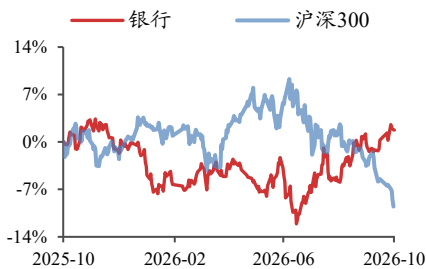


银行

2026 年 10 月 16 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政府债发行提速，关注政策工具落地成效—9 月金融数据点评》-2026.10.15

《银行视角看房贷贴息及央行政策工具加码—行业点评报告》-2026.10.11

《中小行配债走弱：成因与趋势判断—行业深度报告》-2026.9.30

价值银行甄选宝典：RAROC 五因子分析框架

——行业深度报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

张意宣（联系人）

zhangyixuan1@kysec.cn

证书编号：S0790126070044

● RAROC 五因子框架：可拆解、可归因、可管理的经营罗盘

我们将传统 RAROC 重构为乘法模型： $RAROC = \text{净息差} \times \text{资产周转效率} \times \text{资本杠杆} \times (1 - \text{成本收入比} - \text{信用损失比}) \times (1 - \text{有效税率})$ 。五个因子各有明确经营含义：**净息差**反映资产端定价权与负债端成本管控、资产负债结构摆布与重定价周期管理的结果；**资产周转效率**反映低效资产管控、资产流转与财富中收拓展能力；**资本杠杆**反映资本使用效率与监管约束下的扩表空间；**成本收入比**反映运营效率；**信用损失比**反映风险识别与不良抵补能力。A 股 42 家上市银行 RAROC（税后）从 2015 年 15.84% 降至 2025 年 10.70%，分化显著——招商银行 18.97% 优势明显，国有行均值 11.6% 领先，股份行均值 9.0% 承压，部分优质城农商行有企稳趋势。

● 十年归因：净息差是最大拖累，信用成本与资产周转成为新分化点

逐因子替换法显示，2015→2025 年上市银行税前 RAROC 由 24.52% 降至 13.57%，其中净息差单一因素拖累 10.15pct，是下行主因；成本收入比与信用损失比合计拖累约 2pct，资产周转与资本杠杆形成约 1.5pct 正向对冲。2024 年以来拨备反哺空间收窄、零售消费贷不良抬头，信用损失因子的对冲力度边际减弱；而金融投资交易盘收入占比升至 12.32%、福费廷与票据流转放量，资产周转从拖累项转为正贡献，成为息差下行周期中银行间 RAROC 分化的新分水岭。

● 四家标杆四条路径，信用成本控制是价值创造第一分水岭

招商银行、常熟银行、成都银行、杭州银行均显著高于行业均值 13.57%，驱动各异：招行三因子共振、常熟净息差占优、成都与杭州信用成本与成本收入比双低，共性是四家信用损失比均大幅低于行业均值。边际拉动测算显示：净息差每升 10BP 拉动 RAROC 约 0.98pct，资本杠杆每提 1 倍（风险权重降 3.4pct）拉动 0.83pct；要使 RAROC 提升 1pct，短期投入产出比最高的是压降风险权重（仅需调整存量资产结构、不依赖外部利率环境），中期靠成本管控与信用成本下行，长期靠非息拓展。分部经营层面，2025 年六大行资金业务贡献大幅抬升，但穿透 FTP 机制或反映零售 RAROC 被系统性低估，资金条线高 RAROC 中包含周期性债券资本利得与未计提的银行账簿利率风险。

● RAROC 是核心估值锚，筛选价值银行并按周期动态适配

回归验证 RAROC 与 PB 正相关： $PB = 4.3366 \times RAROC + 0.1683$ ($R^2 = 0.47$)，RAROC 每升 1pct 对应 PB 约抬 0.04 倍，但 RAROC 是长期估值锚、短期 PB 变动影响不大。引入股东必要回报率 r （国股行 DDM，城农商行 CAPM），42 家整体 $RAROC - r$ 约 4.1pct，16 家显著创造价值。叠加 EVA 增速锁定“高 RAROC+高 EVA 增长”组合，按周期动态适配（利率下行期选资金业务强者、信用暴露期选拔备厚不良低者、经济复苏期选息弹性大者）。受益标的如杭州银行、成都银行、江苏银行、常熟银行、青岛银行、宁波银行、招商银行、建设银行、工商银行、农业银行等；推荐中信银行的边际改善机会。

● **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；资产质量恶化超预期；模型假设偏差等。

目 录

1、引言：我们对 RAROC 的再理解与新尝试.....	5
2、RAROC 动能拆解（五因素分析）.....	6
2.1、RAROC 逻辑本质与五因子内涵.....	6
2.2、上市银行 RAROC 概览与五因子贡献拆分.....	7
2.3、净息差：从被动定价到主动管理.....	13
2.3.1、司库的前瞻性在净息差管理中具有重要作用.....	13
2.3.2、新时期净息差提升路径选择.....	15
2.4、资产周转效率：盘活存量，加快流转，稳定提升非息收入贡献.....	17
2.5、资本杠杆：在监管底线下的精打细算.....	20
2.6、成本收入比：提升运营效率.....	22
2.7、信用损失比：风险与收益的平衡.....	22
3、标杆银行深度案例对标.....	28
3.1、招商银行：零售之王——三因子共振的综合优势.....	28
3.2、常熟银行：小微标杆——极致定价能力的单因子突破.....	29
3.3、杭州银行：区域深耕——信用成本与运营效率双优的对公模式.....	31
3.4、成都银行：基建龙头——“双低”策略下的西部价值样本.....	33
3.5、对标启示：可复制的经验与不可复制的禀赋.....	35
4、综合配置效率提升路径：因子间的协同与权衡.....	35
4.1、RAROC 贡献因子→明确经营抓手（指标）.....	35
4.2、多因子协同优化：建议基于 RAROC 的资产组合管理框架.....	37
5、分部经营效能详解，分条线与产品 RAROC 对标.....	38
5.1、资金属性增强，零售板块贡献度下降.....	38
5.2、分条线与产品 RAROC 对标.....	40
5.3、探讨：零售 RAROC 或低估，谨慎看待资金条线高 RAROC.....	41
5.3.1、FTP 定价机制与价值转移的底层逻辑.....	41
5.3.2、零售条线 RAROC 被低估的三个维度.....	42
5.3.3、资金条线高 RAROC 的审慎考虑因素.....	42
6、投资建议：甄选价值银行.....	43
6.1、RAROC 估值锚验证.....	43
6.2、不同环境下的选股侧重.....	45
6.2.1、利率下行期选“非息效率高+资金能力强”的银行.....	45
6.2.2、信用风险暴露期选“信用成本低+超额拨备厚”的银行.....	47
6.2.3、经济复苏期选“息差弹性大+杠杆高”的银行.....	49
6.3、RAROC 和银行股必要回报率的对比：寻找可持续的价值创造者.....	50
6.3.1、方法论：银行股隐含必要回报率（r）的计算.....	50
6.3.2、结论：行业整体创造价值，但板块内部分化巨大.....	52
6.4、寻找“高 RAROC+高 EVA 增速”组合.....	53
6.5、衡量 RAROC 质量：构建覆盖中小银行的全体系打分卡.....	53
6.5.1、打分卡构建.....	53
6.5.2、寻找 RAROC 表现较好但信用利差相对较高的发债主体.....	56
6.6、小结：基于 RAROC 框架的价值银行甄选逻辑.....	58
7、风险提示.....	60

图表目录

图 1: RAROC 五因子分解式推导示意图	5
图 2: RAROC 新分解式示意图	6
图 3: 2025 年上市银行 RAROC 均值为 10.7% (测算值), 国有/股份/城商/农商行分别为 11.6%/9.0%/9.9%/11.7%	7
图 4: 上市银行 RAROC 呈下降趋势	9
图 5: 近年来上市银行 RAROC 持续受净息差拖累, 信用损失比构成贡献, 资产周转效率愈发重要 (pct, %)	13
图 6: 净息差可以反映银行资金管理的综合效果	14
图 7: 2026Q2 商业银行净息差收窄至 1.41%, 国有行为 1.31%	15
图 8: 近年上市银行收缩存款央行及同业资产	15
图 9: 近年股份行贷款中票据贴现占比下降	15
图 10: 宁波银行倾向于在 Shibor 下行阶段提升同业负债占比	16
图 11: 存贷款差异化定价示意	17
图 12: 2025 年上市银行非生息资产平均余额占比有所下降	17
图 13: 2025 年农业银行、青岛银行福费廷余额同比增长均超 70% (亿元)	18
图 14: 2025 年平安银行供应链融资发生额同比增长超 20% (亿元)	19
图 15: 近年来上市银行资本杠杆抬升, 股份行下降 (倍)	20
图 16: 风险权重与 RAROC 散点 (2025 年): 低权重组 RAROC 占优, 招商 RAROC 近 19% 领先	21
图 17: 成本加点法下各行贷款底价示意, 按揭最低、消费贷最高, 招行对公低于国有行 (2025 年)	23
图 18: 2025 年违约概率 (PD), 消费贷显著分化	24
图 19: 2025 年违约损失率 (LGD), 信用卡较高	24
图 20: 2024H-2025 年六大行 EL 走势: 消费贷上行最快 +36BP, 对公企稳微降	24
图 21: 从 PD×LGD 二维分布看六大行资产质量: 按揭最优质、消费贷风险最高、信用卡 LGD 压力较大	25
图 22: 光大银行近年来清收核销比提高, 邮储银行保持较高水平	26
图 23: 近年来银行普遍加大通过资产证券化处置不良力度 (亿元)	27
图 24: 招商银行净息差表现领先同业水平	28
图 25: 拆解 2025 年 RAROC, 资产周转效率因子发挥正向贡献	29
图 26: 大行普惠业务不断下沉	30
图 27: 常熟银行小微金融总部人力资源规模	30
图 28: 安全垫持续增厚, 常熟银行拨备计提压力缓释	30
图 29: 杭州银行对公贷款不良率处于偏低位置	31
图 30: 杭州银行行政信类贷款占比在城商行序列中靠前 (2025 年末)	33
图 31: 成都银行不良净生成率处于行业最低	33
图 32: 2026H1 成都银行净息差和利息收入增速双升	34
图 33: 各因子使 RAROC 提升 1pct 所需相对变动幅度 (越小越易实现)	37
图 34: 部分上市银行分部营收占比 (2025 年) —— 国有行零售主导、城商行对公支撑	38
图 35: 2025 年样本行零售条线营收同比-2.0%	40
图 36: 2025 年样本行零售手续费收入同比+7.5%	40
图 37: 2025 年样本行零售条线利息净收入同比-4.8%	40
图 38: 2025 年样本行零售条线税前利润同比-4.7%	40
图 39: 上市银行 RAROC 和 PB 的线性关系 (2025 年)	43
图 40: 近 5 年 国有行 RAROC 下降 1.78pct, 但 PB (LF) 却修复+0.11 倍	44
图 41: 2026H1 上市银行交易性金融投资收入占比营收提高至 12.32%	45
图 42: 2026H1 上市银行自营交易盘收益率为 3.26%, 较 2025 年提高 1.78 pct	46

图 43: 2026H1 测算国有行年化不良净生成率 0.68% 为各板块最低.....	48
图 44: 2026H1 成都银行测算年化不良净生成率 0.23% 为上市银行最低.....	48
图 45: 2026H1 国有行与头部城商行集中于高拨备 + 低不良生成象限.....	49
图 46: RAROC-EVA 双维象限: 2025 年上市银行首选配置标的定位	53
图 47: 第一象限中、回归线上方为综合评分较高的优质主体	56
图 48: 发债中小银行打分结果展示	57
图 49: 样本行二永债信用利差与 RAROC 分布情况 (单位: bp)	58
表 1: RAROC 各主要贡献因子代表的银行经营含义	5
表 2: A 股上市银行 RAROC 测算值近年趋势下降, 但呈明显分化, 招商银行等机构显著领先.....	7
表 3: RAROC 板块分化: 国有行持续领先, 股份行跌幅较大, 部分城农商行企稳	9
表 4: 上市银行 RAROC 五因子拆分, 2015 年→2025 年	10
表 5: 2015→2025 年上市银行 RAROC (税前) 由 24.52%下降至 13.57%, 其中净息差单一因素拖累 10.15pct	12
表 6: 平安银行通过“买入→持有→转贴卖出”增厚收益	18
表 7: 2025 年上市银行信贷 ABS 发行 176 笔、1425 亿元	19
表 8: 2025 年六大行贷款风险权重对比 (披露值), 招行在公司贷款、按揭、消费贷等领域风险权重较低	21
表 9: 测算得出六大行对公贷款 FTP 为 0.78%-1.19%, 零售贷款 FTP 为 0.70%-1.43% (2025 年, 亿元)	22
表 10: 2025 年六大行预期损失率 (EL) = 违约概率 (PD) * 违约损失率 (LGD)	23
表 11: 2022-2025 年四家银行不良处置结构对比: 光大现金清收占比 45%, ABS 替代转让成为出表主渠道 (亿元)	27
表 12: 四家标杆银行 2025 年 RAROC 五因子拆分对比 (税前口径)	28
表 13: 杭州银行拨备覆盖率行业第一 (2025 年末)	32
表 14: 上市银行五因子矩阵表, 明确经营抓手, 边际变动带来的 RAROC 影响	35
表 15: 为使 RAROC 提升 1.0pct, 按基础经营指标需变动幅度排序 (变动越小越容易实现)	36
表 16: 国有大行资金分部业绩贡献度普遍抬升	39
表 17: 银行大类资产比价: 按揭贷款、长债和债基比价效应较好	40
表 18: 2026H1 国有行超额拨备/当年净利润升至 165%, 股份行安全垫最薄 (亿元)	47
表 19: 利率上行期贷款重定价负缺口和权益乘数高的银行相对占优	49
表 20: 参考以下思路, 我们对国股行采用 DDM 模型、城农商行 CAPM 模型来计算必要回报率 (r)	51
表 21: A 股 42 家上市银行 RAROC 与隐含必要回报率对比 (国股行 DDM/城农商行 CAPM)	51
表 22: 发债中小银行打分卡设计方法, RAROC 绝对水平、质量及趋势各占权重 40%、30%、30%	55

1、引言：我们对RAROC的再理解与新尝试

风险调整后的资本回报率（RAROC）是商业银行的核心经营效率指标，衡量单位经济资本所创造的风险调整后收益。计算RAROC的传统公式为净利润 / 经济资本占用，即（收入-成本-预期损失）/ 经济资本，这个计算方法相对粗糙且难以直接指导资产配置。我们将在本篇报告中给出RAROC的新分解式： $RAROC =$

$$\text{净息差} \times \text{资产周转效率} \times \text{资本杠杆} \times (1 - \text{成本收入比} - \text{信用损失比}) \times (1 - \text{有效税率})$$

图1：RAROC 五因子分解式推导示意图

$$RAROC = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{信用减值损失} - \text{税收}) / \text{经济资本}$$

$$= [\text{净利息收入} \times (\text{营业收入} / \text{净利息收入}) - \text{营业成本} - \text{信用减值损失} - \text{税收}] / \text{经济资本}$$

$$= [\text{净息差} \times \text{生息资产} \times \text{非息收入乘数} - \text{营业成本} - \text{信用减值损失} - \text{税收}] / \text{经济资本}$$

$$= [\text{净息差} \times \text{生息资产占比} \times \text{总资产} \times \text{非息收入乘数} - \text{营业成本} - \text{信用减值损失} - \text{税收}] / \text{经济资本}$$

$$= \text{净息差} \times \text{资产周转效率} \times \text{资本杠杆} \times (1 - \text{成本收入比} - \text{信用损失比}) \times (1 - \text{有效税率})$$

$$\text{资本杠杆} = \text{总资产} / \text{经济资本} \quad \text{成本收入比} = \text{营业成本} / \text{营收} \quad \text{信用损失比} = \text{减值损失} / \text{营收}$$

资料来源：开源证券研究所

将RAROC拆解为5个可量化、可管理的经营因子，揭示了银行盈利的根本逻辑：RAROC是“单位资产定价能力”与“资本运用效率”的乘积，再经运营成本和风险调整后的净结果，这一公式将为银行资产配置效率的提升提供清晰的路径。

表1：RAROC各主要贡献因子代表的银行经营含义

因子	计算公式	反映的经营能力
① 净息差	净利息收入/生息资产	资产定价与负债成本管理 资产负债结构摆布与期限调整
② 资产周转效率	生息资产占比 × 非息收入乘数 非息收入乘数为（营收/净利息收入）	低效资产管控与资产流转效率 财富中收拓展能力
③ 资本杠杆	总资产/经济资本	资本使用效率与监管约束
④ 成本收入比	营业费用/营业收入	运营效率
⑤ 信用损失比	减值损失/营业收入	风险识别与不良控制

资料来源：开源证券研究所

另外，我们还会通过银行财报中的分部信息披露，尝试构建对公、零售、资金条线的 RAROC 分析框架，并拆解 RAROC 到对公一般贷款、按揭贷款、消费贷、信用卡等产品的对比中。

2、RAROC 动能拆解（五因素分析）

2.1、RAROC 逻辑本质与五因子内涵

逻辑本质：RAROC 是“单位资产的定价与周转能力”和“资本撬动效应”的乘积，再通过运营成本管控和信用风险抵补进行双向修正，最终形成银行真实的风险调整后资本回报能力，是衡量资产配置效率的核心标尺。

图2：RAROC 新分解式示意图



资料来源：开源证券研究所

(1) 盈利驱动因子（乘数效应：放大收益基础）

① **净息差 (NIM) = 净利息收入/生息资产**。核心反映资产端定价权与负债端成本管控能力，是银行资产负债结构摆布、利率重定价周期管理的直接结果。

② **资产周转效率 = 生息资产占比 × 非息乘数 (营收/非利息收入)**。衡量资产流转速度与综合创收能力，涵盖低效资产压缩、财富管理与中间业务收入的拓展深度，体现轻资本转型成效。

③ **资本杠杆倍数 = 总资产/经济资本占用**。体现资本使用效率与监管约束下的扩张空间。平衡风险加权资产增速与内外部资本补充能力，是规模增长的放大器。

(2) 风险与成本调整因子（扣减效应：修正盈利质量）

④ **成本收入比 (CIR) = 营业费用/营业收入**。反映全行运营效率与成本管控能

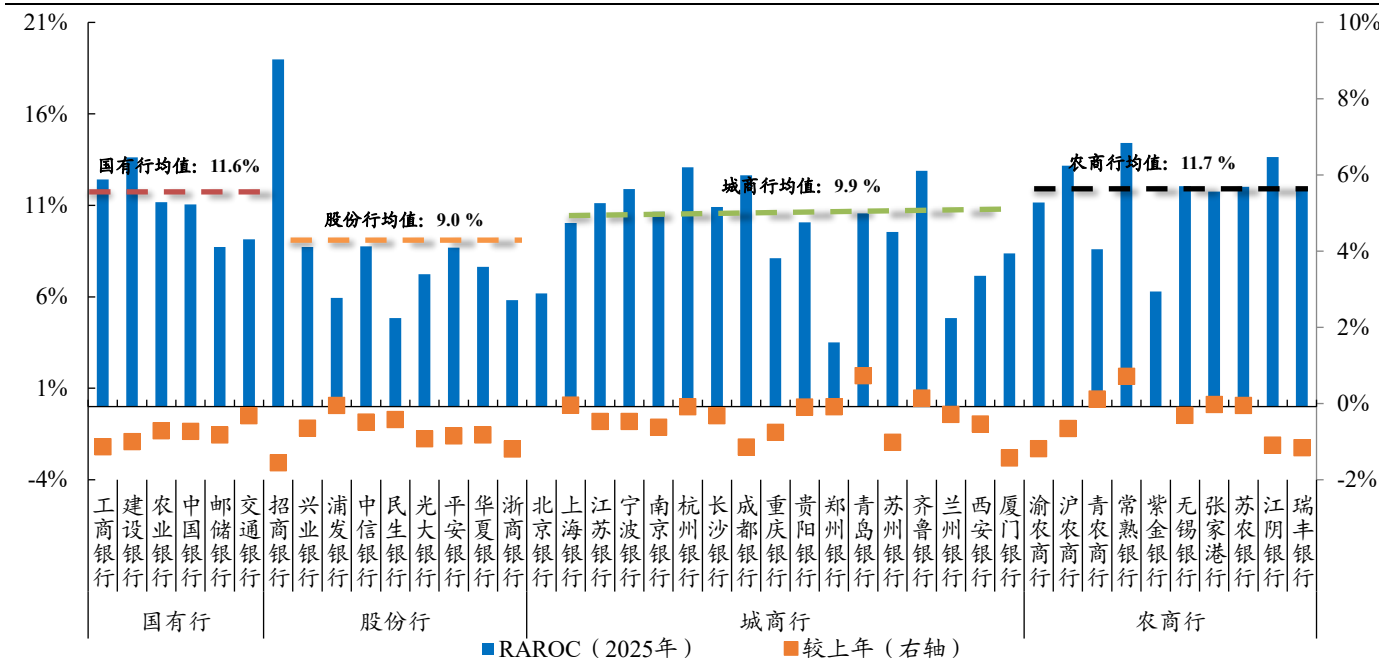
力，体现数字化转型、流程优化对费用的节约效应，是盈利留存的关键护城河。

⑤ 信用损失比=减值损失/营业收入衡量资产质量与风险抵补能力，直接体现信贷投放的风险识别精度、客户选择策略及不良资产的清收处置成效。

2.2、上市银行 RAROC 概览与五因子贡献拆分

基于前述五因子分析框架，我们对 A 股上市银行 2015-2025 年 RAROC 进行系统性测算，从总量趋势、板块变化和因子归因三个维度展开，测算采用（归母净利润/风险加权资产×10.5%）的近似口径（10.5%为银行最低资本充足率要求，以此近似代替经济资本占用系数）。因各行因高级法/权重法计量差异，测算值与披露值存在口径偏差，分析以趋势和相对位次为主。

图3：2025 年上市银行 RAROC 均值为 10.7%（测算值），国有/股份/城商/农商行分别为 11.6%/9.0%/9.9%/11.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：A 股上市银行 RAROC 测算值近年趋势下降，但呈明显分化，招商银行等机构显著领先

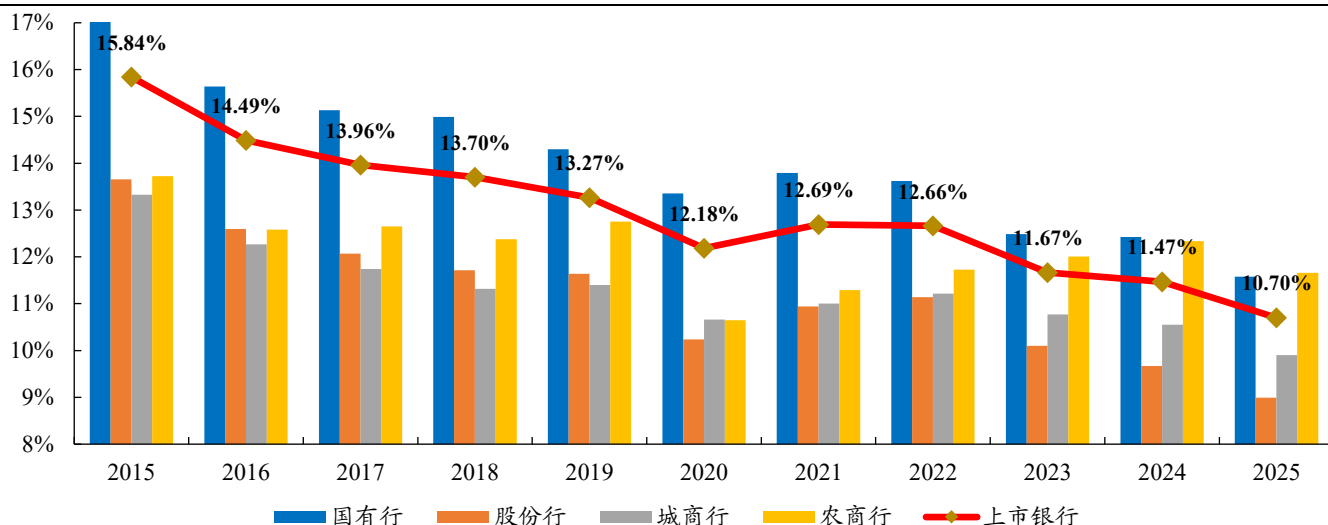
银行名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
工商银行	19.97%	18.19%	17.13%	16.49%	15.97%	14.95%	15.29%	15.45%	14.07%	13.55%	12.42%
建设银行	20.26%	18.47%	17.86%	17.76%	16.88%	15.55%	15.82%	15.60%	14.15%	14.62%	13.63%
农业银行	15.65%	14.78%	14.58%	14.08%	13.04%	12.10%	12.87%	12.43%	11.48%	11.89%	11.17%
中国银行	15.27%	13.91%	13.51%	13.36%	12.64%	12.16%	12.63%	12.88%	11.88%	11.79%	11.06%
邮储银行	10.53%	9.49%	10.23%	11.54%	11.68%	10.82%	11.33%	11.17%	10.04%	9.56%	8.73%
交通银行	13.61%	12.40%	11.84%	12.32%	11.98%	11.13%	11.30%	10.51%	9.98%	9.46%	9.14%
招商银行	17.13%	17.55%	18.92%	18.75%	19.20%	18.67%	22.67%	23.94%	23.59%	20.52%	18.97%
兴业银行	13.95%	13.49%	12.62%	12.19%	12.24%	11.20%	12.90%	12.90%	10.04%	9.37%	8.72%
浦发银行	14.31%	13.04%	12.65%	12.35%	11.86%	10.18%	8.65%	7.88%	5.24%	5.99%	5.94%
中信银行	11.30%	10.00%	9.39%	9.06%	8.94%	8.65%	9.12%	9.37%	9.49%	9.24%	8.75%
民生银行	13.12%	12.03%	10.93%	10.29%	10.02%	6.02%	6.09%	6.09%	5.93%	5.26%	4.84%

光大银行	12.87%	10.84%	10.52%	10.12%	10.29%	9.39%	9.83%	9.32%	8.05%	8.17%	7.24%
平安银行	12.53%	10.58%	9.92%	10.10%	9.64%	8.74%	9.70%	10.90%	10.60%	9.54%	8.69%
华夏银行	13.52%	11.89%	10.47%	9.49%	9.23%	8.01%	8.19%	8.39%	8.19%	8.46%	7.63%
浙商银行	12.50%	13.31%	11.61%	10.53%	10.57%	8.81%	7.99%	7.68%	7.37%	7.00%	5.81%
北京银行	12.57%	11.19%	10.07%	9.68%	9.88%	9.73%	9.74%	10.03%	9.32%	8.45%	6.18%
上海银行	13.85%	13.13%	12.31%	11.96%	12.20%	11.17%	10.53%	10.12%	9.60%	10.07%	10.03%
江苏银行	11.89%	10.90%	10.48%	10.32%	10.42%	9.48%	10.62%	12.38%	12.08%	11.58%	11.11%
宁波银行	14.08%	14.07%	14.72%	14.83%	14.76%	13.21%	14.11%	14.17%	13.43%	12.37%	11.90%
南京银行	13.24%	12.41%	12.88%	13.21%	13.68%	12.84%	13.77%	13.53%	11.82%	11.27%	10.65%
杭州银行	10.50%	9.91%	9.02%	8.95%	9.69%	9.20%	10.21%	11.05%	11.89%	13.17%	13.09%
长沙银行	15.60%	13.58%	13.91%	13.07%	12.76%	11.32%	11.84%	11.59%	11.31%	11.24%	10.92%
成都银行	14.78%	11.40%	15.58%	15.75%	14.94%	13.14%	14.04%	14.51%	13.89%	13.79%	12.64%
重庆银行	14.94%	13.82%	11.62%	10.64%	10.49%	9.84%	9.62%	9.66%	9.00%	8.87%	8.11%
贵阳银行	23.25%	18.41%	16.29%	15.44%	14.93%	13.55%	12.69%	12.14%	10.97%	10.17%	10.08%
郑州银行	18.40%	15.73%	13.26%	8.34%	8.20%	7.37%	7.30%	5.31%	3.87%	3.58%	3.50%
青岛银行	13.10%	11.48%	8.88%	8.39%	8.18%	8.51%	9.36%	8.81%	8.78%	9.83%	10.56%
苏州银行	9.84%	9.63%	9.68%	8.95%	9.38%	9.12%	9.24%	10.00%	10.21%	10.56%	9.55%
齐鲁银行	11.92%	11.78%	12.08%	11.62%	11.03%	10.31%	10.35%	11.09%	12.08%	12.74%	12.88%
兰州银行	11.90%	12.47%	12.45%	10.84%	6.21%	5.78%	5.37%	5.25%	5.33%	5.13%	4.84%
西安银行	16.55%	14.13%	13.28%	13.37%	13.61%	12.71%	11.73%	8.47%	8.47%	7.69%	7.15%
厦门银行	9.88%	10.24%	9.97%	10.59%	11.84%	10.66%	10.60%	10.35%	10.41%	9.81%	8.38%
渝农商行	14.44%	14.13%	13.87%	13.32%	13.04%	10.21%	11.24%	11.87%	12.06%	12.35%	11.16%
沪农商行	14.29%	12.64%	13.61%	13.85%	14.69%	11.57%	12.66%	13.14%	13.63%	13.82%	13.17%
青农商行	14.08%	13.06%	12.41%	11.82%	11.47%	10.14%	9.59%	7.21%	7.58%	8.49%	8.61%
常熟银行	12.58%	10.78%	11.09%	11.25%	12.26%	10.48%	10.65%	11.71%	12.34%	13.70%	14.41%
紫金银行	12.82%	12.12%	10.59%	9.46%	10.91%	10.61%	9.77%	9.48%	8.70%	8.50%	6.30%
无锡银行	11.96%	9.98%	10.20%	10.06%	10.45%	9.77%	10.41%	12.68%	13.06%	12.36%	12.05%
张家港行	12.68%	11.25%	10.71%	9.89%	10.09%	9.37%	10.59%	12.03%	11.95%	11.78%	11.75%
苏农银行	11.16%	10.47%	10.60%	9.44%	9.72%	9.20%	9.77%	10.69%	11.56%	12.07%	12.02%
江阴银行	13.34%	10.80%	10.84%	10.87%	11.64%	11.08%	12.10%	13.80%	14.95%	14.73%	13.64%
瑞丰银行	11.59%	10.20%	10.41%	13.16%	15.02%	13.87%	13.65%	13.97%	12.47%	13.13%	11.97%
国有行	17.09%	15.64%	15.13%	14.99%	14.30%	13.35%	13.79%	13.62%	12.49%	12.42%	11.58%
股份行	13.66%	12.60%	12.07%	11.72%	11.64%	10.24%	10.94%	11.14%	10.10%	9.67%	8.99%
城商行	13.33%	12.27%	11.74%	11.32%	11.40%	10.66%	11.00%	11.21%	10.77%	10.55%	9.90%
农商行	13.73%	12.58%	12.65%	12.38%	12.75%	10.65%	11.29%	11.73%	12.01%	12.34%	11.66%
上市银行	15.84%	14.49%	13.96%	13.70%	13.27%	12.18%	12.69%	12.66%	11.67%	11.47%	10.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：RAROC 为归母净利润 / (RWA × 10.5%) 测算值，与各行披露口径存在差异。

图4：上市银行 RAROC 呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业趋势：十年间持续下行，资本回报率承压。测算 A 股上市银行整体 RAROC 从 2015 年的 15.84% 降至 2025 年的 10.70%，10 年累计下降 5.14pct，反映扩表放缓、净息差收窄、信用成本上行等多重压力。当然，在银行板块内部，也非常明显体现出“头部优势显著、尾部价值削弱”的分化格局：

表3：RAROC 板块分化：国有行持续领先，股份行跌幅较大，部分城农商行企稳

板块	RAROC		十年变化	核心特征
	2015 年	2025 年		
国有行	17.09%	11.58%	-5.51pct	始终高于行业平均，但受净息差收窄影响下行幅度最大，经营风格稳健但弹性不足
股份行	13.66%	8.99%	-4.67pct	2025 年成为板块最低，主要受部分银行历史不良包袱暴露出清影响
城商行	13.33%	9.90%	-3.43pct	下行幅度最小，但内部分化极大，优质区域行与尾部银行差距显著
农商行	13.73%	11.66%	-2.07pct	“先降后升，后回落”板块，2020 年-2022 年有一段提升期，2025 年边际企稳，体现部分银行小微 / 普惠业务的风险定价优势

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：本表为归母净利润口径，与后文税前五因子拆分口径不同。

第一梯队：（2025 年 RAROC > 13%），招商银行以 18.97% 显著领先同业（2022 年高点达 23.94%），是唯一 RAROC 保持在 18% 以上的银行，零售定价和风控体系优势突出；其后为常熟银行（14.41%）、江阴银行（13.64%）、建设银行（13.63%）、沪农商行（13.17%）、杭州银行（13.09%），大多在零售或深耕区域业务上形成了核心壁垒。

逆势成长（十年累计正增长）：杭州银行（+2.59pct）、常熟银行（+1.83pct），受益于区域经济活力、精准客群定位、风控优势等。

边际修复（近年持续改善）：青岛银行虽十年累计下行 2.54pct，但近年 RAROC 连续回升，信用成本见顶后盈利修复弹性逐步显现。

尾部价值削弱，阶段性承压：部分上市银行的 RAROC 表现低于 5%，这意味着如果股东要求的必要回报率在 5% 以上，这些银行可能处于削弱股东价值的状态，当然核心原因可能是历史不良包袱沉重、信用成本高企，并不一定代表负面的经营水平。

从中我们能得到一些启示：

一是银行经营需平衡五因子关系，单纯追求高息差可能导致信用成本上升，盲目加杠杆会放大风险，需基于 RAROC 框架进行全局优化；二是行业分化是长期趋势：具备零售优势、区域深耕能力、精准风险定价能力的银行将持续保持资本回报领先，缺乏特色、资产质量差的银行将持续被市场边缘化；三是边际变化，2025 年优质城农商行已率先出现 RAROC 企稳迹象，区域景气度加持，信用成本下行、净息差降幅收窄等因素，可能使板块内部的 RAROC 分化从“比谁跌的少”转向“比谁修复快”。

接下来，在总量趋势与板块分化的基础上，我们进一步回答一个核心问题：十年间行业 RAROC 的下行，究竟由五个因子中的哪几个驱动？各自贡献了多少？

为剔除不同银行税收优惠（免税资产配置差异、小微三农等定向减税政策）带来的口径干扰，本部分采用税前利润总额口径进行五因子拆分，更纯粹的比较各行在资产定价、运营效率、资本使用和风险抵补上的真实经营能力差异，下表展示 2015—2025 年 A 股上市银行整体五因子绝对水平的变动轨迹。

表4：上市银行 RAROC 五因子拆分，2015 年→2025 年

银行名称	RAROC（税前）		净息差①		资产周转效率②		资本杠杆倍数③		成本收入比④		信用损失比⑤	
	2015	2025	2015	2025	2015	2025	2015	2025	2015	2025	2015	2025
工商银行	31.19%	15.84%	2.47%	1.28%	1.27	1.23	16.00	18.02	0.25	0.28	0.12	0.16
建设银行	31.46%	16.57%	2.63%	1.34%	1.25	1.25	16.30	18.35	0.26	0.28	0.15	0.18
农业银行	23.71%	13.16%	2.66%	1.28%	1.13	1.17	15.42	18.72	0.33	0.35	0.16	0.18
中国银行	25.10%	16.97%	2.12%	1.26%	1.33	1.37	15.03	17.45	0.28	0.28	0.12	0.15
邮储银行	14.72%	10.18%	2.78%	1.66%	0.94	1.14	22.04	18.66	0.61	0.62	0.14	0.09
交通银行	21.88%	12.71%	2.22%	1.20%	1.22	1.42	14.64	14.87	0.30	0.29	0.15	0.21
招商银行	25.67%	24.00%	2.75%	1.87%	1.34	1.38	16.25	16.51	0.28	0.32	0.29	0.12
兴业银行	21.18%	10.46%	2.45%	1.55%	1.19	1.24	14.72	12.49	0.21	0.29	0.29	0.27
浦发银行	21.41%	6.97%	3.17%	1.42%	0.92	1.22	14.26	11.97	0.22	0.29	0.26	0.38
中信银行	17.76%	10.83%	2.31%	1.63%	1.23	1.29	14.07	12.56	0.28	0.32	0.28	0.27
民生银行	20.33%	6.01%	2.26%	1.40%	1.51	1.30	12.87	12.41	0.31	0.36	0.23	0.38
光大银行	20.24%	9.90%	2.25%	1.40%	1.31	1.26	13.80	13.36	0.27	0.29	0.23	0.29
平安银行	20.38%	10.77%	2.77%	1.78%	1.39	1.25	14.37	12.07	0.31	0.29	0.32	0.31
华夏银行	20.95%	10.88%	2.56%	1.56%	1.14	1.24	14.46	13.30	0.35	0.31	0.15	0.27
浙商银行	18.80%	8.18%	2.31%	1.45%	1.05	1.24	18.29	15.65	0.28	0.32	0.30	0.39
北京银行	17.81%	6.70%	2.12%	1.27%	1.12	1.08	13.77	15.20	0.25	0.31	0.21	0.37
上海银行	18.86%	12.04%	2.02%	1.16%	1.13	1.43	15.44	13.72	0.23	0.23	0.24	0.24

江苏银行	17.58%	13.68%	1.95%	1.67%	1.11	1.07	16.16	15.88	0.29	0.27	0.21	0.25
宁波银行	19.57%	13.44%	2.70%	1.74%	1.01	1.14	15.42	14.72	0.34	0.33	0.19	0.21
南京银行	20.27%	13.27%	2.61%	1.44%	1.09	1.27	15.22	14.75	0.24	0.26	0.29	0.25
杭州银行	15.28%	14.88%	2.23%	1.36%	1.02	1.21	15.46	16.25	0.32	0.30	0.25	0.14
长沙银行	24.16%	14.02%	3.03%	1.85%	0.97	1.09	16.29	17.07	0.31	0.28	0.18	0.31
成都银行	20.81%	15.20%	2.80%	1.59%	0.99	1.06	16.87	13.31	0.28	0.24	0.28	0.09
重庆银行	22.58%	10.09%	2.52%	1.39%	1.06	1.05	15.07	14.82	0.31	0.28	0.13	0.26
贵阳银行	32.26%	12.06%	3.62%	1.58%	0.89	1.11	17.19	14.28	0.26	0.30	0.16	0.22
郑州银行	26.21%	3.84%	3.12%	1.61%	0.95	1.08	14.56	13.74	0.23	0.28	0.16	0.56
青岛银行	19.07%	13.09%	2.36%	1.66%	1.14	1.07	13.53	16.58	0.36	0.32	0.12	0.24
苏州银行	15.50%	12.31%	2.75%	1.33%	1.09	1.18	12.52	14.10	0.31	0.35	0.27	0.10
齐鲁银行	16.90%	13.38%	2.69%	1.53%	1.03	1.07	15.35	18.14	0.36	0.28	0.24	0.27
兰州银行	17.57%	5.21%	2.85%	1.37%	0.93	1.07	13.99	13.77	0.33	0.32	0.20	0.42
西安银行	24.19%	7.15%	2.89%	1.85%	0.78	1.00	17.47	14.52	0.28	0.21	0.10	0.53
厦门银行	17.97%	9.03%	2.40%	1.09%	0.83	1.18	17.80	14.41	0.29	0.39	0.20	0.13
渝农商行	21.88%	13.12%	3.20%	1.60%	0.95	1.08	14.32	15.33	0.35	0.31	0.15	0.19
沪农商行	20.47%	16.38%	2.08%	1.37%	1.25	1.19	14.89	16.98	0.36	0.33	0.12	0.08
青农商行	21.18%	8.52%	3.69%	1.60%	0.94	1.25	12.47	13.84	0.31	0.36	0.20	0.33
常熟银行	18.82%	18.37%	3.35%	2.51%	0.96	1.15	14.89	13.77	0.35	0.36	0.26	0.18
紫金银行	18.34%	7.71%	3.13%	1.13%	0.92	1.25	15.54	14.69	0.34	0.37	0.25	0.26
无锡银行	17.85%	13.29%	2.11%	1.26%	0.98	1.37	16.58	14.64	0.32	0.30	0.16	0.17
张家港行	15.20%	13.63%	2.65%	1.39%	1.10	1.51	15.51	13.50	0.35	0.35	0.31	0.16
苏农银行	15.74%	14.08%	3.46%	1.22%	0.96	1.50	13.20	13.58	0.32	0.34	0.32	0.09
江阴银行	16.74%	15.80%	2.77%	1.41%	1.00	1.34	14.82	14.59	0.32	0.30	0.28	0.12
瑞丰银行	17.02%	12.51%	2.78%	1.38%	0.96	1.33	13.91	14.70	0.31	0.31	0.22	0.23
国有行	26.71%	14.90%	2.48%	1.31%	1.21	1.24	15.99	17.92	0.30	0.33	0.14	0.16
股份行	20.98%	11.32%	2.55%	1.58%	1.23	1.28	14.45	13.21	0.27	0.31	0.27	0.27
城商行	19.23%	11.69%	2.36%	1.48%	1.06	1.14	15.12	15.01	0.28	0.28	0.22	0.26
农商行	20.04%	13.77%	2.81%	1.51%	1.02	1.20	14.50	15.19	0.34	0.33	0.18	0.17
上市银行	24.52%	13.57%	2.49%	1.39%	1.21	1.25	15.49	16.28	0.29	0.32	0.18	0.20

数据来源：Wind、开源证券研究所

从表中五因子的绝对水平能够直观观察到：过去十年，净息差显著下行，资产周转效率与资本杠杆小幅抬升，成本收入比、信用损失比则有所走弱。但仅依靠因子绝对值变化，只能反映各指标自身的变动幅度，无法直接量化其对RAROC的影响贡献。为定量拆解各因子在RAROC十年下行过程中的真实贡献度，我们采用逐因子替换法开展归因分析。

【归因方法说明】

1. $RAROC = \text{净息差} \times \text{资产周转效率} \times \text{资本杠杆倍数} \times (1 - \text{成本收入比} - \text{信用损失比})$ ，为乘法模型；

2. 贡献因子采用“逐因子替换法”：以上一年RAROC为基准，按净息差→周转

→ 杠杆→成本→信用顺序依次替换为当年值，每步 RAROC 变动即为该因子贡献；

3. 各年贡献因子变动值①+②+③+④+⑤=当年 RAROC 较上年变动 (pct)，2015 年为基准年；

4. 十年累计：净息差-10.15pct（核心拖累）、信用损失比-1.22pct、成本收入比-0.82pct、资本杠杆+0.62pct、资产周转+0.61pct，合计-10.95pct。

表5：2015→2025 年上市银行 RAROC（税前）由 24.52%下降至 13.57%，其中净息差单一因素拖累 10.15pct

上市银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	累计变动
净息差	2.49%	2.13%	2.03%	2.09%	2.11%	2.13%	2.06%	1.93%	1.68%	1.51%	1.39%	-1.10 pct
贡献因子① (净息差)	0.00	-3.60	-0.98	+0.62	+0.15	+0.18	-0.58	-1.10	-2.20	-1.45	-1.18	-10.15 pct
资产周转效率	1.21	1.26	1.28	1.27	1.27	1.20	1.25	1.20	1.20	1.24	1.25	+0.04
贡献因子② (资产周转)	0.00	+0.87	+0.37	-0.19	+0.05	-0.97	+0.58	-0.57	-0.07	+0.43	+0.10	+0.61 pct
资本杠杆倍数	15.49	15.70	15.31	15.13	14.93	15.02	15.00	15.49	15.65	16.16	16.28	+0.80 倍
贡献因子③ (资本杠杆)	0.00	+0.31	-0.52	-0.22	-0.24	+0.11	-0.03	+0.52	+0.16	+0.45	+0.10	+0.62 pct
成本收入比	29.5%	29.9%	30.2%	29.5%	28.6%	27.7%	29.1%	30.3%	31.9%	32.3%	32.0%	+2.50 pct
贡献因子④ (成本收入比)	0.00	-0.17	-0.11	+0.28	+0.35	+0.34	-0.55	-0.41	-0.51	-0.10	+0.07	-0.82 pct
信用损失比	17.9%	20.4%	21.5%	24.8%	25.9%	28.6%	25.4%	22.4%	21.2%	19.9%	19.9%	+2.0 pct
贡献因子⑤ (信用损失比)	0.00	-1.05	-0.44	-1.33	-0.42	-1.06	+1.22	+1.07	+0.38	+0.39	+0.02	-1.22 pct
RAROC 变动 =①+②+③+④+⑤	0.00	-3.65	-1.67	-0.85	-0.13	-1.40	+0.64	-0.50	-2.23	-0.28	-0.90	-10.95 pct
RAROC 绝对值 (税前, %)	24.52	20.87	19.20	18.35	18.23	16.83	17.47	16.97	14.74	14.46	13.57	

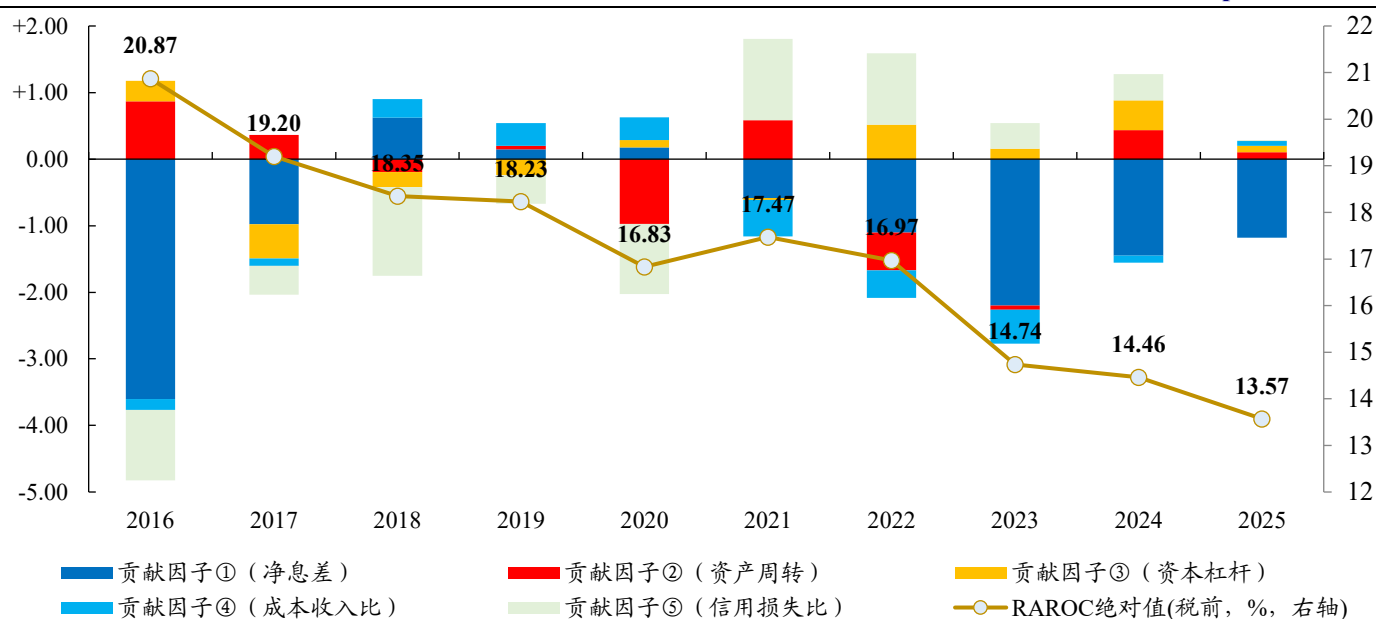
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：样本为 A 股上市银行整体（税前利润总额口径）

从逐年贡献轨迹上来看，RAROC 下行的驱动结构在不同阶段有所差异：

2016 年是净息差主导的快速下行，两方面叠加：一是 2015 年连续降息后，存量贷款集中重定价；二是 2016 年 5 月营改增全面推开，金融业营业税改增值税，利息收入由价内税改为价外税，名义净息差被动压低；

2017-2019 年进入多因子对冲阶段，名义经济增速回升，贷款定价企稳，净息差在低位小幅回升；同时银行持续优化网点、压降运营费用，成本收入比有所改善。但 2018 年资管新规落地后影子银行收缩，民企违约增加，信用损失比连续攀升，正负因素抵消，RAROC 下行节奏放缓。

图5：近年来上市银行 RAROC 持续受净息差拖累，信用损失比构成贡献，资产周转效率愈发重要 (pct, %)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020-2022 年驱动因子发生切换，2020 年受疫情冲击企业还款能力下降，银行主动增加拨备计提力度，信用损失比重重新走阔。同时，信用卡分期手续费收入重分类至利息收入，受口径调整影响非息收入占比被动下降，资产周转效率出现明显拖累；2021 年信用损失比贡献因子大幅转正，带来十年中唯一一次 RAROC 年度正增长。背后是三个因素叠加：上半年经济强复苏，不良生成压力暂时缓释，延期还本付息政策将不良暴露后移。更重要的是，2020 年银行超额计提的拨备在 2021 年计提力度回归正常，上市银行信用减值损失同比 -4%（2020 年同比+17%），直接反哺利润；2022 年信用成本继续改善，但 LPR 多次下调，资产端收益率趋势下行，净息差重新转为负向贡献。

2023 年以来，净息差成为主导拖累因素，LPR 改革后贷款重定价加速，叠加资产荒下债券收益率下行，净息差 2023 年拖累达到-2.20pct。2024 年信用损失比和资产周转的正向贡献基本对冲了息差下行，RAROC 降幅收窄；但 2025 年信用损失比的改善空间已经很小——经过三年拨备反哺，可释放的利润弹性收窄，同时零售消费贷不良开始冒头，对冲力度减弱。**值得注意的是，资产周转效率的重要性在上升。**2020 年资产周转还是-0.97pct 的拖累项，2024 年转为+0.43pct 的正贡献——在信用成本改善空间收窄、拨备反哺难以为继的背景下，非息收入拓展和交易类资产流转（债券、票据、福费廷）正在成为对冲息差下行的新力量。但目前周转因子的年贡献仅 0.1—0.4pct，还不足以扭转息差下行的大趋势，更多是边际缓冲。

接下来，我们把五因子逐个穿透，每个因子按现状——驱动原因——提升路径——标杆案例展开。

2.3、净息差：从被动定价到主动管理

2.3.1、司库的前瞻性在净息差管理中具有重要作用

我们在报告《FTP 与银行资产配置决策》中提出，净息差是衡量银行资产负债管理效果的最佳指标——除信用风险外，几乎所有“总量&结构、价格、期限”要素的调

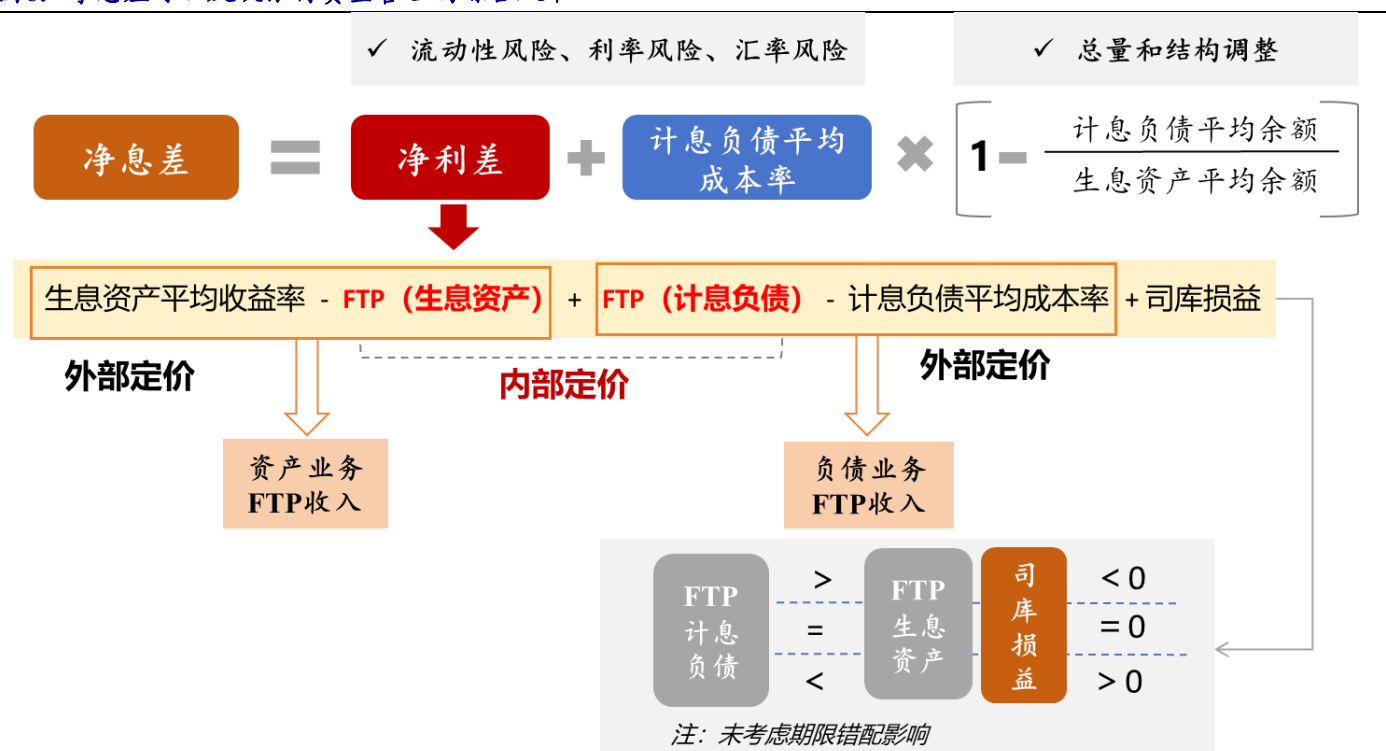
整都会在净息差上体现。从公式拆解来看：

$$\text{净息差} = \text{净利差} + \text{计息负债成本率} \times (1 - \text{计息负债} / \text{生息资产})$$

其中第二项反映非生息资产占比对息差的稀释，对应“总量&结构”要素；而净利差可进一步拆分为三部分：

(1) 资产业务 FTP 收入(生息资产收益率-贷款 FTP)：分支行的客户定价能力。属于外部定价；(2) 负债业务 FTP 收入(存款 FTP-计息负债成本率)：低成本资金获取能力，属于外部定价；(3) 司库损益(生息资产 FTP 与计息负债 FTP 的差值)：内部定价与期限错配的综合结果。

图6：净息差可以反映银行资金管理的综合效果



资料来源：开源证券研究所

为什么司库在息差管理中至关重要？

从上述拆分可以看到，净息差的三块构成中，前两块取决于分支机构的客群营销和定价能力，第三块司库损益则完全由总行决定。

风险上收，FTP 是司库引导业务的指挥棒。FTP 将利率风险、流动性风险从业务条线剥离、上收至总行司库，分支行做业务不再承担市场利率波动风险。同时，FTP 是资产业务定价的边际下限——当资产收益率低于 FTP 价格时，做这笔业务即亏损，因此司库通过调整 FTP 曲线，直接决定了业务条线的资产配置选择和负债吸收偏好。

净息差的核心驱动变量决策权在司库。“总量&结构、价格、期限”三要素中，除分支行端的客户定价外，其余决策均在司库：调整期限错配、调节流动性松紧、引导战略业务倾斜、确保 LCR/NSFR/EVE 等监管达标。这些操作直接决定生息资产与计息负债的增速差、期限结构和资产类别选择，是净息差中长期走势的核心驱动。

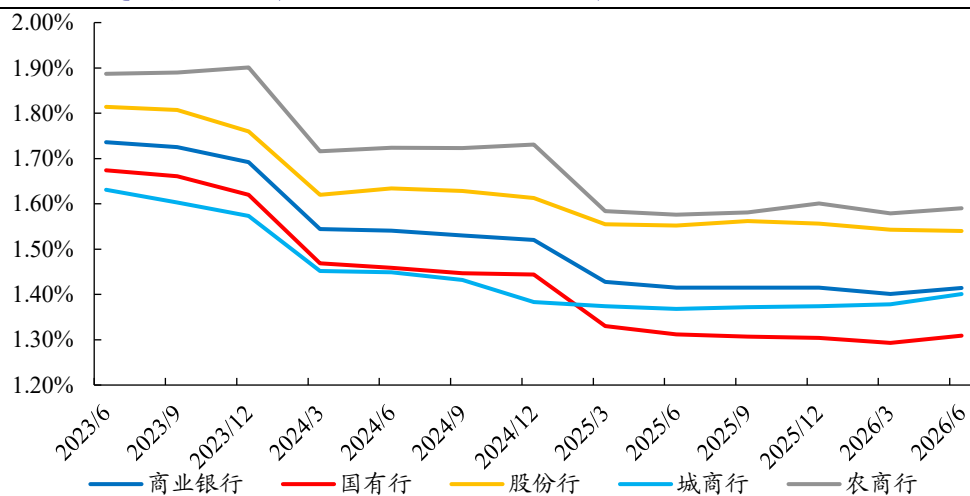
评价司库水平不看绝对损益，看前瞻性和调节节奏。FTP 是银行内部自定的转

移价格，存贷 FTP 的价差最终会通过重定价在几年内收敛，因此静态看司库损益的高低并不能直接体现经营能力。真正有价值的是司库损益的波动幅度和调节节奏——当市场利率快速变化时，司库能否前瞻性调整 FTP 曲线、摆布资产久期，在利率下行前拉长久期锁定收益、在利率上行前缩短久期规避损失，才是司库能力的真正体现。

2.3.2、新时期净息差提升路径选择

净息差是银行最传统的盈利来源，但近年来受利率市场化、LPR 下行影响持续收窄。传统息差管理模式下，贷款跟着客户需求走、存款成本被动接受、定价统一加点，当息差收窄到 1.4% 以内，这种模式难以为继，必须转向全链条主动管理。

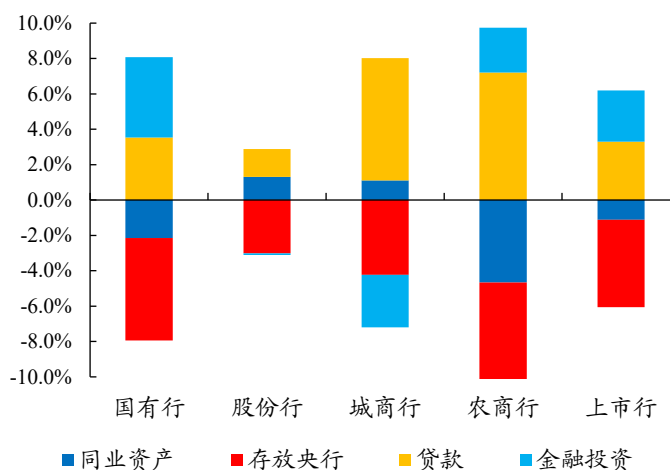
图7：2026Q2 商业银行净息差收窄至 1.41%，国有行为 1.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

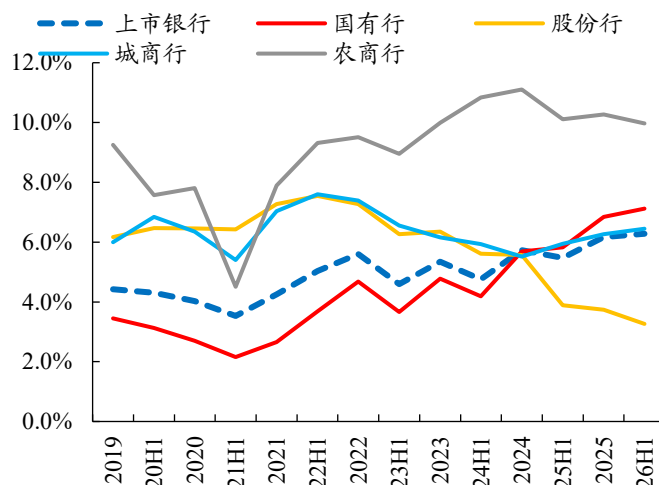
资产端结构优化：提高高收益资产占比，适当降低票据贴现和同业资产。但必须平衡信用风险，避免“以价补量”过度下沉。

图8：近年上市银行收缩存款央行及同业资产



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2018→2026H1 资产占比）

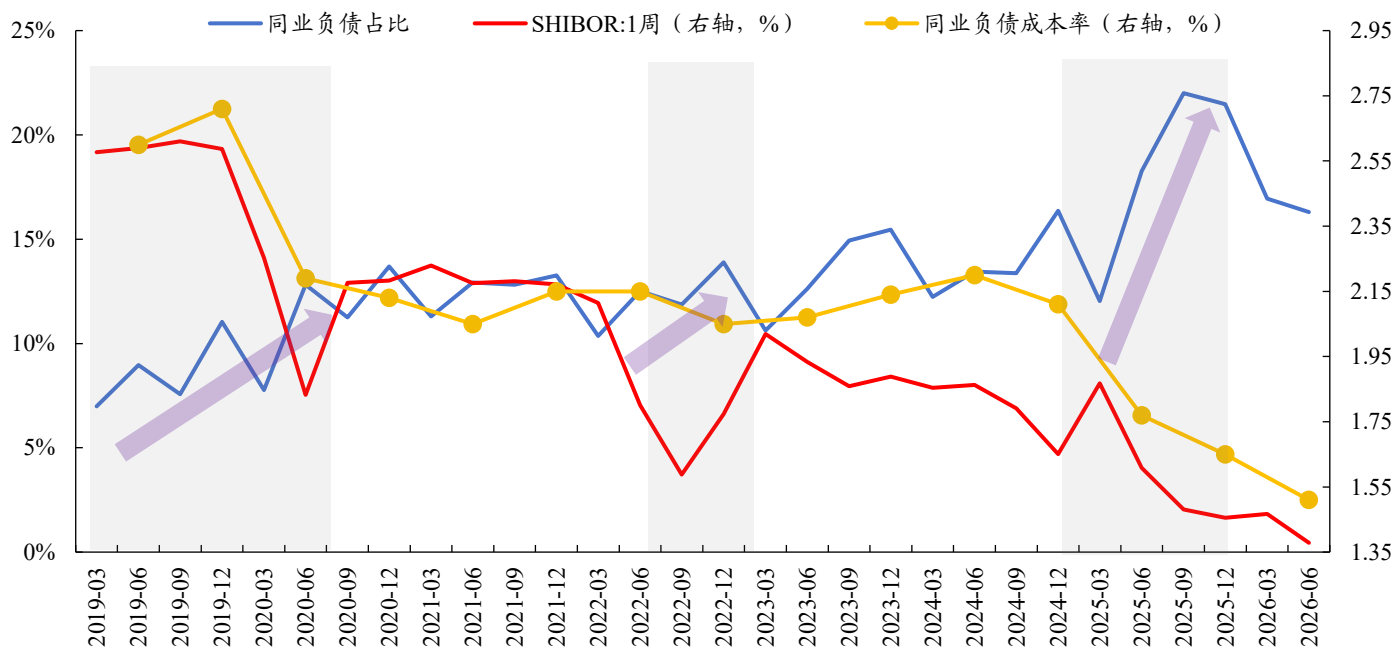
图9：近年股份行贷款中票据贴现占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

负债端成本控制：降低高成本结构性存款、大额存单占比，提升结算性活期存款沉淀，通过交易银行、代发工资等场景锁定低成本资金。**增加前瞻研判，灵活抓取市场机会“低息”吸收负债。**结合司库对利率走势的判断，在市场利率低位时提前发行长期同业存单、金融债，锁定中长期低成本资金；在利率高位时避免盲目发行长期负债，通过短期滚动负债降低成本。

图10：宁波银行倾向于在 Shibor 下行阶段提升同业负债占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

差异化定价能力：基于客户的利率弹性和综合贡献度，在资产端和负债端实施双向差异化定价。

贷款端：识别客户价格弹性，弹性低的守收益、弹性高的让价格。小微经营贷、消费贷、信用卡——小额短期，客户更看审批速度和便利性，利率不敏感，可维持合理定价；按揭贷款、大型企业客户对利率高度敏感，且综合贡献大，应适当让利以换取长期业务关系和交叉销售；票据融资和纯价格导向客户弹性极高，不应参与价格战。核心是把有限的利率优惠精准投放到高综合贡献的战略客户身上。

存款端：识别资金黏性，黏性高的给低成本、黏性低的控规模。企业结算账户、代发工资客户对利率不敏感，资金随业务场景自然沉淀，是低成本核心负债，靠服务和场景黏性留住，不必靠高息竞争；零售储蓄客群黏性次之，维持低利率即可；大额存单、结构性存款对利率高度敏感，虽能快速补充负债但成本高，应严格控制规模、不盲目冲量。

需要提示的是，总行通过 FTP 优惠引导业务方向时，无论资产端还是负债端，优惠都应部分传导至客户以提升产品竞争力、部分留存经营单位以激励业务拓展，不宜全部让渡，否则政策引导效果将明显衰减。

图11: 存贷款差异化定价示意



资料来源: 开源证券研究所

2.4、资产周转效率: 盘活存量, 加快流转, 稳定提升非息收入贡献

此处定义资产周转效率为“生息资产占比×非息收入乘数”, 非息收入乘数为(营收/净利息收入), 大量资金沉淀在超额准备金、现金、长期挂账的应收款项等非生息资产, 会拉低周转率。

图12: 2025 年上市银行非生息资产平均余额占比有所下降

	2024A	2025A		2024A	2025A
工商银行	5.9%	5.9%	成都银行	5.0%	4.8%
建设银行	4.7%	4.8%	重庆银行	6.5%	5.3%
农业银行	4.1%	4.1%	贵阳银行	8.7%	10.7%
中国银行	4.8%	4.4%	郑州银行	7.6%	4.8%
邮储银行	8.4%	8.0%	青岛银行	12.3%	11.6%
交通银行	6.8%	6.7%	苏州银行	11.5%	11.9%
招商银行	7.8%	8.4%	齐鲁银行	7.5%	7.7%
兴业银行	10.9%	11.0%	兰州银行	10.6%	10.1%
浦发银行	12.7%	12.9%	西安银行	10.9%	6.4%
中信银行	10.6%	9.9%	厦门银行	11.3%	10.9%
民生银行	8.6%	8.6%	渝农商行	5.4%	4.4%
光大银行	8.7%	7.0%	沪农商行	7.2%	8.1%
平安银行	12.0%	15.4%	青农商行	10.5%	7.9%
华夏银行	9.8%	11.6%	常熟银行	2.6%	3.1%
浙商银行	9.1%	9.7%	紫金银行	4.0%	5.4%
北京银行	11.2%	9.2%	无锡银行	2.2%	2.1%
上海银行	11.8%	12.0%	张家港行	4.6%	3.6%
江苏银行	12.2%	8.7%	苏农商行	3.1%	2.8%
宁波银行	11.4%	9.5%	江阴银行	7.7%	7.2%
南京银行	18.6%	13.8%	瑞丰银行	1.7%	2.1%
杭州银行	12.5%	9.3%	国有行	5.4%	5.3%
长沙银行	9.9%	13.4%	股份行	10.0%	10.3%
			城商行	11.5%	9.8%
			农商行	5.7%	5.5%
			上市银行	7.0%	6.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 工行、建行、农行、邮储、交行为披露值, 其他银行为测算值, 平均余额占比口径

(1) 压缩低效资产，加强非生息资产清理：将超额备付率压降到最低合意水平（如 0.5%-1%），减少非生息资产。我们测算 2025 年上市银行非生息资产平均余额占比 6.8%，较 2024 年下降 0.2pct。此类非生息资产除现金及超额准备金外，还涵盖长期挂账的应收款项、抵债资产、自用固定资产与在建工程、递延所得税资产等，不产生利息收入却刚性覆盖负债成本，需逐科目建立清理台账、通过清收处置与资产盘活持续压降。从 RAROC 传导看，非生息占比压降，在非息乘数不变假设下对应资产周转效率改善；这一抓手不新增客户下沉、不推升信用成本，属于存量“挤水分”式的效率提升，在息差下行期性价比尤为突出。

(2) 加快低收益资产流转，扩大非息收入乘数。核心是把“持有收息”改为“交易赚价差”：贷款、票据持有至到期只赚票面利差；做成交易盘后，通过转贴、二级福费廷流转，在持有期利息之外还能获得转让价差、手续费、回笼资金再配置收益及客户沉淀的间接收益。以平安银行为例，2025 年通过“直贴获票→持有→转贴卖出”做大票据交易盘：贴现收益率虽降至 1.43%（-38BP），但票据周转次数由 6.8 次/年升至 9.94 次/年，转让价差收益 20.57 亿元反超贴现利息收入，综合收益率达 2.99%，同时主动压降票据平均余额 30.55%，以周转提速弥补单次收益下行。

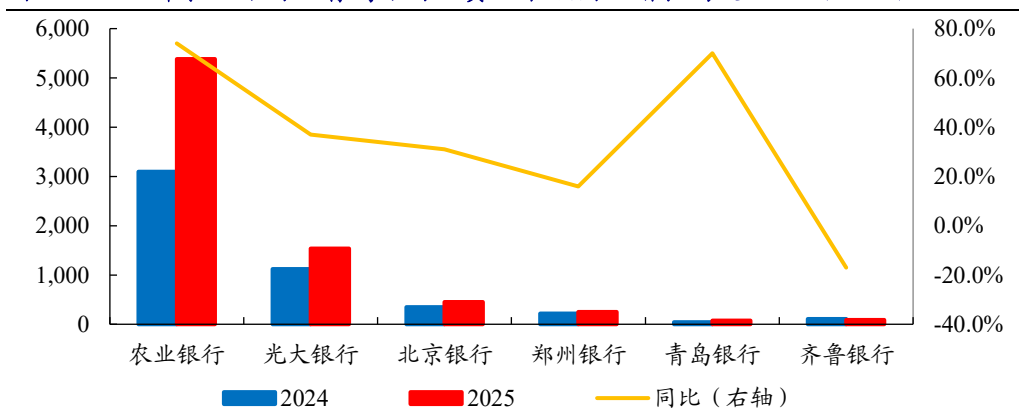
表6：平安银行通过“买入→持有→转贴卖出”增厚收益

		2024 年	2025 年	同比
①转让价差收益	/	20.52 亿元	20.57 亿元	+0.24%
②贴现利息收入	/	34.28 亿元	18.76 亿元	-45%
③贴现平均余额	/	1893 亿元	1314 亿元	-30.55%
④贴现利息收益率	=②/③	1.81%	1.43%	-0.38pct
⑤直贴发生额	/	12871 亿元	13058 亿元	+1.45%
⑥票据周转次数	=⑤/③	6.8 次/年	9.94 次/年	+3.14 次/年
⑦转让价差收益率	=①/③	1.08%	1.57%	+0.49pct
⑧实际综合收益率	=④+⑦	2.90%	2.99%	+0.09pct

数据来源：平安银行财报、开源证券研究所

(2) 福费廷具有与票据一样的流转获取价差的优势，同时二级市场可流转，单次交易价差优于银票，但流动性弱于银票，银行可结合流动性情况在二者之间轮动。2025 年上市银行提升福费廷规模，规模增速显著高于票据业务，其中，农业银行福费廷规模已超 5000 亿元。

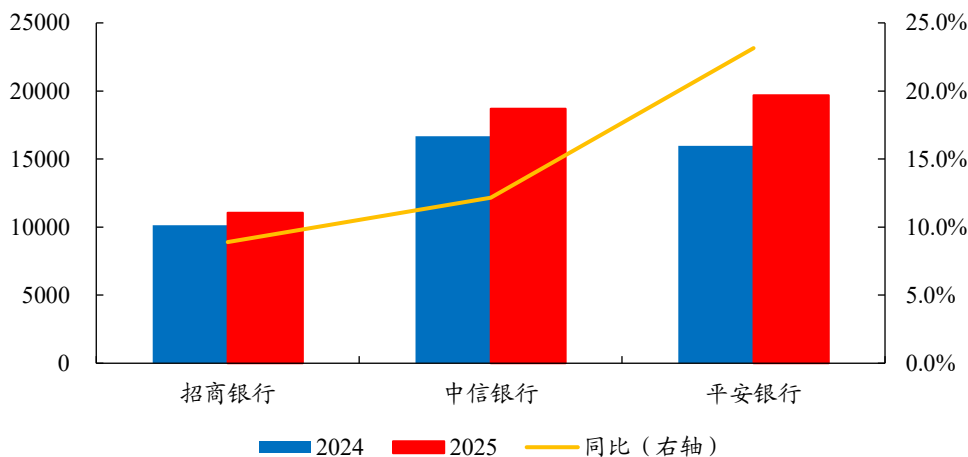
图13：2025 年农业银行、青岛银行福费廷余额同比增长均超 70%（亿元）



数据来源：Qeubee、开源证券研究所

(3) 供应链金融同样具有提高流转效率的作用。供应链底层资产可以封装为供应链票据、国内证福费廷、保理债权。符合业务模式测试前提下，部分资产可以分类至 FVOCI/FVTPL 贷款，买入后不持有到期，通过二级市场转让、银登转让实现终止确认。同时供应链项下保理债权、供应链票据、国内证福费廷，在 FVTPL/FVOCI 分类下，到期前转让卖断，未摊销的贴现贴息和交易价差计入投资收益；部分符合条件资产通过 ABS、收益权转让终止确认，产生处置利得。把一部分本该分期确认的利息，通过流转前置为投资收益，抬升非息收入乘数。此外，供应链闭环带动链上企业结算、保证金存款、衍生汇兑、现金管理等业务收入，进一步拓宽非息来源。

图14: 2025 年平安银行供应链融资发生额同比增长超 20% (亿元)



数据来源：各银行年报、开源证券研究所

通过提升流程数智化程度，提升贷款投放效率，缩短贷款审批与发放周期，降低资金在途时间。贷款投放效率反映了银行的内部经营情况，审批慢，意味着已匹配的负债资金先沉淀；放款慢，意味着生息资产形成滞后；资金在途时间长，意味着同样资产规模创造的年化收益被摊薄。招商银行 2025 年报中披露，在线风控平台新发放公司贷款 5797.9 亿元，同比增长 44.03%；“闪电系列”国内贸易融资产品、保函闪电开、AI 小招等工具提升企业短期融资办理效率。

通过资产证券化等方式，将流动性差的长期贷款（如房贷、基础设施贷款）证券化出表，释放资本并回笼资金，重新投入高周转资产。银行通过 ABS 将表内贷款出表，减少风险加权资产、提升资本充足率，回笼资金可投入票据、福费廷、债券等高周转资产，实现资产周转效率提升。

表7: 2025 年上市银行信贷 ABS 发行 176 笔、1425 亿元

银行名称	发行项目总数		发行总额(亿元)	
	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
工商银行	6	15	40	112
建设银行	17	22	573	607
农业银行	11	10	55	63
中国银行	9	9	55	105
邮储银行	8	10	47	83
交通银行	3	6	13	33
招商银行	9	12	21	35
兴业银行	8	11	23	28
浦发银行	8	11	35	50

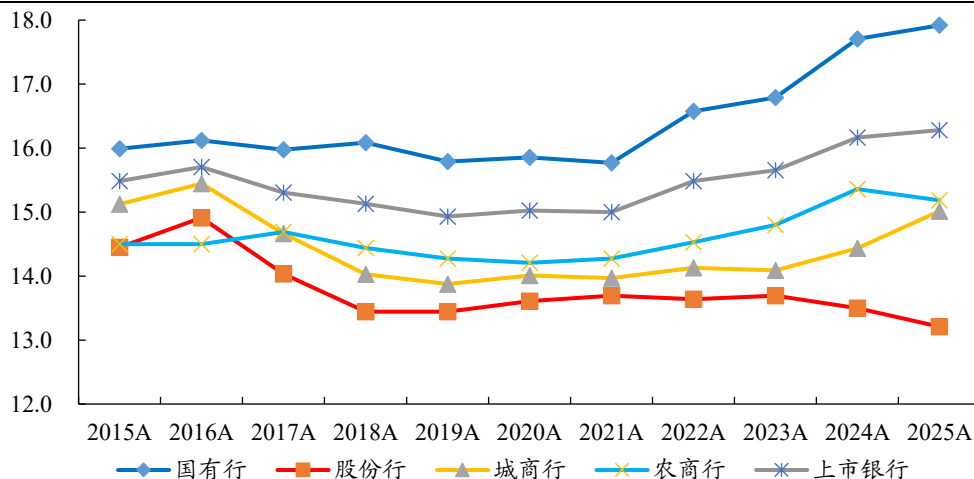
中信银行	9	14	40	68
民生银行	8	10	10	22
光大银行	6	8	16	22
平安银行	17	23	20	43
华夏银行	1	2	4	6
浙商银行	6	5	80	78
江苏银行	1	2	0	0
宁波银行		1		50
南京银行		2		5
杭州银行	1	1	14	14
贵阳银行	1	2	1	1
常熟银行	3		37	
国有行	54	72	784	1,003
股份行	72	96	249	352
城商行	3	8	15	70
农商行	3	0	37	0
上市银行	132	176	1,085	1,425

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5、资本杠杆：在监管底线下的精打细算

从公式看，资本杠杆=总资产/经济资本=1/(风险权重×最低资本充足率要求)。10.5%的最低资本要求是硬约束，银行能主动调节的只有风险权重（RWA/总资产）这一个变量：同样 100 亿核心资本，风险权重 58.5%对应杠杆约 16.3 倍，若降至 55%即提升至 17.4 倍。

图15：近年来上市银行资本杠杆抬升，股份行下降（倍）



数据来源：Wind、开源证券研究所

进一步看贷款端风险权重，同实施高级法的招行与国有行仍相差近 20pct（招行贷款合计 39.06%vs 国有行 58%-63%），且差距集中在公司贷款——招行公司贷款风险权重仅 43.72%，国有行为 69%-75%；而零售端各行其实接近（按揭 21%-28%、信用卡 22%-38%）。招行对公以优质大型企业、头部客户为主，PD 显著更低；国有行对公客群更分散，涵盖中小微、地方平台等更高 PD 客群。除贷款本身的风险权重差异外，表外担保承诺业务加权 CCF 显著偏低，也进一步压低全行平均风险权重：

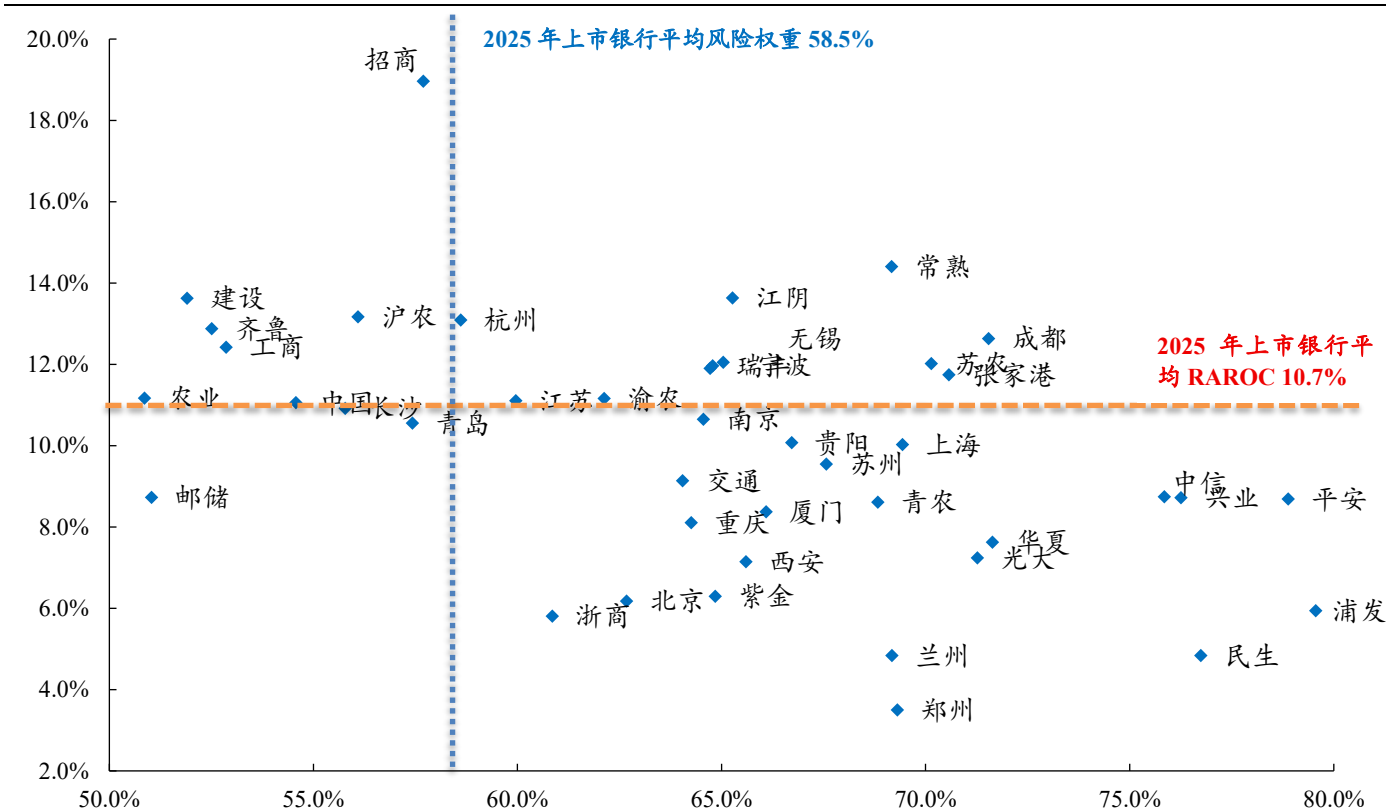
招行表外以信用卡循环授信、可无条件撤销承诺、贸易信用证等低 CCF 品种为主，经 CCF 折算后表外风险敞口相对名义规模大幅收缩。对尚未实施高级法的银行而言，推进内评法验收仍是中长期最大的资本效率红利；而已用高级法的银行，进一步压降权重则依赖对公客群上迁与内评模型精度提升。

表8：2025 年六大行贷款风险权重对比（披露值），招行在公司贷款、按揭、消费贷等领域风险权重较低

贷款类别/风险权重	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行	招商银行
公司贷款	69.96%	73.22%	69.44%	72.63%	74.52%	43.72%
其中：专业贷款	87.47%	76.59%		86.60%	89.19%	
零售贷款	36.35%	32.42%	34.09%	28.99%	33.38%	36.29%
其中：个人住房抵押贷款	27.32%	25.22%	26.05%	28.46%	25.60%	21.38%
其中：个人信用卡贷款	22.77%	32.84%	25.70%	27.71%	36.52%	38.61%
其中：个人消费贷款	62.94%	60.19%	75.08%	52.07%	69.21%	54.29%
贷款合计	59.15%	60.58%	59.23%	58.33%	63.50%	39.06%

数据来源：各银行第三支柱信息披露报告、开源证券研究所

图16：风险权重与 RAROC 散点（2025 年）：低权重组 RAROC 占优，招商 RAROC 近 19% 领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

让资本预算走在前面，真正参与战略导向的业务规划。传统模式下，业务条线先做规模、年末再计量资本占用，充足率承压时被动压缩资产或补充资本，资本管

理后置；分支行考核以账面利润为主，未将资本占用纳入硬约束，高 RWA、低回报业务易形成过度投放。资本预算前置需落实几项机制：一是年初基于资本规划与充足率目标，倒推当年 RWA 增长限额（原则上 RWA 增速不高于内生资本补充加外源资本净额）；二是按产品线 RAROC 而非历史基数分配经济资本，新增资本向高回报条线倾斜，对低回报条线实行限额管理；三是按季跟踪各条线 RAROC 实现情况，动态调减低于资本成本业务的额度，引导资本回流至高回报领域。通过上述机制，零售转型、财富管理等战略导向得以借助资本额度与定价安排落地，分支行考核亦从账面利润转向 EVA 维度——会计利润为正但 RAROC 低于资本成本的业务，其经济增加值为负，难以实现股东价值的可持续创造。

2.6、成本收入比：提升运营效率

数字化转型：用智能柜台替代柜员，AI 客服替代人工，线上渠道替代物理网点。

精细化费用管理：推行零基预算，削减低效营销活动，集中资源投向高回报客户和产品。

组织扁平化：减少管理层级，推行事业部制，缩短决策链条，降低管理成本。

2.7、信用损失比：风险与收益的平衡

作为 RAROC 最直接的减项，降低信用成本不能简单“惜贷”，而要提升风险识别与定价能力。

（1）对高预期损失的客户要求更高利率，使定价至少覆盖信用成本。

在真正的商业银行定价中，利率不仅要覆盖“预期损失（EL）”，还要覆盖“非预期损失（UL，即极端情况下的损失）”，完整的定价逻辑是：

贷款定价 = 资金成本 + 运营成本 + 预期损失（ $PD \times LGD$ ） + 经济资本占用成本（覆盖非预期损失） + 目标利润

资金成本：这里我们尝试测算各行对公及零售条线贷款的 FTP，考虑存款搬家趋势下各行对个人储蓄存款的竞争，假设对公存款 FTP 为 1%-1.5%，零售为 2%，不考虑期限错配及其他司库损益分配影响。根据银行财报分部业务情况披露的内部利息净收入数据，可粗算得出各行贷款的 FTP 如下：

表9：测算得出六大行对公贷款 FTP 为 0.78%-1.19%，零售贷款 FTP 为 0.70%-1.43%（2025 年，亿元）

银行名称	对公业务部门（亿元）					零售业务部门（亿元）				
	内部利息净收入	存款平均余额	贷款平均余额	FTP 测算值	修正贷款 FTP	内部利息净收入	存款平均余额	贷款平均余额	FTP 测算值	修正贷款 FTP
	①	②	③	①/(②-③)	设存款 FTP 为 1%-1.5%	④	⑤	⑥	④/(⑤-⑥)	设存款 FTP 为 2%
工商银行	-438	147306	197519	0.87%	0.97%	2661	189718	88391	2.63%	1.28%
农业银行	-574	108768	167036	0.99%	1.00%	3005	198387	90790	2.79%	1.06%
建设银行	-888	114529	172182	1.54%	1.18%	2314	171779	90049	2.83%	1.25%
中国银行	229	85032	133768	-0.47%	0.78%	1579	100137	60095	3.94%	0.70%
交通银行	23	50046	61248	-0.20%	1.19%	476	38912	27829	4.29%	1.09%
招商银行	419	50453	33340	2.45%	1.01%	310	41572	36609	6.24%	1.43%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

资本成本：取表 8 中各行披露的风险权重，并假设资本成本率为 6%。

信用成本，即预期损失率=违约概率×违约损失率

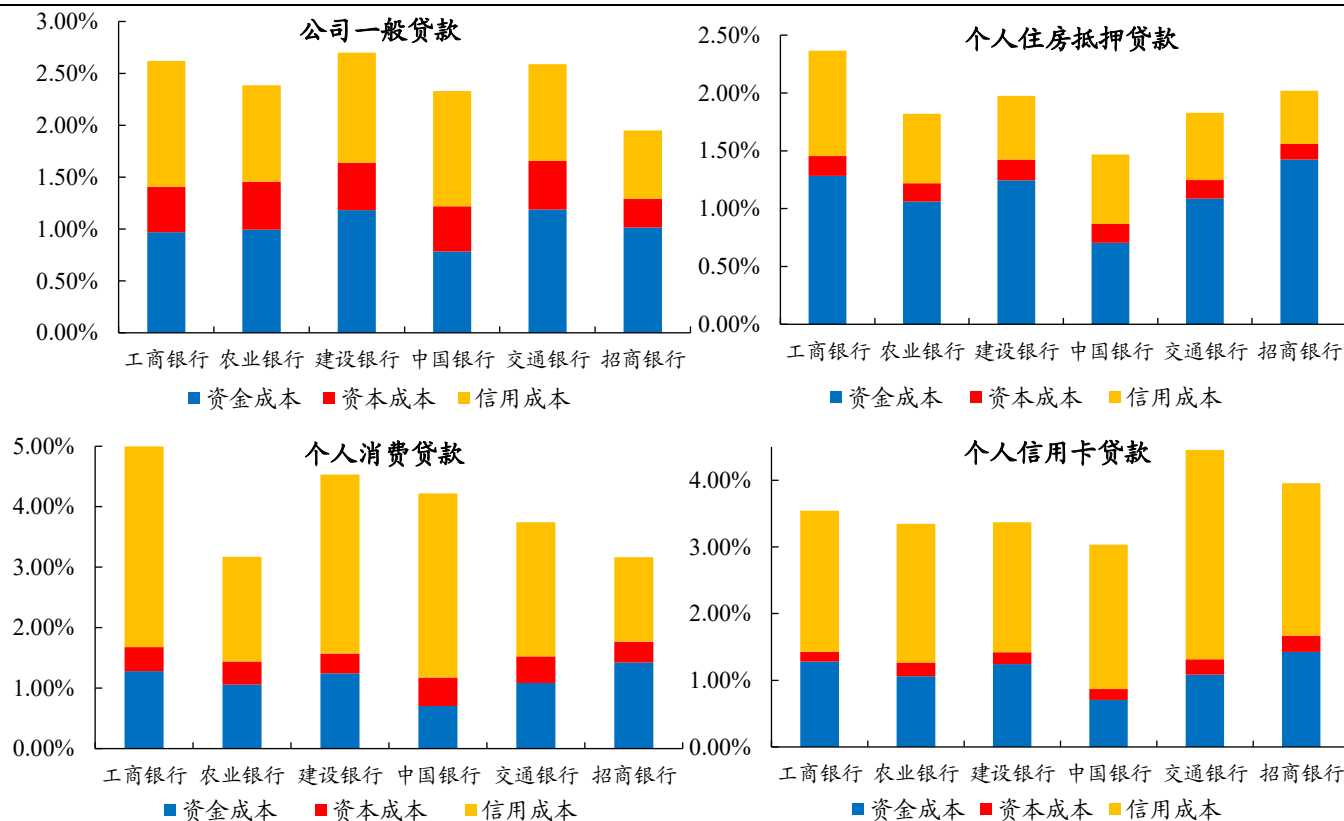
表10：2025 年六大行预期损失率（EL）=违约概率（PD）*违约损失率（LGD）

	公司贷款	个人住房抵押贷款	个人信用卡贷款	个人消费贷款
工商银行	1.21%	0.91%	2.12%	3.32%
农业银行	0.93%	0.60%	2.08%	1.73%
建设银行	1.06%	0.55%	1.95%	2.96%
中国银行	1.11%	0.60%	2.17%	3.04%
交通银行	0.93%	0.58%	3.14%	2.22%
招商银行	0.66%	0.46%	2.29%	1.40%

数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

（注：各行含有主观认定差异，横向对比意义可能有限）

图17：成本加点法下各行贷款底价示意，按揭最低、消费贷最高，招行对公低于国有行（2025 年）



数据来源：Wind、各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

注：本图为存量贷款成本加点测算，对新发放业务定价的指导意义有限。PD、LGD 及风险权重基于各行内部模型披露，口径存在差异，横向对比仅供参考。未考虑运营、税收等其他成本和综合贡献。

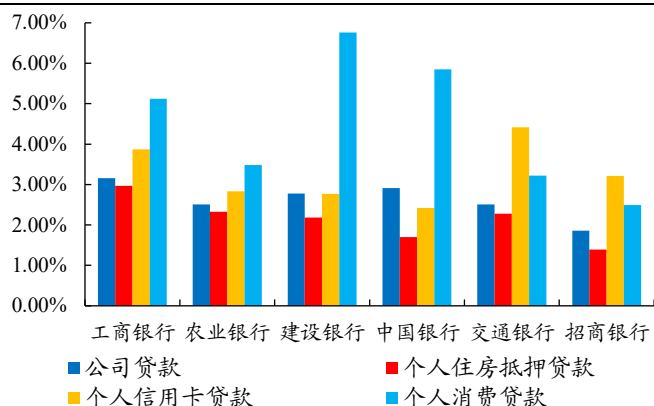
不同贷款品种间底价梯度与风险层级对应。六大行均值：按揭 1.91%、对公 2.43%、信用卡 3.62%、消费贷 3.97%，消费贷和信用卡的收益门槛显著高于对公和按揭，定价不足将直接侵蚀经济利润。

对公端贷款底价，招行 1.95%，低于国有行 2.33%-2.70%，差距 40-75BP。拆分看，资本成本 0.28%（风险权重 44%，国有行 69%-75%），节约 15-20BP；信用成

本 0.66%（国有行 0.93%-1.21%），节约 30-55BP。低权重叠加低 EL，构成招行对公的成本优势。

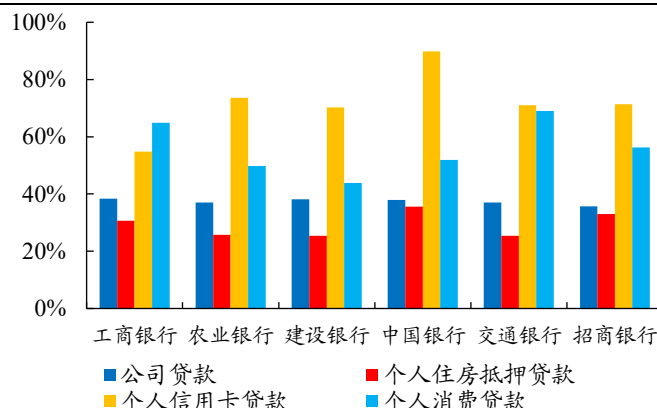
工行、建行消费贷底价接近 5%，按当前 EL 测算，存量组合的贷款利息已难以覆盖资金、资本与信用三项成本，单看利差处于微亏状态。但大行仍持续投入消费贷业务，背后有两层逻辑：其一，消费贷已从利润中心转为获客入口，通过消费贷获取客户后联动代发工资、理财、信用卡等交叉销售，以非息收入回补贷款端的利差损失；其二，当前存量组合中沉淀了前期客群下沉带来的高风险客户，而新发放贷款集中投向白名单客户，边际 PD 显著低于存量平均水平，随着高风险客群自然到期出清，消费贷信用成本有望逐步下行。整体看，大行消费贷业务的定位已发生变化，从单纯赚取贷款利息转向经营客户综合贡献。

图18：2025 年违约概率（PD），消费贷显著分化



数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

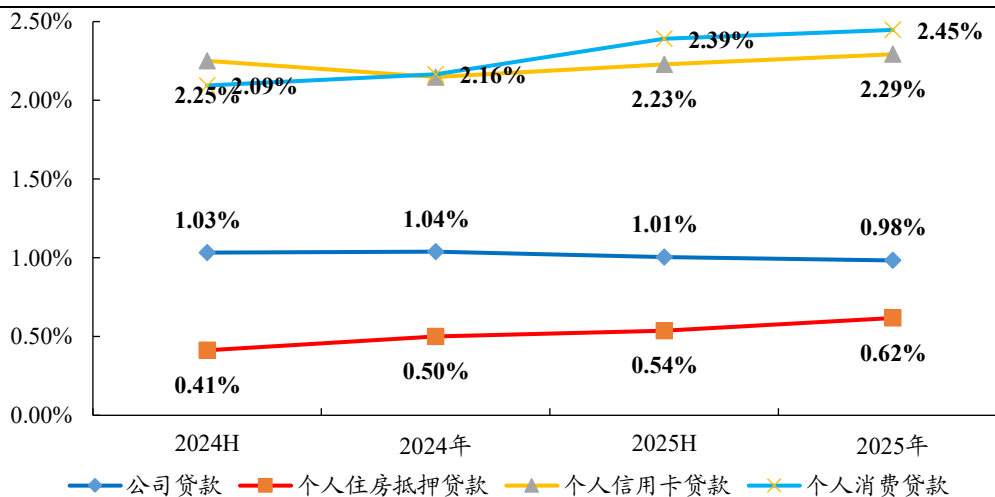
图19：2025 年违约损失率（LGD），信用卡较高



数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

六大行公司贷款 LGD 几乎一致（35.6%-38.3%），但 PD 从招行 1.86% 到工行 3.16% 相差 130BP——招行对公头部客户定位直接压低违约概率。按揭端招行 PD 1.39% 最低、工行 2.97% 最高，LGD 分化反而更大（中行 35.6%、招行 33.0% vs 其他行 25% 左右），主要受各行按揭抵押率和模型假设差异影响。消费贷端分化最极端：建行 PD 6.76% 最高但 LGD 43.8% 最低，交行 PD 3.22% 最低但 LGD 69.0% 最高，或反映两行消费贷风险结构不同。

图20：2024H-2025 年六大行 EL 走势：消费贷上行最快 +36BP，对公企稳微降

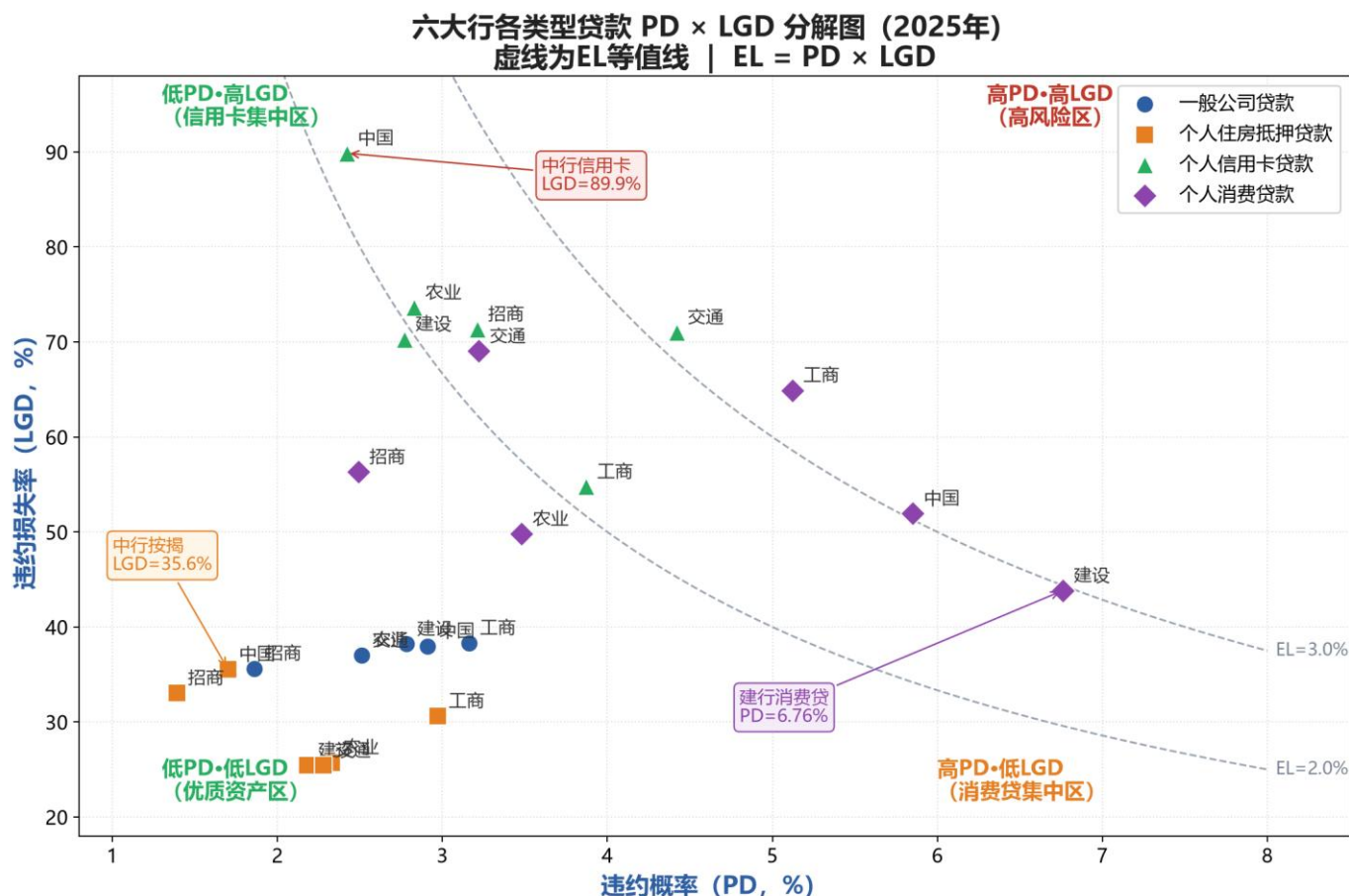


数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

EL 趋势分析，各类贷款走势分化。公司贷款 EL 从 1.04% 小幅降至 0.98%，对公资产质量企稳。按揭 EL 从 0.41% 升至 0.62%，两年上行 21BP，主要由 PD 上升驱动（工行按揭 PD 从 2.12% 升至 2.97%），LGD 有房产抵押托底基本稳定，按揭风险在暴露但绝对水平仍低。信用卡 EL 维持在 2.1%-2.3% 平台期，风险释放最充分。消费贷 EL 从 2.09% 升至 2.45% 仍在上行，但内部分化加剧：中行消费贷 PD 从 2024H 的 11.84% 高点大幅回落至 5.85%，前期高风险客群已在快速出清；工行（PD 3.83% → 5.12%）、建行（5.13% → 6.76%）仍有一定上行压力。

从 PD-LGD 二维分布看，四类贷款各据一方，风险驱动因素不同。公司贷款集中在左下，PD 1.9%-3.2%、LGD 收敛在 35%-38%，对公客群以大中型企业为主，违约后破产重整和追偿流程成熟，六行组合的客群分布与抵质押结构相近，因此 LGD 趋同，银行间差异主要体现在 PD 即客户信用资质上；按揭同样落在左下，PD 1.4%-3.0%、LGD 25%-36%，目前看仍是最优质资产；信用卡集中在左上，PD 2.4%-4.4% 并不高，但 LGD 高达 55%-90%——无抵押循环授信决定了违约后回收率较低，中行信用卡 LGD 达 89.9% 是六行最高；消费贷集中在右下，LGD 中等（44%-69%）但 PD 高达 2.5%-6.8%——小额无抵押客群下沉，违约概率是主要矛盾。

图21：从 PD × LGD 二维分布看六大行资产质量：按揭最优质、消费贷风险最高、信用卡 LGD 压力较大



数据来源：各银行三支柱信息披露报告、开源证券研究所

等值线的价值在于揭示：EL 相同不代表风险结构相同。同样是 EL 约 2%，信用卡走的是低 PD × 高 LGD 路径，消费贷走的是高 PD × 中 LGD 路径。这意味着风控抓手完全不同——信用卡要抓催收回收和核销效率，消费贷要抓前端客群

准入和白名单筛选。

(2) 全流程风控：贷前利用大数据反欺诈，贷中动态监测经营流水，贷后早期预警与快速处置。减少不良生成，自然降低拨备计提。

贷前准入是成本最低的风控。前面数据显示招行全品种 PD 显著低于国有行(对公 1.86% vs 工行 3.16%，按揭 1.39% vs 工行 2.97%)，本质是贷前客群分层能力的差异。通过评分卡、外部征信数据、行内行为数据交叉验证，把高风险客群挡在门外，比贷后处置的成本低一个量级——发放前拦截节省的是全额拨备，发放后再处置已经损失了本金和资金成本。

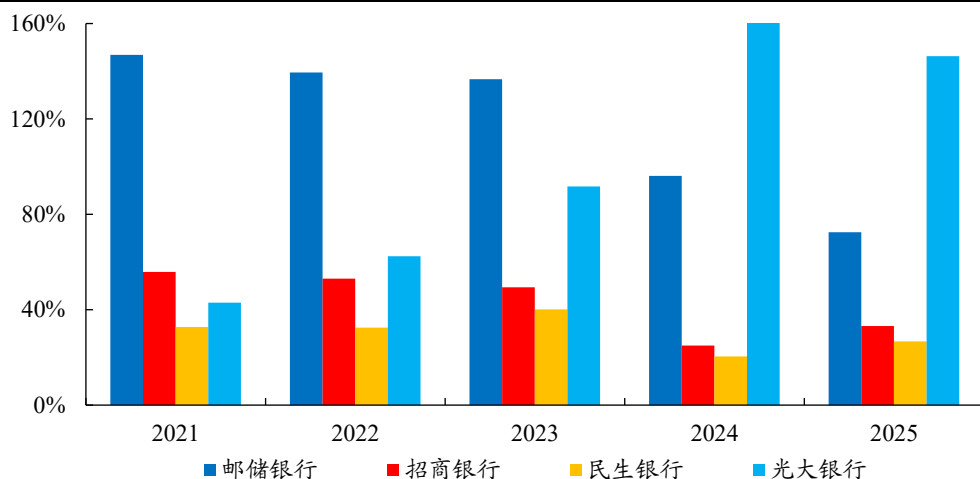
贷中监控决定早期预警的前瞻性。传统模式下等到客户逾期才触发预警，风险已经暴露。先进做法是跟踪客户经营流水、税务、上下游交易和结算数据，在经营拐点出现但尚未逾期时就介入——压缩授信、追加担保、提前催收。招行 2025 年在线风控平台新发放公司贷款 5798 亿元、同比增长 44%，背后就是用数据替代人工尽调，在提升审批效率的同时前置风险识别。

贷后处置决定风险迁徙的斜率。早期预警的价值在于缩短从关注到不良的迁徙时间，减少损失在关注类贷款中的沉淀。已经下迁的不良，处置越及时，最终损失率越低。

(3) 不良资产经营：对已出现的不良，通过清收、核销、转让等多种方式加速处置，减少长期占用的拨备成本。

三条路径各有分工，现金清收针对有还款意愿但暂时流动性困难的客户，收回的现金直接回拨拨备，对当期利润表的冲击最小；核销针对损失类资产，冲减拨备的同时消耗拨备余额，补提以维持覆盖率会侵蚀利润；不良 ABS 和批量转让通过折价出售快速出表，代价是转让折价。

图22：光大银行近年来清收核销比提高，邮储银行保持较高水平

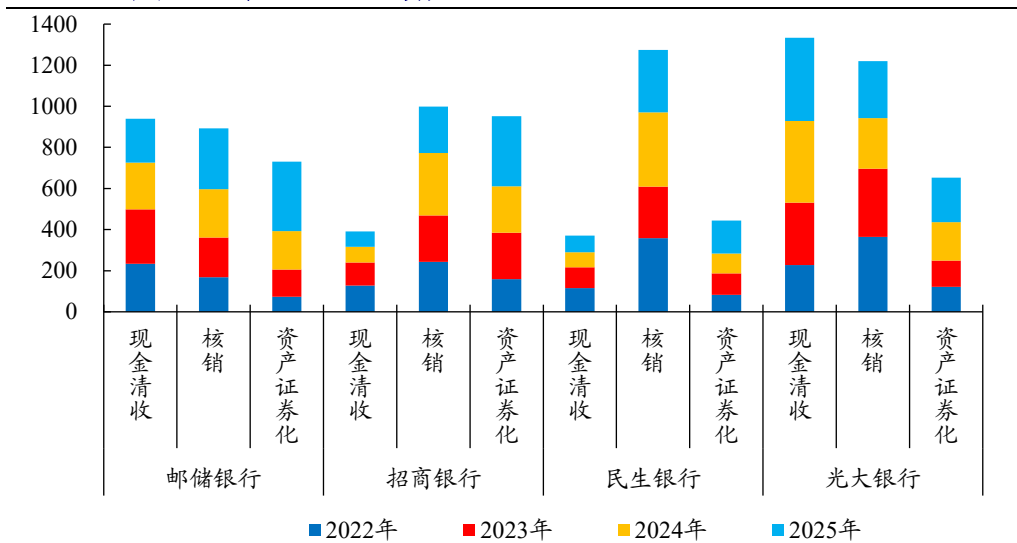


数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：清收核销比=不良现金清收/呆账核销）

从四家银行 2022-2025 年数据来看，处置策略分化明显：光大现金清收从 228 亿元增至 405 亿元，表内外处置合计达期初不良的 2.06 倍；邮储和招行大幅提升 ABS 占比，ABS 放量与不良生成结构变化有关：近年新增不良主要来自零售端，笔数多、单笔小、分散度高，天然适合打包证券化；对公不良笔数少、金额大，更适合单户转让或重组。2025 年招行收回表外已核销贷款占当年核销额的 48%，为四家银行中

最高，核销后追偿能力强、最终损失率低。

图23：近年来银行普遍加大通过资产证券化处置不良力度（亿元）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表11：2022-2025 年四家银行不良处置结构对比：光大现金清收占比 45%，ABS 替代转让成为出表主渠道（亿元）

	邮储银行				招商银行				民生银行				光大银行			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
表内处置总额	494	579	637	969	580	581	629	662	841	699	636	674	718	841	881	904
现金清收	234	265	226	213	128	112	76	75	116	101	74	81	228	304	398	405
核销	168	194	236	295	243	227	304	226	358	252	361	303	365	331	247	277
资产证券化	74	131	187	338	159	226	226	342	83	105	96	161	122	127	187	216
转让									232	230	99	116	2	74	47	
其他	57	35	42	123	50	17	23	18	53	12	6	13	1	4	2	6
表外收回已核销	39	47	54	62	90	88	103	109	72	93	89	88	75	94	123	111
处置合计/期初不良	1.01	1.03	1.02	1.28	1.32	1.15	1.19	1.17	1.26	1.14	1.11	1.16	1.92	2.09	2.11	2.06

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

综上，信用损失比是RAROC五因子中最直接的减项。在净息差改善空间有限的背景下，信用成本管控能力已成为银行间RAROC分化的核心变量。信用成本管控的核心不是惜贷，而是风险定价的精准性——通过量化资金成本、运营成本、预期损失和经济资本占用，使贷款利率覆盖全部成本，实现风险与收益匹配。从六大行数据看，品种间预期损失率差异显著，按揭约0.6%、消费贷约2%-3%，客群与赛道选择是信用成本管控的起点；在此基础上，全流程风控减少不良生成，不良资产经营加速存量出清，共同构成信用损失比管控的完整闭环。下一章我们将通过四家标杆银行的深度拆解，验证信用成本控制能力如何拉开银行间的RAROC差距。

3、标杆银行深度案例对标

我们在前文构建了 RAROC 五因子分析框架，并对全行业进行了横向和纵向拆解，本章节将进一步选取四家具有代表性的标杆银行——招商银行（零售综合模式）、常熟银行（小微专营模式）、杭州银行（对公区域模式）、成都银行（对公基建模式），逐一穿透其五因子优势来源，除了资源禀赋以外我们重点提炼可复制的经营经验，为市场提供差异化的价值银行甄选参照。

从 2025 年五因子拆分结果来看，四家标杆银行的 RAROC（税前）均显著高于上市银行均值（13.57%），但驱动因子组合有所差异，恰好对应四种典型的价值创造路径。

表12：四家标杆银行 2025 年 RAROC 五因子拆分对比（税前口径）

银行名称	RAROC（税前）	净息差	资产周转效率	资本杠杆	成本收入比	信用损失比	核心驱动因子
招商银行	24.00%	1.87%	1.38	16.51	31.98%	11.73%	息差+周转+信用成本三因子共振
常熟银行	18.37%	2.51%	1.15	13.77	35.66%	18.06%	净息差单因子极致领先
杭州银行	14.88%	1.36%	1.21	16.25	30.03%	14.21%	信用成本+成本收入比双优
成都银行	15.20%	1.59%	1.06	13.31	23.73%	8.60%	信用成本+成本收入比双优
上市银行均值	13.57%	1.39%	1.25	16.28	32.01%	19.86%	

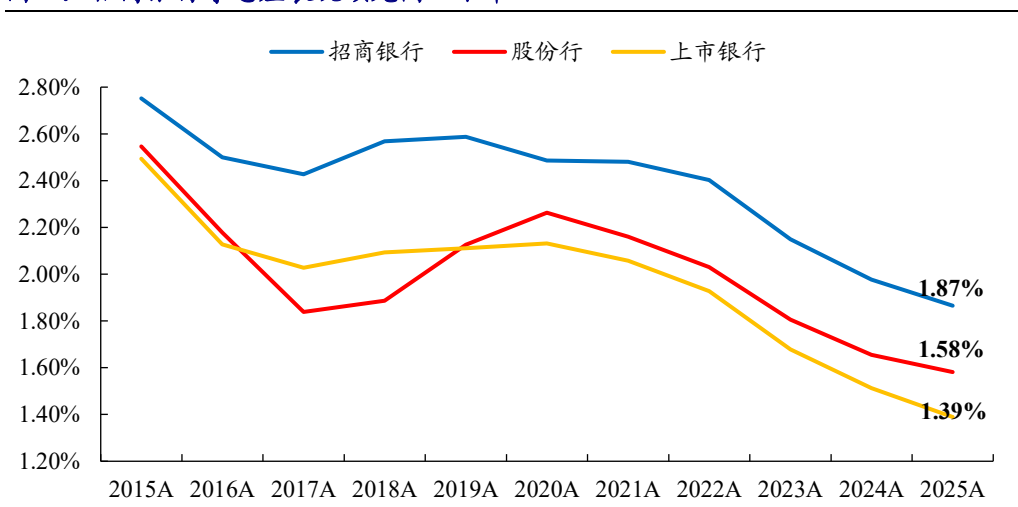
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们观察到一个共性规律：四家标杆银行的信用损失比，均显著低于行业均值（19.86%），这也印证了第二章的核心判断——在净息差系统性下行的背景下，信用成本控制能力已成为银行 RAROC 分化的第一分水岭。四家银行分别通过“零售客群筛选”、“小微分散定价”、“政信优质赛道”、“基建低风险资产”四种不同路径实现了低信用成本，这正是本章深度拆解的重点。

3.1、招商银行：零售之王——三因子共振的综合优势

（1）净息差：扎实基础客群构建定价护城河。

图24：招商银行净息差表现领先同业水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年招商银行净息差为 1.87%，较上市银行均值（1.39%）高出 48BP，在股份行中排名第一。其高息差也并非来自于高风险资产的下沉，而是源于零售客群的综合定价能力：一方面，如消费贷、信用卡类零售贷款收益率显著高于对公贷款，2025 年末零售贷款余额 37201 亿元，占比 51.26%；另一方面，零售存款沉淀能力突出，零售客户存款余额 44959 亿元，较 2024 年末同比增长 11.48%，低成本活期存款占比高，负债端成本优势明显。

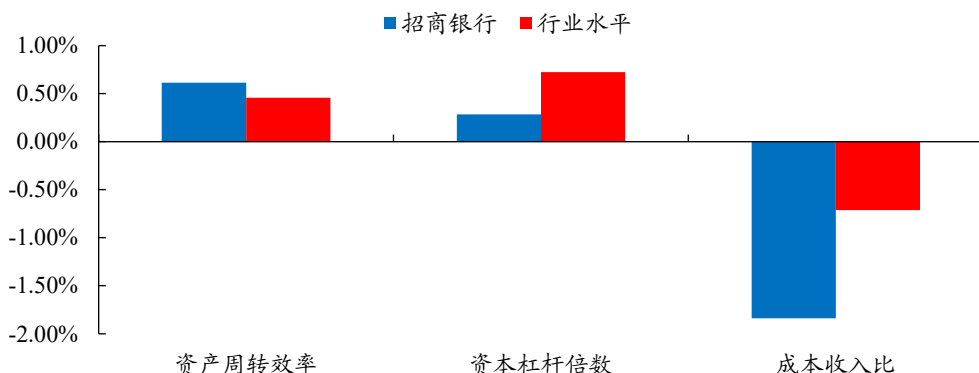
十年间招行的净息差降幅和行业基本一致，绝对水平始终保持行业领先，说明其零售定价能力一定程度上具有穿越周期性。

（2）资产周转效率：轻资本财富管理驱动的非息收入乘数提升

招商银行 2025 年资产周转效率为 1.38，为四家标杆银行中最高，显著高于行业均值 1.25。其核心驱动是非息收入乘数——2025 年非利息收入占比为 36%，较行业平均高出约 9pct。

财富管理的轻资本属性，使其在不消耗经济资本的前提下提升营收，直接提高资产周转效率。这也是招商银行在净息差下行周期中，RAROC 降幅显著小于同业的关键原因——当息差因子拖累时，周转因子形成有效对冲。

图25：拆解 2025 年 RAROC，资产周转效率因子发挥正向贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2015 年为基期，使用逐步替代法拆解 RAROC）

3.2、常熟银行：小微标杆——极致定价能力的单因子突破

常熟银行是 A 股上市银行中净息差最高的银行，2025 年净息差达到 2.51%，较上市银行均值高出 1.12pct。其 RAROC（税前）18.37%在上市农商行中位列第一。常熟银行提供了一个单因子极致领先的价值样本——通过小微专营模式将净息差因子发挥到极致，足以覆盖成本收入比偏高、资本杠杆偏低等短板。

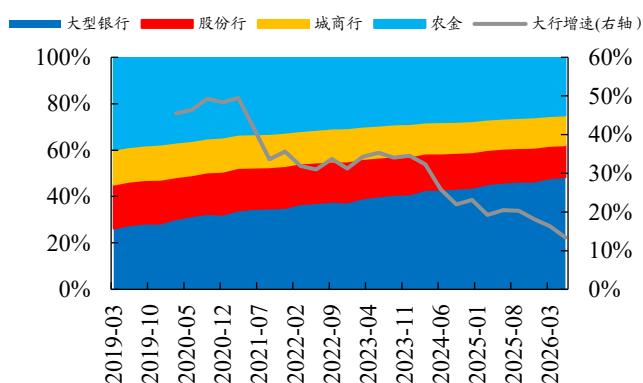
（1）净息差：“做小做散”策略下的高定价能力

规避大行竞争，深耕当地、紧抓尾部客群主体。小微客户全体普遍缺乏规范财报与足额抵押物，难以适配大行标准化风控模型，形成了天然的客群隔离带。常熟银行凭借成熟的微贷技术，在蓝海市场中掌握定价主动权，无需陷入价格战泥潭。截至 2025 年，公司普惠小微贷款余额达 1065 亿元，服务户数 21.85 万户，户均余额仅 43.67 万元，小微业务“小而散”的底层资产结构优势显著。

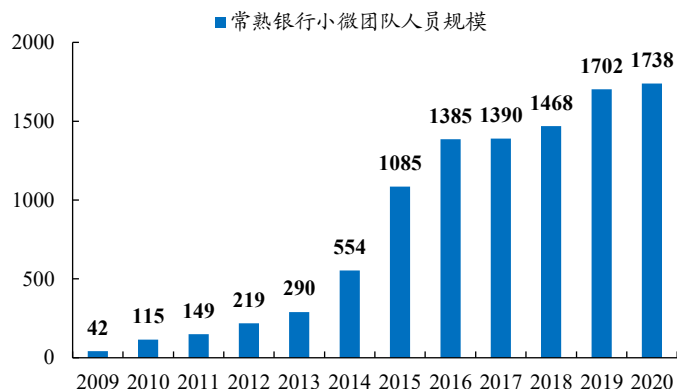
IPC 微贷技术破解信息不对称。常熟银行将 IPC 微贷技术进行本土化改良，依托长期深耕积累的地缘人脉，通过驻村客户经理对三品（人品、产品、抵押品）、三

表（水表、电表、海关报表）、三流（人流、车流、现金流）的实地交叉验证，精准还原客户经营画像。这种草根尽调模式不仅构建了极高的业务准入壁垒，更通过深度绑定客户日常经营，形成了较强的转换成本。在融资渠道匮乏的背景下，客户对利率敏感度较低，更愿意为常熟银行的信贷服务支付溢价。

信贷工厂标准化，实现模式可复制。IPC 技术核心解决“敢不敢贷”的问题；再通过信贷工厂把审批、放款、贷后流程化，解决“能不能复制”的问题。以此为基础，向异地分行及兴福村镇银行跨县域复制，在江苏、湖北、云南、河南等多省县域，成功构建“同源技术、同套流程、同级风控”的运营体系。借助海量小额分散客群平滑风险波动，真正将普惠金融打造为“低不良、可规模化”的可持续商业模式。

图26： 大行普惠业务不断下沉


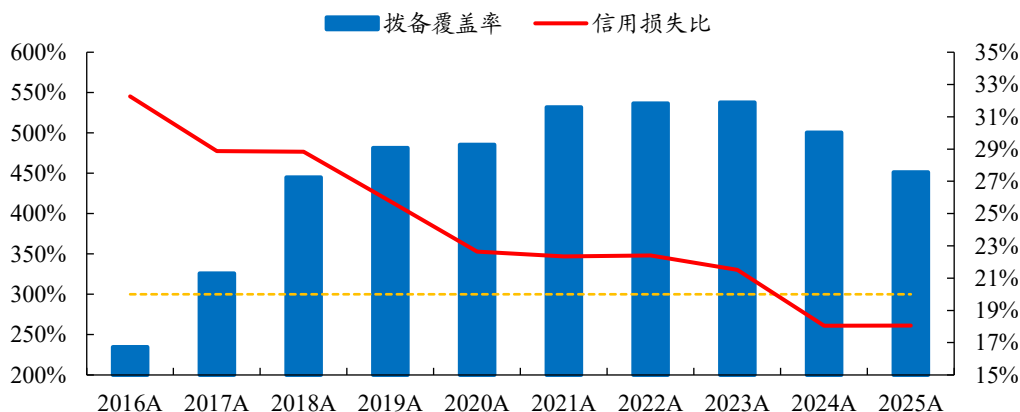
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27： 常熟银行小微金融总部人力资源规模


数据来源：陈德翔、白云辉《飞燕筑梦》、开源证券研究所

（2）信用损失比：分散化对冲高风险

常熟银行深耕普惠小微赛道，虽客群天然具备高风险属性，但依托分散化的风险管理构筑优于同业的风险壁垒，2025 年末不良贷款率仅 0.76%、其中企业贷款不良率低至 0.55%。户均贷款不足 50 万元，单笔贷款违约对整体资产质量的影响微乎其微，即使个别小微客户经营波动，也难以对数千亿规模的资产大盘形成系统性冲击。叠加顺周期下的审慎计提策略，公司拨备安全垫持续增厚，具备充足的风险抵补能力，能够从容核销处置不良资产，将高收益有效转化为高质量的账面回报。

图28： 安全垫持续增厚，常熟银行拨备计提压力缓释


数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）成本收入比高：本质上是以人力成本降低风险成本

2025 年常熟银行本收入比为 35.66%，高于行业均值（32.01%），这是小微业务劳动密集型特征的必然结果，客户经理走街串巷的地面调研，看似推高了人力成本，实则是以可量化的运营成本，压降了信息不对称带来的风险成本。本质上，这是一种以确定性投入锁定不确定性风险的价值交换。

我们认为，常熟银行模式的可复制性在于“IPC 技术+信贷工厂+县域生态”的组合，但苏南县域发达的民营经济和小微经营生态是其不可复制的区域禀赋，这也是其他地区农商行难以简单复刻的原因。

总结来看，常熟银行的商业模式本质是“用本地化信息优势，在强监管、低集中度的区域小微金融赛道中，构建高粘性的信贷服务闭环”，其护城河不在规模或技术，而在“地缘深度”与“人缘信任”。

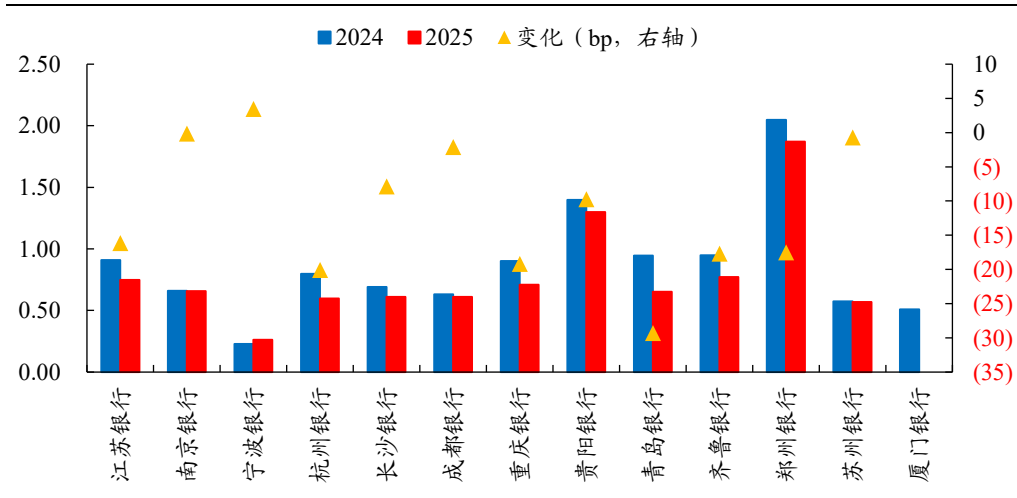
3.3、杭州银行：区域深耕——信用成本与运营效率双优的对公模式

杭州银行是上市城商行中 RAROC 修复弹性较为突出的样本：净利润口径 RAROC 自 2018 年低点 8.95%持续回升，2024 年达到 13.17%的阶段高点，2025 年为 13.09%，较 2015 年（10.50%）累计提升 2.59pct。需要说明的是，若以税前口径（即本报告五因子拆分口径）衡量，杭州银行 2015 年 RAROC 为 15.28%，2025 年为 14.88%，十年间微降 0.40 个百分点，净利润口径与税前口径的差异主要受有效税率变动影响。本章后续分析均以税前口径为准。其核心驱动并非净息差（2025 年 1.36%，略低于行业均值），而是信用损失比和成本收入比的双优组合，叠加资本杠杆的稳步提升。

（1）信用损失比：政信优质赛道的精准布局

杭州银行 2025 年信用损失比为 14.21%，较行业均值低 5.65pct。2025 年末不良贷款率 0.76%，拨备覆盖率高达 502.24%，在全部上市银行中排名第一。其低信用成本的核心在于对公端的政信类优质赛道布局：依托浙江省及杭州市的区域资源优势，精准切入地方政府平台、国有企业、优质上市公司等低风险客群，对公核心客群资产质量长期保持稳健，对公贷款不良率显著低于行业平均。

图29：杭州银行对公贷款不良率处于偏低位置



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：北京银行、西安银行未披露数据）

杭州银行对公贷款的行业结构高度聚焦：制造业、科创、绿色三类贷款在“二二五”战略期（2021-2025 年）较 2020 年末分别增长 208.39%、285.91%、245.16%，

实现“三个千亿”突破。这些领域既是政策鼓励方向，又与浙江区域产业优势高度契合，风险收益比优异。2025 年末对公贷款不良率为 0.58%，显著优于个人贷款。

表13：杭州银行拨备覆盖率行业第一（2025 年末）

银行类型	主体名称	拨备覆盖率	银行类型	主体名称	拨备覆盖率
国有行	工商银行	213.60%	城商行	长沙银行	280.86%
	建设银行	233.15%		成都银行	426.17%
	农业银行	292.55%		重庆银行	245.58%
	中国银行	200.37%		贵阳银行	235.62%
	邮储银行	227.94%		郑州银行	185.81%
	交通银行	208.38%		青岛银行	292.30%
	招商银行	391.79%		苏州银行	418.60%
股份行	兴业银行	228.41%	农商行	齐鲁银行	355.91%
	浦发银行	200.72%		兰州银行	198.38%
	中信银行	203.61%		西安银行	214.62%
	民生银行	142.04%		厦门银行	312.71%
	光大银行	174.14%		渝农商行	367.26%
	平安银行	220.88%		沪农商行	328.87%
	华夏银行	143.30%		青农商行	261.01%
城商行	浙商银行	155.37%		常熟银行	451.25%
	北京银行	200.21%		紫金银行	180.09%
	上海银行	244.94%		无锡银行	414.91%
	江苏银行	322.98%		张家港行	328.87%
	宁波银行	373.16%		苏农银行	370.17%
	南京银行	313.62%		江阴银行	329.98%
	杭州银行	502.24%		瑞丰银行	326.51%

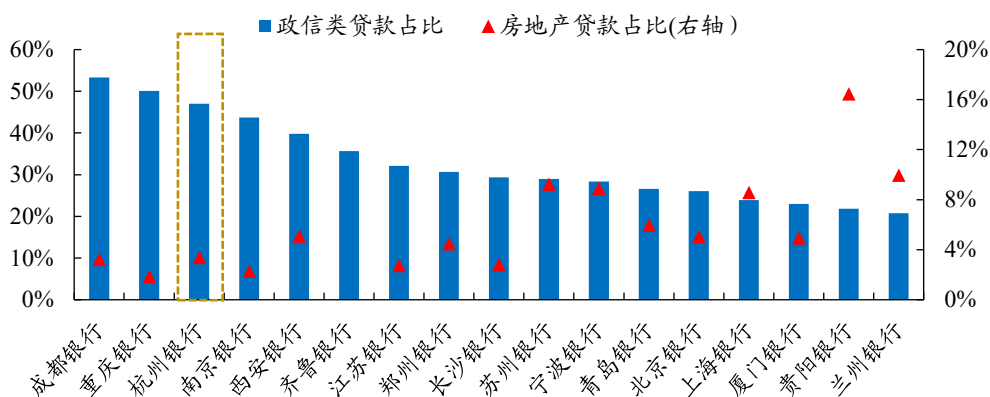
数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）成本收入比：对公业务的轻运营特征

杭州银行 2025 年成本收入比为 30.03%，低于行业均值（32.01%）。对公大客户业务具有单笔金额大、维护成本低特征，相较于零售和小微业务，人力投入和网点依赖度更低。杭州银行通过“商行+投行”联动，为对公客户提供信贷融资、投资银行、支付结算等一体化综合金融服务，在提升客户粘性的同时摊薄单位运营成本。

（3）资本杠杆：规模扩张中的效率提升

杭州银行 2025 年资本杠杆为 16.25，与行业均值基本持平，但较 2015 年的 15.46 有所提升。2025 年末资产总额突破 2.36 万亿元，较 2020 年末增长 102.08%，五年实现规模翻番。在规模快速扩张的同时保持资产质量稳定，说明其风险加权资产的计量效率较高，低风险政信类贷款的风险权重相对较低，有助于在同等资本占用下支撑更大的资产规模。

图30：杭州银行行政信类贷款占比在城商行序列中靠前（2025 年末）


资料来源：Wind、ifind、开源证券研究所（注：1、政信类贷款包括交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，租赁和商务服务业；2、占比=贷款类型/总贷款）

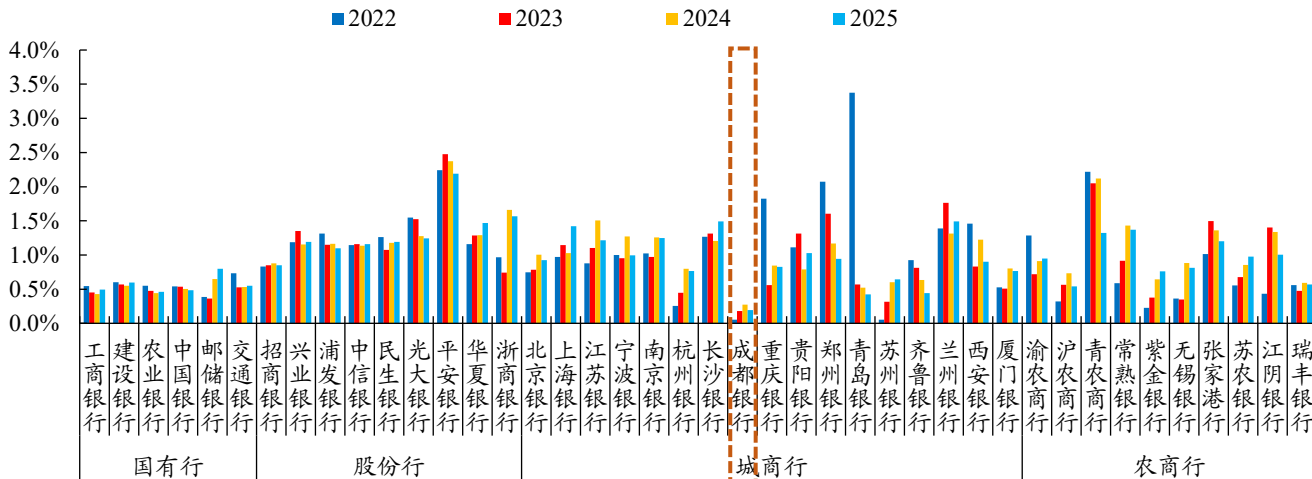
我们认为，杭州银行模式的可复制性在于“区域优质资源+对公赛道聚焦+超额拨备安全垫”的组合，但浙江省发达的区域经济和优质的政信资源是其核心禀赋，其他区域城商行难以简单复制其客群结构。

3.4、成都银行：基建龙头——“双低”策略下的西部价值样本

成都银行是西部地区城商行的代表，2025 年 RAROC（税前）15.20%，在四家标杆银行中信用损失比（8.6%）和成本收入比（23.73%）均为最低，呈现典型的“双低”特征——极低信用成本叠加极低成本收入比，足以弥补资产周转效率和资本杠杆偏低的短板。

（1）信用损失比：基建类资产的低风险属性

成都银行 2025 年信用损失比仅为 0.09，为四家标杆银行中最低，较行业均值（0.20）低 11pct。2025 年末不良贷款率 0.68%，处于 A 股上市银行最低水平；拨备覆盖率 426.17%，位居行业前列；2025 年测算不良净生成率仅 0.19%，同样居于上市银行最低水平。

图31：成都银行不良净生成率处于行业最低


数据来源：Wind、开源证券研究所

其低信用成本的核心在于资产结构高度聚焦基建类贷款。成都银行深度融入成渝地区双城经济圈建设，紧扣成都市“五中心五地”等重大战略布局，为区域内重大基础设施、公共服务设施建设提供信贷支持。基建类贷款以地方政府平台、国有企业为主要借款主体，具有现金流稳定、违约概率低的特征，是典型的低风险资产。2026年一季度末，成都银行不良贷款率继续保持 0.68%，关注类贷款占比从年初的 0.34%进一步降至 0.31%，资产质量稳中有升。

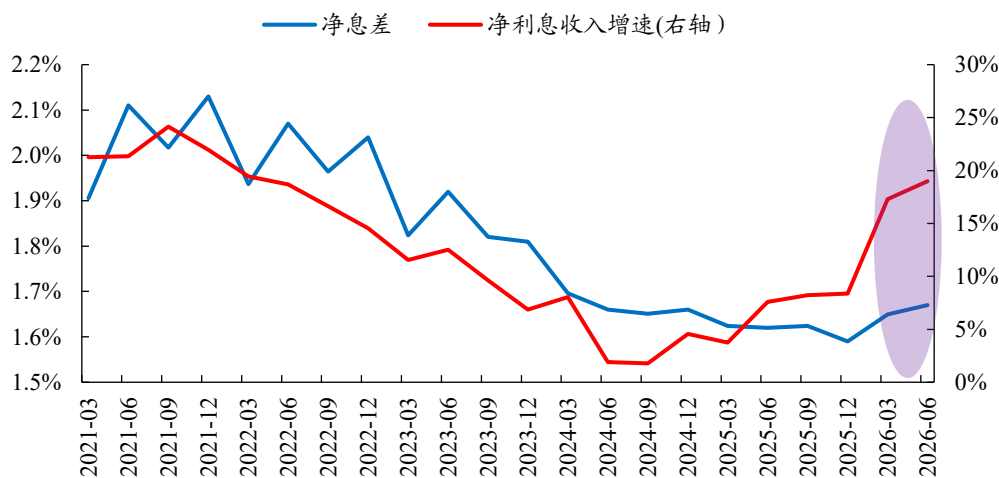
（2）成本收入比：对公大客户模式的运营效率优势

成都银行 2025 年成本收入比仅为 23.73%，为四家标杆银行中最低，较行业均值（32.01%）低 8pct。其低成本收入比同样源于对公大客户模式——基建类贷款单笔金额大、客户集中度高，单位贷款的营销和维护成本远低于零售和小微业务。成都银行通过“商行+投行”协同联动，为重大项目提供一体化综合金融服务，在提升客户综合贡献的同时有效控制运营成本。

（3）净息差：基建资产的定价韧性

成都银行 2025 年净息差为 1.59%，高于行业均值（1.39%）20BP。在全行业息差持续收窄的背景下，成都银行息差表现相对稳健：2026H1 净息差较 2025 年提升 8BP 至 1.67%，推动净利息收入同比增长 19%。基建类贷款虽然收益率低于零售和小微，但由于信用成本极低，经风险调整后的实际收益水平并不逊色，这也是其 RAROC 保持较高水平的重要原因。

图32：2026H1 成都银行净息差和利息收入增速双升



数据来源：Wind、开源证券研究所

（4）短板与隐忧：资产周转与集中度风险

成都银行的短板在于资产周转效率（1.06）和资本杠杆（13.31）均低于行业均值。资产周转效率偏低反映非息收入贡献不足，业务结构高度依赖利息净收入；资本杠杆偏低则与城商行资本补充渠道有限、风险偏好相对保守有关。此外，基建类贷款的客户集中度和区域集中度较高，对地方政府财政状况和区域经济景气度的依赖度较强，这是其模式的潜在风险点。

我们认为，成都银行模式的可复制性在于“区域基建深耕+低风险资产偏好+极致成本管控”的组合，但成渝地区双城经济圈的战略红利和四川省基建投资的高景气度是其独特的区域禀赋。

3.5、对标启示：可复制的经验与不可复制的禀赋

通过对四家标杆银行的深度拆解，我们可以提炼出以下三点核心启示：

第一，信用成本控制是当前阶段价值银行的第一分水岭。四家标杆银行的信用损失比均显著低于行业均值，说明在净息差系统性下行的大背景下，谁能将信用成本控制在更低水平，谁就能在RAROC竞争中占据主动。四家银行分别通过“零售风控精细化（招行）”“高风险性价比回报（常熟）”“政信优质赛道（杭州）”“基建低风险资产（成都）”四种不同路径实现了低信用成本，路径虽异，逻辑相通——都是基于自身资源禀赋选择了风险收益比最优的客群和赛道。

第二，单一因子极致领先与多因子综合均衡是两种有效的价值创造模式。常熟银行代表“单一因子极致领先”模式——将净息差发挥到极致，足以覆盖其他因子的短板；招商银行代表“多因子综合均衡”模式——三个因子同时优于行业，形成难以复制的综合壁垒。两种模式并无优劣之分，关键在于银行能否基于自身资源禀赋选择最适合的路径，并将选定路径的核心能力做到极致。

第三，区域禀赋是标杆银行不可复制的核心壁垒。常熟银行的苏南县域小微生态、杭州银行的浙江政信优质资源、成都银行的成渝基建战略红利，都是特定区域经济发展阶段的产物，其他地区银行难以简单复刻。招商银行的零售客户基础和品牌认知则是长期经营积累的结果，同样具有较高的复制门槛。对于投资者而言，甄选价值银行不仅要看五因子的静态表现，更要深入理解其因子优势背后的资源禀赋和经营逻辑，判断其可持续性。

我们将在下一章进一步探讨五因子之间的协同与权衡关系，以及银行如何基于RAROC框架构建动态资产配置机制，为综合配置效率提升提供系统性路径。

4、综合配置效率提升路径：因子间的协同与权衡

4.1、RAROC贡献因子→明确经营抓手（指标）

表14：上市银行五因子矩阵表，明确经营抓手，边际变动带来的RAROC影响

因子	2025年基准值	每单位边际变动	RAROC拉动 (pct)	对应经营抓手变动
RAROC	13.57%		+2.91	
净息差	1.39%	+10BP	+0.98	净息差:1.39%→1.49%
资本杠杆	16.28	+1 倍	+0.83	风险权重: 58.5%→55.1%
资产周转效率	1.25	+0.05	+0.54	非息收入占比: 22.1%→25.1%
成本收入比	32.01%	-1pct	+0.28	成本收入比: 32.01%→31.01%
信用损失比	19.86%	-1pct	+0.28	信用成本率: 0.727%→0.687%

资料来源：开源证券研究所

说明各因子边际的影响，给经营管理层参照，需要在哪些方面做努力提升RAROC，对于其中的“资本杠杆”、“资产周转效率”和“信用损失比”我们对应到

经营抓手（指标）上，分别为“风险权重”、“非息收入占比”和“信用成本率”。

静态测算情况下：

①净息差每提升 10BP，约拉动 RAROC 0.98pct；

②资本杠杆每提高 1 倍，对应风险权重下降约 3.4pct，约拉动 RAROC 0.83pct；

资本杠杆=总资产/经济资本占用=1/（风险权重×10.5%），其中 10.5%为最低资本充足率要求。那么，基准风险权重=1/(16.28×0.105)=58.5%；资本杠杆+1 倍后，风险权重=1/(17.28×0.105)=55.1%，变动-3.4pct。

③资产周转效率+0.05，对应非息收入占比提升约 3.0pct，约拉动 RAROC 0.54pct；

资产周转效率=生息资产占比×非息收入乘数（营收/净利息收入）=生息资产占比/（1-非息收入占比），我们假设生息资产占比不变，变动全部来自非息收入乘数：2025 年上市银行生息资产占比约 97.4%（贷款 55.0%+金融投资 31.4%+同业资产 5.4%+存放央行 5.6%）。

那么，基准非息收入占比=1-0.974/1.25=22.1%，资产周转效率系数+0.05 后：非息收入占比=1-0.974/1.30=25.1%，变动+3.0pct。

注：我们为控制变量，假设生息资产占比保持 97.4%不变，资产周转效率的提升全部来自非息收入乘数（即非息收入占比提升）。实际上资产周转效率的提升也可以来自压缩非生息资产（如压降清算资金、递延税资产、固定资产等），如果生息资产占比从 97.4%提升到 98%，则非息收入占比只需从 22.1%提升到 24.5%（+2.4pct）即可实现周转效率+0.05。

④信用损失比-1.0pct，对应信用成本率下降约 3.6BP，约拉动 RAROC 0.28pct。

信用损失比=减值损失/营收=(减值损失/贷款总额)×(贷款总额/营收)=信用成本率×(贷款/营收)

2025 年上市银行均值，贷款/营收≈27.5 倍，基准信用成本率=19.9%/27.5=0.727%。那么，信用损失比-1pct 后，新信用成本率=18.9%/27.5=0.687%，变动为-3.6BP。

进一步测算：若要实现 RAROC 提升 1.0pct，各底层经营指标需要调整的幅度，并评估落地实现难度，变动幅度越小代表越容易落地。单看边际拉动效果，改善风险权重（优化资本使用）是投入产出比最高的抓手；而提升非息收入占比难度最大，需要长期客户与业务积淀。

短期投入产出比最高的是风险权重压降—— 仅需压降 3.87pct 即拉动 RAROC 1pct，本质是存量资产结构调整、不依赖外部利率环境，是当前性价比最高的抓手；中期靠成本管控与信用成本下行，长期靠非息收入拓展，三层抓手节奏不同、不可偏废。

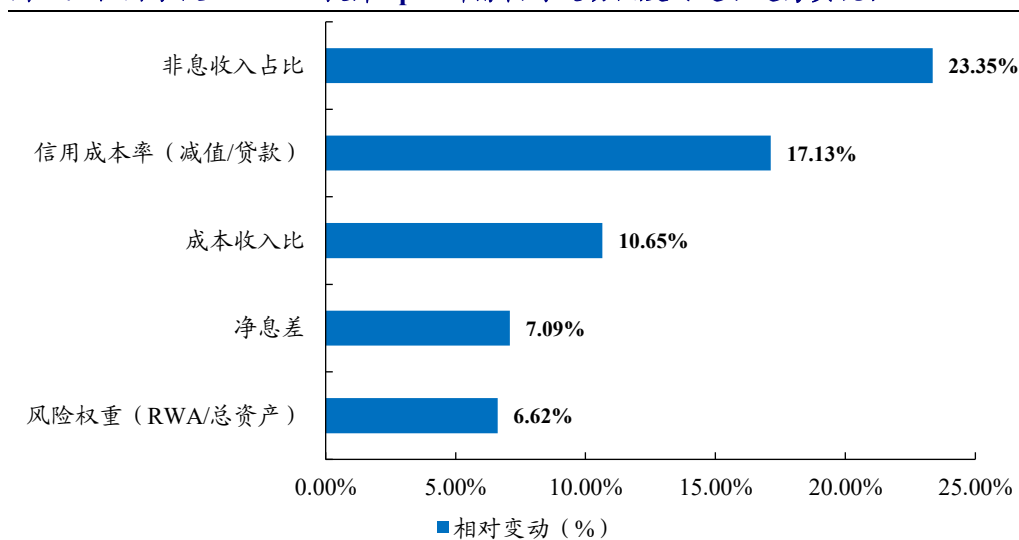
表15: 为使 RAROC 提升 1.0pct，按基础经营指标需变动幅度排序（变动越小越容易实现）

基础经营指标	基准值	目标值	需变动	变动方向	实现难度评估
风险权重 (RWA/总资产)	58.50%	54.63%	-3.87%	下降	★★（较易，优化调整资产结构，降低无效资本消耗）

净息差	1.39%	1.49%	+0.10%	提升	★★★（较难，受市场利率下行约束，主动提升空间有限）
成本收入比	32.00%	28.59%	-3.41%	下降	★★★（较难，数字化降本3年可实现3pct，但人力成本刚性）
信用成本率（减值/贷款）	0.724%	0.600%	-0.124%	下降	★★★★（难，通过风控优化+不良出清可实现，但需1-2年）
非息收入占比	22.08%	27.24%	+5.16%	提升	★★★★★（最难，财富管理中收需长期客户积累，3年提升5pct难度大）

数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：各因子使RAROC提升1pct所需相对变动幅度（越小越易实现）



数据来源：开源证券研究所

4.2、多因子协同优化：建议基于RAROC的资产组合管理框架

当然，单一因子优化可能与其他因子冲突，需要全局平衡。

净息差 vs 信用成本率：追求高息差可能下沉客户，推高信用成本，应通过风险定价模型寻找“经风险调整后的最优息差”而非最高息差。

资本杠杆 vs 信用成本率：加杠杆放大收益的同时也放大损失，在宽信用周期可适度加杠杆，在风险暴露期应主动去杠杆。

资产周转率 vs 净息差：高周转往往伴随着低息差（如票据贴现周转快但利差薄），应根据流动性需求动态调整。流动性充裕时可适当持有长期高息资产。

比较理想的动态配置策略：银行应建立基于RAROC的资产组合管理框架，按季测算各业务线、各行业客群的RAROC贡献，将经济资本从低RAROC业务向高RAROC业务迁移，例如，某行测算后发现：消费贷RAROC（18%）>按揭贷（12%）>票据（6%），则持续压降票据额度，将释放的资本重新配置到消费贷。

那么，分业务条线/产品的RAROC静态与动态变化就很关键，我们会在后续章节做进一步展开。

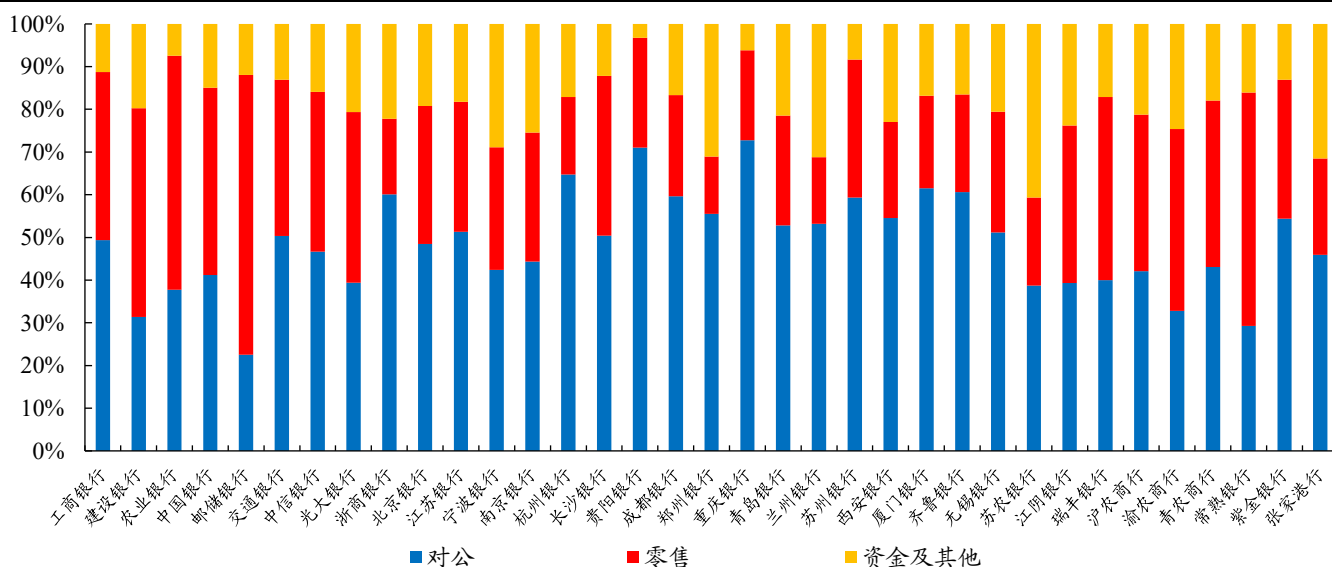
不同禀赋银行短板分化，提升路径不宜一刀切：国有行净息差 1.31% 已低于行业均值、杠杆 17.92 倍反高于均值，唯一抓手是资产周转（非息+流转类业务，2025 年六大行资金分部利润+32.3% 已验证方向）；股份行 RAROC8.99% 板块最低、信用损失比 0.27 最高，先出清不良再拓非息；城商行内部分化极大，杭州、成都已验证“区域深耕+低权重”路径可行，关键是不盲目跨区域扩表；农商行受资本与成本刚性约束，重点是降本+资本补充，不简单复制“高息差”模式。

5、分部经营效能详解，分条线与产品 RAROC 对标

5.1、资金属性增强，零售板块贡献度下降

2025 年上市银行的盈利结构出现明确的再平衡过程：资金业务成为对冲全行业息差压力的核心增长点，营收及利润贡献度系统性抬升。从 35 家样本银行的数据来看，2025 年资金业务分部实现税前利润 4788 亿元，同比增长 18.9%；资金业务对全行税前利润贡献度从 2024 年的 20.6% 提升至 24.1%。与之相对，对公、零售分部利润均同比下滑：对公分部全年实现税前利润 9016 亿元，同比微降 1.5%，利润占比从 46.9% 回落至 45.4%；零售分部全年实现利润 6039 亿元，同比下降 4.7%，利润占比从 32.5% 回落至 30.4%。

图34：部分上市银行分部营收占比（2025 年）——国有行零售主导、城商行对公支撑



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

注：本部分以完整披露对公、零售、资金三大业务分部数据的 35 家上市行为样本，覆盖 6 家国有大行、3 家股分行及 26 家城农商行。

分机构类型来看，资金业务贡献提升的主力是国有大行：六大行资金业务营收同比增长 21.2%，利润同比增长 32.3%，利润占比平均提升 5.4pct，贡献了全行业几乎所有资金业务增量。其中农行资金分部从 2024 年亏损 172 亿扭亏为盈 261 亿，单分部增利 433 亿、占比提升 14pct，弹性最大；建行资金营收增长 20.7%、利润增长 25.3%，利润占比提升 7.8pct 至 34.8%，首次成为第二大利润来源；交行、中行资金营收分别增长 14.3%、14.7%，利润占比分别提升 6.5pct、2.7pct。股份行资金业务营收同比微降 4.2%，利润端贡献保持稳定，中信、光大利润占比分别提升 2.4pct、1.4pct；城商行、农商行资金业务营收基本持平，表现分化，长沙、青岛等行营收和利润占比均提升 7-15pct，部分区域行受债市波动影响占比回落，整体仍贡献 20% 以上利润。

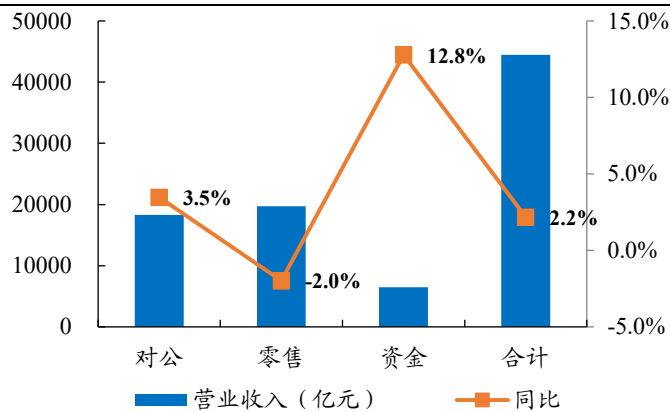
表16: 国有大行资金分部业绩贡献度普遍抬升

银行名称	营业收入占比（2025 年）			营业收入占比（较上年）			利润总额占比（2025 年）			利润总额占比（较上年）		
	对公	零售	资金	对公	零售	资金	对公	零售	资金	对公	零售	资金
工商银行	49.3%	39.4%	11.3%	1.0%	-0.5%	-0.5%	49.3%	33.8%	16.9%	-9.2%	10.2%	-1.0%
建设银行	31.3%	48.9%	19.7%	-0.5%	-2.7%	3.2%	23.0%	42.1%	34.8%	-3.8%	-3.9%	7.8%
农业银行	37.7%	54.8%	7.4%	-2.8%	-1.9%	4.7%	40.1%	51.5%	8.4%	-8.9%	-5.1%	14.0%
中国银行	41.2%	43.9%	15.0%	-0.4%	-1.1%	1.5%	45.5%	29.4%	25.2%	-2.0%	-0.7%	2.7%
邮储银行	22.5%	65.5%	12.0%	2.9%	-5.0%	2.1%	59.4%	19.3%	21.3%	16.9%	-19.4%	2.5%
交通银行	50.3%	36.7%	13.0%	1.6%	-3.0%	1.4%	58.9%	12.5%	28.6%	0.5%	-7.0%	6.5%
中信银行	46.6%	37.5%	15.9%	1.9%	-2.8%	0.9%	62.8%	6.1%	31.1%	2.6%	-5.0%	2.4%
光大银行	39.4%	40.0%	20.7%	2.0%	-0.6%	-1.4%	54.9%	-5.7%	50.8%	4.9%	-6.2%	1.4%
浙商银行	60.1%	17.7%	22.2%	1.2%	-1.7%	0.6%	91.7%	-34.3%	42.6%	23.4%	-18.4%	-5.1%
北京银行	48.4%	32.3%	19.2%	7.6%	-3.5%	-4.1%	71.6%	21.1%	7.3%	44.2%	-9.8%	-34.3%
江苏银行	51.3%	30.4%	18.2%	4.0%	-0.6%	-3.4%	56.0%	10.9%	33.2%	3.6%	0.0%	-3.5%
宁波银行	42.4%	28.7%	28.9%	5.4%	-2.9%	-2.4%	48.2%	11.7%	40.1%	-0.5%	1.1%	-0.5%
南京银行	44.4%	30.2%	25.4%	-1.3%	3.3%	-2.0%	47.8%	8.4%	43.8%	-6.5%	3.0%	3.5%
杭州银行	64.8%	18.1%	17.1%	8.4%	2.8%	-11.3%	64.1%	6.0%	29.9%	16.5%	1.6%	-18.1%
长沙银行	50.5%	37.4%	12.2%	0.8%	-1.9%	1.1%	69.9%	-4.0%	34.2%	-5.4%	-10.1%	15.4%
贵阳银行	71.0%	25.7%	3.2%	1.1%	5.2%	-6.3%	83.1%	29.6%	-12.7%	-11.5%	3.2%	8.3%
成都银行	59.6%	23.8%	16.6%	2.7%	1.7%	-4.4%	67.7%	14.4%	17.9%	16.1%	-3.1%	-12.9%
郑州银行	55.5%	13.5%	31.0%	-9.0%	2.4%	6.6%	40.2%	11.5%	48.3%	20.1%	0.0%	-20.1%
重庆银行	72.8%	21.1%	6.2%	2.3%	-1.1%	-1.3%	98.7%	-1.4%	2.7%	21.4%	-8.4%	-13.0%
青岛银行	52.8%	25.7%	21.4%	4.6%	-3.3%	-1.3%	52.2%	11.1%	36.7%	-9.5%	-3.9%	13.3%
兰州银行	53.2%	15.6%	31.2%	2.9%	-1.4%	-1.5%	17.4%	6.6%	76.0%	9.1%	-21.3%	12.2%
苏州银行	59.4%	32.3%	8.4%	6.6%	0.9%	-7.4%	77.6%	9.9%	12.5%	21.1%	-0.3%	-20.8%
西安银行	54.5%	22.5%	22.9%	13.4%	-2.8%	-10.6%	56.9%	-4.7%	47.7%	61.4%	-14.1%	-47.3%
厦门银行	61.5%	21.7%	16.8%	4.3%	-2.0%	-2.3%	58.3%	20.5%	21.2%	3.0%	-0.8%	-2.1%
齐鲁银行	60.6%	22.9%	16.5%	3.9%	-1.9%	-2.0%	56.8%	13.3%	29.9%	4.7%	-5.9%	1.2%
无锡银行	51.1%	28.3%	20.6%	0.7%	-2.0%	1.3%	54.0%	9.8%	36.2%	9.2%	-6.0%	-3.3%
苏农银行	38.8%	20.6%	40.6%	-1.2%	-2.6%	3.8%	49.5%	14.0%	36.5%	7.9%	-6.0%	-1.9%
江阴银行	39.4%	36.9%	23.8%	-4.8%	3.5%	1.3%	53.4%	19.8%	26.8%	18.4%	-4.5%	-13.9%
瑞丰银行	40.0%	42.9%	17.2%	-0.6%	2.3%	-1.6%	67.1%	13.2%	19.7%	19.1%	-16.4%	-2.8%
沪农商行	42.1%	36.6%	21.2%	-4.0%	-2.2%	6.3%	45.3%	26.3%	28.4%	-5.2%	-2.2%	7.4%
渝农商行	32.8%	42.6%	24.6%	2.1%	0.6%	-2.7%	35.3%	31.0%	33.7%	18.3%	-13.1%	-5.2%
青农商行	43.1%	39.0%	17.9%	-10.1%	7.8%	2.3%	24.7%	46.9%	28.5%	1.4%	-0.3%	-1.1%
常熟银行	29.3%	54.6%	16.0%	1.8%	-3.1%	1.3%	31.5%	45.7%	22.8%	3.5%	-6.3%	2.7%
紫金银行	54.4%	32.6%	13.0%	16.5%	-7.7%	-8.8%	53.2%	36.3%	10.5%	-3.9%	3.5%	0.4%
张家港行	45.9%	22.6%	31.5%	7.0%	-10.5%	3.5%	51.8%	3.6%	44.6%	22.9%	-31.3%	8.3%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

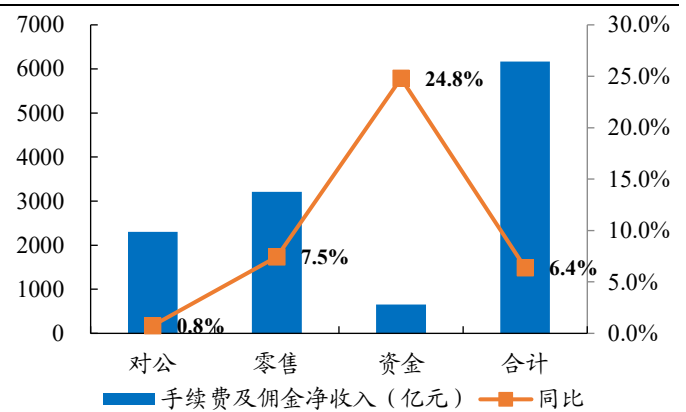
这一变化本质是利率下行周期资金条线和司库价值的重估，银行在“资产荒”中加大债券配置，从传统流动性管理工具转变为盈利稳定器。零售板块则在收入、成本两端承压。

图35：2025 年样本行零售条线营收同比-2.0%



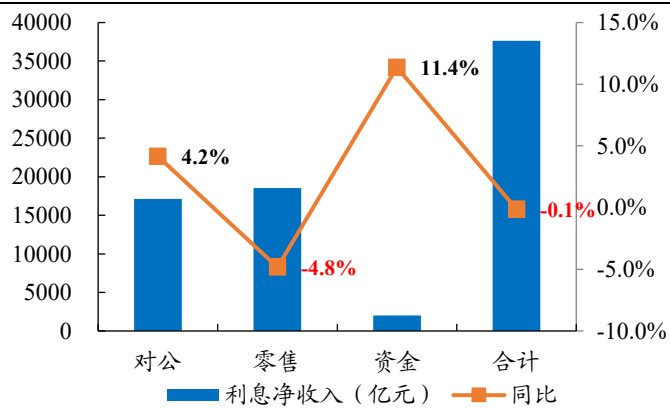
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2025 年样本行零售手续费收入同比+7.5%



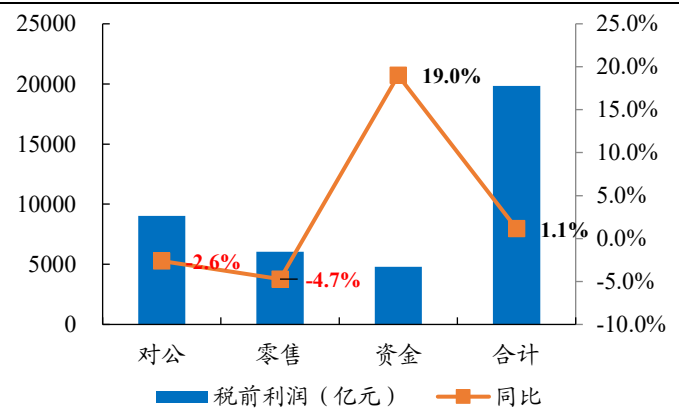
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2025 年样本行零售条线利息净收入同比-4.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2025 年样本行零售条线税前利润同比-4.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

整体看，“资金强、零售弱”是利率下行周期的盈利再平衡：资金业务享受利率下行红利，零售业务处于新旧动能转化期。2026 年随着零售需求复苏、不良出清，零售贡献有望逐步修复，但利率震荡下行趋势下，资金业务的重要性提升是中期方向，银行对司库交易、大类资产配置能力的依赖将持续增强。

5.2、分条线与产品 RAROC 对标

静态比价来看，现阶段银行大类资产中按揭贷款、利率债、债基 RAROC 表现领先。在考虑税收成本、资本成本和信用成本等一系列综合因素后，按揭贷款、长债和债基的比价效应较好，消费贷和二永债综合收益率表现落后。

表17：银行大类资产比价：按揭贷款、长债和债基比价效应较好

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本成本率	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率	EVA	RAROC
企业贷款	3.04%	0.55%	6.00%	25.00%	0.42%	6.00%	67.25%	0.63%	0.98%	1.72%	34.7	10.91%
票据贴现	0.94%	0.05%	6.00%	25.00%	0.42%	6.00%	67.25%	0.00%	0.00%	0.46%	-90.6	-6.84%
消费贷	3.00%	0.53%	6.00%	25.00%	0.39%	6.00%	62.30%	0.11%	2.45%	-0.27%	-163.9	-19.06%
按揭贷款	3.05%	0.55%	6.00%	25.00%	0.16%	6.00%	25.67%	0.32%	0.62%	2.04%	66.6	30.72%
同业拆出 1M	1.48%	0.00%	0.00%	25.00%	0.25%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.22%	-14.7	2.51%
买入返售 7D	1.37%	0.00%	0.00%	25.00%	0.13%	6.00%	20.00%	0.00%	0.00%	1.24%	-12.9	-0.14%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

大类资产	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本	资本成本率	风险权重	存款派生收益	信用成本	综合收益率	EVA	RAROC
国债 5Y	1.41%	0.08%	6.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.33%	-4.0	-
国债 10Y	1.68%	0.10%	6.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.59%	21.7	-
国债 30Y	2.10%	0.12%	6.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.98%	61.2	-
国开债 5Y	1.52%	0.09%	6.00%	25.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.44%	6.6	-
地方债 5Y	1.49%	0.08%	6.00%	0.00%	0.06%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.34%	-3.0	3.18%
地方债 10Y	1.74%	0.10%	6.00%	0.00%	0.06%	6.00%	10.00%	0.00%	0.00%	1.58%	21.3	26.26%
同业存单 (AAA)1Y	1.47%	0.00%	0.00%	25.00%	0.25%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.22%	-15.3	2.36%
商金债 (AAA)5Y	1.57%	0.09%	6.00%	25.00%	0.25%	6.00%	40.00%	0.00%	0.00%	1.23%	-14.3	2.59%
企业债 (AAA)5Y	1.66%	0.14%	6.00%	25.00%	0.47%	6.00%	75.00%	0.00%	0.00%	1.04%	-32.7	1.84%
二级债 (AAA-)5Y	1.80%	0.18%	6.00%	25.00%	0.95%	6.00%	150.00%	0.00%	0.00%	0.67%	-70.1	1.55%
永续债 (AAA-)5Y	1.82%	0.19%	6.00%	25.00%	1.58%	6.00%	250.00%	0.00%	0.00%	0.06%	-131.3	1.00%
债基	2.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.24%	6.00%	38.35%	0.00%	0.00%	2.68%	130.9	38.50%
货基	1.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	6.00%	31.17%	0.00%	0.00%	1.04%	-32.9	-4.04%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）企业贷款、按揭贷款、票据贴现名义收益率为 2026 年 06 月新发放贷款加权平均利率。

（2）各类债券名义收益率为 2026.09.30 到期收益率；

（3）资本成本=风险权重*资本成本率（取决于各行资本使用效率要求，设为 6%）*资本转换系数（10.5%）；其中各类贷款风险权重采用高级法银行 2025 年披露均值；

（4）平均负债成本率：2026H1 上市银行平均负债成本率；

（5）税收成本=（名义收益率*6%/1.06+（名义收益率/1.06-平均负债成本率）*25%）

（6）信用成本：仅考虑各类贷款信用成本，采用高级法银行 2025 年违约损失率披露均值；

（7）存款派生收益=净息差*存款派生率*（1-所得税率），设企业贷款存款派生率为 60%，按揭贷款为 30%，消费贷为 10%；

（8）综合收益率=名义收益率-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本。

5.3、探讨：零售 RAROC 或低估，谨慎看待资金条线高 RAROC

我们在分部经营效能分析中观察到一个值得深思的现象：2025 年上市银行资金条线利润贡献度系统性抬升，零售条线则在收入、成本两端承压。这一分化并非单纯反映条线经营能力的变化，其中包含 FTP 定价机制下零售核心存款价值向资金条线的结构性转移。

5.3.1、FTP 定价机制与价值转移的底层逻辑

国内银行存贷款FTP普遍以LPR为基准锚构建。LPR反映的是贷款基准收益率，并不包含存款的流动性价值。零售核心存款（尤其是活期存款）具有“粘性高、流失率低、隐含久期长”的特征，其真实经济价值不仅在于低成本，更在于高稳定性——这类长期资金属性使银行能够承担更大的期限错配、获取更高的期限溢价。但在FTP定价中，核心存款往往按偏短期限认定对应LPR价格，且没有额外的流动性溢价补偿，导致存款的稳定性价值未被充分计量，差额通过司库资金摆布体现为资金条线的投资收益。

从分部数据可以清晰看到这一转移轨迹：2025年工商银行零售分部内部利息净收入2661亿元，外部利息净收入仅-5亿元；建设银行零售内部利息净收入2314亿元，外部612亿元——零售条线90%以上利息收入来自内部FTP，FTP定价方式直接决定零售收入基数。资金条线则以FTP价格获得大量低成本稳定资金，2025年六大行资金业务利润同比增长32.3%，其中相当部分是零售核心存款流动性溢价的变现。

5.3.2、零售条线RAROC被低估的三个维度

（1）核心存款流动性溢价未通过FTP充分定价。零售活期存款隐含久期可达3-5年，但实践中多数银行按短期LPR定价且无流动性溢价调整，导致零售存款FTP收入低于真实经济价值，差额沉淀在司库并体现为资金条线收益。

（2）零售贷款资本占用在标准法下偏高。2025年六大行个人住房抵押贷款预期损失率均值约0.62%，公司贷款约1.07%，但标准法下按揭风险权重50%、其他零售75%，未充分反映零售贷款的低风险特征。招行高级法下零售贷款风险权重仅36.29%，说明权重法银行零售资本占用被高估。

（3）公共成本分摊可能偏高。网点、科技系统、品牌等公共品成本简单按收入或资产占比分摊，零售条线可能承担超出实际耗用的份额；零售客户前期投入大、回报周期长，当期RAROC未体现客户终身价值。

5.3.3、资金条线高RAROC的审慎考虑因素

（1）债券投资收益的周期性与可持续性存疑。2024-2025年资金条线的高收益，部分来自利率下行通道的资本利得，随着10Y国债收益率降至1.7%左右的历史低位，债券资本利得空间已大幅收窄，资金条线未来收益增速大概率放缓。此外，监管层对银行债券投资杠杆和久期的约束也在趋严，资金条线通过加杠杆、拉久期获取收益的空间受限。将周期性的资本利得视为可持续的经营能力，可能高估资金条线的长期RAROC。

（2）银行账簿利率风险的经济资本计提相对不足。资金条线持有大量债券投资，承担银行账簿利率风险（IRRBB）。在利率下行周期，债券价格上涨带来资本利得，推高当期利润；但在利率上行周期，债券市值下跌可能造成巨额浮亏。当前分部RAROC测算中，资金条线的经济资本占用主要基于信用风险加权资产，对利率风险的资本计提相对不足。如果将利率风险的经济价值波动纳入考量，资金条线的风险调整后收益将大打折扣。

综上，FTP机制将利率风险与流动性风险从业务条线剥离至司库，零售存款稳定性对应的期限错配收益归资金条线有其合理性，并非单纯的定价偏差。但这也导致分部RAROC的口径存在系统性差异：零售条线RAROC仅反映客户经营能力（定价、风控、成本控制），资金条线RAROC则包含期限错配与交易收益，且后者高度依赖零售存款的稳定性支撑。银行实操中以分条线、分产品RAROC作为资本配置

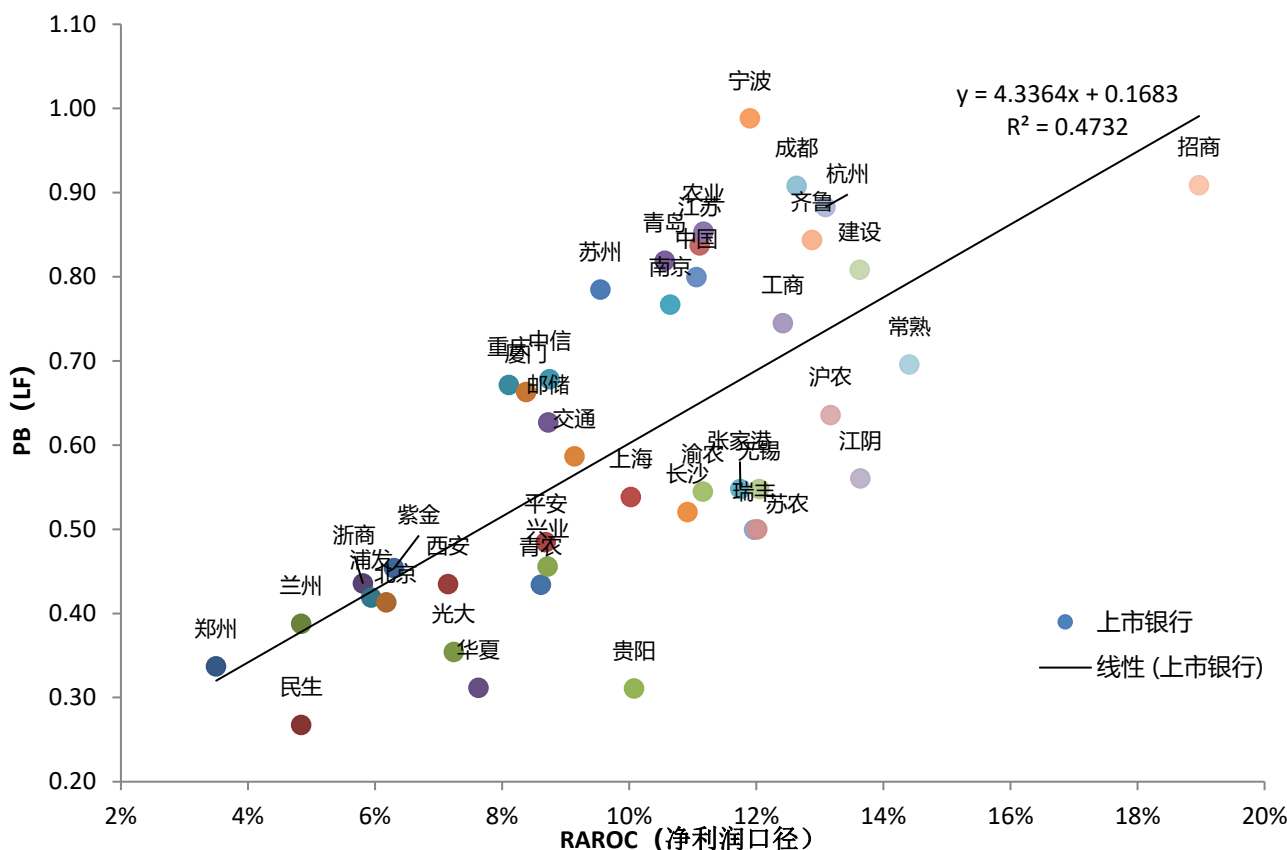
和绩效考核的核心依据，但正因为口径不同，更需在比较前做调整还原——零售存款对全行的真实价值等于零售条线获得的 FTP 利差与资金条线利用稳定存款创造的超额收益之和，仅看零售条线账面 RAROC 会遗漏第二部分贡献。对投资者而言，应穿透分部口径，将零售存款基础带来的综合价值合并评估，避免被短期条线利润分化所误导。

6、投资建议：甄选价值银行

6.1、RAROC 估值锚验证

静态来看，我们以 42 家 A 股上市银行为样本，将 2025 年 RAROC（税后净利润口径）与截至 2026.09.30 的各银行 PB（LF）进行横截面回归，验证 RAROC 与 PB 存在显著正相关关系， $PB = 4.3366 \times RAROC + 0.1683$ ，决定系数 $R^2=0.4732$ 。

图39：上市银行 RAROC 和 PB 的线性关系（2025 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所（RAROC 为各银行 2025 年测算值（净利润口径），PB（LF）数据为截至 2026.09.30）

这意味着，在控制其他因素不变的前提下，RAROC 每提升 1 个百分点，PB 平均抬升约 0.04 倍。以招商银行为例，其 2025 年 RAROC 为 18.97%，对应理论 PB 为 0.99 倍，实际 PB 为 0.91 倍，基本位于回归线附近，市场对其高 RAROC 给予了估值认可。常熟银行 RAROC 14.41%，对应理论 PB 约 0.79 倍，实际 PB 0.70 倍，同样处于合理区间。这验证了我们的核心判断：RAROC 是银行股估值的核心锚定指标，高 RAROC 银行之所以享受估值溢价，本质上是因为其单位资本创造的风险调整后收益更高，能够持续为股东创造超额价值。

$R^2=0.47$ 说明 RAROC 解释了近一半的 PB 横截面差异，尚有约 53%由其他因素

解释。我们对偏离回归线的异常点进行拆解：

实际 PB 显著高于理论值（估值溢价）的银行：宁波银行（RAROC 11.90%，实际 PB 0.99，理论 PB 0.68，溢价 +0.30）受益于优异的成长性和资产质量预期；成都银行（RAROC 12.64%，实际 PB 0.91，理论 PB 0.72，溢价 +0.19）、杭州银行（RAROC 13.09%，实际 PB 0.88，理论 PB 0.74，溢价 +0.15）受益于成渝、浙江区域的高景气度和资产质量优势；农业银行（RAROC 11.17%，实际 PB 0.85，理论 PB 0.65，溢价 +0.20）源于最低成本的负债基础和稳定的高分红。这些银行在 RAROC 之外，具备成长性、红利属性或区域资源等额外估值支撑。

实际 PB 显著低于理论值（估值折价）的银行：沪农商行（RAROC 13.17%，实际 PB 0.64，理论 PB 0.74，折价 -0.10）主要受成长性不足和上海地区机构竞争激烈的压制；华夏银行（RAROC 7.63%，实际 PB 0.31，理论 PB 0.50，折价 -0.19）、光大银行（RAROC 7.24%，实际 PB 0.35，理论 PB 0.48，折价 -0.13）等股份行受历史资产质量包袱影响；贵阳银行（RAROC 10.08%，实际 PB 0.31，理论 PB 0.61，折价 -0.30）受区域经济因素影响。这些银行当期 RAROC 并不很低，但市场对其 RAROC 的可持续性和资产质量趋势存在疑虑，导致估值未能充分反映。

图40：近5年国有行 RAROC 下降 1.78pct，但 PB (LF) 却修复+0.11 倍

银行	RAROC		PB (LF)		银行	RAROC		PB (LF)	
	近5年变化	2025年末	近5年变化	2025年末		近5年变化	2025年末	近5年变化	2025年末
工商银行	-2.53%	12.42%	0.06	0.75	重庆银行	-1.74%	8.11%	0.68	0.68
建设银行	-1.92%	13.63%	0.00	0.72	贵阳银行	-3.47%	10.08%	-0.36	0.34
农业银行	-0.93%	11.17%	0.40	1.00	郑州银行	-3.87%	3.50%	-0.51	0.38
中国银行	-1.10%	11.06%	0.16	0.70	青岛银行	2.05%	10.56%	-0.56	0.66
邮储银行	-2.09%	8.73%	-0.14	0.65	苏州银行	0.43%	9.55%	0.13	0.75
交通银行	-1.99%	9.14%	0.10	0.57	齐鲁银行	2.57%	12.88%	0.73	0.73
招商银行	0.30%	18.97%	-0.82	0.97	兰州银行	-0.93%	4.84%	0.43	0.43
兴业银行	-2.48%	8.72%	-0.30	0.55	西安银行	-5.56%	7.15%	-0.52	0.48
浦发银行	-4.24%	5.94%	0.01	0.57	厦门银行	-2.28%	8.38%	-1.23	0.75
中信银行	0.10%	8.75%	0.06	0.61	渝农商行	0.96%	11.16%	0.00	0.56
民生银行	-1.18%	4.84%	-0.19	0.30	沪农商行	1.60%	13.17%	0.71	0.71
光大银行	-2.15%	7.24%	-0.23	0.41	青农商行	-1.53%	8.61%	-0.63	0.46
平安银行	-0.05%	8.69%	-0.80	0.50	常熟银行	3.93%	14.41%	-0.37	0.79
华夏银行	-0.38%	7.63%	-0.10	0.35	紫金银行	-4.31%	6.30%	-0.59	0.50
浙商银行	-3.00%	5.81%	-0.29	0.47	无锡银行	2.28%	12.05%	-0.39	0.59
北京银行	-3.54%	6.18%	-0.11	0.42	张家港行	2.38%	11.75%	-0.43	0.62
上海银行	-1.14%	10.03%	-0.06	0.61	苏农银行	2.81%	12.02%	-0.21	0.55
江苏银行	1.63%	11.11%	0.07	0.75	江阴银行	2.55%	13.64%	-0.22	0.60
宁波银行	-1.32%	11.90%	-1.25	0.86	瑞丰银行	-1.91%	11.97%	0.58	0.58
南京银行	-2.19%	10.65%	-0.07	0.79	国有行	-1.78%	11.58%	0.11	0.67
杭州银行	3.88%	13.09%	-0.57	0.85	股份行	-1.25%	8.99%	-0.22	0.46
长沙银行	-0.40%	10.92%	-0.31	0.56	城商行	-0.76%	9.90%	-0.23	0.59
成都银行	-0.50%	12.64%	-0.21	0.81	农商行	1.01%	11.66%	-0.18	0.57
上市银行	-1.48%	10.70%	0.00	0.61					

数据来源：Wind、开源证券研究所

RAROC 与 PB 的显著正相关验证了 RAROC 作为估值锚的有效性，但投资者在甄选标的时不能仅看 RAROC 绝对水平，还需结合 RAROC 的可持续性、成长性、

分红率和资产质量趋势综合判断。

动态来看，RAROC 水平是长期估值锚，但无法通过 RAROC 变化做银行股交易择时，上市银行近 5 年的 RAROC 变动和 PB 变动几乎无关，为什么 RAROC 边际改善为何未能驱动估值修复呢？

我们认为，RAROC 边际改善未能驱动估值修复的原因主要有以下三点：

第一，市场担心边际改善的可持续性。江阴银行、张家港行、无锡银行的 RAROC 高点出现在 2022-2023 年，近 3 年已开始回落（江阴-0.16pct、张家港-0.28pct、无锡-0.63pct），市场定价反映的是边际放缓的趋势而非 5 年累计改善。只有苏农银行近 3 年仍在持续改善（+1.33pct），但其改善幅度也在收窄。市场更看重 RAROC 的边际方向而非累计变化，一旦改善动能减弱，估值修复便会停滞。

第二，RAROC 改善的质量差异。部分农商行 RAROC 提升主要来自信用成本下降（拨备计提减少），而非息差企稳或非息收入增长。在净息差持续收窄的背景下，通过少计提拨备来美化利润的做法难以持续，市场对这类改善的认可度较低。相比之下，杭州银行、成都银行的 RAROC 改善源于区域高景气带来的资产规模扩张和资产质量优势，质量更高，市场愿意给予估值溢价。

第三，成长性与分红率的约束。上述农商行普遍面临区域空间饱和、资产增速放缓的问题，RAROC 改善但规模增长乏力，市场担忧未来 EVA（经济增加值）的绝对增长空间。同时，部分农商行分红率低于 30%，低于国有行 30% 以上的分红水平，股东回报的确定性不足，也压制了估值。

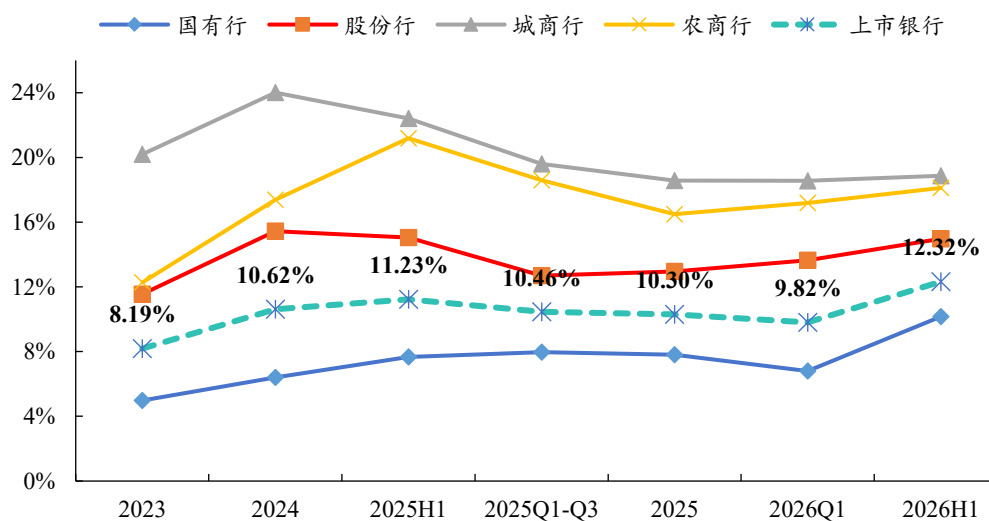
6.2、不同环境下的选股侧重

RAROC 决定长期估值中枢，但银行股短期表现和外部环境关系很大。我们建议根据利率周期和信用周期，切换选股侧重：

6.2.1、利率下行期选“非息效率高+资金能力强”的银行

2026H1 上市银行交易盘收入占营收比重升至 12.32%，较 2023 年提升 4.13pct，交易盘已成为息差之外的重要利润来源。

图41：2026H1 上市银行交易性金融投资收入占比营收提高至 12.32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

利率下行期，应优先选择交易盘收入占比高、自营交易收益率高的银行——这类银行在息差收窄周期里能通过债券配置和司库交易对冲息差负担，盈利韧性更强。但需区分主动交易能力和利率下行的被动估值收益，选股时要看可持续的交易能力而非一次性资本利得。

图42：2026H1 上市银行自营交易盘收益率为3.26%，较2025年提高1.78 pct

银行名称	金融投资占比	FVTPL/总投资	投资净收益/营收	公允价值变动/营收	FVTPL中基金投资占比	交易盘收益率（测算）					
						2025			2026H1		
						基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计	基金分红+买卖价差	持有估值收益	合计
工商银行	33%	5%	7.7%	1.3%	23%	2.12%	0.03%	2.15%	3.03%	1.26%	4.30%
建设银行	30%	7%	7.3%	3.0%	35%	1.15%	-0.40%	0.75%	1.38%	2.87%	4.26%
农业银行	35%	3%	10.8%	-0.1%	13%	1.98%	1.24%	3.23%	2.12%	-0.10%	2.02%
中国银行	26%	8%	2.0%	6.6%	18%	1.96%	-0.35%	1.61%	2.89%	5.96%	8.84%
邮储银行	36%	15%	11.9%	2.0%	77%	1.43%	0.04%	1.47%	1.29%	0.76%	2.06%
交通银行	29%	15%	8.6%	2.1%	32%	1.32%	0.09%	1.41%	2.02%	0.93%	2.95%
招商银行	32%	15%	7.2%	2.6%	30%	2.03%	-0.87%	1.17%	2.41%	1.38%	3.79%
兴业银行	30%	32%	18.4%	1.7%	64%	1.63%	0.60%	2.24%	2.35%	0.37%	2.71%
浦发银行	30%	28%	21.5%	-5.6%	53%	0.78%	0.49%	1.28%	3.64%	-1.22%	2.42%
中信银行	29%	24%	14.6%	0.1%	62%	1.51%	0.02%	1.54%	2.09%	0.03%	2.12%
民生银行	30%	12%	7.3%	7.8%	36%	0.43%	0.60%	1.02%	1.80%	3.56%	5.37%
光大银行	33%	17%	4.1%	5.0%	44%	1.47%	-0.65%	0.82%	1.43%	1.45%	2.88%
平安银行	30%	45%	16.3%	1.9%	18%	1.47%	-0.25%	1.22%	1.93%	0.33%	2.26%
华夏银行	35%	26%	11.1%	8.1%	59%	1.65%	-0.52%	1.12%	1.81%	1.80%	3.61%
浙商银行	29%	24%	16.4%	5.1%	52%	1.63%	-0.37%	1.26%	1.32%	1.40%	2.72%
北京银行	35%	19%	16.9%	3.6%	87%	1.19%	-0.24%	0.96%	1.66%	0.83%	2.49%
上海银行	39%	13%	41.1%	-7.1%	52%	1.66%	-0.58%	1.08%	4.77%	-1.81%	2.96%
江苏银行	41%	24%	14.1%	2.9%	73%	1.44%	-0.07%	1.37%	1.74%	0.52%	2.26%
宁波银行	44%	20%	20.9%	-2.3%	46%	1.53%	-0.12%	1.41%	3.42%	-0.56%	2.85%
南京银行	43%	26%	18.2%	5.5%	40%	1.89%	-0.39%	1.50%	1.40%	0.99%	2.38%
杭州银行	44%	14%	11.2%	0.8%	55%	2.20%	-0.80%	1.40%	2.33%	0.25%	2.57%
长沙银行	41%	29%	20.7%	-0.5%	48%	2.47%	-0.70%	1.77%	2.61%	-0.08%	2.53%
成都银行	29%	10%	10.4%	-2.7%	91%	1.33%	0.02%	1.34%	1.81%	-1.30%	0.51%
重庆银行	36%	13%	7.2%	0.7%	51%	1.71%	-0.87%	0.84%	1.75%	0.21%	1.97%
贵阳银行	41%	31%	12.1%	3.3%	61%	1.62%	-0.69%	0.92%	1.86%	0.53%	2.39%
郑州银行	30%	16%	16.1%	-0.5%	35%	1.69%	-0.69%	1.00%	2.98%	-0.17%	2.81%
青岛银行	40%	25%	14.2%	-0.3%	52%	1.65%	-0.17%	1.48%	2.57%	-0.06%	2.51%
苏州银行	38%	25%	16.4%	1.3%	63%	1.44%	-0.45%	0.98%	2.26%	-0.21%	2.05%
齐鲁银行	44%	13%	9.9%	2.4%	65%	1.70%	-0.95%	0.75%	1.28%	0.76%	2.03%
兰州银行	34%	18%	20.7%	-0.8%	45%	0.24%	-0.56%	-0.32%	2.47%	-0.17%	2.29%
西安银行	36%	27%	17.5%	-4.5%	70%	0.79%	-0.84%	-0.05%	3.81%	-1.09%	2.72%
厦门银行	31%	25%	9.4%	10.1%	55%	0.84%	-0.16%	0.67%	0.90%	1.78%	2.68%
渝农商行	41%	14%	7.6%	1.9%	58%	1.76%	-0.87%	0.89%	1.96%	0.67%	2.64%
沪农商行	36%	12%	15.0%	1.7%	47%	2.28%	0.36%	2.63%	2.01%	0.72%	2.73%
青农商行	33%	33%	10.8%	7.8%	66%	1.77%	-1.28%	0.48%	1.03%	1.66%	2.69%
常熟银行	27%	10%	22.2%	-4.0%	84%	2.00%	-0.54%	1.46%	6.40%	-4.45%	1.95%
紫金银行	22%	6%	20.4%	1.0%	0%	1.39%	-1.34%	0.05%	2.68%	2.32%	4.99%
无锡银行	30%	11%	27.9%	0.6%	77%	1.37%	-0.14%	1.23%	2.64%	0.37%	3.01%
张家港行	27%	20%	32.4%	1.7%	86%	7.10%	0.78%	7.88%	5.08%	0.71%	5.78%
江阴银行	33%	30%	34.9%	2.1%	29%	0.99%	-0.16%	0.83%	1.72%	0.39%	2.10%
苏农银行	28%	14%	29.8%	2.6%	73%	2.38%	-1.14%	1.24%	1.96%	1.18%	3.14%
瑞丰银行	33%	11%	14.7%	3.0%	48%	1.64%	-0.54%	1.10%	1.85%	1.25%	3.10%
国有行	31%	7%	7.7%	2.5%	36%	1.66%	0.06%	1.72%	2.11%	2.02%	4.13%
股份行	31%	24%	12.7%	2.2%	48%	1.42%	-0.03%	1.39%	2.27%	0.64%	2.91%
城商行	39%	20%	18.3%	0.6%	60%	1.59%	-0.36%	1.23%	2.33%	0.13%	2.45%
农商行	35%	15%	16.4%	1.7%	57%	2.06%	-0.51%	1.54%	2.12%	0.66%	2.78%
上市银行	32%	12%	10.1%	2.2%	46%	1.56%	-0.08%	1.48%	2.22%	1.04%	3.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：交易盘投资收益率测算为来自于FVTPL中的投资收益/FVTPL平均余额）

6.2.2、信用风险暴露期选“信用成本低+超额拨备厚”的银行

我们将超额贷款拨备定义为对贷款计提的拨备-第三阶段贷款余额，超额金融投资拨备定义为对金融投资计提拨备-第三阶段金融投资余额。

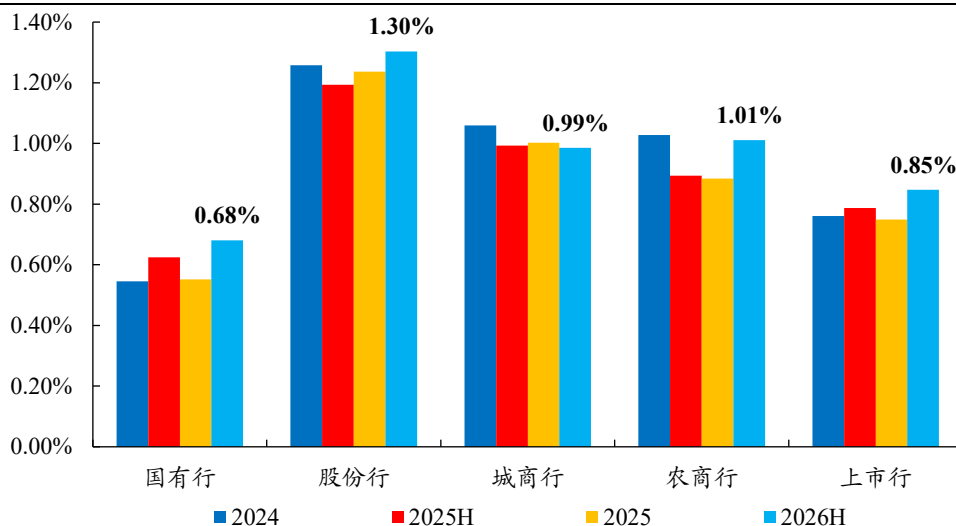
表18：2026H1 国有行超额拨备/当年净利润升至 165%，股份行安全垫最薄（亿元）

银行名称	超额贷款拨备		超额投资拨备		超额拨备合计/当年净利润	
	2025 年	2026H1	2025 年	2026H1	2025 年	2026H1
工商银行	4533	4842	414	441	134%	152%
建设银行	4846	5256	172	212	148%	161%
农业银行	6613	6837	222	234	235%	242%
中国银行	2891	3047	52	45	121%	125%
邮储银行	1170	1182	76	69	143%	121%
交通银行	1268	1266	23	27	135%	135%
招商银行	1990	2003	169	176	144%	143%
浦发银行	658	687	-48	-56	122%	102%
兴业银行	804	740	15	21	106%	93%
中信银行	713	728	-123	-113	84%	82%
民生银行	125	133	-178	-159	-17%	-7%
光大银行	177	168	-48	-43	33%	34%
平安银行	415	-169	-30	-42	90%	-41%
华夏银行	65	68	-81	-47	-6%	11%
浙商银行	105	121	-246	-262	-109%	-90%
北京银行	309	307	310	293	308%	189%
上海银行	132	123	-1	-1	54%	46%
江苏银行	460	461	22	9	140%	107%
南京银行	249	258	13	13	120%	99%
宁波银行	359	404	19	23	129%	129%
杭州银行	325	328	117	96	232%	165%
长沙银行	129	138	1	2	160%	153%
成都银行	191	199	16	16	156%	156%
重庆银行	83	94	5	6	156%	141%
贵阳银行	73	77	5	5	149%	175%
青岛银行	74	86	14	13	170%	137%
齐鲁银行	102	106	14	27	203%	209%
郑州银行	-104	-103	-101	-91	-1080%	-578%
苏州银行	98	94	11	9	203%	152%
兰州银行	46	49	0	0	249%	284%
西安银行	22	16	3	3	94%	63%
厦门银行	31	34	4	3	134%	148%
沪农商行	169	139	8	7	143%	103%
渝农商行	228	226	11	1	197%	139%
青农商行	58	42	1	1	190%	98%
紫金银行	21	18	-3	-3	148%	84%
无锡银行	42	42	7	6	209%	171%
苏农银行	33	29	0	0	163%	119%
江阴银行	25	29	2	2	131%	174%
瑞丰银行	28	25	-3	-1	130%	130%
常熟银行	66	67	7	9	173%	175%
张家港行	30	31	6	6	179%	181%
国有行	21322	22431	960	1027	156%	165%
股份行	5053	4480	-569	-525	90%	74%
城商行	2579	2670	453	424	147%	122%
农商行	700	649	36	28	170%	130%
上市银行	29653	30229	879	954	140%	138%

数据来源：企业预警通、Wind、开源证券研究所

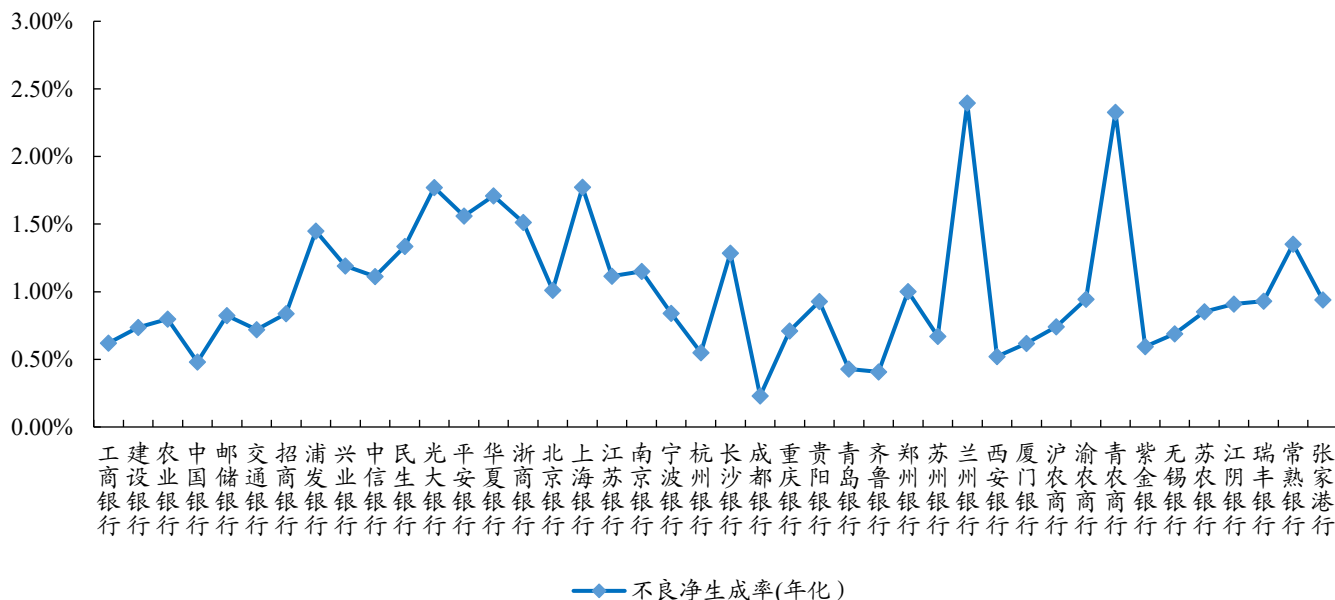
2026H1 上市银行超额拨备合计对年化净利润的覆盖倍数约 138%，与 2025 年 140% 基本持平，但板块分化显著。国有行安全垫最厚：尽管大行拨备覆盖率较 2025 年高点有所回落，但超额拨备绝对规模仍达 2.35 万亿元，对年化净利润覆盖倍数约 165%，显著高于其他板块。城商行（147%→122%）、农商行（170%→130%）2026H1 消耗前期积累更快，安全垫回吐幅度更大。

图43：2026H1 测算国有行年化不良净生成率 0.68% 为各板块最低



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：不良生成为加回核销后，贷款平均余额取[期初+期末]/2）

图44：2026H1 成都银行测算年化不良净生成率 0.23% 为上市银行最低



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：不良生成为加回核销后，贷款平均余额取[期初+期末]/2）

结合年化不良净生成率交叉验证，拨备厚且不良生成已企稳者，盈利韧性才真正扎实。从二维分布看，农业银行（242%/0.80%）、建设银行（161%/0.74%）、工商银行（152%/0.62%）既具备 1.5–2.4 倍的利润安全垫，年化不良生成率又低于 1%；城商行中成都银行（156%/0.23%，不良生成率行业最低）、齐鲁银行（209%/0.41%）、杭州银行（165%/0.55%）同时满足“厚拨备 + 低不良生成”两个条件，是这一阶段的优选标的。



经济复苏期息差弹性看两点：一是贷款定价绝对水平高（零售小微占比高、浮动定价深，如南京、长沙、常熟），二是存贷款重定价期限差为负且缺口深（贷款重定价快于存款、成本刚性），叠加权益乘数高把 NIM 改善放大到 ROE 上（如交行 16.5x、浙商 17.5x）。三维交叉下成都银行最为均衡（3.89%/-0.64/14.5x），南京、长沙次之；国有行里农行弹性相对占优。

	贷款平均收益率		贷款与存款重定价期限差		权益乘数	
	2025A	2026H1	2025A	2026H1	2025A	2026H1
工商银行	2.81	2.64	-0.42	-0.42	12.52	13.10
建设银行	2.84	2.68	-0.39	-0.37	12.38	12.34
农业银行	2.88	2.73	-0.39	-0.39	15.04	15.31
中国银行	2.76	2.59	-0.30	-0.27	11.96	12.40
交通银行	3.03	2.86	-0.27	-0.28	16.07	16.53
邮储银行	3.17	2.96	-0.30	-0.32	12.14	12.47
招商银行	3.34	3.11	-0.23	-0.22	10.20	10.19
兴业银行	3.59	3.32	-0.33	-0.33	12.14	11.93
浦发银行	3.35	3.19	-0.14	-0.17	12.23	12.38
中信银行	3.67	3.41	-0.21	-0.23	11.95	11.66
民生银行	3.42	3.24	-0.13	-0.03	11.14	10.86
平安银行	3.87	3.64	-0.19	-0.15	11.80	11.79
光大银行	3.60	3.37	-0.42	-0.40	10.75	11.00

华夏银行	3.88	3.56	-0.08	0.02	11.85	12.32
浙商银行	3.78	3.45	-0.04	-0.04	16.79	17.48
北京银行	3.33	3.13	-0.24	-0.19	13.04	11.58
上海银行	3.19	2.94	-0.21	-0.13	12.90	12.75
江苏银行	4.27	3.92	0.01	0.24	14.11	15.43
宁波银行	4.23	3.86	0.05	0.06	14.59	13.85
南京银行	4.48	4.27	-0.24	-0.22	14.37	14.57
杭州银行	3.65	3.38	-0.07	-0.07	14.48	14.20
长沙银行	4.50	4.30	-0.16	-0.21	15.40	15.54
成都银行	3.96	3.89	-0.63	-0.64	14.08	14.50
贵阳银行	4.45	4.26	0.39	0.28	15.66	15.67
重庆银行	4.27	4.14	0.21	0.07	10.39	10.54
郑州银行	3.94	3.80	-0.24	-0.23	13.08	13.46
青岛银行	4.14	3.86	-0.25	-0.31	16.22	15.94
苏州银行	3.51	3.31	-0.13	-0.10	12.46	13.19
齐鲁银行	3.87	3.57	-0.35	-0.18	14.99	14.70
西安银行	4.76	4.66	-0.22	-0.14	14.81	14.62
厦门银行	3.63	3.36	0.05	-0.13	13.40	13.32
兰州银行	4.28	3.96	0.37	0.43	13.21	14.33
渝农商行	3.64	3.53	-0.12	-0.17	11.96	12.06
沪农商行	3.18	2.92	-0.59	-0.61	12.00	11.99
青农商行	3.92	3.65	-0.33	-0.46	11.15	11.56
常熟银行	5.18	4.78	0.17	-0.19	12.05	11.97
无锡银行	3.57	3.23	-0.08	-0.24	14.30	14.06
紫金银行	3.16	3.18	-0.22	-0.42	12.19	12.56
苏农银行	3.37	3.10	-0.27	-0.34	10.98	12.25
张家港行	3.60	3.24	-0.28	-0.29	12.22	12.04
瑞丰银行	3.71	3.31	-0.16	-0.17	11.06	11.23
江阴银行	3.57	3.29	0.07	0.00	12.10	12.36

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.3、RAROC 和银行股必要回报率的对比：寻找可持续的价值创造者

6.3.1、方法论：银行股隐含必要回报率（r）的计算

RAROC 衡量的是银行单位经济资本创造的税后回报，但高 RAROC 本身不等于股东价值——只有当 RAROC 高于股东要求的必要回报率 r 时，银行才真正在创造经济增加值（EVA）。RAROC-r 即为单位经济资本的超额回报，其大小直接影响银行股的估值中枢。

测算的关键是 r 的取值。我们比较了四种方法，①ROE-PB 线性回归反解 PB=1 时 $r=16.3\%$ ，严重高估（低 ROE 银行 PB 有净资产托底，影响线性关系）；②剩余收益模型拟合得 $r=14\%$ ，仍偏高（假设 ROE 永续不变，与 ROE 中枢下移的现实不符）；③DDM 股息贴现 $r = \text{股息率} + 2.5\%$ 永续增长；④CAPM 资本资产定价 $r=Rf + \beta \times ERP$ 。这里，我们稍微解释一下方法②为什么被放弃。

②剩余收益模型： $PB = 1 + (ROE - r) / (r - g)$ ，逻辑可以理解为，如果 $ROE=r$ （银行赚的钱刚好等于股东要求）， $PB=1$ ，市场只给净资产价；如果 $ROE > r$ ， $PB > 1$ ，市场愿意给溢价；如果 $ROE < r$ ， $PB < 1$ ，市场要打折。

把银行板块平均 ROE=9.6%、PB=0.63 代进公式：

$r = [ROE + (PB - 1) \times g] / PB = [9.6\% + (-0.37) \times 2.5\%] / 0.63 = 13.8\%$ ，也就是说，要让“PB=0.63”这个现实在模型里成立，r 必须被推高到 14% 左右——因为模型假设 ROE 永远保持当前的水平不变，但市场给破净价显然不是因为要求 14% 的回报，而是因为：①市场预期 ROE 还会继续下行；②对资产质量和分红可持续性的担忧。模型把这些都算进 r 里了，导致 r 严重高估。

最终采用分类型混合估值：国有大行与全国股份行盈利稳定、分红政策明确、股息率可观测，用 DDM ($r = \text{股息率} + 2.5\%$)；城商行与农商行股息率偏低、区域分化大、DDM 会低估 r，用 CAPM ($R_f = 1.7\%$ 十年国债，ERP=6%，城商行 $\beta = 0.75 \rightarrow r = 6.2\%$ ，农商行 $\beta = 0.70 \rightarrow r = 5.9\%$)。价值分档：RAROC- $r > 5\text{pct}$ 显著创造价值，2-5pct 稳健创造价值，0-2pct 边际创造价值，<0 价值待提升。

表20：参考以下思路，我们对国股行采用 DDM 模型、城农商行 CAPM 模型来计算必要回报率 (r)

方法	公式	核心参数	隐含 r (%)	适用性	局限性
①线性回归反解法	$PB = a + b \times ROE$ 令 $PB=1$ 反解 $r = (1-a)/b$	$a=0.0948$, $b=0.0555$ $R^2=75.5\%$	16.3%	估算	严重高估：样本外推太远。42 家里最高 ROE=15.4% (成都)，最高 PB=0.99 (招行)，从 PB=0.55 外推到 PB=1，直线延长了近一倍，统计上不可靠。低 ROE 银行 PB 有净资产托底，线性关系受影响。
②剩余收益模型	$PB = 1 + (ROE - r) / (r - g)$ 非线性最小二乘拟合	$g=2.5\%$ 全样本拟合	14.15%	估算	仍高估：假设 ROE 永续不变，但市场预期银行 ROE 中枢下移；高 ROE 银行 PB 被压低。
③DDM 股息贴现法	$r = \text{股息率} + g$	$g=2.5\%$ 行业平均股息率 4.3%	6.8%	高股息、盈利稳定银行	低股息银行不适用；假设股息永续增长；国股行最适用。
④CAPM 资本资产定价	$r = R_f + \beta \times ERP$	$R_f = 1.7\%$ $\beta = 0.75$, ERP=6%	6.3%	理论基准、跨行业可比	β 和 ERP 争议较大；未反映银行特异性风险；城农商行适用。
国有大行 (6 家)	DDM	股息率 3.6%-4.6%、盈利稳定、分红政策明确，DDM 参数可观测可验证			
全国股份行 (9 家)	DDM	股息率 4.5%-6.3%、分红稳定，DDM 最适用；低 ROE 行用 DDM 反而 r 合理			
城商行 (17 家)	CAPM	股息率低 (3%-5.5%)、盈利波动大、区域分化明显，DDM 会低估 r；CAPM 用 β 反映系统性风险， $r = 6.2\%$			
农商行 (10 家)	CAPM	股息率偏低、规模小波动大、区域集中度高，CAPM 更合适， $r = 5.9\%$			

数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：A 股 42 家上市银行 RAROC 与隐含必要回报率对比 (国股行 DDM/城农商行 CAPM)

银行名称	类型	ROE(%)	PB(倍)	股息率 (TTM, %)	RAROC(%, 税后)	估值方法	隐含 r (%)	RAROC-r(pct)	价值判断
建设银行	国有行	10.04	0.81	3.65	13.63%	DDM	6.15%	7.48%	显著创造价值
工商银行	国有行	9.45	0.74	3.93	12.42%	DDM	6.43%	5.99%	显著创造价值
农业银行	国有行	10.16	0.85	3.89	11.17%	DDM	6.39%	4.78%	稳健创造价值
中国银行	国有行	8.94	0.80	3.65	11.06%	DDM	6.15%	4.91%	稳健创造价值
交通银行	国有行	8.38	0.59	4.59	9.14%	DDM	7.09%	2.05%	稳健创造价值
邮储银行	国有行	8.67	0.63	4.47	8.73%	DDM	6.97%	1.76%	边际创造价值
招商银行	股份行	13.44	0.91	5.15	18.97%	DDM	7.65%	11.32%	显著创造价值
中信银行	股份行	9.39	0.68	4.50	8.75%	DDM	7.00%	1.75%	边际创造价值
平安银行	股份行	9.15	0.48	5.58	8.69%	DDM	8.08%	0.61%	边际创造价值
兴业银行	股份行	9.15	0.46	6.13	8.72%	DDM	8.63%	0.09%	边际创造价值
光大银行	股份行	7.50	0.35	5.51	7.24%	DDM	8.01%	-0.77%	价值待提升
浦发银行	股份行	8.50	0.42	4.90	5.94%	DDM	7.40%	-1.46%	价值待提升
华夏银行	股份行	6.50	0.31	6.52	7.63%	DDM	9.02%	-1.39%	价值待提升
浙商银行	股份行	6.00	0.44	4.97	5.81%	DDM	7.47%	-1.66%	价值待提升

民生银行	股份行	4.93	0.27	5.63	4.84%	DDM	8.13%	-3.29%	价值待提升
杭州银行	城商行	14.65	0.88	4.30	13.09%	CAPM	6.20%	6.89%	显著创造价值
齐鲁银行	城商行	12.17	0.84	3.99	12.88%	CAPM	6.20%	6.68%	显著创造价值
成都银行	城商行	15.39	0.91	4.98	12.64%	CAPM	6.20%	6.44%	显著创造价值
宁波银行	城商行	13.11	0.99	3.72	11.90%	CAPM	6.20%	5.70%	显著创造价值
江苏银行	城商行	13.14	0.84	5.11	11.11%	CAPM	6.20%	4.91%	稳健创造价值
长沙银行	城商行	10.50	0.52	4.75	10.92%	CAPM	6.20%	4.72%	稳健创造价值
南京银行	城商行	12.04	0.77	4.87	10.65%	CAPM	6.20%	4.45%	稳健创造价值
青岛银行	城商行	12.68	0.82	3.39	10.56%	CAPM	6.20%	4.36%	稳健创造价值
贵阳银行	城商行	8.50	0.31	5.47	10.08%	CAPM	6.20%	3.88%	稳健创造价值
上海银行	城商行	9.00	0.54	5.53	10.03%	CAPM	6.20%	3.83%	稳健创造价值
苏州银行	城商行	10.00	0.78	4.32	9.55%	CAPM	6.20%	3.35%	稳健创造价值
厦门银行	城商行	9.50	0.66	4.15	8.38%	CAPM	6.20%	2.18%	稳健创造价值
重庆银行	城商行	9.50	0.67	4.42	8.11%	CAPM	6.20%	1.91%	边际创造价值
西安银行	城商行	8.00	0.43	2.85	7.15%	CAPM	6.20%	0.95%	边际创造价值
北京银行	城商行	6.11	0.41	6.30	6.18%	CAPM	6.20%	-0.02%	价值待提升
兰州银行	城商行	7.00	0.39	3.62	4.84%	CAPM	6.20%	-1.36%	价值待提升
郑州银行	城商行	3.16	0.34	-	3.50%	CAPM	6.20%	-2.70%	价值待提升
常熟银行	农商行	14.05	0.70	4.12	14.41%	CAPM	5.90%	8.51%	显著创造价值
江阴银行	农商行	10.71	0.56	4.81	13.64%	CAPM	5.90%	7.74%	显著创造价值
沪农商行	农商行	9.50	0.64	5.08	13.17%	CAPM	5.90%	7.27%	显著创造价值
无锡银行	农商行	10.05	0.55	4.32	12.05%	CAPM	5.90%	6.15%	显著创造价值
苏农银行	农商行	10.84	0.50	4.33	12.02%	CAPM	5.90%	6.12%	显著创造价值
瑞丰银行	农商行	10.20	0.50	4.10	11.97%	CAPM	5.90%	6.07%	显著创造价值
张家港行	农商行	10.36	0.55	5.17	11.75%	CAPM	5.90%	5.85%	显著创造价值
渝农商行	农商行	9.00	0.54	5.07	11.16%	CAPM	5.90%	5.26%	显著创造价值
青农商行	农商行	7.94	0.43	4.51	8.61%	CAPM	5.90%	2.71%	稳健创造价值
紫金银行	农商行	6.17	0.45	3.97	6.30%	CAPM	5.90%	0.40%	边际创造价值

数据来源: Wind、开源证券研究所 (PB、股息率为截至 2026.09.30 静态数据, RAROC 为 2025 年净利润口径)

测算说明: DDM: $r = \text{股息率} + g$ ($g = 2.5\%$ 永续增长); CAPM: $r = R_f + \beta \times \text{ERP}$ ($R_f = 1.7\%$ 10 年国债, $\text{ERP} = 6\%$ 市场风险溢价, 城商行 $\beta = 0.75 \rightarrow r = 6.2\%$, 农商行 $\beta = 0.7 \rightarrow r = 5.9\%$); $\text{RAROC} = 2025$ 年报税后口径 (净利润/资本占用); 价值分档: $\text{RAROC} - r > 5\text{pct}$ 显著创造价值, 2pct 稳健创造价值, 0pct 边际创造价值, < 0 价值待提升。

6.3.2、结论: 行业整体创造价值, 但板块内部分化巨大

42 家上市银行 2025 年 RAROC 为 10.7%, 平均隐含 r 约 6.6%, 整体 $\text{RAROC} - r$ 约 4.1pct。但内部分化显著: 16 家显著创造价值 ($> 5\text{pct}$), 11 家稳健创造价值 (2pct), 7 家边际创造价值 (0pct), 8 家价值待提升 ($\text{RAROC} < r$)。

国有行 (6 家) 平均 $\text{RAROC} - r$ 约 4.5pct, 建设银行 (7.5pct)、工商银行 (6.0pct) 显著创造价值, 高股息红利行情, 本质是类债资产, 在利率下行期持续吸引配置盘。

城商行 (17 家) 平均 $\text{RAROC} - r$ 约 3.3pct, 杭州 (6.9pct)、齐鲁 (6.7pct)、成都 (6.4pct)、宁波 (5.7pct) 显著创造价值, 这类银行深度绑定区域高景气经济体, 资产质量较佳, 负债端依托地方财政与企业结算沉淀低成本存款, ROE 领先行业。

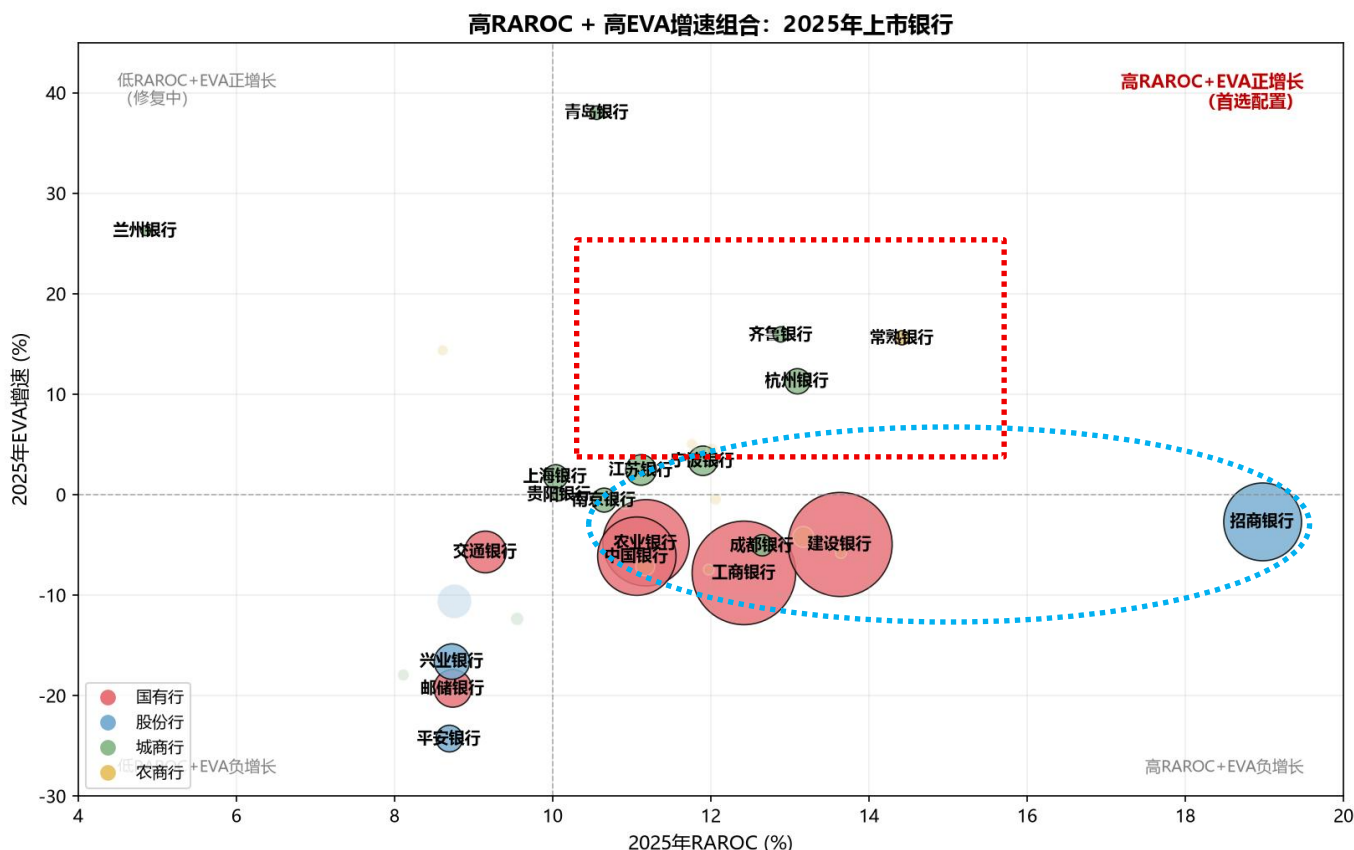
股份行 (9 家) 平均 $\text{RAROC} - r$ 仅 0.7pct, 除招商银行领先行业外, 板块整体压力较大。农商行 (10 家) 账面平均 $\text{RAROC} - r$ 达 5.6pct, 8 家进入“显著创造价值档”但这一读数需审慎看待。核心问题在于资本使用效率或偏低: 资本充足率在 14%-16% 区间, 显著高于 10.5% 的监管底线, 超额资本长期闲置, 既未用于扩表生息,

也未通过分红返还股东。RAROC 测算中分母取的是最低监管资本要求，并未计入这部分超额资本占用，导致账面 RAROC 系统性高估。叠加存款流失压力以及监管对跨区域经营的限制、规模扩张天花板受限，高 RAROC 的持续难度较大。

6.4、寻找“高 RAROC+高 EVA 增速”组合

RAROC 是回报率指标，容易陷入“高 RAROC 但不扩表”的误区，可以结合 EVA（经济增加值，规模指标），衡量银行创造的绝对股东价值，筛选高“RAROC+高 EVA 增速”的价值银行。

图46: RAROC-EVA 双维象限：2025 年上市银行首选配置标的定位



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.5、衡量 RAROC 质量：构建覆盖中小银行的全体系统打分卡

6.5.1、打分卡构建

进一步拓宽视角，我们以 RAROC 表现为切入点，探讨如何在中小银行中筛选相对优质主体。样本主体选取方面，以截至 2025 年末资产规模不低于 2000 亿元、且市场仍有存续债券的城商行、农商行、民营银行及外资银行作为筛选口径。考虑到内蒙古农村商业银行、海南农村商业银行，数据缺失较多，予以剔除。根据企业预警通数据统计，共得到 112 家样本银行。样本数据区间方面，设定为 2021-2025 年。

按照 RAROC 绝对水平、RAROC 质量、RAROC 趋势三个维度对样本行的表现设置打分卡，并按照 4: 3: 3 的权重对每家银行的表现情况综合赋分。打分明细准则具体如下：

（1）RAROC 绝对水平：

RAROC 本文主要探讨的重要指标，是衡量考虑银行风险后单位经济资本创造价值的能力，以 2025 年样本截面数据从大到小排列，上、下三分位数作为临界值，若银行 RAROC 大于上分位数，赋分 3；若小于下分位数，赋分 1；否则为 2。

（2）RAROC 质量：

在 RAROC 绝对水平的基础上，我们从息差稳定性、资产质量、盈利结构、资本厚度、流动性五个方面，细化拆解各家银行 RAROC 真实表现质量底色。

① **息差稳定性：**这里测算银行净息差在 2021-2025 年间累计下行幅度来衡量息差稳定性程度，对净息差进行逐年同比比较，仅保留净息差较上年收缩的年份，将其下行幅度加总得到累计值；息差回升年份不纳入计算。该指标的构建逻辑在于，标准差等对称波动指标会将息差上行误判为风险，而累计下行幅度仅聚焦息差单边恶化的风险暴露，更能反映银行净息差的真实承压程度与趋势稳定性。将样本银行测算所得的累计下行幅度从大到小排序，若银行累计下行幅度小于下分位数，赋分 3；若大于下分位数，赋分 1；否则为 2。

② **资产质量：**主要从不良贷款率与拨备覆盖率两个维度刻画银行的资产质量。根据《商业银行风险监管核心指标》要求，不良率上限为 5%，但当不良率整体突破 2% 时，银行实际面临的信用风险已处于较高水平；拨备覆盖率方面，2018 年原银监会《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》将统一标准由 150% 下调至 120%-150% 的区间，本文取区间上限 150% 作为基准，取值更为审慎，隐含一定的压力测试含义。赋分规则如下：不良率低于 1.2% 且拨备覆盖率高于 250% 的，赋分为 3；不良率高于 2% 或拨备覆盖率低于 150% 的，赋分为 1；否则为 2。

③ **盈利结构：**银行盈利可拆分为净利息收入、手续费及佣金净收入与其他非利息收入（含债券买卖形成的投资收益）三部分，其中前两类可视为银行的核心营收，盈利稳定性较强。这里重点考察以中间业务为代表的轻资本业务的盈利能力，采用手续费及佣金净收入占营业收入的比重加以度量。赋分规则与前文一致：以样本截面数据的上、下三分位数为临界值，占比高于上分位数的赋分为 3，低于下分位数的赋分为 1，其余赋分为 2。

④ **资本厚度：**选取银行核心一级资本充足率作为观察指标，按照监管资本要求，计算每家银行核心一级资本安全边际（核心一级资本充足率-监管底线）。需要特别说明的是，样本银行中的北京银行、江苏银行、宁波银行、上海银行与南京银行同属国内系统重要性银行第一组，需要在监管底线基础上附加 0.25pct 的资本要求，故其适用的监管底线相应上调。赋分规则如下：资本安全边际高于 3pct 的，赋分为 3；低于 1pct 的，赋分为 1；否则为 2。

⑤ **流动性：**《商业银行流动性风险管理办法》规定，资产规模不低于 2000 亿元的商业银行应当披露流动性覆盖率（LCR）与净稳定资金比例（NSFR）。但现实中部分中小银行上述指标数据缺失，为保证样本间可比，本节统一采用存贷比度量银行的流动性风险。存贷比反映银行贷款与存款的匹配程度，该比率越高，说明资产端期限错配越严重、负债端稳定性越弱，银行面临的流动性压力越大。赋分规则与前文一致，以样本截面数据的上、下三分位数为临界值：存贷比低于下三分位数的赋分为 3，高于上三分位数的赋分为 1，否则为 2。

(1) RAROC 运行趋势:

采用纵向分析方法考察样本银行 RAROC 随时间的演变方向。以时间序号为自变量、样本银行 RAROC 为因变量进行线性回归,以回归直线的斜率作为趋势判据:斜率大于 0.5%判定为上行,斜率小于-0.5%判定为下行,否则为震荡。为控制异常值干扰,剔除 2021 年样本后重复上述做法。最终综合两次回归的判定结果确定样本银行 RAROC 的运行方向;若两次判定不一致,则进行主观修正。

表22: 发债中小银行打分卡设计方法, RAROC 绝对水平、质量及趋势各占权重 40%、30%、30%

评价维度	跟踪指标	算法	判别准则	得分 3	得分 2	得分 1
RAROC 绝对水平(40%)	RAROC	$RAROC = \text{净息差} \times \text{资产周转效率} \times \text{资本杠杆} \times (1 - \text{成本收入比} - \text{信用损失比})$	从大到小排列,以三分位数为分割点,将 2025 期数据划分为三个区间	> 上分位数	else	< 下分位数
RAROC 质量 (30%)	息差稳定性	累计下行幅度: 2021-2025 期间每年息差下行幅度的累计加总	从大到小排列,以三分位数为分割点,将 2025 期数据划分为三个区间	< 下分位数	else	> 上分位数
	资产质量	不良率+拨备覆盖率综合	-	不良率<1.2% 且 拨备覆盖率>250%	else	不良率>2% 或 拨备覆盖率<150%
	盈利结构	手续费净收入占比: 手续费净收入/营收 (非息中最稳定的部分)	从大到小排列,以三分位数为分割点,将 2025 期数据划分为三个区间	> 上分位数	else	< 下分位数
	资本厚度	资本安全边际: 核心一级资本充足率-监管底线	-	>3pct	else	<1pct
	流动性	资负流动性程度: 存贷比	从大到小排列,以三分位数为分割点,将 2025 期数据划分为三个区间	< 下分位数	else	> 上分位数
RAROC 运行趋势 (30%)	区间斜率	近 5 年 RAROC 变动斜率+近 4 年 RAROC 变动斜率综合判断	①分别对近 5 年、近 4 年 RAROC 运行方向做判断,若斜率 > 0.5%,上行;若斜率 < -5%,下行;否则为震荡 ②然后进行综合判断、主观修正判定	上行	震荡	下行

数据来源: 开源证券研究所

数据来源：Wind、企业预警通、开源证券研究所（注：第一象限为RAROC绝对评分得分为3的主体）

本小节重点考察二永债的择券价值。根据个券中债估值行权收益率-同期限国开债收益率曲线，测算个券信用利差；再以存续余额为权重加权平均，得到各家银行二永债的平均信用利差，并与RAROC评分交叉比对，以刻画收益与资本占用的匹配关系。

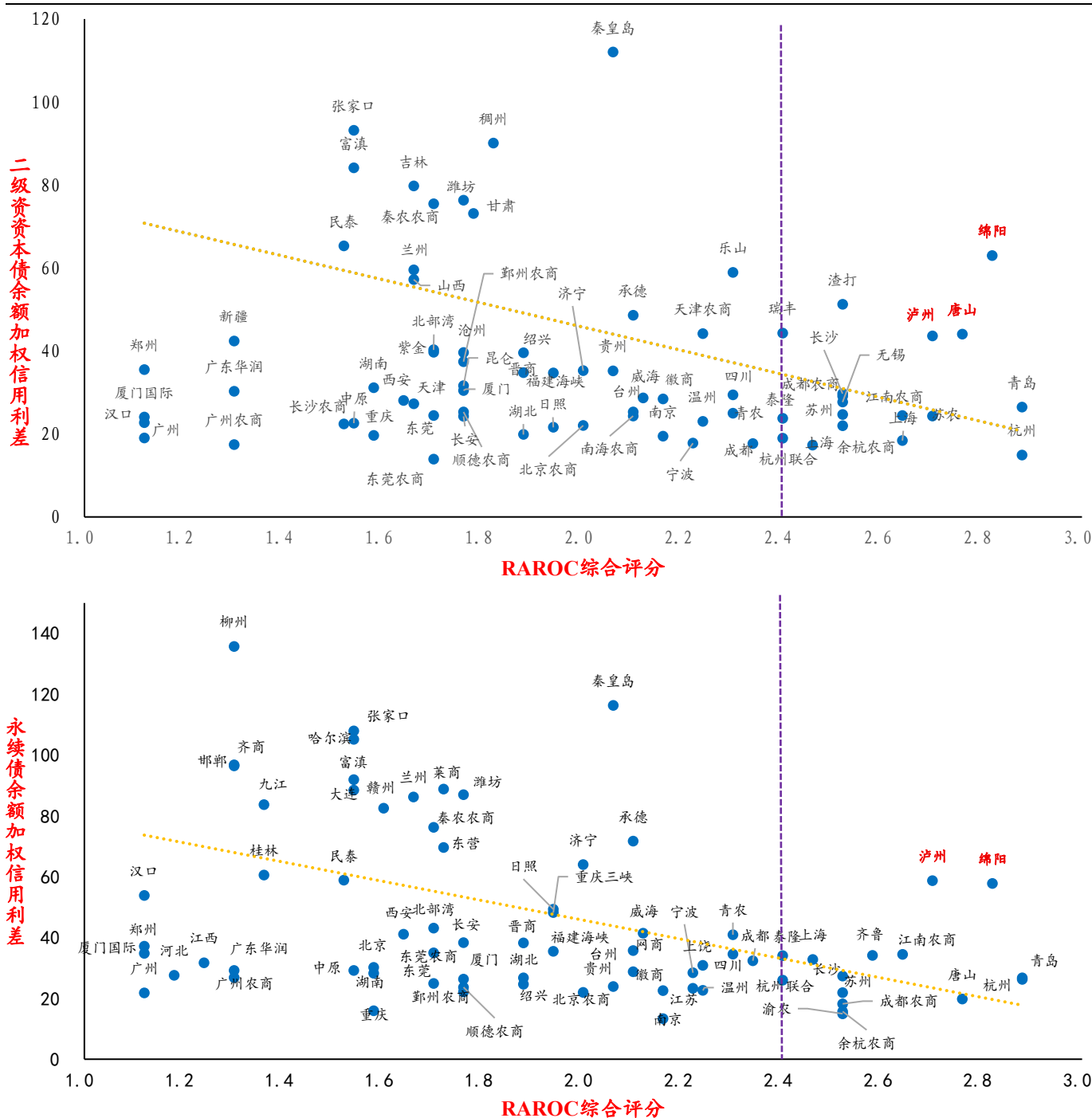
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图48：发债中小银行打分结果展示

银行名称	RAROC	综合得分	(1)	(2)	(3)	银行名称	RAROC	综合得分	(1)	(2)	(3)		
			RAROC绝对水平	RAROC质量	RAROC趋势				RAROC绝对水平	RAROC质量	RAROC趋势		
汇丰银行(中国)	19.88%	3.00	3	3	↑	3	甘肃银行	1.72%	1.78	1	2.6	→	2
杭州银行	14.88%	2.88	3	2.6	↑	3	蒙商银行	3.04%	1.78	1	2.6	→	2
青岛银行	13.09%	2.88	3	2.6	↑	3	长安银行	6.99%	1.76	2	1.2	→	2
绵阳商行	14.86%	2.82	3	2.4	↑	3	顺德农商行	8.74%	1.76	2	2.2	↓	1
常熟银行	18.37%	2.76	3	2.2	↑	3	昆仑银行	6.55%	1.76	2	2.2	↓	1
唐山银行	13.37%	2.76	3	2.2	↑	3	厦门银行	9.03%	1.76	2	2.2	↓	1
江阴银行	15.80%	2.76	3	2.2	↑	3	潍坊银行	7.55%	1.76	2	2.2	↓	1
苏农银行	14.08%	2.70	3	2	↑	3	沧州银行	7.26%	1.76	2	2.2	↓	1
泸州银行	15.65%	2.70	3	2	↑	3	鄞州农商行	10.43%	1.76	2	2.2	↓	1
沪农商行	16.38%	2.64	3	2.8	→	2	乌鲁木齐银行	7.96%	1.76	2	2.2	↓	1
江南农商行	13.58%	2.64	3	1.8	↑	3	东营银行	3.74%	1.72	1	2.4	→	2
齐鲁银行	13.38%	2.58	3	2.6	→	2	莱商银行	3.88%	1.72	1	2.4	→	2
渝农商行	13.12%	2.52	3	2.4	→	2	东莞农商行	8.45%	1.70	2	2	↓	1
长沙银行	14.02%	2.52	3	2.4	→	2	东莞银行	6.94%	1.70	2	2	↓	1
成都农商行	12.26%	2.52	3	2.4	→	2	北部湾银行	9.90%	1.70	2	2	↓	1
苏州银行	12.31%	2.52	3	2.4	→	2	泰农农商行	8.07%	1.70	2	2	↓	1
渣打银行(中国)	11.38%	2.52	3	2.4	→	2	紫金银行	7.71%	1.70	2	2	↓	1
无锡银行	13.29%	2.52	3	2.4	→	2	天津银行	5.37%	1.66	1	2.2	→	2
余杭农商行	14.01%	2.52	3	2.4	→	2	吉林银行	4.66%	1.66	1	2.2	→	2
上海银行	12.04%	2.46	3	2.2	→	2	兰州银行	5.21%	1.66	1	2.2	→	2
杭州联合银行	13.66%	2.40	3	2	→	2	山西银行	1.54%	1.66	1	2.2	→	2
泰隆商行	19.66%	2.40	3	2	→	2	天津滨海农商行	5.08%	1.66	1	2.2	→	2
瑞丰银行	12.51%	2.40	3	2	→	2	西安银行	7.15%	1.64	2	1.8	↓	1
成都银行	15.20%	2.34	3	1.8	→	2	广东粤农银行	1.48%	1.60	1	2	→	2
张家港行	13.63%	2.34	3	1.8	→	2	赣州银行	5.68%	1.60	1	2	→	2
四川银行	8.82%	2.30	2	2	↑	3	北京银行	6.70%	1.58	2	1.6	↓	1
青农商行	8.52%	2.30	2	2	↑	3	重庆银行	10.09%	1.58	2	1.6	↓	1
乐山市商业银行	10.51%	2.30	2	2	↑	3	湖南银行	9.92%	1.58	2	1.6	↓	1
温州银行	7.07%	2.24	2	1.8	↑	3	中原银行	3.40%	1.54	1	1.8	→	2
天津农商行	10.72%	2.24	2	2.8	→	2	盛京银行	1.48%	1.54	1	1.8	→	2
上饶银行	9.72%	2.24	2	1.8	↑	3	哈尔滨银行	0.98%	1.54	1	1.8	→	2
江苏银行	13.68%	2.22	3	2.4	↓	1	大连银行	1.52%	1.54	1	1.8	→	2
宁波银行	13.44%	2.22	3	2.4	↓	1	富滇银行	4.89%	1.54	1	1.8	→	2
徽众银行	30.43%	2.22	3	2.4	↓	1	龙江银行	2.95%	1.54	1	1.8	→	2
南京银行	13.27%	2.16	3	2.2	↓	1	张家口银行	3.45%	1.54	1	1.8	→	2
徽商银行	13.75%	2.16	3	2.2	↓	1	民泰商行	7.49%	1.52	2	1.4	↓	1
佛山农商行	11.79%	2.16	3	2.2	↓	1	长沙农商行	8.08%	1.52	2	1.4	↓	1
威海银行	9.36%	2.12	2	2.4	→	2	东亚银行(中国)	0.73%	1.48	1	2.6	↓	1
深圳农商行	12.76%	2.10	3	2	↓	1	天府银行	3.03%	1.48	1	1.6	→	2
浙江网商银行	14.22%	2.10	3	2	↓	1	宁夏银行	4.31%	1.48	1	1.6	→	2
台州银行	15.92%	2.10	3	2	↓	1	九江银行	3.26%	1.36	1	2.2	↓	1
南海农商行	13.05%	2.10	3	2	↓	1	桂林银行	4.91%	1.36	1	1.2	→	2
承德银行	11.66%	2.10	3	2	↓	1	广州农商行	2.39%	1.30	1	2	↓	1
贵州银行	11.17%	2.06	2	2.2	→	2	广东华润银行	0.39%	1.30	1	2	↓	1
秦皇岛银行	6.89%	2.06	2	2.2	→	2	齐商银行	3.38%	1.30	1	2	↓	1
贵阳银行	12.06%	2.04	3	1.8	↓	1	柳州银行	4.82%	1.30	1	2	↓	1
北京农商行	11.32%	2.00	2	3	↓	1	邯郸银行	4.01%	1.30	1	2	↓	1
济宁银行	8.16%	2.00	2	2	→	2	新疆银行	3.38%	1.30	1	2	↓	1
日照银行	8.27%	1.94	2	1.8	→	2	江西银行	1.78%	1.24	1	1.8	↓	1
重庆三峡银行	7.10%	1.94	2	1.8	→	2	河北银行	5.65%	1.18	1	1.6	↓	1
福建海峡银行	6.20%	1.94	2	1.8	→	2	武汉农商行	0.00%	1.18	1	1.6	↓	1
晋商银行	6.22%	1.88	2	2.6	↓	1	华兴银行	2.77%	1.18	1	1.6	↓	1
湖北银行	7.25%	1.88	2	1.6	→	2	厦门国际银行	1.08%	1.12	1	1.4	↓	1
绍兴银行	9.68%	1.88	2	1.6	→	2	广州银行	0.68%	1.12	1	1.4	↓	1
稠州商行	6.78%	1.82	2	2.4	↓	1	郑州银行	3.84%	1.12	1	1.4	↓	1
中山农商行	9.52%	1.82	2	2.4	↓	1	汉口银行	1.00%	1.12	1	1.4	↓	1

数据来源：Wind、企业预警通、开源证券研究所

图49：样本行二永债信用利差与RAROC分布情况（单位：bp）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、债券估值截至 2026.09.30；2、盛京银行、广东华兴银行、天津滨海农商行二级资本债信用利差分别为 423.78b、208.06bp、222.89bp，未展示在图中；3、广东华兴银行永续债信用利差约为 305.85bp，未展示在图中）

6.6、小结：基于RAROC框架的价值银行甄选逻辑

本文构建的RAROC五因子分析框架，核心是穿透银行表观盈利，回归风险调整后“单位资本创造股东价值”的本源，为高度分化的银行板块提供可量化、可验证的选股锚，综合全篇测算与验证，我们按四层递进逻辑，筛选价值银行受益标的池：

(1) 先看价值创造底线，选择 RAROC 持续跑赢股东必要回报率的价值主体。高 RAROC 本身不等于股东回报，只有 RAROC 高于对应板块隐含必要回报率(r)的银行，才真正在创造经济增加值(EVA)。从测算结果看，板块内跨出显著价值创造门槛($RAROC-r>5pct$)的受益标的：国有大行中的**建设银行、工商银行**，城商行中的**杭州银行、齐鲁银行、成都银行、宁波银行**，以及股份行中唯一跑赢板块平均的**招商银行**。稳健创造价值($RAROC-r>2pct$)中排序较高的有**农业银行、中国银行、江苏银行、长沙银行、青岛银行**等。

(2) 再甄别 RAROC 质量，剔除依赖拨备调节、一次性收益堆出的“虚高回报”。市场高度重视 RAROC 持续性：如果 RAROC 提升主要来自拨备计提减少，而非息差企稳或规模扩张，即便短期利润好看，也难以获得估值认可。杭州银行、江苏银行这类标的的 RAROC 改善，深度绑定长三角核心区的高景气产业集群，依托地方财政与企业结算沉淀低成本存款，是真实可持续的经营能力带来的回报提升，也是支撑其估值溢价的核心。

(3) 做增长维度验证，锁定“高 RAROC+高 EVA 增速”的最优组合。单看 RAROC 容易陷入“高回报但规模不增长”的误区，叠加 EVA 增速维度后，我们在已通过价值门槛和质量验证的标的中，进一步筛选出具备资本回报厚度、又兼具绝对价值创造持续扩张的受益标的：**杭州银行、常熟银行、江苏银行、齐鲁银行、宁波银行**。这五家银行正好落在“高 RAROC+EVA 正增长”的首选配置象限，是板块内攻守兼备的成长主力；国有大行和招商银行可作补充选择，这类标的虽然 EVA 增速弹性略逊于高景气区域城商行，但 RAROC 水平扎实、价值创造确定性经过完整周期验证。

(4) 做周期动态适配，根据宏观环境切换选股侧重提升组合适应性。RAROC 决定长期估值中枢，但短期银行股表现与宏观环境高度绑定。利率下行周期，**国有行及南京银行、宁波银行、长沙银行**等凭借资金业务贡献，能通过交易盘收益对冲息差收窄压力；信用风险暴露阶段，**农业银行、成都银行**凭借超 150%的超额拨备覆盖倍数、低于 0.8%的不良净生成率，盈利韧性表现突出；经济复苏阶段，**杭州银行、江苏银行、苏州银行**等凭借较高的贷款定价和重定价弹性，或将率先受益于息差企稳和信贷需求回升，获取成长弹性。在股份行赛道，**招商银行**凭借深厚的零售护城河和负债成本优势，是板块分化中表现稳定的优质标的；**中信银行**作为股份行中 RAROC 持续改善的边际主体，结合强集团协同优势，值得中长期关注。

表23：受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄, 元)			评级
		2026-09-24	2026E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
601398.SH	工商银行	0.74	0.71	8.63	2.00	4.91	5.33	0.74	2.50	4.10	1.03	1.06	1.10	未评级
601939.SH	建设银行	0.81	0.79	9.52	1.88	8.49	6.36	0.99	3.94	4.40	1.30	1.35	1.41	未评级
601288.SH	农业银行	0.85	0.81	5.07	2.08	9.83	6.61	3.18	3.30	6.52	0.83	0.86	0.92	未评级
601988.SH	中国银行	0.80	0.77	4.33	4.48	9.34	5.95	2.18	2.72	4.75	0.75	0.77	0.81	未评级
600036.SH	招商银行	0.91	0.88	13.42	0.01	3.58	4.59	1.21	2.58	4.06	5.95	6.03	6.28	未评级
601998.SH	中信银行	0.67	0.63	9.61	-0.55	2.18	2.81	2.98	3.59	4.70	1.27	1.31	1.38	买入
600919.SH	江苏银行	0.84	0.83	15.72	8.82	17.97	9.78	8.35	6.20	10.15	1.88	2.00	2.20	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.98	0.93	14.24	8.01	19.87	11.00	8.13	10.13	12.07	4.44	4.89	5.48	未评级
601009.SH	南京银行	0.76	0.75	14.50	10.48	22.08	10.22	8.08	6.61	8.96	1.76	1.88	2.05	未评级
600926.SH	杭州银行	0.88	0.85	17.74	1.09	8.38	7.85	12.05	9.42	10.94	2.63	2.87	3.18	未评级
601577.SH	长沙银行	0.52	0.50	12.34	-1.79	3.90	6.12	3.59	5.24	6.11	2.02	2.12	2.25	买入

601838.SH	成都银行	0.91	0.82	14.98	2.70	9.17	6.78	3.31	4.87	6.42	3.13	3.29	3.50	未评级
002948.SZ	青岛银行	0.82	0.77	16.99	7.97	17.04	9.04	21.66	16.26	15.37	0.89	1.04	1.20	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.80	0.78	12.24	1.08	7.58	7.94	5.53	7.42	9.40	1.20	1.50	1.64	买入
601665.SH	齐鲁银行	0.84	0.82	6.00	5.12	15.23	9.43	14.58	11.89	13.95	0.93	1.04	1.18	未评级
601128.SH	常熟银行	0.69	0.65	6.67	6.51	7.09	7.47	10.65	10.37	10.71	1.27	1.28	1.41	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期，已评级盈利预测来自开源证券研究所；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2026-10-09。）

7、风险提示

宏观经济复苏不及预期：经济增速下行、信贷需求疲软，银行资产端定价与规模扩张双双承压，存量风险暴露超预期。

净息差超预期收窄：LPR 继续下调、贷款需求低迷导致定价下行，而存款成本刚性、定期化趋势延续，负债端成本改善不及资产端。

资产质量恶化超预期：房地产、地方融资平台、中小微企业及零售贷款风险集中暴露，不良生成率反弹，拨备消耗速度加快，侵蚀 RAROC 中信用损失因子。

金融监管政策超预期变化：资本充足率、杠杆率、流动性监管标准趋严，或对存量业务（理财、代销、互联网贷款）规范力度加大，压缩银行盈利空间与加杠杆能力。

测算模型与假设偏差风险：本报告 RAROC 五因子拆解、必要回报率 r （DDM/CAPM）及打分卡基于历史数据与公开披露假设，参数选取、口径调整及未来经营环境变化可能导致测算结果与实际值偏离。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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资目标、财务状况或需要。本公司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述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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn