

## 常熟银行 (601128.SH)

## 业绩坚挺，等待溢价

2025 年 7 月 21 日，常熟银行披露 2025 年半年度业绩快报，营收保持两位数的相对高增长，归母净利润稳健中高速增长，不良率稳定，拨备覆盖率稳定。

## 核心观点：

- **业绩延续中高速增长。**根据快报披露，25H1 公司实现营业收入 60.62 亿元，同比增长 10.10%，增速较 25Q1 回升 0.1pct；25H1 公司实现归母净利润 19.69 亿元，同比增长 13.52%，增速较 25Q1 小幅回落 0.29pct。单季度环比来看，25Q2 公司营收、归母净利润同比增速分别较 25Q1 变动+0.13pct、-0.64pct。今年以来虽面临息差收窄、小微需求偏弱、其他非息收入高基数等因素拖累，但公司营收利润依旧保持两位数的中高速增长，基本面韧性仍在。
- **规模降速等需求，负债成本持续降。**25Q2 末，总贷款余额 0.25 万亿元，同比增长 5.25%，增速较 25Q1 末下降 0.9pct，财政虽已发力，但效果尚未传导至居民部门，地产消费仍偏弱，零售和小微需求仍待复苏。**负债端表现相对稳健**，一方面 25Q2 末存款同比增速 9.91%，增速较 25Q1 末回升 0.9pct；另一方面公司快报披露“负债成本持续下降”，负债端优化成效继续释放，有助于缓解息差收窄压力。
- **资产质量保持优异水平。**2025Q2 末，公司不良率 0.76%，较 25Q1 末持平，保持低位稳定，拨备覆盖率 489.53%，环比 25Q1 末下降 0.03pct，基本保持稳定，风险抵补能力强，总体资产质量保持优异水平，且不良率和拨备覆盖率均保持稳健，可能显示不良生成压力有所缓解。
- **投资建议：**公司始终坚持服务“三农两小”的市场定位，将“做小做散”“背包精神”刻在基因里，资产质量保持优异，资产负债结构依旧稳健，息差优势延续，存款定价调降仍有空间。同时，小微需求低迷和宏观经济不确定环境下，公司坚守“真小微”战略定位，务实地降低规模增速，因为如果没有真实需求硬扩规模必然导致公司偏离“真小微”战略定位，大概率会牺牲息差，同时滋生需求端道德风险衍生滞后性资产质量压力，这也是当期银行业零售小微领域不良暴露的原因之一。与之对应，没有需求时适度降低规模诉求，只要核心资本在、资产质量稳，当下规模降速会为未来需求保留扩张潜力，是合理的经营决策。当前各类政策还在发力期，只要财政扩张延续，最终也会传导到居民和小微需求。届时，公司“真小微”战略的带来的高成长性溢价有望回归，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**经济下行超预期；宏观政策力度不及预期；存款竞争加剧。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 9870  | 10909 | 11763 | 12481 | 13350 |
| 同比增长       | 12.1% | 10.5% | 7.8%  | 6.1%  | 7.0%  |
| 营业利润(百万元)  | 4053  | 4869  | 5206  | 5665  | 6080  |
| 同比增长       | 20.5% | 20.1% | 6.9%  | 8.8%  | 7.3%  |
| 归母净利润(百万元) | 3282  | 3813  | 4222  | 4648  | 5069  |
| 同比增长       | 19.6% | 16.2% | 10.7% | 10.1% | 9.1%  |
| 每股收益(元)    | 1.20  | 1.26  | 1.40  | 1.54  | 1.68  |
| PE         | 6.1   | 5.8   | 5.2   | 4.7   | 4.4   |
| PB         | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

总量研究/银行

目标估值：NA

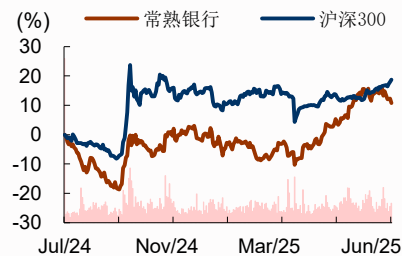
当前股价：7.32 元

## 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本（百万股）    | 3316       |
| 已上市流通股（百万股） | 3316       |
| 总市值（十亿元）    | 24.3       |
| 流通市值（十亿元）   | 24.3       |
| 每股净资产（MRQ）  | 8.9        |
| ROE（TTM）    | 13.3       |
| 资产负债率       | 91.9%      |
| 主要股东        | 交通银行股份有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 9.01%      |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -2 | 14 | 8   |
| 相对表现 | -9 | 7  | -7  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《常熟银行（601128）一规模降速等需求》2025-04-26
- 2、《常熟银行（601128）一延续中高速增长》2025-04-15
- 3、《常熟银行（601128）一守候成长的溢价》2025-03-28

王先爽 S1090524100006

✉ wangxianshuang@cmschina.com.cn

文雪阳 S1090524110001

✉ wenxueyang@cmschina.com.cn

## 图表目录

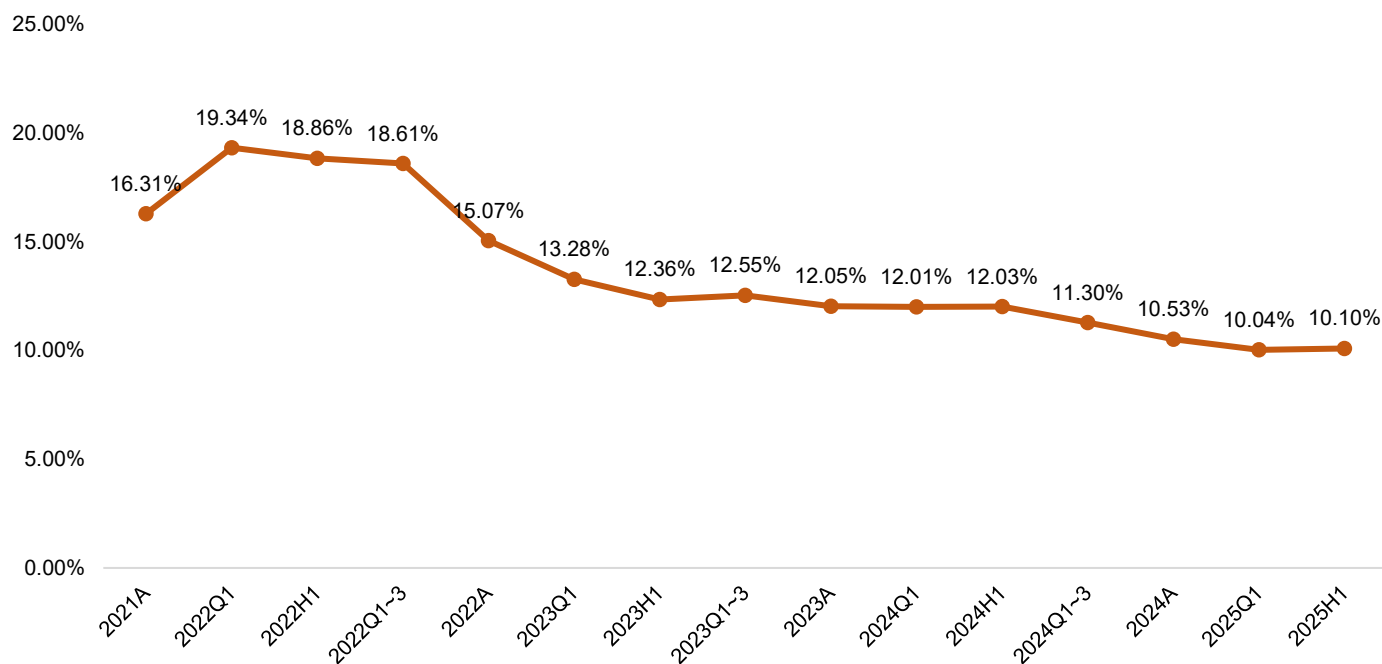
|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 营业收入同比增速 .....                 | 4 |
| 图 2: 归母净利润同比增速 .....                | 4 |
| 图 3: 营业收入单季度额同比增速 .....             | 5 |
| 图 4: 归母净利润单季度额同比增速 .....            | 5 |
| 图 5: 不良贷款率 (%) .....                | 6 |
| 图 6: 拨备覆盖率 (%) .....                | 6 |
| 图 7: ROE (加权年化, %) .....            | 7 |
| 表 1: 常熟银行 2025Q1 业绩快报 (百万元/%) ..... | 3 |
| 附: 财务预测表 (百万元) .....                | 8 |

表 1：常熟银行 2025Q1 业绩快报（百万元/%）

| 累计同比增速  | 2024Q1 | 2024H1 | 2024Q1~3 | 2024A  | 2025Q1 | 2025H1 | 同比变化    | 环比变化   |
|---------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入    | 12.0%  | 12.0%  | 11.3%    | 10.5%  | 10.0%  | 10.1%  | -1.9%   | 0.1%   |
| 归母净利润   | 19.8%  | 19.6%  | 18.2%    | 16.2%  | 13.8%  | 13.5%  | -6.1%   | -0.29% |
| 营业利润    | 21.1%  | 19.4%  | 17.5%    | 20.1%  | 10.2%  | 11.4%  | -8.0%   | 1.2%   |
| 单季度同比增速 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3   | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 同比变化    | 环比变化   |
| 营业收入    | 12.0%  | 12.1%  | 9.9%     | 8.1%   | 10.0%  | 10.2%  | -1.9%   | 0.1%   |
| 归母净利润   | 19.8%  | 19.3%  | 16.3%    | 9.7%   | 13.8%  | 13.17% | -6.1%   | -0.6%  |
| 营业利润    | 21.1%  | 17.3%  | 15.0%    | 29.5%  | 10.2%  | 12.99% | -4.3%   | 2.8%   |
| 资产质量    | 2024Q1 | 2024H1 | 2024Q1~3 | 2024A  | 2025Q1 | 2025H1 | 同比变化    | 环比变化   |
| 不良贷款率   | 0.76   | 0.76   | 0.77     | 0.77   | 0.76   | 0.76   | 0.00    | 0.00   |
| 拨备覆盖率   | 539.18 | 538.81 | 528.40   | 500.51 | 489.56 | 489.53 | -49.28  | -0.03  |
| 拨贷比     | 4.11   | 4.11   | 4.09     | 3.86   | 3.74   | 3.72   | -0.39   | -0.02  |
| 资产负债增速  | 2024Q1 | 2024H1 | 2024Q1~3 | 2024A  | 2025Q1 | 2025H1 | 同比变化    | 环比变化   |
| 总资产     | 15.1%  | 15.6%  | 10.4%    | 9.6%   | 6.7%   | 9.2%   | -6.3%   | 2.6%   |
| 贷款总额    | 15.0%  | 11.3%  | 9.7%     | 8.3%   | 6.1%   | 5.2%   | -6.1%   | -0.9%  |
| 总负债     | 15.2%  | 15.8%  | 10.2%    | 9.3%   | 6.2%   | 9.0%   | -6.9%   | 2.7%   |
| 存款总额    | 18.0%  | 16.7%  | 17.0%    | 15.6%  | 9.0%   | 9.9%   | -6.8%   | 0.9%   |
| 单季度增加   | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3   | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 环比多增    | 同比多增   |
| 总资产     | 30,220 | 2,627  | (4,560)  | 3,839  | 22,433 | 12,236 | -10,198 | 9,609  |
| 贷款总额    | 12,804 | 3,691  | 751      | 1,176  | 8,781  | 1,828  | -6,953  | -1,863 |
| 总负债     | 29,114 | 2,472  | (5,809)  | 2,811  | 21,460 | 11,895 | -9,565  | 9,423  |
| 存款总额    | 35,577 | -756   | 1,848    | 1,937  | 22,499 | 1,732  | -20,766 | 2,488  |
| 结构占比    | 2024Q1 | 2024H1 | 2024Q1~3 | 2024A  | 2025Q1 | 2025H1 | 同比变化    | 环比变化   |
| 贷款/总资产  | 64.5%  | 65.1%  | 66.1%    | 65.7%  | 64.2%  | 62.7%  | -2.4%   | -1.5%  |
| 存款/总负债  | 84.3%  | 83.4%  | 85.4%    | 85.3%  | 86.5%  | 84.2%  | 0.7%    | -2.3%  |

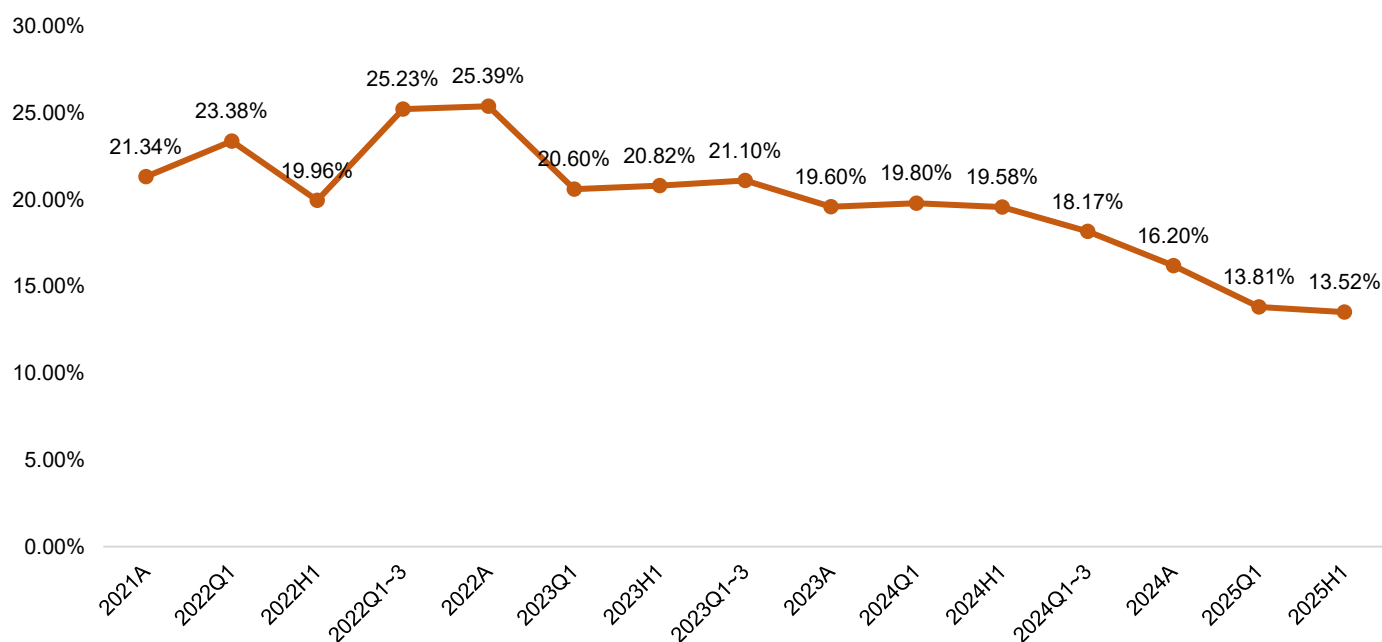
资料来源：wind、招商证券

图 1: 营业收入同比增速



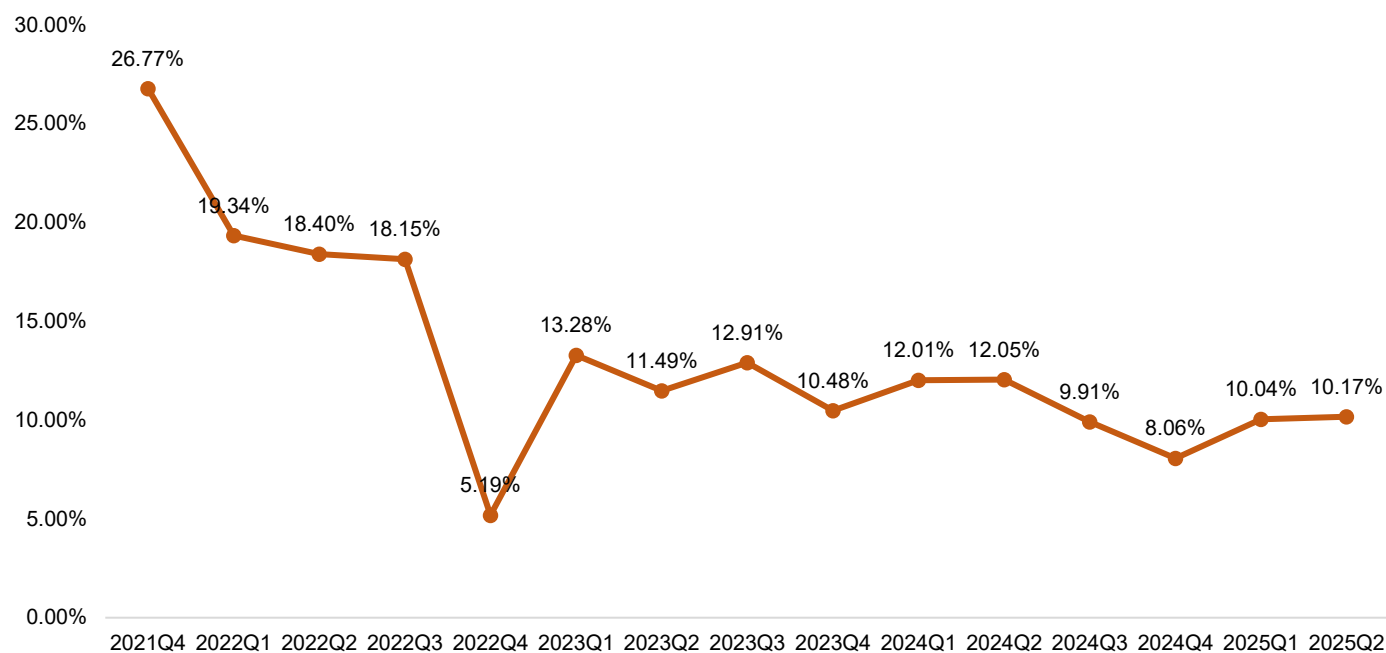
资料来源: wind、招商证券

图 2: 归母净利润同比增速



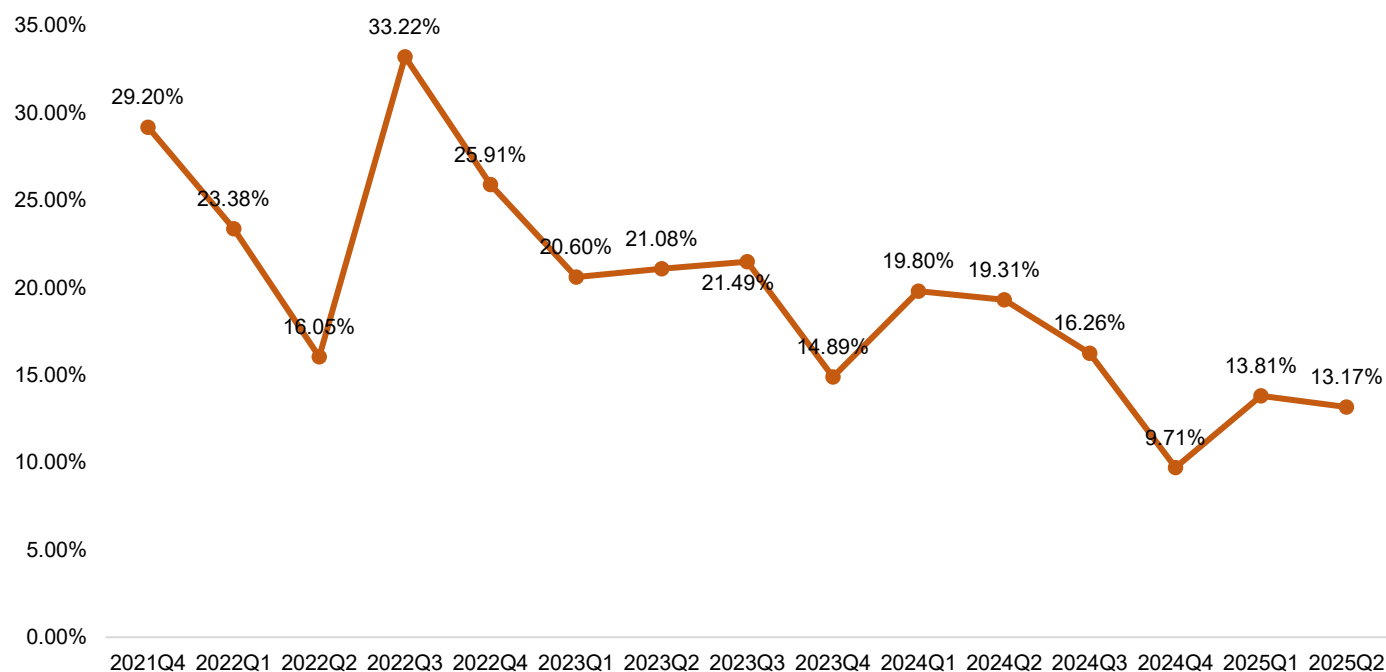
资料来源: wind、招商证券

图 3: 营业收入单季度额同比增速



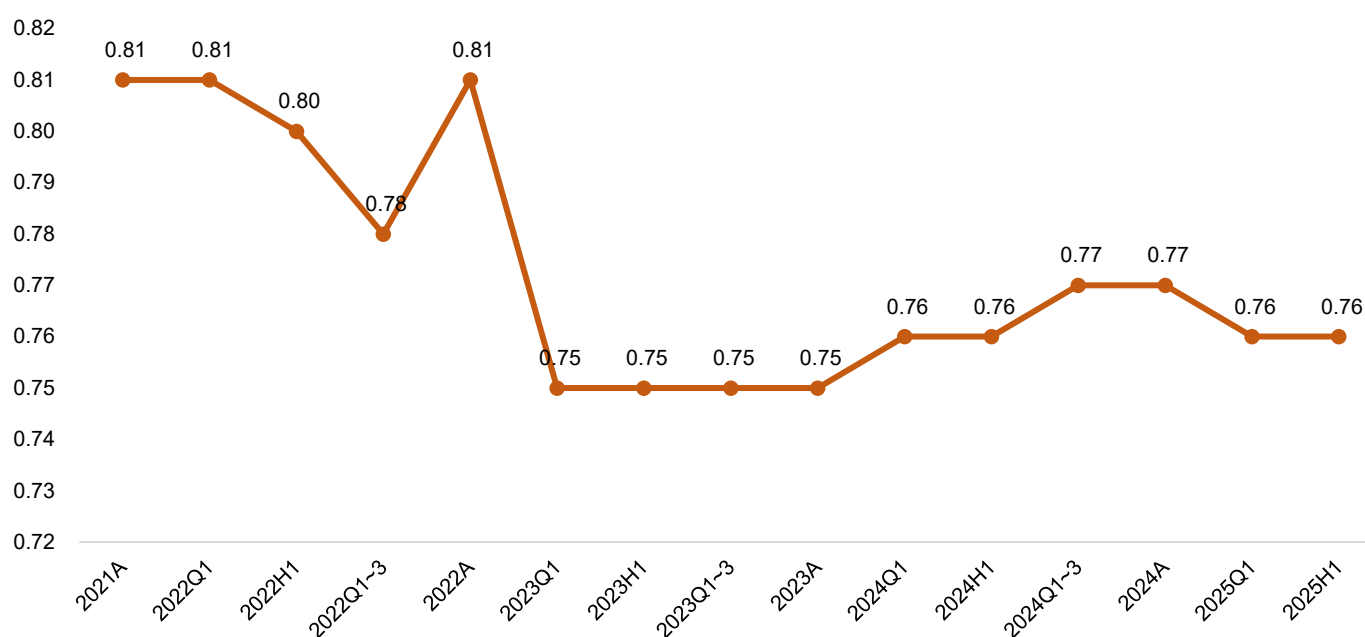
资料来源: wind、招商证券

图 4: 归母净利润单季度额同比增速



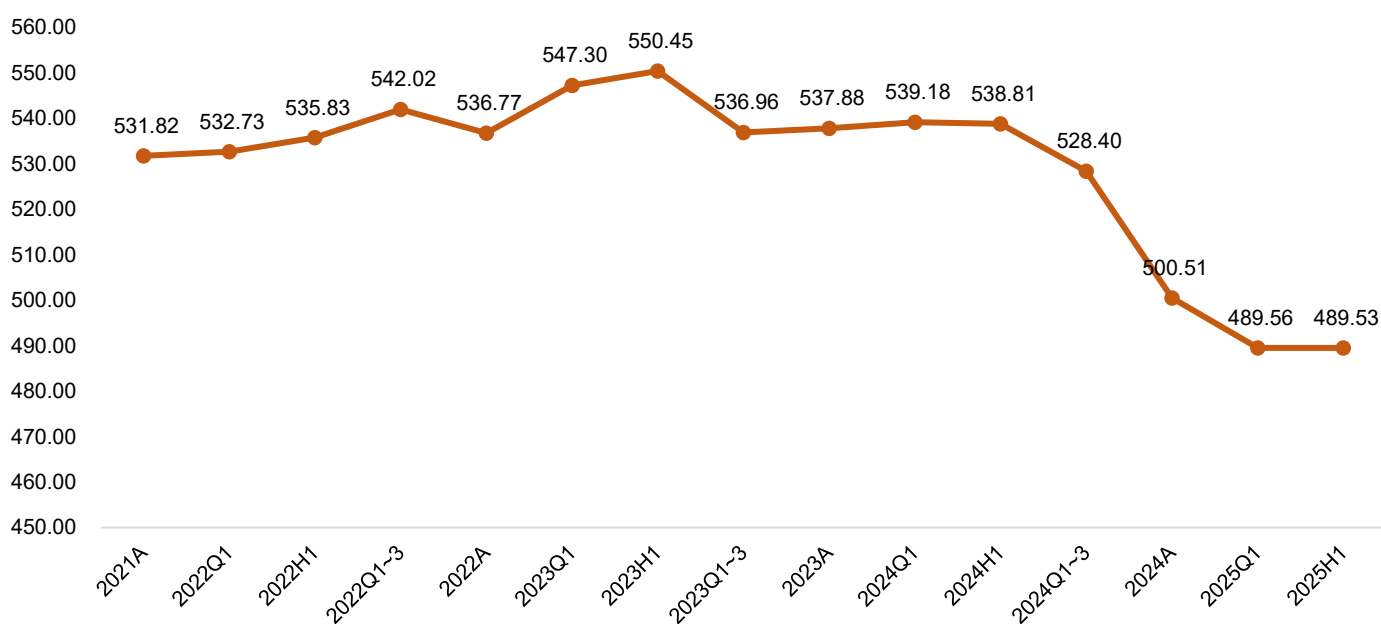
资料来源: wind、招商证券

图 5: 不良贷款率 (%)



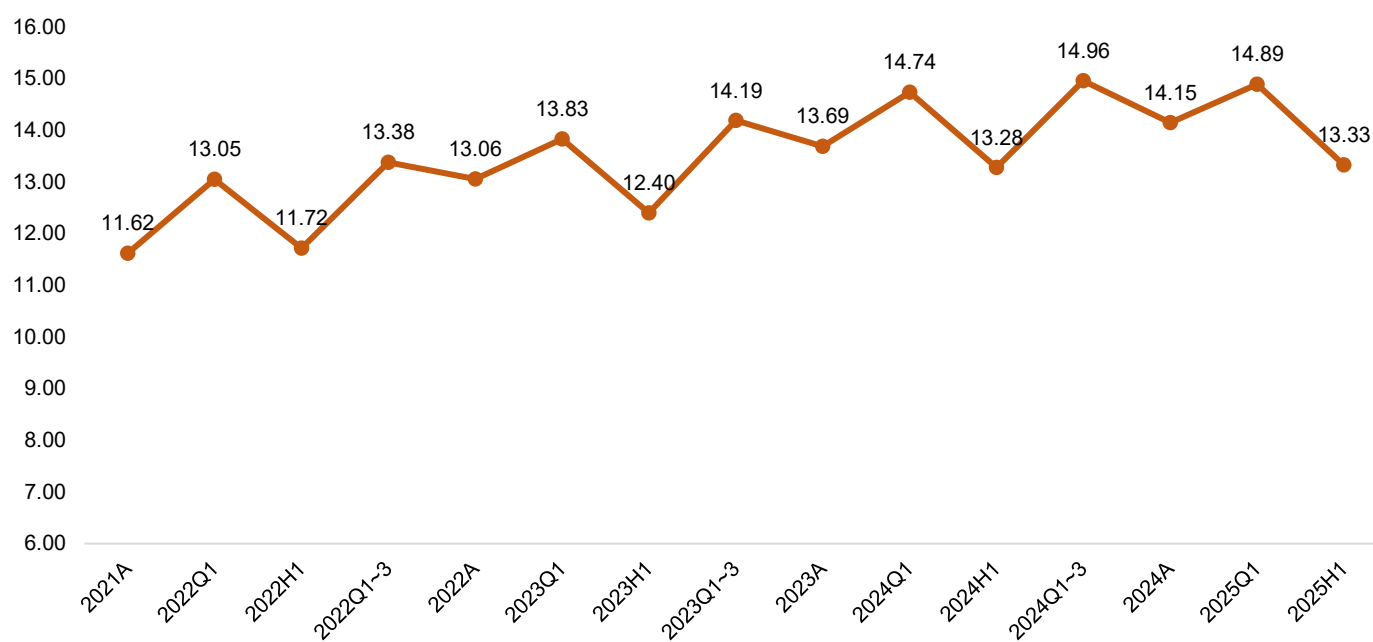
资料来源: wind、招商证券

图 6: 拨备覆盖率 (%)



资料来源: wind、招商证券

图 7: ROE (加权年化, %)



资料来源: wind、招商证券

## 附：财务预测表（百万元）

|                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |              | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>价值评估（倍）</b> |         |         |         |        |        | <b>利润表</b>   |         |         |         |         |         |
| P/E            | 6.1     | 5.8     | 5.2     | 4.7    | 4.4    | 净利息收入        | 8,501   | 9,142   | 9,307   | 9,769   | 10,470  |
| P/B            | 0.79    | 0.77    | 0.70    | 0.62   | 0.55   | 利息收入         | 15,069  | 16,294  | 15,953  | 16,709  | 17,809  |
| P/POP          | 3.25    | 3.23    | 2.92    | 2.74   | 2.55   | 利息支出         | 6,568   | 7,152   | 6,645   | 6,940   | 7,339   |
| <b>每股指标</b>    |         |         |         |        |        | 净手续费收入       | 32      | 83      | 217     | 249     | 269     |
| EPS            | 1.20    | 1.26    | 1.40    | 1.54   | 1.68   | 净其他非息收入      | 1,337   | 1,684   | 2,239   | 2,463   | 2,611   |
| BVPS           | 8.99    | 9.26    | 10.43   | 11.76  | 13.21  | 营业收入         | 9,870   | 10,909  | 11,763  | 12,481  | 13,350  |
| PPOPPS         | 2.25    | 2.26    | 2.51    | 2.67   | 2.87   | 营业支出         | 5,817   | 6,040   | 6,558   | 6,816   | 7,270   |
| DPS            | 0.25    | 0.25    | 0.28    | 0.30   | 0.33   | 税金及附加        | 53      | 65      | 65      | 67      | 71      |
| 股息支付率          | 20.88%  | 19.77%  | 19.77%  | 19.77% | 19.77% | 业务及管理费       | 3,639   | 3,994   | 4,117   | 4,343   | 4,606   |
| 股息收益率          | 3.42%   | 3.42%   | 3.78%   | 4.16%  | 4.54%  | 营业利润         | 4,053   | 4,869   | 5,206   | 5,665   | 6,080   |
| <b>驱动性因素</b>   |         |         |         |        |        | 营业外净收入       | -6      | -24     | -24     | -24     | -24     |
| 贷款增速           | 15.00%  | 8.28%   | 5.50%   | 8.00%  | 10.00% | 拨备前利润        | 6,172   | 6,826   | 7,558   | 8,046   | 8,650   |
| 存款增速           | 16.09%  | 15.92%  | 9.80%   | 9.50%  | 9.00%  | 资产减值损失       | 2,125   | 1,981   | 2,376   | 2,405   | 2,593   |
| 生息资产增速         | 15.88%  | 9.48%   | 8.60%   | 8.29%  | 8.53%  | 利润总额         | 4,047   | 4,845   | 5,182   | 5,642   | 6,056   |
| 计息负债增速         | 15.30%  | 11.26%  | 9.08%   | 8.56%  | 8.62%  | 所得税          | 540     | 772     | 700     | 733     | 727     |
| 平均贷款收益率        | 5.81%   | 5.63%   | 5.33%   | 5.25%  | 5.18%  | 净利润          | 3,507   | 4,073   | 4,482   | 4,908   | 5,330   |
| 平均生息资产收益率      | 4.83%   | 4.61%   | 4.17%   | 4.03%  | 3.96%  | 归母净利润        | 3,282   | 3,813   | 4,222   | 4,648   | 5,069   |
| 平均存款付息率        | 2.28%   | 2.20%   | 1.93%   | 1.85%  | 1.80%  | <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         |
| 平均计息负债付息率      | 2.32%   | 2.11%   | 1.92%   | 1.84%  | 1.79%  | 贷款总额         | 222,439 | 240,862 | 254,110 | 274,438 | 301,882 |
| 净息差(NIM)-测算值   | 2.72%   | 2.60%   | 2.43%   | 2.35%  | 2.33%  | 贷款减值准备       | 8,995   | 9,297   | 9,336   | 9,853   | 10,583  |
| 净利差(NIS)-测算值   | 2.51%   | 2.50%   | 2.25%   | 2.19%  | 2.17%  | 贷款净额         | 214,227 | 232,489 | 244,773 | 264,585 | 291,300 |
| 净手续费收入增速       | -82.84% | 158.54% | 160.00% | 15.00% | 8.00%  | 投资类资产        | 87,430  | 94,399  | 107,615 | 117,300 | 124,339 |
| 净非息收入/营收       | 13.87%  | 16.20%  | 20.88%  | 21.73% | 21.57% | 存放央行         | 19,346  | 23,631  | 25,910  | 28,371  | 30,925  |
| 成本收入比          | 36.87%  | 36.62%  | 35.00%  | 34.80% | 34.50% | 同业资产         | 5,903   | 7,980   | 10,774  | 11,312  | 11,086  |
| 拨备支出/平均贷款      | 0.88%   | 0.95%   | 0.96%   | 0.91%  | 0.90%  | 其他资产         | 22,112  | 19,372  | 36,203  | 39,399  | 42,892  |
| 实际所得税率         | 13.33%  | 15.93%  | 13.50%  | 13.00% | 12.00% | 生息资产         | 335,118 | 366,873 | 398,408 | 431,422 | 468,231 |
| <b>业绩年增速率</b>  |         |         |         |        |        | 资产合计         | 334,456 | 366,582 | 406,770 | 442,687 | 481,933 |
| 净利息收入          | 11.7%   | 7.5%    | 1.8%    | 5.0%   | 7.2%   | 存款           | 254,453 | 294,965 | 323,872 | 354,639 | 386,557 |
| 净手续费收入         | -82.8%  | 158.5%  | 160.0%  | 15.0%  | 8.0%   | 向央行借款        | 8,176   | 8,305   | 8,265   | 8,265   | 8,265   |
| 净其他非息增速        | 32.4%   | 25.9%   | 33.0%   | 10.0%  | 6.0%   | 同业负债         | 22,818  | 20,119  | 22,131  | 23,017  | 24,167  |
| 营业收入           | 12.1%   | 10.5%   | 7.8%    | 6.1%   | 7.0%   | 发行债券         | 12,357  | 7,938   | 7,145   | 6,430   | 7,202   |
| 营业支出           | 6.8%    | 3.8%    | 8.6%    | 3.9%   | 6.7%   | 计息负债         | 297,805 | 331,328 | 361,413 | 392,351 | 426,191 |
| 拨备前利润          | 15.1%   | 10.6%   | 10.7%   | 6.5%   | 7.5%   | 负债合计         | 307,325 | 335,913 | 372,590 | 404,486 | 439,372 |
| 利润总额           | 20.3%   | 19.7%   | 6.9%    | 8.9%   | 7.4%   | 股东权益合计       | 27,131  | 30,669  | 34,179  | 38,202  | 42,561  |
| 净利润            | 19.8%   | 16.1%   | 10.0%   | 9.5%   | 8.6%   | 加权风险资产       | 253,294 | 265,162 | 279,746 | 302,126 | 332,338 |
| 归母净利润          | 19.6%   | 16.2%   | 10.7%   | 10.1%  | 9.1%   | <b>资产质量</b>  |         |         |         |         |         |
| <b>盈利能力</b>    |         |         |         |        |        | 信用成本率        | 1.02%   | 0.85%   | 0.96%   | 0.91%   | 0.90%   |
| ROAA           | 1.13%   | 1.16%   | 1.16%   | 1.16%  | 1.15%  | 不良贷款率        | 0.75%   | 0.77%   | 0.76%   | 0.75%   | 0.75%   |
| ROAE           | 13.69%  | 14.15%  | 14.22%  | 13.90% | 13.47% | 不良净生成率       | 0.92%   | 1.43%   | 1.00%   | 0.80%   | 0.75%   |
| RORWA          | 1.47%   | 1.57%   | 1.65%   | 1.69%  | 1.68%  | 拨备覆盖率        | 538%    | 501%    | 485%    | 476%    | 467%    |
| <b>资本状况</b>    |         |         |         |        |        | 拨贷比          | 4.04%   | 3.86%   | 3.67%   | 3.59%   | 3.51%   |
| 资本充足率          | 13.86%  | 14.19%  | 15.10%  | 15.64% | 15.86% | <b>流动性</b>   |         |         |         |         |         |
| 一级资本充足率        | 10.48%  | 11.24%  | 11.96%  | 12.40% | 12.58% | 存贷比          | 87.42%  | 81.66%  | 78.46%  | 77.39%  | 78.10%  |
| 核心一级资本充足率      | 10.42%  | 11.18%  | 11.91%  | 12.36% | 12.55% | 贷款/总资产       | 66.51%  | 65.70%  | 62.47%  | 61.99%  | 62.64%  |
| 风险加权系数         | 75.73%  | 72.33%  | 68.77%  | 68.25% | 68.96% | 投资类资产/总资产    | 26.14%  | 25.75%  | 26.46%  | 26.50%  | 25.80%  |
| 杠杆率            | 12.33   | 11.95   | 11.90   | 11.59  | 11.32  | 同业资产/总资产     | 1.76%   | 2.18%   | 2.65%   | 2.56%   | 2.30%   |

数据来源：IFind，招商证券



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。