

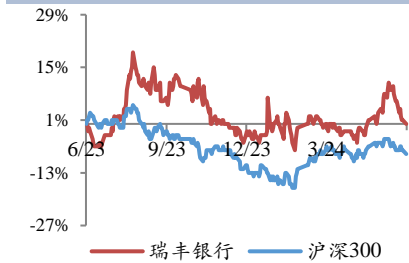
浙江农信标杆行，内耕外拓高成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-12

收盘价（元）	4.90
近12个月最高/最低（元）	6.44/4.60
总股本（百万股）	1,962
流通股本（百万股）	790
流通股比例（%）	40.28
总市值（亿元）	96
流通市值（亿元）	39

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
联系人：刘锦慧
执业证书号：S0010122100043
电话：18351883043
邮箱：liujinhui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 为什么是浙江农信？

时代潮头执牛耳，成就中国最能打的“农商铁军”。农信社商业化改革阶段，浙江农信抢抓政策机遇率先开启股份制改革，厘清走上了“产权明晰”和“支农支小”两手抓道路，促成商业银行“竞合共荣”良性发展局面。浙江银行业最早摆脱历史包袱，2005年不良率就已降至2.06%，大幅领先全国其他地区。“一省一策”省联社深化改革阶段，农信社成员自下而上入股成立浙江农商联合银行，淡化管理职能、强化服务职能，先手布局渗透到每一个行政村的一万余家“丰收驿站”，为系统内农商行提供通用信息科技底座、解决小银行金融科技投入难题。存贷款规模连续多年保持浙江省银行业和全国农信系统首位，2023年浙江农信存、贷款规模增速分别为17.2%、17.52%，总量第一且增速遥遥领先。监管鼓励省内农商行相互持股，上市银行中有且仅有瑞丰银行能够分享浙江“农商铁军”成长红利。

● 为什么是绍兴？

中国经济看浙江，浙江经济看绍兴，绍兴经济看柯桥。2024年一季度绍兴市GDP增速7.8%，居于浙江省第一。柯桥区GDP总量和增速均为绍兴市第一，瑞丰银行作为本地银行，能够充分享受区域景气度提升带来的高成长。柯桥拥有“从丝到布到衣”的完整纺织产业链体系，全国最大的印染基地和全球最大的纺织品交易市场“中国轻纺城”，在国际竞争加剧、出口下滑大背景下，纺织业仍然保持高景气度，绍兴柯桥也展现了难以替代的产业链优势。瑞丰银行在柯桥区金融机构中占据绝对优势地位，网点覆盖率遥遥领先，占比柯桥区全部网点数的1/3，2023年贷款、存款市占率分别超过20%、33%。轻纺城商铺的“小而散”特征与本地农商行做小做微的经营理念天然契合，为瑞丰银行提供源源不断的增量客群。

● 为什么是瑞丰银行？

宏观经济复苏波折反复，方显银行英雄本色。瑞丰银行前身为浙江绍兴县信用联社，是绍兴柯桥区的本土银行，上市银行中唯一浙江农信系统标的。深耕本地70余年，洞察区域经济特点，纺织业、小微、三农、政银合作均形成专业化竞争优势。管理层多数是瑞丰银行老将，一线工作经历丰富，战略定力强。经营指标来看，规模扩张稳健（1Q24总资产同比+13.76%、贷款同比+12.47%）、盈利能力领先（1Q24营收同比+15.32%、净利润同比+14.47%），资产质量持续改善（1Q24不良率0.98%，拨备覆盖率304.84%），批发零售业不良暴露和出清速度快。净息差（2023年末1.73%）承压主要受到市场利率下行和瑞丰银行贷款结构调整两方面因素共同影响，预计未来下行幅度放缓。

● **投资建议**

瑞丰银行在绍兴柯桥区覆盖率最高，存贷款市占率常年领先，近三年异地经营成效显著，越城、义乌市占率稳步提升。中长期来看，经济结构转变下，城乡差距进一步缩小，**县域金融增量市场广阔，瑞丰银行及背后浙江省行的先手布局优势、风险抵御能力、激励机制优势的形成并非一日之功**，构筑较强的护城河。短期来看，受益于绍兴柯桥经济强劲增长，产业集聚效应加强，信贷景气度有望率先提升。瑞丰银行资产质量稳健、聚焦小微零售客群，宏观扰动带来的风险暴露有望率先出清。若信贷景气度超预期修复，则净息差也有望在年内出现明显改善。瑞丰银行资本充足率处于上市银行第一梯队，通过入股浙江农信兄弟行进一步增厚利润、资本，进入内生增长周期。由此，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别同比增长 8.43%/8.23%/7.96%，归母净利润分别同比增长 12.45%/10.44%/10.47%。2024 年 6 月 11 日瑞丰银行收盘价为 4.90 元，对应 2024 年 0.53 倍 PB，我们根据可比农商行估值并结合以上分析，考虑到瑞丰银行具备长期增长潜力，2024 年合理估值 0.65 倍 PB，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

利率风险：市场利率持续下行，优质资产竞争加剧，息差收窄。
 市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。
 经营风险：经济增长不及预期，融资需求大幅下降拖累信贷增速。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,804	4,124	4,463	4,819
收入同比	7.90%	8.43%	8.23%	7.96%
归属母公司净利润	1,727	1,942	2,145	2,369
净利润同比	13.04%	12.45%	10.44%	10.47%
ROAA	0.97%	1.67%	0.86%	0.83%
ROAE	10.57%	11.16%	11.23%	11.31%
每股收益 (元)	0.88	0.99	1.09	1.21
P/E	5.62	5.00	4.53	4.10
P/B	0.58	0.53	0.49	0.44

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 为什么是浙江农信?	6
1.1 时代潮头执牛耳, 成就中国最能打的“农商铁军”	6
1.2 新时期的浙江农信: 小法人、大平台	8
1.3 瑞丰银行是上市银行中唯一浙江农信标的	9
2 为什么是绍兴?	11
2.1 与区域经济共振, 打造三张名片: 纺织业、小微、三农	11
2.2 异地经营初露头角, “一基四箭”蓄势待发	15
3 为什么是瑞丰银行?	17
3.1 民间资本参与度高, 地方特色鲜明	17
3.2 管理层平稳过渡, 战略持续性强	18
3.3 规模扩张稳健, 息差有望改善	19
3.4 依托绍兴区域禀赋, 打造对公业务“四个优势”	22
3.5 零售、财富管理业务形成差异化竞争特色	24
3.6 资产质量稳健向好, 风险抵御能力逐步夯实	26
盈利预测及投资建议	27
风险提示	29
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 浙江省商业银行不良率 (%) 2005 年就已降至全国最低, 2015 年不良暴露和出清快于全国其他地区	7
图表 2 浙江省金融机构资产规模 (亿元) 保持良性增长	7
图表 3 浙江省贷款规模增速保持全国领先	9
图表 4 2022 年以来全国涉农贷款增速超过各项贷款增速	9
图表 5 浙江、江苏、广东农信系统存贷款规模 (万亿元) 及增速对比	9
图表 6 瑞丰银行发展历程	10
图表 7 浙江农信 82 家农商行摊薄 ROA、ROE (2023A)	10
图表 8 绍兴地理位置	12
图表 9 浙江省各地市 GDP 总量及增速	12
图表 10 绍兴各区县 GDP 总量 (亿元) 及占比 (2023A)	12
图表 11 绍兴产业结构及行业增加值占比 (2023A)	12
图表 12 纺织业景气度与出口关联度逐渐减弱	13
图表 13 2024 年 2 月以来江浙织机负荷率上升至 70% 以上	13
图表 14 轻纺城市市场群成交额及增速	13
图表 15 网上轻纺城成交额及增速	13
图表 16 柯桥区私营企业单位数及增速	14
图表 17 柯桥区个体工商户户数及增速	14
图表 18 柯桥区金融机构本外币贷款余额及增速	14
图表 19 柯桥区金融机构本外币存款余额及增速	14
图表 20 柯桥区农村居民人均可支配收入领跑全省	15
图表 21 柯桥区城乡收入比进一步下降	15
图表 22 瑞丰银行在绍兴柯桥、越城及金华义乌市存贷款市占率	16
图表 23 义乌市在册经济主体数及增速	16
图表 24 中国小商品城成交额及增速	16
图表 25 瑞丰银行贷款地区分布 (千亿元)	17
图表 26 瑞丰银行网均贷款规模稳步提升	17
图表 27 瑞丰银行前十大股东结构 (1Q24)	18
图表 28 瑞丰银行第一大股东变更情况 (2024 年 2 月完成)	18
图表 29 瑞丰银行主要领导及任职经历	19
图表 30 瑞丰银行总资产规模及增速	20
图表 31 瑞丰银行贷款规模及增速	20
图表 32 瑞丰银行贷款结构 (亿元)	20
图表 33 瑞丰银行存款结构 (亿元)	20
图表 34 瑞丰银行净息差处于上市农商行中等水平	21
图表 35 瑞丰银行生息资产收益率处于上市农商行中等水平	21
图表 36 瑞丰银行计息负债成本率略高于上市农商行平均水平	21
图表 37 瑞丰银行贷款收益率居于上市农商行第三	21
图表 38 瑞丰银行净利润增速因子拆解	21
图表 39 瑞丰银行轻纺城贷款矩阵	22

图表 40 瑞丰银行小微企业贷款产品矩阵	23
图表 41 瑞丰银行“银政联盟 1+N”模式	24
图表 42 柯桥区网点数排名前十的银行 (2024 年 6 月)	24
图表 43 瑞丰银行零售贷款余额 (亿元) 及占比	25
图表 44 瑞丰银行个人经营贷余额 (亿元) 及增速	25
图表 45 瑞丰银行三星级及以上个人财富客户人数	26
图表 46 瑞丰银行三星级及以上个人财富客户 AUM (亿元)	26
图表 47 瑞丰银行不良率低于上市农商行平均值 (%)	26
图表 48 瑞丰银行分地区不良贷款率	26
图表 49 瑞丰银行拨备覆盖率和不良贷款率	27
图表 50 瑞丰银行关注率 (%) 低于上市农商行平均值	27
图表 51 瑞丰银行逾期贷款余额和逾期率	27
图表 52 瑞丰银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款	27
图表 53 可比公司估值	28

1 为什么是浙江农信？

1.1 时代潮头执牛耳，成就中国最能打的“农商铁军”

农信社是中国金融体制改革中的一种特有组织形式。其成立的最初目的是筹集农村闲散资金，为农村、农民、农村经济发展提供金融服务，但随着经济结构变迁，管理缺位、产权不清晰等问题逐渐突出，造成农信社亏损严重、风险暴露。如何平衡支农支小与健全法人机制之间的关系，成为改革的主要命题。中国农村金融体系变革主要经历了四个发展阶段：

第一阶段（1979-1996 年）：商业金融、合作金融、政策金融分工协作的多元农村金融体系。这一阶段的改革措施主要是恢复和成立新的金融机构，形成农村金融市场组织的多元化和竞争状态。举措和特征包括：①1979 年恢复中国农业银行，对信贷资金进行规模经营，集中管理贷款审批权限；②随着人民公社的瓦解，农村信用合作社重新恢复名义上的合作金融组织地位。但农村信用合作社接受农业银行的管理，事实上是农业银行的基层附属机构。③放开对民间信用的管制，允许成立民间合作金融组织，例如 1984 年起在全国各地成立农村信用合作基金会，民间自由借贷开始兴起。④1994 年组建成立中国农业发展银行。形成以中国农业银行（以工商企业为主要服务对象的商业性金融机构）、农村信用合作社（以农户为主要服务对象的合作金融机构）、中国农业发展银行（支持农业开发和农业技术进步、保证国家农副产品收购的政策性金融机构）三者并存但业务互不交叉的农村金融体系。

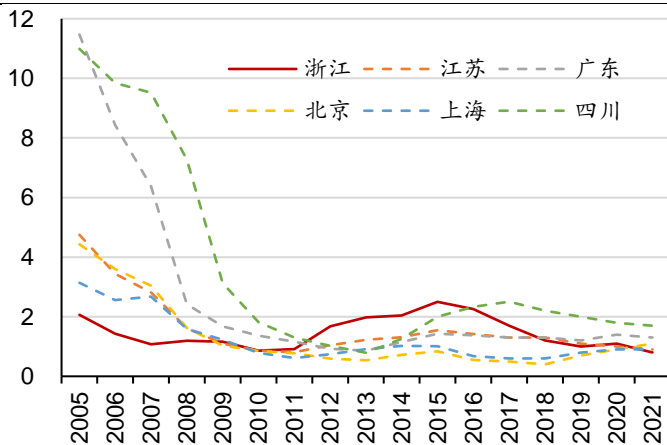
第二阶段（1997-2003 年）：脱钩农行，农村信用社主体地位形成期。1996 年 7 月全国农村金融体制改革工作会议召开，依据《国务院关于农村金融体制改革的决定》提出的改革路径，农村信用社与中国农业银行脱离行政隶属关系，农村信用社的业务管理和金融监管职能分别由农村信用社县联社和中国人民银行承担，按合作制原则加以规范。这一阶段举措和特征包括：①收缩国有银行的县及以下机构编制。1997 年中央金融工作会议确定了“各国有商业银行收缩县（及以下）机构，发展中小金融机构，支持地方经济发展”的基本策略，包括农业银行在内的国有商业银行开始大量撤并县及以下营业网点。②严格打击非正规金融活动。1998 年 6 月国务院颁布《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》，1999 年在全国范围内撤消农村信用合作基金会，民间金融行为受到抑制。③将农村金融体制改革的重点确定为农村信用合作社改革，加大国家财政投入以解决农村信用合作社的不良资产问题等。

第三阶段（2004-2019 年）：省联社统一管理、农信社商业化改革时期。2003 年国务院印发《深化农村信用社改革试点方案》，按照“明晰产权关系、强化约束机制、增强服务功能、国家适当支持、地方政府负责”总体要求，深化农村信用社改革，主要包括两方面内容：①以法人为单位，改革信用社产权制度，明晰产权关系，完善法人治理结构，区别各类情况，确定不同的产权形式；②改革信用社管理体制，将信用社的管理交由地方政府负责。中央退出对农村信用社的管理，省联社开始担负起组织协调省内农村金融机构的职责。2011 年 8 月，银监会鼓励符合条件的农信社、农合行改制组建为农商行。2012 年 7 月，银监会发布《关于规范农村信用社省（自治区）联合社法人治理的指导意见》，要求完善省联社法人治理，规范省联社运行机制，将省联社职能定位为“服务、指导、协调和行业管理”。

第四阶段 (2020 年——): “一省一策” 省联社深化改革时期。在多数省份农信社改制为农商行后, 省联社和农商行的股权、经营管理权关系亟待理顺。2019 年 1 月, 人行等五部委印发了《关于金融服务乡村振兴的指导意见》, 提出积极探索省联社的改革路径, 理顺农信社的管理体制, 强调农信社独立的法人地位、经营的独立性, **淡化省联社在人事、财务、业务等方面的行政管理职能**, 突出专业化服务功能。12 月, 银保监会在《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》中再次要求, 在保持县域法人地位总体稳定的前提下, **因地制宜对农村信用联社和农村合作银行实施股份制改造**。2020 年初, 银保监会发布深化农信社改革文件, 推动新一轮农信社改革。2021 年 10 月, **浙江省深化农村信用社改革试点方案获国务院批准, 随后浙江农商银行联合银行挂牌成立**, 全国深化农信社改革“第一单”在浙江落地。2022 年 1 月, 银保监会在工作会议上再次指出, 要“一省一策”加快推进农信社改革, 将“省联社改革”列为年度重点工作任务。2023 年至今, 全国多省区已陆续推出省联社改革方案。

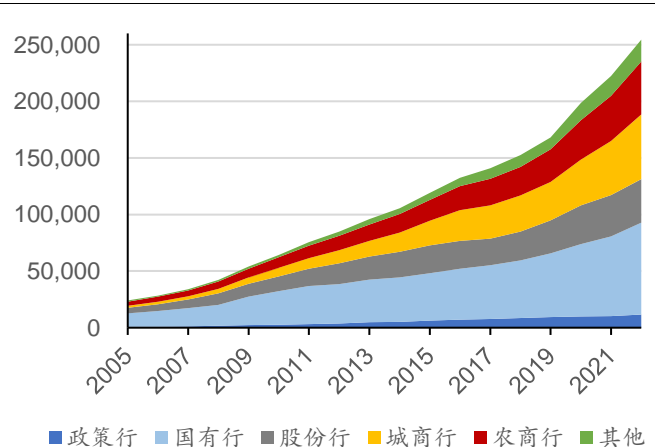
浙江农信做对了什么? 把握政策佳期, 产权关系明晰、支农支小两手抓, 促成金融机构良性竞争局面。通过梳理农村金融五十年改革历程不难看出, 农信社管理和竞争环境在第二阶段环境最为宽松, 国有大行股份制改造、经营网点逐渐从农村撤离, 为农村信用社争抢农村市场, 进一步向商业化方向发展提供了契机。但同时法人治理体系尚不完善造成了当时农信社不良高企、亏损严重的情况。第三阶段试点省联社改革后, 率先进行股份制改造的农信社法人治理机制逐步完善, 历史包袱减轻, 经营能力和管理水平大幅提升。浙江农信也是在第三阶段抢抓政策机遇, 率先开启股份制改革, 厘清走通了“产权明晰”和“支农支小”两手抓的道路, 为浙江省的中小银行健康发展提供了良好的土壤。这一阶段涌现了一批优秀的农商行, **促成商业银行“竞合共荣”的良性发展局面**, 《浙江金融改革发展二十年》中提到, 从行业集中度来看, 浙江银行业 CR4 呈逐年下降趋势, 2002 年到 2012 年从 58.23% 下降至 41.48%, 中小银行市场份额不断提升。2005 年浙江省银行业不良率就已降到全国最低水平 2.06%, 率先摆脱历史包袱, 大幅领先全国其他地区。省联社管理时期恰逢民营经济兴起、对外贸易腾飞阶段, 浙江涌现出大量深耕本地、运用 IPC 模式走通小微金融的优秀农商行。

图表 1 浙江省商业银行不良率 (%) 2005 年就已降至全国最低, 2015 年不良暴露和出清快于全国其他地区



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 浙江省金融机构资产规模 (亿元) 保持良性增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 新时期的浙江农信：小法人、大平台

2022年4月18日，浙江农商联合银行挂牌成立，全国深化农信社改革“第一单”在浙江落地。浙江农商联合银行由浙江省内全部法人农信机构自下而上入股组成，是具有独立企业法人资格的地方性银行业金融机构，定位为成员行的行业管理银行和联合服务银行。目前，省联社改革的主流方向和模式主要有两种：①成立统一法人的农商行（主要适用于行政级别高、展业范围较为集中的直辖市），②组建省农商联合银行。在浙江落地联合银行第一单后，四川、甘肃、河南等省份也明确了成立省农商联合银行的改革方向，但区别于河南农商银行“自上而下逐级参股控股”形成省、市、县三级管理架构的改革方案，浙江省联合银行对辖内行的管理机制是二级结构，更为扁平。

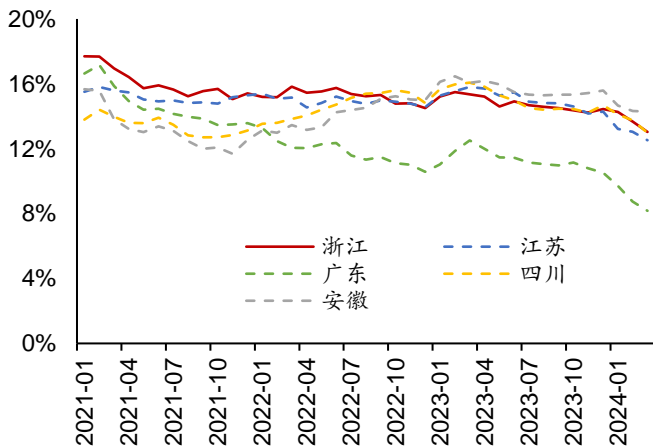
浙江农商联合银行坚持“小法人，大平台”模式，先手布局、激励机制、科技赋能优势领跑全国。省联社改革方案核心在于“化解风险、强化服务”，而浙江省银行业不良率全国最低（2023年末为0.62%，较2022年末下降1bp），化解风险压力最小，强化服务赋能就成为了改革的关键。浙江农商联合银行探索出处理省联社和辖内银行关系之道——“小法人，大平台”模式。一方面，省联社坚持充分尊重法人行社的经营管理自主权，不直接干预具体业务和经营活动；另一方面，浙江省联社践行“管理的最高境界就是努力实现不管”的理念，重点管方向、管风险、管队伍、强服务，在金融科技、系统平台建设等方面为辖内银行提供有力支持：

- ① **“丰收驿站”：先手布局一万余家遍布乡镇的丰收驿站，打通便民服务最后一公里。**2015年开始，浙江农信率先在全省推出集金融、电商、物流、民生、政务服务五位一体的“丰收驿站”服务模式，搭建了线下智能化服务渠道、线上综合化服务生态圈，共同构成遍布全省每个乡镇和绝大多数行政村和城市社区的服务网络。农村阵地布局早、范围广，使得浙江农信在新的竞争形势下也能巩固守好农村基础服务市场，2023年浙江农信系统存款、贷款规模增速分别为17.2%、17.52%，较江苏、广东农信贷款增速分别领先5.6、10.3pcts，较浙江全省贷款增速领先3pcts。
- ② **“走千访万”：连续16年的走访活动，辖内农商行足够了解当地客户行为和风险。**浙江农信存贷款规模、增速均居全省银行业第一，其中普惠、涉农业务和农信客群重合度高，浙江农信承担了全省1/2的农户贷款、1/4的涉农贷款、1/4的小微贷款。2023年涉农、农户、小微贷款新增额分别占全省新增额的22.8%、47.3%、23.7%。浙江农信连续16年开展“走千访万”活动，累计走访农户3428万户、企业241万户，为了解客户行为和风险及拓展营销积累了丰富的信贷档案。浙江农信2023年末不良率0.81%，风险抵御能力扎实。
- ③ **“丰收互联”：辖内农商行统一的手机银行app，共享金融科技底座。**2017年浙江农信基于分布式架构的网络金融核心平台上线，“金融+互联网”双核心应用架构正式建成。目前，移动手机APP“丰收互联”接入全辖300多个后台系统，除金融服务外还提供包括政务、生活、医疗、购物等多方面民生服务，契合农村地区客群的生活需求。浙江农信提供的金融科技支持解决了农商行在金融科技上投入很难与大银行相匹配的问题，让农商行专注“支农支小”，释放更多人力和资源在前端获客、风险识别上。

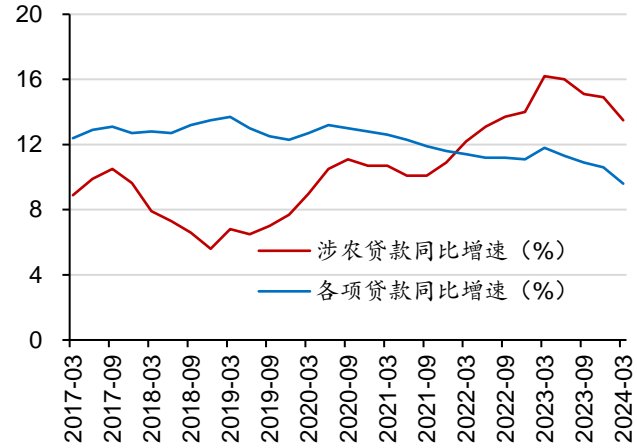
目前，浙江农商联合银行下辖82家县（市、区）农商银行、农信联社，拥有网点4000余个，丰收驿站（金融服务点）1万余家，员工5万余人。到2024年1

月末, 各项贷款余额 34998 亿元, 全系统各项存款余额 45472 亿元, **连续多年保持全省银行业和全国农信首位**。当前经济结构变化下, 城乡差距进一步缩小, 2022 年一季度末涉农贷款同比增速首超各项贷款规模增速, 并逐季保持较快增长, 2024 年一季度末同比增速为 13.5%, 农村金融前景广阔。浙江农信系统在农村地区先手布局优势、风险抵御能力、激励机制优势的形成并非一日之功, 构筑较强的护城河, 信贷景气度在顺逆周期中均保持强劲。同时, 浙江地区民营经济活跃度高, 若经济复苏推动景气度回升, 深耕“小而散”客群的农信机构市场份额有望进一步提升。

图表 3 浙江省贷款规模增速保持全国领先



图表 4 2022 年以来全国涉农贷款增速超过各项贷款增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 浙江、江苏、广东农信系统存贷款规模 (万亿元) 及增速对比

	贷款规模及增速			存款规模及增速			全省贷款规模增速	
	2022	2023	增速	2022	2023	增速	2023	农信比全省
浙江	2.9	3.4	17.52%	3.74	4.38	17.20%	14.44%	+3.08 pcts
江苏	2.55	2.85	11.90%	3.15	3.51	11.50%	14.29%	-2.39 pcts
广东	2.36	2.53	7.20%	3.39	3.57	5.98%	10.52%	-3.32 pcts

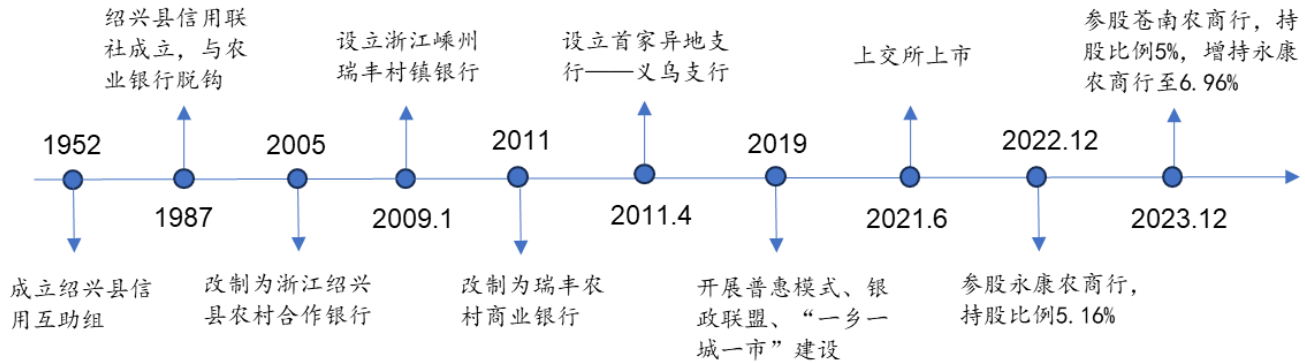
资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 瑞丰银行是上市银行中唯一浙江农信标的

瑞丰银行是首家也是目前唯一一家浙江农信上市行。瑞丰银行前身为绍兴县信用联社, 位于浙江绍兴市柯桥区 (原绍兴县)。1952 年, 绍兴县首家信用互助组成立, 1987 年, 列入全国农村金融体制改革试点, 率先与农业银行脱钩成立绍兴县信用联社 (全国农信社脱钩为 1996 年)。2005 年, 在绍兴县信用联社基础上改制为浙江省绍兴县农村合作银行。2009 年 1 月, 设立浙江嵊州瑞丰村镇银行股份有限公司, 迈出跨区域经营第一步。2011 年, 绍兴县农村合作银行改制为瑞丰农村商业银行; 同年 4 月, 设立首家异地支行——义乌支行, 进一步扩大经营区域。2013 年绍兴县撤县设区为绍兴市柯桥区, 瑞丰银行展业区域向绍兴市区拓展。2021 年 6 月登陆上交所主板, 成为浙江农信系统首家上市的农商行。2022 年 12 月, 瑞丰银行参股永康农商银行, 于 2023 年 6 月完成增持, 持股比例为 6.96%; 2023 年 8 月公告董事会决议通过参股苍南农商行、诸暨农商行分别不超过 9.8% 持股比例。8 月 12 月完成苍南农商行增持, 持股比例为 5%。目前, 瑞丰银行共拥有 107 家分支机

构, 经营区域覆盖绍兴市柯桥区、越城区、嵊州市及金华义乌市。

图表 6 瑞丰银行发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

浙江省内优质农商行众多, 监管鼓励相互持股一定比例。浙江农信系统内农商行经营态势良好, 2023 年末 82 家中有 50 家摊薄 ROE 在 10% 以上, 有 21 家摊薄 ROA 在 0.9% 以上, 平均水平高于 42 家上市行中位数。监管部门大力支持区域内 (省内或同一地市级内) 农商银行相互持股, 浙江省农信由 81 家农商行和 1 家农信联社组成, 可供瑞丰银行进行股权投资的优质农商行标的众多。在浙江农商联合银行的严格要求下, 全系统 82 家农信机构单一股东持股比例一般最高在 3%-5% 左右, 单一股东持股均不高于 10%, 股权结构相对分散。

图表 7 浙江农信 82 家农商行摊薄 ROA、ROE (2023A)

		ROE	ROA			ROE	ROA			ROE	ROA
杭州 8	杭州联合农商行	12.2%	0.93%	湖州 5	吴兴农商行	13.3%	0.73%	台州 9	椒江农商行	11.8%	0.83%
	萧山农商行	11.8%	0.79%		南浔农商行	9.7%	0.82%		黄岩农商行	10.6%	0.85%
	余杭农商行	10.5%	0.66%		德清农商行	10.7%	0.84%		路桥农商行	10.1%	1.02%
	富阳农商行	9.8%	0.81%		长兴农商行	0.7%	0.67%		临海农商行	12.0%	1.04%
	桐庐农商行	11.2%	0.93%		安吉农商行	11.1%	0.68%		温岭农商行	10.3%	0.94%
	临安农商行	12.2%	0.89%	禾城农商行	9.9%	0.81%	玉环农商行		11.1%	0.92%	
	建德农商行	12.6%	0.90%	嘉善农商行	11.6%	0.72%	天台农商行		12.6%	1.14%	
	淳安农商行	11.4%	0.73%	平湖农商行	8.7%	0.57%	仙居农商行		15.0%	1.19%	
宁波 9	鄞州农商行	8.2%	0.72%	嘉兴 6	海宁农商行	10.0%	0.76%		丽水 9	三门农商行	13.5%
	慈溪农商行	9.6%	0.75%		海盐农商行	12.0%	0.79%	莲都农商行		9.4%	0.54%
	余姚农商行	9.8%	0.69%		桐乡农商行	10.3%	0.92%	青田农商行		10.3%	0.63%
	奉化农商行	8.7%	0.51%		瑞丰农商行	10.4%	0.89%	云和农商行		9.0%	0.86%
	宁海农商行	11.9%	0.99%	绍兴 6	嵊州农商行	9.0%	0.71%	龙泉农商行		11.5%	0.88%
	象山农信联社	7.7%	0.61%		上虞农商行	8.2%	0.56%	庆元农商行		7.0%	0.48%
	北仑农商行	10.2%	0.56%		新昌农商行	8.7%	0.63%	缙云农商行		9.4%	0.61%
	镇海农商行	11.5%	0.62%		诸暨农商行 (拟落地)	10.1%	0.79%	遂昌农商行		8.6%	0.63%
温州 12	甬城农商行	11.2%	0.50%	金华 8	恒信农商行	6.6%	0.33%	衢州 6		松阳农商行	10.7%
	鹿城农商行	12.7%	0.99%		成泰农商行	9.0%	0.70%		景宁农商行	9.5%	0.90%
	龙湾农商行	12.8%	0.92%		兰溪农商行	12.8%	0.90%		柯城农商行	11.8%	0.82%
	瓯海农商行	9.1%	0.74%		义乌农商行	8.7%	0.69%		衢江农商行	9.3%	0.66%
	乐清农商行	12.1%	1.18%		东阳农商行	11.2%	0.86%		龙游农商行	10.8%	0.81%

瑞安农商行	12.4%	0.99%		永康农商行 (已落地)	13.8%	1.22%		江山农商行	10.2%	0.58%
永嘉农商行	12.7%	1.35%		浦江农商行	13.4%	0.91%		常山农商行	12.6%	0.85%
苍南农商行(已落地)	13.4%	1.38%		武义农商行	11.9%	0.87%		开化农商行	9.4%	0.73%
平阳农商行	11.2%	0.82%		磐安农商行	11.4%	1.05%				
泰顺农商行			定海海洋农商行							
文成农商行	12.7%	1.00%	普陀农商行	9.9%	0.71%					
洞头农商行	6.4%	0.46%	岱山农商行	11.7%	0.67%					
龙岗农商行			舟山 4	嵊泗农商行	9.1%	0.65%				

资料来源：浙江农商联合银行官网，企业预警通，华安证券研究所

参股浙江农信系统兄弟行，充分分享非上市行成长红利。2022年12月，瑞丰银行参股位于金华市的永康农商银行，持股比例 5.16%，并成为其第一大股东。2023年6月，瑞丰银行完成增持，持股比例累计达 6.96%。2023年8月，瑞丰银行公告诸暨农商行（位于绍兴市诸暨市）和苍南农商行（位于温州市苍南县）投资计划，持股比例不超过 9.8%，其中入股苍南农商行事项于 2023 年末落地，持股比例 5%。瑞丰银行对兄弟行股权投资有两大特点：①**属于战略投资**。瑞丰银行向永康农商银行派驻一名董事参与其决策性事务，双方将在零售转型深化、数字化转型、金融市场业务、财富管理业务、微贷业务、国际业务、全面预算管理、人才队伍建设等领域深入开展相关合作。这一投资有利于瑞丰银行优化在义乌的经营布局，与义乌支行形成协同。②**折价购入，并采用权益法核算**。瑞丰银行以低于发行价的价格购入兄弟行股份，差额确认为营业外收入，2023 年对永康、苍南农商行投资额外确认收入 1.7 亿元。并采用权益法进行核算利润，对利润、资本有增厚效应。

从资本耗用来看，2023 年瑞丰银行核心一级资本充足率下降 1.5%至 12.7%，仍处于上市银行第一梯队，2024 年一季度末升至 13.4%。瑞丰银行于 2023 年 9 月申报发行 50 亿元可转债，成功发行后也可继续支撑高速扩表、对外投资和资本补充。当前监管对银行再融资限制较多，对于资本充足率较高的银行，对外股权投资能够快速打开成长空间，由于“一省一策”省联社改革的特殊性，上市农商行中也仅有瑞丰银行能够分享浙江农信系统非上市行成长红利。

2 为什么是绍兴？

2.1 与区域经济共振，打造三张名片：纺织业、小微、三农

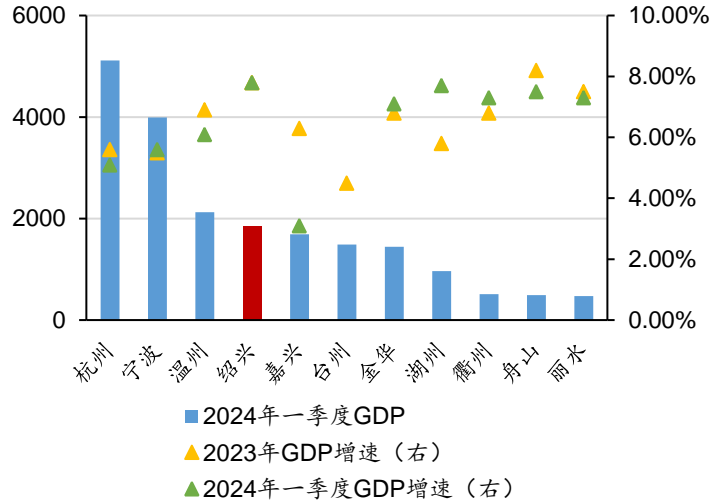
浙江经济领先全国，绍兴经济领跑浙江。浙江经济增速领跑全国，2024 年一季度全省 GDP 增速 6.1%，较全国增速高出 0.8pct。2024 年一季度绍兴 GDP 总量 1852 亿元，居于浙江省第四（前三为杭州、宁波、温州）；**GDP 增速 7.8%，居于浙江省第一，较浙江省增速高出 1.7pcts。**绍兴地理位置位于杭州、宁波之间，2020 年浙江出台《杭绍甬一体化发展实施方案》，全力推动三市形成基础设施互联互通、创新要素顺畅流动的一体化发展格局，绍兴作为中间关键纽带，基建、产业布局加速推进，区位优势提升。绍兴市划分为三区三县：越城区、柯桥区、上虞区、新昌县、嵊州市、诸暨市。绍兴柯桥区为 2013 年绍兴县“撤县设区”调整而来，近年来依托传统优势产业纺织业竞争优势不断巩固、新兴产业加快建设，2023 年柯桥区 **GDP 总量和增速（8.3%）均居绍兴市第一。**

图表 8 绍兴地理位置



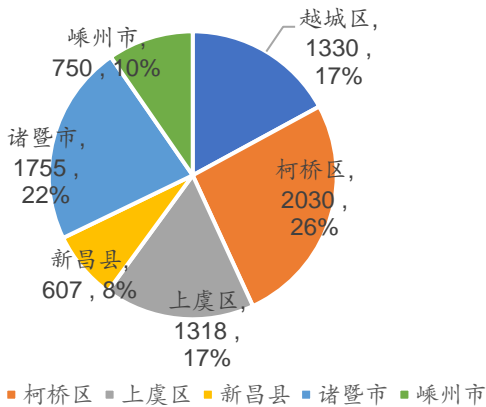
资料来源：百度图片，华安证券研究所

图表 9 浙江省各地市 GDP 总量及增速



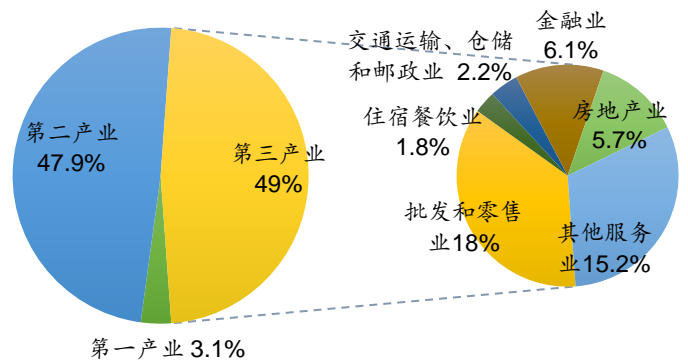
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 绍兴各区县 GDP 总量 (亿元) 及占比 (2023A)



资料来源：浙江省统计局，华安证券研究所

图表 11 绍兴产业结构及行业增加值占比 (2023A)



资料来源：绍兴市人民政府，华安证券研究所

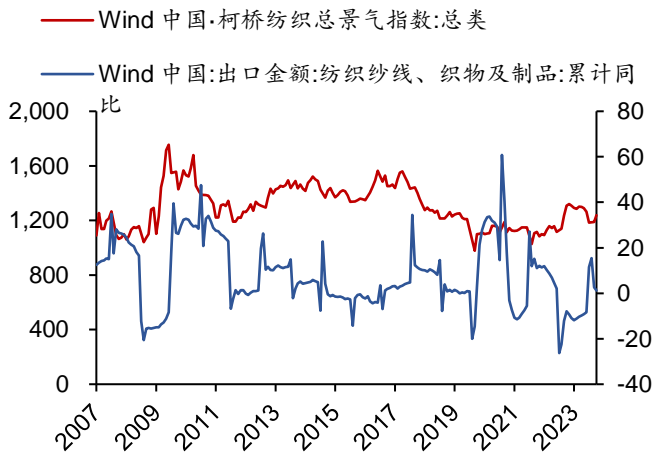
① “纺织业”

中国轻纺城市场主体小而多、产业集聚度高，与微贷的展业模式天然契合。绍兴柯桥是全国最大的纺织产业集群基地，拥有“从丝到布到衣”的完整纺织产业链体系，位于柯桥区的中国轻纺城是全球规模最大、经营品种最多的纺织品集散中心，亚洲最大的纺织面料批发专业市场，市场经营户 3 万余户，全球每年有 1/4 的纺织面料在此交易，全国近 1/2 的纺织企业与之建立产销关系，“人+货+场”优势突出，轻纺城庞大的市场主体为当地金融机构开展小微、零售业务提供了广泛的客群来源。

纺织业复苏态势良好，柯桥纺织全产业链优势稳固。纺织业是绍兴柯桥经济发展的主导产业，2019 至 2021 年，柯桥区规模以上大纺织业产值占规模以上工业总产值比重均超过 50%。瑞丰银行客群结构与区域经济类似，2020 年纺织业+纺织服装、鞋、帽制造业合计占比对公贷款 40.5%，贷款集中度较高。我们认为无需过度担忧出口对纺织业的拖累影响瑞丰银行，主要因为当前：①纺织业复苏态势良好，出口依赖度减弱。纺织业整体景气度来看，除过年期间以外，2024 年织机负荷率基本稳定在 70%以上，好于 2023 年和 2022 年，指示纺织业复苏态势良好。2008-2013 年纺织业景气度与出口关联度较高，2015 年后与出口关联度逐渐走低。2020-

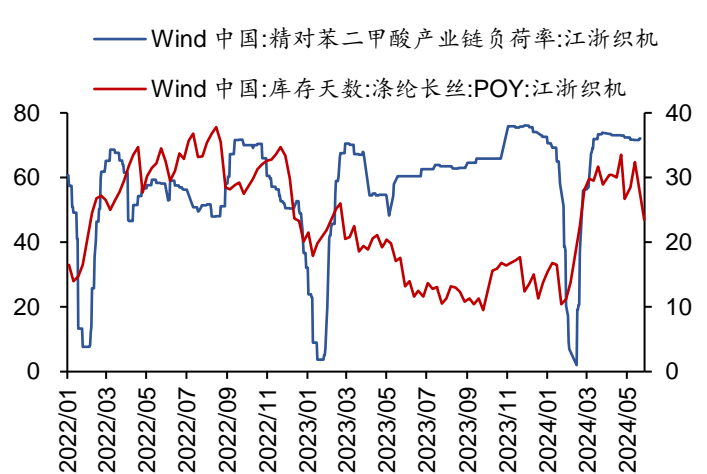
2022 年疫情期间出现纺织业出口金额边际上行、高于纺织业整体景气度提升的情况，而 2023 年后尽管出口转弱，但纺织业景气度仍然在逐渐改善。2024 年一季度末，柯桥大纺织业总产值同比增速+9.8%，较 2023 年末高出 12.2pcts。②柯桥纺织具备全产业链优势，线上线下两个轻纺城建设有序推进。从轻纺城交易额来看，2020-2023 年线上线下两个轻纺城交易额保持稳步上升，五年复合增速为 10.1%，2023 年为 9%，柯桥纺织在全球优势地位仍然稳固。其中，轻纺城市场群（线下市场）成交额达 2716 亿元，网上轻纺城（线上市场）成交额达 809 亿元。受益于“数字轻纺城”“数字物流港”建设，线上轻纺城成交额增速快于线下，线下和线上市场成交额 5 年复合增速分别为 8.5%、16.3%，2023 年两个市场成交额超 3600 亿元。从市场主体来看，2023 年轻纺市场全年新注册市场主体 5164 家，2020-2023 年年平均新增主体数为 5247 家，柯桥纺织产业集聚效应仍然较强。除纺织品交易外，柯桥纺织业具备完整的切片、纺丝、织造、染整、印花的前端产业链。2023 年柯桥区全年货物进出口总额 1495 亿元，同比增长 10%，未受宏观环境拖累。

图表 12 纺织业景气度与出口关联度逐渐减弱



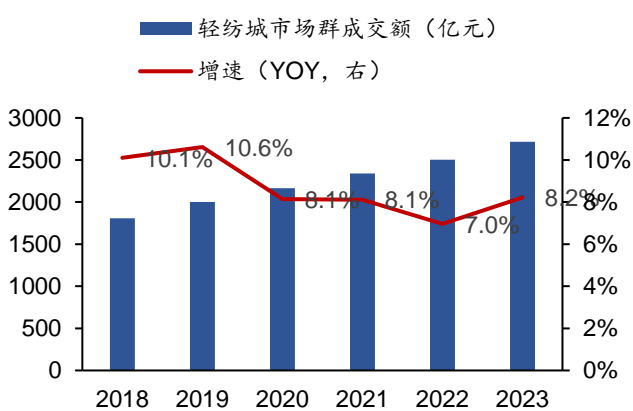
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2024 年 2 月以来江浙织机负荷率上升至 70%以上



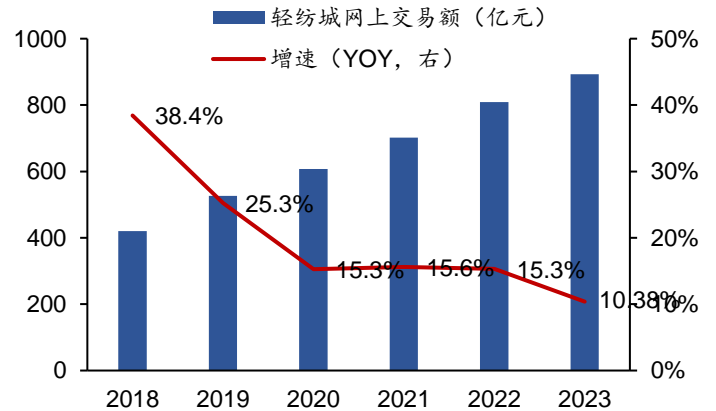
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 轻纺城市场群成交额及增速



资料来源: 柯桥区人民政府网, 华安证券研究所

图表 15 网上轻纺城成交额及增速



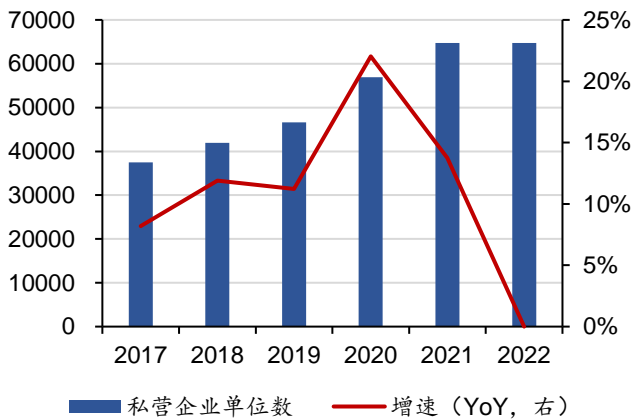
资料来源: 柯桥区人民政府网, 华安证券研究所

② “小微”

绍兴柯桥民营经济活跃，小微企业众多，是金融机构展业沃土。2023 年柯桥

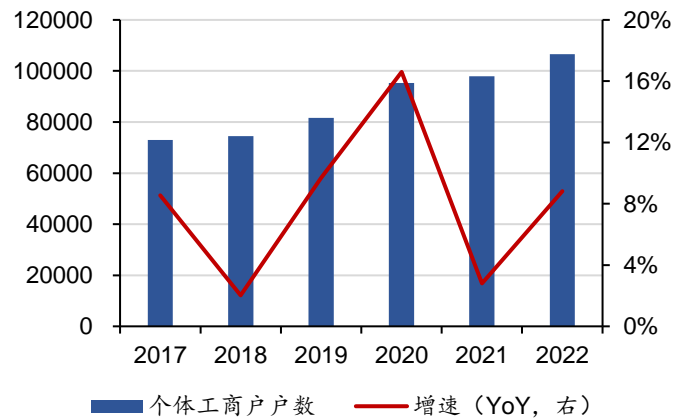
区 GDP 达 2030 亿元，位列绍兴市各区县第一，占绍兴市 GDP 的 26%。柯桥民营经济活跃，是小微企业、个体工商户创业沃土，截至 2022 年末，柯桥区私营企业、个体工商户数量分别为 6.5 万户、10.7 万户，五年复合增速分别为 11.5%、7.9%。柯桥区在册小微企业 5.9 万家，占比全部市场主体 34.4%，新增小微企业 6805 家，增速达 13%。民营经济景气度高助推金融机构存贷两旺，截至 2023 年末，柯桥区金融机构本外币贷款余额 3851 亿元，近五年复合增速为 19.5%，2023 年增速为 16.7%，高出浙江全省增速 2.5pcts；本外币存款余额 3617 亿元，近五年复合增长率为 13.3%，2023 年增速为 14.9%，高出浙江全省增速 0.9pct。

图表 16 柯桥区私营企业单位数及增速



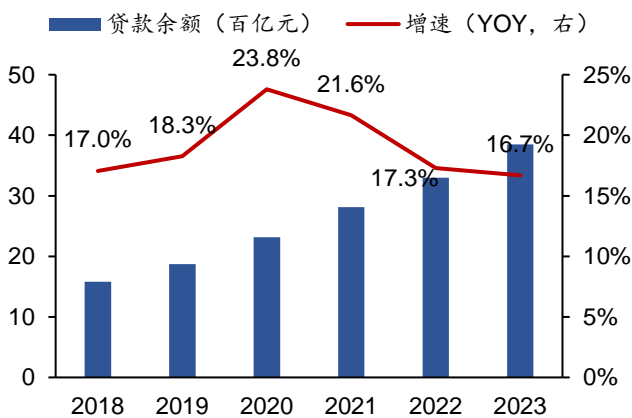
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 17 柯桥区个体工商户户数及增速



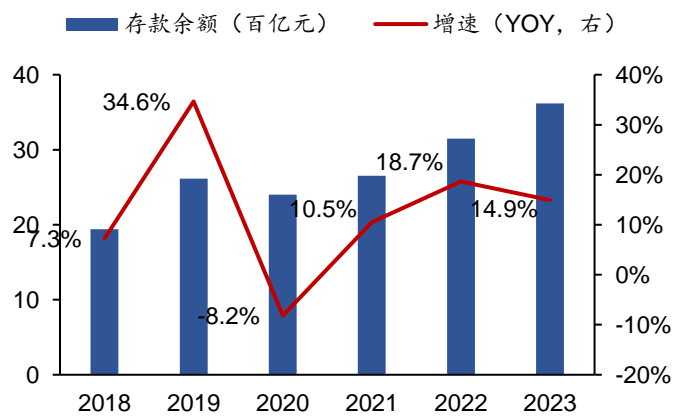
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 18 柯桥区金融机构本外币贷款余额及增速



资料来源: 柯桥区人民政府网, 华安证券研究所

图表 19 柯桥区金融机构本外币存款余额及增速



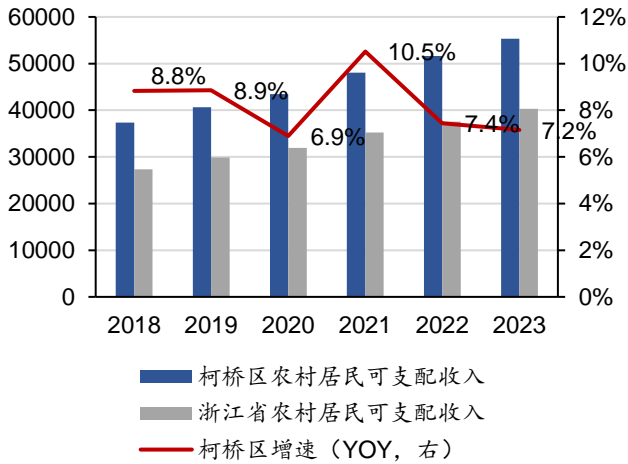
资料来源: 柯桥区人民政府网, 华安证券研究所

③ “三农”

浙江民营经济发达、柯桥产业集聚效应强，农村居民收入领跑全省。得益于绍兴柯桥发达的民营经济，许多地方特色产业如纺织业在柯桥集聚，为农村居民提供大量就业岗位，推动农村剩余劳动力从低附加值的农业领域转向相对较高附加值的工业领域就业。2023 年，绍兴柯桥区农村居民人均可支配收入达 55299 元，位列浙江各县区第一，高出浙江全省 14988 元，瑞丰银行拥有浙江最富裕的农村基础客群。柯桥区全体居民、城镇居民、农村居民人均可支配收入分别为 79500 元、87467 元、55299 元，近五年复合增速分别为 7.2%、8.2%、6.5%。农村共富推进

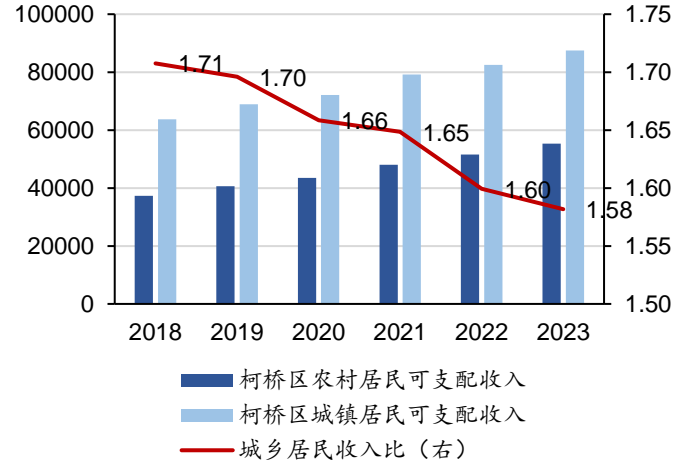
卓有成效，城乡收入比进一步缩小至 1.58（低于浙江省的 1.86），柯桥区农村居民获得感强。乡村建设方面，2022 年柯桥区成功入选“国家乡村振兴示范县”创建名单，浙江省入选该名单的县（市、区）仅 3 个；2023 年，柯桥区申报的“实施强村富民集成改革体系建设试点”方案入选国家级改革名单，成为新一轮全国农村改革试验区拓展试验任务之一，涉农业务发力空间充足。

图表 20 柯桥区农村居民人均可支配收入领跑全省



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 柯桥区城乡收入比进一步下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

瑞丰银行在农村地区布局深厚、客群基础广泛，充分享受城乡融合红利。作为一家发源于县域的农商行，三农客群是瑞丰银行经营基本盘，2023 年末农户贷款余额 116.43 亿元，占比全部贷款 9.8%。农村地区网点数量、密度居于柯桥区当地银行业金融机构首位，2023 年末瑞丰银行设有助农服务点 380 个，布放助农 POS 机 280 台、助农终端 256 台，实现行政村全覆盖，累计发生小额存取款等业务超 70 万笔，负债端优势突出。共建立农户信用档案 21.42 万户，占全区可建档农户总数的 93%，客群基础广泛、积淀深厚。针对三农客群的融资特点，推行“网格化、全服务、零距离”打法，开发并推出农链贷、乡村振兴贷、农民消费贷等 20 多款产品，其中“惠民快贷”信用贷通过整村授信的方式，缩短农户贷款流程。依托对农村客群的了解，不断优化“共富贷”数字风控模型，率先推广契合当地农户需求的“农宅贷”“农房抵押贷”“美丽乡村贷”“三权分置”全链条贷款体系，负债端优势持续向资产端转化。

2.2 异地经营初露头角，“一基四箭”蓄势待发

从贷款区域分布来看，瑞丰银行贷款投向主要集中于绍兴市（占比 90.3%，2023A），其中柯桥区占比 69.1%。瑞丰银行凭借长期的本土经营优势，在绍兴柯桥区确立了领先的市场地位（2023 年贷款市占率 20.34%、存款市占率 32.23%，长期居于柯桥区金融机构首位），并持续受益于区域强劲的经济增长。除柯桥基本盘外，瑞丰银行在绍兴越城区、嵊州市、义乌市的异地市场份额扩张同样亮眼。2024 年瑞丰银行提出以柯桥为基本盘，越城、义乌、滨海和嵊州为增量的“一基四箭”发展战略，未来瑞丰银行也将受益于越城、义乌等地区经济禀赋加快成长。

图表 22 瑞丰银行在绍兴柯桥、越城及金华义乌市存贷款市占率

	贷款			存款		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
柯桥区	22.77%	23.45%	20.34%	31.01%	33.04%	32.23%
越城区	2.99%	3.16%	3.88%	3.64%	3.55%	4.42%
义乌市	1.75%	1.87%	2.18%	0.26%	0.21%	0.39%

注：存贷款市占率采用瑞丰银行在各市区存贷款余额/各市区本外币存贷款余额近似计算

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

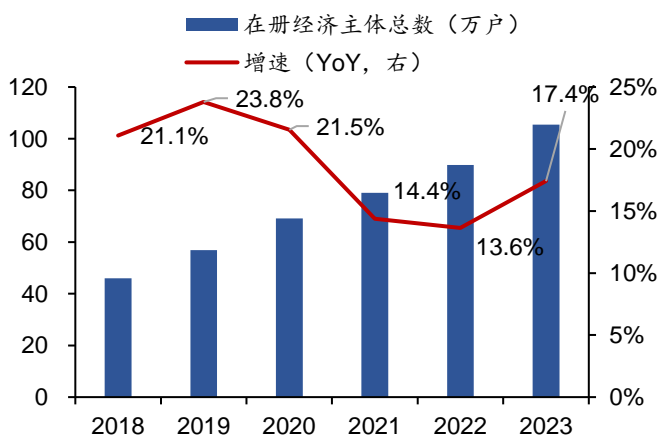
① 越城区是绍兴政务中心，有利于加深银政合作

越城区是绍兴市政治、经济、文化中心，市委市政府所在地。在越城区经营一方面可强化“银政联盟 1+N”模式，加强银政线下业务协同和线上数据联通，2022 年 4 月，瑞丰银行在镜湖支行揭幕仪式现场与绍兴市大数据发展管理局、柯桥区大数据发展管理中心签订了“银政联盟-数据普惠”合作协议。另一方面可增加与政务类企事业单位的个人存贷款业务往来，拓展优质资产获客来源。

② 义乌与柯桥经济环境、客群类型相似，柯桥模式可复制

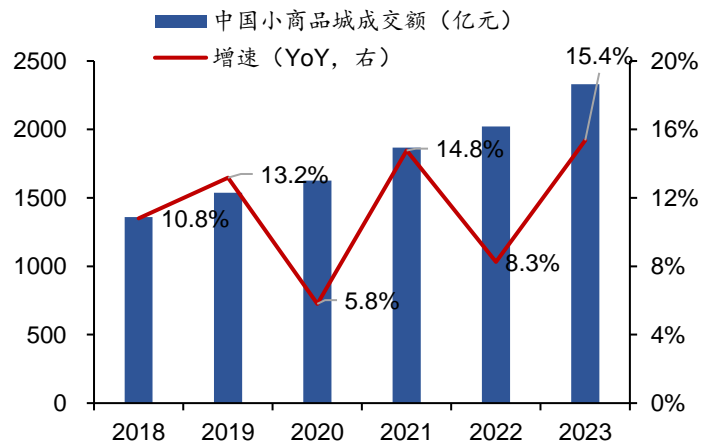
义乌市是浙江省乃至全国经济活力最强的地区之一，民营经济活跃，小微企业众多，是金融需求旺盛的普惠小微沃土。2023 年，义乌市 GDP 为 2056 亿元，略高于柯桥区，同比增速 8%，高出浙江省整体增速 1.9pcts。义乌市市场主体是柯桥区的 5 倍，但金融机构存贷款规模仅为柯桥区的 1.4 倍左右，金融资源供给相较柯桥区还不饱和。截至 2023 年末，义乌市在册市场主体总数为 105 万户，是柯桥区的 5.6 倍，同比增长 17.4%；其中个体工商户 19.6 万户，约为柯桥区个体工商户数的 2 倍。2023 年末，义乌市金融机构本外币贷款、存款余额分别为 5014、5213 亿元，仅为柯桥区的 1.3 倍、1.4 倍，杠杆率偏低。义乌国际商贸城与柯桥中国轻纺城类似，同为小而散的市场集群，瑞丰银行在中国轻纺城的微贷模式容易复制迭代，未来市场空间广阔。

图表 23 义乌市在册经济主体数及增速



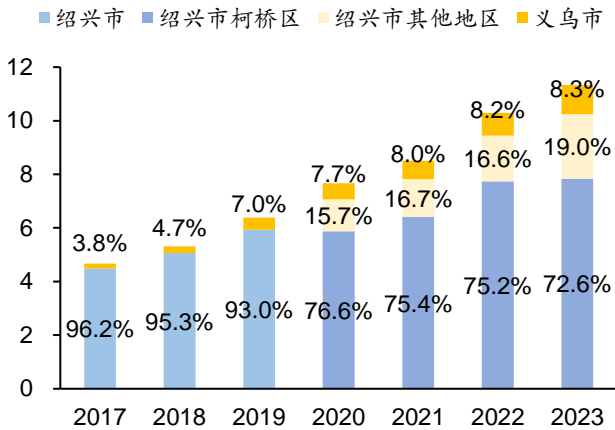
资料来源：义乌市人民政府网，华安证券研究所

图表 24 中国小商品城成交额及增速



资料来源：义乌市人民政府网，华安证券研究所

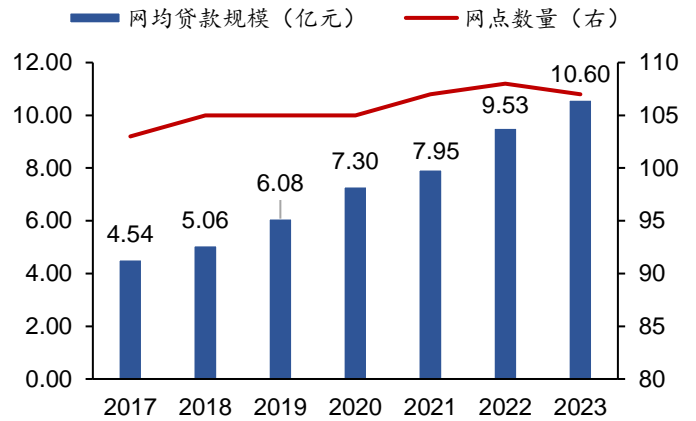
图表 25 瑞丰银行贷款地区分布 (千亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2020 年口径调整, 分开披露绍兴市柯桥区及其他地区贷款规模

图表 26 瑞丰银行网均贷款规模稳步提升



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

农商行经营不出县规定下, 聚焦深化经营提升网均产能。2019 年进入农信社改革第四阶段, 银保监会《关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》(5 号文) 出台, 要求农商行专注服务本地, 原则上机构不出县(区)、业务不跨县(区)(已有牌照的分支机构可继续开展业务), 农商行异地展业政策开始收紧。瑞丰银行近 5 年网点仅增加新增 4 个, 但网均贷款规模从 5.06 亿(2018A) 升至 10.6 亿(2023A), 产能翻倍。由于柯桥区具有独特的产业集群优势, 且瑞丰银行在越城、义乌已有网点, 经营不出县反而助推瑞丰银行更加聚焦已有网点布局中金融机构竞争不饱和的地区, 并加速网均产能提升。在柯桥区存贷款市占率趋于稳定的基础上, 瑞丰银行在越城、义乌地区存贷款市占率逐年提升。按保守估计, 2023 年瑞丰银行在越城区存、贷款市占率分别提升 0.87、0.72pct 至 4.42%、3.88%; 在义乌市存、贷款市占率分别提升 0.18、0.31pct 至 0.39%、2.18%, 就绝对值而言仍有较大提升空间。

3 为什么是瑞丰银行?

3.1 民间资本参与度高, 地方特色鲜明

瑞丰银行无实控人和控股股东, 前十大股东多数为当地民营企业, 合计持股比例 43.15%。民企股东主要为绍兴当地纺织业、商贸零售业、建筑业企业。2024 年 2 月, 原第一大股东天圣投资及其控股股东柯桥交投将全部股权转让给浙江柯桥转型升级产业基金有限公司, 瑞丰银行第一大股东变更为浙江柯桥转型升级产业基金, 持股比例 8.1%。柯桥转型升级产业基金的实控人为绍兴市柯桥区财政局, 本次股权转让有利于瑞丰银行进一步增强资本实力, 拓展政银合作。此前天圣投资管理有限公司持股比例 6.72%, 是前十大股东中唯一的国有企业。其余股东持股数量均不足 5%, 除长江精工钢结构(集团)股份有限公司外, 前十大股东均为绍兴当地民营企业, 民间资本参与度高(缘于前文所述的第三阶段农商行股份制改革中, 监管引导确保民间资本在农商行总资本中保持绝对主导地位, 《中国银监会关于鼓励和引导民间资本参与农村信用社产权改革工作的通知》)。其中, 浙江明牌卡利罗饰品有限公司于 2022 年二、三季度连续增持 0.17%和 0.19%, 持股比例由 3.88%升至

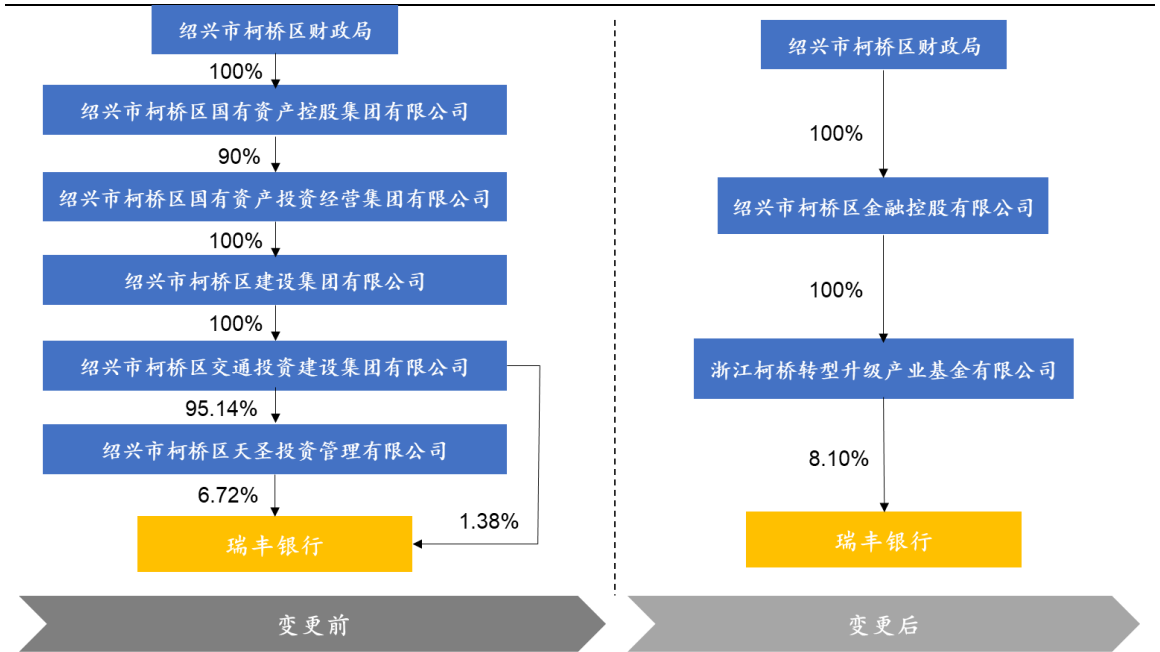
4.24%，升至瑞丰银行第二大股东。

图表 27 瑞丰银行前十大股东结构 (1Q24)

排名	股东名称	股东性质	持股比例
1	浙江柯桥转型升级产业基金有限公司	国有法人	8.10%
2	浙江明牌卡利罗饰品有限公司	境内非国有法人	4.24%
3	浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	境内非国有法人	4.05%
4	浙江勤业建工集团有限公司	境内非国有法人	4.05%
5	浙江上虞农村商业银行股份有限公司	境内非国有法人	4.05%
6	浙江华天实业有限公司	境内非国有法人	4.05%
7	绍兴安途汽车转向悬架有限公司	境内非国有法人	4.05%
8	浙江永利实业集团有限公司	境内非国有法人	3.97%
9	长江精工钢结构 (集团) 股份有限公司	境内非国有法人	3.74%
10	浙江蓝天实业集团有限公司	境内非国有法人	2.85%
前十大股东合计持股比例			43.15%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 瑞丰银行第一大股东变更情况 (2024 年 2 月完成)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 管理层平稳过渡，战略持续性强

管理层多数在瑞丰银行工作多年，一线工作经历丰富，战略持续性强。新任董事长、行长具有丰富的省内农商行管理经验，有利于瑞丰银行博采众长、深化农商行经营战略。核心管理层大多从绍兴县信用联社、绍兴县农村合作银行时期就在公司任职，陪伴瑞丰银行一路成长至今，对银行经营理念洞察深刻。首任董事长俞俊

海先生曾任绍兴市农村合作银行董事长，在 2012 年提出了“打造区域首选零售银行”的战略发展愿景，对瑞丰银行影响深远。前任董事长章伟东先生自绍兴县农村合作银行阶段起担任副行长一职，在任期间着力营造企业文化氛围，要求客户经理在走访农户时要停留 40 分钟、真正了解农业、农村、农民，深入挖掘和把握客户需求，打造了一支实干、贴近客户、不畏艰难的客户经理队伍。2023 年瑞丰银行领导班子完成换届，现董事长吴智晖先生历任嵊州农商银行、新昌农商银行、诸暨农商银行董事长，丰富的农商行管理经验有助于其把握瑞丰银行经营发展方向，抵御风险，做好瑞丰银行的“掌舵人”。行长陈钢梁先生年富力强，兼具行内外管理经验，历任绍兴恒信农商银行行长及嵊州农商银行董事长，是从瑞丰银行走出去的干部，也具有丰富的银行一线工作经历，熟知农商行经营和发展之道。管理层平稳接续，有利于瑞丰银行战略持续深化。

图表 29 瑞丰银行主要领导及任职经历

姓名	职位	任职时间	年龄	任职经历
吴智晖	董事长	2023.9	54	现任瑞丰银行董事长。历任新昌县信用联社副主任，新昌农村合作银行行长，嵊州农村合作银行行长、董事长，嵊州农商银行董事长，新昌农商银行董事长，诸暨农商银行董事长。
陈钢梁	行长	2023.7	49	现任瑞丰银行行长。历任绍兴县信用联社团体业务副科长（主持工作），绍兴县农村合作银行柯桥支行副行长，瑞丰银行零售银行部总经理、董事会办公室主任兼战略企划部总经理、诸暨农商银行副行长，绍兴恒信农商银行行长，嵊州农商银行董事长。
严国利	董事、副行长	2021.12	47	现任瑞丰银行董事、副行长。历任绍兴县信用联社柯桥办事处复核，绍兴县农村合作银行公司业务部经理，瑞丰银行绩效管理中心经理、人力资源部总经理。
秦晓君	董事、副行长	2021.12	44	现任瑞丰银行董事、副行长。历任绍兴县信用联社马鞍办事处客户经理，绍兴县农村合作银行大钱门支行副行长（主持工作），瑞丰银行营销总监兼零售金融总部总经理。
宁怡然	副行长	2012.8	44	现任瑞丰银行副行长。历任齐贤支行客户经理，放款中心副经理，大客户营销中心副经理，法律合规部副经理，微贷事业部总经理。
吴光伟	董事会秘书	2020.8	48	现任瑞丰银行董事会秘书。历任海泰软件研究所副所长，中国四达上海分公司咨询顾问，上海盖德企业管理咨询有限公司总经理、资深顾问，瑞丰银行董事会秘书兼信息科技部总经理。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

组织架构方面，瑞丰银行以强总部管控能力为基石，组织架构扁平。前、中、后台分工明确，支行集中化管理有利于缩短贷款审批流程，提高决策效率。用人机制方面，人员结构年轻化、专业化，“90 后”员工占比超过一半，本科及以上学历超 90%。瑞丰银行建立健全“用人、成才、激励、淘汰、创新容错”五大人才机制，实施“星级员工晋升计划、机构负责人晋升计划、项目关键人晋升计划”三大晋升计划，做到团队小而精。

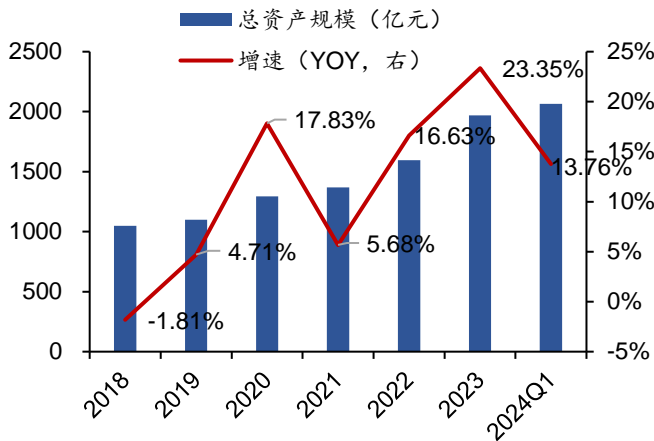
3.3 规模扩张稳健，息差有望改善

瑞丰银行资产规模稳健扩张。截至 2024 年一季度末，瑞丰银行总资产规模 2065 亿元，近五年复合增速为 13.4%，2024 年一季度末同比增速为 13.8%。贷款规模 1118 亿元，近五年复合增速为 16.5%，2024 年一季度末同比增速为 12.5%。2016 年-2020 年，瑞丰银行贷款增量主要由零售贡献，占比由 29.8%（2016A）增

至 62.5% (2020A)。2020-2023 年, 贷款增量主要由对公贡献, 2023 年末对公贷款 (含贴现) 占比提升到 54.3%, 其中批发零售业、建筑业占比提升较快, 2023 年末占比全部贷款分别 10.6%、5%, 较 2019 年末占比分别提升 5.3、4.5pcts。

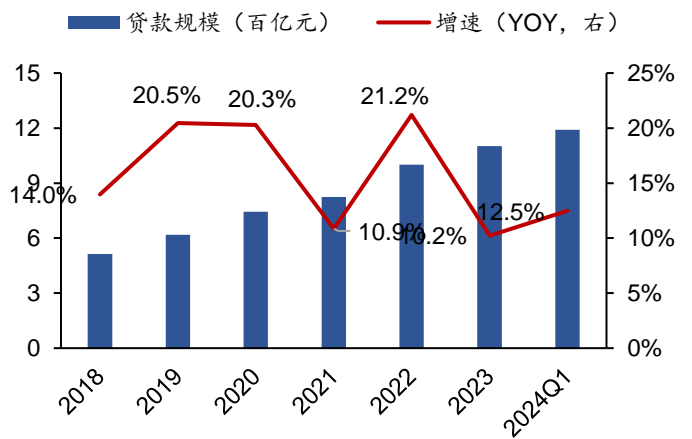
2024 年一季度末, 瑞丰银行存款规模 1533 亿元, 近五年复合增速为 13.4%, 2023 年同比增速 16.8%。存款结构中个人存款占比高, 其中个人存款中定期存款占比高, 对公存款中活期占比较高。2017 年个人定期存款占总存款比重超过 50%, 此后占比逐年上升, 到 2024 年一季度末个人定期存款占比达到 60.9%, 导致存款成本率较高, 其中存款定期化也受到宏观经济下行、理财净值化转型、居民储蓄意愿上升等行业共性因素影响。

图表 30 瑞丰银行总资产规模及增速



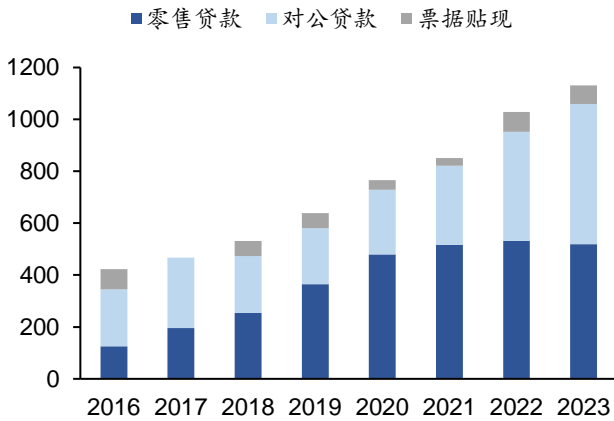
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 瑞丰银行贷款规模及增速



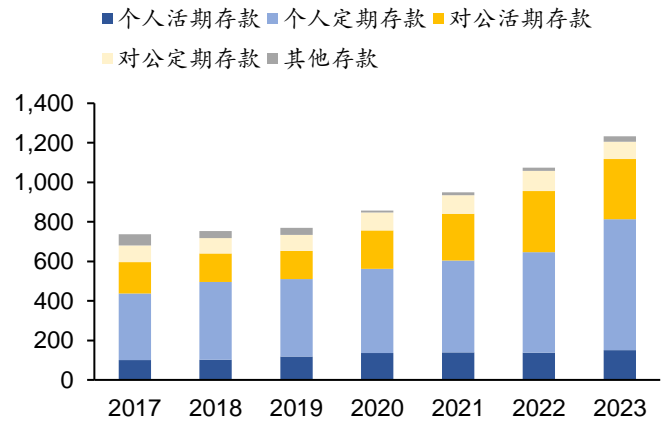
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 瑞丰银行贷款结构 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 瑞丰银行存款结构 (亿元)

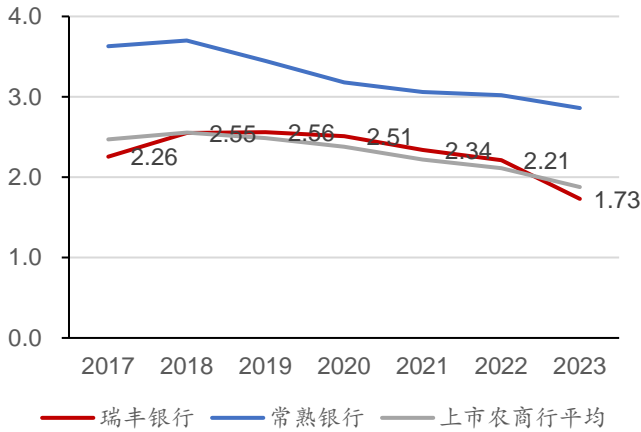


资料来源: wind, 华安证券研究所

瑞丰银行净息差、生息资产收益率、计息负债成本率均处于上市农商行中等水平。由于零售业务增长迅速, 瑞丰银行在 2018 年实现了量价齐升, 于 2019 年净息差见顶。2020 年之后, 进入以价换量阶段, 生息资产收益率降幅明显, 拖累息差。2023 年瑞丰银行净息差 1.73%, 同比下降 48bps, 略低于上市农商行整体水平, 主要由于资产端拖累。瑞丰银行生息资产收益率、计息负债成本率分别为 3.9%、2.23%, 2023 年分别下降 48、5bps。其中贷款收益率下降 69bps, 主要由于瑞丰银行主动压降高风险个人贷款, 新增低风险对公类贷款所致。瑞丰银行贷款收益率

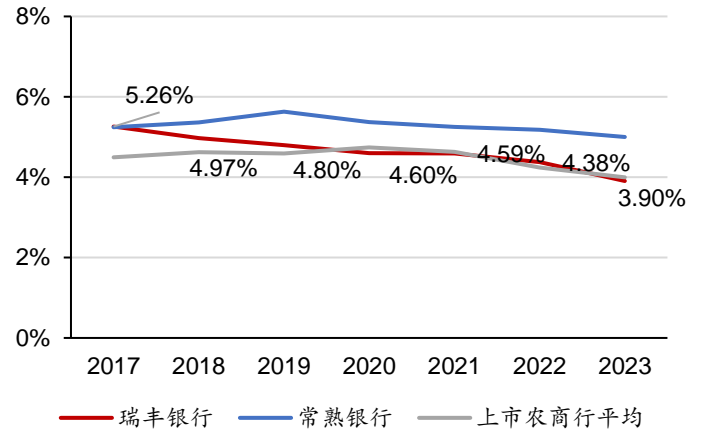
4.73%，在上市农商行中排名第三，仅低于常熟银行、张家港行。另外，净息差下滑也与瑞丰银行会计政策有关，人行疫情期间对地方法人金融机构发放的普惠小微贷款进行补贴，按照增量的 2% 提供激励资金，瑞丰银行未将这部分补贴计入利息净收入，导致净息差计算较实际水平偏低。

图表 34 瑞丰银行净息差处于上市农商行中等水平



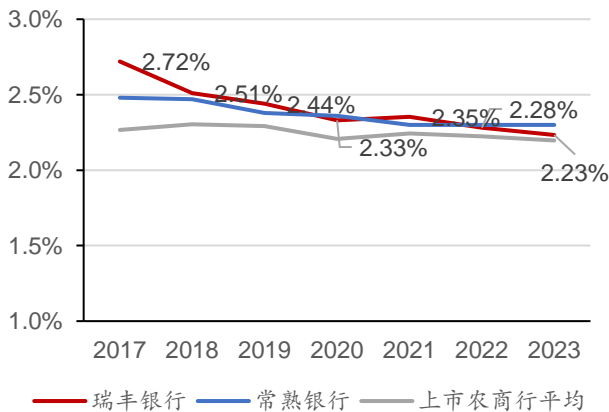
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 瑞丰银行生息资产收益率处于上市农商行中等水平



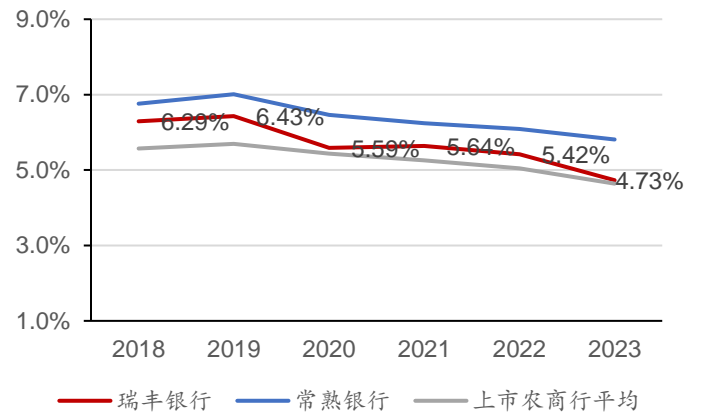
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 瑞丰银行计息负债成本率略高于上市农商行平均水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

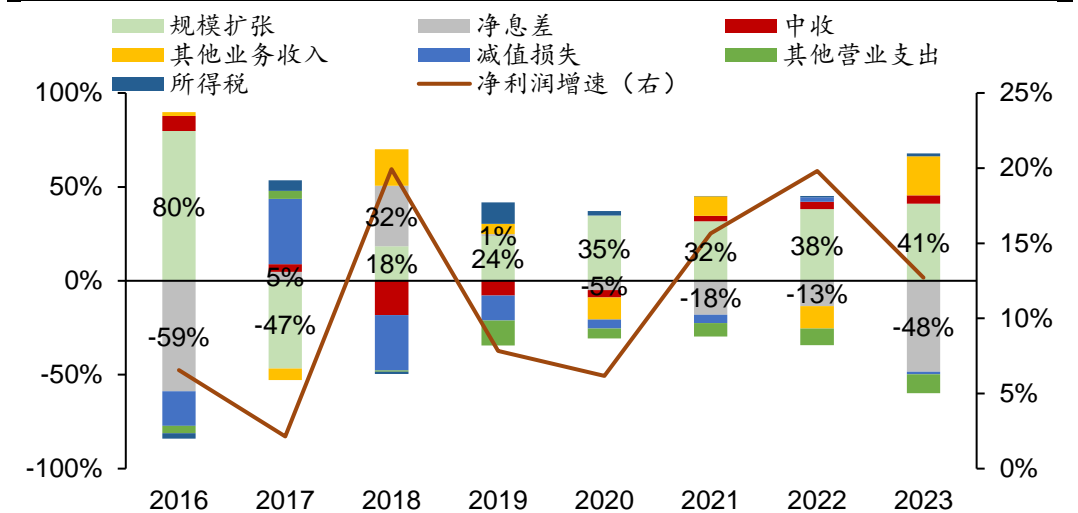
图表 37 瑞丰银行贷款收益率居于上市农商行第三



资料来源: wind, 华安证券研究所

净利润增速拆分来看，自 2018 年以来规模扩张是主要贡献项，净息差是拖累项，其中贷款规模扩张对净利润的提振作用逐年递增，2023 年债市走强，金融投资业务利润贡献明显。净息差连续 4 年作为负贡献项，2023 年拖累加大。由于农商行开展理财业务受限，中收业务对净利润贡献占比较小。资产质量包袱于上市前基本出清，2020 年后减值损失计提压力不大。

图表 38 瑞丰银行净利润增速因子拆解



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.4 依托绍兴区域禀赋，打造对公业务“四个优势”

① 纺织业

依托轻纺城打造特色产品，提升纺织业客群专业化服务能力。瑞丰银行目标做“区域优势产业客户的主办银行”，在轻纺城及周边设有 7 家分支机构，资产端专业化服务能力不断加强，近五年来制造业（纺织业所属大类）、批发零售业（纺织服装业所属大类）贷款规模占比逐年提升，2023 年末分别为 20.3%、10.6%。针对轻纺城客群瑞丰银行开发多款信用贷款产品，产品创新能力不输中大型银行。纺城电商贷为瑞丰银行和网上轻纺城合作开发，其借助网上轻纺城线上交易数据及线下仓储监管等信息，综合评估贷款人的信用状况，提前研判还款能力，有效抵御行业集中风险。推出排污权抵押贷款，以排污权抵押获得短期流动资金，帮助柯桥区印染行业实现绿色转型，进一步拓宽企业融资渠道。

图表 39 瑞丰银行轻纺城贷款矩阵

产品名称	客户群体
纺城信用贷	面向轻纺城市场内经营商户（包括小微企业、个体工商户及小规模私营企业主）发放的信用贷款
纺城易信贷	面向集聚型专业市场内的经营商户发放的用于生产经营的个人信用贷款
纺城电商贷	面向网上轻纺城平台上注册交易的坯布贸易商（包括企业和个人）发放的信用贷款。

资料来源: 公司官网, 公司微信公众号, 华安证券研究所

② 小微

注重数字经济与实体经济相结合，做到支小与控风险两不误。瑞丰银行采取“企业信用库”和“三分三看三重”小微技术操作模式对小微企业实施分层管理。其中，“企业信用库”针对有标准化数据的小微客群，采用 9 大模型、25 个正项、6 个附加项以及 12 个否决项标准建立多维度、标准化的小微企业评价系统，“入库”企业可获得免担保、发放信用贷款的资格。“三分三看三重”针对缺乏标准化数据的小微客群，三分，即分行业、分等级、分地域，把严小微企业“准入关”；三看，即看流水、看车间、看三费，把控小微企业“技术关”；三重，即重信用、重合作、重口碑，

把准小微企业“信用关”。截至 2023 年末，瑞丰银行小微贷款余额 452 亿元，占比全部贷款的 41%，并保持较快增长，同比增速 28.7%。

机构层面推行“微小融合”，加深数字化建设提升人均产能。2022 年瑞丰银行将原普惠金融事业部和微贷事业部进行融合，一方面将服务小企业主、小作坊、小个体、小摊贩等“四小”群体的微贷经验赋能小微企业客户服务团队，有效把控下沉的小微客群信用风险；另一方面加深数字化赋能，把“人缘、地缘、情缘”等传统流程转化成数字服务资源，推动以人为核心的全方位普惠金融，有效提升人均产能。

图表 40 瑞丰银行小微企业贷款产品矩阵

产品名称	客户群体
税银贷	上年度纳税信用评级为 B 级以上（含 B 级）的小微企业
房抵贷	拥有自有本地房产的小微企业及个人借款人，用于日常消费、经营周转，并以该住房为抵押
租金贷	承租写字楼、商业门面、摊位、厂房等承租方，专用于其向出租方支付租金
物业通贷款	物业所有权人以其所拥有的物业作为贷款抵押物，并以该物业的经营收入和借款人其他收入作为还本付息来源
固定资产贷款	用于企业法人、事业法人或其他经济组织新建、扩建、改造、开发、购置固定资产投资
排污权抵押贷款	以有偿取得排污权为抵押物
“商标专用权”质押贷款	经浙江省内工商机关依法登记设立且拥有注册商标专用权的企业，以商标权作质押担保
应收账款质押贷款	以拥有最终处置权，并经付款人确认应收账款的收款权利作为质押

资料来源：公司官网，华安证券研究所

③ 三农

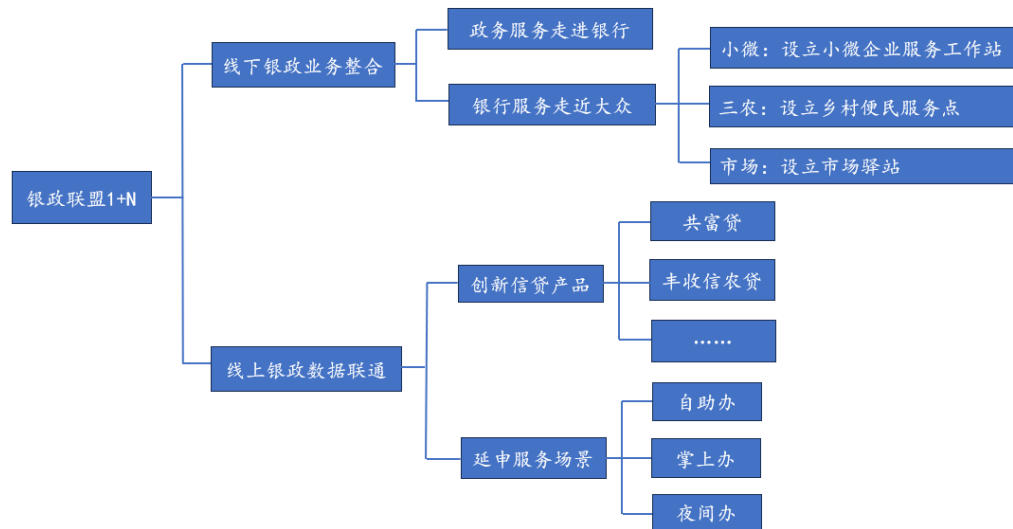
通过制度创新、产品创新攻克农村金融瓶颈，分享县域金融增量机遇。瑞丰银行是柯桥区唯一乡村振兴主办银行。通过建立社区经理走访和驻村制度，为辖内农户提供小额存取、转账和代缴费等基础金融服务，基本实现辖区人人可贷。在前期广泛的农户信贷档案建立基础上，瑞丰银行推广“农户家庭资产负债表融资模式”，统筹考量各类农户家庭资产、收入、人品等资信信息编制成表，使农户家庭资产可估值、可融资。截至 2023 年末，资产负债表模式农户建档数 21.42 万户，占柯桥区可建档农户总数的 93%，贷款农户数 24341 户，贷款余额 116.4 亿元。产品方面，首次推广农村宅基地“三权分置”全链条贷款体系，发放全市首笔农房（宅基地使用权）抵押贷款，打通农村金融瓶颈。未来瑞丰银行也将受益于柯桥地区城乡深度融合分享县域金融增量机遇，有效盘活三农信贷资源。

④ 银政合作

瑞丰银行积极探索形成“银政联盟 1+N”模式，通过“金融服务+政务服务”实现业务协同，一方面依托浙江数字政务优势，提升客户满意度。“最多跑一次”是浙江省 2016 年底推行的政务服务改革，从企业、居民到政府办事能够实现一次办结。瑞丰银行借助银政合作，将相关政务服务前移到网点，如在银行内开辟车管所服务点、不动产登记服务站等多个办事专区，使客户在政府部门、行政服务中心和银行之间“也能实现“最多跑一次”，提升客户满意度。另一方面与政府打通数据壁垒，提升客户服务效率。产品方面，瑞丰银行与市大数据发展管理局、区大数据发展管

理中心签订“银政联盟-数据普惠”合作协议，依托政务数据简化贷款审批流程。2021年，瑞丰银行依托绍兴市公积金中心、大数据局、人行征信等数据，推出面向个人线上消费贷产品“共富贷”，截至 2023 年末，授信客户 11.11 万户，贷款余额 59.6 亿元，余额较年初翻番。服务场景方面，瑞丰银行与区市场监管局、公安分局、税务局、人力社保局、公积金中心等政府机构合作，设立“7×24 小时”自助服务区，实现“政银业务自助办”；借助“丰收互联”APP，创设“五朵云”便民服务——“社保云、医疗云、校园云、市政云、社区云”，实现便民服务掌上办；设立绍兴市唯一的金融服务“夜窗口”，将营业时间延长至晚上 8 点，实现“不便事务夜间办”。

图表 41 瑞丰银行“银政联盟 1+N”模式



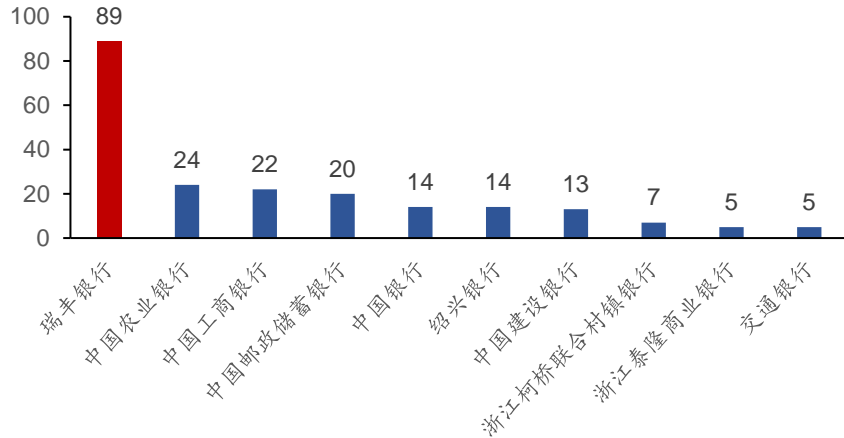
资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.5 零售、财富管理业务形成差异化竞争特色

网点覆盖度具有绝对优势，大零售转型效果显著。瑞丰银行于 2008 年启动零售转型，历经 10 多年打造“社区首选零售银行”。截至 2024 年 6 月，柯桥区共设金融机构 244 家，其中瑞丰银行 89 家，占比超三分之一，是当地网点最多、覆盖率最高的银行。2024 年提出的“一体三翼”战略中“一体”也强调以零售业务为基础，保障未来战略持续深化。经过多年实践，瑞丰银行通过零售业务聚焦个人经营贷、财富管理业务聚焦中端财富客群形成差异化特色。

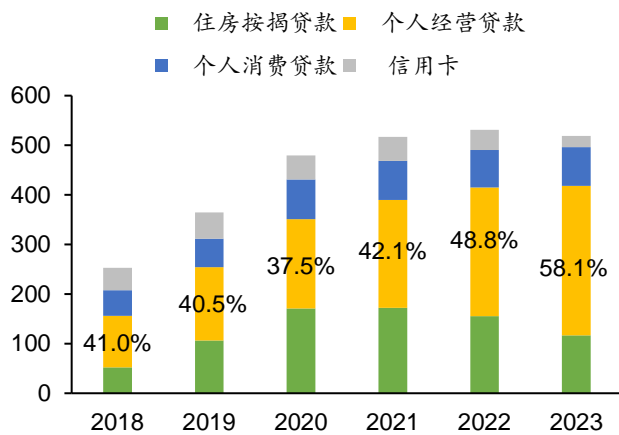
零售贷款中个人经营贷占比最高、增速最快。从总量来看，瑞丰银行零售贷款 2018-2020 年增长较快，2021 年后增长乏力，主要受个人住房按揭贷款规模下滑拖累。从结构来看，个人经营贷占比最高、增速最快，占比零售贷款从 2018 年的 41% 提升至 2024 年的 58%。瑞丰银行微贷业务坚持做小做散，重点围绕新市民客群、蓝领客群、次优客群、漏损客群等形成差异化竞争特色，2023 年个人经营贷规模增速 16.1%。受宏观环境影响，个人住房按揭贷款规模下滑明显，个人消费贷、信用卡规模小幅下滑。

图表 42 柯桥区网点数排名前十的银行 (2024 年 6 月)



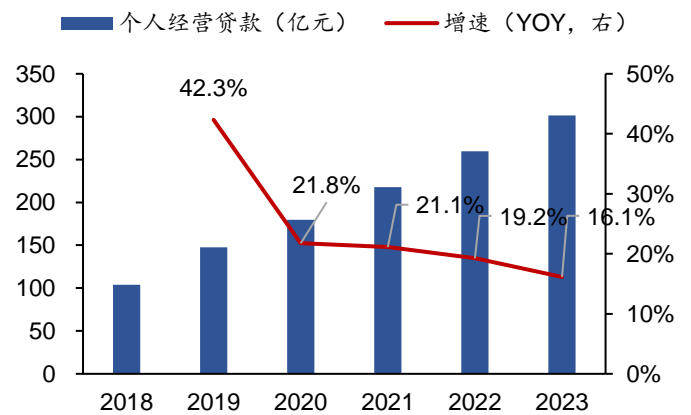
资料来源：国家金融监督管理总局，华安证券研究所

图表 43 瑞丰银行零售贷款余额 (亿元) 及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

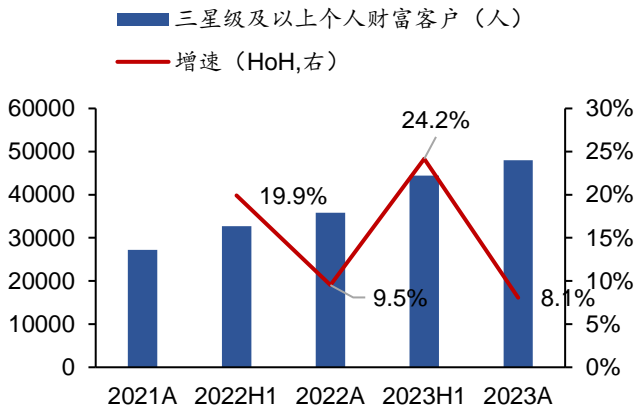
图表 44 瑞丰银行个人经营贷款余额 (亿元) 及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

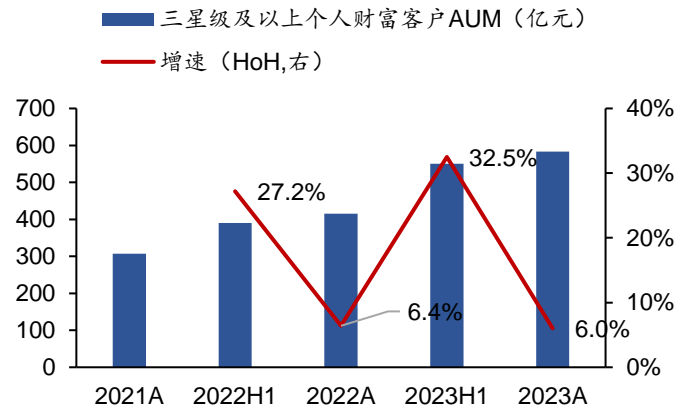
财富管理聚焦中端客群升级，中收贡献度有望进一步提升。客群方面，瑞丰银行基于客户行为分析、交易数据分析、资产潜力评估等方法，构建 6 类 23 项财富客群标签体系。三星级及以上财富客户基础庞大，潜力充足。截至 2023 年末，瑞丰银行三星级及以上个人财富客户数为 48021 万人，同比增速 34.2%；三星级及以上个人财富客户 AUM 583 亿元，同比增速 40.5%。产品方面，瑞丰银行形成集理财产品、结构性存款、贵金属、基金、保险资管产品的财富管理产品体系，符合理财新规要求的公私募、开放封闭式产品已布置齐全，并创新首发混合类、挂钩指数看涨期权等多策略产品。截至 2023 年末，瑞丰银行实现各类代销产品 82.1 亿元，同比增长 211.6%，资管产品、保险产品、贵金属、基金产品等均实现历年最好销量，其中资管产品销量 28.6 亿，同比增幅 103.9%；保险产品销量超过 1.55 亿，同比增幅 400%，未来中收贡献度有望进一步提升。

图表 45 瑞丰银行三星级及以上个人财富客户人数



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 46 瑞丰银行三星级及以上个人财富客户 AUM (亿元)

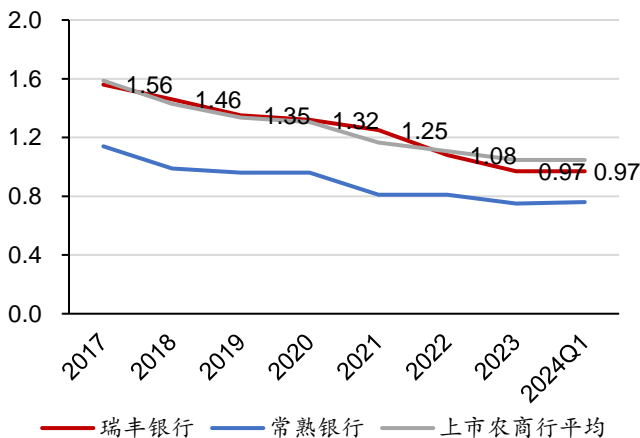


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.6 资产质量稳健向好, 风险抵御能力逐步夯实

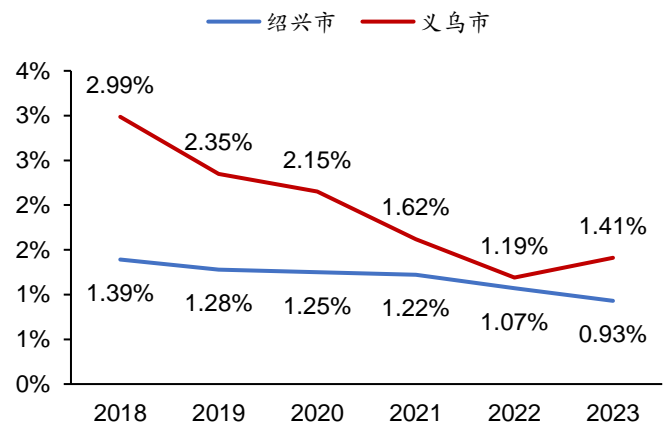
瑞丰银行资产质量稳健, 不良率连续 7 年下降。2024 年一季度末瑞丰银行不良率 0.98%, 处于上市农商行中等偏上水平。2022 年开始瑞丰银行资产质量改善幅度大于可比同业, 主要得益于瑞丰银行多措并举, 风险化解、严控新增两手抓。分地区来看, 义乌地区贷款不良率高于绍兴市, 2018 年以来义乌地区贷款不良率压降明显, 从 2.99% (2018A) 大幅降至 1.19% (2022A), 2023 年小幅抬升至 1.41%。绍兴地区贷款不良率稳步压降, 2023 年末为 0.93%。分行业来看, 个人贷款、对公批发和零售业贷款不良率较高。但瑞丰银行做小做散、信保为主的业务特色使得风险出清较快, 2023 年批发和零售业贷款资产质量改善明显, 不良率较年初下降 2.19pcts。

图表 47 瑞丰银行不良率低于上市农商行平均值 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 瑞丰银行分地区不良贷款率

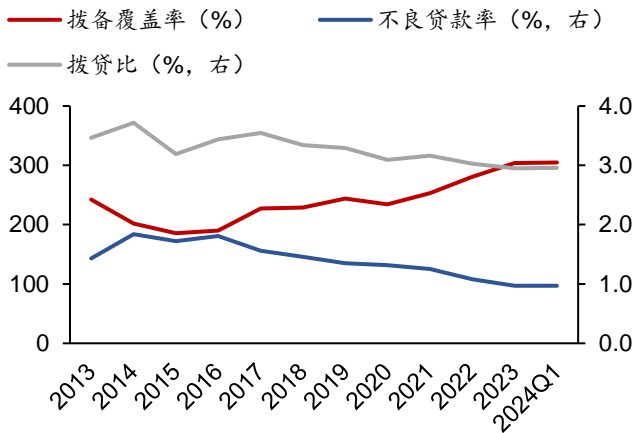


资料来源: wind, 华安证券研究所

不良认定严格, 拨备安全垫增厚。2023 年逾期率上升至 1.84%, 较年初提升了 78bps, 逾期 90 天以上贷款比率 0.71%, 较年初上升 10bps。但不良认定仍保持严格, 瑞丰银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款偏离度为 73%。关注率上升至 1.37%, 仍处于上市农商行中等偏上水平。瑞丰银行拨备覆盖率自 2016 年至今不断提升, 风险抵补能力逐渐增强。2024 年一季度拨备覆盖率为 304.84%, 拨贷比

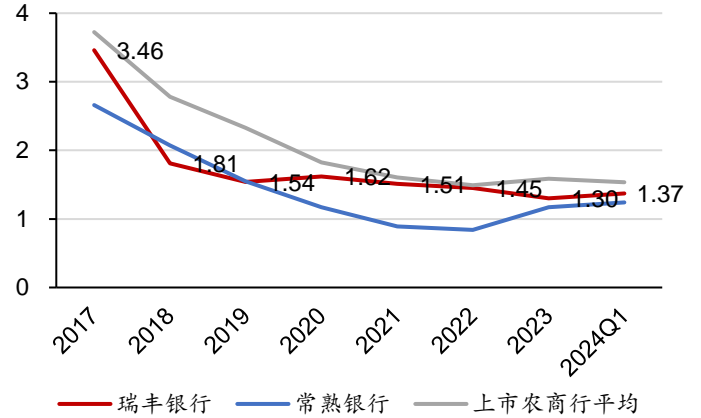
为 2.96%，较年初小幅提升 3bps。贷款高增下维持拨备计提力度，拨备安全垫增厚，未来风险抵御能力不断夯实。

图表 49 瑞丰银行拨备覆盖率和不良贷款率



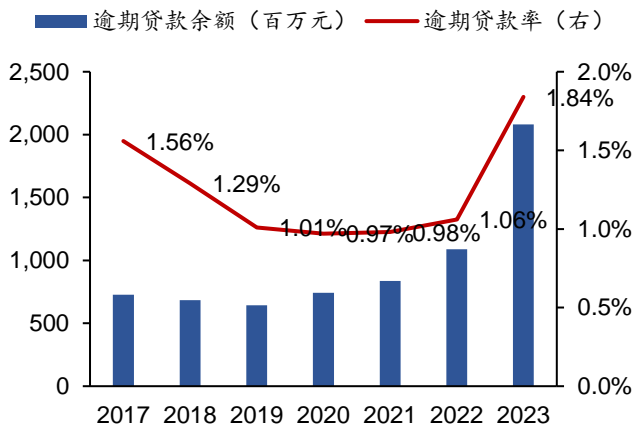
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 瑞丰银行关注率 (%) 低于上市农商行平均值



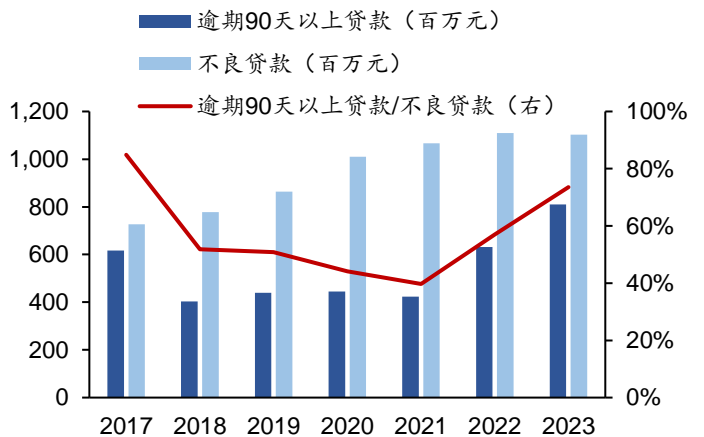
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51 瑞丰银行逾期贷款余额和逾期率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 瑞丰银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款



资料来源: wind, 华安证券研究所

盈利预测及投资建议

瑞丰银行在绍兴柯桥区覆盖率最高，存贷款市占率常年领先，近三年异地经营成效显著，越城、义乌市占率稳步提升。中长期来看，经济结构转变下，城乡差距进一步缩小，县域金融增量市场广阔，瑞丰银行及浙江省行的先手布局优势、风险抵御能力、激励机制优势的形成并非一日之功，构筑较强的护城河。短期来看，受益于绍兴柯桥经济强劲增长，产业集聚效应加强，信贷景气度有望率先提升。瑞丰银行资产质量稳健、聚焦小微零售客群，宏观扰动带来的风险暴露有望率先出清。若信贷景气度超预期修复，则净息差也有望在年内出现明显改善。资本充足率处于上市银行第一梯队，通过入股浙江农信兄弟行进一步增厚利润、资本，进入内生增

长周期。由此，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别同比增长 8.43%/8.23%/7.96%，归母净利润分别同比增长 12.45%/10.44%/10.47%。主要假设如下：

1.规模增长：瑞丰银行近五年总资产、贷款规模复合增速分别为 13.4%、16.5%。贷款结构中对公以制造业、批发零售业为主，零售以个人经营贷为主，瑞丰银行深耕的绍兴及义乌地区信贷景气度高，结合公司 2023 年年度股东大会提出规模增速目标和“五年再造一个瑞丰”目标，预计未来三年贷款规模复合增速为 12.1%，2024/2025/2026 年分别为 13.5%/12.1%/10.8%。

2.净息差：负债端来看，通过调整挂牌利率、调节存款久期、拓宽主动负债来源等方式降低付息率，预计负债成本率有一定下降空间。资产端来看，瑞丰银行信贷结构调整基本结束、新发贷款利率企稳，但由于 LPR 下调、市场利率仍在下行通道，预计息差仍承压但降幅收敛，预计 2024-2026 年净息差分别为 1.64%/1.58%/1.53%。

3.非息收入：瑞丰银行非息收入中中收占比较小，波动较大；金融投资业务占比较大，2024 年一季度债牛下表现较好，预计全年增速可维持。未来看，大零售转型下中收占比有所提升，金融投资业务收入贡献保持平稳增长，预计 2024-2026 年非息收入增速分别为 50%/23%/17.5%。

4.业务及管理费用：瑞丰银行深耕小微、零售业务，前台业务拓展和中台审批环节需要依赖人力+金融科技，预计未来银行业数字化竞争加剧，管理费用占比营收 2024-2026 年分别为 32.6%/31.9%/30.5%。

5.资产质量：瑞丰银行拨备覆盖率低于上市农商行平均水平，且聚焦客群相对下沉，信用成本率高于上市农商行平均水平。结合当前宏观环境和区域客群特征，预计 2024-2026 年不良率分别为 0.93%/0.91%/0.88%，拨备覆盖率分别为 302.5%/304.5%/304.3%。

运用可比估值法，选择经营区域和业务特色与瑞丰银行较类似的常熟银行、苏农银行、张家港行、江阴银行、苏农银行作为可比农商行。2024 年 6 月 11 日瑞丰银行收盘价为 4.90 元，对应 2024 年 0.53 倍 PB，我们根据可比农商行估值并结合以上分析，考虑到瑞丰银行具备长期增长潜力，2024 年合理估值 0.65 倍 PB，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 53 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润同比增长 (%)			EPS (元)			PB		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601128.SH	常熟银行	7.41	19.60	18.01	17.45	1.20	1.28	1.51	0.90	0.80	0.70
600908.SH	无锡银行	5.35	9.96	7.70	6.93	0.98	1.08	1.15	0.59	0.52	0.47
002807.SZ	江阴银行	3.85	16.83	11.61	11.51	0.87	0.86	0.95	0.56	0.53	0.47
002839.SZ	张家港行	4.03	6.24	5.66	6.78	0.78	0.87	0.93	0.59	0.53	0.48
603323.SH	苏农银行	4.78	16.04	12.71	11.76	0.97	1.09	1.22	0.55	0.50	0.45

资料来源：wind，华安证券研究所

注：上市农商行盈利预测选用 wind 一致预期 (180) 天；收盘价为 2024 年 6 月 11 日数据

风险提示

利率风险：市场利率持续下行，优质资产竞争加剧，息差收窄。

市场风险：宏观、区域经济大幅下行造成资产质量恶化，不良大幅提高。

经营风险：经济增长不及预期，融资需求大幅下降拖累信贷增速。

财务报表与盈利预测

		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
贷款总额	113,382	128,689	144,260	159,840	
贷款减值准备	3,183	3,633	3,983	4,300	
债券投资	63,666	81,620	97,535	107,679	
存放央行	12,035	14,065	16,019	17,878	
同业资产	7,723	5,446	5,299	5,063	
资产总额	196,888	231,960	267,972	303,809	
吸收存款	147,230	171,523	197,766	223,476	
同业负债	26,245	33,153	41,877	49,430	
发行债券	5,598	7,759	6,929	7,504	
负债总额	180,018	213,507	247,705	281,636	
股东权益	16,870	18,453	20,266	22,173	

盈利及杜邦分析

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	1.71%	1.50%	1.34%	1.23%
净非利息收入	0.34%	0.42%	0.45%	0.46%
营业收入	2.13%	1.92%	1.79%	1.69%
营业支出	0.76%	0.66%	0.61%	0.55%
拨备前利润	1.48%	1.36%	1.30%	1.23%
资产减值损失	0.47%	0.43%	0.43%	0.39%
税前利润	1.00%	0.93%	0.87%	0.84%
税收	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
ROAA	0.98%	0.92%	0.86%	0.83%
ROAE	10.91%	11.15%	11.08%	11.17%

资本状况

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
核心一级资本充足率	12.68%	12.46%	12.08%	11.88%
一级资本充足率	12.69%	12.47%	12.09%	11.89%
资本充足率	13.88%	13.86%	12.84%	12.75%
风险加权系数	66.99%	63.33%	62.16%	61.04%

		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利息收入	3,054	3,218	3,351	3,512	
净手续费收入	(13)	10	24	42	
其他非息收入	763	896	1,089	1,265	
营业收入	3,804	4,124	4,463	4,819	
税金及附加	(39)	(78)	(88)	(95)	
业务及管理费	(1,319)	(1,344)	(1,426)	(1,470)	
营业外净收入	190	210	302	256	
拨备前利润	2,635	2,911	3,251	3,509	
资产减值损失	(845)	(912)	(1,070)	(1,102)	
税前利润	1,791	1,999	2,181	2,407	
税后利润	1,749	1,969	2,145	2,369	
归属母行净利润	1,727	1,942	2,145	2,369	

业绩增长率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	(4.22%)	5.36%	4.14%	4.80%
净手续费收入	(83.89%)	(178.0%)	125.6%	78.9%
营业收入	7.90%	8.43%	8.23%	7.96%
拨备前利润	8.02%	10.44%	11.68%	7.95%
归属母行净利润	13.04%	12.45%	10.44%	10.47%

驱动性因素

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产增长	23.33%	16.77%	14.49%	10.39%
贷款增长	10.19%	13.50%	12.10%	10.80%
存款增长	16.80%	16.50%	15.30%	13.00%
净手续费收入/营收	-0.35%	0.25%	0.53%	0.87%
成本收入比	34.69%	32.60%	31.94%	30.50%
实际所得税税率	2.35%	1.50%	1.64%	1.57%

每股指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	5.62	5.00	4.53	4.10
PB	0.58	0.53	0.49	0.44
EPS	0.88	0.99	1.09	1.21
BVPS	8.47	9.27	10.19	11.16
每股拨备前利润	1.34	1.48	1.66	1.79

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。