

2024年7月18日

瑞丰银行 (601528.SH)

优于大市

浙江农信小微和数字化转型标杆

核心观点

浙江省目前唯一上市农商行，业务空间广阔且ROE中枢有望抬升。瑞丰银行总部位于浙江省绍兴市柯桥区，现已形成“一基四箭”区域经营格局，柯桥区是基本盘，越城、义乌、滨海和嵊州是加速布局的四大增长区域。另外，公司通过积极参股收购实现空间拓展，已持有永康农商和苍南农商6.96%和7.58%的股权，且在积极推进新收购。业务层面上，不断深化大零售转型，以贷款为钩子产品，做深综合化经营，大财富管理经营成效明显。2024年上半年公司营收和归母净利润同比分别增长14.9%和15.5%。

区域经济和体制优势突出，构建瑞丰特色的普惠金融模式，浙江农信小微标杆。(1) 区域优势：2023年柯桥区位列全国综合实力百强区第九。柯桥区素有“国际纺都”美誉，民营经济发达，2022年末个体工商户10.65万户，私营企业6.47万家。(2) 浙江农信系统体制优势：2022年浙江农商联合银行成立，由下辖82家农商行参股，能发挥“小银行、大平台”优势。(3) 瑞丰银行坚持做小做散定位，构建瑞丰特色的普惠金融模式：公司小微企业贷款和个人经营性贷款占贷款总额的约60%。商业模式上，构建信用企业库，形成“三分三看三重”小微信贷技术。同时，构建“一乡一城一市”的普惠服务模式，且积极探索“银政联盟1+N”模式。2023年合并普惠金融部、微贷事业部，成立普惠金融事业部，进一步推动客户下沉力度、提升综合化营销能力及强化分层管理效能。

市场对区域出口下滑及对公司的影响或担忧过度。柯桥区虽出口依存度达70%，但贸易覆盖210多个国家和地区，出口国家分散，且纺织面料属于必消费品，因此柯桥区出口多年来均实现不错增长。瑞丰银行依托地缘人缘优势以及优异小微商业模式，在一定程度上具备弱化周期的能力。

市场对于通过数字化转型构筑中长期竞争壁垒认知不足。数字化转型是未来大零售转型制胜关键。浙江农信系统省县融合共同推进数字化转型路径能有效发挥“小银行，大平台”优势。在浙江农商联合银行支持下，公司探索“科技平台共建、业务生态联动、社会治理联盟”数字改革新路径，成立数字金融中心，数字化改革评价居全省82家农商行社第一。

投资建议：综合绝对估值和相对估值，对应的2024年公司合理股价在5.6~6.7元，对应的2024年PB值0.60~0.72x，相较当前股价有大约18%~41%溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量等。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,525 | 3,804 | 4,132 | 4,510 | 5,071 |
| (+/-%) | 6.5% | 7.9% | 8.6% | 9.2% | 12.4% |
| 净利润(百万元) | 1,528 | 1,727 | 1,936 | 2,187 | 2,512 |
| (+/-%) | 20.2% | 13.0% | 12.1% | 12.9% | 14.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.78 | 0.88 | 0.99 | 1.11 | 1.28 |
| 总资产收益率 | 1.03% | 0.95% | 0.93% | 0.91% | 0.92% |
| 净资产收益率 | 10.9% | 11.1% | 11.3% | 11.6% | 12.1% |
| 市盈率(PE) | 6.1 | 5.4 | 4.8 | 4.3 | 3.7 |
| 股息率 | 2.4% | 3.8% | 4.3% | 4.8% | 5.5% |
| 市净率(PB) | 0.62 | 0.56 | 0.51 | 0.46 | 0.42 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·农商行II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPC378

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPB885

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | 5.60 - 6.70元 |
| 收盘价 | 4.74元 |
| 总市值/流通市值 | 9301/8084百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 6.44/4.56元 |
| 近3个月日均成交额 | 85.40百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《瑞丰银行(601528.SH)2024年一季度报点评-营收实现15%的增长，资产质量稳健》——2024-04-27

《瑞丰银行(601528.SH)2023年报点评-异地扩张强劲，高成长性延续》——2024-03-28

《瑞丰银行(601528.SH)2023年中报点评-规模快速增长，资产质量改善》——2023-08-23

《瑞丰银行(601528.SH)一季度报点评-营收亮眼，扩表动能强劲》——2023-05-03

《瑞丰银行(601528.SH)一季度业绩快报点评-高成长性凸显，ROE有望提升》——2023-04-16

内容目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 公司概况：浙江省目前唯一上市农商行 | 5 |
| 公司沿革..... | 5 |
| “一基四箭”区域发展打开成长空间..... | 5 |
| 股权结构：当地民企为主..... | 6 |
| 管理层经验丰富，战略稳定且治理机制灵活高效..... | 6 |
| 业务特色：享区域优势，坚守普惠金融定位 | 7 |
| 区域经济：民营经济活力旺盛，增长动能强劲..... | 7 |
| 体制优势：率先成立浙江农商联合银行，制度优势突出..... | 9 |
| 坚定做小做散，构建瑞丰特色的普惠金融模式..... | 10 |
| 市场对区域出口下滑及对公司影响或担忧过度..... | 12 |
| 内生增长：省县融合引领数字化转型，大零售空间广阔 | 13 |
| 深化大零售转型，加强财富管理..... | 13 |
| 省县融合，发挥“小银行、大平台”金融科技体系优势..... | 14 |
| 外延增长：参股收购实现空间拓源 | 16 |
| 财务分析 | 18 |
| 盈利预测 | 20 |
| 假设前提..... | 20 |
| 未来三年业绩预测简表..... | 20 |
| 盈利预测的敏感性分析..... | 21 |
| 估值与投资建议 | 21 |
| 绝对估值..... | 21 |
| 相对估值..... | 22 |
| 投资建议..... | 23 |
| 风险提示 | 23 |
| 附表：财务预测与估值 | 25 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1： 瑞丰银行历史沿革 | 5 |
| 图 2： 公司规模稳步扩张 | 6 |
| 图 3： 公司 2023 年末贷款余额区域结构 | 6 |
| 图 4： 绍兴市行政区划概览 | 8 |
| 图 5： 2023 年绍兴市 GDP 为 7791 亿元 | 8 |
| 图 6： 绍兴市各区 2023 年 GDP | 8 |
| 图 7： 柯桥区第二、第三产业发达 | 9 |
| 图 8： 柯桥区规模以上纺织业、纺织服装和服饰业工业产值 | 9 |
| 图 9： 柯桥区个体工商户超过 10 万户 | 9 |
| 图 10： 柯桥区私营企业数接近 6.5 万家 | 9 |
| 图 11： 浙江省农村信用社改革历程 | 10 |
| 图 12： 瑞丰银行“一乡一城一市”普惠服务模式 | 12 |
| 图 13： 柯桥区出口总额及外贸依存度 | 13 |
| 图 14： 柯桥区主要产品出口占出口总额比重 | 13 |
| 图 15： 柯桥区主要国家（地区）出口份额 | 13 |
| 图 16： 2020 年之外柯桥区出口均实现较好增长 | 13 |
| 图 17： 柯桥区人均可支配收入水平很高 | 14 |
| 图 18： 瑞丰银行私人银行客户数量和 AUM | 14 |
| 图 19： 联合银行模式下省县统分结合的架构图 | 15 |
| 图 20： 瑞丰银行数字化改革路径 | 15 |
| 图 21： 2023 年末“共富贷”授信客户超过 20 万户 | 16 |
| 图 22： 2023 年末“共富贷”贷款余额约 60 亿元 | 16 |
| 图 23： 瑞丰银行资本充足 | 17 |
| 图 24： 2023 年长三角区域上市农商行盈利能力 | 17 |
| 图 25： 瑞丰银行营收和规模净利润增速 | 18 |
| 图 26： 瑞丰银行业绩增速归因 | 18 |
| 图 27： 瑞丰银行近两年净息差收窄幅度较大 | 19 |
| 图 28： 长三角上市农商行净息差水平 | 19 |
| 图 29： 瑞丰银行普惠小微贷款占贷款总额的 40% | 19 |
| 图 30： 瑞丰银行不良率和拨备覆盖率 | 20 |
| 图 31： 瑞丰银行不良生成和核销率 | 20 |
| 图 32： 瑞丰银行 PB 估值处在低位 | 23 |
| 图 33： 长三角区域上市农商行估值情况 | 23 |

表 1： 2024 年 3 月末瑞丰银行前十大股东..... 6

表 2： 瑞丰银行历任董事长和行长 7

表 3： 瑞丰银行贷款规模和结构 11

表 4： 浙江省 81 农商行和 1 家农信联社 17

表 5： 长三角区域上市农商行资产质量指标 19

表 6： 未来三年业绩预测简表（单位：百万元） 21

表 7： 净利润增长的净息差的敏感性分析（百万元） 21

表 8： 一、二阶段假设（百万元） 22

表 9： 折现率假设 22

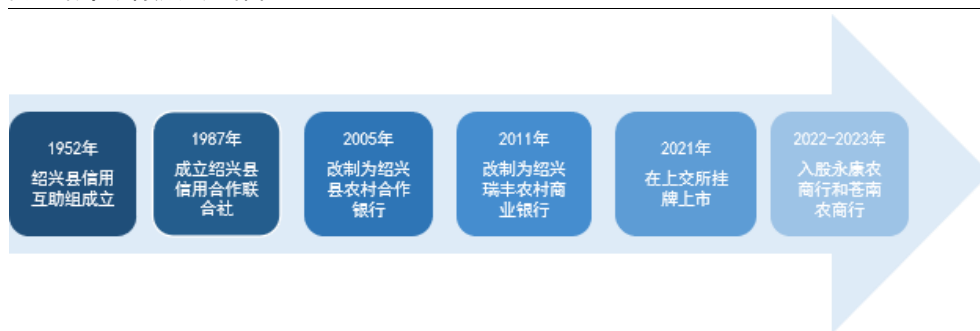
表 10： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 22

公司概况：浙江省目前唯一上市农商行

公司沿革

瑞丰银行总部位于浙江省绍兴市柯桥区，公司前身为绍兴县信用合作联合社，是浙江省首家上市农商行，也是浙江省目前唯一一家上市农商行。瑞丰银行可追溯至 1952 年成立的绍兴县农村信用互助社，1987 年列入全国农村金融体制改革试点，与农业银行脱钩后成立绍兴县信用合作联合社。2005 年改制为绍兴县农村合作银行，2011 年获批改制为绍兴瑞丰农村商业银行，为浙江省首批改制成立的农商行。2021 年 6 月，瑞丰银行在上海证券交易所主板挂牌上市，成为浙江省首家上市农商行。2022 年以来瑞丰银行先后投资了永康农商行和苍南农商行，当前持股比例分别为 6.96% 和 7.58%。

图1：瑞丰银行历史沿革



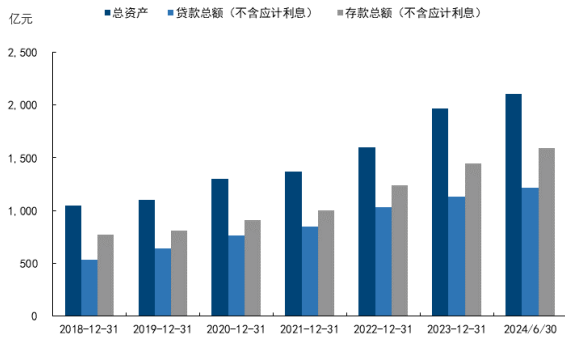
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

“一基四箭”区域发展打开成长空间

瑞丰银行现已形成“一基四箭”区域经营格局。“一基”指柯桥区，是瑞丰银行的基本盘，公司坚持做深做透，“四箭”是指越城、义乌、滨海和嵊州，是未来超额增量、加速布局的四大增长区域，基本策略是结合当地资源禀赋，不断有重点的复制和落地柯桥区的优势打法。截至 2023 年末，公司共拥有 27 家支行 107 个网点，其中柯桥区 19 家支行 88 个网点，越城区 7 家支行 16 个网点，义乌市 1 家支行 3 个网点。另外，公司设有 380 家金融便民服务点，并在浙江省嵊州市发起设立了嵊州瑞丰村镇银行。

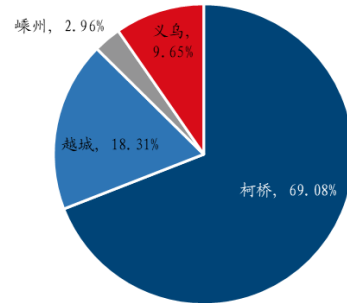
截至 2024 年 6 月末，公司总资产 2104 亿元，贷款总额 1217 亿元，存款总额 1592 亿元，2019 年以来年均复合增速分别为 13.5%、16.3%和 14.1%。贷款区域结构上，2023 年末柯桥区占 69.08%，越城区占 18.31%，义乌市占 9.65%，嵊州占 2.96%。

图2: 公司规模稳步扩张



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司 2023 年末贷款余额区域结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权结构: 当地民企为主

瑞丰银行股权比较分散, 以当地民企为主。截至 2024 年 3 月末, 瑞丰银行前十名股东共计持股 43.15%。第一大股东是浙江柯桥转型升级产业基金有限公司, 属于国有性质法人, 持股比例 8.10%。前十名中的其余股东均为非国有性质法人, 多为绍兴市本地的民营企业。

表1: 2024 年 3 月末瑞丰银行前十大股东

| 股东名称 | 占总股本比例 (%) | 股东性质 |
|-------------------|------------|---------|
| 浙江柯桥转型升级产业基金有限公司 | 8.10 | 国有法人 |
| 浙江明牌卡罗罗饰品有限公司 | 4.24 | 境内非国有法人 |
| 浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司 | 4.05 | 境内非国有法人 |
| 浙江上虞农村商业银行股份有限公司 | 4.05 | 境内非国有法人 |
| 浙江华天实业有限公司 | 4.05 | 境内非国有法人 |
| 绍兴安途汽车转向悬架有限公司 | 4.05 | 境内非国有法人 |
| 浙江勤业建工集团有限公司 | 4.05 | 境内非国有法人 |
| 浙江永利实业集团有限公司 | 3.97 | 境内非国有法人 |
| 长江精工钢结构(集团)股份有限公司 | 3.74 | 境内非国有法人 |
| 浙江中国轻纺城集团发展有限公司 | 2.85 | 境内非国有法人 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

管理层经验丰富, 战略稳定且治理机制灵活高效

瑞丰银行管理层专业性强, 实务工作经验丰富。瑞丰银行高管团队相对稳定, 均具有丰富的银行经营管理经验。上任董事长章伟东先生自瑞丰银行设立初期就在公司任职, 2014 年开始担任行长, 2019 年开始担任董事长, 极其熟悉公司战略和业务, 2023 年因年龄原因卸任。吴智晖先生接任董事长, 陈钢梁先生接任行长, 两位长期供职于浙江省农信系统, 从业经验丰富, 管理能力和专业技能俱佳。

“五年再造一个瑞丰”战略深度融合两任领导班子的智慧, 战略的延续对于公司稳健发展至关重要。2023 年瑞丰银行启动五年发展战略规划编制, 最终确立“1235”目标愿景, 即经营好“一家百年金融老店”, 争创好“双一流”, 践行好“三好理念”, 实现“五年再造一个高质量瑞丰”, 该战略是两任领导班子智慧的深度融合。新的管理层阐述“五年再造一个瑞丰”有两层含义: (1) 就当期业绩目标看, 2023-2027 年五年间要推动利润、规模、结构、质量全面提档升级, 探索实现效益领先、规模稳增、结构优化、质量稳定、客群翻番的高质量发展, 实现再造一个瑞丰;

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券股份有限公司 - 经济研究所 (简称: “国信证券经济研究所”) 整理

(2) 就长期战略选择而言，要以客户体验提升为北极星指标，成为客户的首选首站银行，成为零售客户的贴身管家银行，成为中小企业的主办银行，再造一个高质量瑞丰。

表2：瑞丰银行历任董事长和行长

| | 任职时间 | 简介 | |
|-----|------|--|--|
| | 吴智晖 | 2023年9月- | 1970年，本科学历，高级经济师。曾供职于新昌县财税局、新昌县政府办公室、新昌县信用联社、新昌农村合作银行、嵊州农村合作银行、嵊州农商银行、新昌农商银行、诸暨农商银行。另外，还担任浙商总会第二届理事会副会长、柯桥区银行业协会第十届理事会会长。 |
| 董事长 | 章伟东 | 2019年至2023年9月 | 1967年出生，硕士研究生学历，高级经济师。长期在瑞丰银行及其前身绍兴县信用合作联社、绍兴县农村合作银行任职。另外，还担任绍兴市柯桥区工商业联合会（总商会）第一届执行委员会副主席、副会长、柯桥区乡贤总会副会长、绍兴市柯桥区第二届人民代表大会代表、常委会委员，浙商总会副会长。 |
| | 俞俊海 | 2011年1月-2019年1月 | 1965年出生，硕士研究生学历，高级经济师。长期在瑞丰银行及其前身绍兴县信用合作联社、绍兴县农村合作银行任职。曾荣获“省联社优秀领导干部”、“先进工作者”、“县长特别奖”、“全省农信系统优秀思想政治工作者”、“全省农信系统优秀领导干部”、“中国（行业）品牌十大创新人物”、“浙江慈善奖”、2016年小微金融服务“十大领军人物”。 |
| | 陈钢梁 | 2023年7月- | 1975年出生，本科学历，硕士学位，经济师。曾供职于绍兴县信用联社夏履办事处、绍兴县农村合作银行柯桥支行、诸暨农商银行、绍兴恒信农商银行、嵊州农商银行。 |
| 行长 | 张向荣 | 2022年6月-2023年6月 2020年-2022年任副行长（主持工作） | 1977年硕士研究生，经济师。曾供职于工行赣州市支行、工行赣州市分行、省农信联社。 |
| | 章伟东 | 2014年5月-2020年1月 | - |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

瑞丰银行的组织架构相对扁平化，有利于对市场变化做出快速反应。瑞丰银行在坚持强化总部管控能力的基础上，明确定位前、中、后台的职责。其中，前台部门面向客户，是业务发展和利润创造的中心。中台部门实施集中化管理制度，面向支行行使管理职能：一方面，中台部门是总行统筹规划全局工作的抓手，是部署公司战略、控制经营风险的核心枢纽；另一方面，集中化的管理将缩短信息传递路径、提高信息传递效率，决策链条相当短，使总行能够在第一时间掌握各大支行在经营过程中获悉的客户需求、市场动态以及各种信贷审批问题，并迅速作出反应。后台部门则为业务的开展提供保障支持。前、中、后台职责划分明确，形成高效协同的组织运作体系。

业务特色：享区域优势，坚守普惠金融定位

区域经济：民营经济活力旺盛，增长动能强劲

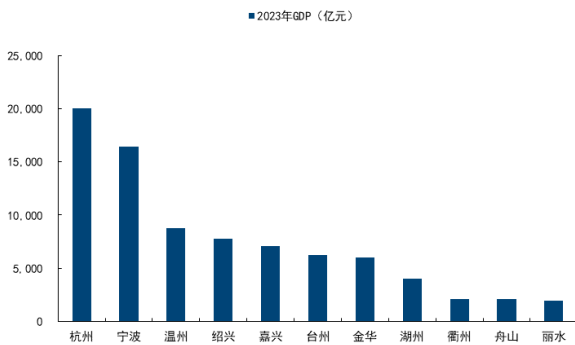
瑞丰银行主要布局在绍兴市柯桥区，区域经济增长的良好势头构筑牢固的竞争优势。绍兴市东临宁波，西接杭州，毗邻的两市均是浙江省经济发展的排头兵，绍兴市 2023 年 GDP 达 7791 亿元，位居浙江省 GDP 第四位，仅次于杭州市、宁波市和温州市。瑞丰银行大本营所在的柯桥区原为绍兴县，2013 年撤县建区。杭绍地铁无缝换乘，距离萧山国际机场仅 20 多分钟，实现城区“30 分钟到杭州、90 分钟到上海”的交通网络。2023 年柯桥区 GDP 达到 2030 亿元，贡献绍兴市 GDP 的 26.1%，位列 2023 年度全国综合实力百强区第九，经济发展水平始终位居全国区域前列。同时，公司近年来布局越城区以及义乌市，区域经济发达，是瑞丰银行向外拓展经营版图的重点区域，打开成长空间。

图4: 绍兴市行政区划概览



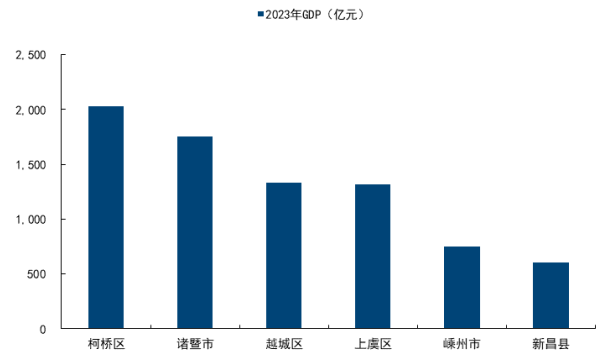
资料来源: 绍兴市人民政府, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023 年绍兴市 GDP 为 7791 亿元



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

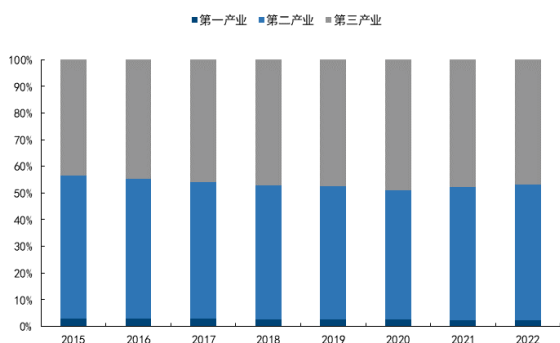
图6: 绍兴市各区 2023 年 GDP



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

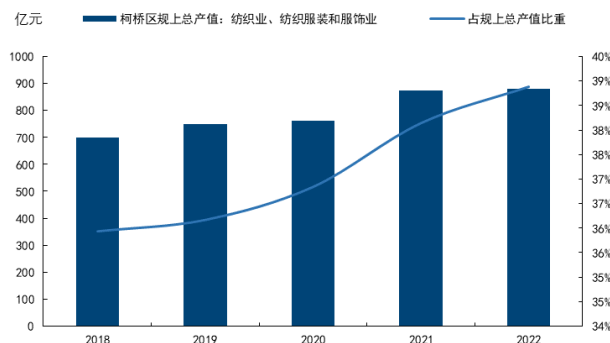
柯桥区素有“国际纺都”美誉，民营经济发达，个体工商户和小微企业众多。2022 年柯桥区三大产业的产值分别是 42 亿元、971 亿元和 888 亿元，占比分别为 2.2%、51.0%和 46.7%。纺织是柯桥支柱产业，柯桥区拥有全球最完备的现代纺织产业体系，贸易覆盖 210 多个国家和地区，是全球最大纺织品集散中心——中国轻纺城所在地，交易量约占世界纺织品交易的 1/4。柯桥区自 2010 年开始谋划印染产业集聚升级，走出了一条从传统向时尚、单一向多元、低端向高端的高质量发展之路。在 2023 国际纺织制造商联合会、中国绍兴柯桥大会第六届世界布商大会·主题大会上，柯桥发布了《柯桥区打造现代化“国际纺都”行动方案》。同时，近年来新材料、生命健康、泛半导体三大新兴产业项目加速聚集，初步形成了新材料员、健康岛、光电谷等新兴产业集群。2022 年末，柯桥区个体工商户达 10.65 万户，私营企业达到 6.47 万家。

图7: 柯桥区第二、第三产业发达



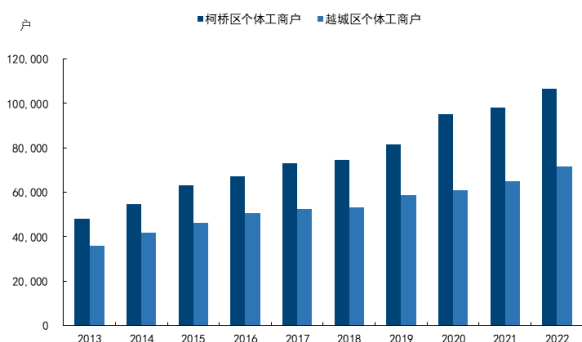
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 柯桥区规模以上纺织业、纺织服装和服饰业工业产值



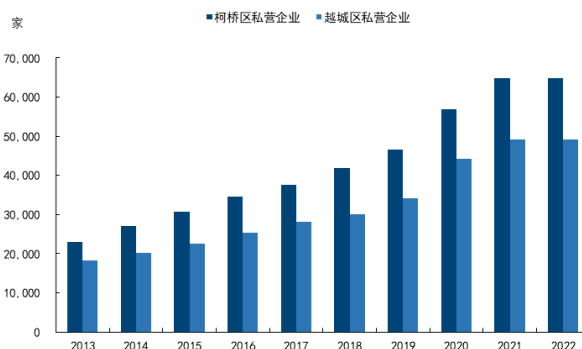
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图9: 柯桥区个体工商户超过 10 万户



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 柯桥区私营企业数接近 6.5 万家



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

体制优势：率先成立浙江农商联合银行，制度优势突出

从 1952 年浙江省第一家农信社成立，到 2004 年省联社成立，再到 2022 年浙江农商联合银行成立，浙江农信系统改革一直走在前沿。1952 年 10 月，浙江省建国后的第一家农信社——慈溪县南山乡农信社成立，农信社长期以来秉持着为“三农”服务的原则，为当地农业经济发展做出了重要贡献。但与此同时，农信社发展也存在着不少问题，例如产权不明晰、所有者缺位、法人治理结构不完善、历史包袱较重等。2003 年 6 月 27 日，国务院印发《深化农村信用社改革试点方案》(国发〔2003〕15 号)，全面启动深化农信社改革试点。2003 年 8 月，浙江省被国务院确定为最早进行改革试点的八个省份之一，2004 年 4 月，浙江省农村信用社联合社(简称省联社)成立，自此之后，省联社带领农信系统进入全新的发展时期。但随着多数农信社改制为农商行，省联社的行政管理体制与“一行一局一会”的现代银行管理体制在一些领域出现冲突，因此积极引导探索“一省一策”的省联社改革。

2022 年 4 月浙江农商联合银行挂牌成立，由下辖 82 家农村商业银行参股(其中，瑞丰银行参股了 1.99%)，标志着全国省级农信社改革第一单的“浙江方案”落地。联合银行模式旨在构建省县两级、统分结合的金融资源配置新架构，加强省级服务平台建设，发挥“小法人、大平台”集约化、规模化系统优势，增强农信系统发展内生动力和服务

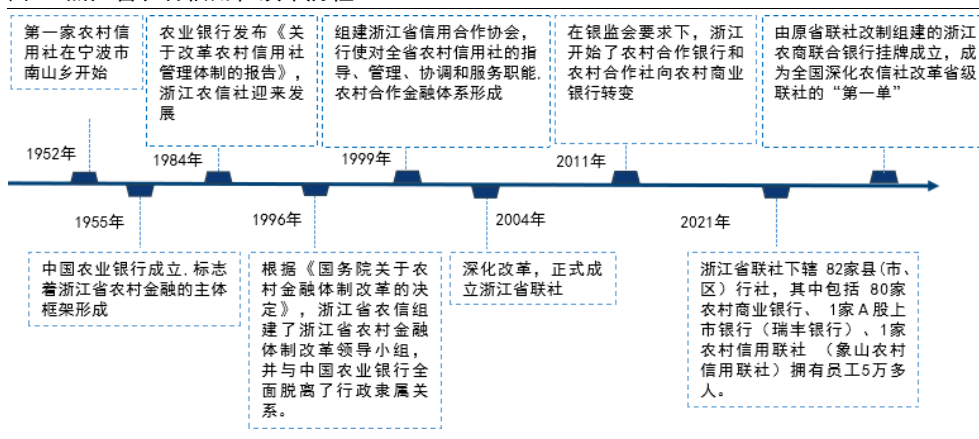
研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所(简称：“国信证券经济研究所”)整理

“三农”和小微企业的能力。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。2024 年 4 月末，全系统各项存款余额 4.74 万亿元，各项贷款余额 3.62 万亿元，连续多年保持全省银行业和全国农信首位，被誉为全国农信的标杆。

值得一提的是，2022 年 11 月浙江银保监局明确以浙江省深化农信社改革试点方案获批为契机，支持浙江农商联合银行发起设立理财子公司。由于成立理财子公司的门槛较高，单家农商行获批难度较大。浙江农商联合银行筹建理财子公司将成为下辖行社难能可贵的契机，瑞丰银行有机会借此拓展业务版图。

图11: 浙江省农村信用社改革历程



资料来源：浙江农村商业银行官网，国信证券经济研究所整理

坚定做小做散，构建瑞丰特色的普惠金融模式

经营成效：小微企业贷款和个人经营性贷款占贷款总额的约 60%

瑞丰银行多年来坚守支农、支小的战略方向，牢牢扎根农村社区，持续加大对普惠领域的支持力度，小微企业贷款和个人经营性贷款占贷款总额的约 60%。按照瑞丰银行早期分类口径，个人经营贷分布在普惠条线和微贷条线。但 2023 年上半年，瑞丰银行为了推动客户下沉力度、提升综合化营销能力以及强化分层管理效能，在前期融合试点的基础上开始实施微小全面融合，合并普惠金融部、微贷事业部，成立普惠金融事业部。

- **小微企业贷款**：2022 年占贷款总额的约 35%。瑞丰银行始终坚持“中小微企业主办银行”定位，截至 2023 年末，中小微企业贷款客户数 7618 户，占对公客户总数的 99.79%，中小微企业贷款余额 527 亿元，占对公贷款的 96.9%，占贷款总额的 46.4%。根据 2022 年披露数据，2022 年末公司小微企业贷款 360.5 亿元，占贷款总额的 35.0%，期末小微企业贷款户数为 6550 户。
- **普惠条线**：2022 年个人经营贷占贷款总额的约 14%。由普惠部门社区客户经理负责，贷款由总行集中审批。截至 2022 年末，普惠条线个人经营性贷款客户共计 30,105 户，贷款余额合计 144 亿元，占贷款总额的 14.0%，户均规模约 48 万元。
- **微贷事业部**：2022 年个人经营贷占贷款总额的约 11%。瑞丰银行 2013 年设立微小贷中心、2015 年成立微贷事业部，专注扶持小企业主、小作坊、小个体、小摊贩等“四小”群体，相较于普惠条线客群更加下沉。通过多年的积累，打造了一套与客户层级相适应的产品体系，建立了一套流程科学、风控有效、管理精细的可持续、可复制的小微信贷工厂模式，树立了“瑞星星贷”品牌。截至 2022 年末，微贷业务存量户数 31,956 户，贷款余额 143

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

亿元，户均规模为 45 万元。其中，个人经营性贷款余额 116 亿元，占贷款总额的 11.2%。

瑞丰银行“微小融合”已初显成效。截至 2023 年末，全行普惠小微贷款余额 452 亿元，较年初新增 101 亿元，增长 28.7%，占贷款总额的 39.9%。其中，个人经营性贷款余额达 301 亿元，较年初增加约 42 亿元，增长 16.1%，占贷款总额的 26.6%。同时，公司不断促进传统社区经理与原微贷客户经理综合化业务营销全面融合，在做好贷款的基础上，全面推进存款、财富产品、信用卡、小微企业贷款、国际业务等各项业务综合化营销工作。

表3：瑞丰银行贷款规模和结构

| | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 贷款总额（亿元） | 531 | 638 | 766 | 850 | 1,029 | 1,134 |
| 对公贷款 | 220 | 216 | 250 | 304 | 421 | 543 |
| 其中，中小微企业贷款 | 213 | 210 | 247 | 299 | 411 | 527 |
| 零售贷款 | 253 | 364 | 479 | 517 | 531 | 519 |
| 其中，个人经营性贷款 | 104 | 148 | 180 | 218 | 260 | 301 |
| 个人消费贷 | 52 | 57 | 80 | 79 | 76 | 78 |
| 信用卡贷款 | 45 | 53 | 48 | 49 | 41 | 23 |
| 按揭 | 52 | 107 | 171 | 172 | 155 | 117 |
| 票据贴现 | 58 | 58 | 37 | 29 | 77 | 72 |
| 贷款结构： | | | | | | |
| 对公贷款 | 41.5% | 33.8% | 32.6% | 35.7% | 40.9% | 47.9% |
| 其中，中小微企业贷款 | 40.0% | 32.9% | 32.2% | 35.2% | 39.9% | 46.4% |
| 零售贷款 | 47.6% | 57.1% | 62.5% | 60.8% | 51.6% | 45.7% |
| 其中，个人经营性贷款 | 19.5% | 23.1% | 23.4% | 25.6% | 25.2% | 26.6% |
| 个人消费贷款 | 9.8% | 9.0% | 10.4% | 9.2% | 7.4% | 6.9% |
| 信用卡贷款 | 8.5% | 8.3% | 6.3% | 5.7% | 4.0% | 2.0% |
| 按揭 | 9.8% | 16.7% | 22.3% | 20.3% | 15.1% | 10.3% |
| 票据贴现 | 10.9% | 9.1% | 4.9% | 3.5% | 7.5% | 6.4% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式：做强 IPC 小微信贷技术，形成“一乡一城一市”普惠服务模式

普惠信贷模式上：针对小微企业担保难等问题，瑞丰银行建设信用企业库，以及形成“三分三看三重”的小微技术操作模式。面对众多的小微企业和个体工商户，瑞丰银行采用分层管理，一方面配套企业信用库的服务模式，通过测评后纳入信用企业库的优质信用小微企业，可凭企业信用借款，极大地提升贷款的时效性和可及性。另一方面对于没有纳入信用企业库的小微企业，瑞丰银行积极引进德国 IPC 微贷技术，在微贷技术的基础上，瑞丰银行总结出“三分三看三重”的小微技术操作模式。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，解决了没有土地房产抵押前提下的贷款难题。值得一提的是，瑞丰银行还出台了《小微企业贷款风险尽职免责办法》，对符合风险尽职免责条款规定的贷款风险，给予经办客户经理相应的免责，并给予小微企业一定的风险容忍度，鼓励客户经理加大对小微企业的贷款支持。

另外，瑞丰银行还建立了驻点服务机制，在小微企业园内设立“小微企业服务工作站”，配备专属客户经理，对标“953 工作标准”，一年深耕一个园区，确保园区建档率、授信面、用信率分别达到 90%、50%、30%。

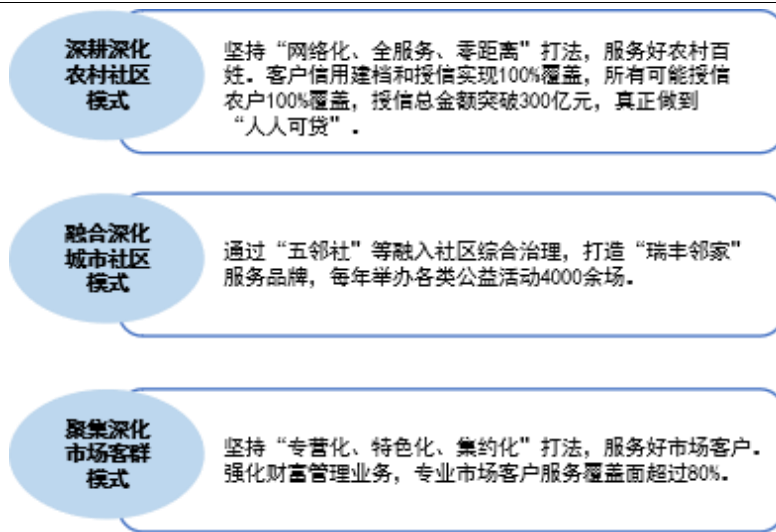
普惠服务模式上，瑞丰银行形成了“一乡一城一市”模式。“一乡一城一市”具体包括：（1）全面构建“网格化、全服务、零距离”农村社区模式，实施数字化网格管理，推动小额普惠贷款工程建设，实现区域内所有可授信农户 100%覆盖，真正做到“人人可贷”；（2）“广覆盖、高黏度、差异化”城市社区模式，融入社区综合治理，打造“瑞丰邻家”服务品牌，每年举办各类公益活动 4000 场；（3）“专营化、特色化、集约化”市场集群模式，推行“驿站、商站、网站”三站集群服务，零距离服务市场客户，发挥财富业务优势，专业市场客户服务覆盖面超过 80%。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

同时，瑞丰银行积极探索实践“银政联盟 1+N”模式（即 1 家银行与 N 个党政部门合作），大力推进金融服务和政务服务业务协同、数据共享，主动融入社会治理体系。瑞丰银行“银政联盟 1+N”合作单位持续扩大，合作内涵不断深化，成功搭建起了银政、银村、银企、银协、银商共建联盟体系，并向“党建联盟”延伸，把“银政联盟 1+N”模式做成融入社会治理的标杆工程。2020 年“银政联盟 1+N”模式入选浙江省改革创新优秀实践案例。

图12: 瑞丰银行“一乡一城一市”普惠服务模式



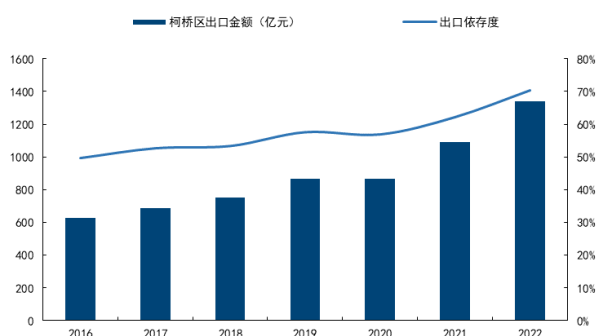
资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

市场对区域出口下滑及对公司影响或担忧过度

柯桥区是纺织外贸强区，出口依存度高达 70%，因此当我国外需面临下行压力时，市场就会比较担忧区域外贸下滑和对公司的冲击。但从近年来柯桥出口情况来看，2020 年以外（疫情冲击下物流断裂，因此出口下行幅度较大）年份柯桥区的出口均实现了不错增长。比如 2019 年和 2022 年我国出口总额增速下降至 0.5%和 5.6%，但柯桥区出口实现了 15.5%和 23.0%的不错增长。我们认为柯桥区出口周期并不显著主要有两方面因素，一是柯桥区出口国家（地区）非常分散，贸易覆盖 210 多个国家和地区，比如美国的份额仅 5.0%；二是柯桥区纺织面料占出口总额的比例超过 70%，而纺织面料属于必需消费品。

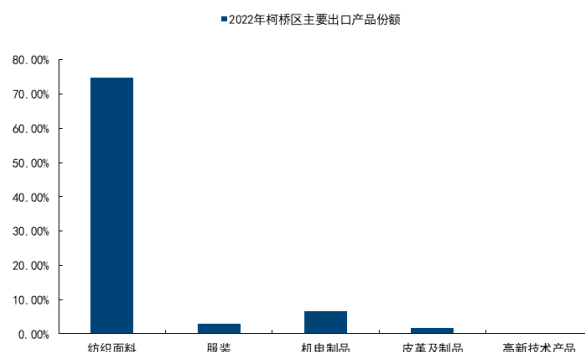
从瑞丰自身角度来看，公司不断做强 IPC 小微信贷技术，并形成“一乡一城一市”普惠服务模式，风险定价能力和风险管理能力都较为优异。并且近年来公司不断深化大零售和数字化转型，经营能力进一步优化，因此公司依托地缘人缘优势以及优异的小微信贷模式，在一定程度上也具备弱化周期的能力。

图13: 柯桥区出口总额及外贸依存度



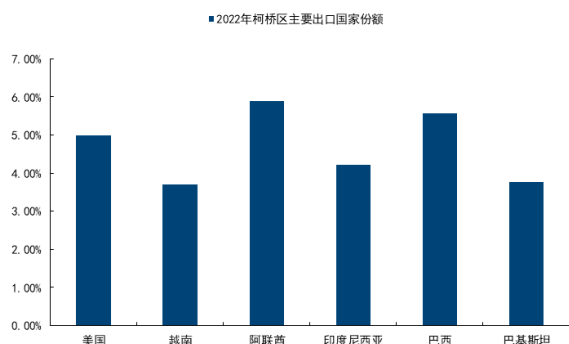
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 柯桥区主要产品出口占出口总额比重



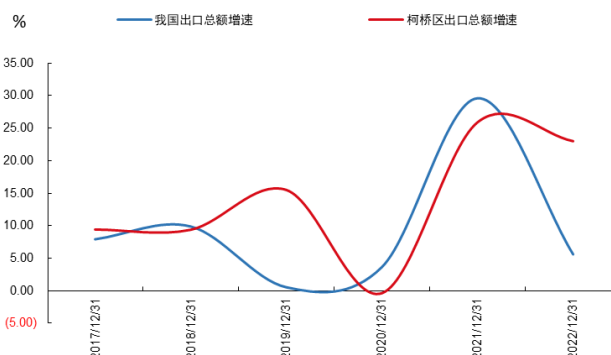
资料来源: 柯桥区统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图15: 柯桥区主要国家(地区)出口份额



资料来源: 柯桥区统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图16: 2020年之外柯桥区出口均实现较好增长



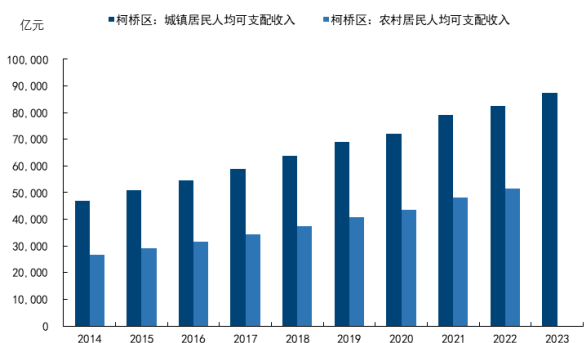
资料来源: WIND, 柯桥区统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

内生增长：省县融合引领数字化转型，大零售空间广阔

深化大零售转型，加强财富管理

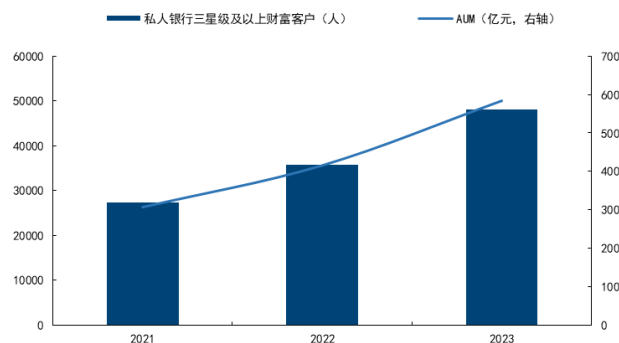
瑞丰银行于 2008 年启动大零售转型，且持续深化大零售内涵，形成以微贷技术专业能力为核心牵引的综合化经营策略，未来成长空间广阔。近年来居民和企业的金融需求日益多样化，瑞丰银行以贷款业务为钩子产品，深挖客群潜能，做深综合化经营，致力于成为零售客户的贴身管家银行，成为中小企业的主办银行。截至 2023 年末，公司私人银行三星级及以上财富客户达 4.8 万人，其 AUM 达到 583 亿元，同比分别增长 33.6%和 40.0%。2023 年公司实现各类代销产品 82.1 亿元，同比增长 212%。瑞丰银行具有明显的客群优势，经营区域居民富裕，金融需求旺盛。如果浙江农商联合银行发起设立理财子公司能够落地，瑞丰银行作为目前浙江省唯一上市农商行，将充分受益。

图17: 柯桥区人均可支配收入水平很高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 瑞丰银行私人银行客户数量和 AUM



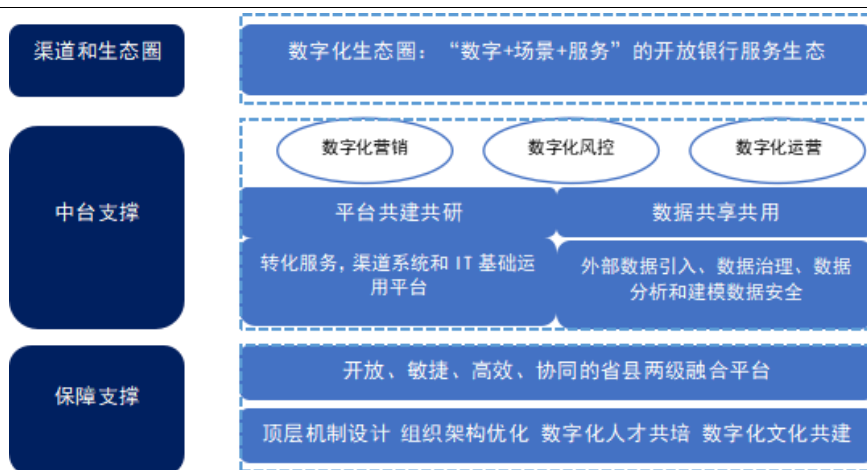
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

省县融合, 发挥“小银行、大平台”金融科技体系优势

省县融合的数字化转型有助于发挥“小银行、大平台”优势, 瑞丰银行有望在这场数字化转型中构筑核心竞争优势。新的经济形态下, 大零售近年来成为不少银行转型的重要方向, 瑞丰银行的优势除了体现在区域经济和客群优势上之外, 我们认为数字化转型是瑞丰银行未来能在大零售领域构筑核心竞争壁垒的重要因素。当前上市的众多农商行也将数字化作为零售业务发展的重要方式, 为什么是瑞丰银行能够脱颖而出, 我们认为除了瑞丰银行自身对于数字化转型的重视之外, 更重要的是浙江农商联合银行和成员机构共同推进数字化转型路径具备明显的优势。因为省县融合既可以发挥省级大平台的高位协调、统筹发展、数据密集作用, 破解地方行社在数字化改革过程中面临的资本、规模、人才、科技等方面的约束, 又能满足小银行特色化的数字化转型需求。

浙江农商联合银行引领成员机构共同开展数字化转型, 坚持省县两级分工协作。农商行在数字化转型过程中始终会面临资本、规模、人才等方面的约束, 而省联社科技系统建设又难以及时满足基层行社的业务发展需要, 这是全国农信系统数字化转型的难点和痛点。对此, 浙江农商联合银行找到了一条路径, 那就是建立健全“小银行、大平台”金融科技管理服务体系。浙江农商联合银行充分发挥人才、技术、规模优势, 秉承“省县两级、统分结合”的原则, 通过做好顶层设计和整体规划, 牵头建设标准化服务、渠道系统和 IT 基础应用平台, 降低各成员机构均自身的数字化转型成本, 提高转型效率。成员机构则充分发挥贴近市场、客户需求响应能力强的优势, 第一时间捕捉市场需求和热点, 提出开发需求, 并立足自身发展需要, 依托省行大平台, 开发个性化系统。浙江农商联合银行科技部门还会根据部分成员行数字化转型的个性化需求提供平台支持, 在其取得成功后, 融入全省平台系统, 为全省其他成员行共享。

图19：联合银行模式下省县统分结合的架构图

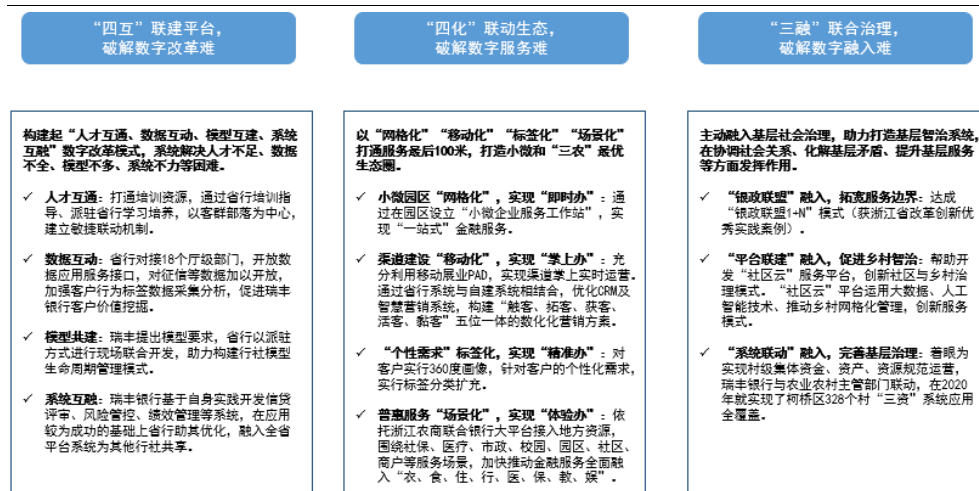


资料来源：《联合银行改革模式下的浙江农信数字化转型探索-以瑞丰农商银行为例》，张向荣，2022，国信证券经济研究所整理

依靠浙江农商联合银行的太平台基础，瑞丰银行有效破解了县域农商行数字改革瓶颈，形成了高效推进农商行数字化转型的“瑞丰模式”。瑞丰银行自2020年启动数字化改革以来，在浙江农商联合银行支持下，探索出了“科技平台联建、业务生态联动、社会治理联盟”数字改革新路径，制定了“拥有数字”到“数字化转型”再到建成“数字银行”的三步走战略。2022年，浙江农商联合银行发布《浙江农商银行系统行社数字化改革推进工作画像》，该“画像”基于DIVER指数模型对各行社的数字化改革进行评价，瑞丰银行位居全省82家农信行社第一，被定义为数字化改革标杆行，形成了高效推进农商行数字转型的“瑞丰模式”。

2022年4月，瑞丰银行在镜湖正式成立占地7万平方米的数字金融中心，致力于突破传统银行服务空间、时间和资源的限制，发挥银政联盟、银企联盟、银社联盟优势，集数据治理、数据运维、数据营销大成，将打造成为管理智治、营销智能的智慧大脑，为企业和群众提供更多线上化、场景化的金融服务，全力引领瑞丰提升金融服务效能，公司在数字化领域投入领先于其他农商行。

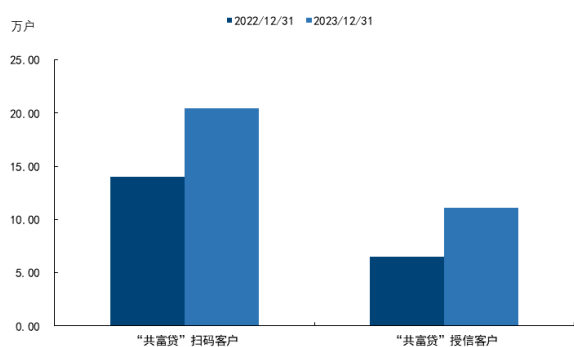
图20：瑞丰银行数字化改革路径



资料来源：《做足“融”字大文章！看开放银行的“瑞丰模式”》，中华合作时报农村金融，2022，国信证券经济研究所整理

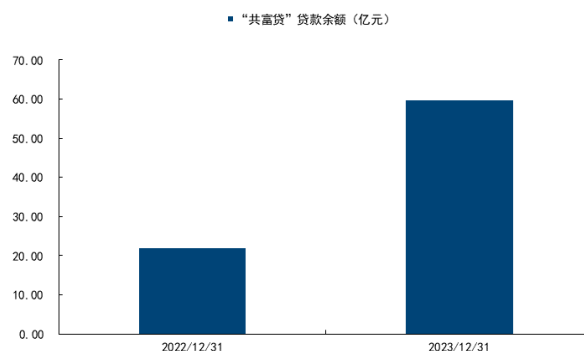
瑞丰银行加速深化数字化改革，迭代升级数字化产品体系，改革成效也是持续上台阶。比如，2023 年瑞丰银行对信用卡、财富、市民卡、商户等客群运作并全行推广，信用卡客户获客期激活率提升 17%，财富客户成功转化率 5.36%，市民卡客户信息挖掘效率提升 56%。另外，近年来瑞丰银行还持续深化金融场景建设，推动银政联盟、校园云、社区云、园区云、商户云、丰收互联等模块加速迭代，为客户打造更亲民的金融服务的同时实现客户引流。同时，积极推广“小微 e 贷”、“关贸 E 贷”、“浙里贷”、“共富贷”等线上产品，快速扩大普惠金融覆盖面。2023 年末，“共富贷”产品扫码客户达 20.4 万户，授信成功客户 11.1 万户，贷款余额 59.6 亿元，较年初增加 37.7 亿元，增幅 172.8%。

图21: 2023 年末“共富贷”授信客户超过 20 万户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 2023 年末“共富贷”贷款余额约 60 亿元



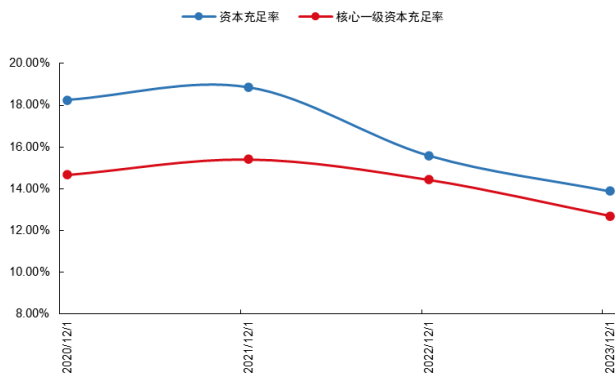
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

外延增长：参股收购实现空间拓源

浙江省优质农商行众多，为瑞丰银行的参股收购创造优异的条件。在农商行跨区域经营严监管的定调下，参股收购成为农商行资本扩张的重要途径。浙江省内共有 81 农商行和 1 家农信联社，大多经营状况良好，为瑞丰银行的资本扩张创造了充分的条件。2022 年以来瑞丰银行已先后入股永康农商行、苍南农商行，最新持股比例分别为 6.96%和 7.58%。2023 年 8 月，瑞丰银行第四届董事会第十五次会议审议通过了投资入股苍南农商银行、诸暨农商银行的议案，均拟分别受让不超过上述两家农商银行股本总额的 9.8%，当前持有苍南农商银行股权比例还没有达到 9.8%，投资诸暨农商银行还没有实际落地，未来都将逐步变现。

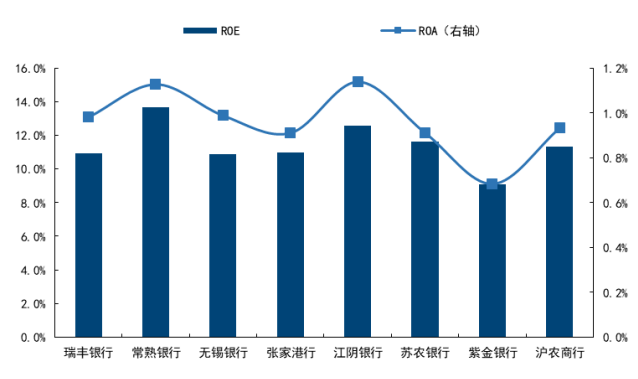
公司通过对永康农商银行和苍南农商银行的投资，瑞丰银行在 2023 年确认了约 1.7 亿元的营业外收入，占其当年归母净利润的近 10%。实际上，瑞丰银行对于永康农商银行、苍南农商银行并非单纯的财务投资，2023 年分别向上述两家农商银行派驻了一名董事参与其决策性事务，能够对其经营施加重大影响，有效发挥业务协同效应，提升经营质效。

图23: 瑞丰银行资本充足



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 2023 年长三角区域上市农商行盈利能力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 浙江省 81 农商行和 1 家农信联社

| 城市 | 机构 | 总资产 (亿元) | ROE (平均) | 城市 | 机构 | 总资产 (亿元) | ROE (平均) | 机构名称 | 总资产 (亿元) | ROE (平均) |
|-----|---------|----------|----------|--------|-------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 杭州市 | 杭州联合农商行 | 5021 | 13.2% | 湖州市 | 吴兴农商行 | 613 | 13.9% | 柯城农商行 | 367 | 12.5% |
| | 萧山农商行 | 3523 | 12.6% | | 南浔农商行 | 908 | 10.8% | 衢江农商行 | 278 | 7.5% |
| | 余杭农商行 | 2443 | 11.0% | | 德清农商行 | 908 | 12.1% | 龙游农商行 | 307 | 11.4% |
| | 富阳农商行 | 941 | 10.4% | | 长兴农商行 | 631 | 9.8% | 江山农商行 | 448 | 10.7% |
| | 临安农商行 | 551 | 13.0% | | 安吉农商行 | 657 | 11.7% | 常山农商行 | 223 | 13.4% |
| | 桐庐农商行 | 419 | 11.3% | | 禾城农商行 | 885 | 10.7% | 开化农商行 | 216 | 9.9% |
| | 淳安农商行 | 262 | 12.2% | | 嘉善农商行 | 672 | 12.2% | 定海海洋农商行 | 341 | 8.5% |
| | 建德农商行 | 378 | 13.5% | | 平湖农商行 | 577 | 9.0% | 普陀农商行 | 330 | 10.4% |
| | 甬城农商行 | 576 | 11.8% | | 海盐农商行 | 406 | 12.6% | 岱山农商行 | 185 | 12.6% |
| | 镇海农商行 | 395 | 12.1% | | 海宁农商行 | 945 | 10.5% | 嵊泗农商行 | 56 | 7.6% |
| 宁波市 | 北仑农商行 | 538 | 11.0% | 桐乡农商行 | 833 | 11.0% | 椒江农商行 | 394 | 12.3% | |
| | 鄞州农商行 | 2635 | 8.4% | 恒信农商行 | 485 | 7.2% | 黄岩农商行 | 454 | 11.2% | |
| | 奉化农商行 | 352 | 9.0% | 瑞丰农商行 | 1969 | 11.0% | 路桥农商行 | 627 | 10.6% | |
| | 余姚农商行 | 977 | 10.4% | 上虞农商行 | 1033 | 8.4% | 临海农商行 | 763 | 12.7% | |
| | 慈溪农商行 | 1514 | 10.0% | 诸暨农商行 | 840 | 10.7% | 台州市温岭农商行 | 819 | 10.8% | |
| | 宁海农商行 | 339 | 12.6% | 嵊州农商行 | 590 | 9.6% | 玉环农商行 | 362 | 11.6% | |
| | 象山农信联社 | 281 | 10.7% | 新昌农商行 | 344 | 9.2% | 天台农商行 | 330 | 12.5% | |
| | 鹿城农商行 | 1464 | 13.4% | 成泰农商行 | 549 | 9.8% | 仙居农商行 | 322 | 12.5% | |
| | 龙湾农商行 | 923 | 14.5% | 兰溪农商行 | 393 | 13.6% | 三门农商行 | 204 | 13.2% | |
| | 瓯海农商行 | 985 | 9.7% | 东阳农商行 | 858 | 11.8% | 莲都农商行 | 369 | 10.2% | |
| 温州市 | 洞头农商行 | 99 | 6.6% | 义乌市农商行 | 1230 | 9.0% | 龙泉农商行 | 175 | 12.1% | |
| | 乐清农商行 | 1106 | 12.7% | 永康农商行 | 715 | 14.8% | 青田农商行 | 399 | 12.0% | |
| | 瑞安农商行 | 1063 | 12.0% | 浦江农商行 | 256 | 14.3% | 云和农商行 | 67 | 9.1% | |
| | 永嘉农商行 | 565 | 13.4% | 武义农商行 | 365 | 12.7% | 丽水市庆元农商行 | 114 | 7.3% | |
| | 文成农商行 | 255 | 14.0% | 磐安农商行 | 212 | 12.1% | 缙云农商行 | 215 | 9.9% | |
| | 平阳农商行 | 530 | 11.8% | | | | 遂昌农商行 | 167 | 8.9% | |
| | 泰顺农商行 | 242 | 13.4% | | | | 松阳农商行 | 142 | 11.2% | |
| | 苍南农商行 | 556 | 14.2% | | | | 景宁农商行 | 55 | 9.4% | |
| | 龙港农商行 | 146 | 13.3% | | | | | | | |

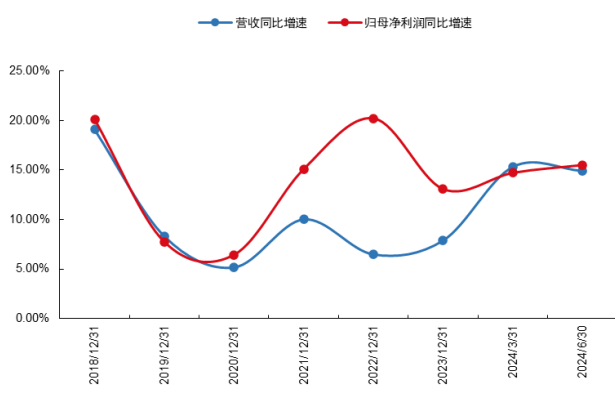
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 总资产和 ROE 为 2023 年数据, 但桐庐农商行、象山农信联社等部分机构由于未披露 2023 年年报, 因此采用的 2022 年数据。

财务分析

瑞丰银行近两年营收和净利润实现了不错的增长。从净利润增速归因来看，规模扩张和其他非息收入形成了比较明显的正贡献，净息差收窄对业绩拖累幅度较大。

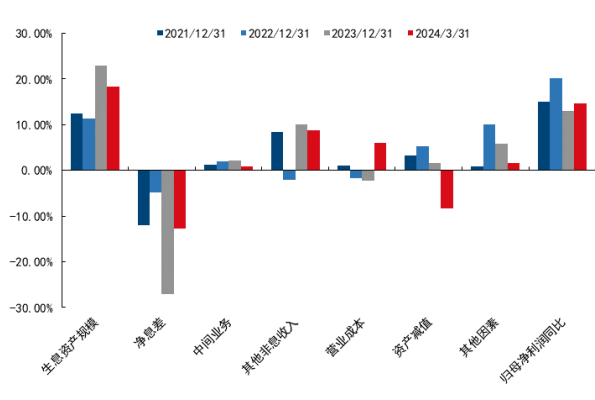
公司披露 2024 年上半年业绩快报。2024 年上半年实现营业收入 21.74 亿元，同比增长 14.90%，归母净利润 8.43 亿元，同比增长 15.48%。公司规模保持稳健扩张，2024 年 6 月末总资产达到 2104 亿元，贷款总额达到 1217 亿元，较年初分别增长 6.86%和 7.33%。当前小微市场竞争仍比较激烈且经济复苏缓慢下小微信贷需求不强，因此预计二季度净息差环比或仍小幅下行，但以量补价后净利息收入实现个位数增长。非息收入预计延续高增态势，带来营收同比高增 14.90%。资产质量优异，公司保持较高的拨备计提力度，2024 年 6 月末，不良贷款率 0.97%，与年初持平，拨备覆盖率 323.79%，较年初上升 19.7 个百分点。

图25: 瑞丰银行营收和规模净利润增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

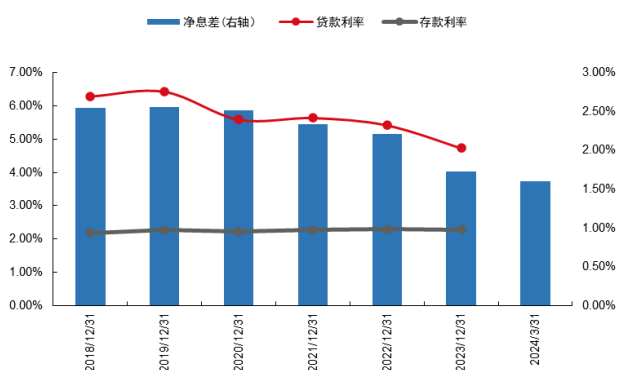
图26: 瑞丰银行业绩增速归因



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：2024 年上半年仅披露快报，无法做业绩增速归因分析。

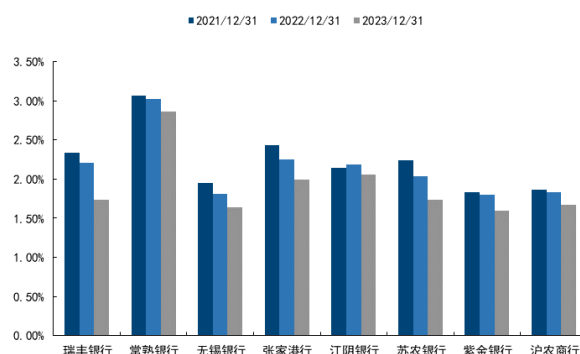
净息差：2023 年以来瑞丰银行净息差大幅回落，2024 年一季度净息差为 1.60%，较 2022 年累计回落了 61bps，回落幅度明显高于长三角区域其他上市农商行。公司贷款收益率大幅回落拖累净息差，主要是瑞丰银行贷款余额 60%投向小微企业和个人经营性贷款，即监管部门定义的普惠小微贷款，而近两年普惠领域信贷市场竞争激烈且需求相对比较疲软，羊群效应下贷款投放利率回落非常大。虽然利率大幅降低，但监管 2022 年起通过普惠小微贷款支持工具给予 1%~2%利率补贴，瑞丰银行普惠小微贷款占比较高，这也是当前瑞丰银行账面贷款收益率和净息差绝对水平较其他上市农商行并没有优势的原因之一。另外，去年以来微粒贷等高收益资产的压缩也给公司贷款收益率带来了比较大的冲击，但目前调整已经比较充分。

图27：瑞丰银行近两年净息差收窄幅度较大



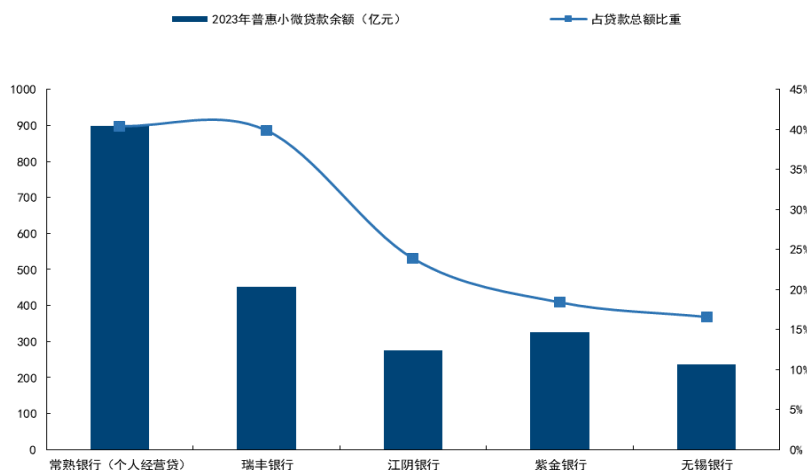
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：长三角上市农商行净息差水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：瑞丰银行普惠小微贷款占贷款总额的40%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资产质量：2024年6月末，公司不良率0.97%，拨备覆盖率323.8%，近年来不良率持续下行且拨备覆盖率不断提升。公司不良生成率也持续处在较低水平，公司资产质量表现优异。

表5：长三角区域上市农商行资产质量指标

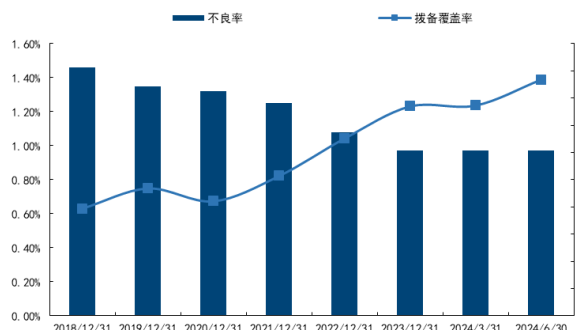
| | 不良率 (2024Q1) | 拨备覆盖率 (2024Q1) | 逾期率 (2023A) | 关注率 (2023A) |
|------|--------------|----------------|-------------|-------------|
| 瑞丰银行 | 0.97% | 304.8% | 1.84% | 1.30% |
| 常熟银行 | 0.76% | 539.2% | 1.23% | 1.17% |
| 无锡银行 | 0.79% | 515.4% | 0.66% | 0.42% |
| 张家港行 | 0.93% | 413.1% | 1.70% | 1.59% |
| 江阴银行 | 0.97% | 425.3% | 1.19% | 1.06% |
| 苏农银行 | 0.91% | 453.7% | 0.73% | 1.21% |
| 紫金银行 | 1.16% | 252.7% | 1.29% | 0.96% |
| 沪农商行 | 0.99% | 381.8% | 1.25% | 1.23% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

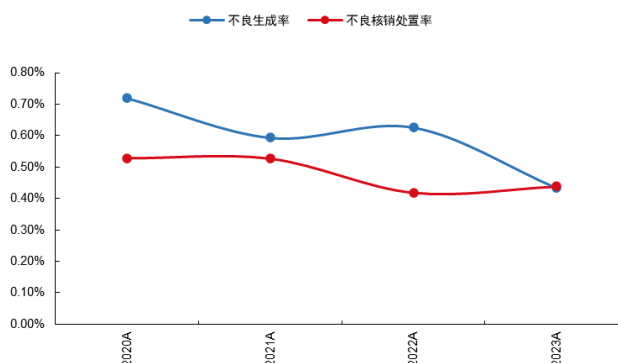
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

图30: 瑞丰银行不良率和拨备覆盖率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 瑞丰银行不良生成和核销率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 瑞丰银行确定了“一基四箭”的区域发展战略, 柯桥区域坚持做深做透, 越城、义乌业务成长空间广阔。依托区域经济优势, 我们判断公司规模仍能维持不错增长。但在淡化存量规模等监管指导下, 我们预计规模扩张增速会略有放缓, 公司将更注重质效的提升, 因此假设公司 2024-2026 年资产总额同比分别增长 15.0%/14.0%/13.5%。

(2) 净息差: 当前经济复苏缓慢, 信贷需求仍偏弱, 小微信贷领域竞争仍非常激烈, 判断贷款收益率仍将面临较大下行压力。但目前政策通过调降存款挂牌利率等方式持续引导降低银行业负债端成本, 将部分对冲资产端收益率下行压力。因此我们预计银行业净息差仍将持续下行, 但下行幅度会逐步收窄。我们假设 2024-2026 年公司净息差(按期初期末平均余额测算)分别为 1.60%/1.55%/1.60%。

(3) 资产质量: 近年来公司不良率和不良生成率都呈现持续下行态势, 资产质量表现优异。考虑到公司较强的风险管控能力, 我们判断公司资产质量仍有改善空间, 预计 2024-2026 不良率分别为 0.92%/0.90%/0.90%。由于资产质量优异, 公司信用成本略有下行, 假设 2024-2026 年信用成本分别为 0.60%/0.55%/0.53%。

(4) 其他: 假设未来三年分红率约为 20%; 不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2023~2025 年归母净利润分别为 19.36/21.87/25.12 亿元, 对应同比增速分别为 12.1%/12.9%/14.9%。对应每股收益分别为 0.99/1.11/1.28 元。

表 6：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,804 | 4,132 | 4,510 | 5,071 |
| 其中：利息净收入 | 3,054 | 3,330 | 3,693 | 4,336 |
| 非息收入 | 750 | 801 | 817 | 736 |
| 营业支出 | 2,203 | 2,174 | 2,293 | 2,517 |
| 其中：业务及管理费 | 1,319 | 1,363 | 1,488 | 1,673 |
| 资产减值损失 | 845 | 786 | 778 | 813 |
| 利润总额 | 1,791 | 2,007 | 2,267 | 2,604 |
| 减：所得税 | 42 | 47 | 53 | 61 |
| 净利润 | 1,749 | 1,960 | 2,214 | 2,543 |
| 归母净利润 | 1,727 | 1,936 | 2,187 | 2,512 |
| EPS（元） | 0.88 | 0.99 | 1.11 | 1.28 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差（按期初期末平均余额测算）对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表 7：净利润增长的净息差的敏感性分析（百万元）

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 悲观情形：经济复苏低于预期，LPR 大幅下行，净息差降幅更大 | | | | |
| 净息差假设 | 1.74% | 1.56% | 1.49% | 1.46% |
| 归母净利润 | 1727 | 1883 | 2095 | 2269 |
| 归母净利润增速 | 13.0% | 9.0% | 11.3% | 8.3% |
| EPS（元） | 0.88 | 0.96 | 1.07 | 1.16 |
| 基准情形 | | | | |
| 净息差假设 | 1.74% | 1.60% | 1.55% | 1.60% |
| 归母净利润 | 1727 | 1936 | 2187 | 2512 |
| 归母净利润增速 | 13.0% | 12.1% | 12.9% | 14.9% |
| EPS（元） | 0.88 | 0.99 | 1.11 | 1.28 |
| 乐观情形：信贷需求恢复，净息差企稳 | | | | |
| 净息差假设 | 1.74% | 1.65% | 1.65% | 1.70% |
| 归母净利润 | 1727 | 2003 | 2339 | 2685 |
| 归母净利润增速 | 13.0% | 16.0% | 16.8% | 14.8% |
| EPS（元） | 0.88 | 1.02 | 1.19 | 1.37 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

表 8：一、二阶段假设（百万元）

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | 2036E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净资产 | 16870 | 18477 | 20295 | 22391 | 24590 | 26705 | 28990 | 31458 | 34123 | 37002 | 40111 | 43468 | 47094 | 51010 |
| 摊薄 ROE | 10.2% | 10.5% | 10.8% | 11.2% | 11.0% | 11.0% | 10.9% | 10.9% | 10.8% | 10.8% | 10.7% | 10.7% | 10.7% | 10.6% |
| 归母净利润 | 1727 | 1936 | 2187 | 2512 | 2713 | 2930 | 3164 | 3417 | 3690 | 3986 | 4304 | 4649 | 5021 | 5422 |
| 同比 | 13.0% | 12.1% | 12.9% | 14.9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| 分红率 | 20% | 20% | 20% | 20% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| 股利 | 353 | 396 | 447 | 514 | 814 | 879 | 949 | 1025 | 1107 | 1196 | 1291 | 1395 | 1506 | 1627 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表 9：折现率假设

| | | | |
|---------|-------|---------|------|
| 无风险收益率 | 2.5% | 第二阶段增长率 | 8.0% |
| 风险溢价率 | 7.0% | 第二阶段分红率 | 30% |
| β | 1.4 | 永续增长率 | 4.5% |
| COE | 12.3% | 永续分红率 | 50% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 5.6~6.7 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

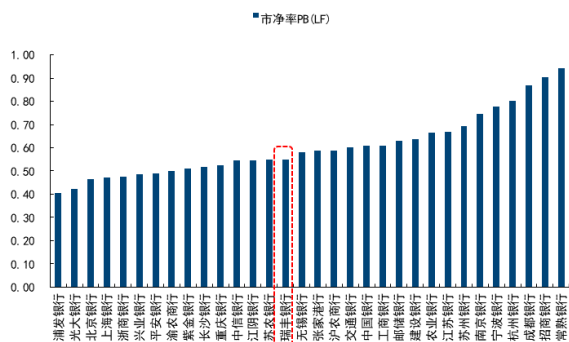
| | | 折现率变化 | | | | |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 11.00% | 11.50% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| 永续增长率 | 4.0% | 6.8 | 6.3 | 5.9 | 5.5 | 5.2 |
| | 4.2% | 6.9 | 6.4 | 6.0 | 5.6 | 5.2 |
| | 4.5% | 7.1 | 6.6 | 6.1 | 5.7 | 5.3 |
| | 4.8% | 7.3 | 6.7 | 6.2 | 5.8 | 5.4 |
| | 5.0% | 7.5 | 6.8 | 6.3 | 5.9 | 5.5 |

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

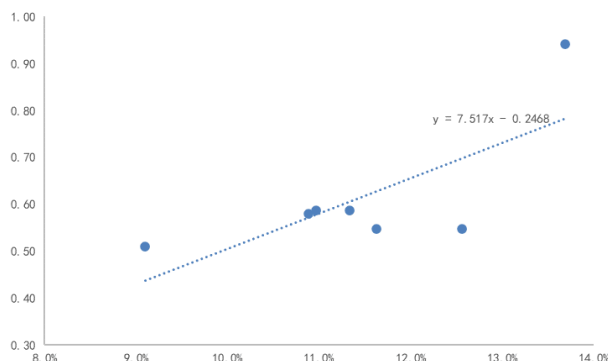
我们将长三角区域上市农商行放在一起进行横向比较。公司长期坚定做小做散战略，且不断深化大零售和数字化转型，小微信贷模式可复制性强。“一基四箭”区域战略成效显著，且公司通过参股收购实现异地拓源。考虑到浙江省民营经济发达以及农信体制优势，我们给予公司约 10%~15% 的估值溢价，据此计算公司 2024 年合理价值为 5.9~6.7 元。

图32: 瑞丰银行 PB 估值处在低位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：按 2024 年 7 月 10 日收盘价计算。

图33: 长三角区域上市农商行估值情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：按 2024 年 7 月 10 日收盘价计算。

投资建议

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司 2024 年合理股价在 5.6~6.7 元，对应的 2024 年 PB 估值 0.60~0.72x，为相较于当前股价 4.74 元（2024 年 7 月 17 日收盘价）有大约 18%~41%溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

- (1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；
- (2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；
- (3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。三是柯桥对外贸依存度较高，当前公司出口国家和地区分散，因此区域经济情况对公司影响不大，但当前国际形势动荡，如果出现全球性的经济危

机，则会对柯桥经济带来重大冲击。四是产业政策的不稳定性，柯桥经济对纺织服装业依赖度较高，近年来区域纺织服装业产业持续升级，竞争优势明显。但对某单一产业依赖度较高的因素，一旦纺织产业出现重大的利空政策，区域经济也会受到重大冲击。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|-------------------|--|
| Buy | Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Accumulate | Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral. |
| Reduce | Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |
| Sell | Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|---------------------|---|
| Outperform | Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral. |
| Underperform | Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable. |

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。 |
| 增持 | 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。 |
| 减持 | 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。 |
| 卖出 | 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。 |

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|------|---------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。 |
| 跑输大市 | 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。 |

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理