

公司研究

业绩增长韧性强，可转债转股可期

——常熟银行（601128.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：6.92 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

010-57378030

zhaochenyang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	33.17
总市值(亿元):	229.50
一年最低/最高(元):	5.72/7.83
近 3 月换手率:	139.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.20	-19.99	-8.14
绝对	-0.43	-5.62	12.83

资料来源：Wind

要点

事件：

10 月 29 日，常熟银行发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 90.5 亿，同比增长 8.2%，归母净利润 33.6 亿，同比增长 12.8%。加权平均净资产收益率（ROAE）为 15.02%，同比提升 0.06pct。

点评：

营收增长放缓，盈利维持双位数高增。2025 年前三季度公司营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 8.2%、10.1%、12.8%，增速分别较 1H25 下降 1.9、2、0.7pct。前三季度公司净利息收入、非息收入同比增速 2.4%、35.3%，较 1H25 分别变动 1.6、-22pct；信用减值损失/营业收入、成本收入比分别为 19.1%、34.4%，同比下降 0.6、0.7pct。**拆分盈利同比增速结构**，规模、非息为主要贡献分项，分别拉动业绩增速 21.8、17.1pct。**边际变化看**，提振因素主要包括息差降幅收窄、拨备计提放缓、费用拖累减轻，拖累因素主要包括规模扩张、非息收入增长放缓对盈利增长的正向贡献下降。

规模扩张强度不减，信贷增速稳中有升。3Q25 季末，常熟银行生息资产、贷款同比增速分别为 11.6%、7.1%，增速较 2Q 末分别提升 0.2、1.9pct，规模扩张强度不减。季末金融投资、同业资产增速分别为 18.1%、30.6%，增速较年中分别变动 -6、+3.9pct，非信贷类资产维持较高增速，对资产扩张形成一定支撑。**贷款方面**，3Q 单季贷款新增 53 亿，较低基数上同比多增 45 亿，其中公司、零售、票据分别新增 30、16、7 亿，同比分别多增 25 亿和 32 亿、少增 12 亿，对公贷款仍发挥“压舱石”作用，资产定价下行背景下，适度压降低息票据，零售贷款在去年较低基数上同比多增。

存款稳步增长，定期化趋势有放缓迹象。3Q25 末，常熟银行付息负债、存款同比增速分别为 11.4%、9.7%，分别较 2Q 末变动+1.9、-0.2pct。3Q 单季存款新增 14 亿，同比少增 4 亿；其中定期、活期存款分别新增 6 亿、4 亿，同比分别少增 1 亿、3 亿。季末定期存款占比 71.8%，较年中下降 0.14pct，较年初下降 0.53pct，定期化趋势逐步缓解。季末储蓄存款中两年期以下占比 50.3%，较年初提升 3.4pct，储蓄存款出现短久期化趋势。

净息差降幅环比收窄，成本管控成效逐步显现。公司前三季度 NIM 为 2.57%，较 1H25、2024 年分别收窄 1bp、14bp，3Q 息差降幅进一步收窄，仍居同业首位。我们测算，公司前三季度生息资产收益率较上半年下降 2bp，有效需求不足、业内竞争加剧、存量贷款滚动到期等因素叠加影响下，资产端定价仍处在下行通道，但降幅逐季收窄。负债端，测得前三季度付息负债成本率较上半年下降 4bp，延续逐季下降趋势。近年来公司多次跟进调降存款挂牌利率，后续伴随存量存款到期滚动重定价，成本管控效果将进一步释放。

非息收入增长降速，占营收比重降至 21.9%。公司前三季度非息收入 19.8 亿（YoY+35%），占营收比重较 1H25 下降 1.5pct 至 21.9%。其中，（1）净手续费及佣金净收入 3 亿，同比多增 2.4 亿，除较低基数外，代理理财业务等手续费收入增加驱动中收维持高增。

(2) 净其他非息收入 16.8 亿 (YoY+20%)，增速较上半年下降 24.6pct，其中，投资收益 16.7 亿 (YoY+24.6%)，增速较年中下降 6.3pct；公允价值变动收益 -1.6 亿，同比多减 0.5 亿，3Q 债券市场利率上行，交易性债券投资价值重估损失对非息收入增长形成拖累。

不良率维持低位，风险抵补能力较强。3Q25 末，常熟银行不良率、关注率分别为 0.76%、1.58%，均同年中持平，资产质量核心指标运行稳定。拨备方面，3Q 单季公司贷款损失准备新增 2.3 亿，同比少增 0.7 亿。季末拨贷比、拨备覆盖率分别为 3.52%、463%，分别较年中下降 0.2、26.6pct，拨备计提强度有所放缓，对盈利增长形成一定托举，风险抵补能力保持稳健。

资本充足率边际增厚，60 亿可转债转股可期。3Q25 末，公司核心一级/一级/总资本充足率分别为 11.14%、11.19%、13.66%，较 2Q 末提升 0.41、0.41、0.06pct，较上年末下降 4bp、5bp、53bp。季末 RWA 增速 4.5%，较年中提升 0.4pct。目前公司仍有 60 亿可转债待转股，转股比例较低，转股价 5.89 元/股，强赎价 7.66 元/股，当前股价 6.92 元/股，距离强赎价约 10%空间。扩表节奏较快背景下，预计公司仍有一定释放业绩驱动转股诉求。公司营收盈利稳定双位数增长，内源资本补充能力较强，同时可转债进入转股期，外延渠道相对畅通，较强的资本补充能力为公司后续规模扩张及业绩增长提供保障。

盈利预测、估值与评级。常熟银行作为江浙地区优质农商行，坚持“向下、向偏、向小、向信用”的发展方向，独具一格的 MCP 移动信贷展业模式+扎实信用风险管控基础+异地展业牌照优势共筑公司在小微业务护城河。近年来“普惠金融+大零售转型”并驾齐驱，零售小微业务增长动能强。目前有效融资需求不足对信贷投放仍形成较强压制，但后续伴随前期政策落实落细，需求改善有望带动信用扩张提速，公司地处经济强省，区位优势突出，且小微业务品牌鲜明，基本面稳健向好态势不改。我们维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 1.28、1.42、1.5 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.7、0.62、0.56 倍，对应 PE 估值分别为 5.4、4.88、4.6 倍，维持“买入”评级。

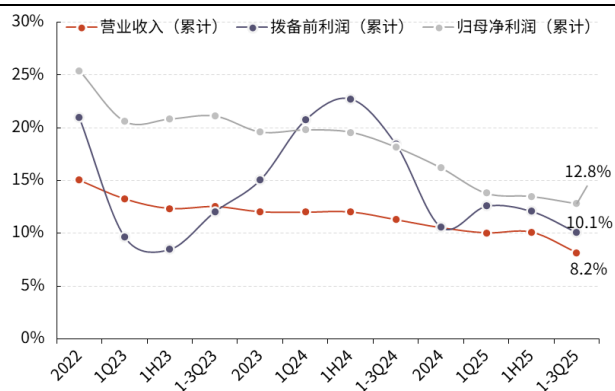
风险提示：经济复苏及融资需求修复不及预期，小微贷款利率下行压力加大，经营贷风险暴露增加。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,870	10,909	11,717	12,401	12,879
营业收入增长率	12.1%	10.5%	7.4%	5.8%	3.9%
净利润（百万元）	3,282	3,813	4,250	4,705	4,985
净利润增长率	19.6%	16.2%	11.4%	10.7%	6.0%
EPS（元）	1.20	1.26	1.28	1.42	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.69%	14.12%	13.86%	13.54%	12.79%
P/E	5.78	5.47	5.40	4.88	4.60
P/B	0.75	0.73	0.70	0.62	0.56

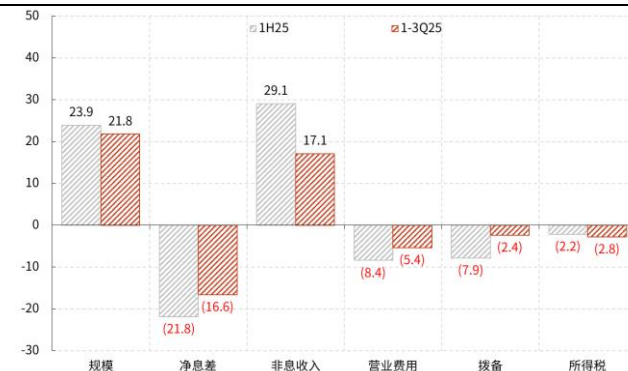
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间：2025 年 10 月 29 日；注：2023 年股本为 27.41 亿股，2024 年股本为 30.15 亿股，2025 年及以后股本为 33.17 亿股

图 1：常熟银行营收及盈利累计增速



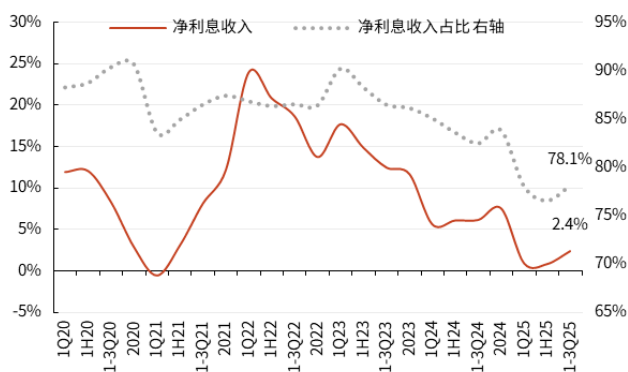
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：常熟银行业绩同比增速拆分 (%)



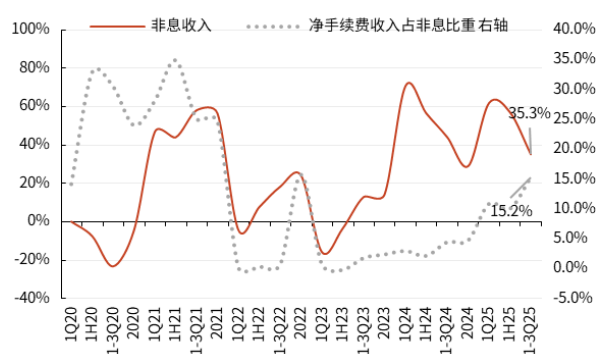
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：常熟银行净利息收入增速及占比



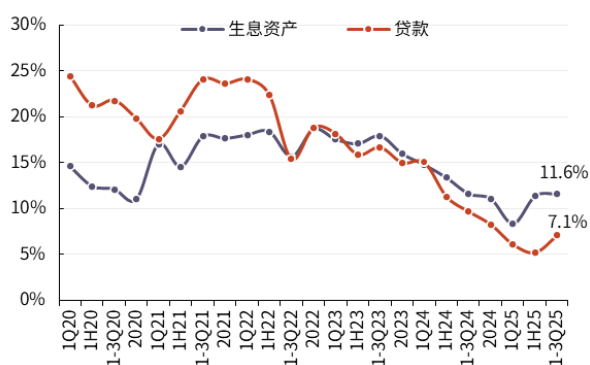
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：常熟银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



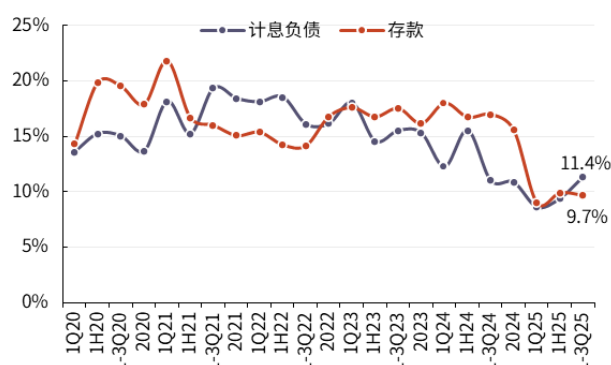
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：常熟银行生息资产、贷款增速



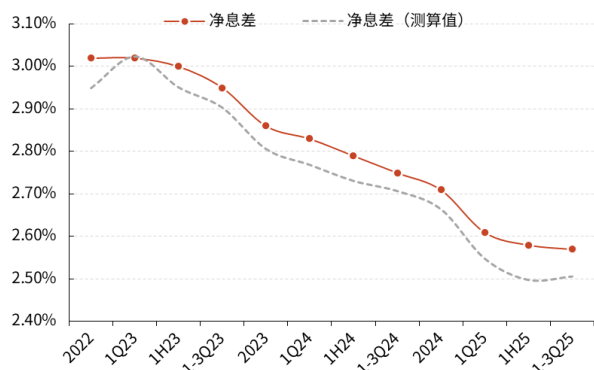
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：常熟银行计息负债、存款增速



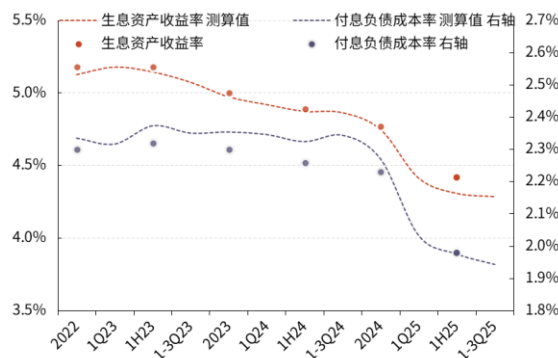
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：常熟银行净息差测算及公布值走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 8：常熟银行生息资产收益率及计息负债成本率



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 2：常熟银行资产质量主要指标

	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
不良贷款率	0.75%	0.75%	0.75%	0.76%	0.76%	0.77%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%
较上季变动 (pct)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	(0.01)	0.00	0.00
(关注+不良)/贷款总额	1.58%	1.80%	1.93%	2.00%	2.12%	2.29%	2.26%	2.26%	2.34%	2.34%
较上季变动 (pct)	0.01	0.22	0.12	0.07	0.13	0.17	(0.03)	(0.00)	0.07	(0.00)
逾期60天以上贷款/不良贷款	89.2%	N/A	90.0%	N/A	107.0%	N/A	97.4%	N/A	N/A	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	73.8%	N/A	79.4%	N/A	82.4%	N/A	78.5%	N/A	75.66%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.55%	N/A	0.60%	N/A	0.63%	N/A	0.61%	N/A	0.58%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	550.5%	537.0%	537.9%	539.2%	538.8%	528.4%	500.5%	489.6%	489.53%	462.95%
较上季变动 (pct)	3.15	(13.49)	0.92	1.30	(0.37)	(10.41)	(27.89)	(10.95)	(0.03)	(26.58)
拨贷比	4.12%	4.03%	4.04%	4.11%	4.11%	4.09%	3.86%	3.74%	3.74%	3.52%
较上季变动 (pct)	0.00	(0.09)	0.01	0.07	0.00	(0.02)	(0.23)	(0.12)	0.00	(0.22)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：常熟银行资本充足率

	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
资本充足率	13.56%	13.70%	13.86%	13.51%	13.22%	13.95%	14.19%	13.67%	13.60%	13.66%
较上季变动 (pct)	0.27	0.14	0.16	(0.35)	(0.29)	0.73	0.24	(0.52)	(0.07)	0.06
一级资本充足率	10.12%	10.31%	10.48%	10.21%	9.97%	10.63%	11.24%	10.83%	10.78%	11.19%
较上季变动 (pct)	0.22	0.19	0.17	(0.27)	(0.24)	0.66	0.61	(0.41)	(0.05)	0.41
核心一级资本充足率	10.06%	10.24%	10.42%	10.15%	9.92%	10.58%	11.18%	10.78%	10.73%	11.14%
较上季变动 (pct)	0.22	0.18	0.18	(0.27)	(0.23)	0.66	0.60	(0.40)	(0.05)	0.41
风险加权资产同比增速	13.6%	11.8%	13.5%	10.6%	13.5%	8.5%	4.7%	5.1%	4.1%	4.5%
较上季变动 (pct)	(3.13)	(1.79)	1.73	(2.94)	2.93	(5.06)	(3.79)	0.45	(1.05)	0.40

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,870	10,909	11,717	12,401	12,879
净利息收入	8,501	9,142	9,270	9,594	9,932
非息收入	1,369	1,767	2,447	2,807	2,947
净手续费及佣金收入	32	83	334	377	396
净其他非息收入	1,337	1,684	2,113	2,430	2,551
营业支出	5,817	6,040	6,294	6,399	6,521
拨备前利润	6,172	6,826	7,475	7,913	8,219
信用及其他减值损失	2,125	1,981	2,075	1,934	1,884
税前利润	4,047	4,845	5,400	5,978	6,334
所得税	540	772	860	952	1,009
净利润	3,507	4,073	4,540	5,026	5,325
归属母公司净利润	3,282	3,813	4,250	4,705	4,985

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	5.05%	4.82%	4.23%	4.07%	3.93%
贷款收益率	5.91%	5.75%	5.20%	5.05%	4.93%
付息负债成本率	2.41%	2.33%	1.90%	1.82%	1.74%
存款成本率	2.36%	2.32%	1.90%	1.83%	1.75%
净息差	2.85%	2.71%	2.48%	2.35%	2.23%
净利差	2.64%	2.49%	2.34%	2.25%	2.19%
RORWA	1.47%	1.57%	1.61%	1.58%	1.49%
ROAA	1.13%	1.16%	1.16%	1.14%	1.08%
ROAE	13.69%	14.12%	13.86%	13.54%	12.79%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.75%	0.77%	0.76%	0.74%	0.72%
拨备覆盖率	537.9%	368.3%	367.8%	367.7%	366.6%
拨贷比	4.04%	2.84%	2.81%	2.73%	2.65%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	13.86%	14.19%	13.90%	13.56%	13.28%
一级资本充足率	10.48%	11.24%	11.22%	11.12%	11.04%
核心一级资本充足率	10.42%	11.18%	11.17%	11.07%	11.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；股价时间：2025 年 10 月 29 日；注：2023 年股本为 27.41 亿股，2024 年股本为 30.15 亿股，2025 年及以后股本为 33.17 亿股

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	334,456	366,582	413,985	465,766	519,755
发放贷款和垫款	222,439	240,862	260,131	280,942	299,203
同业资产	24,322	31,038	35,310	40,084	45,211
金融投资	73,501	83,747	95,053	106,459	117,105
生息资产合计	320,263	355,647	390,494	427,485	461,519
总负债	307,325	335,913	378,991	426,322	475,639
吸收存款	247,939	286,546	326,662	369,128	413,424
市场类负债	43,617	36,693	37,281	40,171	43,123
付息负债合计	291,556	323,239	363,943	409,300	456,547
股东权益	27,131	30,669	34,994	39,444	44,116
股本	2,741	3,015	3,317	3,317	3,317
归属母公司权益	25,356	28,648	32,684	36,813	41,144

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	16.2%	9.6%	12.9%	12.5%	11.6%
生息资产	16.0%	11.0%	9.8%	9.5%	8.0%
付息负债	15.3%	10.9%	12.6%	12.5%	11.5%
贷款余额	15.0%	8.3%	8.0%	8.0%	6.5%
存款余额	16.2%	15.6%	14.0%	13.0%	12.0%
净利息收入	11.7%	7.5%	1.4%	3.5%	3.5%
净手续费及佣金收入	-82.8%	158.5%	301.0%	12.7%	5.0%
营业收入	12.1%	10.5%	7.4%	5.8%	3.9%
拨备前利润	15.1%	10.6%	9.5%	5.9%	3.9%
归母净利润	19.6%	16.2%	11.4%	10.7%	6.0%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	1.20	1.26	1.28	1.42	1.50
PPOPPS (元)	2.25	2.26	2.25	2.39	2.48
BVPS (元)	9.25	9.50	9.85	11.10	12.41
DPS (元)	0.25	0.25	0.25	0.28	0.30
P/E	5.78	5.47	5.40	4.88	4.60
P/PPOP	3.07	3.06	3.07	2.90	2.79
P/B	0.75	0.73	0.70	0.62	0.56

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP