

万事俱备，只待东风

核心观点

常熟银行 1Q25 营收、利润均保持双位数增长。信贷需求偏弱下规模增速适当放缓，但经营贷仍保持小幅增长。随着经济复苏带动小微客群需求改善，信贷投放仍有较大增量空间。资产端压力下息差继续收窄，但存款成本持续优化能够有力托底息差。预计 25 年仍能够保持大个位数营收增长和双位数利润释放。目前股息率投资逻辑下，常熟银行因分红率较低而被压制估值，与其持续领跑行业的优异基本面明显不匹配。一旦未来分红率出现积极变化，估值修复空间巨大。

事件

4 月 26 日，常熟银行发布 1Q25 业绩报告：1Q25 实现营业收入 29.71 亿元，同比增长 10%（2024：10.5%）；归母净利润 10.84 亿元，同比增长 13.9%（2024：16.2%）。1Q25 不良率 0.76%，季度环比下降 1bp；拨备覆盖率季度环比下降 11pct 至 489.6%

简评

1、净利息收入稳定+其他非息高增，常熟银行保持双位数营收增长。1Q25 常熟银行实现营业收入 29.71 亿元，同比增长 10%，延续了 2024 年的双位数较高水平。具体来看，1Q25 净利息收入同比增长 0.9%，保持稳定增长。主要是目前信贷需求偏弱，特别是小微信贷需求未见明显改善，规模增速略有放缓。常熟银行通过稳定的对公贷款投放和持续做小做散，依然保持了大个位数的信贷增长。但净息差在资产端定价下行压力下仍继续收窄，拖累净利息收入。非息收入方面，1Q25 中收同比增长 495.2%，主要是代理保险、贵金属等手续费收入有力增长。1Q25 其他非息同比大幅增长 48.8%，有力支撑营收。主要是汇兑损益较去年同期增加 1.42 亿元。而一季度债市波动下投资收益有所减弱，投资收益+公允价值变动收益仅同比增长 0.39 亿元。且计入 OCI 的浮亏规模为 2.95 亿元，较 2024 年末下降近 3 亿元，需关注未来债市波动对营收的拖累。

利润稳定双位数释放，基本面持续领跑行业。1Q25 常熟银行归母净利润为 10.84 亿元，同比增长 13.9%，预计处于上市银行领先水平。1Q25 ROE 同比提高 0.2pct 至 14.9%，保持同业高位。在强劲营收增长和稳定资产质量下，常熟银行保持双位数利润增长有保障。业绩归因来看，规模增长、其他非息增长和中收改善是主要利润贡献因素，分别正向贡献 9.4%、7.1%、2.2% 的利润。而息差仍是最主要的拖累因素，负向贡献利润 8.6%。

常熟银行 (601128. SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2025 年 04 月 26 日

当前股价：7.26 元

目标价格 6 个月：10.37 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.27/1.95	-0.82/-2.12	-2.55/-10.77
12 月最高/最低价 (元)		8.93/6.10
总股本 (万股)		301,498.59
流通 A 股 (万股)		301,498.59
总市值 (亿元)		218.89
流通市值 (亿元)		218.89
近 3 月日均成交量 (万)		3754.15
主要股东		
交通银行股份有限公司		9.01%

股价表现



相关研究报告

展望 2025 年，预计能够实现大个位数营收增长和双位数利润释放。目前信贷需求尚未明显修复，但公司主动下沉，做小做散做偏的差异化优势仍在，能够保障小微信贷、经营性贷款的稳定投放。叠加村镇银行复制常熟模式带来的新增量，预计常熟银行仍能保持大个位数的信贷增长。一旦下半年宏观经济预期进一步改善，常熟信贷投放仍有向上空间。净息差方面，LPR 持续下行、信贷需求不足情况下，资产端利率依然承压，但存款端成本的同步压降预计能够对冲一定息差压力，2025 年净息差降幅或能收窄。“以量补价”下净利息收入能够保障稳定增长。非息收入方面，中收在资本市场逐步回暖的情况下明显改善。但其他非息收入因去年同期高基数和债市持续低位波动的影响，将对营收产生一定拖累，预计 2025 年营收保持大个位数增长。相对稳定的资产质量保障下，常熟银行仍能保持双位数的利润增长，业绩趋势继续领跑行业。

2、信贷需求偏弱下规模增速放缓，资产端压力下净息差继续收窄。1Q25 净息差为 2.61%，季度环比下降 8bps，较 2024 年下降 10bps。主要是资产端利率下降拖累。根据公司披露，1Q25 贷款收益率 5.42%，较年初下降 21bps。存款成本率 2.01%，较年初下降 19bps。存款端成本持续压降，一定程度上缓解了息差下行压力

资产端，对公信贷贡献主要增量，零售端经营贷在需求偏弱的情况下仍保持小幅增长，体现常熟银行做小做散、深挖客户需求的能力。1Q25 常熟银行贷款规模同比增长 6.1%，较年初增长 3.9%。信贷增长较 2024 年有所放缓，信贷增量较去年同期下降 40.2 亿元，主要是零售信贷投放的明显下降。目前经济仍处于缓慢复苏的趋势，常熟银行坚持做真需求、真小微，因此在信贷需求不足的情况下适当减少了投放。一旦经济复苏预期更加明确，带动小微客群需求修复，常熟银行信贷投放仍有较大增量空间。具体来看，1Q25 对公贷款、零售贷款分别较年初增长 7.3%、0.2%，占一季度增量占比分别为 75%、4%。1000 万以下的小额贷款占比仍保持在 71% 的较高水平。对公贷款投放稳定，基本保持去年同期增量水平。零售方面，目前小微、小额贷款信贷需求未见明显边际改善，但常熟银行通过深度走访、上下游努力挖潜等主动作为，防止优质客户流失的同时进一步挖掘新需求，个人经营贷、信保类小额贷款投放上仍呈现稳中向好的趋势。1Q25 个人经营贷仍较年初小幅增长 0.3%，零售端贷款增量基本全部由经营贷贡献。人熟地熟、主动作为的差异化优势护城河依然明显。

负债端，活期存款及 2 年以下低成本存款占比提高，存款端成本的持续优化能够有力托底息差。1Q25 常熟银行存款同比增长 9%，较年初增长 7.9%，揽储能力保持强劲。具体来看，活期存款、定期存款分别较年初增长 14%、7%。活期存款占比达 19.2%，较年初提升 1.1pct，存款活化程度有所改善。同时，常熟银行开始进行主动的存款结构管控，压降三年期以上的高成本储蓄存款。根据公司披露，储蓄存款中两年期及以下占比达 50.66%，较年初提升 3.7pct。常熟银行零售定期存款占比高，随着挂牌利率下调的利好逐步显现，以及存款结构的优化，存款成本能够持续压降，将有力托底息差。

展望 2025 年，常熟银行信贷投放上“对公稳定、零售渐入佳境”，息差在存款成本优化下降幅有望收窄。等待经济复苏趋势向好，信贷复苏改善，常熟银行在量、价两端都有较大向上弹性。从目前情况来看，常熟银行通过积极主动作为，零售贷款投放逐步回暖，个人经营贷、信保类贷款占比有效提升，规模增量基本回到 2024 年平均水平。预计 2025 年零售信贷、信保类贷款增量占比有望高于 2024 年。若下半年信贷需求能够在拉内需、促消费的政策下有所好转，常熟银行信贷增长仍有向上空间。价格方面，常熟银行通过资产端综合化服务保利率，负债端结构优化降成本，预计息差降幅能够较 2024 年有所收窄。

3. 不良率季度环比下降，拨备覆盖率降至 500% 以下。1Q25 常熟银行不良率环比下降 1bp 至 0.76%，拨备覆盖率季度环比下降 10.5pct 至 489.6%，继续以丰补歉释放利润。根据测算，1Q25 加回核销不良生成率季度环比下降 101bps 至 1.1%。零售资产质量存在行业性边际恶化，但公司通过持续的客户跟踪和严格的风险管控，叠加近几年持续加大的核销力度，零售风险处于可控区间，预计不良暴露压力已经进入后半程。不良率保持稳定低位的情况下，常熟继续小幅释放拨备，支撑利润的稳定高增。

4、常熟银行基本面领先同业，当前估值与其优异基本面明显不匹配。主要是当前股息率投资逻辑下，常熟银行因分红率和股息率较低而被压制估值。一旦未来分红率出现积极变化，常熟银行估值修复空间巨大。在当前银行业面临信贷需求不足、息差持续收窄、资产质量边际承压的大环境下，常熟银行仍能持续保持双位数的营收、利润增长，基本面趋势持续领跑行业。但目前常熟银行股价对应估值仅为 0.69 倍 24 年 PB，处于近三年估值分位点的 13%，估值被明显低估，与其优异基本面明显不匹配。在当前银行业实际经营和预期的底部进一步夯实情况下，以底线思维、高置信度、高胜率为核心诉求的配置型需求安全边际进一步提升。短期内板块投资仍以红利策略为主。但常熟银行目前分红率仍保持在 20% 左右水平，当前股价对应股息率仅在 3.5%-4% 左右，较低的分红率和股息率水平成为其估值提升的较大制约。目前常熟银行内生增长能力强，核心一级资本充裕，一旦未来分红率能够出现积极的变化，预计常熟银行估值将有较大提升空间。

5. 投资建议与盈利预测：常熟银行 1Q25 营收、利润均保持双位数增长。信贷需求偏弱下公司适当放缓规模增速，但经营贷仍保持小幅增长，体现常熟银行做小做散、主动深挖客户需求的能力。随着经济复苏预期更加明确，带动小微客群需求修复，常熟银行信贷投放仍有较大增量空间。资产端压力下净息差继续收窄，但存款端成本的持续优化能够有力托底息差。预计 2025 年常熟银行仍能够保持大个位数营收增长和双位数利润释放。预计 2025、2026、2027 年营收增速为 8.6%、9.4%、9.5%，利润增速为 14.0%、15.3%、15.6%。

当前常熟银行股价仅对应 0.68 倍 25 年 PB。常熟银行基本面持续领先同业，当前估值与其优异基本面明显不匹配。主要是当前股息率投资逻辑下，常熟银行因分红率和股息率较低而被压制估值。一旦未来分红率出现积极变化，常熟银行估值修复空间巨大，维持买入评级和银行板块首推。

6. 风险提示：（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

图表 1： 常熟银行盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	9,870	10,909	11,849	12,959	14,196
营业收入增长率	12.1%	10.5%	8.6%	9.4%	9.5%
归母净利润（百万）	3,282	3,813	4,345	5,010	5,789
归母净利润增长率	19.6%	16.2%	14.0%	15.3%	15.5%
EPS（元）	1.20	1.26	1.44	1.66	1.92
BVPS（元）	9.25	9.50	10.63	11.93	13.43
PE	5.8	5.5	4.8	4.2	3.6
PB	0.78	0.69	0.68	0.61	0.54

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2：常熟银行 1Q25 业绩报告

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	2,296	2,305	2,302	2,239	2,317	3.5%	0.9%	8,501	9,142	7.5%
Non-interest income 非利息收入	403	501	563	300	653	117.8%	62.0%	1,369	1,767	29.1%
Net fee income 净手续费收入	12	7	46	18	71	287.5%	495.2%	32	83	158.5%
Operating income 营业收入	2,700	2,806	2,864	2,539	2,971	17.0%	10.0%	9,870	10,909	10.5%
Operating expenses 营业支出	(970)	(1,000)	(1,023)	(1,067)	(1,049)	-1.7%	8.1%	(3,692)	(4,060)	10.0%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(18)	(15)	(17)	(16)	(17)	3.8%	-5.5%	(53)	(65)	23.0%
PPOP 拨备前营业利润	1,730	1,806	1,841	1,473	1,922	30.5%	11.1%	6,178	6,850	10.9%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(502)	(844)	(301)	(333)	(569)	70.9%	13.4%	(2,125)	(1,981)	-6.8%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(502)	(1,219)	(301)	(761)	(569)	-25.2%	13.4%	(1,790)	(2,784)	55.5%
Operating profit 营业利润	1,228	962	1,539	1,139	1,352	18.7%	10.2%	4,053	4,869	20.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(0)	(11)	(6)	(7)	25	na	na	(6)	(24)	na
Profit before taxation 利润总额	1,227	952	1,534	1,132	1,378	21.7%	12.3%	4,047	4,845	19.7%
Income tax 所得税费用	(201)	(99)	(204)	(269)	(213)	-20.6%	6.3%	(540)	(772)	43.0%
Net profit 净利润	1,027	853	1,330	864	1,164	34.8%	13.4%	3,507	4,073	16.1%
Minority interest 少数股东权益	(74)	(71)	(89)	(26)	(81)	205.9%	8.3%	(226)	(260)	15.3%
NPAT 归属股东净利润	952	782	1,241	837	1,084	29.4%	13.8%	3,282	3,813	16.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	952	782	1,241	837	1,084	29.4%	13.8%	3,282	3,813	16.2%
	12,804				8,781	4,023				
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	235,243	238,934	239,686	240,862	249,643	3.6%	6.1%	222,439	240,862	8.3%
Total deposits 存款总额	283,516	282,760	284,609	286,546	309,045	7.9%	9.0%	247,939	286,546	15.6%
NPLs 不良贷款余额	1,792	1,822	1,855	1,858	1,897	2.1%	5.9%	1,672	1,858	11.1%
Loan provisions 贷款损失准备	9,661	9,820	9,800	9,297	9,288	-0.1%	-3.9%	8,995	9,297	3.4%
Total assets 资产总额	364,676	367,303	362,743	366,582	389,015	6.1%	6.7%	334,456	366,582	9.6%
Total liabilities 负债总额	336,440	338,912	333,103	335,913	357,373	6.4%	6.2%	307,325	335,913	9.3%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	26,326	26,411	27,634	28,648	29,564	3.2%	12.3%	25,356	28,648	13.0%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	324,577	339,826	331,035	333,335	355,133	6.5%	9.4%	301,555	341,467	13.2%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
Shares 普通股股本 (百万股)	2,741	3,015	3,015	3,015	3,015	0.0%	10.0%	2,741	3,015	10.0%
EPS	0.32	0.26	0.41	0.28	0.36	29.4%	12.3%	1.20	1.26	5.6%
BVPS	9.61	8.76	9.17	9.50	9.81	3.2%	2.1%	9.25	9.50	2.7%
DPS	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	na	na	0.25	0.25	0.0%
PPOP/sh	0.63	0.60	0.61	0.49	0.64	30.5%	1.0%	2.25	2.27	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROA	1.17%	0.93%	1.46%	0.95%	1.23%	0.3pct	0.1pct	1.13%	1.16%	0.0pct
ROE	14.74%	11.87%	18.38%	11.90%	14.89%	3.0pct	0.2pct	13.69%	14.12%	0.4pct
NIM 净息差	2.83%	2.71%	2.78%	2.69%	2.61%	-8bps	-22bps	2.86%	2.71%	-15bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	35.27%	35.10%	35.15%	41.37%	34.74%	-6.6pct	-0.5pct	36.87%	36.35%	-0.5pct
Effective tax rate 有效所得税率	16.34%	10.40%	13.27%	23.72%	15.48%	-8.2pct	-0.9pct	13.33%	15.93%	2.6pct
LDR 贷存比	82.97%	84.50%	84.22%	84.06%	80.78%	-3.3pct	-2.2pct	89.72%	84.06%	-5.7pct
NPL ratio 不良率	0.76%	0.76%	0.77%	0.77%	0.76%	-1bps	0bps	0.75%	0.77%	2bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	539.18%	538.81%	528.40%	500.51%	489.56%	-11.0pct	-49.6pct	537.88%	500.51%	-37.4pct
Provision ratio 拨贷比	4.11%	4.11%	4.09%	3.86%	3.72%	-14bps	-39bps	4.04%	3.86%	-18bps
Credit cost 信用成本	0.22%	0.51%	0.13%	0.32%	0.23%	-8bps	1bps	0.86%	1.20%	34bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	14.94%	17.85%	19.65%	11.82%	22.00%	10.2pct	7.1pct	13.87%	16.20%	2.3pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	0.44%	0.26%	1.60%	0.72%	2.38%	1.7pct	1.9pct	0.33%	0.76%	0.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	10.15%	9.92%	10.58%	11.18%	10.78%	-0.4pct	0.6pct	10.42%	11.18%	0.8pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.21%	9.97%	10.63%	11.24%	10.83%	-0.4pct	0.6pct	10.48%	11.24%	0.8pct
CAR 资本充足率	13.51%	13.22%	13.95%	14.19%	13.67%	-0.5pct	0.2pct	13.86%	14.19%	0.3pct

资料来源：公司财报，中信建投

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk