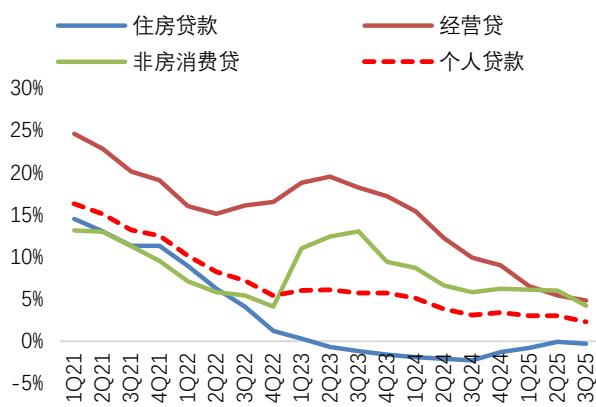
图20：2025 下半年固定资产投资增速明显放缓


资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

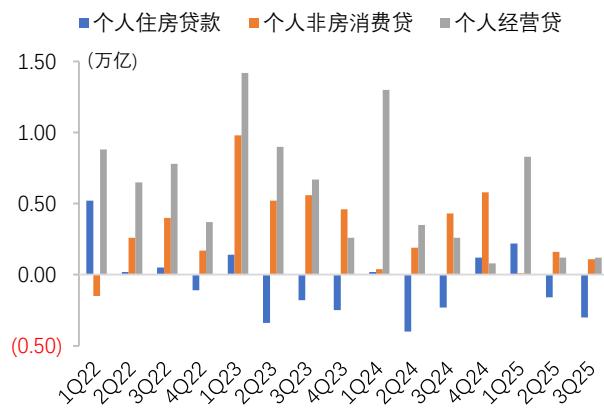
图21：绿色、普惠、科技等重点领域贷款增速较快


资料来源：iFinD、央行金融机构贷款投向统计报告，东兴证券研究所

■ **零售贷款：**个人住房贷款余额继续收缩，消费贷、经营贷需求疲弱。根据金融机构贷款投向数据，3Q25 末个人住房贷款余额 37.4 万亿，同比 -0.3%；前三季度按揭贷款规模减少 2400 亿，同比少减 3700 亿。经营贷余额 25.2 万亿，同比增长 4.8%，前三季度新增 1.07 万亿，同比少增 8400 亿。非房消费的余额 21.3 万亿，同比增长 4.2%；前三季度新增 2800 亿，同比少增 3800 亿。

图22：前三季度个人住房贷款同比负增，经营贷增速放缓


资料来源：iFinD、央行金融机构贷款投向统计报告，东兴证券研究所

图23：个人贷款单季度新增规模


资料来源：iFinD、央行金融机构贷款投向统计报告，东兴证券研究所

展望 2026 年，宏观政策维持“积极的财政政策”与“适度宽松的货币政策”组合，但政策基调由“稳中求进、以进促稳”变为“稳中求进、提质增效”，预示政策重心或从总量扩张转向结构性优化。

(1) **财政政策：力度或边际减弱。**中央经济工作会议提到“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”，相较去年“提高财政赤字率、加大财政支出强度”力度有所减弱。同时，提到“加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策”，体现财政对于优化支出结构和跨周期调节的侧重。综合考虑稳定政策预期、增强财政可持续性，预计 2026 年赤字率大概率维持在 4% 左右，超长期特别国债规模同比持

平、大行补充资本特别国债维持 5000 亿，地方专项债多增 2000 亿，则广义赤字规模（不含特殊再融资债）12.3 万亿左右。

（2）货币政策：总量政策强调灵活高效。中央经济工作会议提到“灵活高效降准降息”，意味着货币政策相机抉择。总量政策或用于超预期下行压力。预计政策重心在于“保持流动性充裕，运用结构性工具精准定向宽松”，引导金融资源向扩大内需、支持科技创新、中小微企业等领域倾斜。

表4：预计 2026 年赤字率同比持平于 4%，广义赤字规模预计 12.3 万亿左右

科目（单位：亿元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
狭义赤字率	2.70%	3.60%	3.00%	2.70%	3.80%	3.00%	4.00%	4.00%
狭义赤字规模	27,600	37,600	35,700	33,700	48,800	40,600	56,600	59,000
一般国债	18,300	27,800	27,500	26,500	41,600	33,400	48,600	51,000
一般地方债	9,300	9,800	8,200	7,200	7,200	7,200	8,000	8,000
广义赤字规模	49,100	85,100	72,200	70,200	86,800	89,600	118,600	123,000
+特别国债	-	10,000	-	-	-	10,000	18,000	18,000
+地方专项债	21,500	37,500	36,500	36,500	38,000	39,000	44,000	46,000

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

预计 2026 年贷款同比少增，政府债等直接融资推动社融增量持平，预计增速延续下行趋势。在地方债务约束较强、传统基建投资空间有限、新旧动能转换、直接融资替代等因素影响下，信贷需求偏弱环境短期较难扭转。同时，央行顺应经济结构和融资需求变化，延续“提升存量资金使用效率，优化资金投向”的政策导向，银行也逐渐转变过往规模情节。预计 2026 年信贷同比继续少增，增速放缓至 5.6% 左右。社融扩张更依赖政府债等直接融资，预计 2026 年增量同比持平，增速放缓至 7.7% 左右。

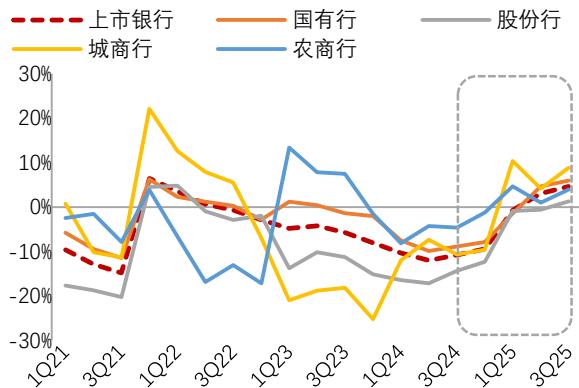
2.3 非息：中收有望继续温和修复，其他非息预计贡献下降

中收：市场活跃度提升+基数走低，中收增速延续回升态势。随着资本市场活跃度提升，以及前期“报行合一”、公募降费等影响逐步消化，2024 年三季度以来上市银行中收增速筑底回升。1-3Q25 上市银行中收同比 +4.6%，增速较上年末提升 14pct、环比提升 1.5pct，预计 2025 全年增速保持平稳。大部分银行中收增速回正，少数中小银行中收同比下滑，主要是未持理财子牌照银行压降理财规模，理财业务中收下滑的拖累。

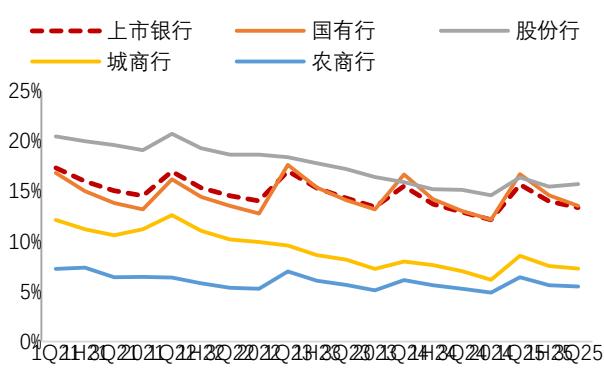
展望 2026 年，中收有望持续温和修复。随着前期高收益存款逐步到期，居民预计继续“存款搬家”。短期来看，居民风险偏好提升并非一蹴而就，预计存款搬家的主要路径仍是理财、保险等中低风险产品。当前理财产品年化平均收益 2%，普通人身险预定利率上限 2%，相较 1、3、5 年期存款利率（0.95%、1.25%、1.30%）对低风偏客群仍有吸引力。中长期来看，在资本市场稳市政策催化下，随着股票市场连续赚钱效应提升，居民财富有望逐步向中高风险权益类资产配置。综合来看，居民存款向理财、保险、基金、资本市场搬家利好银行财富管理相关中收表现，2026 年中收有望持续温和修复。

图24：上市银行中收增速延续回升态势

图25：上市银行 1-3Q25 中收占营收比重约 13%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表5：各类金融产品的收益率比较

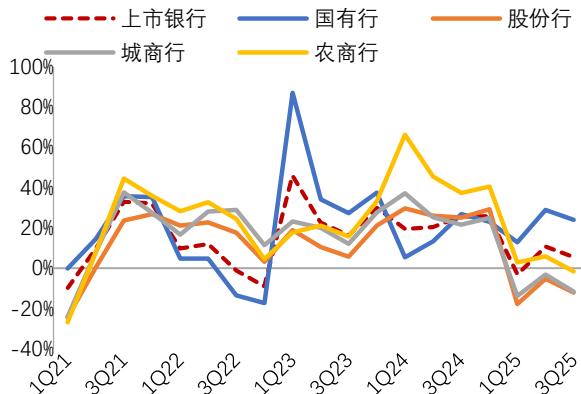
产品名称	2021	2022	2023	2024	2025
1年期定期存款利率	1.75%	1.65%	1.45%	1.10%	0.95%
3年期定期存款利率	2.75%	2.60%	1.95%	1.50%	1.25%
5年期定期存款利率	2.75%	2.65%	2.20%	1.55%	1.30%
理财产品加权平均年化收益率	3.55%	2.09%	2.94%	2.65%	2.12%
普通型人身险预定利率上限	3.50%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%
万得货币市场基金指数	2.17%	1.76%	1.91%	1.72%	1.23%
万得纯债型基金总指数	4.84%	0.76%	2.87%	4.47%	1.96%
万得普通股票型基金指数	8.00%	-19.54%	-9.24%	9.74%	27.70%

资料来源：Wind、银行官网、中国理财网，东兴证券研究所

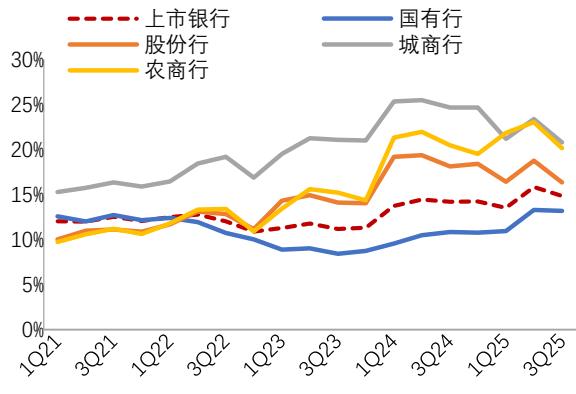
注：2025 年理财产品加权平均年化收益率为 1H25 数据

其他非息：债券利率震荡上行，公允价值变动浮亏加大，银行通过兑现浮盈平滑业绩。2023 年以来，随着债券利率持续下行，银行债券浮盈和投资收益高速增长。其他非息收入占比抬升，特别是中小银行营收对其他非息依赖度更高。2025 年，债券利率由单边下行转为震荡，其他非息收入增速明显放缓。1-3Q25 上市银行其他非息收入同比+5.4%，增速较 24 年下降 20pct、环比下降 5.4pct。其中，前三季度公允价值变动损益 -344.1 亿；银行普遍积极兑现浮盈平滑业绩波动，前三季度投资收益 2698.9 亿，同比增长 8%。各类银行表现分化，主要与投资结构和基数有关，国有行、股份行、城商行、农商行其他非息收入同比分别 +23.9%、-12.1%、-11.7%、-1.6%。

图26：上市银行其他非息收入增速波动加大
图27：上市银行 1-3Q25 其他非息收入占营收比重约 15%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

展望 2026 年，货币环境和基本面或不支持债市牛熊转换，债市收益率或维持窄幅震荡，交易空间相对有限。同时，浮盈兑现空间压缩，预计其他非息收入对营收的贡献度下降。从浮盈空间来看，受 2025 年利率上行及浮盈兑现力度加大的影响，银行剩余可兑现浮盈有所缩减。其中，1H25 末上市银行 AC 账户浮盈（公允价值-账面价值）约 3.27 万亿，相较年初减少 2358 亿；若假设可兑现 AC 账户的 10%，则剩余可兑现浮盈 3269 亿，约占 2025E 营收的 5.8%、较 24 年末下降 0.4pct。3Q25 末 OCI 账户浮盈（其他综合收益余额）相较年初减少 2230 亿至 2842 亿，约占 2025E 营收的 5%、较 24 年末下降 3.9pct。从银行兑现意愿来看，考虑净利息收入、中收边际向好，以及短期浮盈兑现对中长期利息收入的损耗，预计 2026 年银行浮盈兑现意愿边际走弱，全年其他非息收入对营收贡献度下降。

表6：上市银行 AC 账户浮盈及其他综合收益情况

AC账户浮盈 (亿元)	假设兑现 10%AC账户浮盈/营收 2025E			其他综合收益 (OCI账户浮盈, 亿元)	其他综合收益/营收 2025E			环比		
	2024	1H25	2024	1H25	环比	2024	3Q25	2024	3Q25	
工商银行	6,791	6,253	8.2%	7.6%	-0.7%	477	242	5.8%	2.9%	-2.9%
建设银行	6,595	6,161	8.8%	8.3%	-0.6%	579	214	7.8%	2.9%	-4.9%
农业银行	7,362	7,109	10.2%	9.9%	-0.4%	818	672	11.4%	9.3%	-2.0%
中国银行	2,272	2,199	3.6%	3.5%	-0.1%	953	659	15.2%	10.5%	-4.7%
交通银行	1,635	1,239	6.2%	4.7%	-1.5%	158	122	6.0%	4.6%	-1.4%
邮储银行	2,286	1,991	6.5%	5.6%	-0.8%	91	40	2.6%	1.1%	-1.4%
招商银行	1,458	1,149	4.3%	3.4%	-0.9%	433	262	12.8%	7.7%	-5.1%
中信银行	246	218	1.2%	1.0%	-0.1%	169	43	7.9%	2.0%	-5.9%
浦发银行	554	584	3.2%	3.3%	0.2%	130	56	7.5%	3.2%	-4.2%
民生银行	492	573	3.5%	4.0%	0.6%	72	43	5.1%	3.0%	-2.0%
兴业银行	944	847	4.5%	4.0%	-0.5%	56	53	2.6%	2.5%	-0.1%
光大银行	279	226	2.1%	1.7%	-0.4%	109	43	8.3%	3.2%	-5.0%
华夏银行	34285		3.8%	3.1%	-0.6%	48	-3	5.3%	-0.3%	-5.6%
平安银行	46934		3.4%	3.2%	-0.3%	21	7	1.6%	0.5%	-1.1%
浙商银行	141	113	2.1%	1.7%	-0.4%	63	25	9.6%	3.7%	-5.9%
北京银行	370	387	5.1%	5.4%	0.2%	99	23	13.8%	3.2%	-10.6%
南京银行	340	386	6.3%	7.1%	0.9%	38	10	7.0%	1.8%	-5.2%
宁波银行	188	254	2.6%	3.5%	0.9%	156	90	21.7%	12.5%	-9.2%
上海银行	399	362	7.3%	6.6%	-0.7%	76	29	13.8%	5.2%	-8.6%
江苏银行	414	388	4.8%	4.5%	-0.3%	93	56	10.8%	6.5%	-4.2%
杭州银行	482	429	12.1%	10.8%	-1.3%	56	27	14.1%	6.7%	-7.4%
贵阳银行	47	46	3.7%	3.6%	-0.1%	15	-1	11.4%	-0.6%	-12.1%
厦门银行	32	33	5.5%	5.7%	0.2%	10	4	17.4%	6.4%	-11.1%
长沙银行	27	101	1.0%	3.8%	2.8%	14	2	5.0%	0.8%	-4.2%
齐鲁银行	64	57	4.8%	4.3%	-0.5%	38	19	28.8%	14.2%	-14.7%
成都银行	77	65	3.2%	2.7%	-0.5%	13	-3	5.4%	-1.2%	-6.6%
重庆银行	55	53	3.7%	3.5%	-0.2%	25	5	16.7%	3.5%	-13.2%
兰州银行	16	-18	2.0%	-2.3%	-4.3%	23	13	29.9%	16.4%	-13.5%
郑州银行	53	178	4.0%	13.3%	9.3%	7	-1	5.3%	-0.6%	-6.0%
青岛银行	70	68	4.9%	4.8%	-0.1%	27	21	19.0%	14.4%	-4.6%
苏州银行	27	28	2.1%	2.3%	0.1%	17	4	13.4%	3.1%	-10.3%
西安银行	70	61	6.2%	5.3%	-0.8%	3	-2	2.7%	-1.6%	-4.3%
常熟银行	3	37	0.3%	3.1%	2.8%	8	5	6.7%	4.4%	-2.3%
无锡银行	18	15	3.7%	3.1%	-0.6%	4	2	8.5%	3.9%	-4.6%
江阴银行	16	12	3.8%	2.8%	-1.0%	2	0	5.5%	0.2%	-5.4%
张家港行	19	14	3.8%	2.8%	-0.9%	7	3	14.5%	7.1%	-7.4%
青农商行	57	40	5.4%	3.8%	-1.6%	13	3	12.7%	2.8%	-9.9%
渝农商行	209	180	7.3%	6.3%	-1.0%	41	8	14.4%	2.8%	-11.6%
瑞丰银行	12	9	2.7%	2.0%	-0.7%	10	2	22.5%	4.9%	-17.6%
沪农商行	92	79	3.5%	3.0%	-0.5%	84	41	31.9%	15.6%	-16.3%
紫金银行	10	32	2.4%	7.6%	5.2%	6	1	14.7%	2.3%	-12.5%
苏农银行	15	11	3.7%	2.6%	-1.1%	10	4	23.0%	9.9%	-13.1%
上市银行	35,045	32,687	6.2%	5.8%	-0.4%	5,072	2,842	8.9%	5.0%	-3.9%
国有行	26,941	24,951	7.6%	7.1%	-0.6%	3,076	1,949	8.7%	5.5%	-3.2%
股份行	4,924	4,429	3.3%	2.9%	-0.3%	1,100	528	7.3%	3.5%	-3.8%
城商行	2,730	2,877	5.1%	5.4%	0.3%	709	295	13.2%	5.5%	-7.7%
农商行	451	430	4.3%	4.1%	-0.2%	186	70	17.9%	6.7%	-11.1%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所 (AC 账户浮盈=AC 账户公允价值-账面价值)

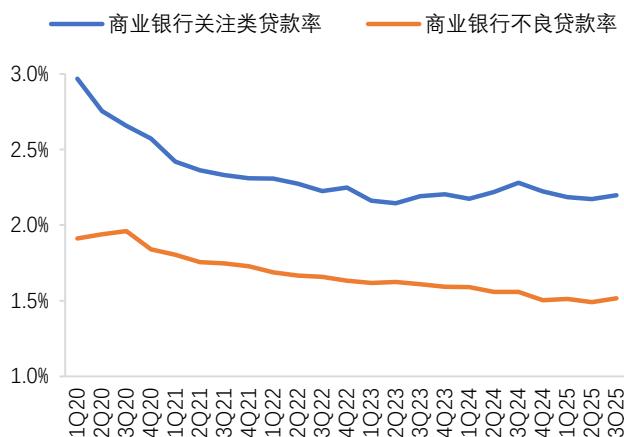
2.4 资产质量：预计整体保持平稳，关注零售及对公房地产不良压力

2025 年商业银行不良率略微上升，上市银行不良率低位平稳，未上市中小银行压力更大。3Q25 末，商业银行不良贷款率为 1.52%，环比上升 3bp，较年初上升 1bp。其中，国有行、股份行不良率均为 1.22%，环比分别 +1bp、持平；城商行、农商行不良率为 1.84%、2.82%，环比分别上升 8bp、5bp，主要是尾部中小机

构风险抬升。上市银行资产质量更加稳健，3Q25 末上市银行平均不良贷款率 2.23%，环比持平、较年初下降 1bp；其中，城商行、农商行不良率分别为 1.03%、1.07%，均环比持平。

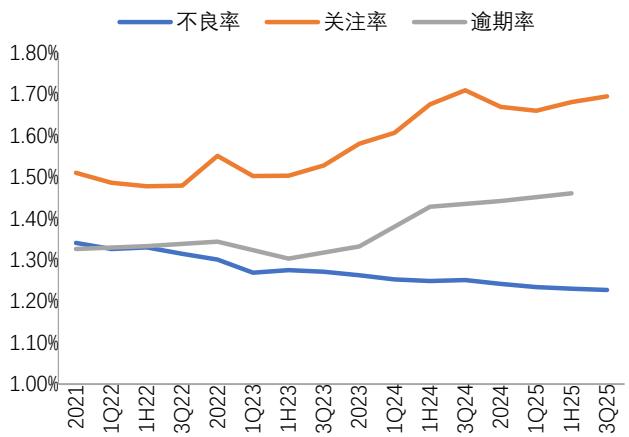
关注贷款率、不良生贷款净生成率有所上升。3Q25 末，商业银行关注贷款率为 2.2%，环比上升 3bp、较年初下降 3bp。样本上市银行关注贷款率 1.69%，环比上升 1bp，较年初上升 3bp。测算 1H25 上市银行加回核销后不良净生成率为 1.04%，较 2024 年上升 7bp。其中，国有行不良生成率较 2024 年上升 13bp 至 0.99%；股份行、城商行、农商行分别较 2024 年下降 7bp、1bp、1bp 至 1.19%、1.04%、0.68%。

图28：商业银行不良贷款率、关注贷款率（监管口径）



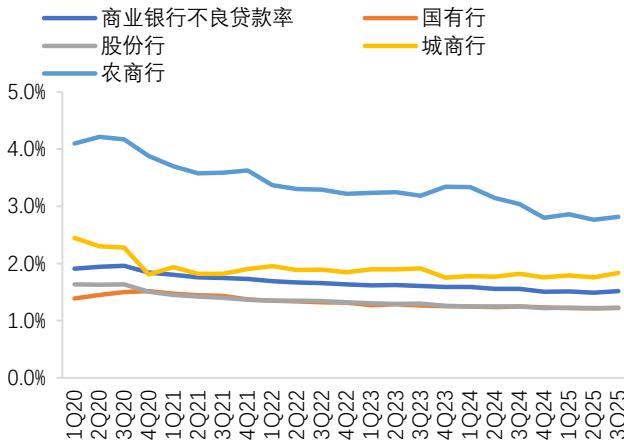
资料来源：iFinD、国家金融监管总局，东兴证券研究所

图29：样本上市银行不良率、关注率、逾期率



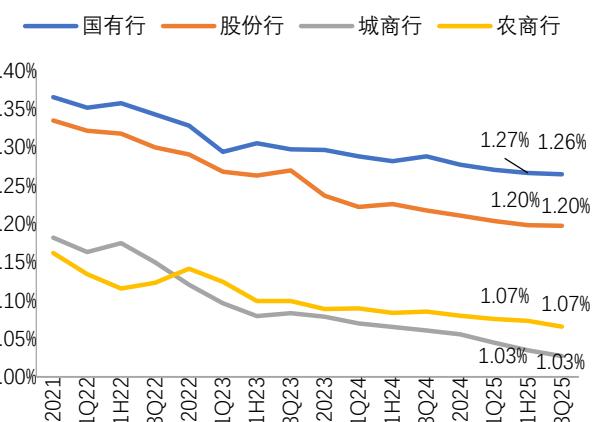
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：各类银行不良贷款率（监管口径）



资料来源：iFinD、国家金融监管总局，东兴证券研究所

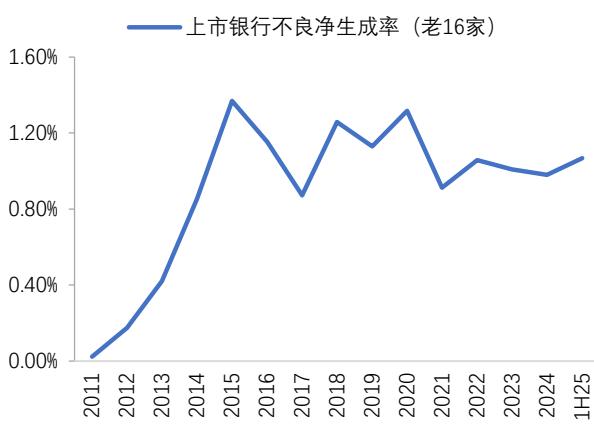
图31：上市银行各子板块不良贷款率



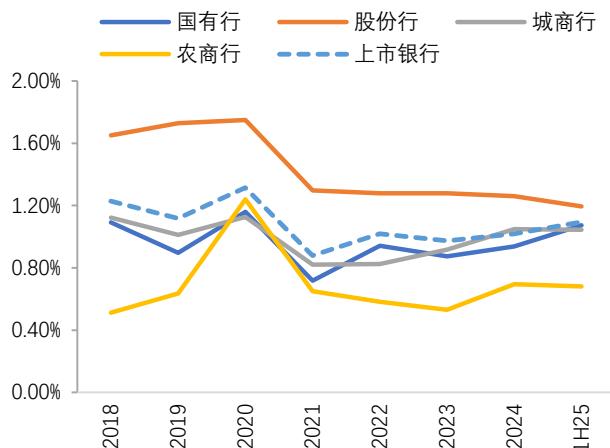
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：上市银行不良净生成率（老 16 家）

图33：样本上市银行不良净生成率（各子板块）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

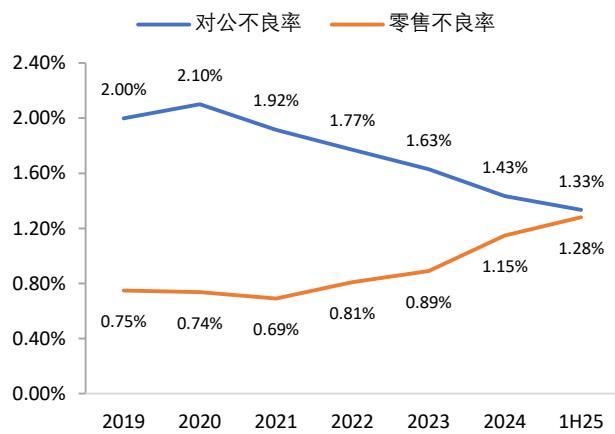


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从细分行业不良走势来看，新增不良主要来自零售业务。2022 年以来个人贷款不良率上行，主要源于居民就业收入转弱、房地产价格调整，居民还款能力承压。对公贷款不良率整体呈下降趋势，既有分子端上一轮不良包袱出清、不良生成降至低位，也有分母端规模快速增长的贡献。

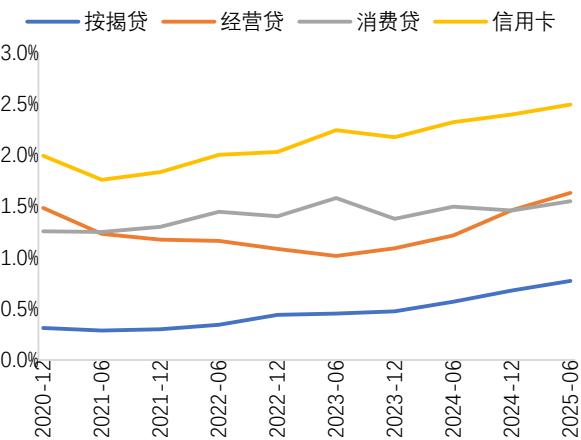
(1) 零售风险尚未见到拐点。1H25 末，样本银行零售贷款不良率 1.28%，较年初上升 13bp，经营贷、信用卡、消费贷、按揭贷款不良率较年初均有所上升。从部分银行三季报披露的细分数据看，零售贷款关注率及逾期率仍在上升，潜在不良压力仍较大。

图34：零售贷款不良率趋势上行（20家样本上市银行）



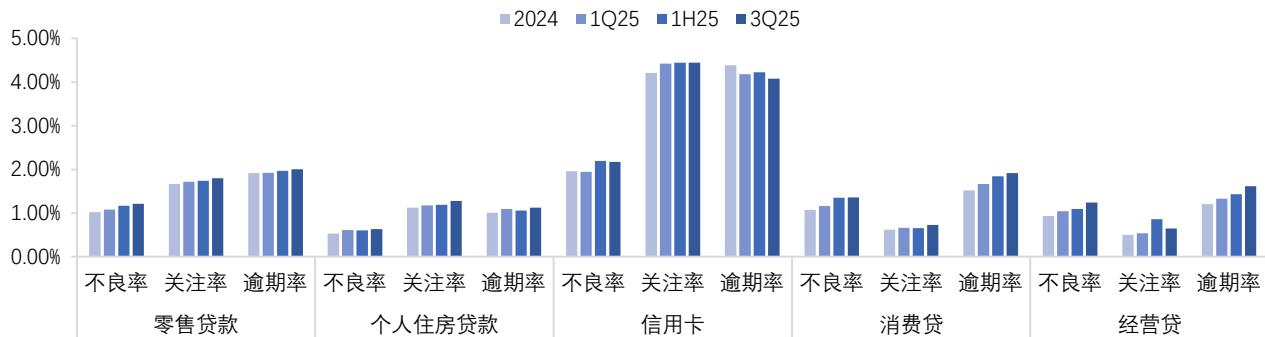
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：样本上市银行各类零售贷款不良率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图36：招行、交行细分零售贷款不良率

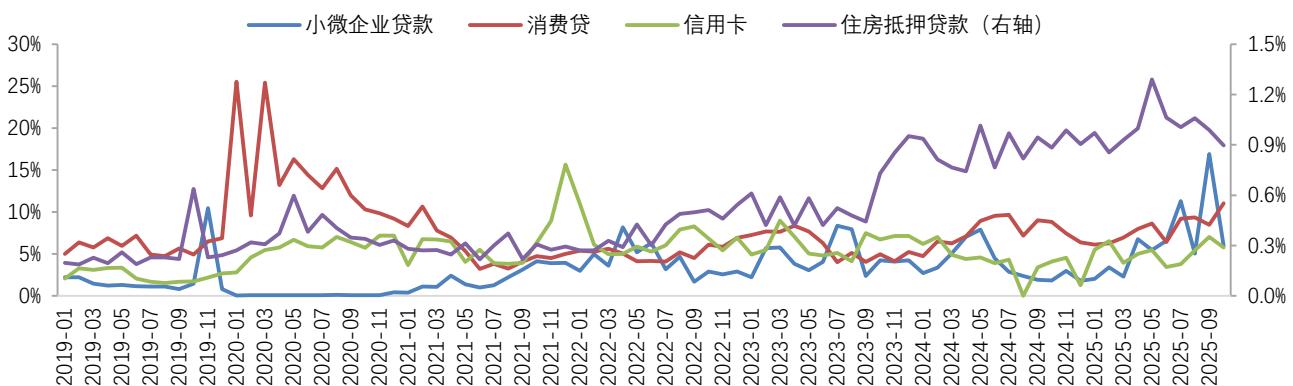


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

展望 2026 年，零售资产质量改善需等待经济进一步修复和居民收入预期改善。零售端风险与资产价格波动、居民收入预期高度相关，当前居民收入能力未明显修复，房价仍在止跌回稳过程中，居民还款能力和还款意愿修复尚待观察。考虑零售风险一般暴露更快，清收和处置需要时间，预计零售资产质量改善仍需等待经济修复，2026 年或继续上升。

- **按揭贷款：整体风险可控，关注房价跌幅较大区域风险。**假设 70%、平均房价跌幅 20%、年均早偿率 10% 的假设条件下，测算 2021 年房价高点发放的按揭贷款违约率 50% 左右，整体违约风险可控。但部分房价跌幅较大、居民早偿率较低的城市当前 LTV 偏高，按揭不良风险较大。关注房地产政策及房价止跌企稳进程。
- **经营贷：到期规模仍然较高，预计风险继续暴露。**2023 年 9 月下调存量房贷利率之前，存量房贷利率与经营贷消费贷的较大利差推动部分经营贷消费贷违规流入房地产市场。随着房价高位发放的经营贷逐步到期，以及抵押物价格持续下行，2023 年起经营贷不良率开始上行。若假设经营贷平均展期 1 年，则 2026 年到期规模约 2.7 万亿；假设其中有 10% 违约、违约贷款处置回收率 50%，则导致不良率上升约 4bp。

图37：信贷 ABS 加权平均年化违约率走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

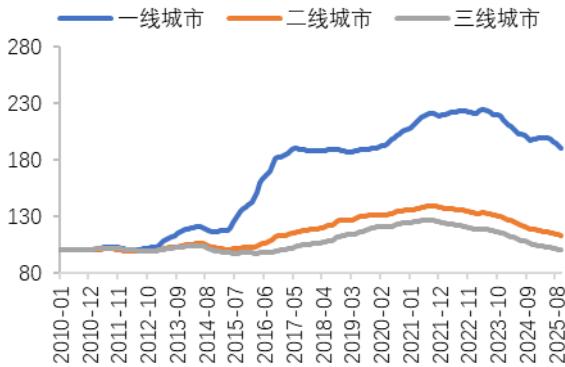
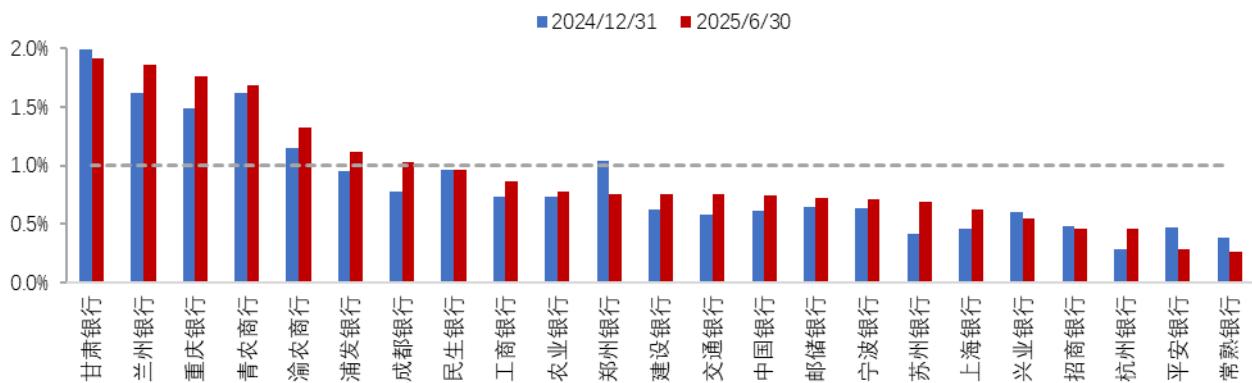
表7：测算 2021 年发放的按揭贷款当前 LTV（敏感性测试）

按揭贷款年均早偿率	0%	5%	10%	15%	20%
2021 年高点至今房价跌幅					
10%	66%	53%	43%	33%	26%
20%	74%	60%	48%	38%	29%
30%	85%	69%	55%	43%	33%
40%	99%	80%	64%	50%	39%
50%	119%	96%	77%	60%	47%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

$$LTV = \text{初始 } LTV * ((1 - \text{年均还款率})^4) / (1 - \text{房价累计跌幅})$$

假设初始 LTV 为 70%；估算 2021-2025 年均早偿率 11%，假设平均还款年限 25 年，年均自然还款比例 4%

图38：70 大中城市二手房价格指数（2010.01=100）

图39：上市银行个人住房贷款不良率


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

(2) 对公整体继续改善，房地产不良率仍处在高位。1H25 末，样本银行对公贷款不良率 1.33%，较年初下降 10bp。主要得益于上一轮对公不良包袱出清、城投化债平稳落地，对公不良生成降至低位；同时，也有分母端对公贷款规模快速增长的贡献。其中，对公贷款平均不良率 3.7%，较年初上升 7bp，预计部分存量地产风险仍在暴露。其他主要行业不良率保持低位平稳。

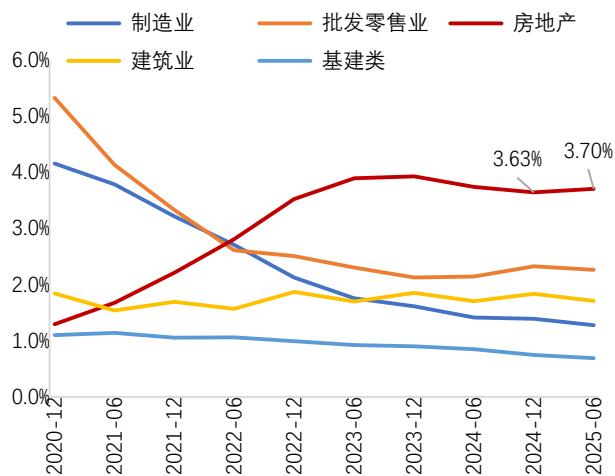
展望 2026 年，预计对公贷款不良延续改善趋势。从企业经营情况来看，2025 年 8 月以来工业企业利润恢复正增长；企业 ROIC 总体保持稳定，高于一般贷款利率，基本能够覆盖融资成本。表征对公贷款潜在不良的重组贷款占比基本平稳，1H25 末平均重组贷款占比 0.51%、与年初持平。我们预计对公贷款不良生成平稳，分母端保持较快增长，不良率或延续改善趋势。

■ 房地产不良率预计高位震荡，但风险敞口不大、预计影响可控。2025 年房地产市场仍处于止跌回稳过程中，房企自身造血和融资能力尚未恢复，偿债指标整体趋弱。已出险房企债务重组正在加速推进，呈现削债幅度更大、债务利息更低等特征。考虑“金融 16 条”存量债务展期政策将于 2026 年底到期，此前做展期处理而未调整贷款分类的潜在不良可能加速暴露，关注相关政策以及房企境内债务重组情

况。预计 2026 年对公房地产不良仍有压力，尤其关注高风险房企敞口较大的银行。考虑当前对公房地产贷款仅占总贷款的 5%，预计地产风险暴露对整体资产质量影响可控。

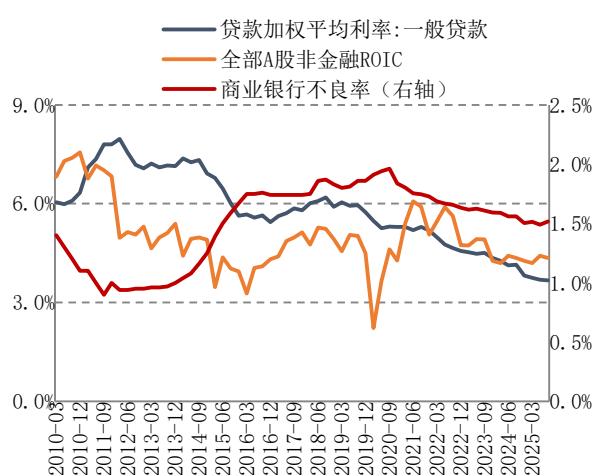
■ **地方化债稳步推进，城投基建资产质量预计平稳。**在一揽子化债政策支持下，2025 年隐债置换快速推进、融资平台加速“退平台”、平台存量经营性债务规模明显下降，城投风险系统性缓释。银行表内租赁商务服务业、交运等基建城投相关行业不良率自较低水平进一步下降。中央经济工作会议提出“督促各地主动化债，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”，2026 年地方化债或向平台经营性债务倾斜，利好银行相关贷款不良风险出清。

图40：样本上市银行对公细分行业不良率



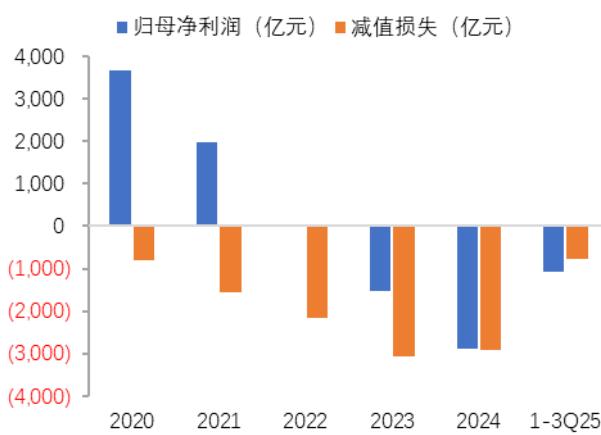
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图41：非金融企业 ROIC 基本覆盖融资成本



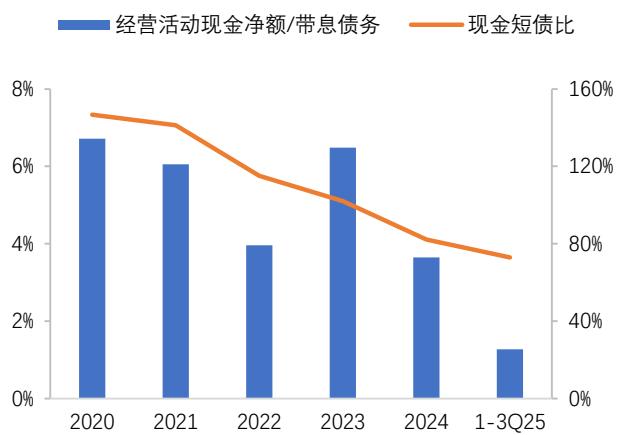
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图42：主要发债房企净利润及减值损失情况



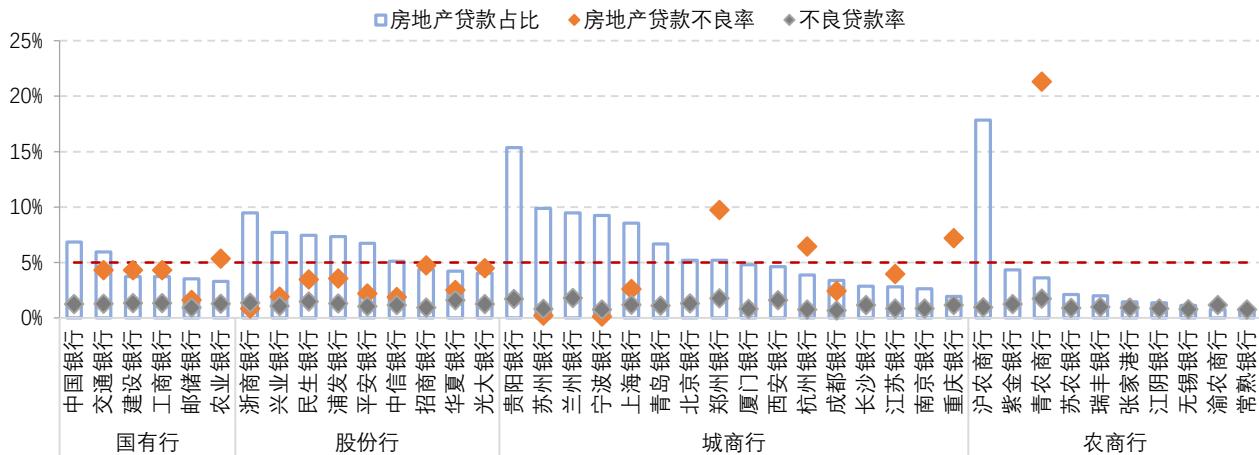
资料来源：企业预警通，东兴证券研究所

图43：主要发债房企偿债指标持续趋弱



资料来源：企业预警通，东兴证券研究所

图44：上市银行房地产贷款占总贷款、房地产贷款不良率及不良贷款率

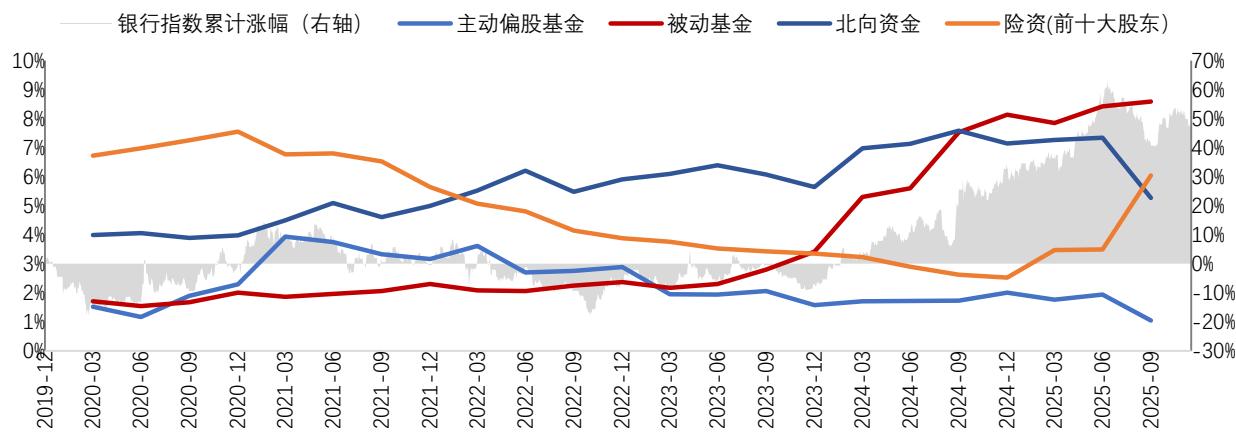


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 资金面：长期资金有望保持较强配置力度

我们复盘近年来上市银行持股结构变化（各类机构持仓占银行自由流通市值比重）。保险资金和被动基金持仓占比提高，定价权提升；而北向资金、主动偏股基金持仓占比下降。具体来看：（1）银行股作为典型权重股，在近年稳市资金增持和被动投资兴起过程中充分受益。3Q25 末被动基金持仓约占银行自由流通市值 8.6%，较 2022 年末提高 6.2pct，被动资金定价权明显提升。（2）在债券市场利率不断走低、存量高息非标陆续到期的再配置压力下，保险近年来加大股票配置力度，特别青睐兼顾高股息、低波动的银行股，加速举牌上市银行。3Q25 末保险资金（前十大股东）持仓约占银行自由流通市值 6%。（3）主动偏股基金持仓较低，长期低配银行板块。3Q25 末持仓占比降至历史低位（1.04%）。（4）北向资金持仓占比近年来基本在 5%-7% 左右，3Q25 末降至 5.3%。

图45：A股上市银行持股结构（自由流通市值）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：（1）被动基金持仓 = \sum 跟踪沪深 300、中证 A500、上证 50、中证 500、中证 1000、中证银行、红利低波、中证红利、红利指数、红利低波 100 指数的 ETF 基金规模 * 指数银行股权重。（2）主动偏股基金：普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金重仓持股。（3）保险资金：前十大股东中保险公司持仓，剔除单一股东超过 5% 的部分（非自由流通）。（4）北向资金持仓占比 = 北向资金持仓银行股总市值 / 银行股自由流通市值

3.1 以险资为代表的“耐心资本”有望继续增持

■ 保险资金：长端利率低位+政策引导，险资配置动力较强

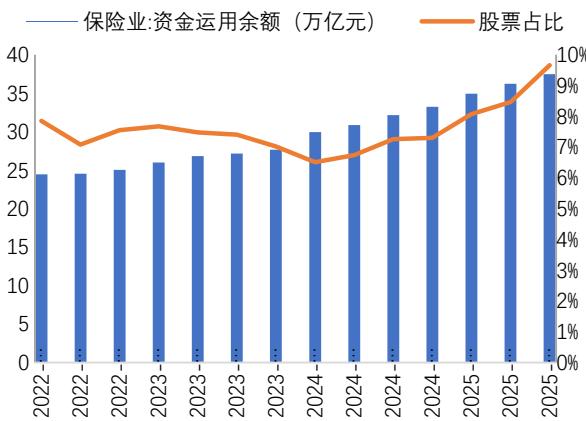
银行股兼具高股息、经营业绩稳健的特征，成为险资配置重点板块。险资近年来增加股票投资的主要原因包括：(1) 长端利率低位徘徊，债券配置性价比降低；叠加存量高息非标陆续到期，保险公司面临较大配置压力，增配权益类资产已成为低利率环境下的必然选择。截至 3Q25，保险资金运用余额为 37.5 万亿，同比增长 16.5%；其中，股票投资规模 2.3 万亿，同比+55.1%，显著高于其他投资品类；股票投资占比 9.7%，环比 1H25 提升 1.2pct。(2) 新会计准则框架下，FVTPL 账户资产占比上升使得保险公司利润波动增大。若保险公司能将股票资产计入 FVOCI (分红计入投资收益) 或长期股权投资 (权益法记账、利润按份额确认为投资收益)，则股价波动不影响当期利润，有助于其降低利润波动。(3) 政策从提高权益投资比例上限、优化资本计量、推行长周期考核机制等方面入手，引导险资等长期资金入市。银行股具有长期稳健经营、高股息特征，契合负债久期较长的保险资金配置需求。

图46：10 年期国债收益率长期低于保险预定利率上限



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：3Q25 末保险资金运用余额 37.5 万亿



资料来源：iFinD、国家金融监管总局，东兴证券研究所

2025 年保险资金继续大力度增持、举牌银行股。包括：(1) H 股：中国平安举牌建行、工行、邮储、农行、招行，瑞中人寿举牌中信银行，民生人寿举牌浙商银行，弘康人寿举牌郑州银行。(2) A 股：新华人寿举牌杭州银行并派驻董事实现长股投，长城人寿增持无锡银行等。

表8：2025 年险资多次举牌增持银行股

增持主体	时间	标的银行	市场类型	增持数量（亿股）	占 H 股/A 股	占总股本	是否派驻董事	投资方式
中国平安	2025-02-12	工商银行	H 股	156.99	18.09%	4.40%	否	OCI 财务投资
	2025-01-08	邮储银行	H 股	9.93	5.00%	0.83%	否	OCI 财务投资
	2025-05-09	邮储银行	H 股	19.86	10.00%	1.65%	否	OCI 财务投资
	2025-08-08	邮储银行	H 股	29.91	15.06%	2.49%	否	OCI 财务投资
	2025-08-27	邮储银行	H 股	31.89	16.06%	2.66%	否	OCI 财务投资
	2025-10-10	邮储银行	H 股	33.79	17.02%	2.81%	否	OCI 财务投资
	2025-01-10	招商银行	H 股	2.3	5.00%	0.91%	否	OCI 财务投资
	2025-03-13	招商银行	H 股	4.59	10.00%	1.82%	否	OCI 财务投资
	2025-06-17	招商银行	H 股	6.89	15.00%	2.73%	否	OCI 财务投资
	2025-07-29	招商银行	H 股	7.39	16.10%	2.93%	否	OCI 财务投资

2025-10-10	招商银行	H 股	7.81	17.00%	3.10%	否	OCI 财务投资	
2025-10-24	招商银行	H 股	8.27	18.00%	3.28%	否	OCI 财务投资	
2025-02-17	农业银行	H 股	15.37	5.00%	0.44%	否	OCI 财务投资	
2025-05-12	农业银行	H 股	30.74	10.00%	0.88%	否	OCI 财务投资	
2025-08-26	农业银行	H 股	46.16	15.01%	1.32%	否	OCI 财务投资	
2025-09-30	农业银行	H 股	52.35	17.03%	1.50%	否	OCI 财务投资	
2025-10-20	农业银行	H 股	55.78	18.15%	1.59%	否	OCI 财务投资	
瑞众人寿	2025-03-12	中信银行	H 股	7.44	5.00%	1.34%	否	OCI 财务投资
弘康人寿	2025-06-27	郑州银行	H 股	1.12	5.55%	2.32%	否	OCI 财务投资
	2025-07-25	郑州银行	H 股	2.11	10.45%	2.93%	否	OCI 财务投资
	2025-08-08	郑州银行	H 股	3.09	15.27%	3.39%	否	OCI 财务投资
	2025-08-15	郑州银行	H 股	4.06	20.10%	4.47%	否	OCI 财务投资
民生人寿	2025-08-11	浙商银行	H 股	2.96	5.00%	1.08%	否	OCI 财务投资
新华人寿	2025-01-24	杭州银行	A 股	4.26	5.87%	5.87%	是	长期股权投资
长城人寿	2025-03-27	无锡银行	A 股	1.57	7.17%	7.17%	是	长期股权投资

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

估算 2026 年险资新增股票投资规模 5000-8000 亿，银行板块增量资金 1000-1600 亿。根据《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，2025 年起要引导国有大型保险公司每年新增保费的 30% 用于投资 A 股。新增保费口径预计是保费收入剔除赔付支出、费用等，考虑财险当年赔付支出较多，我们主要测算寿险业务增量资金。测算过程如下：(1) 2025 年 1-10 月人身险保费收入 3.99 万亿，同比增 9.6%；假设保费月度新增结构与 23、24 年一致，则 2025 全年保费收入约 4.42 万亿，同比增 10.3%。(2) 假设 2026 年保费收入增速 9%、10%、11%，可投资资金占比约 55% (参考近三年上市险企经营净现金流/保费收入)，20%、25%、30% 用于投资 A 股，则 2026 年寿险资金入市的规模预计约 5000-8000 亿左右。(3) 假设 50% 通过 OCI 账户投资，其中 40% 投向银行股，则银行板块资金增量约 1000-1600 亿左右。

■ AMC：积极增持银行股，寻求“不良业务联动+长期价值投资”。

2025 年多家 AMC 通过二级市场、可转债转股等方式布局银行股，获得董事席位。一方面，实现权益法核算优化财务报表，并获得长期稳定股息收入。另一方面，有助于加强业务合作，推动在不良资产处置、企业债务重组、债转股等业务的联动。目前四大全国性 AMC 均已参股上市银行，不排除后续仍会持续增持。

表9：2025 年 AMC 积极增持银行股

AMC	时间	标的银行	增持方式	增持数量 (亿股)	增持后占总股本	是否派驻董事
中信金融资产	2023 年 3 月	光大银行	可转债转股	41.85	7.08%	
	2025 年 1-7 月	光大银行	二级市场增持	A 股 2.64 亿股、H 股 2.79 亿股	8%	是
	2025 年 7 月-11 月	光大银行	二级市场增持	A 股 2.75 亿股、H 股 3.15 亿股	9%	
信达投资	2025 年 6 月	中国银行	二级市场增持	H 股 150.72 亿股	3.26%	是
东方资产	2025 年 9 月	浦发银行	可转债转股	9.12	3.03%，东方增持后摊薄至 2.93%	是
			二级市场增持+	11.45	3.65%	

可转债转股					
2025 年	民生银行	未披露	2024 年股东大会提名董事（满足持股 3% 以上要求）	3% 以上	是
中国长城资产		委托单一资管计划			
2025 年三季度	建设银行	划通过港股通的方式进行增持	A 股 78.65 亿股	3.00%	否

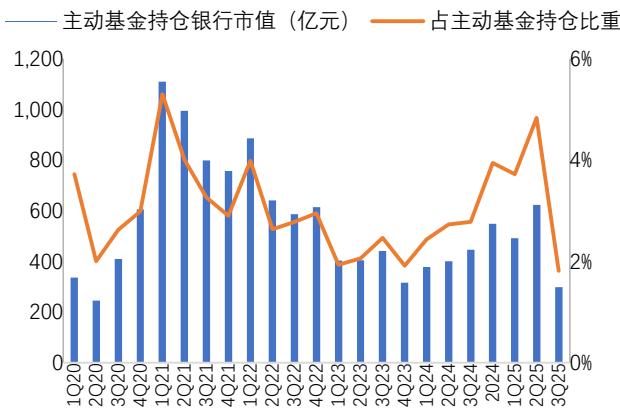
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 主动基金：公募业绩基准改革引导配置均衡化，有望带来增量资金

主动基金银行仓位处在历史低位、明显低配。25Q3 末，主动偏股基金持仓银行占比仅 1.82%，环比 Q2 下降 3.02pct，相较主流指数权重（如沪深 300 中银行占比 12.5%）及全 A 自由流通市值权重（银行占比 6.2%）明显欠配。

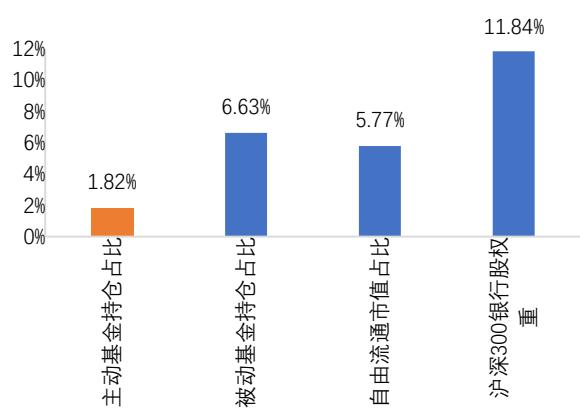
公募业绩比较基准新规落地，有望带来低配板块补仓机遇。新规明确了基准选取规范，并显著强化基准约束力。考虑基金基准的稳定性和投资范围的多元性，预计沪深 300、恒生指数等具有代表性的宽基指数依然是全市场选股基金的主流选择；投资风格更聚焦的基金预计选取更加契合产品风格的行业主题类指数、策略指数。我们认为基准的有效使用将提升基金投资行为的稳定性，矫正主动基金投资行为的短期化倾向，弱化市场短期极致的抱团行为，推动主动基金均衡配置，带来低配板块补仓机遇。

图48：25Q3 末主动偏股基金持仓银行占比降至 1.82%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：主动基金显著低配银行板块（3Q25）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表10：主动偏股基金对于银行个股欠配幅度（3Q25）

银行	主动偏股基金持仓占比	自由流通市值占比	欠配幅度	沪深300		中证500		中证A500		中证800	
				指数权重	欠配幅度	指数权重	欠配幅度	指数权重	欠配幅度	指数权重	欠配幅度
招商银行	0.43%	0.96%	-0.53%	2.03%	-1.60%			1.79%	-1.36%	1.48%	-1.05%
兴业银行	0.02%	0.61%	-0.58%	1.34%	-1.31%			1.18%	-1.16%	0.97%	-0.95%
工商银行	0.10%	0.46%	-0.36%	1.04%	-0.94%			0.92%	-0.82%	0.76%	-0.66%
农业银行	0.03%	0.39%	-0.35%	0.86%	-0.83%			0.76%	-0.73%	0.63%	-0.60%
交通银行	0.02%	0.31%	-0.29%	0.73%	-0.70%			0.64%	-0.62%	0.53%	-0.50%
浦发银行	0.01%	0.27%	-0.26%	0.57%	-0.56%			0.50%	-0.49%	0.41%	-0.40%
江苏银行	0.13%	0.27%	-0.14%	0.60%	-0.47%			0.53%	-0.40%	0.43%	-0.31%
平安银行	0.01%	0.19%	-0.18%	0.45%	-0.44%			0.39%	-0.39%	0.33%	-0.32%
上海银行	0.01%	0.17%	-0.16%	0.36%	-0.35%					0.26%	-0.26%
民生银行	0.07%	0.20%	-0.12%	0.40%	-0.33%					0.29%	-0.22%
北京银行	0.01%	0.16%	-0.16%	0.33%	-0.32%					0.24%	-0.23%
南京银行	0.02%	0.12%	-0.10%	0.33%	-0.31%					0.24%	-0.22%
中国银行	0.02%	0.13%	-0.11%	0.30%	-0.28%			0.27%	-0.24%	0.22%	-0.20%
光大银行	0.00%	0.11%	-0.11%	0.25%	-0.25%					0.18%	-0.18%
建设银行	0.04%	0.12%	-0.07%	0.30%	-0.25%					0.22%	-0.17%
邮储银行	0.01%	0.12%	-0.11%	0.26%	-0.25%			0.23%	-0.22%	0.19%	-0.18%
沪农商行	0.01%	0.09%	-0.09%	0.19%	-0.18%					0.14%	-0.13%
浙商银行	0.00%	0.09%	-0.09%	0.18%	-0.18%					0.13%	-0.13%
华夏银行	0.00%	0.07%	-0.07%	0.17%	-0.17%					0.12%	-0.12%
杭州银行	0.15%	0.15%	0.00%	0.31%	-0.16%					0.23%	-0.08%
宁波银行	0.23%	0.18%	0.05%	0.35%	-0.13%					0.26%	-0.03%
中信银行	0.05%	0.06%	-0.01%	0.16%	-0.10%					0.11%	-0.06%
渝农商行	0.11%	0.07%	0.04%	0.17%	-0.06%					0.12%	-0.01%
成都银行	0.18%	0.08%	0.10%	0.18%	0.00%					0.13%	0.05%
张家港行	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%							
无锡银行	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%							
西安银行	0.00%	0.01%	-0.01%	0.00%		0.06%	-0.06%			0.02%	-0.01%
重庆银行	0.00%	0.01%	-0.01%	0.00%							
江阴银行	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%							
厦门银行	0.00%	0.01%	-0.01%	0.00%						0.00%	0.00%
苏农银行	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%							
瑞丰银行	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%							
青岛银行	0.01%	0.02%	-0.01%	0.01%							
苏州银行	0.02%	0.06%	-0.04%	0.02%	0.40%	-0.37%				0.11%	-0.08%
齐鲁银行	0.03%	0.04%	-0.01%	0.03%	0.27%	-0.24%				0.07%	-0.04%
长沙银行	0.04%	0.04%	0.00%	0.04%	0.23%	-0.19%				0.06%	-0.02%
常熟银行	0.06%	0.04%	0.02%	0.06%	0.25%	-0.18%				0.07%	-0.01%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

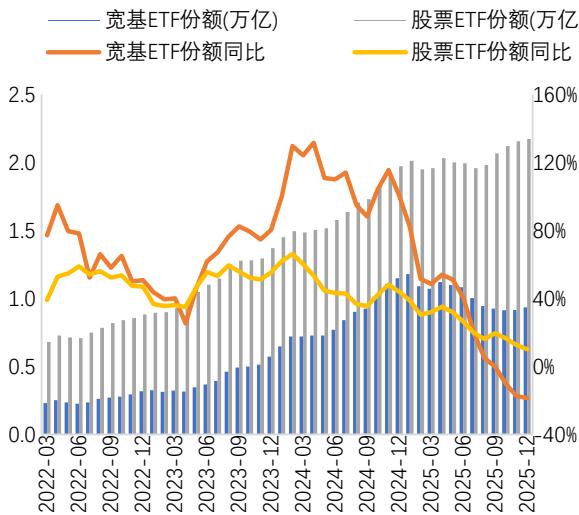
3.3 被动基金：看好稳市预期+ETF 扩容下的资金流入

2025 年牛市环境下，宽基 ETF 份额有所下降，银行持仓占比小幅下降。2024 年在稳市资金增持和政策支持下，股票型 ETF、特别是以沪深 300 为代表的宽基 ETF 快速扩容，成为推动银行股上涨的重要资金力量。2025 年随着牛市行情演绎，宽基 ETF 份额整体有所下降，月度来看仅在 1、4、12 月市场波动下有所增加，承担着平抑市场波动的角色。ETF 银行持仓市值占比亦有所下降，3Q25 末样本 ETF 银行持仓占股票 ETF 的 6.6%，较 2024 年末下降 1.1pct。

短期来看，汇金等“类平准”基金通过宽基 ETF 托底市场，平抑资本市场大幅波动；在市场企稳后，存在阶段性减持操作。“十五五”规划建议将资本市场稳定相关要求融入金融强国建设、要素配置等多个关键板块，

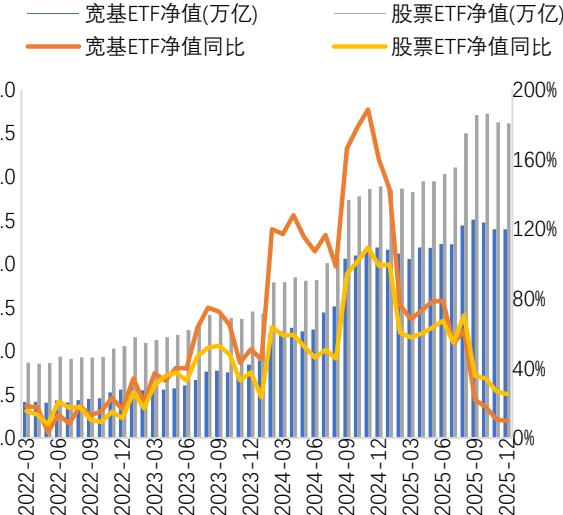
重要性明显提升。银行板块作为典型权重股，能够受益于相关资金护盘带来的资金流入，防御属性强化。中长期来看，在低利率环境下，投资者资产配置需求日益旺盛，ETF 作为内涵丰富的低费率工具，有望继续快速发展。

图50：2025 年宽基 ETF 份额有所下降



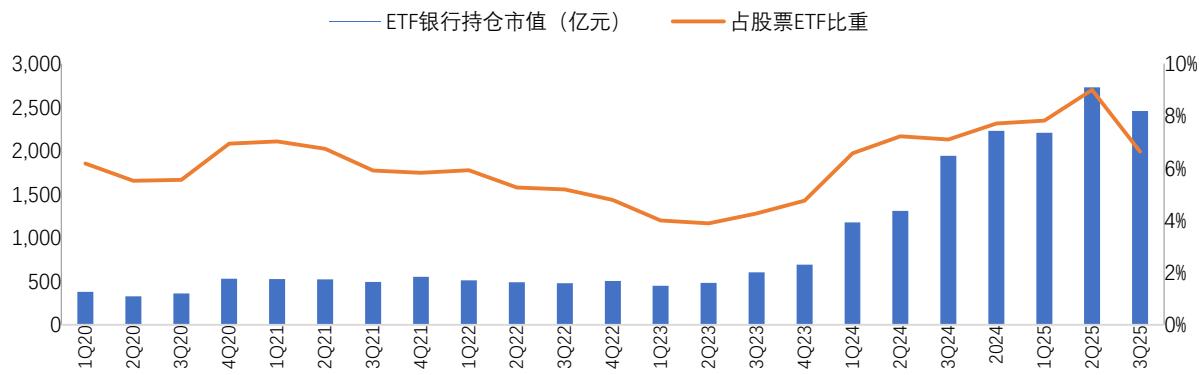
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图51：2025 年宽基 ETF 净值增速放缓



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图52：25Q3 末样本 ETF 银行持仓占股票 ETF 的 6.6%，较 2024 年末下降 1.1pct



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：ETF 银行持仓=跟踪沪深 300、中证 A500、上证 50、中证 500、中证 1000、中证银行、红利低波、中证红利、红利指数、红利低波 100 指数的 ETF 基金规模 * 指数银行权重

综合来看，预计以保险为代表的耐心资本增配银行板块动力依然较强；在稳市目标和 ETF 整体扩容下，被动基金有望继续流入银行权重股，预计险资和被动资金仍是板块主力定价资金。主动基金当前持仓处于历史低位、定价权下降，未来有望随着业绩基准改革落地而逐步增持低配金融板块。

4. 投资建议：看好银行板块，关注国有行+优质中小行

基本面展望：2026 年上市银行盈利增速有望边际小幅提升。核心改善因子为净息差企稳，净利息收入有望恢复正增长。中收预计延续温和修复趋势，而其他非息收入贡献预计继续下降，资产质量和信用成本预计总体保持平稳。我们判断银行盈利支撑将逐步从过去几年的“其他非息+拨备反哺”向“净利息收入+中收”核心营收切换。子板块来看，预计城商行业绩继续领跑，主要基于规模增速高，优质城商行资产质量平稳、拨备厚实。个股来看，客户基础更牢固、贷款组织能力、客户综合经营能力更强、存量拨备厚实的银行将展现出较强的业绩弹性。

资金面展望：长期资金有望保持较强配置力度。低利率环境下，以保险为代表的耐心资本增配银行动力依然较强，期待政策引导下长期资金持续流入。在稳市目标和 ETF 整体扩容下，被动基金有望继续流入银行权重股。主动基金当前持仓处于历史低位、定价权下降，未来有望随着业绩基准改革落地而逐步增持低配金融板块。

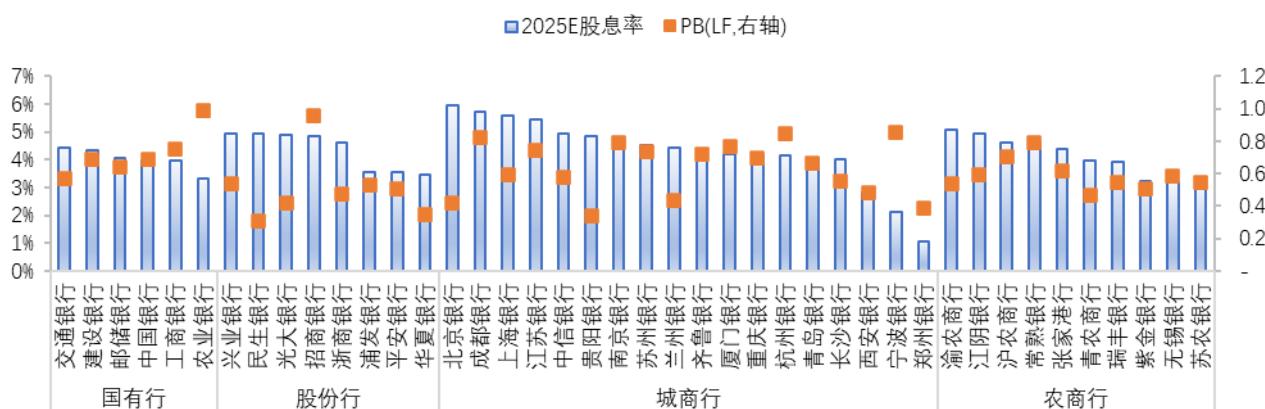
建议重点关注以下三条投资主线：

(1) 在长期配置资金主导下，继续关注国有大行。长期配置资金对银行持续经营和分红稳定性具有较高要求，对业绩增速和短期股息率要求相对宽松，当前国有行平均股息率约 4.0%，较 10 年期国债收益率溢价超 200bp。受益于金融强国体系建设、财政注资，国有大行经营韧性、分红确定性最强，市场份额有望稳步提升，建议持续关注。

(2) 受益于区域经济高景气，业绩确定性强的经济强省龙头城商行。2026 年优质区域银行业绩预计继续领跑，主要基于当地经济相对高景气下的规模高增长；部分银行受益于化债等政策，资产质量处在改善周期、拨备厚实，将展现出较强的业绩弹性。中长期来看，在中小金融机构并购重整的行业趋势下，龙头城商行迎来经营边界拓宽、资源配置优化机遇，未来市场份额有提升空间。

(3) 若经济复苏加快，零售风险拐点逐步确认，关注顺周期高弹性中小银行和前期超跌股份行。

图53：上市银行 2025E 股息率及 PB 估值（截至 2025-12-17）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 风险提示

经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行行业：社融增速继续下降，非银存款延续高增—10月社融金融数据点评	2025-11-18
行业普通报告	银行行业：公募业绩基准改革引导配置均衡化，银行板块较受益	2025-11-12
行业普通报告	银行行业：25Q3 理财规模平稳增长，估值整改压力下资产端配置更审慎	2025-10-27
行业普通报告	银行行业：存款延续活化，信贷需求仍偏弱—9月社融金融数据点评	2025-10-17
行业普通报告	银行行业：中期分红逐步展开，提升银行板块关注度	2025-10-15
行业普通报告	银行行业：社融过峰，信贷偏弱—8月社融金融数据点评	2025-09-15
行业深度报告	银行：营收利润边际改善，看好板块配置价值——上市银行 1H25 业绩综述	2025-09-05
行业普通报告	银行行业：净利润增速环比提升，资产质量保持稳健—2Q25 银行业监管数据点评	2025-08-19
行业普通报告	银行行业：财政持续发力，社融同比多增—7月社融金融数据点评	2025-08-14
行业普通报告	银行行业：信贷同比多增，M1 增速大幅提升—6月社融金融数据点评	2025-07-15
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：信贷投放边际改善，息差降幅收窄—2025 年三季报点评	2025-10-31
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：扩表保持积极，非息高增支撑盈利增速稳定—2025 年三季报点评	2025-10-31
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：营收利润增速小幅提升，资产质量稳中向好—2025 年三季报点评	2025-10-30
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：三季度息差阶段企稳，资产质量总体平稳—2025 年三季报点评	2025-10-28
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：非息贡献增长，营收利润增速转正—2025 年半年报点评	2025-09-05
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：盈利降幅收窄，零售资产质量改善—2025 年半年报点评	2025-08-27
公司普通报告	江苏银行 (600919.SH)：营收增速环比提升，资产质量保持优异—2025 年半年报点评	2025-08-25
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：盈利保持双位数增长，中期分红比例提升—2025 年半年报点评	2025-08-09
公司普通报告	杭州银行 (600926.SH)：营收增速环比提升，不良平稳+拨备反哺利润高增长—1H25 上市银行首份业绩快报点评	2025-07-18
公司普通报告	江苏银行 (600919.SH)：量价双优、净利息收入高增，资产质量保持优异—2025 年一季报点评	2025-04-29
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：息差韧性逐季增强，Q4 信贷扩张放缓—2024 年年报点评	2025-04-11
公司普通报告	招商银行 (600036.SH)：利润增速回正，资产质量整体稳健—2024 年年报点评	2025-03-26
公司普通报告	招商银行 (600036.SH)：扩表速度环比提升，全年净利润增速回正—2024 年业绩快报点评	2025-01-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，负责银行行业股票分析和固定收益研究。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行行业和固收研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526