公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

瑞丰银行（601528.SH）

2026 年 10 月 30 日

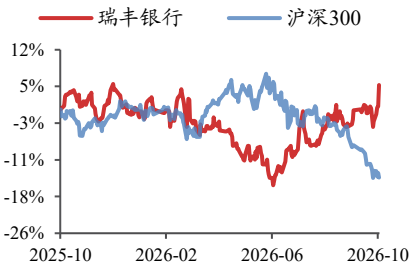
一基四箭打开成长空间，息差企稳夯实盈利底色

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/10/29
当前股价(元)	5.41
一年最高最低(元)	5.89/4.39
总市值(亿元)	106.15
流通市值(亿元)	100.40
总股本(亿股)	19.62
流通股本(亿股)	18.56
近 3 个月换手率(%)	58.39

股价走势图



数据来源：聚源

刘呈祥（分析师）
liuchengxiang@kysec.cn
证书编号：S0790523060002

张意宣（联系人）
zhangyixuan1@kysec.cn
证书编号：S0790126070044

● 经营底色不改，利润增速有望逐年提速

规模上，“一基四箭”战略纵深推进、四箭区域增量贡献持续提升，贷款增长动能充足；价格上，生息资产优结构与定存到期重定价红利支撑净息差企稳回升；中收上，财富管理与国际化业务贡献初显；叠加拨备厚实、风险抵补能力强，资产质量稳健，信用成本可控。我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 20/20/22 亿元，同比增长 1.84%/2.36%/5.13%；期末摊薄股本 EPS 分别为 1.02/1.04/1.10 元；当前股价（2026-10-29）对应 2026-2028 年 PB 分别为 0.49/0.43/0.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● “一基四箭”区域战略纵深推进，柯桥稳存量、四箭献增量

截至 2026 年上半年末，柯桥大本营存、贷款市占率分别约 32%、20%，基本盘稳固；越城、义乌、滨海、嵊州四箭区域差异化定位，2026 年上半年四箭贷款增量占全行新增贷款额的 43.46%，四箭区域营收同比增长 12.76%。同时，浙江农商联合银行“小法人+大平台”模式规模效应凸显、赋能瑞丰银行。

● 盈利能力量稳价韧：净息差率先企稳，核心营收保持双位数增长

2025 年净息差 1.50%、同业中率先企稳，2026 年 Q3 净息差与年初持平、巩固息差成果。资产端主动压降低息票据，负债端定期存款重定价节奏慢于同业、成本下行红利仍在释放，息差有望企稳回升。2026 前三季度核心营收（利息净收入+手续费净收入）同比增长 9.98%，基本盘稳定；2026 年 H1 财富管理中间业务收入同比增长 18.13%，国际业务结算量同比增长 49.41%，第二增长曲线初步成型。

● 资产质量风险可控，资本安全垫夯实，分红回报逐年提升

逾期 60 天以上贷款全部纳入不良，不良认定口径严格，2026H1 对公不良率 0.31%创历史新低；零售不良有所暴露但属行业共性，拨备覆盖率达 309%、风险抵补充分。资本安全垫厚实，内源补充稳定、外源补充渠道通畅，支撑扩表空间。分红方面，2026 年首启中期分红，分红率测算约为 21.85%，注重投资者回报。

● 风险提示： 区域经济增速不及预期；零售风险持续暴露；息差收窄等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,385	4,408	4,439	4,741	5,082
YOY(%)	15.29	0.53	0.69	6.81	7.19
归母净利润(百万元)	1,922	1,966	2,002	2,049	2,154
YOY(%)	11.27	2.30	1.84	2.36	5.13
拨备前利润(百万元)	3,048	2,989	2,993	3,317	3,642
YOY(%)	15.64	-1.93	0.16	10.82	9.80
ROE(%)	10.55	10.19	9.55	8.58	8.01
EPS(期末股本摊薄/元)	0.98	1.00	1.02	1.04	1.10
P/E(倍)	5.52	5.40	5.30	5.18	4.93
P/B(倍)	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 公司股权分散制衡，管理扁平高效 4
2、 区域战略打开成长空间，体制机制激活经营动能 7
2.1、 一基四箭区域战略：柯桥稳存量、四箭献增量 7
2.1.1、 柯桥大本营：深耕基本盘，市占率优势稳固 7
2.1.2、 四箭区域：差异化定位，增量贡献持续提升 8
2.2、 浙江农信小法人+大平台模式，赋能瑞丰银行 9
3、 盈利能力：量稳价韧，基本盘扎实 12
3.1、 总营收同比微降，但核心营收表现稳健 13
3.1.1、 贷款增速回升、结构上压降低息票据 14
3.1.2、 净利差企稳回升、净息差运行平稳 16
3.1.3、 中间业务初具成果、主动收敛债券浮盈兑现力度 19
4、 资产质量：零售风险边际暴露，但风险可控 21
5、 资本与分红：资本安全垫夯实，26 年首启中期分红 23
6、 估值分析与投资建议 25
6.1、 盈利预测 25
6.2、 相对估值 25
7、 风险提示 26
附：财务预测摘要 27

