

# 渝农商行 (601077)

——高股息优势稳固，新班子扬帆起航

报告原因：首次覆盖

**增持** (首次评级)

**市场数据：** 2025年12月12日

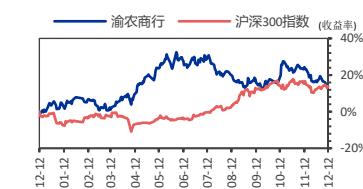
收盘价 (元)	6.32
一年内最高/最低 (元)	7.79/5.51
市净率	0.5
股息率% (分红/股价)	4.82
流通 A股市值 (百万元)	55,858
上证指数/深证成指	3,889.35/13,258.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年09月30日

每股净资产 (元)	11.58
资产负债率%	91.56
总股本/流通 A股(百万)	11,357/8,838
流通 B股/H股 (百万)	-/2,513

**一年内股价与大盘对比走势：**



**证券分析师**

郑庆明 A0230519090001  
 zhengqm@swsresearch.com  
 林颖颖 A0230522070004  
 linyy@swsresearch.com  
 冯思远 A0230522090005  
 fengsy@swsresearch.com  
 李禹昊 A0230525070004  
 liyh2@swsresearch.com

**联系人**

李禹昊 A0230525070004  
 liyh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 深耕重庆县域的万亿农商行，管理层换新，新三年提出提速发展新要求。**渝农商行分别于2010、2019年H股、A股上市，3Q25总资产近1.7万亿、上市农商行第一。**1H25渝农网点超1700个 (重庆银行约200个)，其中82.4%分布于县域**，赋予极为扎实的存贷款基本盘。今年4月，刘小军先生就任后(现为党委书记，董事长任职资格待批准)深入一线调研，分条线、分板块梳理优劣势，**提出“2027年底，资产规模、营业收入、净利润、ROE等核心指标均能实现显著突破”**，扩表提速驱动ROE改善的趋势值得期待。
- 2022年来，在高股息、厚拨备加持下，渝农股价已有阶段性修复，但由于前期扩表相对谨慎，估值较可比同业仍存在近20%折价。展望后续，“两大固有优势”、“一个崭新期待”共振下，我们认为估值仍将向上改善。**
- **优势一：依托如“毛细血管”般全覆盖县域的网点优势，坐享“第四增长极”强β红利。**2022年底袁家军书记到任后，提出“33618”等产业规划；叠加“西部大开发”、“成渝双城圈”等政策风口及外地高端产业内陆备份机遇，重庆恰逢提速发展窗口(2025年市级重大项目总投资额4.4万亿，远超2021-2023年年均2.8万亿的水平)。
- **优势二：存款、信用成本双低，支撑领先的息差优势和轻装上阵的发展底气。**难以赶超的县域网点保障极低负债成本(1H25存款成本仅1.5%，低于资产万亿级城农商行近20bps，下述同业为同口径)，渝农息差领先同业约10bps，考虑到央行明确呵护息差、低风偏下资产定价降幅也有限，我们认为渝农息差有望稳定约1.6%；在对公包袱出清卓有成效、拨备基础扎实的基础上(3Q25为365%，高于同业平均超70pct)，信用成本或也将保持低位。
- **值得期待：网点广、负债优、家底净，在重庆发展东风叠加新管理层高目标下，通过渗透城区对公客群提升网均产能，扩表有望提速。**截至1H25渝农县域贷款近3900亿、在总贷款占比超5成，市场份额为重庆第一。但城区短板明显(1H25重庆中心城区分支行对全行营收贡献仅约26%，而该区域GDP占全市比重超40%)。城区中小制造业客群将是下阶段主要抓手，若假设网均产能提升25%至12亿元(一线城市城农商行平均为51亿)，则总资产将超2万亿，**对应未来3年总资产CAGR约10% (2021-2024年中枢仅6%)**。
- 投资分析意见：短期看，在市场情绪偏弱、外部不确定性仍存的背景下，渝农依靠自身稳健的业绩表现、扎实的拨备基础及高分红优势(对应25E股息率近5%、上市农商行第一)，有望逐步抹平估值折价；中期维度，区域β催化叠加自身ROE向上的清晰α，估值也将持续修复。资金层面，作为沪深300权重个股及高股息标的，也有望收获被动资金和险资增持。预计2025-2027年归母净利润增速分别为5.1%、9.5%、10.2%，给予0.64倍25年PB，对应18.1%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。**
- 风险提示：**经济复苏显著低于预期，地产、平台风险超预期暴露，核心管理层超预期变动。

## 财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	27,955.76	28,261.46	28,610.29	30,092.55	32,296.70
营业总收入同比增长率 (%)	-3.57	1.09	1.23	5.18	7.32
资产减值损失 (百万元)	5,941.28	6,020.23	4,620.04	4,854.07	5,200.28
资产减值损失同比增长率 (%)	-24.23	1.33	-23.26	5.07	7.13
归母净利润 (百万元)	10,902.36	11,512.75	12,098.47	13,249.19	14,600.44
归母净利润同比增长率 (%)	6.10	5.60	5.09	9.51	10.20
每股收益 (元/股)	0.95	1.00	1.05	1.15	1.27
ROE (%)	9.65	9.42	9.27	9.54	9.75
不良贷款率 (%)	1.19	1.18	1.12	1.11	1.10
拨备覆盖率 (%)	366.70	363.44	366.82	360.47	353.14
市盈率	6.68	6.32	6.01	5.48	4.97
市净率	0.62	0.57	0.54	0.50	0.47

# 投资案件

## 投资评级与估值

短期看，在市场情绪偏弱、外部不确定性仍存的背景下，渝农依靠自身稳健的业绩表现、扎实的拨备基础及高分红优势（对应 25E 股息率近 5%、上市农商行第一），有望逐步抹平估值折价；中期维度，区域β催化叠加自身 ROE 向上的清晰α，估值也将持续修复。资金层面，作为沪深 300 权重个股及高股息标的，也有望收获被动资金和险资增持。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 5.1%、9.5%、10.2%，给予 0.64 倍 25 年 PB，对应 18.1% 上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

## 关键假设点

预计渝农商行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为 5.1%、9.5%、10.2%。1) 规模：预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 8.5%、9.0%、9.0%。2) 息差：预计 2025-2027 年息差分别同比-2、-1、-0bps。3) 资产质量：预计 2025-2027 年不良率分别为 1.12%、1.11%、1.10%，拨备覆盖率分别为 366.8%、360.5%、353.1%。

## 有别于大众的认识

**1) 市场对新一任领导班子对渝农扩表提速的期待认识尚不充分。**2025 年 4 月，刘小军先生（现为党委书记，董事长任职资格待批准）就任后深入一线调研，提出“2027 年底，资产规模、营业收入、净利润、ROE 等核心指标均能实现显著突破”。一方面，在市委严要求下，“超常规政策窗口”下重庆迎来提速发展新周期，而渝农“广而深”的网点基础（总数量超 1700 个，对比之下重庆银行约 200 个；深度上，82.4% 分布于县域）恰能充分共享区域发展红利。另一方面，管理层新目标下，渗透城区对公客群是主抓手，若假设网均产能提升 25% 至 12 亿元（一线城市城农商行平均为 51 亿），则总资产将超 2 万亿，对应未来 3 年总资产 CAGR 约 10%（2021-2024 年中枢仅 6%）。

**2) 市场对渝农低信用成本、高拨备优势认识尚不充分。**更早、更大力核销下渝农商行对公包袱出清卓有成效，信用成本维持低位；考虑到渝农更为扎实的拨备基础（3Q25 为 365%，高于同业平均超 70pct），信用成本或仍将稳居较低水平，持续反哺业绩仍有空间。

