

2025年以来,在A股市场持续走强的背后,金融股作为大盘指数成分股无疑是关键“助推器”。

当前,我国经济正面临着错综复杂的国际国内形势,而金融业作为传统的顺周期行业,却走出了逆周期的股价表现。细究金融股上涨背后的原因,既有资本市场总体回暖的直接影响,也有业绩改善的价值驱动。

然而,在资本市场上,金融股作为市值“大象”,未来能否继续“起舞”的核心依旧是基本面支撑,市场人士认为,这需要新的业绩增长引擎、新的估值故事,方能打开价值上涨的新空间。

# 银行股“破净”七年之痛

记者 马慧 范子萌

银行股涨势如虹,农业银行更是“一骑绝尘”,其A股股价年内涨幅高达56%。更为关键的是,农业银行率先挣脱“破净”枷锁,进一步打开了银行股估值回升的想象空间。

然而,红火的行情背后,银行股总体上却仍然深陷“破净”泥潭。这一局面不仅折射出银行业所处的估值困境,还压制了其服务实体经济的能力。

何以连续七年“破净”?

市净率是衡量银行股价格的标尺。目前,A股42家上市银行中,仅农业银行、招商银行市净率超过1倍,多数上市银行长期处于“破净”阴影下。数据显示,自2018年起,银行板块已连续七年破净。截至12月1日,申万一级银行指数市净率仅为0.56倍,远低于申万A股指数1.79倍的市净率。

银行以稳健经营著称,上市银行又为何会陷入长期“破净”泥潭?究其原因,外部经济周期下行、银行股自身成长性不足、净息差持续收窄、资产质量隐忧等因素都是症结所在。

“银行业体量较大,且处于周期性行业,经营稳健但成长性不够,与投资者偏好无法有效契合。”上海金融与发展实验室特聘高级研究员任涛对上海证券报记者表示,在追求传统的经济效益外,银行业也承担着国家安全、自主发展、公共利益等社会责任,其所具有的确切性与安全性无法被市场有效定价。

在低利率环境下,代表商业银行盈利能力的核心指标——净息差处于历史低位。金融监管总局公布的2025年三季度银行业主要监管指标数据,截至今年三季度末,商业银行的净息差为1.42%,环比二季度保持稳定,同比减少11个基点。

对于这一现象背后的原因,任涛认为,息差空间趋势性收窄,针对中间收入来源的监管环境总体趋严,都在一定程度上压制了商业银行的盈利空间。

此外,个别领域的资产质量劣变,也成为潜在的风险隐患。广发证券银行业分析师倪军对上海证券报记者表示,银行利润增速相对于全市场并不低,但市场对于银行系统性风险的担忧,尤其是对地产领域风险的担忧,持续压制银行的估值表现。

不容忽视的“连环效应”

眼下,由“破净”引发的“连环效应”正在发酵——银行资本补充渠道受限、信贷扩张缺乏动力、盈利能力持续下滑,三者环环相扣,正在演化成为业务发展的约束。

“破净”最显著的影响是上市银行的再融资受到限制。根据相关监管安排,对破净、破净情形的上市公司限制再融资。上市银行通过资本市场增发、配股、发行可转债等方式再融资的实施难度较大。因此,在外部资本补充渠道有限和盈利空间压缩的背景下,银行资本内生积累与外源融资双重承压。

在此种情形下,多家银行将数年前就已落地的再融资方案,在多方施策后,予以坚决推进。例如,近年来,光大银行、浦发银行、兴业银行积极推动可转债转股,使得核心一级资本得到有效补充。但是,目前上市银行大多通过发行资本债券补充其他资本,这对于核心一级资本的补充于事无补。

资本是银行经营的生命线,银行抵御风险需要资本,服务实体经济更需要资本。在任涛看来,在再融资受限的情况下,银行的信贷投放及服务实体经济的能力会受到资本的限制,而盈利能力的下降又会进一步限制内源性资本补充的空间。

“银行通过留存收益补充核心一级资本,是支撑信贷规模扩张、推动社融增长的关键内生动力。”倪军表示,当前银行“以量补价”策略难以扭转利息净收入下行趋势,2024年以来拨备计提和其他非息收入是支撑银行业绩的核心贡献,但预计贡献亦难持续。

受此影响,近年来部分银行的经营策略转向保守,业务发展也相应收缩,更有个别银行已经出现“缩量”,这无疑“捆住”了银行业服务实体经济的手脚。

当下,做好金融“五篇大文章”、助力金融强国建设的工作目标,对银行的信贷投放和支持实体经济能力提出了更高要求。围绕这一目标,银行亟须打开估值修复空间。上海证券报记者注意到,多家上市银行已提出估值提升计划,向市场积极传递投资价值。

估值修复将在分化中演进

“破净”阴影下,农行的一马当先,表明曙光开始显现。多位业内专家认为,银行股或已进入估值中枢上移、向内在价值回归的长期趋势。

今年以来,银行板块虽经历一段时间调整,但从10月以来,国有大行股价轮番“起舞”,多

只银行股股价创历史新高。

Wind数据显示,截至12月1日,年内A股42家上市银行股价整体表现强劲,38家银行实现正收益,其中,农业银行股价以56%的年内累计涨幅领跑,厦门银行、青岛银行股价年内涨幅均超30%。不过也有华夏银行、光大银行、郑州银行等股价年内累计下跌。

行至四季度,银行板块再配置时间窗口已经打开。银河证券银行业分析师张一伟在研报中表示,上市银行中期分红力度不减,红利价值凸显,叠加股东及高管增持有助于稳定市场预期并体现长期投资价值,有望持续吸引中长期资金配置。

不过,在估值重构的过程中,多位受访人士认为,银行业竞争格局的“马太效应”会更加明显,市场将延续分化格局。

“在成长性盈利性之外,银行股所对应的相较其他资产更大的确定性与可持续性,或许是此前市场所忽略的价值维度。”任涛认为,在加快建设金融强国的背景下,主流银行获得的政策资源和支持力度较为可期,这将推动其估值不断重构。

未来,估值分化或是常态。“头部银行的竞争优势更为明显,中小银行的估值较难提升。”任涛表示,各银行因客户基础与质量差异、资产负债结构与资产质量的不同,导致在盈利能力和盈利路径方面有所分化,并将在估值上有所体现。此外,在做好金融“五篇大文章”的政策导向下,此前在普惠、科技、绿色、养老与数字领域有基础的银行更容易获得估值上的青睐。

证券简称	区间涨跌幅(%) (2025.01.01-12.01)
农业银行	56.3501
厦门银行	36.4891
青岛银行	30.0398
重庆银行	26.6963
宁波银行	22.5873
工商银行	21.8169
江阴银行	18.4638
长沙银行	17.0198
中信银行	16.3289
南京银行	16.2773
沪农商行	16.2755
张家港行	16.2124
上海银行	15.8428
兴业银行	15.5864
浦发银行	15.5486
苏农银行	15.5215
招商银行	15.3152
江苏银行	15.1979
中国银行	15.0792
渝农商行	15.0336
建设银行	14.9415
齐鲁银行	14.5876
浙商银行	12.4492
杭州银行	12.2997
常熟银行	10.7224
西安银行	10.0754
无锡银行	10.0392
青农商行	8.9620
苏州银行	7.8919
贵阳银行	6.3567
邮储银行	5.2838
平安银行	5.2278
成都银行	5.1550
民生银行	5.0085
交通银行	4.1428
瑞丰银行	3.5833
紫金银行	1.7902
兰州银行	0.7302
北京银行	-0.2068
光大银行	-2.6114
郑州银行	-3.4156
华夏银行	-7.9805

数据来源:Wind



截至12月1日收盘,银行板块、保险板块、证券板块市净率(PB)分别较年初提升19.30%、8.51%和5.76%;市盈率(PE)分别较年初提升19.59%、8.09%和6.81%

细分银行板块来看,国有大型银行和城商行估值提升幅度较大,PB分别较年初提升25%和12.96%;股份制银行和农商行PB则分别较年初提升10.20%和8.62%

## 从顺周期到逆周期:金融股上涨背后的新动力与新叙事



数据来源:Wind,截至12月1日;数据整理:何奎 制图:张大伟

记者 何奎

当前,我国经济正面临着错综复杂的国际国内形势,而金融业作为传统的顺周期行业,却走出了逆周期的股价表现。

目前来看,围绕财富管理、医疗养老等新的宏大叙事进行战略布局,成为金融机构新的投资主线。更深层次的估值叙事已经展开,要在新赛道上脱颖而出,金融机构更需要以人无我有、人有我优的战略定力,打造差异化、特色化优势,构筑坚实的估值“护城河”。

金融股上涨背后的新动力

从估值水平来看,银行板块、保险板块、证券板块估值水平今年均得到明显提高。

Wind数据显示,以2024年财务数据为基准,截至12月1日收盘,银行板块、保险板块、证券板块市净率(PB)分别较年初提升19.30%、8.51%和5.76%;市盈率(PE)分别较年初提升19.59%、8.09%和6.81%。

细分银行板块来看,国有大型银行和城商行估值提升幅度较大,PB分别较年初提升25%和12.96%;股份制银行和农商行PB则分别较年初提升10.20%和8.62%。

“金融股今年表现整体向好,这是基于政策利好和估值回升的‘双轮驱动’。”中泰证券策略分析师张文字在接受上海证券报记者采访时表示:一方面,去年9月以来出台了一系列资本市场提振政策,增量资金入场,市场活跃度提高,金融股等大盘蓝筹股受到资金青睐。尤其是险资等长线资金入市,持续增配高股息金融股,比如险资多次举牌国有大型银行。另一方面,在当前的经济环境下,市场对金融股的估值认可度在改善。在“反内卷”政策下,金融业无序竞争的现状有望得到改善。同时,各类金融机构不断发挥自身优势,在财富

管理、健康养老等领域布局,以此实现与主业的融合发展,有利于未来盈利能力的提升。

业绩多元化增长的新赛道

传统的银行存贷、保险利差、券商经纪等业务增长逐渐乏力,做好市值管理,金融机构需要寻找新的业绩增长赛道。目前,掘金财富管理、养老金融、科技创新等赛道成为大多数金融机构的共识。

保险公司在财富管理、医疗养老、科技创新等领域积极布局。华泰证券非银首席分析师李健告诉上海证券报记者,在财富管理领域,保险产品本身就是一种理财产品,例如分红险等浮动收益型产品发展较快,此外部分公司还面向中高净值客户推出“财富规划师”等,积极拓展财富管理业务。医疗养老领域的布局包括产品和服务:在服务端,保险公司积极建设和开发养老社区,拓展医疗网络;在产品端,保险公司积极推进医疗险和重疾险的开发销售,帮助居民减轻医疗压力。

低利率时代下,随着居民“存款搬家”,财富管理市场的发展进入加速度,部分银行和券商机构加速布局。这既是适应新阶段的发展大势,也是传统业务增量难寻下的转型破局。银行具有“首站触达优势”,可通过账户沉淀资金和客户。开源证券研报观点认为,银行在财富管理中的优势有三方面:一是可最大程度获取客户真实的财务情况;二是代销产品种类最多,涵盖多行业资管产品;三是更好对接对公客户,形成资金端到资产端的闭环。

东吴证券发布研究报告表示,券商经纪业务收入占比从2008年的70.5%降低至2024年的26%。随着佣金率不断下滑,重资产业务逐渐成为我国券商的第二增长曲线。“虽然券商在产品和服务供给丰富度、渠道优势和客户基础(缺乏高端客户服务能力)方面不如银行,但在

投资能力、资产获取和研究能力方面实力较强,因此在发展财富管理方面有一定优势。”

金融股估值提升的新逻辑

新赛道演绎新故事,金融股的估值逻辑正发生深刻变化,从单纯的周期属性向“稳健+成长”双轮驱动转变。

张文字认为,在建设金融强国的战略指引下,银行、保险、券商等金融机构将发挥愈发重要的作用,在以主业为基石夯实业绩基础的同时,差异化、特色化的发展将成为各家机构的业绩增长新引擎。

“随着金融客户需求日益多元化,无论是哪一类金融机构,同质化、内卷式竞争都使得业务增长乏力,能够抓住居民财富管理和健康养老需求,并最大限度发挥自身优势的机构才能在竞争中脱颖而出,这也必然是未来金融股估值提升的新逻辑。”张文字说。

估值新故事已经在保险业全面开花。“保险业仍处于黄金发展期,财富管理、医疗养老等新故事有助于驱动保险公司实现更高质量的增长。这些新故事有些已经被市场认可,有些还需要时间。假以时日,这将会是保险股估值提升的重要推动力。”李健说。

李健表示,从财务兑现与盈利质量维度来看,金融新故事的是利润兑现与创收能力。保险公司在财富管理、医疗养老、科技等领域的投入若能实现稳定的利润释放和ROE提升,才具备重估基础。评估重点在于新业务的盈亏平衡进度、对集团新业务价值增长的贡献及资本回收周期等。以中国平安为例,该公司前三季度享有医疗养老生态圈服务权益的客户贡献了近七成寿险新业务价值,显示客户认可和青睐该公司提供的医疗养老服务。

中国平安是国内率先布局医疗养老战略的综合金融集团,拥有银行、保险、证券等全金融牌照。该公司相关负责人表示,在医养领域,公司致力于打造类“拼多多+美团”服务模式,整合医养服务资源的供应方,为客户提供性价比最优的医疗养老服务,并且赋能金融主业。

医疗养老服务对中国平安保险主业的赋能已经体现在业绩贡献上。数据显示,截至2025年9月末,在中国平安近2.5亿的个人客户中有近63%的客户享有医疗养老生态圈提供的服务,其客均合同数约3.38个、客均AUM达6.34万元,分别为不享有医疗养老生态圈服务权益的个人客户的1.6倍和4.0倍。

“十五五”规划建议提出,优化金融机构体系,推动各类金融机构专注主业、完善治理、错位发展。展望未来,居民财富管理和健康养老需求与日俱增,金融机构各司其职、各展所长,新的估值故事将会持续演绎。

■他山之石

记者 徐蔚

近年来,海外头部金融机构走出了一轮令人瞩目的估值提升行情,这一变化背后蕴含着金融监管宽松与业务模式革新的双重驱动力。全球金融巨头的估值提升之路,为中国金融机构提供了“他山之石”。

综合多家券商研报分析,回溯近20年海外金融机构估值的演变轨迹,三大转型阶段脉络分明:2000至2008年,行业处于规模驱动的利益差主导期,资产规模扩张是核心目标,海外大行普遍通过持续扩大资产负债表抢占市场份额,估值水平与资产增速直接挂钩。次贷危机成为估值逻辑转向的关键节点,2009至2019年进入监管倒逼的结构优化期,《巴塞尔协议III》等政策收紧资本约束,单纯规模扩张难以为继,海

## 海外金融机构估值变迁的启示

外大行加速向中间业务转型,财富管理、资产管理成为估值提升的核心引擎。2020年至今,科技与ESG双轮驱动成为新特征,数字化转型成效与ESG表现成为估值溢价的重要来源。

受访人士认为,海外金融机构的估值变迁历程,既受政策周期影响,也离不开自身业务变革的驱动。这为正在深化金融改革的中国市场提供了重要参考。未来中国金融机构的估值提升之路,需要政策与业务的双轮驱动。

纵观海外金融机构的估值提升路径,监管环境相对宽松构成了重要的估值基础。广发证券非银首席分析师陈福在研报中表示,以美国投行为例,在特朗普1.0时期(2016至2018年),监管放松与投行估值提升形成了强烈共振。《经济增长、监管放松和消费者保护法案》的通过,标志着《多德-弗兰克法案》实施后的首

次金融监管放松。这一阶段美国投行股显著跑赢大盘,超额收益中相约20%,峰值达33%(以2016年初为基准)。

在政策红利之外,海外金融机构通过业务模式革新、资本管理等方式带来了持续的盈利优势。开源证券银行业首席分析师刘呈祥在接受上海证券报记者采访时表示,日本、德国等国的银行业也曾长期出现过市净率偏低或“破净”的现象,而在市值管理过程中,海外银行将资本管理作为提升其内在价值的关键。海外银行资本管理主要体现在三大方向:一是优化资本结构,将资本工具发行常态化,在满足监管要求的同时为投资者创造资本利得;二是提升资本使用效率,控制资产增长,优化资产结构,压降风险加权资产;三是转型轻资本模式,海外估值较高的银行,其零售银行、财富管理“高回报、低风险、轻资本”

业务发展均较突出,如摩根大通主要通过财富管理、投行业务贡献营收,其非息收入占比超50%。

海外金融机构的估值变迁历程,为正处于转型关键期且面临长期“破净”压力的国内金融机构提供了借鉴方向,但构建中国特色估值体系需在国际接轨与本土适配之间寻求平衡。刘呈祥认为,我国当前仍以间接融资为主,银行业利息收入占比高,且在手续费净收入中,部分银行仍以传统结算类、信贷类收入为主,交易银行类及财富管理收入占比偏低,因此并非所有银行都适合向零售银行、大财富管理方向转型。从本土实际来看,覆盖全国且综合经营能力突出的国有大行与股份行,更具备向轻资本业务转型的基础;而地方中小银行应回归本源,结合当地市场需求,推出契合区域发展的产品服务体系。