图表目录

图 1: 瑞丰银行“筹建→改制→上市”三级跨越，浙江省首家上市农商行 4
图 2: 绍兴市传统、新型产业发展并进 7
图 3: 绍兴市出口产品结构高端化、多元化 7
图 4: 柯桥区经济活力强劲 8
图 5: 瑞丰银行在柯桥区存贷市场占据优势 8
图 6: 柯桥纺织产业韧性十足 8
图 7: 轻纺织城成交额走势重回合意区间 8
图 8: 一基四箭区域战略：柯桥大本营深耕存量基本盘，四箭区域增量贡献逐渐提升 9
图 9: 大平台为区域农商银行机构提供赋能 10
图 10: 持股浙江省内农商行，享受区域发展红利 11
图 11: 对净利润拆解发现，2026H1 规模提高主要贡献、息差贡献转正、非息收入明显拖累 12
图 12: 对 ROA 拆解发现，净利息收入是瑞丰银行的主要盈利来源、且优于同业 13
图 13: 瑞丰银行核心营收表现仍然稳健 14
图 14: 总资产规模稳步扩张、以贷款为主 14
图 15: 一般性贷款增速不减 14
图 16: 票据贴现收益持续低于福费廷利率 15
图 17: 压降票据贴现，增加贸易融资占比 15
图 18: 瑞丰银行对公贷款占比提升、零售贷款占比回落 15
图 19: 瑞丰银行下半年贷款或有放量趋势（单位：亿元） 16
图 20: 瑞丰银行净息差、净利差运行平稳，巩固息差修复成果 17
图 21: 贷款平均收益率同比降幅收窄（单位：PCT） 18
图 22: 定存重定价红利开始释放（单位：PCT） 18

图 23：瑞丰银行手续费净收入占比稳定抬升 19
图 24：瑞丰银行手续费收入结构 19
图 25：2026 年 H1，OCI 账户占比升、AC 账户占比降 19
图 26：金融投资资产加权平均久期拉长至 3.89 年 20
图 27：持仓结构中以政府债为主 20
图 28：浮盈兑现力度减弱 20
图 29：存量浮盈空间有所增厚 20
图 30：不良认定严格，逾期 60 天以上纳入不良（亿元） 21
图 31：信保类贷款投放占比逐渐提升 21
图 32：2026 年上半年瑞丰银行加大核销力度（亿元） 21
图 33：瑞丰银行不良生成率边际抬升、但处中间水平 21
图 34：零售风险普遍暴露带动不良率上行 22
图 35：瑞丰银行三级资本充足率安全边际高 23

表 1：截至 2026 年 9 月末，瑞丰银行前十大股东多为民营股东（单位：百万股） 4
表 2：瑞丰银行主要管理层深耕当地、从业经验丰富 5
表 3：贷款投向以中小微群体为主（单位：亿元） 16
表 4：2025 年瑞丰银行净息差率先企稳 17
表 5：瑞丰银行定期存款重定价节奏慢于其他上市农商行（单位：bp） 18
表 6：截至 2026 上半年末，瑞丰银行约有 47.48%的存款将在 1 年内到期 18
表 7：瑞丰银行 2026 年首启中期分红，注重投资者回报（单位：%） 23
表 8：瑞丰银行资本厚实，压力测试下支持未来 5 年扩表高增长无虞 24
表 9：瑞丰银行主要预测指标 25
表 10：可比公司的主要指标对比 26

1、 公司股权分散制衡，管理扁平高效

筹建→改制→上市，瑞丰银行为浙江省首家上市农商行。瑞丰银行前身为绍兴县信用合作社联合社；2004 年借农信社改革东风，通过央行专项票据 2.52 亿元、政府注入土地及退税等途径弥补-4.02 亿元净资产缺口后完成改制，2005 年 1 月浙江绍兴县农村合作银行正式成立，注册资本为 2.5 亿元；2006 年定向募股扩充资本增至 6 亿元，2008 年发起设立嵊州瑞丰村镇银行、迈出跨区域第一步；2011 年 1 月改制为浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司并获批开业，同年设立首家异地支行义乌支行，2011 至 2016 年通过连续送股、转增将注册资本从 6 亿元扩至 13.58 亿元；2021 年 6 月登陆上交所，成为浙江省内首家上市农商行，完成从县级信用联社到 A 股上市农商行的三级跨越。