## 股价表现的催化剂

1) 重庆区域信贷支撑，规模扩张景气度高；2) 政策落地见效，资产质量改善幅度及节奏持续超预期；3) PMI 持续位于枯荣线上，实体需求修复节奏好于预期。

## 核心假设风险

1) 经济复苏显著低于预期；2) 地产、平台风险超预期暴露；3) 核心管理层超预期变动。

# 目录

---

<b>1. 好区域、新愿景，万亿巨轮焕新启航 .....</b>	<b>6</b>
1.1 深耕重庆县域，网点优势扎实，国资背景突出 .....	6
1.2 超常规政策春风频吹，全新管理层以更高目标再出发.....	7
<b>2. 基本面拆解：扩表提速，ROE 回升值得期待 .....</b>	<b>9</b>
2.1 ROE 较资产万亿级城农商行落后主因杠杆倍数拖累 .....	9
2.2 制造业及政信双轮驱动进军城区，扩表有望继续提速.....	10
2.3 极优负债成本支撑，息差好于同业 .....	12
2.4 资产质量整体稳健，高拨备保障业绩平稳释放 .....	13
2.5 ROE 中枢测算：中期层面有能力维持约 12%.....	14
<b>3. 投资分析意见：优区域、强目标、高股息共振，给予“增持”评级 .....</b>	<b>15</b>
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 3Q25 渝农总资产超 1.6 万亿, 上市农商行第一 .....	6
图 2: 截至 1H25, 渝农商行超 8 成网点位于郊区 .....	6
图 3: 3Q25 渝农商行贷款增速 8.8%, 今年以来实现逐季提速 .....	10
图 4: 2022 年来, 对公 (主要是涉政基建类) 贡献贷款的主要增量 .....	10
图 5: 截至 1H25, 渝农商行县域贷款规模约 3881 亿元, 占总贷款规模的 50.7% .....	12
图 6: 1H25 渝农商行网均产能仅约 9.4 亿, 显著低于其他一线城市同业 .....	12
图 7: 9M25 渝农商行息差 1.59%, 高于同处川渝地区的成都银行、重庆银行 ..	12
图 8: 趋势来看, 在相对更低的风险偏好支撑下, 前期渝农商行贷款定价降幅明显好于同区域的重庆银行 .....	12
图 9: 3Q25 渝农商行不良率较年初下降 6bps 至 1.12% .....	13
图 10: 风险出清见效, 2020 年来渝农不良率持续回落 .....	13
图 11: 3Q25 渝农商行拨备覆盖率稳定约 364.8%, 显著高于其他同业 .....	14
图 12: 截至 3Q25, 渝农商行拨备覆盖率 364.8%, 拨贷比 4% .....	14
图 13: 2024 年分红率 30.5%、仅次于沪农位居上市农商行第二; 2020-2024 年分红率均值约 30.4% .....	16
图 14: 截至 12 月 12 日, 渝农商行 25E 股息率高达 4.8%, 排名上市农商行第一 .....	16

表 1: 3Q25 渝农前十大股东中, 地方国资占 6 席, 持股比例超 30% (剔除香港中央结算公司) .....	6
表 2: 积极处置下前期出险股东得到妥善处置 .....	7
表 3: 袁家军书记到任后, 对重庆提出多个产业、国资改革规划, 为区域发展显著赋能 .....	8
表 4: 渝农商行行长及四名副行长均成长于重庆, 熟悉当地市场环境和业务特色 ..	8

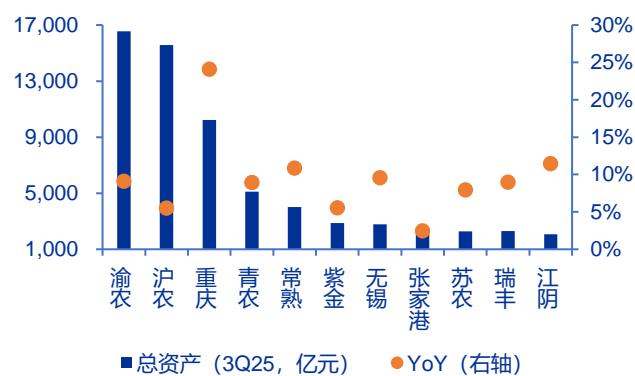
表 5：渝农 ROE 较资产万亿级城农商行落后主因杠杆倍数拖累 .....	9
表 6：今年来依托区域政信 $\beta$ ，渝农商行信贷增长实现提速 .....	11
表 7：扎实的存款基础赋予渝农商行极优负债成本，也是息差持续领先的核心 ....	13
表 8：渝农商行对公存量包袱加速出清，但零售端尾部风险有所暴露 .....	14
表 9：中性假设下，渝农商行 ROE 的中枢水平有能力稳定约 12% .....	15
表 10：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 12 月 12 日） .....	16
表 11：渝农商行盈利预测表 .....	18
表 12：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 12 月 12 日） .....	19

# 1. 好区域、新愿景，万亿巨轮焕新启航

## 1.1 深耕重庆县域，网点优势扎实，国资背景突出

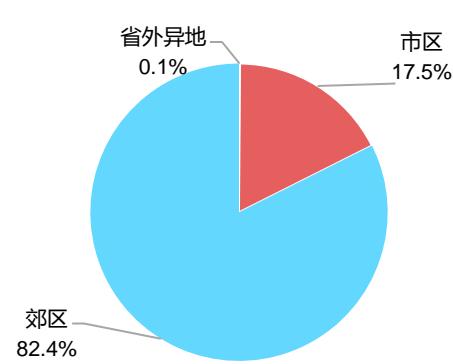
**深耕重庆的万亿农商行，县域网点优势突出。**渝农商行由原重庆农村信用社和辖区内39个区县行社合并组建，并分别于2010、2019年完成H股、A股上市。截至3Q25，渝农商行总资产规模为1.66万亿，位居上市农商行第一。网点分布看，截至1H25渝农商行拥有1733个营业网点（重庆银行约200个），占全市金融网点的30%以上，其中约82.4%位于县域郊区。**扎实的网点基础赋予渝农商行极低的存款成本，县域稳固的信贷基本盘也赋予向城区渗透的底气。**

图1：3Q25渝农总资产超1.6万亿，上市农商行第一



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图2：截至1H25，渝农商行超8成网点位于郊区



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：省外网点位于云南曲靖。

**地方国资背景深厚，积极处置下大股东风险也已出清。**3Q25渝农商行前十大股东中，地方国有法人占6席，持股比例达31.8%（其中第一大股东为渝富资本，持股比例8.7%），深度绑定地方国资也是渝农本土项目资源优势的来源。前期市场关注的隆鑫、财信等大股东风险，积极处置下已得到根本性化解，3Q25二者在渝农总股本中合计占比由2018年末的10%大幅降至1%，其中隆鑫已完全退出股东名单。

表1：3Q25渝农前十大股东中，地方国资占6席，持股比例超30%（剔除香港中央结算公司）

排名	股东名称	股东性质	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	重庆渝富资本运营集团有限公司	国资	9.88	8.7%
2	重庆市城市建设投资(集团)有限公司	国资	7.97	7.0%
3	重庆发展置业管理有限公司	国资	5.89	5.2%
4	重庆市水利投资(集团)有限公司	国资	5.67	5.0%
5	重庆发展投资有限公司	国资	5.46	4.8%
6	重庆水务集团股份有限公司	国企	1.25	1.1%
7	重庆财信企业集团有限公司	民营	1.13	1.0%
8	中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	-	1.05	1.0%
合计			38.30	33.8%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**表 2：积极处置下前期出险股东得到妥善处置**

出险股东	出险前持股占比	3Q25持股占比	处置时间线简述
隆鑫控股	5.7%	0.0%	2018年 债务危机浮现
			2019年10月 持有的渝农商行5.7亿股限售流通股被轮候冻结
			2020年 渝农商行对关联贷款进行展期安排、给予64.8亿一年期授信额度，并核销其贷款38.06亿
			2021年 隆鑫控股申请破产重整；渝农商行申报合计金额为72.6亿元的债权进行清偿，核销其贷款13.92亿，关联贷款余额降至0
			2022年12月 所持5.7亿股份被解除轮候冻结，占比为3.81%的渝农商行股份被司法划转至重庆发展
			2024年报 减持0.4亿股，持股比例降至0.88%，后续退出前十大股东。
财信集团	4.4%	1.0%	2019年 陷入债务危机
			2020年3月 渝农商行给予99.79亿授信额度
			2021年一季度 减持渝农商行1.13亿股，持股比例下降0.99%至2.91%，且所持股份全部被质押
			2021年二季度 减持渝农商行1.12亿股，持股比例下降0.99%至1.92%
			2021年四季度 减持渝农商行0.58亿股，持股比例下降0.51%至1.41%
			2025年一季度 减持渝农商行0.48亿股，持股比例下降0.42%至0.99%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 1.2 超常规政策春风频吹，全新管理层以更高目标再出发

**再看重庆：坐享超常规宏观政策窗口下“第四增长极”发展机遇，本土集群+高端产业备份带来旺盛融资需求。**重庆兼具“西部大开发”重要战略节点、成渝双城经济圈核心城市、西部陆海新通道重要枢纽等定位，正处发展提速窗口（根据重庆发改委披露，2025年重庆市共审批市级重大项目1568个、总投资额4.4万亿，远超2021-2023年年均2.8万亿元的规划投资水平）；而在本土“33618”产业体系稳步推进的同时，作为“国家战略腹地建设重要承载区”，也直接受益外地高端产业向内陆迁移。

**区域强β背后的根本保障：市委班子对重庆发展的高标准、严要求。**2022年底袁家军书记到任后，提出“33618”、“三攻坚一盘活”等产业、国资改革规划，带动重庆经济增长明显提速，2024年GDP同比增速高达5.7%。短期看，重庆规划2025年GDP增长6%、固定资产投资增长5%；中期层面持续性亦有支撑，2023年重庆政府工作报告提出，计划到2027年GDP达到4万亿（2024年为3.2万亿，对应2024-2027年CAGR高达7.5%，2018-2023年CAGR约6.9%），人均GDP达到12万（2023年末为9.4万元，仅约规划目标值的79%）。

**表 3：袁家军书记到任后，对重庆提出多个产业、国资改革规划，为区域发展显著赋能**

规划	提出时间	核心内容
“33618” 现代制造业集群体系	2023年6月	打造 <b>3大万亿级主导产业集群、3大五千亿级支柱产业集群、6大千亿级特色优势产业集群，培育壮大18个“新星”产业集群。</b>
“416” 科技创新战略布局	2023年7月	聚力建设“ <b>数智科技、生命健康、新材料、绿色低碳</b> ”4大科创高地，发展 <b>人工智能、区块链、云计算</b> 等16个重要战略领域。
“1458” 科技创新工作体系	2023年7月	1个总体目标（加快建设具有全国影响力的科技创新中心）、4个发展定位（服务国家重大战略的创新策源地、重要先进制造业创新中心、“一带一路”科技创新合作先行区、高层次科技人才汇聚地）、5个主要目标、8大行动。
“三攻坚一盘活” 改革	2023年12月	国企改革、园区开发区改革、政企分离改革和 <b>有效盘活国有资产</b> 。

资料来源：重庆市政府官网，申万宏源研究

**新班子、新愿景，渝农高质量发展有望边际提速。**2025年3月，刘小军先生就任渝农商行党委书记，并于4月选举为董事长（任职资格尚待批准）。刘小军先生兼具银行、信托、国有投资公司等丰富从业经历，具备更为全面、前瞻的领导视角，就任以后也深入一线调研，分条线、分板块梳理公司优劣势，并提出“**2027年底，资产规模、营业收入、净利润、ROE等核心指标均能实现显著突破**”的更高标准；同时在隋军行长等深耕重庆、业务过硬的管理团队加持下，依托区域政策东风，渝农规模扩张进入新一轮提速期（3Q25总资产增速提升至9.1%，2021-2024年CAGR仅约6.2%；2025年来信贷投放逐季提速，3Q25同比增长8.8%，2021-2024年CAGR仅约7.1%）。

**表 4：渝农商行行长及四名副行长均成长于重庆，熟悉当地市场环境和业务特色**

姓名	职务	出生年份	年龄	个人履历
刘小军	董事长 (资格尚待批准)	1976	49	现任渝农商行党委书记、董事长（任职资格尚待批准）。曾任 <b>建设银行</b> 国际业务部业务副经理、房地产金融业务部业务经理， <b>中信信托</b> 信托业务二部高级经理、副总经理及总经理， <b>中信信托</b> 有限责任公司信托业务八部（筹）副总经理（主持工作）， <b>中信信托</b> 有限责任公司业务总监、副总经理， <b>中国宏桥集团</b> 非执行董事， <b>重庆发展投资</b> 党委书记、董事长。
隋军	行长	1968	57	2023年7月起任本行行长，曾任 <b>建设银行</b> 南充市分行营业部总经理等多个职位，江津市农村信用合作联社党委书记，理事长， <b>渝农商行</b> 江津支行党委书记及行长，总行营业部总经理，总行党委委员，副行长，执行董事，董事会秘书， <b>重庆汽车金融</b> 有限公司党委书记，董事长， <b>重庆银行</b> 党委委员，副行长。
周国华	副行长	1965	60	2023年12月起任本行副行长。曾任重庆市商业银行监事会办公室负责人（主任助理级），渝北支行副行长（主持工作）， <b>重庆银行</b> 高新区支行行长，大礼堂支行行长，重庆银行首席运营业务执行官，党委委员，副行长。
谭彬	副行长	1975	51	2024年2月任 <b>本行</b> 副行长。曾任 <b>重庆</b> 农村商业银行股份有限公司万州支行党委委员、副行长，总行公司业务部副总经理，忠县支行党委书记、行长，总行个人业务部总经理、三农业务管理部总经理、小微金融业务部总经理、村镇银行管理部总经理、乡村振兴金融部总经理。
张进	副行长	1972	53	2024年3月起任本行副行长。曾 <b>渝农商行</b> 万州支行党委委员、副行长，总行公司业务部副总经理，忠县支行党委书记、行长，总行个人业务部总经理、三农业务管理部总经理、小微金融业务部总经理、村镇银行管理部总经理、乡村振兴金融部总经理等。
唐莉	副行长	1975	49	2025年5月起担任本行副行长。曾任 <b>工商银行</b> 重庆九龙坡支行信贷科副科长、国际业务科副科长、国际业务部经理、公司业务部经理，工商银行重庆杨家坪支行行长，工商银行重庆市分行公司业务一部经理、公司业务部副总经理、大客户服务部主任，工商银行重庆北部新区支行党委书记、行长，重庆渝北支行党委书记、行长。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2. 基本面拆解：扩表提速，ROE 回升值得期待

### 2.1 ROE 较资产万亿级城农商行落后主因杠杆倍数拖累

**资产万亿级城农商行比较，渝农商行 ROA 保持领先，但杠杆倍数拖累 ROE 不占优。**9M25 渝农商行 ROE 为 10.9%（同业平均：12.7%），但 ROA 约 0.89%、高于同业平均约 10bps。细拆驱动因子：

**1) 极优网点布局赋予扎实存款基础，低成本助力息差领跑同业。**9M25 渝农商行净息差为 1.59%，明显优于可比同业（1.49%）。展望来看，渝农商行出色的负债成本源自难以赶超的网点禀赋、护城河足以持续，而在央行更注重呵护银行净息差的背景下预计后续资产端定价降幅也有限，息差预计仍将保持领先。

**2) 历史包袱处置卓有成效，信用成本维持低位。**9M25 渝农商行信用成本仅 0.27%（可比同业平均：0.42%），在前期对公包袱有效出清、自身拨备基础高位稳固的背景下，也赋予反哺业绩的充分底气。

**3) 杠杆倍数仍有进一步用足空间，有望支撑 ROE 稳步上行。**截至 9M25，渝农杠杆倍数仅约 12.3 倍（可比同业平均为 15.9 倍），也是拖累 ROE 不占优的主因。展望下一阶段，以城区户均规模相对更大的对公客群为抓手，依托网均产能提升，渝农商行有望进入新一轮规模扩张周期，驱动 ROE 修复。

**4) 此外，中收亦有提升潜力。**截至 9M25，渝农商行中收在营收中占比仅约 4.9%（可比同业平均为 7.1%），与领先同业的 AUM 规模、零售客户数形成鲜明反差，也说明存量客群仍有进一步挖潜空间（近 3000 万零售客户中，AUM 超 300 万的私财级客户占比偏低）。在资本市场持续活跃的背景下，叠加自身理财子稀缺牌照优势，**下一阶段渝农商行中收对盈利贡献也有望趋于提升（若假设提升至可比同业平均的 7.1%，静态测算将提振 ROE 约 1.8pct）。**

**表 5：渝农 ROE 较资产万亿级城农商行落后主因杠杆倍数拖累**

ROE拆分 (9M25)	渝农	重庆	成都	长沙	北京	上海	南京	宁波	江苏	沪农	万亿城农商行平均
净利息收入(+)	1.50%	1.29%	1.49%	1.61%	1.15%	1.03%	1.21%	1.57%	1.50%	1.27%	1.32%
净息差(+)	1.59%	1.40%	1.60%	1.86%	1.28%	1.17%	1.44%	1.76%	1.68%	1.38%	1.49%
有效资产占比(+)	94%	92%	93%	87%	90%	88%	84%	89%	89%	92%	89%
非息收入(+)	0.32%	0.37%	0.31%	0.59%	0.36%	0.65%	0.80%	0.62%	0.52%	0.47%	0.54%
非息收入占比(+)	18%	22%	17%	27%	24%	39%	40%	28%	26%	27%	29%
周转率(+)	1.82%	1.67%	1.80%	2.20%	1.51%	1.68%	2.01%	2.19%	2.02%	1.74%	1.86%
营业支出(-)	0.52%	0.43%	0.47%	0.61%	0.45%	0.40%	0.50%	0.69%	0.46%	0.49%	0.50%
成本收入比(-)	29%	24%	25%	27%	28%	22%	24%	31%	22%	27%	26%
信用成本(-)	0.27%	0.44%	0.18%	0.72%	0.36%	0.42%	0.48%	0.51%	0.47%	0.10%	0.42%
其他(-)	0.15%	0.10%	0.18%	0.14%	0.10%	0.13%	0.17%	0.09%	0.19%	0.21%	0.14%
ROAA	0.89%	0.69%	0.96%	0.73%	0.60%	0.74%	0.86%	0.89%	0.90%	0.93%	0.80%
杠杆倍数	12.3	17.1	16.0	16.9	16.7	13.8	16.3	15.7	18.2	12.2	15.9
ROAE	10.9%	11.8%	15.4%	12.3%	10.0%	10.2%	14.1%	14.0%	16.3%	11.3%	12.7%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.2 制造业及政信双轮驱动进军城区，扩表有望继续提速

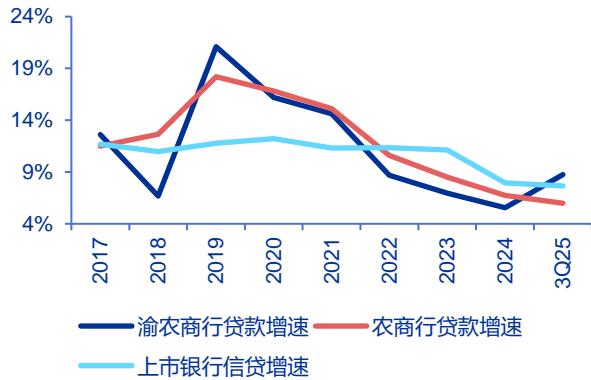
2017-2021年，渝农推进“零售转型”，依托小微驱动快速扩表，但2021年来因需求偏弱及自身更趋审慎，扩表增速相对平淡；今年来在区域超常规政策窗口及管理层更高标准要求下，信贷投放再度提速。

1) 2017-2021年：小微、零售信贷是信贷高速扩张的主要驱动。渝农商行发力零售转型，依托网点优势，以小微、零售贷款支撑扩表，彼时零售端表现亮眼带动信贷保持较快投放（2017-2021年贷款CAGR为14.5%，零售端新增贡献总贷款新增的66%）。

2) 2022-2024年：零售“遇冷”、压降地产，扩表降速。由于居民购房需求不振（2021-2024年按揭贷款余额累计下降超120亿），零售条线“遇冷”（2021-2024年在新增贷款中占比降至约13%），与此同时渝农商行继续压降对公房地产敞口，共同拖累信贷投放降速（2021-2024年信贷CAGR放缓至7.1%）。

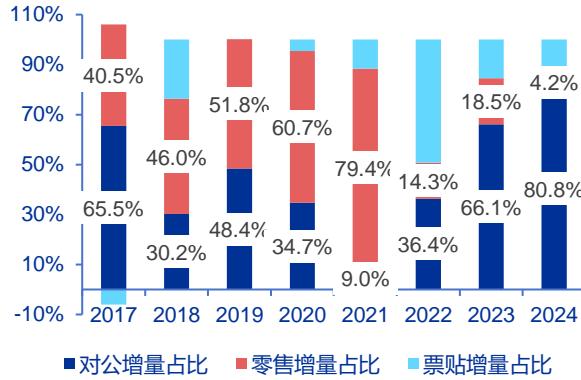
3) 2025年来：依托区域经济动能，对公基建接力带动规模扩张提速。今年来，渝农商行信贷实现提速，前三季度累计投放637亿元，已超2024年全年（376亿），从信贷结构上看，对公贷款贡献几乎全部增量（其中租赁及商务服务业、基建类贷款合计贡献上半年的近7成），这一背后，本质上反映了区域发展新动能所带来的强β。

图3：3Q25渝农商行贷款增速8.8%，今年以来实现逐季提速



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图4：2022年来，对公（主要是涉政基建类）贡献贷款的主要增量



资料来源：公司财报，申万宏源研究

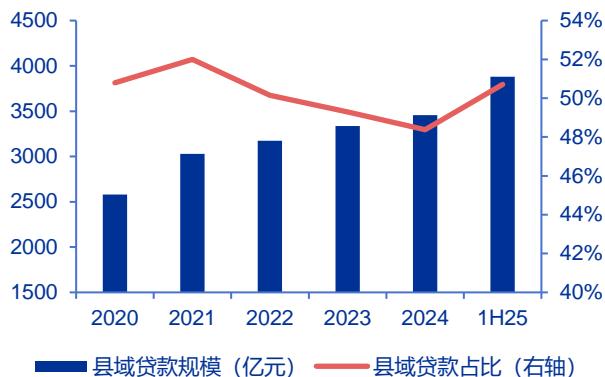
表 6：今年来依托区域政信β，渝农商行信贷增长实现提速

增量-亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	93	-13	-24	-38	-43	49	40	104	49
房地产	-34	-25	-2	-50	-10	-3	-9	10	14
批发零售	6	-23	-2	-34	-14	-15	21	41	86
租赁及商业服务业	43	194	131	425	35	85	118	96	148
基建类	119	-16	182	290	112	81	111	17	202
其他	21	12	-14	-4	-14	-13	9	35	83
<b>公司贷款合计</b>	<b>248</b>	<b>129</b>	<b>271</b>	<b>589</b>	<b>67</b>	<b>184</b>	<b>291</b>	<b>303</b>	<b>582</b>
按揭	66	102	127	412	96	-40	-55	-28	0
经营贷	31	49	75	287	230	121	182	35	3
信用卡	-9	-3	-40	8	41	33	-125	0	0
<b>零售贷款合计</b>	<b>154</b>	<b>197</b>	<b>290</b>	<b>1,030</b>	<b>590</b>	<b>72</b>	<b>82</b>	<b>16</b>	<b>79</b>
票贴	-23	102	-1	77	86	249	68	56	-152
<b>贷款合计</b>	<b>379</b>	<b>428</b>	<b>559</b>	<b>1,695</b>	<b>743</b>	<b>505</b>	<b>440</b>	<b>376</b>	<b>510</b>
存量-占比	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	19.2%	16.7%	14.0%	12.0%	9.8%	9.7%	9.7%	10.7%	10.6%
房地产	3.2%	2.2%	1.8%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%
批发零售	6.3%	5.0%	4.3%	3.5%	2.8%	2.4%	2.5%	3.0%	3.9%
租赁及商业服务业	5.3%	9.8%	11.5%	11.9%	11.0%	11.4%	12.5%	13.1%	14.2%
基建类	23.3%	20.3%	21.8%	21.2%	20.4%	20.1%	20.4%	19.6%	20.9%
其他	6.2%	5.8%	4.8%	4.1%	3.3%	2.8%	2.8%	3.1%	4.0%
<b>公司贷款合计</b>	<b>63.5%</b>	<b>59.7%</b>	<b>58.3%</b>	<b>53.9%</b>	<b>48.1%</b>	<b>47.2%</b>	<b>48.4%</b>	<b>50.1%</b>	<b>54.4%</b>
按揭	14.8%	15.8%	16.7%	18.0%	17.3%	15.3%	13.5%	12.4%	11.6%
经营贷	11.3%	11.3%	11.6%	13.2%	15.4%	16.1%	17.8%	17.3%	16.2%
信用卡	1.2%	1.0%	0.0%	1.0%	1.6%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>零售贷款合计</b>	<b>33.6%</b>	<b>35.0%</b>	<b>37.1%</b>	<b>42.6%</b>	<b>47.3%</b>	<b>44.7%</b>	<b>43.0%</b>	<b>41.0%</b>	<b>39.3%</b>
票贴	3.0%	5.3%	4.6%	3.5%	4.5%	8.1%	8.6%	8.9%	6.3%
<b>贷款合计</b>	<b>100.0%</b>								

资料来源：公司财报，申万宏源研究

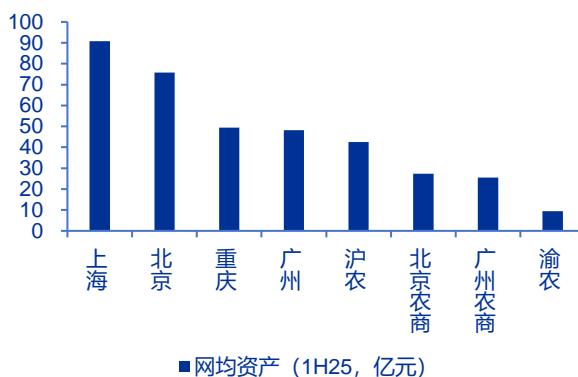
**扩表主方向：农村领跑，城区赶超。**截至 1H25，渝农商行县域贷款规模约 3881 亿元，占总贷款规模的 50.7%，存贷款市场份额均位居重庆市第一，背后源自前期资源高度倾斜下难以逾越的竞争优势（70%的人员、80%的网点和自助机具分布在县域，已形成“乡乡有机构、村村有服务、家家有账户”的庞大网络）。在此基础上，刘董事长明确提出向城区进军，从空间看，1H25 重庆中心城区分支行对全行营收贡献仅约 25.7%，而该区域 GDP 占全市比重超 40%，仍有充分挖掘潜力；渗透抓手看，主要瞄准中小制造业客群错位竞争以提升网均产能（截至 1H25，渝农网均产能仅约 9.4 亿元，显著低于一线城市同业，因县域网点主攻零售小微客群，故产能未完全释放）。静态测算，若网均产能提升 25%至 11.8 亿元（一线城市同业平均为 51 亿元），则总资产将扩张至超 2 万亿，而 3Q25 渝农核心一级资本充足率约 12.98%，位列上市区域性银行第三，扎实的资本也足够支撑提速发展。

图 5：截至 1H25，渝农商行县域贷款规模约 3881 亿元，占总贷款规模的 50.7%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：1H25 渝农商行网均产能仅约 9.4 亿，显著低于其他一线城市同业

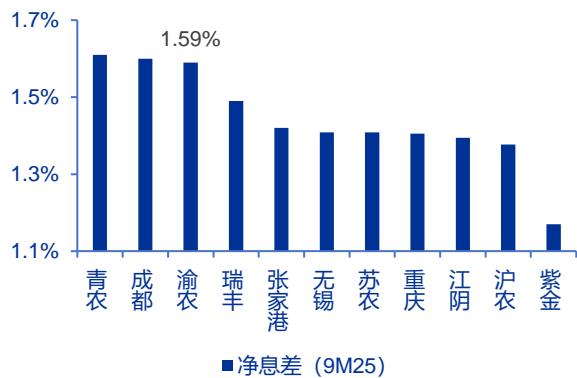


资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.3 极优负债成本支撑，息差好于同业

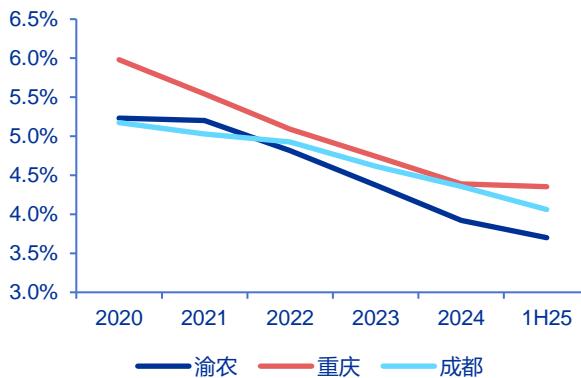
截至 9M25，渝农商行净息差为 1.59%，较 1H25 基本持平（约 1.6%）。绝对水平基本与同区域成都银行持平，远高于重庆银行。拆分来看：

图 7：9M25 渝农商行息差 1.59%，高于同处川渝地区的重庆银行



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 8：相对更低的风险偏好下，前期渝农商行定价降幅明显好于同区域的重庆银行（图中为贷款收益率）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

扎实的存款基础，是负债成本远优于同业的根本原因。受益县域最优的网点布局，渝农商行零售存款优势突出（截至 1H25，零售存款在总存款中占比约 86%，其中零售活期存款占比约为 14.8%，上市农商行平均仅为 8.4%），负债成本率（1H25 为 1.64%，低于川渝地区银行平均 33bps）、存款成本率（1H25 为 1.52%，川渝地区银行平均为 1.94%）均有绝对优势。

而在极优负债成本下，渝农资产端风险偏好及定价均相对更低，在央行更注重呵护银行净息差的背景下，后续降幅预计有限且仍也将好于同业。截至 1H25，渝农商行资产收益率仅约 3.14%（重庆银行、成都银行分别为 3.64%、3.57%），但从降幅来看，2020 年来贷款收益率仅下降 153bps，降幅也好于重庆银行（163bps），稳定性明显更优。

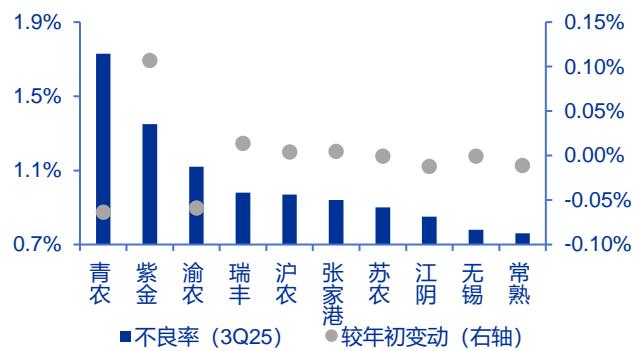
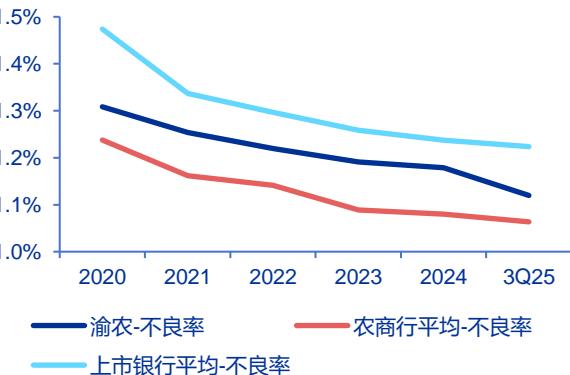
**表 7：扎实的存款基础赋予渝农商行极优负债成本，也是息差持续领先的核心**

贷款收益率	2020	2021	2022	2023	2024	1H25	资产收益率	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
渝农	5.23%	5.20%	4.82%	4.37%	3.92%	3.70%	渝农	4.25%	4.27%	3.97%	3.67%	3.37%	3.14%
重庆	5.98%	5.54%	5.09%	4.74%	4.39%	4.35%	重庆	5.23%	4.87%	4.44%	4.13%	3.80%	3.64%
成都	5.17%	5.03%	4.93%	4.61%	4.36%	4.06%	成都	4.37%	4.32%	4.24%	4.02%	3.84%	3.57%
沪农	4.67%	4.65%	4.53%	4.24%	3.77%	3.32%	沪农	3.96%	3.95%	3.84%	3.66%	3.36%	3.04%
万亿城农商行平均	5.38%	5.21%	5.01%	4.77%	4.38%	3.96%	万亿城农商行平均	4.44%	4.34%	4.16%	4.00%	3.72%	3.35%
川渝银行平均	5.46%	5.26%	4.94%	4.58%	4.22%	4.04%	川渝银行平均	4.61%	4.49%	4.22%	3.94%	3.67%	3.45%
较川渝银行差异	-0.23%	-0.05%	-0.13%	-0.20%	-0.30%	-0.34%	较川渝银行差异	-0.37%	-0.21%	-0.25%	-0.27%	-0.30%	-0.31%
存款成本率	2020	2021	2022	2023	2024	1H25	负债成本率	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
渝农	1.97%	1.98%	1.97%	1.88%	1.73%	1.52%	渝农	2.17%	2.26%	2.13%	2.03%	1.86%	1.64%
重庆	2.93%	2.85%	2.88%	2.79%	2.59%	2.33%	重庆	3.20%	2.94%	2.85%	2.74%	2.58%	2.29%
成都	1.85%	1.98%	2.15%	2.23%	2.16%	1.96%	成都	2.06%	2.17%	2.24%	2.29%	2.22%	1.98%
沪农	2.05%	2.06%	2.01%	1.95%	1.78%	1.57%	沪农	2.13%	2.18%	2.09%	2.05%	1.91%	1.69%
万亿城农商行平均	2.15%	2.08%	2.09%	2.09%	1.94%	1.69%	万亿城农商行平均	2.33%	2.30%	2.21%	2.21%	2.06%	1.79%
川渝银行平均	2.25%	2.27%	2.33%	2.30%	2.16%	1.94%	川渝银行平均	2.48%	2.46%	2.41%	2.35%	2.22%	1.97%
较川渝银行差异	-0.28%	-0.29%	-0.36%	-0.42%	-0.43%	-0.42%	较川渝银行差异	-0.30%	-0.19%	-0.27%	-0.32%	-0.36%	-0.33%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.4 资产质量整体稳健，高拨备保障业绩平稳释放

**大力核销下渝农商行对公存量包袱加速出清，但零售端尾部风险仍需关注。**2020年后渝农商行加大核销力度(2020-2024五年累计核销350亿，在总贷款中占比平均超1.1%)，大力处置下，制造业(不良率较2020年末下降427bps至1H25的0.58%)、批发零售(1H25不良率较2020年末下降622bps至1.80%)、房地产等历史包袱明显改善，但零售端尾部风险加速暴露(1H25不良率较2020年末提升143bps至2.04%、2025年来提升超40bps，其中按揭、消费及经营贷分别较2020年末提升102/164bps至1.33%/2.46%)，资产质量边际还有压力。

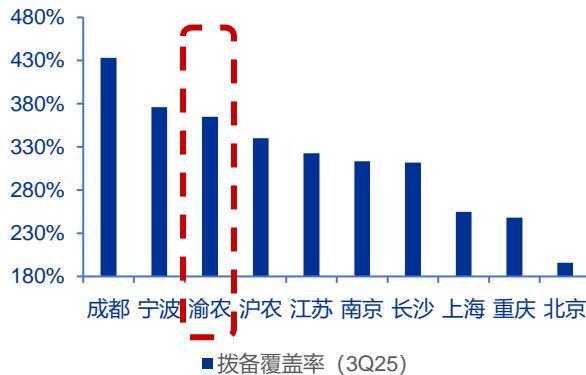
**图 9:3Q25 渝农商行不良率较年初下降6bps至1.12%**

**图 10：风险出清见效，2020年来渝农不良率持续回落**


资料来源：公司财报，申万宏源研究

资料来源：公司财报，申万宏源研究

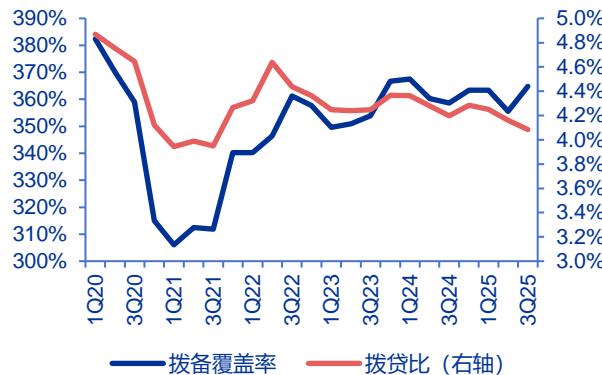
**拨备水平远优于同业，这也是前期吸引投资者青睐、驱动估值修复的核心之一。**截至3Q25，渝农商行拨备覆盖率364.82%，拨贷比4%，均明显优于资产万亿级城农商行平均水平(3Q25分别为291%、2.84%)。扎实的拨备基础一方面保障了渝农商行账面资产质量得以保持平稳，另一方面也可以持续反哺业绩，从而支撑高股息优势延续。

图 11：3Q25 榆农商行拨备覆盖率稳定约 364.8%，显著高于其他同业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 12：截至 3Q25，渝农商行拨备覆盖率 364.8%，拨贷比 4%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 8：渝农商行对公存量包袱加速出清，但零售端尾部风险有所暴露

分行业不良率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	1.25%	0.94%	1.29%	1.38%	3.44%	2.85%	4.85%	1.42%	1.19%	0.90%	1.47%	0.58%
房地产	0.14%	0.10%	0.10%	-	0.71%	8.62%	-	-	7.28%	9.27%	-	-
批发零售	0.26%	2.05%	2.29%	3.81%	4.27%	1.77%	8.02%	9.86%	5.45%	2.89%	2.55%	1.80%
租赁及商业服务业	-	0.03%	0.14%	0.27%	0.02%	0.00%	0.01%	2.74%	0.28%	0.36%	0.67%	0.58%
基建类	0.02%	0.00%	0.06%	0.12%	0.26%	0.18%	0.05%	0.41%	0.85%	0.52%	0.47%	0.28%
其他	1.39%	0.71%	0.32%	0.27%	0.48%	1.44%	0.76%	0.71%	0.81%	0.48%	1.66%	1.23%
公司贷款合计	0.92%	0.74%	0.78%	0.96%	1.59%	1.69%	1.94%	1.95%	1.47%	1.04%	1.04%	0.68%
个人住房按揭	0.20%	0.63%	0.69%	0.61%	0.43%	0.33%	0.31%	0.46%	0.77%	1.11%	1.15%	1.33%
个人消费及经营性贷款	0.61%	1.98%	1.77%	1.40%	1.36%	0.87%	0.82%	0.73%	1.49%	2.05%	1.67%	2.46%
其他	0.60%	0.66%	0.64%	0.49%	0.57%	0.46%	0.46%	0.59%	0.73%	0.68%	2.00%	2.16%
零售贷款合计	0.62%	1.45%	1.42%	1.09%	0.98%	0.71%	0.61%	0.66%	1.17%	1.60%	1.60%	2.04%
贷款合计	0.78%	0.98%	0.96%	0.98%	1.29%	1.25%	1.31%	1.25%	1.22%	1.19%	1.18%	1.17%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.5 ROE 中枢测算：中期层面有能力维持约 12%

展望来看，在净息差、信用成本基本平稳的基础上，杠杆倍数稳步提升有望驱动 ROE 回升，结合杜邦分析框架，我们对渝农商行未来 3 年 ROE 中枢进行敏感性分析，中性假设下，测算渝农商行 ROE 中枢水平将基本稳定约 12.1% (2024: 9.4%)。

- 1) 假设未来三年渝农商行息差中枢基本稳定约 1.63% (9M25:1.59%)。
- 2) 下一阶段信用成本仍将保持低位：对公历史包袱出清卓有成效，零售端不良虽有波动，但在扎实拨备加持下也将平稳消化，预计信用成本仍将维持相对低位，中性假设下保持 2024 年约 0.4% 水平。
- 3) 中期维度，杠杆稳步提升可预期：9M25 渝农商行杠杆倍数仅约 12.3 倍，相较同等规模的区域性银行仍有进一步提升空间。在区域超常规政策窗口下，叠加管理层加速发

展提升规模的高要求，我们预计渝农商行已进入新一轮的扩表周期，中性假设下杠杆倍数提升至 15 倍（9M25 资产万亿级城农商行平均约 16 倍）。

4) 在明确挖掘客群及 AUM 基础、改善中收表现的背景下，预计非息收入也有提升空间，假设非息收入贡献提升至 0.4%（9M25 为 0.32%，资产万亿级城农商行平均为 0.54%）。

**表 9：中性假设下，渝农商行 ROE 的中枢水平有能力稳定约 12%**

2024 (实际值)		渝农商行				
ROE	9.40%	杠杆倍数				
信用成本	0.41%	13.0	14.0	15.0	15.5	16.0
信用成本	0.2%	13.1%	14.1%	15.1%	15.6%	16.1%
	0.3%	11.8%	12.7%	13.6%	14.0%	14.5%
	0.4%	10.5%	11.3%	12.1%	12.5%	12.9%
	0.5%	9.2%	9.9%	10.6%	10.9%	11.3%
	0.6%	7.9%	8.5%	9.1%	9.4%	9.7%

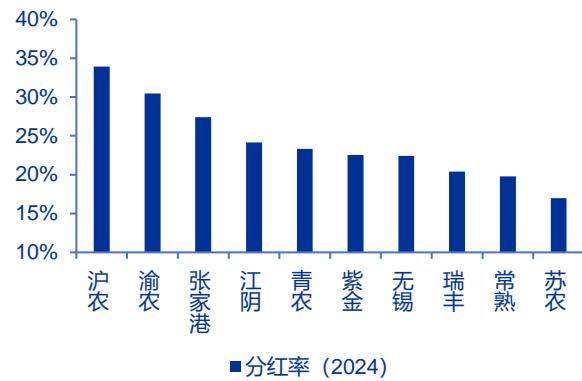
资料来源：公司财报，申万宏源研究

### 3. 投资分析意见：优区域、强目标、高股息共振，给予“增持”评级

在重庆“超常规政策窗口”下，新管理层适时提出更高发展目标，明确“2027 年底，资产规模、营业收入、净利润、ROE 等核心指标均能实现显著突破”。展望下一阶段，在信用成本及息差基本平稳的背景下，依托向城区客群渗透提升网均产能，杠杆倍数提升有望带动 ROE 稳步改善，预计 2025-27 年归母净利润增速分别为 5.1%、9.5%、10.2%。

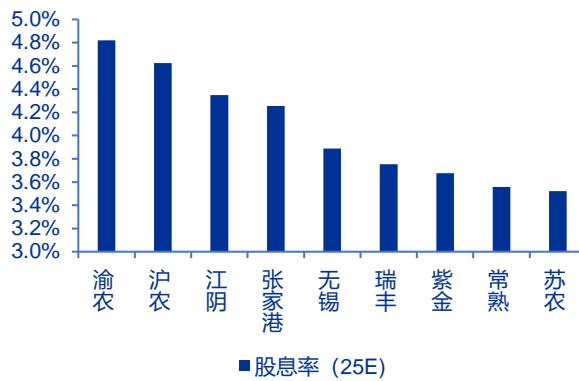
前期由于渝农商行扩表相对审慎、成长性不占优，估值相对同业仍存在明显折价（截至 12 月 12 日，收盘价仅对应 0.54 倍 25 年 PB，相较资产万亿级城农商行同业存在近 20% 折价）。短期来看，在市场情绪趋弱、外部不确定性仍存的背景下，渝农商行依靠自身稳健的业绩表现、夯实的拨备基础以及高分红优势（2024 年分红率 30.5%，仅次于沪农位居上市农商行第二；2020-2024 年分红率均值约 30.4%；截至 12 月 12 日，对应 25E 股息率近 5%，为上市农商行第一），有望逐步抹平估值折价；中期维度，在区域β催化叠加自身 ROE 拐点向上的清晰α，估值也将持续修复。给予渝农商行 0.64 倍 25 年 PB，对应 18.1% 上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

图 13: 2024 年分红率 30.5%、仅次于沪农位居上市农商行第二；2020-2024 年分红率均值约 30.4%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 14: 截至 12 月 12 日，渝农商行 25E 股息率高达 4.8%，排名上市农商行第一



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 10：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 12 月 12 日）

上市银行	代码	股价		归母净利润-YoY				ROE			
		2025/12/12	2024	1Q25	1H25	9M25	2024	1Q25	1H25	9M25	
重庆银行	601963.SH	10.84	3.8%	5.3%	5.4%	10.2%	9.2%	12.1%	11.6%	11.8%	
成都银行	601838.SH	16.35	10.2%	5.6%	7.3%	5.0%	17.8%	14.8%	16.3%	15.4%	
沪农商行	601825.SH	9.34	1.2%	0.3%	0.6%	0.8%	10.4%	11.5%	11.2%	11.3%	
北京银行	601169.SH	5.52	0.8%	-2.4%	1.1%	0.3%	8.7%	11.4%	10.7%	10.0%	
南京银行	601009.SH	11.36	9.1%	7.1%	8.8%	8.1%	12.8%	15.2%	15.0%	14.1%	
宁波银行	002142.SZ	27.72	6.2%	5.8%	8.2%	8.4%	13.6%	14.2%	13.8%	14.0%	
江苏银行	600919.SH	10.39	10.8%	8.2%	8.0%	8.3%	13.7%	16.4%	16.1%	16.3%	
上海银行	601229.SH	9.73	4.5%	2.3%	2.0%	2.8%	10.0%	10.6%	11.1%	10.2%	
长沙银行	601577.SH	9.48	4.9%	3.8%	5.1%	6.0%	11.8%	12.8%	12.7%	12.3%	
平均		6.0%	4.0%	5.4%	5.5%	5.5%	12.0%	13.2%	13.2%	12.8%	
渝农商行	601077.SH	6.32	5.6%	6.3%	4.6%	3.7%	9.4%	11.8%	11.9%	10.9%	
上市银行	代码	股价		不良率			拨备覆盖率			PB	
		2025/12/12	1Q25	2Q25	3Q25	2024	1Q25	2Q25	2025E	2026E	
重庆银行	601963.SH	10.84	1.21%	1.17%	1.14%	245.1%	247.6%	248.3%	0.65	0.60	
成都银行	601838.SH	16.35	0.66%	0.66%	0.68%	479.3%	456.0%	452.7%	0.77	0.69	
沪农商行	601825.SH	9.34	0.97%	0.97%	0.97%	352.4%	339.3%	336.6%	0.68	0.64	
北京银行	601169.SH	5.52	1.30%	1.30%	1.29%	208.8%	198.1%	195.7%	0.40	0.36	
南京银行	601009.SH	11.36	0.83%	0.84%	0.83%	335.3%	323.7%	311.7%	0.77	0.71	
宁波银行	002142.SZ	27.72	0.76%	0.76%	0.76%	389.3%	370.5%	374.2%	0.79	0.72	
江苏银行	600919.SH	10.39	0.86%	0.84%	0.84%	350.1%	343.5%	331.0%	0.73	0.65	
上海银行	601229.SH	9.73	1.18%	1.18%	1.18%	269.8%	271.2%	243.6%	0.55	0.51	
长沙银行	601577.SH	9.48	1.18%	1.17%	1.18%	312.8%	309.8%	309.7%	0.52	0.48	
平均		0.99%	0.99%	0.98%	301.8%	294.0%	286.5%	0.65	0.59		
渝农商行	601077.SH	6.32	1.17%	1.17%	1.12%	363.4%	363.4%	355.6%	0.54	0.50	

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

## 4. 风险提示

- 1) 经济复苏显著低于预期：**若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；
- 2) 地产、平台风险超预期暴露：**若部分房企及地方融资平台风险超预期暴露，或将导致银行资产质量承压；
- 3) 核心管理层超预期变动：**若核心管理层变动，公司战略偏移，或对日常经营及基本面稳定性产生扰动。

表 11：渝农商行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	同比增速 (%)	
												2023	2024
Net interest income 净利息收入	23,493	22,494	24,285	25,984	28,147	-3.2%	-7.5%	-4.3%	8.0%	7.0%	8.3%		
Non-interest income 非利息收入	4,463	5,767	4,325	4,109	4,150	-22.2%	24.4%	29.2%	-25.0%	-5.0%	1.0%		
Net fee income 净手续费收入	1,791	1,612	1,773	1,951	2,146	-29.8%	-6.4%	-10.0%	10.0%	10.0%	10.0%		
Operating income 营业收入	27,956	28,261	28,610	30,093	32,297	-6.0%	-3.6%	1.1%	1.2%	5.2%	7.3%		
Operating expenses 营业支出	(9,820)	(9,394)	(9,863)	(10,356)	(10,874)	8.5%	2.9%	-4.3%	5.0%	5.0%	5.0%		
Taxes and surcharges 营业税	(277)	(308)	(332)	(359)	(388)	-5.4%	2.3%	11.0%	8.0%	8.0%	8.0%		
PPOP 拨备前营业利润	18,136	18,868	18,747	19,736	21,422	-11.8%	-6.8%	4.0%	-0.6%	5.3%	8.5%		
Impairment losses on assets 资产减值损失	(5,941)	(6,020)	(4,620)	(4,854)	(5,200)	-27.8%	-24.2%	1.3%	-23.3%	5.1%	7.1%		
Loan impairment charges 贷款减值损失	(4,120)	(5,485)	(4,058)	(4,292)	(4,414)	-30.2%	-46.6%	33.1%	-26.0%	5.8%	2.8%		
Operating profit 营业利润	12,194	12,848	14,127	14,882	16,222	3.7%	5.0%	5.4%	10.0%	5.3%	9.0%		
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	1	(30)	(33)	(37)	(40)	-727.4%	-102.8%	-2249.6%	10.0%	10.0%	10.0%		
Profit before taxation 利润总额	12,196	12,817	14,094	14,845	16,182	3.2%	5.5%	5.1%	10.0%	5.3%	9.0%		
Income tax 所得税	(1,071)	(1,028)	(1,691)	(1,262)	(1,214)	-27.0%	-1.1%	-4.0%	64.5%	-25.4%	-3.8%		
Net profit 净利润	11,125	11,789	12,402	13,584	14,968	7.8%	6.2%	6.0%	5.2%	9.5%	10.2%		
Minority interest 少数股东权益	(223)	(276)	(304)	(334)	(368)	27.5%	10.1%	24.0%	10.0%	10.0%	10.0%		
NPAT 归属股东净利润	10,902	11,513	12,098	13,249	14,600	7.5%	6.1%	5.6%	5.1%	9.5%	10.2%		
AT1 shareholders 优先股股息	160	160	160	160	160	na	na	na	na	na	na		
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	10,742	11,353	11,938	13,089	14,440	5.8%	6.2%	5.7%	5.2%	9.6%	10.3%		
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		
Total loans 贷款总额	676,710	714,273	774,986	844,735	920,761	8.7%	7.0%	5.6%	8.5%	9.0%	9.0%		
Total deposits 存款总额	896,202	941,946	1,026,721	1,119,126	1,219,848	8.6%	8.6%	5.1%	9.0%	9.0%	9.0%		
NPLs 不良贷款余额	8,059	8,420	8,718	9,366	10,160	5.7%	4.4%	4.5%	3.5%	7.4%	8.5%		
Loan provisions 贷款损失准备	29,553	30,601	31,979	33,761	35,879	11.1%	7.1%	3.5%	4.5%	5.6%	6.3%		
Total assets 资产总额	1,441,082	1,514,942	1,647,616	1,795,608	1,957,731	6.8%	6.6%	5.1%	8.8%	9.0%	9.0%		
Total liabilities 负债总额	1,317,580	1,381,333	1,507,222	1,644,782	1,795,100	6.6%	6.5%	4.8%	9.1%	9.1%	9.1%		
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	121,734	131,694	138,287	148,509	160,082	8.4%	7.5%	8.2%	5.0%	7.4%	7.8%		
Other equity instruments 优先股及其他	5,998	5,998	5,998	5,998	5,998	na	na	na	na	na	na		
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	1,357,547	1,398,422	1,532,726	1,655,241	1,795,098	6.6%	5.2%	3.0%	9.6%	8.0%	8.4%		
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		
Shares 普通股股本 (百万股)	11,357	11,357	11,357	11,357	11,357	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
EPS	0.95	1.00	1.05	1.15	1.27	5.8%	6.2%	5.7%	5.2%	9.6%	10.3%		
BVPS	10.19	11.07	11.65	12.55	13.57	6.7%	7.9%	8.6%	5.2%	7.7%	8.1%		
DPS	0.29	0.30	0.32	0.35	0.39	7.5%	6.3%	5.6%	5.2%	9.6%	10.3%		
PPOP/sh	1.60	1.66	1.65	1.74	1.89	-11.8%	-6.8%	4.0%	-0.6%	5.3%	8.5%		
Main indicators 主要指标 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		
ROA	0.80%	0.80%	0.78%	0.79%	0.80%	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.01%		
ROE	9.65%	9.42%	9.27%	9.54%	9.75%	-0.23%	-0.20%	-0.15%	-0.27%	-0.27%	0.21%		
NIM 净息差	1.73%	1.61%	1.58%	1.57%	1.57%	-0.20%	-0.24%	-0.12%	-0.02%	-0.01%	0.00%		
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.13%	32.15%	33.31%	33.22%	32.47%	4.38%	2.16%	-1.99%	1.16%	-0.09%	-0.75%		
Effective tax rate 有效所得税率	8.78%	8.02%	12.00%	8.50%	7.50%	-3.87%	-0.58%	-0.76%	3.98%	-3.50%	-1.00%		
LDR 贷存比	75.51%	75.83%	75.48%	75.48%	75.48%	0.03%	-1.18%	0.32%	-0.35%	0.00%	0.00%		
NPL ratio 不良率	1.19%	1.18%	1.12%	1.11%	1.10%	-0.03%	-0.01%	-0.05%	-0.02%	-0.01%	-0.01%		
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	366.70%	363.44%	366.82%	360.47%	353.14%	17.49%	8.96%	-3.26%	3.38%	-6.35%	-7.34%		
Provision ratio 拨贷比	4.37%	4.28%	4.13%	4.00%	3.90%	0.10%	0.00%	-0.08%	-0.16%	-0.13%	-0.10%		
Credit cost 信用成本	0.63%	0.79%	0.55%	0.53%	0.50%	-0.76%	-0.64%	0.16%	-0.24%	-0.02%	-0.03%		
Non-interest income/operating income 非息收入占比	15.96%	20.41%	15.12%	13.65%	12.85%	-2.57%	3.59%	4.44%	-5.29%	-1.46%	-0.80%		
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	6.41%	5.70%	6.20%	6.48%	6.64%	-2.23%	-0.19%	-0.70%	0.49%	0.28%	0.16%		
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.53%	14.24%	13.77%	13.55%	13.36%	0.62%	0.43%	0.71%	-0.47%	-0.22%	-0.19%		
Tier 1 CAR 一级资本充足率	14.24%	14.93%	14.40%	14.13%	13.89%	0.86%	0.40%	0.69%	-0.53%	-0.27%	-0.24%		
CAR 资本充足率	15.99%	16.12%	15.61%	15.34%	15.10%	0.85%	0.37%	0.13%	-0.51%	-0.27%	-0.24%		

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**表 12: 上市银行估值比较表 (收盘价日期: 2025 年 12 月 12 日)**

上市银行	代码	收盘价 (元)	自由流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.97	21,488	7.99	7.85	0.73	0.69	9.4%	9.0%	0.73%	0.68%	3.9%	3.9%
建设银行	601939.SH	8.88	1,881	7.01	6.77	0.68	0.64	10.1%	9.7%	0.82%	0.80%	4.3%	4.4%
农业银行	601288.SH	7.72	24,646	9.93	9.43	0.97	0.91	10.1%	10.0%	0.65%	0.62%	3.1%	3.2%
中国银行	601988.SH	5.59	13,337	7.88	7.52	0.69	0.65	9.1%	9.0%	0.71%	0.69%	4.0%	4.1%
邮储银行	601658.SH	5.41	5,423	7.98	7.64	0.72	0.67	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	4.0%	4.1%
招商银行	600036.SH	41.74	8,611	7.30	7.09	0.92	0.85	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.8%	4.8%
中信银行	601998.SH	7.46	3,041	6.36	6.14	0.57	0.53	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.8%	4.8%
民生银行	600016.SH	3.90	1,383	6.21	6.27	0.30	0.29	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.9%	4.8%
浦发银行	600000.SH	11.61	3,867	8.61	7.72	0.57	0.56	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.1%	3.5%
兴业银行	601166.SH	20.65	4,370	5.88	5.60	0.53	0.50	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	5.1%	5.1%
光大银行	601818.SH	3.50	1,624	5.54	5.39	0.41	0.39	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.4%	5.5%
华夏银行	600015.SH	6.78	1,079	4.69	4.52	0.34	0.32	7.4%	7.3%	0.57%	0.57%	6.0%	5.3%
平安银行	000001.SZ	11.35	2,203	5.34	5.30	0.48	0.45	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.4%	5.3%
浙商银行	601916.SH	3.03	653	6.50	6.48	0.45	0.43	7.2%	6.8%	0.42%	0.41%	5.5%	5.0%
南京银行	601009.SH	11.36	1,405	6.78	6.24	0.77	0.71	12.1%	11.8%	0.79%	0.75%	4.6%	4.9%
宁波银行	002142.SZ	27.72	1,831	6.43	5.80	0.79	0.72	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.2%	3.5%
江苏银行	600919.SH	10.39	1,907	5.75	5.25	0.73	0.65	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	5.0%	5.5%
上海银行	601229.SH	9.73	1,383	5.90	5.68	0.55	0.51	9.6%	9.3%	0.73%	0.71%	5.1%	5.3%
杭州银行	600926.SH	15.12	1,096	5.81	5.12	0.79	0.70	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.6%	3.5%
苏州银行	002966.SZ	8.11	363	6.96	6.43	0.71	0.66	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.5%	4.9%
成都银行	601838.SH	16.35	693	5.23	4.83	0.77	0.69	15.6%	15.0%	1.01%	0.96%	5.4%	5.7%
重庆银行	601963.SH	10.84	205	7.06	6.30	0.65	0.60	9.5%	9.9%	0.65%	0.61%	3.8%	4.3%
齐鲁银行	601665.SH	5.63	346	6.41	5.72	0.76	0.70	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.6%	4.3%
厦门银行	601187.SH	7.56	200	8.91	8.78	0.74	0.70	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.1%	3.9%
无锡银行	600908.SH	5.92	130	5.82	5.51	0.56	0.52	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.9%	4.0%
常熟银行	601128.SH	7.03	233	5.05	4.45	0.66	0.59	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.6%	3.6%
江阴银行	002807.SZ	4.60	113	5.32	5.03	0.56	0.52	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.3%	4.5%
苏农银行	603323.SH	5.11	103	5.05	4.81	0.52	0.47	10.8%	10.3%	0.92%	0.89%	3.5%	3.4%
张家港行	002839.SZ	4.70	115	6.36	6.02	0.60	0.56	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.3%	4.3%
瑞丰银行	601528.SH	5.33	105	5.17	4.90	0.51	0.47	10.2%	9.9%	0.88%	0.85%	3.8%	3.9%
紫金银行	601860.SH	2.72	100	6.13	6.05	0.45	0.39	7.7%	6.9%	0.57%	0.51%	3.7%	3.7%
沪农商行	601825.SH	9.34	901	7.26	7.01	0.68	0.64	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	4.6%	4.7%
渝农商行	601077.SH	6.32	559	6.01	5.48	0.54	0.50	9.3%	9.5%	0.78%	0.79%	4.8%	5.1%
<b>A股板块平均</b>				<b>6.95</b>	<b>6.63</b>	<b>0.69</b>	<b>0.64</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.76%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.1%</b>

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

注: 股息收益率=预测 DPS/收盘价, 预测 DPS=归属普通股股东净利润\*分红率/总股本, 其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。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受到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数

：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用它们。