

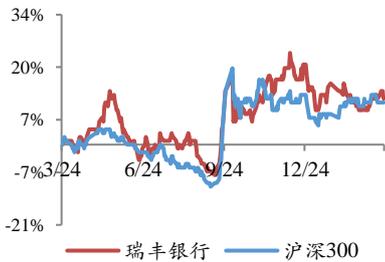
## 投资净收益大幅提升，资产质量改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-30

收盘价（元）	5.37
近12个月最高/最低（元）	5.97/4.33
总股本（百万股）	1,962
流通股本（百万股）	1,705
流通股比例（%）	86.92
总市值（亿元）	105
流通市值（亿元）	92

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘锦慧

执业证书号：S0010524110001

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

### 相关报告

1.2024年三季报点评，营收增速领跑上市银行，拨备安全垫增厚 2024-11-01

2.2024年中报业绩快报点评，营收利润双高增，风险抵补能力边际提升 2024-07-19

### 主要观点：

#### ● 营收利润维持双高增，投资净收益大幅提升

2024年瑞丰银行营收、归母净利润分别同比+15.29%、+11.27%，较1-3Q24分别边际+0.62、-3.3pcts，营收利润延续双高增趋势。其中利息净收入增速同比-1.65pct，利息净收入占比营收为68.5%。非息净收入同比+84.25%，2024年非息收入占比营收由年初的19.71%大幅提升至31.5%。其中，中收净收入2024年全年总计确认0.39亿元。其他非息业务表现亮眼，主要为投资净收益大幅高增贡献（2024年确认9.42亿元，同比+200.4%）。除自身把握债市机遇增厚收益外，投资净收益中，瑞丰银行对永康、苍南农商行的股权投资收益为1.11亿元，较2023年大幅提升205.7%。到2024年末，瑞丰银行对两家兄弟行持股比例分别为6.96%、7.53%，同时债牛撬动其他综合收益倍增，并表收益可观。地区分布来看，柯桥、义乌地区营收增速较高，分别同比+15.69%、+17.8%；越城地区利润增速较高，同比+19.98%。2024年瑞丰银行发力“一基四箭”明确柯桥、义乌、镜湖、滨海四个区域战略定位，差异化经营优势逐渐显现。

#### ● 贷款结构向对公倾斜，旺季投放前置

2024年末，瑞丰银行总资产、贷款、金融投资分别同比增长+11.99%、+15.5%、16.38%，扩表动能强劲。贷款结构来看，2024年末公司贷款、个人贷款、贴现分别占比50.03%、42.71%、7.26%，贷款投放结构进一步向对公倾斜。2024年末公司贷款655.22亿元，YoY+20.62%；个人贷款559.28亿元，YoY+7.85%，对公投放仍主要集中在制造业和批发零售业，占比分别为19.88%和12.42%，其中批发零售业占比同比提升1.8pct。租赁与商务服务业占比提升至4.55%，预计主要投向支持绍兴本地基建项目。个人贷款占比中，经营贷和消费贷增长强劲，分别同比+16.1%、29.9%，个人按揭和信用卡规模有所下降。2024年末，瑞丰银行总负债、存款分别同比增长+11.81%、12.82%，全年存款增长主要为个人定期存款、保证金存款贡献。4Q24单季来看，公司贷款、公司活期存款增长较好（分别净新增20.35亿、18.68亿），瑞丰银行应对激烈的市场竞争形势，将旺季投放提前到4Q24，体现决策灵活性和客户经营能力较强。

#### ● 净息差环比小幅下降，个贷、贴现收益率降幅明显

2024年末瑞丰银行净息差为1.5%，全年下行23bps，息差降幅主要体现在一季，二到四季度降幅逐季收窄。贷款收益率较1H24下降11bps至4.23%，其中企业、零售、贴现收益率分别下降6bps、13bps、19bps至4.26%、4.71%、1.46%，预计主要由于消费贷竞争加剧影响，高收益零售贷款价格下降幅度较大。存款付息率较1H24

下降 4bps 至 2.2%，预计 2025 年年初三年期大额存单到期转存、定期存款挂牌利率调降有望带动存款付息率进一步下行，对息差形成提振。

#### ● 资产质量前瞻指标改善明显，风控模型细致到具体行业

2024 年末瑞丰银行不良率 0.97%，连续 5 个季度环比持平，资产质量保持稳健。拨备覆盖率 320.87%，较 3Q24 下降 9.09pcts，风险抵补能力维持较好水平。关注率较 3Q24 下降 11bps 至 1.45%，逾期率较 1H24 下降 8bps 至 1.69%，资产质量前瞻指标有所好转。从逾期贷款结构来看，逾期 90 天内贷款规模有所下降，2024 年下半年新生成风险较 2024 年上半年有所下降。绍兴地区纺织业集群特征明显，瑞丰银行深耕客群积累了丰富的经验和数据，风险把控准确。客户信用评级方面，根据区域行业特色细分了小微制造业、小微外贸业、小微通用、新建小微企业、纺织制造业、非纺织制造业、大型印染企业、大型建筑业、大型外贸公司、其他批发零售业、事业单位、政府融资平台、新建企业（公司）、通用类 14 个模型。根据不同行业特点设定差异化的评级因素和评分权重，每年定期对企业贷款客户进行重新评级，根据客户的财务状况或业务经营变化及时调整其信用评级。“小而散”民营企业和个体工商户的尾部风险生成预计可控。

#### ● 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。2024 年营收、利润表现亮眼，资产质量前瞻指标有所改善，未来风险处置和利润释放均有空间。通过入股浙江农信兄弟行实现投资收益倍增。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别同比增长 3.91%/4.89%/8.1% 归母净利润分别同比增长 5.51%/8.93%/9.11%，维持“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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,385	4,556	4,779	5,166
收入同比	15.29%	3.91%	4.89%	8.10%
归属母公司净利润	1,922	2,028	2,209	2,410
净利润同比	11.27%	5.51%	8.93%	9.11%
ROAA	0.92%	0.87%	0.85%	0.84%
ROAE	10.43%	10.45%	10.63%	10.62%
每股收益 (元)	0.98	1.03	1.13	1.23
P/E	5.48	5.20	4.77	4.37
P/B	0.56	0.53	0.49	0.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
贷款总额	130,960	147,330	162,210	174,862	
贷款减值准备	3,859	4,302	4,518	4,741	
债券投资	74,091	81,648	88,727	97,165	
存放央行	9,764	15,195	16,706	18,149	
同业资产	6,212	5,099	5,124	4,915	
<b>资产总额</b>	<b>220,503</b>	<b>246,116</b>	<b>274,009</b>	<b>302,439</b>	
吸收存款	166,191	185,303	206,243	226,867	
同业负债	26,042	30,986	36,784	41,892	
发行债券	7,334	7,759	6,929	7,504	
<b>负债总额</b>	<b>201,277</b>	<b>225,988</b>	<b>252,004</b>	<b>278,481</b>	
<b>股东权益</b>	<b>19,226</b>	<b>20,129</b>	<b>22,006</b>	<b>23,959</b>	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
净利息收入	3,004	3,106	3,201	3,301	
净手续费收入	39	61	70	82	
其他非息收入	1,343	1,389	1,508	1,782	
营业收入	4,385	4,556	4,779	5,166	
税金及附加	(38)	(66)	(69)	(70)	
业务及管理费	(1,369)	(1,369)	(1,443)	(1,544)	
营业外净收入	70	-	-	-	
拨备前利润	3,048	3,121	3,267	3,551	
资产减值损失	(1,153)	(1,034)	(1,021)	(1,103)	
税前利润	1,894	2,087	2,246	2,448	
税后利润	1,944	2,055	2,209	2,410	
归属母行净利润	1,922	2,028	2,209	2,410	

盈利及杜邦分析

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	1.44%	1.33%	1.23%	1.15%
净非利息收入	0.56%	0.62%	0.61%	0.65%
营业收入	2.10%	1.95%	1.84%	1.79%
营业支出	0.67%	0.62%	0.58%	0.56%
拨备前利润	1.46%	1.34%	1.26%	1.23%
资产减值损失	0.55%	0.44%	0.39%	0.38%
税前利润	0.91%	0.89%	0.86%	0.85%
税收	(0.02%)	0.01%	0.01%	0.01%
ROAA	0.93%	0.88%	0.85%	0.84%
ROAE	10.77%	10.45%	10.48%	10.49%

资本状况

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
核心一级资本充足率	13.67%	12.89%	12.81%	12.69%
一级资本充足率	13.68%	12.90%	12.81%	12.70%
资本充足率	14.87%	14.55%	14.24%	14.00%
风险加权系数	63.23%	62.93%	62.25%	61.98%

业绩增长率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	(1.65%)	3.42%	3.04%	3.15%
净手续费收入	(390.91%)	56.50%	15.30%	17.50%
营业收入	15.29%	3.91%	4.89%	8.10%
拨备前利润	15.64%	2.40%	4.67%	8.72%
归属母行净利润	11.27%	5.51%	8.93%	9.11%

驱动性因素

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产增长	12.31%	12.78%	9.43%	8.18%
贷款增长	15.50%	12.50%	10.10%	7.80%
存款增长	12.88%	11.50%	11.30%	10.00%
净手续费收入/营收	0.89%	1.33%	1.47%	1.60%
成本收入比	31.22%	30.05%	30.20%	29.89%
实际所得税税率	(2.62%)	1.50%	1.64%	1.57%

每股指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
PE	5.48	5.20	4.77	4.37
PB	0.56	0.53	0.49	0.45
EPS	0.98	1.03	1.13	1.23
BVPS	9.67	10.11	11.07	12.06
每股拨备前利润	1.55	1.59	1.66	1.81

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述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。