

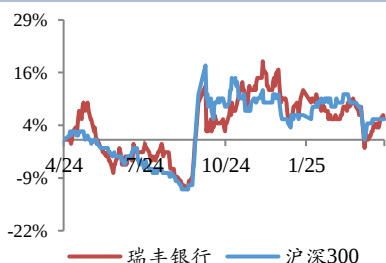
负债成本节约显著，风险抵补能力提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	5.23
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）	103
流通市值（亿元）	89

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 年年报点评，投资净收益大幅提升，资产质量改善 2025-03-30
- 2.2024 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

主要观点：

● 营收利润增速较 2024 年末小幅下降，负债成本节约显著

2025 年一季度末瑞丰银行营收、归母净利润分别同比+5.12%、+6.69%，较 2024A 分别边际-10.17、-4.58pcts，营收利润增速有所下滑，整体保持良好经营态势。其中利息净收入同比+2.68%，利息净收入占比营收为 70.39%，较 2024 年末提升了 1.89pct。负债端成本节约效果显著，其中利息支出同比-3.45%，是上市以来首个季度实现利息支出同比下降，存款成本和存款结构管理效果良好。非息净收入同比+11.2%，其中，中收净收入录得 0.17 亿元同比大幅提升。其他非息收入主要由投资净收益支撑（同比+23.01%），债市回调下公允价值变动净收益波动较大，同比下降 231.67%，其他综合收益浮盈回落至 2024 年三季度末水平。考虑到一季度末以来 10y 重回 1.63%水平，债市收益相对一季度好转，且瑞丰银行金融市场业务发力多元化收入来源，预计其他非息收入有望迎来回升。

● 贷款结构向对公倾斜，存款结构中个人定期占比提升

2025 年一季度末，瑞丰银行总资产、贷款、金融投资分别同比增长+11.07%、+11.41%、+12.81%，总资产增速保持平稳，贷款、金融投资规模增速均较 2024 年末小幅下降。瑞丰银行结合主要经营地区民营企业的抢出口特性和当前市场竞争情况将旺季投放前置到 24Q4，或导致 25Q1 贷款增速小幅下降。贷款结构来看，2025 年一季度对公、个人、贴现贷款分别净新增 49.79、3.25、5.17 亿元，公司、个人、贴现贷款占比分别为 51.54%、41.13%、7.33%，对公贷款规模占比持续提升。2025 年一季度末，瑞丰银行总负债、存款分别同比增长+11.17%、13.72%，存款增速较 2024 年末小幅上升。存款结构来看，2025 年一季度对公、个人存款分别净新增 2.75、87.52 亿元，存款新增主要由个人存款贡献。其中，个人定期、活期存款分别净增 102.63、-15.11 亿元，存款定期化趋势有所上升，个人定期存款占比全部存款升至 62.35%。

● 净息差环比小幅下降，降幅同比显著收窄

2025 年一季度末，瑞丰银行净息差为 1.46%，较 2024 年末环比下行 4bps。2024 年瑞丰银行全年净息差降幅为 23bps，呈现“L 型”下降趋势，其中 1Q24 单季降幅最大 13bps，同比来看 1Q25 净息差降幅显著收窄，主要为负债端成本率下行贡献。除三年期定期存款到期转存因素外，瑞丰银行通过持续调整存款久期和存款结构不断降低付息成本，对冲资产端重定价影响。

● 资产质量平稳，拨备水平提升

2025 年一季度末瑞丰银行不良率 0.97%，连续 6 个季度环比持平，资产质量保持平稳。拨备覆盖率 326.08%，较 2024A 环比上升 5.21pcts，风险抵补能力边际提升，且仍能兼顾较好的业绩释放。风险前瞻指标小幅波动，2025 年一季度末关注率 1.54%，较 2024 年末小幅上升 9bps，绍兴及义乌地区民营企业和个体工商户以外向型经济为主，外部经贸斗争可能带来相关客群风险抬升。瑞丰银行对细分客群风险把控准确，提供的汇率避险等服务完备，且拨备计提应对充分，预计风险扰动的影响整体可控。

● 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，且民营经济具备韧性，外部风险扰动影响整体可控。瑞丰银行资产质量保持平稳，2025 年一季度拨备水平环比提升，资本和资产质量均有较为充足的安全垫。我们维持盈利预测假设，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	2024A	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	5.34	5.06	4.65	4.26
P/B	0.54	0.52	0.47	0.43

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	130,960	147,330	162,210	174,862	净利息收入	3,004	3,106	3,201	3,301
贷款减值准备	3,859	4,302	4,518	4,741	净手续费收入	39	61	70	82
债券投资	74,091	81,648	88,727	97,165	其他非息收入	1,343	1,389	1,508	1,782
存放央行	9,764	15,195	16,706	18,149	营业收入	4,385	4,556	4,779	5,166
同业资产	6,212	5,099	5,124	4,915	税金及附加	(38)	(66)	(69)	(70)
资产总额	220,503	246,116	274,009	302,439	业务及管理费	(1,369)	(1,369)	(1,443)	(1,544)
吸收存款	166,191	185,303	206,243	226,867	营业外净收入	70	-	-	-
同业负债	26,042	30,986	36,784	41,892	拨备前利润	3,048	3,121	3,267	3,551
发行债券	7,334	7,759	6,929	7,504	资产减值损失	(1,153)	(1,034)	(1,021)	(1,103)
负债总额	201,277	225,988	252,004	278,481	税前利润	1,894	2,087	2,246	2,448
股东权益	19,226	20,129	22,006	23,959	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					业绩增长率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	1.44%	1.33%	1.23%	1.15%	净利息收入	(1.65%)	3.42%	3.04%	3.15%
净非利息收入	0.56%	0.62%	0.61%	0.65%	净手续费收入	(390.91%)	56.50%	15.30%	17.50%
营业收入	2.10%	1.95%	1.84%	1.79%	营业收入	15.29%	3.91%	4.89%	8.10%
营业支出	0.67%	0.62%	0.58%	0.56%	拨备前利润	15.64%	2.40%	4.67%	8.72%
拨备前利润	1.46%	1.34%	1.26%	1.23%	归属母行净利润	11.27%	5.51%	8.93%	9.11%
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					驱动性因素				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
核心一级资本					生息资产增长	12.31%	12.78%	9.43%	8.18%
充足率	13.67%	12.89%	12.81%	12.69%	贷款增长	15.50%	12.50%	10.10%	7.80%
一级资本充足					存款增长	12.88%	11.50%	11.30%	10.00%
率	13.68%	12.90%	12.81%	12.70%	净手续费收入/营收	0.89%	1.33%	1.47%	1.60%
资本充足率	14.87%	14.55%	14.24%	14.00%	成本收入比	31.22%	30.05%	30.20%	29.89%
风险加权系数	63.23%	62.93%	62.25%	61.98%	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	5.34	5.06	4.65	4.26
PB	0.54	0.52	0.47	0.43
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。