

小微特色鲜明护城河深厚，风险随周期小幅波动 ROE 稳步提升

——常熟银行首次覆盖报告

核心观点

- **立足全国百强县的小微标杆银行。**常熟银行立足当地小微、民营经济蓬勃发展的环境，较早明确发力小微业务，2009 年引入 IPC 技术评估客户资质、有效把控风险，2014 年起逐渐建立“信贷工厂”标准化模式，近年来利用数字化技术打造移动信贷平台 MCP，进一步降本增效，2016-2024 年人均产能提升近三倍。小微业务历经三次迭代已形成稳固的护城河，24H1 个人经营贷占比保持上市银行首位。

- **ROE 有望维持领先，估值具备向上空间。**优异的基本面支持业绩保持高增，2024 年 ROE 同比提升 0.4pct 至 14.1%，后续来看，有望保持领先优势：

规模：异地布局领先、村镇银行改革提速，带来相对更大的扩表空间。小微信贷或进入“保量、稳价、优结构”的新阶段，但常熟银行相比同业具备更大的空间。1) 异地分支机构的前瞻性布局较为充分，市占率提升空间较大。2) 村镇银行数量领先同业，在减量提质的监管导向下，有望继续吸收合并村镇银行助力改革化险，并通过复制小微业务模式打开自身增量空间，转债转股可进一步提供资本支撑。3) 近年对公业务有效补位，结合区域和自身特色打造了“常银微创投”等增长点。

息差：做小做散做信用叠加高息存款到期，高息差优势有望持续。资产端，做小、做信用打造差异化优势，叠加市场价格竞争缓和，收益率下行速度或放缓；负债端，24 年末三年期及以上定期存款占比近 40%，高息定存到期有望显著改善成本。

信用成本：资产质量穿越周期，小微优惠政策呵护下，信用成本预计保持可控水平。不良率长期优于同业。受小微等领域扰动，前瞻性指标有所波动，但出色的风控能力叠加小微无还本续贷政策的优化，整体风险可控。拨备覆盖率保持在 500% 以上，非信贷资产的拨备亦有一定厚度，信用成本有望保持低位。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 25/26/27 年归母净利润同比增速分别为 12.8%/11.2%/13.1%，BVPS 分别为 10.52/11.92/13.51 元，当前 A 股股价对应 2025/26/27 年 PB 分别为 0.69/0.60/0.53 倍。可比公司 25 年 PB 调整平均值为 0.70 倍，考虑到公司业绩增速领先，资产质量优异，核心业务护城河稳固，给予 20% 估值溢价，对应 25 年 0.84 倍 PB，目标价 8.82 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；小微等重点领域风险蔓延；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,870	10,909	11,713	12,600	13,766
同比增长(%)	12.1%	10.5%	7.4%	7.6%	9.3%
营业利润(百万元)	4,053	4,869	5,380	5,993	6,783
同比增长(%)	49.8%	20.1%	10.5%	11.4%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	3,282	3,813	4,301	4,782	5,408
同比增长(%)	19.6%	16.2%	12.8%	11.2%	13.1%
每股收益(元)	1.09	1.26	1.43	1.59	1.79
每股净资产(元)	8.99	9.26	10.52	11.92	13.51
总资产收益率(%)	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
平均净资产收益率(%)	13.7%	14.2%	14.4%	14.1%	14.1%
市盈率	6.01	5.72	5.05	4.55	4.02
市净率	0.80	0.78	0.69	0.60	0.53

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（首次）

股价（2025年04月22日）	7.21 元
目标价格	8.82 元
52 周最高价/最低价	8.07/6.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	301,499/301,499
A 股市值（百万元）	21,738
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2025 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.42	-0.69	1.26	8.03
相对表现%	-0.18	2.65	1.6	0.86
沪深 300%	0.6	-3.34	-0.34	7.17



证券分析师

屈俊	qujun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523060001
于博文	yubowen1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020002

联系人

王霄鸿	wangxiaohong@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

目 录

一、立足全国百强县的小微标杆银行.....	5
1.1 立足区位优势禀赋，积极布局异地市场	5
1.2 坚守“三农两小”定位，三次迭代造就小微标杆	9
二、异地布局领先、村镇银行改革提速，带来相对更大的扩表空间.....	12
三、做小做散做信用叠加高息存款到期，高息差优势有望持续.....	16
四、资产质量穿越周期，小微优惠政策呵护下，信用成本预计保持可控水平	19
五、ROE 有望维持领先，估值具备向上空间.....	21
六、盈利预测与投资建议	22
6.1 盈利预测	22
6.2 投资建议	24
七、风险提示.....	24

图表目录

图 1：2023 年及 2024 年全国各省 GDP	5
图 2：2023 年常熟市、江苏省及全国人均 GDP	5
图 3：常熟市 GDP 三产结构.....	5
图 4：江苏省民营经济增加值占 GDP 比重	6
图 5：2025 年 3 月常熟市企业所有制结构（按数量占比）	6
图 6：2025 年 3 月常熟市企业注册资本结构（按数量占比）	6
图 7：常熟银行发展历程	6
图 8：截至 2024 年末常熟银行异地机构分布情况	7
图 9：截至 2024 年末常熟银行村镇银行分布情况	7
图 10：常熟银行分地区营收占比.....	7
图 11：常熟银行“四线三级”管理架构.....	9
图 12：常熟银行个人经营性贷款规模及同比增速.....	9
图 13：常熟银行个人经营性贷款占总贷款比例	9
图 14：2024H1 上市银行个人经营性贷款占总贷款比例	10
图 15：IPC 技术核心机制.....	10
图 16：“信贷工厂”模式	11
图 17：小微贷款“常熟模式”示意图	11
图 18：常熟银行人均产能	11
图 19：银行业普惠型小微企业贷款余额及同比增速	13
图 20：各类型银行普惠型小微企业贷款余额占比.....	13
图 21：常熟银行及上市农商行贷款同比增速.....	14
图 22：2024H1 江浙地区上市农商行异地分行数量	14
图 23：常熟银行在常熟和江苏其他地区的贷款市占率测算	14
图 24：2024H1、2024A 江浙地区上市农商行控股村镇银行数量	15
图 25：全国村镇银行数量	15
图 26：常熟银行资本充足率.....	15
图 27：常熟银行对公贷款（不含票据）同比增速.....	16
图 28：常熟银行对公贷款（不含票据）行业结构.....	16
图 29：常熟银行个人经营贷贷款金额构成	16
图 30：常熟银行个人经营贷户均贷款余额	16
图 31：常熟银行个人经营贷中信用贷款占比	17
图 32：常熟银行及江浙地区上市农商行贷款收益率	17
图 33：各类型机构普惠型小微企业贷款余额同比增速.....	17
图 34：国有行新发放普惠型小微企业贷款平均利率	17

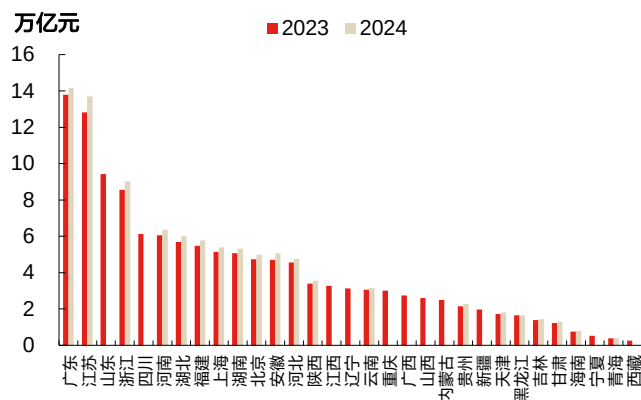
图 35：常熟银行及上市农商行定期存款占比	18
图 36：常熟银行及江浙地区上市农商行存款成本率	18
图 37：常熟银行净息差	18
图 38：2024H1、2024A 上市农商行净息差	18
图 39：常熟和江苏省内商业银行不良率	19
图 40：常熟银行关注率和逾期率	19
图 41：常熟银行核销额和不良净生成率（测算）	19
图 42：常熟银行个人经营性贷款分金额不良率	20
图 43：常熟银行个人经营性贷款分担保方式不良率	20
图 44：常熟银行总贷款分地区不良率	20
图 45：常熟银行资产减值损失和信用成本率（测算）	21
图 46：常熟银行拨备覆盖率和拨贷比	21
图 47：常熟银行及上市农商行营收、PPOP、归母净利润同比增速	21
图 48：上市农商行年化 ROE	22
图 49：常熟银行 PB(LF)-Band	24
表 1：截至 2024 年末常熟银行十大股东结构	8
表 2：常熟银行主要管理层情况	8
表 3：近年主要小微支持政策梳理（截至 2025 年 4 月 22 日）	12
表 4：常熟银行三年期及以上定存到期对息差的影响测算	18
表 5：常熟银行核心指标假设	23
表 6：常熟银行收入分类预测	23
表 7：可比公司估值表（截至 2025 年 4 月 22 日）	24

一、立足全国百强县的小微标杆银行

1.1 立足区位优势禀赋，积极布局异地市场

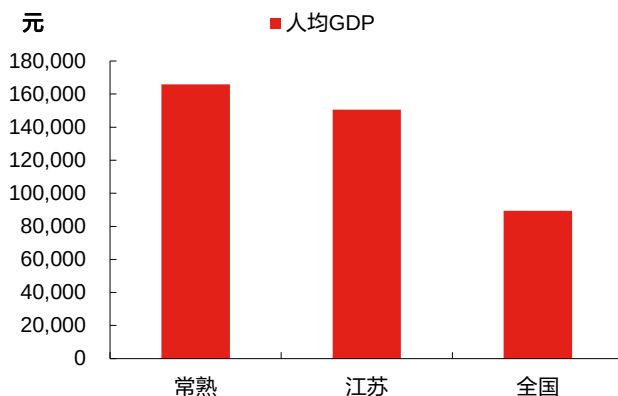
区域经济实力雄厚，稳居全国百强县前列。江苏是我国经济最为发达的区域之一，2024 年 GDP 总量突破 13 万亿元，同比增长 5.8%，领先全国平均增速。常熟是江苏省内的经济重镇，2023 年人均 GDP 达到 16.6 万元，高于江苏整体水平，综合实力居全国百强县第四。产业结构上看，常熟已经形成汽车及零部件、装备制造、纺织服装三大千亿级支柱产业，并着力发展电子信息、生命健康等新兴产业，二三产业合计占比不断提高，截至 2023 年底达 98.5%。

图 1：2023 年及 2024 年全国各省 GDP



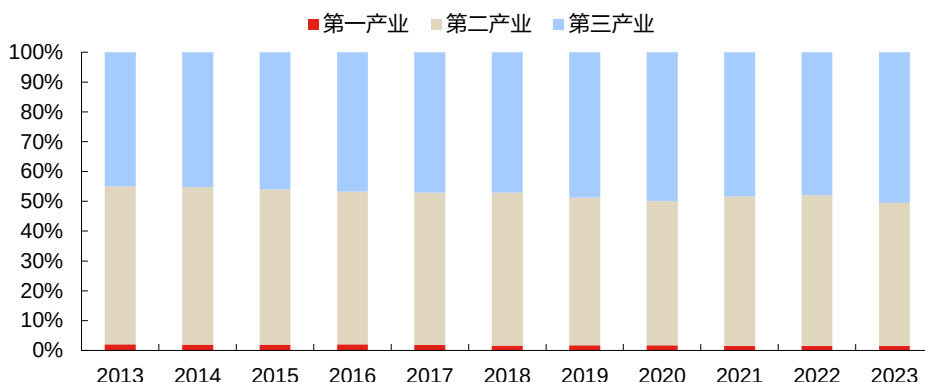
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2023 年常熟市、江苏省及全国人均 GDP



数据来源：Wind，东方证券研究所

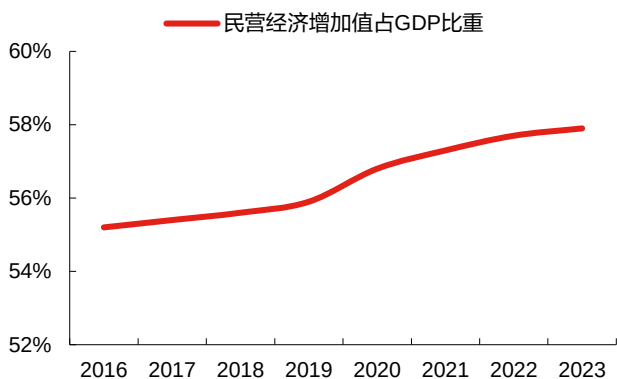
图 3：常熟市 GDP 三产结构



数据来源：Wind，东方证券研究所

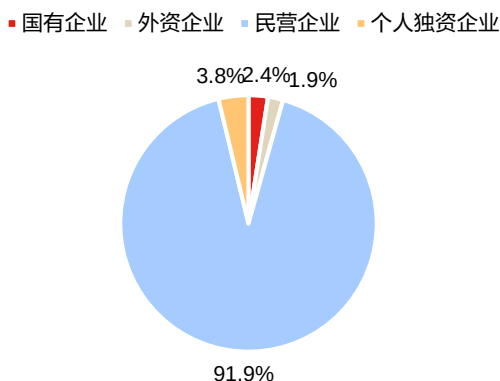
小微土壤优渥，民营经济蓬勃发展。江苏民营经济发达，近年来民营经济增加值占 GDP 比例过半且持续提升，常熟作为“苏南模式”的发源地之一，自改革开放起便积极推动农村城镇化、工业化，打造了一批乡镇企业，并持续优化营商环境，奠定了小微、民营企业发展的良好基础。截至 2025 年 3 月，常熟民营企业、个人独资企业数量合计占比达 95.6%，注册资本在 1000 万元以下的企业数量占比达 89.2%。

图 4：江苏省民营经济增加值占 GDP 比重



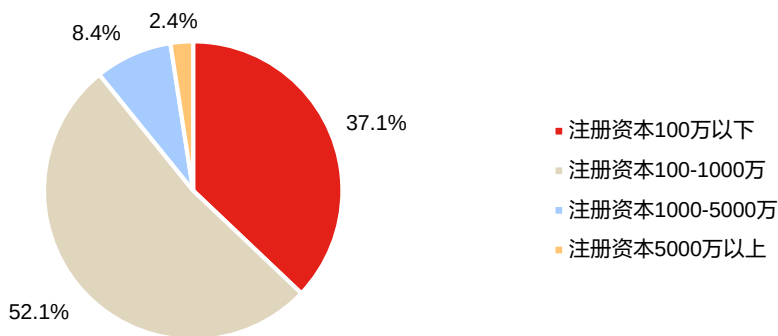
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2025 年 3 月常熟市企业所有制结构（按数量占比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

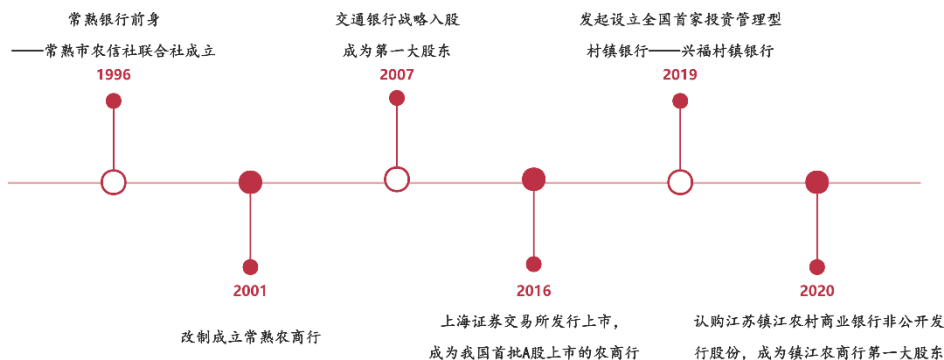
图 6：2025 年 3 月常熟市企业注册资本结构（按数量占比）



数据来源：Wind，东方证券研究所

江苏常熟农村商业银行股份有限公司（以下简称“常熟银行”）成立于 2001 年，由常熟市农信社联合社与其下辖的 35 家农信社合并而来，2007 年引入交通银行作为战略投资者，2016 年在上交所上市。截至 2024 年末，常熟银行总资产规模达 3666 亿元，同比增长 9.6%，规模居上市农商行前列。

图 7：常熟银行发展历程

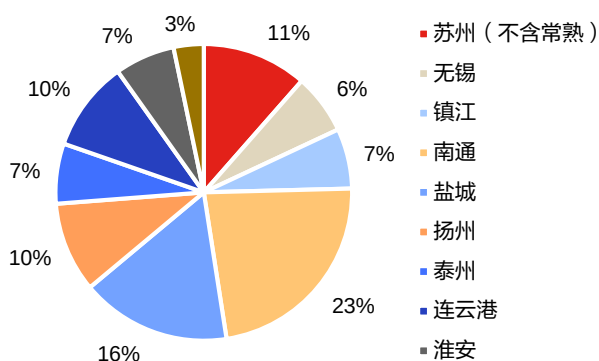


数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

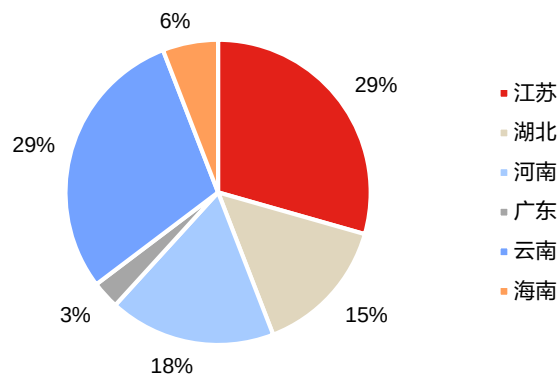
深耕本地，积极布局异地分支机构和村镇银行。常熟银行较早开启了异地扩张之路，在深耕常熟本地市场的同时，积极布局省内其他地区的分支机构，并通过设立和并购村镇银行的方式辐射省内外市场。截至 2024 年末，常熟银行共有 170 家分支机构，其中 61 家分布在江苏省内、常熟以外，占比 35.9%；控股 34 家村镇银行，除江苏外，还覆盖湖北、河南、广东、云南以及海南。

图 8：截至 2024 年末常熟银行异地机构分布情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

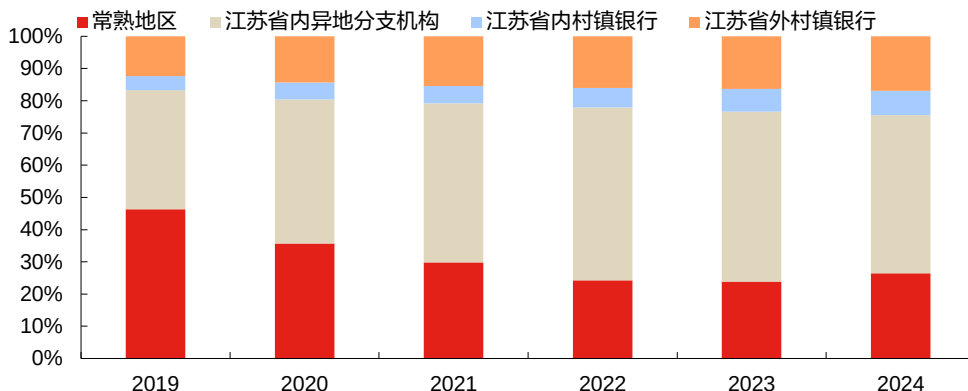
图 9：截至 2024 年末常熟银行村镇银行分布情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

异地分支机构和村镇银行的营收贡献度有所提升。近年来，常熟地区的营收占比总体呈下降态势，异地分支机构和村镇银行的贡献度有所提升。2019-2024 年，异地分支机构营收占比累计提升约 12pct 至 49.0%，已成为常熟银行营收的主要来源；村镇银行营收占比累计提升近 8pct 至 24.5%，主要由江苏省外村镇银行贡献。

图 10：常熟银行分地区营收占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

股权结构相对分散，交行为第一大股东。2007 年末，常熟银行引入交通银行作为战略投资者，是全国首家引入境内战略投资者的农商行，自此交通银行成为公司第一大股东，截至 2024 年末持股比例为 9.01%；常熟市国资委通过常熟市发展投资有限公司和江苏江南商贸集团合计持股 5.88%；其余主要股东均为机构投资者，股权结构较为分散。

表 1：截至 2024 年末常熟银行十大股东结构

股东名称	性质	持股数量（股）	持股比例（%）
交通银行股份有限公司	国有法人	271,586,361	9.01
香港中央结算有限公司	其他	123,733,651	4.10
常熟市发展投资有限公司	国有法人	92,875,077	3.08
江苏江南商贸集团有限责任公司	国有法人	84,365,429	2.80
全国社保基金 16042 组合	境内非国有法人	82,155,796	2.72
全国社保基金 110 组合	境内非国有法人	77,753,842	2.58
全国社保基金 413 组合	境内非国有法人	70,984,418	2.35
中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	境内非国有法人	42,843,997	1.42
全国社保基金 401 组合	境内非国有法人	37,506,415	1.24
中国人寿保险股份有限公司-兴益传统 2 号	境内非国有法人	37,047,199	1.23
合 计		920,852,185	30.53

数据来源：Wind，东方证券研究所

新领导班子正式就任，内部交接稳定有序。2023 年 11 月，原董事长庄广强先生因工作调动辞任，原行长薛文先生接棒出任董事长，包剑先生出任行长。新任董事长和行长均在行内工作多年，历任多项职务，有利于公司战略的传承和稳定推进，其余管理层也都具备本行及本地其他金融机构的多年从业经历。目前常熟银行管理层均为“70 后”和“80 后”，高管队伍的年轻化有望为公司注入发展活力。

表 2：常熟银行主要管理层情况

姓名	职务	出生年份	任职时间	从业履历
薛文	董事长	1976	2024 年 7 月	历任常熟市谢桥信用社办事员，常熟银行谢桥支行办事员，谢桥支行和开发区支行行长助理、副行长（主持工作），谢桥支行和招商支行行长，连云港东方农商行副行长，常熟银行党委委员、副行长、财务总监，党委副书记、行长
包剑	行长	1981	2024 年 7 月	历任常熟银行支行柜员、信贷内勤、客户经理，业务发展部、办公室、公司银行部和小贷中心办事员、总助，投资银行部、票据业务部、同业金融部总经理，公司银行总部总裁，党委委员、副行长，党委副书记，江南农商银行副行长
陆鼎昌	副行长	1986	2022 年 8 月	历任常熟银行小额贷款中心信贷员、总经理助理，小微金融总部副总经理，银行部副总经理，邗江支行行长，普惠金融部总经理，小微金融总部总经理
李勇	副行长	1979	2022 年 12 月	历任工商银行常州分行武进支行柜员、房贷客户经理、国际业务部产品经理、对公客户经理、二级支行行长；招商银行常州分行武进支行行长助理、常州分行营业部总经理助理、常州分行局前街支行副行长、常州分行投行与金融市场团队副总经理（一级分行部门总经理助理级）；江南农商银行公司业务部兼投资银行部副总经理、战略客户与投资银行部副总经理（主持工作）、钟楼支行管理行行长、零售业务管理部总经理
干晴	副行长	1982	2024 年 1 月	历任常熟银行冶塘支行柜员，董事会办公室办事员，谢桥支行行长助理、副行长，虞山林场支行（中心支行）副行长兼开发区支行行长，总行营业部公司业务三部总经理、总行营业部业务发展三部总经理，谢桥支行行长，人力资源部、培训中心总经理
程鹏飞	副行长	1979	2024 年 7 月	历任常熟银行赵市支行柜员，业务拓展部、银行卡部、业务发展部、资金部办事员，资金部、金融市场部总经理助理，金融市场部副总经理，资产管理部副总经理、总经理，资金营运中心副总裁兼交易银行部总经理，资金营运中心副总裁兼交易银行部总经理、大义支行行长

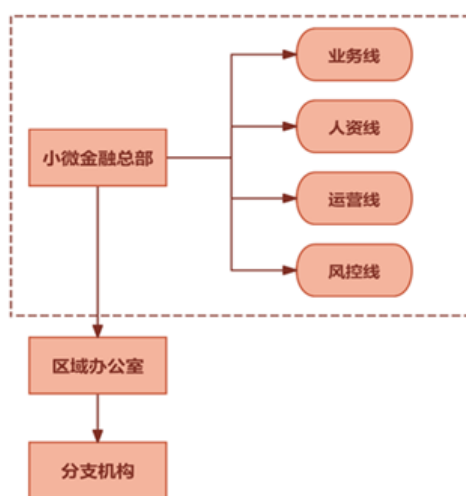
数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1.2 坚守“三农两小”定位，三次迭代造就小微标杆

沉淀支农支小基因，组织、人力资源向小微业务倾斜。成立以来，常熟银行始终专注“三农两小”的市场定位，全行资源持续向小微业务倾斜。组织上，目前小微业务由小微信贷总部管理，下设业务、人资、运营、风控“四线”，以及“总部+分部+片区”三级垂直管理结构。人员上，小微团队规模持续扩张，小微信贷总部员工数量最初仅有几十人，到2019年已经发展为1700余人的专业团队。

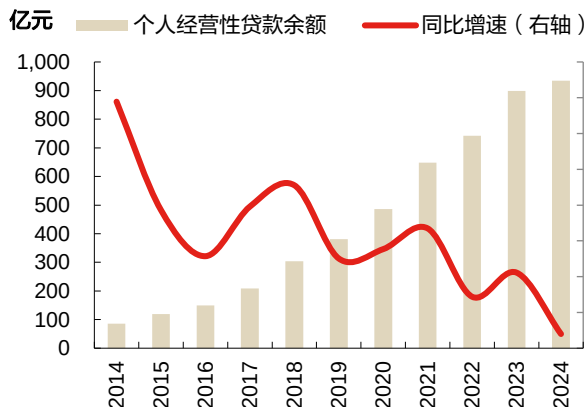
图 11：常熟银行“四线三级”管理架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

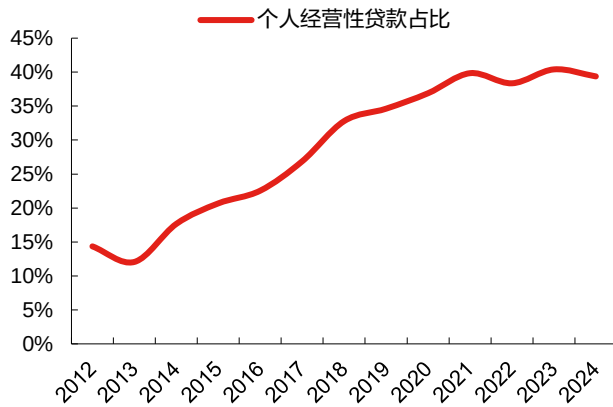
业务规模迅速增长，24H1 个人经营贷占比位居上市银行首位。伴随业务模式的成熟和快速复制，常熟银行个人经营贷规模及占比逐步提升。截至2024H1，个人经营贷占总贷款的比例约四成，位居上市银行首位，大幅领先其余同业10pct以上；截至2024年末，个人经营贷余额突破900亿元。小微业务已经成为常熟银行的亮丽名片。

图 12：常熟银行个人经营性贷款规模及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

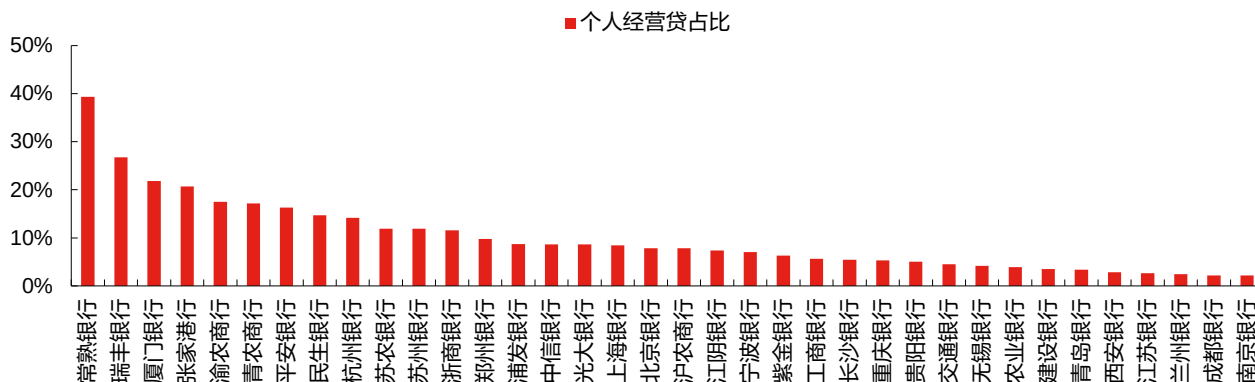
图 13：常熟银行个人经营性贷款占总贷款比例



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 14：2024H1 上市银行个人经营性贷款占总贷款比例

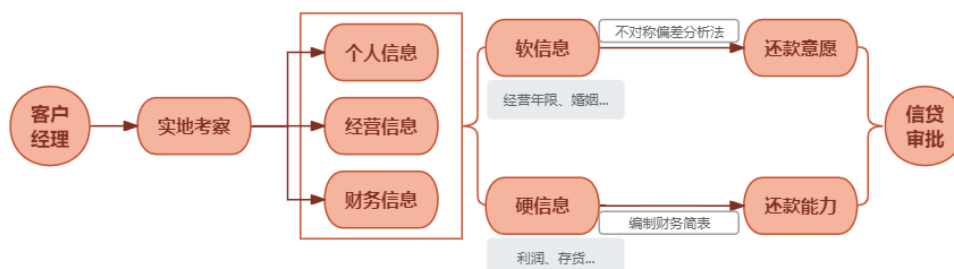


数据来源：Wind，东方证券研究所 注：截至 2025 年 4 月 22 日，部分上市银行尚未披露 2024 年年报，因此基于 2024H1 数据进行同业比较，后同

三次迭代造就“常熟微金模式”。回顾常熟银行小微业务的发展历程，2008 年，常熟银行筹建“3+7”微贷项目组，次年成立小额信贷中心，引入德国 IPC 技术并进行本土化改造，进而与“信贷工厂”标准化作业相结合，近年致力于打造移动信贷平台 MCP，经过三次迭代形成了小微业务的“常熟模式”，并借助分支机构和村镇银行加快复制推广：一方面，基于强大的客户经理团队和丰富的本地业务经验，把握客户信息和个性化需求；另一方面，通过构建标准化的审批流程和线上化平台，批量化处理信贷订单，节约人力的同时进一步释放产能，实现降本增效。

1) 引入 IPC 技术评估客户偿债能力，有效控制风险。IPC 技术是德国 IPC 公司开发的、针对小微客户贷款业务的一套信用评估方法，常熟银行于 2009 年引入。由于小微客户公开财务信息较少、个体差异较大，IPC 技术注重通过客户经理实地调查，了解借款人的还款能力和信誉情况，以保证信息的真实性，并将借款人的软硬信息相结合，多维度交叉验证评估其还款意愿和能力。相较于传统的质押贷款模式，IPC 技术能够更有针对性地把控小微客户的信用资质，进而有效防范风险。

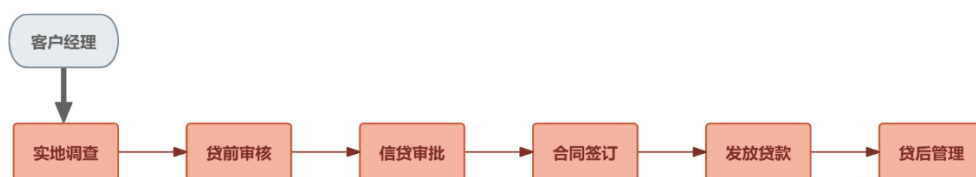
图 15：IPC 技术核心机制



数据来源：新浪财经，腾讯新闻，东方证券研究所

2) 建立“信贷工厂”模式，提高放贷效率。传统小微贷款业务依赖“人海战术”，人力成本高且客户覆盖面有限。2014 年左右，常熟银行逐渐建立了“信贷工厂”模式，将信贷流程细分至贷前审核、贷中审批、贷后管理的不同环节，客户经理只需专注前期实地调查，利用 IPC 技术引入高质量客户，后续审批、管理操作步骤则交由“信贷工厂”批量化进行，通过流程的分工化、标准化提升了贷款发放效率，形成了规模效应。

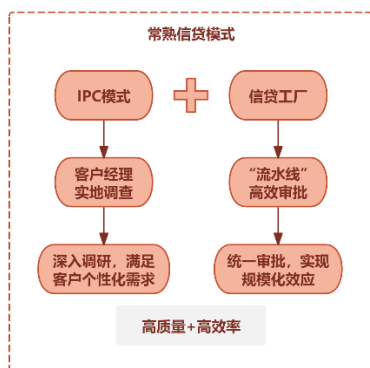
图 16：“信贷工厂”模式



数据来源：新浪财经，东方证券研究所

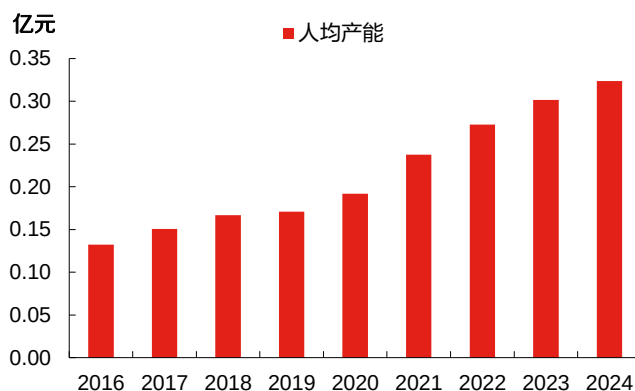
3) 建设移动信贷平台，依托金融科技赋能小微业务降本增效。在“IPC 技术+信贷工厂模式”的基础上，随着数字化技术的发展，近年来常熟银行开始探索打造移动信贷平台（MCP），2022 年成立了小微数智赋能部，推动业务流程向线上化、数字化方向发展，实现信贷业务全流程、全时段线上审批，单笔贷款平均审批时间已缩短至 15 分钟以内。从数据上看，常熟银行人均产能从 2016 年的 0.13 亿元逐步提升至 2024 年的 0.32 亿元，一定程度上印证了小微业务模式迭代的降本增效作用。

图 17：小微贷款“常熟模式”示意图



数据来源：新浪财经，东方证券研究所

图 18：常熟银行人均产能



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所 注：人均产能=贷款总额/员工数

二、异地布局领先、村镇银行改革提速，带来相对更大的扩表空间

近年来利好政策密集出台，从多方面支持小微主体发展：

1) 增量扩面：2018 年银监会对银行业提出“两增两控”考核，其中“两增”要求小微贷款同比增速不低于各项贷款同比增速、贷款客户数不低于上年同期；2019-2021 年政府工作报告要求大行的小微贷款增速分别不低于 30%、40%、30%。

2) 降低成本：引导金融机构降低小微企业融资成本，并对金融机构给予补贴，例如，2022 年起，央行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的 1%提供资金。

3) 把控质量：“两控”要求小微贷款不良率不得高于全行不良率 3pct；无还本续贷政策在降低小微企业资金周转成本的同时，也有助于平滑风险。

小微信贷或已进入“保量、稳价、优结构”的新阶段。2022 年起，政府工作报告不再对小微贷款增速作出具体要求。2024 年 3 月，金管局发布《关于做好 2024 年普惠信贷工作的通知》，明确全年目标为“保量、稳价、优结构”。与之相应的是，银行业普惠小微贷款增速中枢有所下移。市场格局上看，大行和农商行是小微信贷投放的主力，2024 年末余额占比分别为 43%、27%。

表 3：近年主要小微支持政策梳理（截至 2025 年 4 月 22 日）

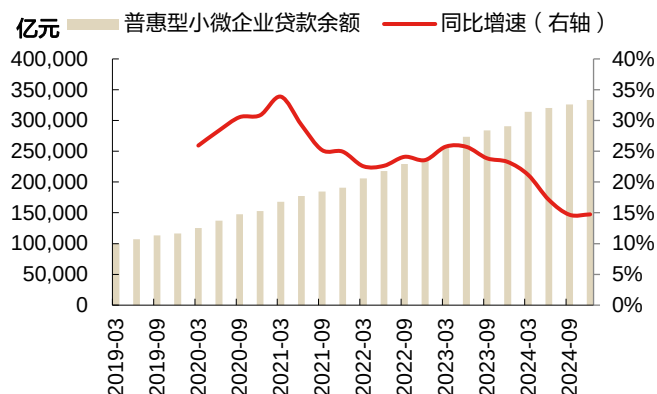
时间	机构	文件/会议名称	核心内容
2024 年 9 月	国家金融监管总局	关于做好续贷工作提高小微企业金融服务水平的通知	对贷款到期后仍有融资需求，又临时存在资金困难的债务人，在贷款到期前经其主动申请，银行业金融机构按照市场化、法治化原则，可以提前开展贷款调查和评审，经审核合格后办理续贷
2024 年 3 月	国家金融监管总局	关于做好 2024 年普惠信贷工作的通知	明确 2024 年普惠信贷供给要实现“保量、稳价、优结构”目标，更好满足小微企业、涉农经营主体及重点帮扶群体多样化的金融需求
2024 年 1 月	中国人民银行	国新办新闻发布会	将普惠小微贷款认定标准放宽到单户授信不超过 2000 万元
2024 年 1 月	中国人民银行	国新办新闻发布会	分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，在融资成本和数量上为涉农领域、小微企业和民营企业提供更多信贷支持
2023 年 6 月	中国人民银行		中国人民银行增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元，进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度
2022 年 11 月	中国人民银行、银保监会、财政部等	关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知	对于 2022 年第四季度到期的小微企业贷款，鼓励银行业金融机构按市场化原则与企业共同协商延期还本付息
2022 年 4 月	银保监会	关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知	实现单户授信 1000 万元以下（含）的普惠型小微企业贷款“两增”目标，即此类贷款增速不低于各项贷款增速、有贷款余额的户数不低于年初水平；力争总体实现 2022 年银行业新发放普惠型小微企业贷款利率较 2021 年有所下降
2022 年 1 月	中国人民银行		从 2022 年起至 2023 年 6 月底，人民银行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的 1%提供资金，按季操作，鼓励持续增加普惠小微贷款
2021 年 3 月	国务院	2021 年政府工作报告	大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上。延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降
2020 年 5 月	国务院	2020 年政府工作报告	大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。中小微企贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降
2019 年 3 月	银保监会	关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知	要求商业银行在目前小微企业信贷风险总体可控的前提下，将普惠型小微企业贷款不良率容忍度放宽至不高于各项贷款不良率 3 个百分点

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2019年3月	国务院	2019年政府工作报告	国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上。加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款。切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低
2018年8月	银监会	关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知	提出“两增两控”目标：“两增”即单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平；“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本（包括利率和贷款相关的银行服务收费）水平
2017年5月	银监会	大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案	推动大中型商业银行设立聚焦小微企业、“三农”、创新创业群体和脱贫攻坚等领域的普惠金融事业部
2014年7月	银监会	关于完善和创新小微企业贷款服务提高小微企业金融服务水平的通知	为解决小微企业倒贷（借助外部高成本搭桥资金续借贷款）问题，降低小微企业融资成本，推动小微企业健康发展，提出符合条件的小微企业可以直接续期贷款，无需先还本

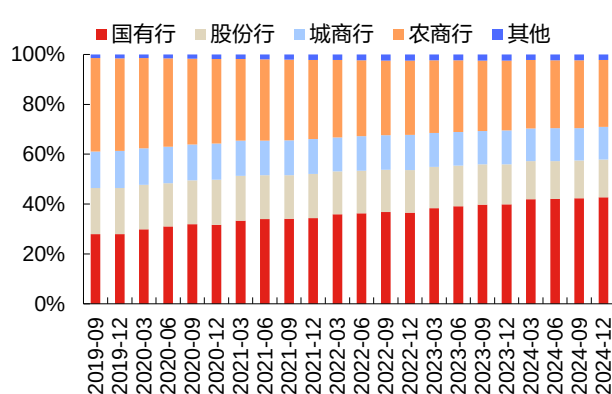
数据来源：中国政府网，东方证券研究所

图 19：银行业普惠型小微企业贷款余额及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

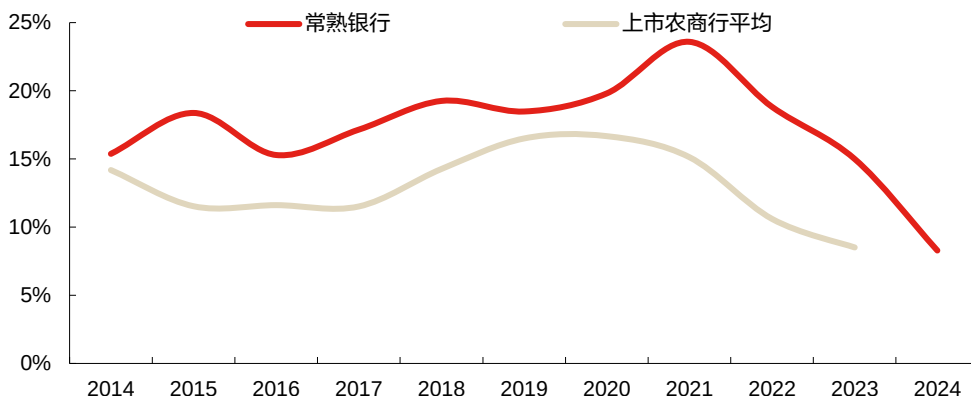
图 20：各类型银行普惠型小微企业贷款余额占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

银行业普惠小微信贷增速或逐渐放缓，但常熟银行相比同业具备更大的空间。2014-2024 年，常熟银行贷款规模复合增长率接近 16%，增速持续领先同业平均水平。伴随小微经济进入新的发展阶段，行业整体的小微信贷增速或趋于放缓，但得益于较为充分的异地布局、村镇银行改革提速带来的扩张机遇，通过将“常熟微金模式”复制到分支机构以及村镇银行，常熟银行的小微信贷增长或更有韧性，其他业务也具备一定的增长机会。

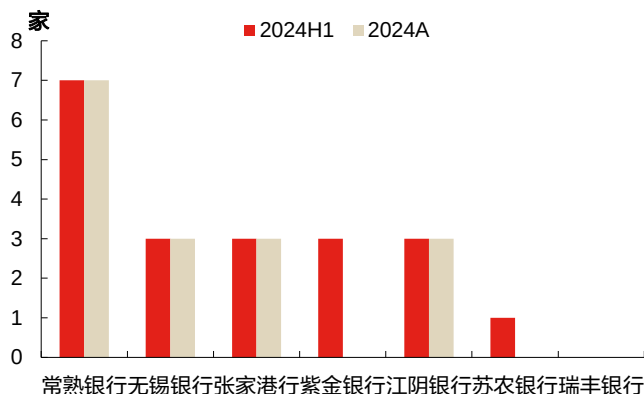
图 21：常熟银行及上市农商行贷款同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

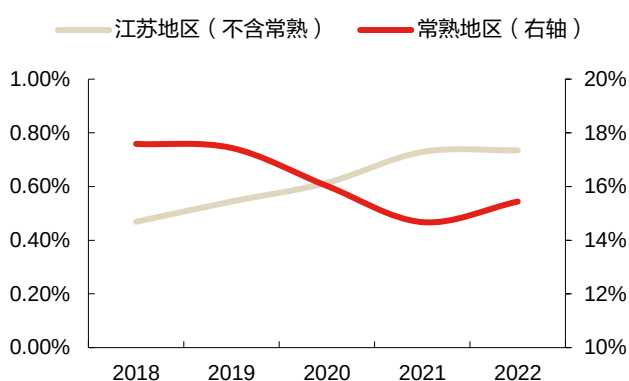
1) 异地分支机构布局较为充分，市占率提升空间较大。截至 2024 年末，常熟银行在江苏省内的 10 个地级市均有分支机构布局，包括分行 7 家、支行 54 家，数量显著领先可比同业，考虑到目前中小银行跨区域展业受到较为严格的限制，常熟银行的前瞻性布局奠定了更大的增长空间。我们测算，近年来常熟银行在省内其他地区的贷款市占率逐渐提升，但截至 2022 年末绝对水平仅有 0.74%（在常熟的贷款市占率为 15.4%），仍有较大提升空间。

图 22：2024H1 江浙地区上市农商行异地分行数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：截至 2025 年 4 月 22 日，上市农商行中紫金银行、苏农银行、沪农商行、青农商行尚未披露 2024 年年报，后同

图 23：常熟银行在常熟和江苏其他地区的贷款市占率测算

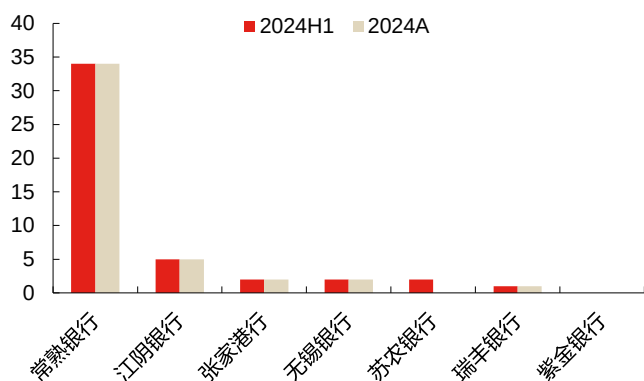


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所测算 注：江苏地区（不含常熟）市占率的计算基数为常熟银行设立分支机构的 10 个地级市

2) 村镇银行数量领先，率先设立投资管理行实现集约化管理。2018 年，银监会发布通知，允许符合条件的商业银行新设或者选择 1 家已设立的村镇银行，作为村镇银行的投资管理行，据此，常熟银行设立了兴福村镇银行，系全国首家投资管理行。依托投资管理行，一是能够在全国范围内投资设立和收购村镇银行，二是便于对旗下村镇银行进行集约化管理，实现降本增效。截至 2024 年末，常熟银行通过投资管理行合计控股 34 家村镇银行，数量大幅领先可比同业。

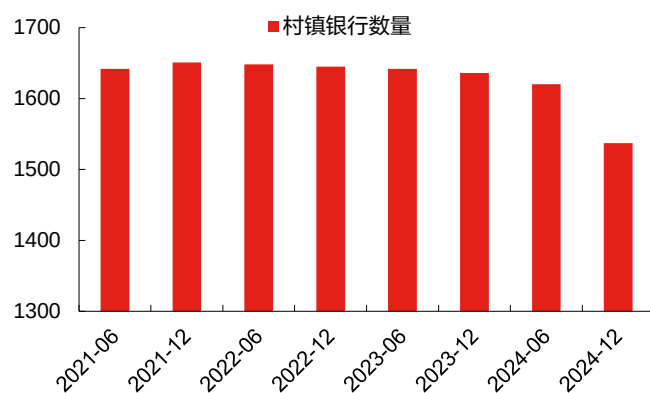
村镇银行改革提速背景下，业务版图有望不断扩张。2020 年末，银保监会发布《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》，提出多条村镇银行改革化险举措，包括允许符合条件的村镇银行“吸收合并所在县（区）或省内临近县（区）的高风险村镇银行，将其改建为支行”。在“减量提质”的监管导向下，村镇银行整合加速，2024 年全国村镇银行同比减少近百家。截至目前，常熟银行已公告吸收合并 3 家省内村镇银行，实行“村改支”，与既有的分支机构布局形成补充，有助于快速渗透县域市场。中长期来看，常熟银行具备较成熟的村镇银行运营管理经验，有望继续顺应监管导向，通过吸收合并村镇银行助力改革化险，并打开自身增量空间。

图 24：2024H1、2024A 江浙地区上市农商行控股村镇银行数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

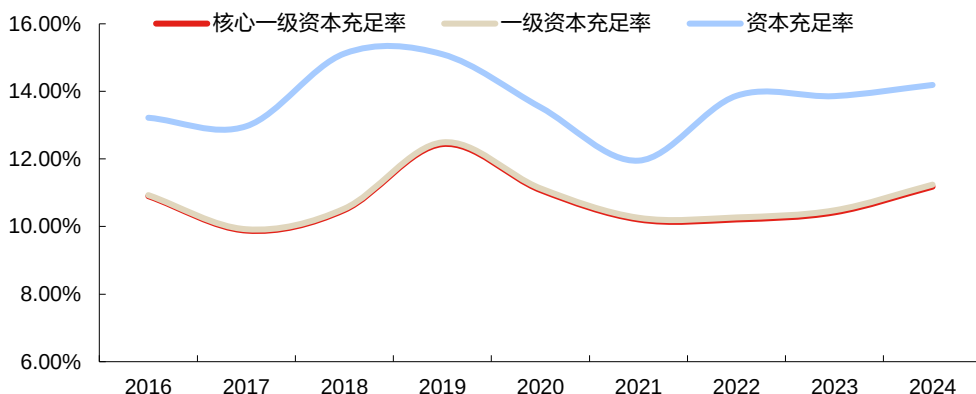
图 25：全国村镇银行数量



数据来源：国家金融监督管理总局，东方证券研究所

资本安全垫较厚，转债转股可进一步增厚资本，为收购村镇银行提供支撑。截至 2024 年末，常熟银行核心一级资本充足率为 11.18%，距离监管底线尚有 3.68pct 的安全边际。截至 2025 年 4 月 22 日，存续的 60 亿元常银转债尚未转股，将于 2028 年 9 月到期，基于 2024 年末数据静态测算，全部转股可提升核心一级资本充足率 2.26pct，为后续收购村镇银行提供资本支撑。

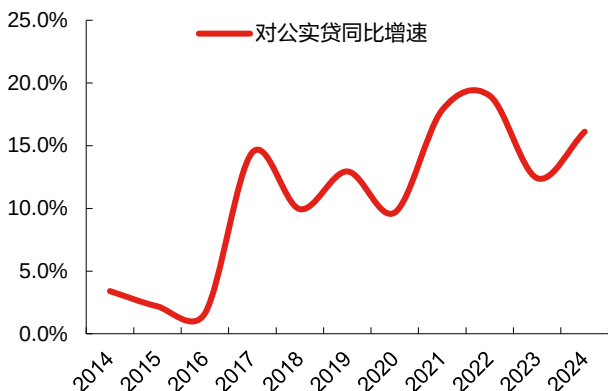
图 26：常熟银行资本充足率



数据来源：Wind，东方证券研究所

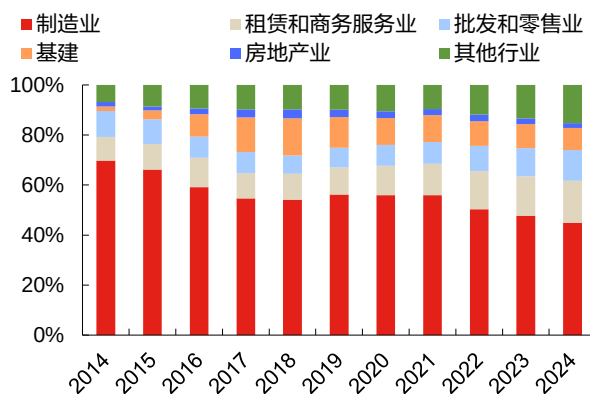
3) 对公业务有效补位，结合区域和自身特色寻找增长点。2024 年常熟银行对公实贷同比增长超 16%，高于全行平均水平，增量主要来自制造业、租赁和商务服务业。在开拓新增长点的过程中，常熟银行注重结合区域禀赋和自身小微优势，例如，2024 年提出的“常银微创投”科技金融战略，以“首创首贷首投”为特色，聚焦初早期科创企业和人才，截至 2024 年末贷款余额达 122 亿元。

图 27：常熟银行对公贷款（不含票据）同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：常熟银行对公贷款（不含票据）行业结构



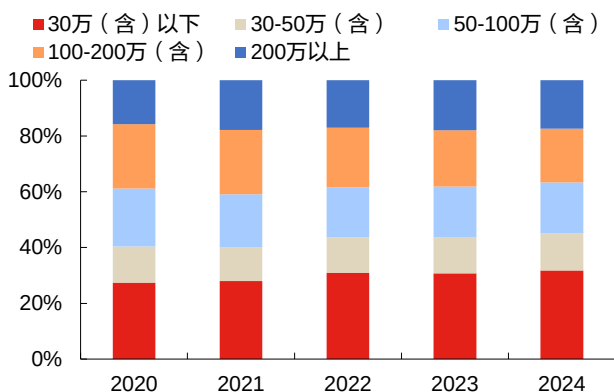
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、做小做散做信用叠加高息存款到期，高息差优势有望持续

做小、做信用打造差异化优势，形成资产端高收益率。面对小微市场的竞争，常熟银行积极寻找破局方法，基于对当地市场的深刻了解以及优异的风控能力，通过做小、做信用形成差异化优势。

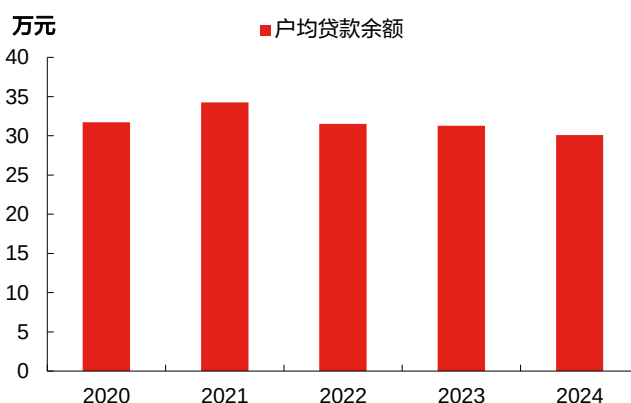
1) 坚持“做小客户，做大户数”方针，聚焦议价能力相对较弱的小客户，户均贷款余额保持在 30 万元左右。2) 提升信用贷款占比，从而提升收益，2018-2024 年，个人经营贷中的信用贷款占比累计提升超 30pct 至 41.5%。得益于错位竞争的经营策略，近年来常熟银行贷款收益率保持可比同业最高水平，2024 年为 5.63%，继续保持超过 50bp 的领先优势。

图 29：常熟银行个人经营贷贷款金额构成



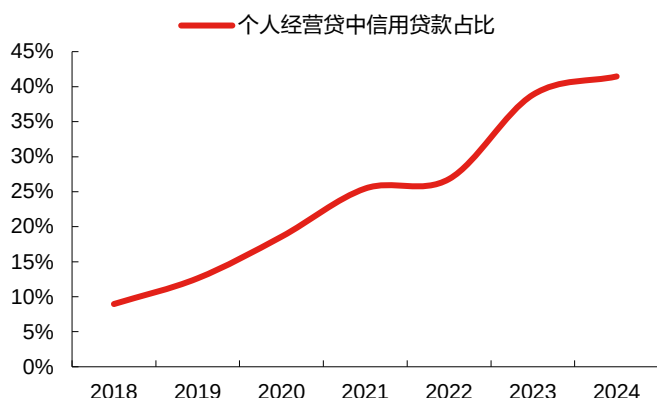
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：常熟银行个人经营贷户均贷款余额



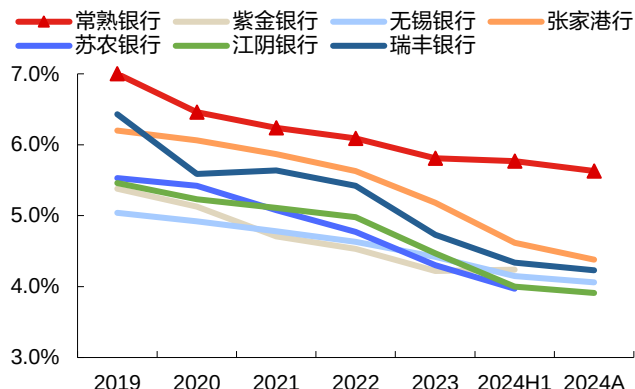
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：常熟银行个人经营贷中信用贷款占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

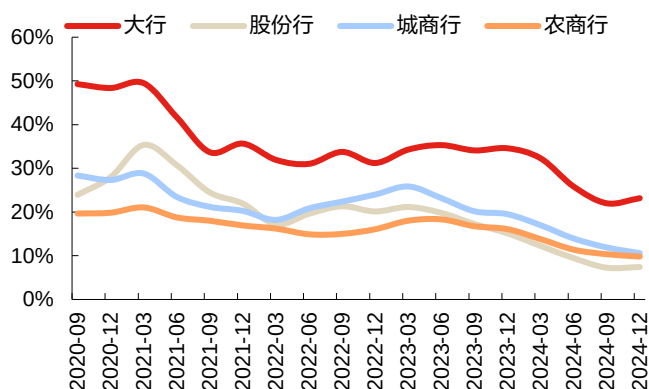
图 32：常熟银行及江浙地区上市农商行贷款收益率



数据来源：Wind，东方证券研究所

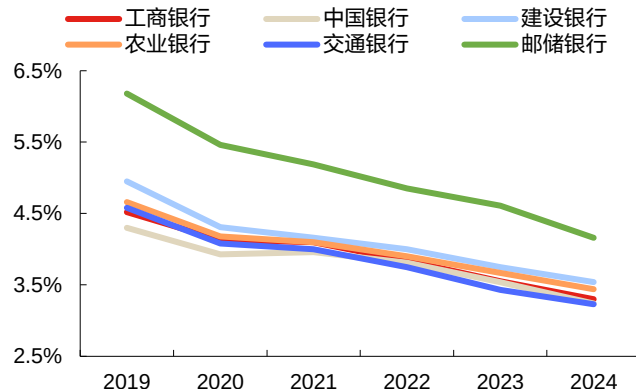
外部竞争压力趋于缓解，也有助于常熟银行保持资产定价优势。近年来大行着力开拓小微业务，并发挥负债成本优势压降贷款价格，2019-2024 年，大行新发放普惠型小微企业贷款利率降幅超 100bp，对中小行的份额和价格形成了一定冲击。后续来看，定价下行趋势有望放缓，一是当前定价水平已经很低，从成本的角度考虑，进一步下降的空间较为有限；二是监管 2022 年起不再对大行提出具体增速要求，2024 年进一步确定“保量、稳价、优结构”的目标，大行普惠型小微企业贷款增速明显放缓，价格也有望相应趋稳；三是 2024 年初，央行将普惠小微贷款的认定标准从单户授信不超过 1000 万元放宽到不超过 2000 万元，大行参与下沉市场竞争的动力或边际减弱，有利于常熟银行继续保持小额客群的业务护城河。

图 33：各类型机构普惠型小微企业贷款余额同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

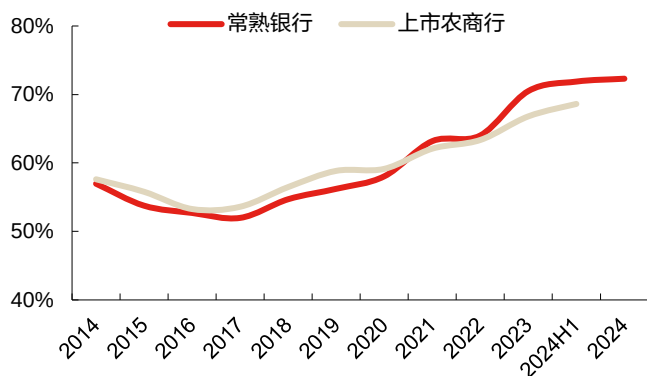
图 34：国有行新发放普惠型小微企业贷款平均利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

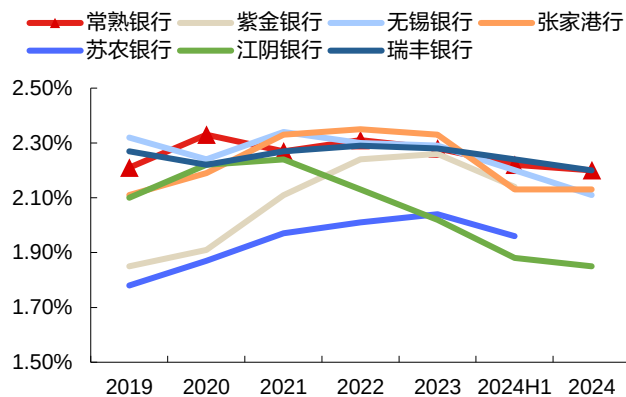
负债端，定期存款特别是三年期定存占比偏高，集中到期重定价带来的负债成本优化空间可观。2021 年后常熟银行定期存款占比加速抬升，2020-2024H1 累计抬升 13.8pct（上市农商行整体抬升 9.5pct），截至 2024 年末，定期存款占总存款的 72.3%，其中三年期及以上定期存款占比 37.8%，平均付息率为 3.26%，有望在 2025-2026 年前后迎来集中到期，假设到期续作利率降至最新挂牌利率（1.75%），基于 2024 年末数据静态测算，仅三年期及以上定存到期对息差的改善幅度可达 45bp 左右。

图 35：常熟银行及上市农商行定期存款占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：常熟银行及江浙地区上市农商行存款成本率



数据来源：Wind，东方证券研究所

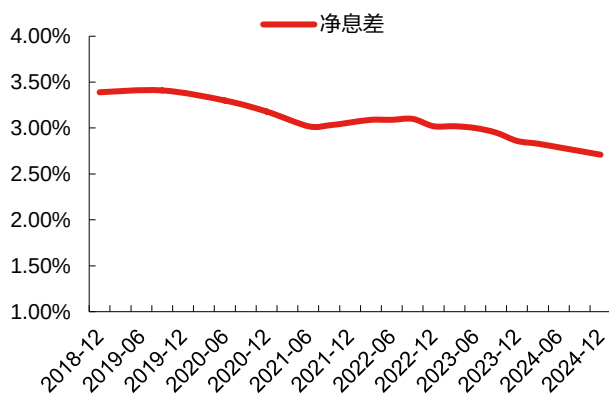
表 4：常熟银行三年期及以上定存到期对息差的影响测算

常熟银行三年期及以上定存到期对息差的影响测算	
2024 年末三年期及以上存款余额（亿元）	1,082
2024 年末资产余额（亿元）	3,666
三年期及以上存款挂牌利率（%，截至 2025 年 4 月 22 日）	1.75
2024 年末三年期及以上存款平均付息率（%）	3.26
利率降幅（bp）	151
息差改善幅度（bp）	45

数据来源：Wind，东方证券研究所测算

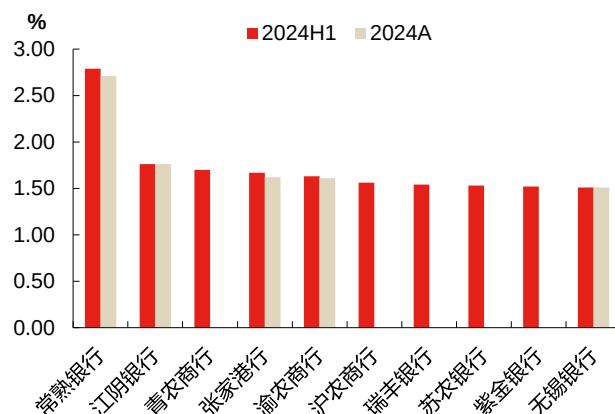
净息差水平领跑同业，综合资负两端趋势来看优势有望保持。2024 年常熟银行净息差为 2.71%，相比 2023 年收窄 15bp，继续保持披露数据的上市农商行中的最高水平。我们认为，在常熟银行做小、做信用差异化优势稳固，外部价格竞争趋缓，负债成本有望进一步压降的背景下，其高息差优势有望保持。

图 37：常熟银行净息差



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：2024H1、2024A 上市农商行净息差



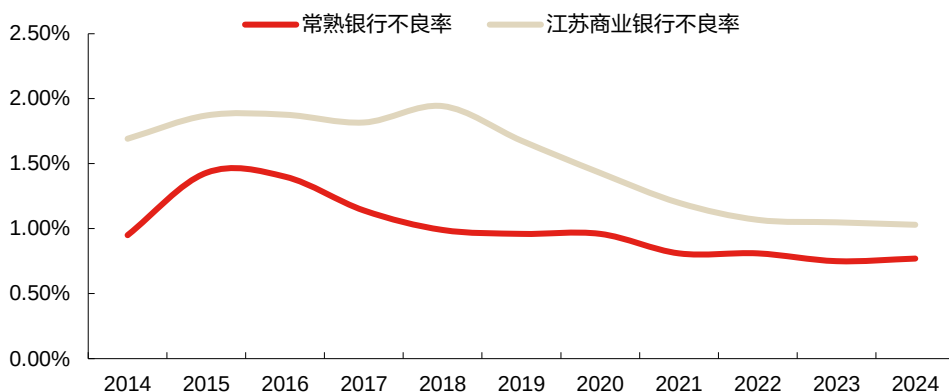
数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

四、资产质量穿越周期，小微优惠政策呵护下，信用成本预计保持可控水平

资产质量历经周期检验，2024Q3 不良率保持上市农商行最低水平。常熟银行的资产质量历经多轮周期考验保持优异水平，不良率除 2015-2016 年受区域环境波动影响有所抬升外，保持稳中有降趋势，疫情期间小微客户经营压力较大，但常熟银行不良率依然维持低位，截至 2024Q3 不良率 0.77%，为上市农商行最低水平，2024 年末不良率环比持平，预计继续保持领先。

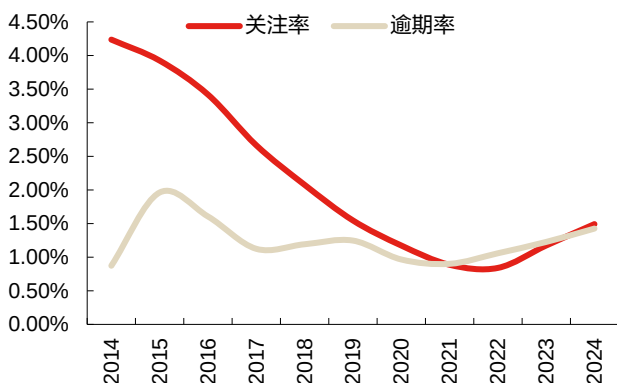
图 39：常熟和江苏省内商业银行不良率



数据来源：Wind，东方证券研究所

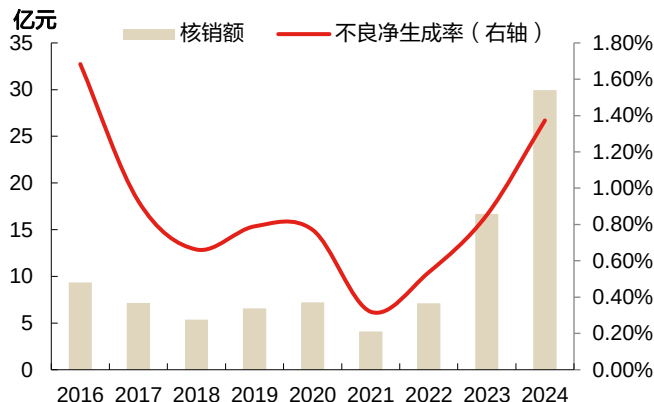
受行业性因素影响，不良前瞻性指标有边际抬升趋势。2023 年以来，受经济复苏进度、居民就业和收入预期等因素影响，银行业整体的小微、零售资产质量压力边际有所抬升。从不良前瞻性指标来看，截至 2024 年末，常熟银行关注率、逾期率、测算不良净生成率分别为 1.49%、1.43%、1.37%，分别较年初上行 32bp、20bp 和 52bp，同样面临一定的不良生成压力，但绝对水平较为可控。

图 40：常熟银行关注率和逾期率



数据来源：Wind，东方证券研究所

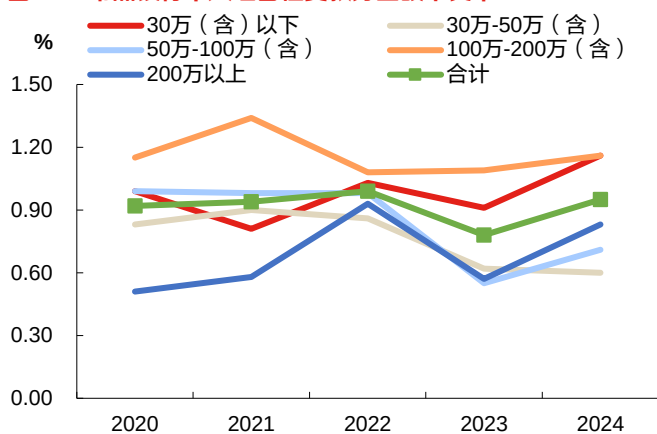
图 41：常熟银行核销额和不良净生成率（测算）



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

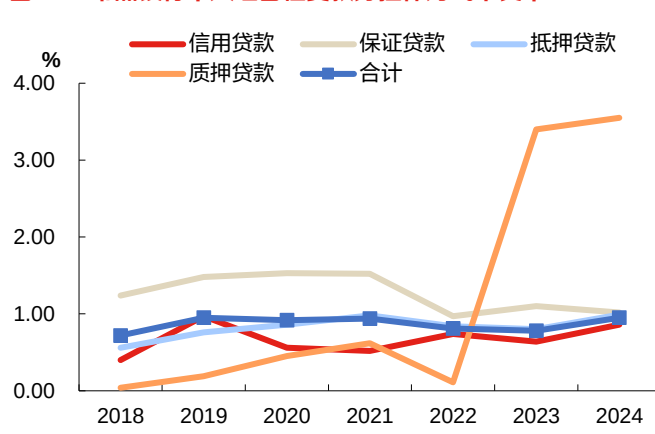
出色的风控能力叠加政策呵护，重点领域风险整体可控。1) 小微：截至 2024 年末，个人经营贷不良率较年初上行 17bp 至 0.95%。分金额来看，贷款金额在 30 万元以下的不良率抬升幅度相对较大，但这部分贷款定价较高，预计仍足够覆盖风险成本，而 30-50 万元的不良率稳中有降；分担保方式来看，信用贷款不良率持续低于整体不良率。总体来看，做小、做信用策略在提高收益率的同时，对风险的把控也较为有效。**2024 年 9 月，小微无还本续贷政策进一步优化**，一是将续贷范围从部分小微企业扩展至所有小微企业，二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业（期限暂定为三年），三是对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续贷单独下调风险分类。政策呵护下，小微贷款有望以时间换空间，延缓风险暴露。2) 异地业务：近年来异地分支机构不良率总体稳中有降，村镇银行不良率较为平稳，不良率最高的江苏省外村镇银行 2024 年末绝对水平也仅有 1.09%，整体风险依然可控。

图 42：常熟银行个人经营性贷款分金额不良率



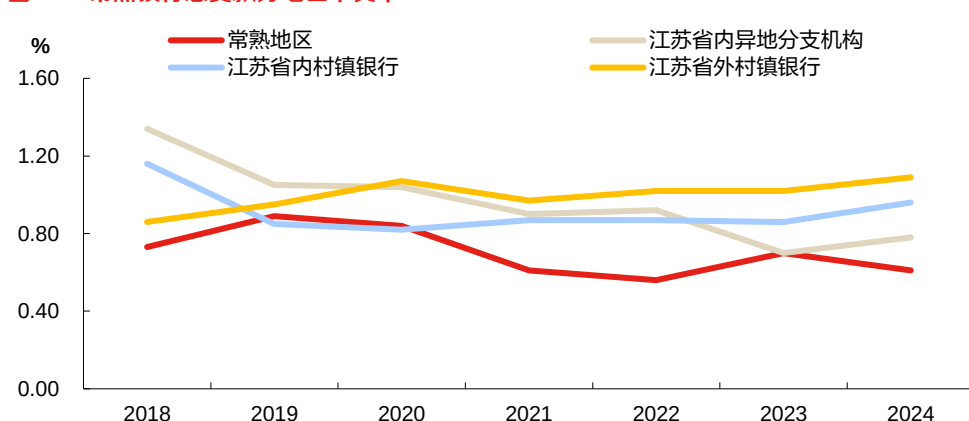
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：常熟银行个人经营性贷款分担保方式不良率



数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：2023-24 年个人经营贷中质押贷款不良率抬升幅度较大，但余额占比均不足 0.4%，对整体资产质量影响较小

图 44：常熟银行总贷款分地区不良率

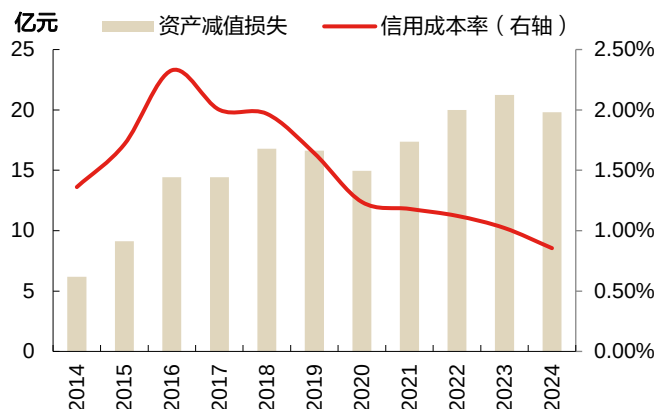


数据来源：Wind，东方证券研究所

拨备覆盖率超 500%居上市农商行首位，非信贷资产的拨备亦有一定厚度，信用成本有望保持低位。常熟银行的贷款拨备覆盖率自 2021 年以来保持在 500%以上，反哺利润空间非常充足。此外，截至 2024 年末，非信贷资产拨备余额约 9 亿元（全年计提资产减值损失约 20 亿元）。我们测算

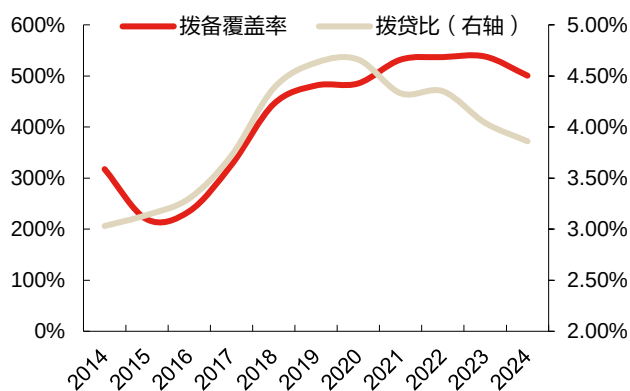
信用成本自 2020 年以来稳定在较低水平，2024 年进一步下行至 0.95%，预计在拨备较为厚实、风险整体可控的情况下，信用成本有望保持低位。

图 45：常熟银行资产减值损失和信用成本率（测算）



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 46：常熟银行拨备覆盖率和拨贷比

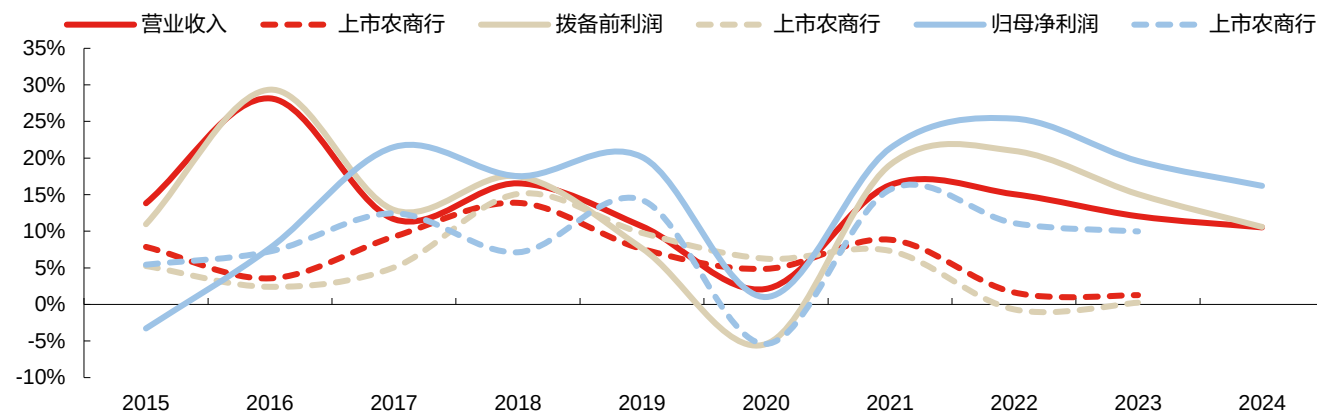


数据来源：Wind，东方证券研究所

五、ROE 有望维持领先，估值具备向上空间

优异的基本面支持业绩保持高增。2021 年以来，常熟银行营收增速保持在 10% 以上，归母净利润增速保持在 15% 以上，显著领先行业整体水平。截至 2024 年末，营收、PPOP、归母净利润增速分别为 10.5%、10.6% 和 16.2%，预计增速继续位居上市银行第一梯队。

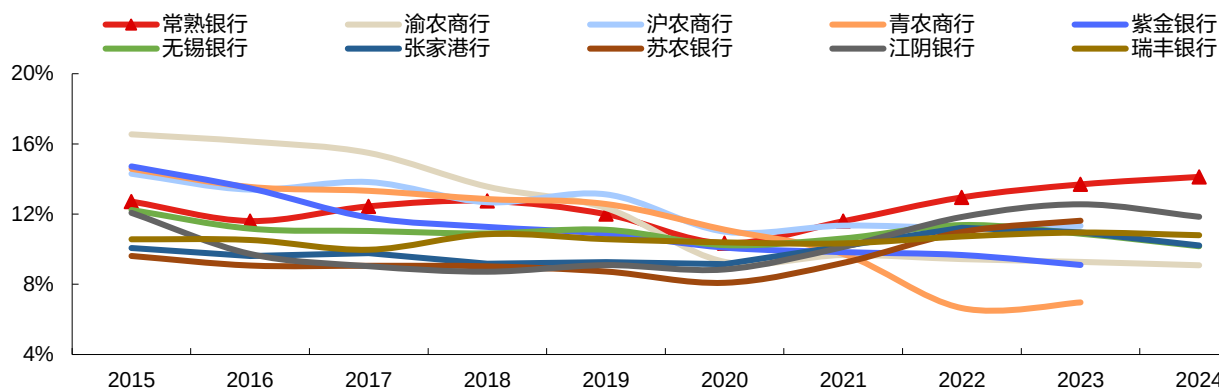
图 47：常熟银行及上市农商行营收、PPOP、归母净利润同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

ROE 保持同业前列，当前位置估值具备向上空间。常熟银行 ROE 长期稳定在同业靠前水平，2024 年 ROE 为 14.1%，同比进一步提升 0.4pct。截至 2025 年 4 月 22 日，常熟银行 PB（LF）为 0.77 倍，仅为近三年 12% 左右分位，具备较大向上空间。

图 48：上市农商行年化 ROE



数据来源：Wind，东方证券研究所

后续来看，高 ROE 优势有望保持，为估值提供支撑。1）规模增速：异地布局领先同业，村镇银行改革提速有望带来扩表动能。2）息差：资产端，做小做信用策略持续推进叠加外部竞争压力缓解，价格下行压力有望边际缓和；负债端，定期存款占比偏高，存款挂牌利率多次调降后，高息定存集中到期有望带来成本的明显改善。3）信用成本：不良率保持同业领先水平，不良生成压力边际有所抬升，但小微、异地业务整体风险可控，信用成本有望维持低位，拨备覆盖率超 500%，反哺利润空间充足。4）管理费用：成本收入比相对同业偏高，具备压降空间。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 规模增速**：资产端，行业整体增长中枢下行，但异地布局以及新客群的拓展有望支撑规模增长，预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 9.0%、8.5%、8.5%，生息资产同比增速分别为 9.7%、8.7%、8.7%；负债端，预计保持稳健增长，预计 2025-2027 年存款同比增速分别为 15.0%、14.0%、14.0%，计息负债同比增速分别为 11.6%、11.6%、11.8%。
- 净息差**：资产价格仍处在下行通道，但压力有望边际趋缓，高息定存集中到期预计对负债成本带来显著改善，净息差或逐渐企稳，预计 2025-2027 年净息差（测算值）分别为 2.52%、2.47%、2.48%。
- 非息收入**：中收基数较小、增速波动较大，一方面受减费让利政策冲击，一方面也受到资本市场回暖等有利因素的影响，预计 2025-2027 年净手续费收入同比增速保持在 0%；其他非息收入或保持正向贡献，但增速在高基数以及债市震荡影响下或有所回落，预计 2025-2027 年净其他非息收入同比增速分别为 15%、10%、10%。

- 4) **资产质量**：伴随宏观经济修复、居民收入预期改善，小微等重点领域不良净生成率或逐渐回落，拨备反哺利润空间充足，预计 2025-2027 年不良贷款净生成率分别为 1.20%、1.10%、1.00%，拨备支出/平均贷款分别为 0.81%、0.75%、0.70%。

表 5：常熟银行核心指标假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利息业务					
贷款增速	15.00%	8.28%	9.00%	8.50%	8.50%
存款增速	16.16%	15.57%	15.00%	14.00%	14.00%
生息资产增速	15.88%	9.48%	9.72%	8.71%	8.73%
计息负债增速	15.34%	10.85%	11.64%	11.55%	11.82%
生息资产收益率-测算值	4.83%	4.64%	4.42%	4.26%	4.17%
计息负债付息率-测算值	2.42%	2.33%	2.14%	1.97%	1.81%
净息差-测算值	2.72%	2.60%	2.52%	2.47%	2.48%
净利差-测算值	2.41%	2.31%	2.28%	2.29%	2.36%
非息业务					
净手续费收入增速	-82.84%	158.54%	0.00%	0.00%	0.00%
净其他非息收入增速	32.44%	25.95%	15.00%	10.00%	10.00%
资产质量					
拨备支出/平均贷款	1.02%	0.85%	0.81%	0.75%	0.70%
不良贷款净生成率	0.92%	1.43%	1.20%	1.10%	1.00%
其他					
成本收入比	36.87%	36.62%	36.00%	35.50%	35.00%
实际所得税率	13.33%	15.93%	14.08%	14.08%	14.08%
风险资产增速	13.54%	4.69%	8.00%	7.00%	7.00%

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：生息资产收益率、计息负债付息率、净息差、净利差测算值分母为本年度与前一年度生息资产/计息负债余额的均值，后同

表 6：常熟银行收入分类预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
规模（百万元）					
净利息收入	8,501	9,142	9,693	10,387	11,340
利息收入	15,069	16,294	17,014	17,898	19,057
利息支出	6,568	7,152	7,321	7,511	7,717
手续费及佣金净收入	32	83	83	83	83
净其他非息收入	1,337	1,684	1,936	2,130	2,343
营业收入	9,870	10,909	11,713	12,600	13,766
同比增速					
净利息收入	11.69%	7.54%	6.02%	7.16%	9.18%
利息收入	15.22%	8.13%	4.42%	5.20%	6.48%
利息支出	17.27%	8.89%	2.36%	2.60%	2.74%
手续费及佣金净收入	-82.84%	158.54%	0.00%	0.00%	0.00%
净其他非息收入	32.44%	25.95%	15.00%	10.00%	10.00%
营业收入	12.05%	10.53%	7.36%	7.58%	9.26%
占营收比重					
净利息收入	86.13%	83.80%	82.76%	82.44%	82.38%
手续费及佣金净收入	0.33%	0.76%	0.71%	0.66%	0.61%
净其他非息收入	13.54%	15.43%	16.53%	16.90%	17.02%

数据来源：Wind，东方证券研究所

6.2 投资建议

常熟银行经营区域经济发达，小微业务护城河稳固，异地布局有望支撑规模扩张，息差下行压力边际缓和，信用成本较为可控，拨备反哺利润空间充足，业绩增速和 ROE 领先同业。预计公司 25/26/27 年归母净利润同比增速分别为 12.8%/11.2%/13.1%，BVPS 分别为 10.52/11.92/13.51 元，当前 A 股股价对应 2025/26/27 年 PB 分别为 0.69/0.60/0.53 倍。

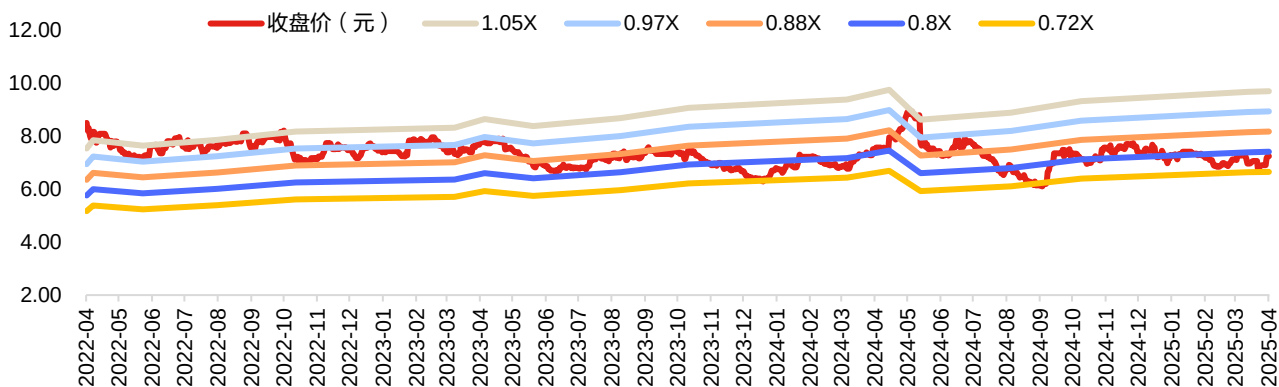
我们使用相对估值法对常熟银行进行估值。截至 2025 年 4 月 22 日，可比公司 25 年一致预期 PB 调整平均值为 0.70 倍，考虑到常熟银行在业绩增速、资产质量、核心业务竞争力等方面的优势，给予 20%估值溢价，对应 25 年 0.84 倍 PB，目标价 8.82 元 /股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（截至 2025 年 4 月 22 日）

公司简称	收盘价 (元)	PB (倍)			每股净资产 (元)			净利润同比增速		ROE	
		2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
宁波银行	24.37	0.77	0.70	0.63	31.55	34.65	38.50	6.4%	8.7%	13.1%	12.9%
成都银行	17.61	0.86	0.86	0.77	20.59	20.59	22.76	10.1%	9.9%	17.3%	17.0%
杭州银行	14.51	0.81	0.72	0.62	17.81	20.29	23.29	15.2%	14.8%	16.1%	16.3%
苏州银行	7.97	0.70	0.75	0.69	11.46	10.57	11.56	9.6%	10.2%	11.9%	12.0%
沪农商行	8.46	0.67	0.62	0.58	12.62	13.63	14.71	2.5%	4.1%	10.1%	9.7%
渝农商行	6.63	0.60	0.56	0.52	11.07	11.86	12.64	4.3%	5.7%	9.2%	9.1%
可比公司调整平均		0.74	0.70	0.63	15.62	16.59	18.35	7.6%	8.6%	12.8%	12.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所 注：宁波银行、杭州银行、渝农商行 2024 年数据为年报披露值，成都银行、苏州银行为业绩快报披露值，沪农商行为预测值

图 49：常熟银行 PB(LF)-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

七、风险提示

经济复苏不及预期。如果经济复苏不及预期，实体信贷需求不足、企业风险暴露超预期可能对公司业绩增速和资产质量造成影响。

小微等重点领域风险蔓延。若重点领域风险蔓延，资产减值损失增加，贷款投放受阻，可能对公司业绩形成拖累。

假设条件变化影响测算结果。报告部分测算以假设条件为前提，若假设条件发生变化，可能对测算结果产生一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						主要财务指标					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	核心假设	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	8,501	9,142	9,693	10,387	11,340	贷款增速	15.00%	8.28%	9.00%	8.50%	8.50%
利息收入	15,069	16,294	17,014	17,898	19,057	存款增速	16.16%	15.57%	15.00%	14.00%	14.00%
利息支出	6,568	7,152	7,321	7,511	7,717	生息资产增速	15.88%	9.48%	9.72%	8.71%	8.73%
净手续费收入	32	83	83	83	83	计息负债增速	15.34%	10.85%	11.64%	11.55%	11.82%
营业收入	9,870	10,909	11,713	12,600	13,766	平均生息资产收益率	4.83%	4.64%	4.42%	4.26%	4.17%
营业支出	5,817	6,040	6,333	6,607	6,983	平均计息负债付息率	2.42%	2.33%	2.14%	1.97%	1.81%
税金及附加	53	65	77	81	86	净息差-测算值	2.72%	2.60%	2.52%	2.47%	2.48%
业务及管理费	3,639	3,994	4,217	4,473	4,818	净利差-测算值	2.41%	2.31%	2.28%	2.29%	2.36%
资产减值损失	2,125	1,981	2,039	2,053	2,079	净手续费收入增速	-82.84%	158.54%	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	4,053	4,869	5,380	5,993	6,783	净其他非息收入增速	32.44%	25.95%	15.00%	10.00%	10.00%
利润总额	4,047	4,845	5,355	5,967	6,755	拨备支出/平均贷款	1.02%	0.85%	0.81%	0.75%	0.70%
所得税	540	772	754	840	951	不良贷款净生成率	0.92%	1.43%	1.20%	1.10%	1.00%
净利润	3,507	4,073	4,601	5,126	5,804	成本收入比	36.87%	36.62%	36.00%	35.50%	35.00%
归母净利润	3,282	3,813	4,301	4,782	5,408	实际所得税率	13.33%	15.93%	14.08%	14.08%	14.08%
						风险资产增速	13.54%	4.69%	8.00%	7.00%	7.00%
资产负债表											
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	222,439	240,862	262,540	284,856	309,068	业绩增长率					
贷款减值准备	8,995	9,297	8,647	7,965	7,393	净利息收入	11.69%	7.54%	6.02%	7.16%	9.18%
贷款净额	214,227	232,489	253,893	276,890	301,676	营业收入	12.05%	10.53%	7.36%	7.58%	9.26%
投资类资产	87,430	94,399	101,951	110,107	118,916	拨备前利润	15.07%	10.59%	8.32%	8.47%	10.16%
存放央行	19,346	23,631	29,657	33,810	38,543	归母净利润	19.60%	16.20%	12.80%	11.18%	13.09%
同业资产	5,903	7,980	8,379	8,798	9,238	盈利能力					
其他资产	7,551	8,082	10,064	11,238	12,577	ROAA	1.13%	1.16%	1.20%	1.20%	1.22%
生息资产	335,118	366,873	402,528	437,571	475,765	ROAE	13.69%	14.15%	14.42%	14.14%	14.11%
资产合计	334,456	366,582	402,554	449,516	503,094	RORWA	1.47%	1.57%	1.67%	1.73%	1.83%
存款	247,939	286,546	329,528	375,662	428,254	资本状况					
向央行借款	8,176	8,305	8,305	8,305	8,305	资本充足率	13.86%	14.19%	13.88%	13.75%	13.66%
同业负债	22,818	20,119	17,102	14,536	10,902	一级资本充足率	10.48%	11.24%	11.82%	12.50%	13.24%
发行债券	12,357	7,938	5,557	3,612	2,167	核心一级资本充足率	10.42%	11.18%	11.76%	12.46%	13.20%
计息负债	291,291	322,908	360,491	402,114	449,628	资产质量					
负债合计	307,325	335,913	367,848	410,321	458,804	不良贷款率	0.75%	0.77%	0.78%	0.78%	0.78%
股本	2,741	3,015	3,015	3,015	3,015	拨贷比	4.04%	3.86%	3.29%	2.80%	2.39%
其他权益工具	720	720	720	720	720	拨备覆盖率	539%	501%	421%	361%	307%
资本公积	3,251	2,974	2,974	2,974	2,974	估值和每股指标					
盈余公积	4,619	4,969	5,889	6,915	8,075	P/E (倍)	6.01	5.72	5.05	4.55	4.02
未分配利润	9,260	11,338	13,738	17,237	19,890	P/B (倍)	0.80	0.78	0.69	0.60	0.53
股东权益合计	27,131	30,669	34,706	39,195	44,290	EPS (元)	1.09	1.26	1.43	1.59	1.79
负债和股东权益合计	334,456	366,582	402,554	449,516	503,094	BVPS (元)	8.99	9.26	10.52	11.92	13.51

资料来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。