图1：瑞丰银行“筹建→改制→上市”三级跨越，浙江省首家上市农商行



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

股权结构均衡、无实际控制人，险资入场优结构。截至 2026 年 9 月末，瑞丰银行前十大股东合计持股 44.86%，第一大股东浙江柯桥转型升级产业基金、持股 8.10%，单一股东持股比例均低于 10%，无控股股东及实际控制人。股东构成以浙江当地民营企业为主，多元分散、相互制衡的股权格局有助于提升公司治理的规范性与重大决策的审慎性。2025 年以来，瑞丰银行引入长城人寿、弘康人寿两家保险机构，截至 2026 年 9 月末分别持股 4.21%、4%，险资作为长期资金的进入，一方面进一步优化股东结构，另一方面反映出长期资金对其资产质量与经营质地的认可。

表1：截至 2026 年 9 月末，瑞丰银行前十大股东多为民营股东（单位：百万股）

股东名称	较年初增减	2026 年 Q3 末持股数量	比例(%)	股东性质
浙江柯桥转型升级产业基金有限公司	-	158.93	8.10	国有法人
香港中央结算有限公司	20.09	95.02	4.84	其他
浙江明牌珠宝股份有限公司	83.12	83.12	4.24	境内非国有法人
长城人寿保险股份有限公司	82.67	82.67	4.21	国有法人
浙江华天实业有限公司	-	79.47	4.05	境内非国有法人
浙江上虞农村商业银行股份有限公司	-	79.47	4.05	境内非国有法人
弘康人寿保险股份有限公司	-	78.49	4.00	境内非国有法人
浙江永利实业集团有限公司	-	78.00	3.97	境内非国有法人
长江精工钢结构(集团)股份有限公司	-	73.46	3.74	境内非国有法人
浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	-	71.87	3.66	境内非国有法人
合计	**185.88**	**880.50**	**44.86**	-

数据来源：公司财报、开源证券研究所

核心高管从业经营丰富，战略执行力较强。瑞丰银行核心高级管理人员普遍具备 10 年以上银行业从业经验，且多数自该行设立之初即在此任职，对主营业务及经营脉络理解深刻，为经营战略的连续性与落地执行提供了有效保障。此外，该行管理层与一线业务人员熟悉本地市场，对区域经济金融特征与客户需求变化有较为深入的理解，在客户拓展、沟通及关系维护方面具备天然的属地化优势，有助于降低获客成本、提升客户黏性。

表2：瑞丰银行主要管理层深耕当地、从业经验丰富

姓名	现任职位	过往从业经历
吴智晖	董事长	历任新昌县财税局科员、团工委书记，新昌县政府办公室秘书、副科长、科长，新昌县信用联社党委委员、副主任，**新昌农村合作银行党委委员、行长，嵊州农村合作银行党委委员、行长，嵊州农村合作银行党委书记、董事长，嵊州农商银行党委书记、董事长，新昌农商银行党委书记、董事长，诸暨农商银行党委书记、董事长。**
陈钢梁	行长、首席合规官	历任绍兴县信用联社夏履办事处柜员、湖塘分理处主任、团体业务科副科长（主持工作），绍兴县农村合作银行柯桥支行副行长、个私业务科科长、零售业务部副总经理（主持工作）、国际业务部副总经理（主持工作）、国际业务部总经理，瑞丰银行零售银行部总经理、董事会办公室主任兼战略企划部总经理、董事会办公室主任兼电子银行部总经理、董事会办公室主任，**诸暨农商银行党委委员、副行长，绍兴恒信农商银行党委委员、行长，嵊州农商银行党委书记、董事长。**
宁怡然	副行长	历任绍兴县信用联社齐贤支行柜员、站所辅导员、信贷内勤，绍兴县农村合作银行齐贤支行客户经理，信贷管理部科员，信贷管理中心经理助理，瑞丰银行放款中心经理助理，放款中心副经理，大客户营销中心副经理，法律合规部副经理，**微贷事业部副总经理（全面负责），微贷事业部总经理，瑞丰银行党委委员。**
罗妙娟	副行长、财务负责人	历任上虞农信联社永和信用社员工，上虞农信联社上浦信用社客户经理、信贷主管，上虞农村合作银行人力资源部科员兼团委书记，人力资源部总经理助理，审计部副总经理（主持工作），审计部总经理，财务会计部总经理，上虞农商银行计划财务部总经理，上虞农商银行党委委员，上虞农商银行党委委员、副行长，**上虞农商银行党委委员、纪委书记，上虞农商银行党委委员、纪委书记、监事长，瑞丰银行党委委员、纪委书记、监事长，瑞丰银行党委委员、纪委书记。**
黄斐	副行长	历任萧山农村合作银行员工，萧山农商银行人力资源部科员、人事管理科科长，人力资源部副总经理，**高新支行行长，南阳支行行长，党委办公室主任兼人力资源部总经理。**
盛丽丹	副行长	历任绍兴县农村合作银行安昌支行综合柜员，国际业务部外汇会计，公司银行部大客户管理及产品经理，瑞丰银行公司银行部大客户管理及产品经理岗，越州支行公司客户经理、团队长，微贷事业部经理助理，零售银行部经理助理、副经理、总经理助理，零售金融总部总经理助理（副总经理级），**零售金融部副总经理（主持工作），零售金融部总经理，公司金融部总经理，镜湖支行行长。**
章国江	董事会秘书	历任瑞丰银行王坛支行柜员、主办会计、信贷内勤，产品科技部产品研发岗，零售银行部理财业务管理岗，总行办公室文秘岗、经理助理，零售银行部经理助理、副经理，**资产管理部总经理助理（主持工作），金融市场部总经理助理（主持工作）、总经理助理，金融市场事业部固定收益部副总经理，金融市场事业部风险合规部副总经理、副总经理（主持工作），福全支行行长，总行营业部总经理，金融市场事业部总经理，董事会秘书兼金融市场事业部总经理。**

资料来源：企业预警通、公司财报、开源证券研究所

管理扁平化，信贷审批差异高效。瑞丰银行是柯桥区最大的一级法人金融机构，组织架构扁平、信息传递链条短，信贷审批高效灵活，契合中小微企业“短、频、快”的融资需求。审批端打破一刀切，全面推行集中审批，构建“审批中心+授信审查委员会”两级架构：800 万元（含）以下由审批中心按普惠快车、个人经营、个人消费、小微公司四条线差异化授权、实行独立审批人制度，其中敞口 150 万元（含）

以内单人快审、公司贷 150-500 万及个人贷 150-250 万双人复核、公司贷 500-800 万及个人贷 250-800 万会议审议；800 万元以上统一上授审委集体决策。有效减少了审批链，可以专注并及时满足中小微企业客户的需要，提高了市场响应能力，为中小微企业的经营与发展提供了快速、及时的资金支持。

2、 区域战略打开成长空间，体制机制激活经营动能

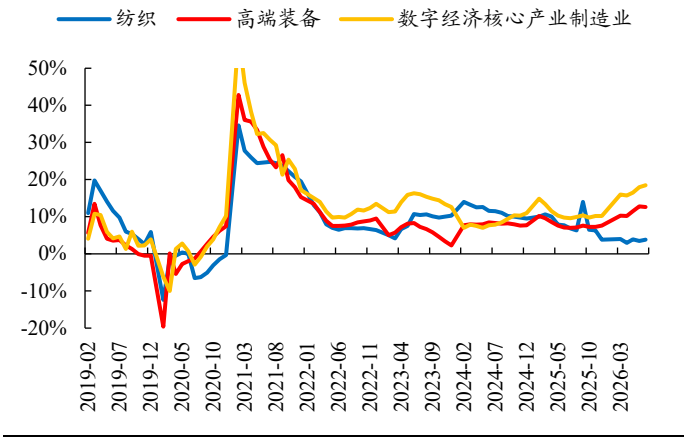
2.1、 一基四箭区域战略：柯桥稳存量、四箭献增量

扎根绍兴，区域活跃经济提供丰厚土壤。瑞丰银行业务主要分布在绍兴柯桥区、越城区、嵊州市及金华义乌市。绍兴市民营经济发达、社会资本活跃，各区县立足资源禀赋培育特色产业，形成差异化、高质量发展格局。

2026 年 1-6 月，绍兴全市实现地区生产总值 4504 亿元，同比增长 6.4%，高于全省 0.7 个 pct，增速居全省第 2。深入实施先进制造业强市“4151”计划，规模以上工业增加值累计同比增长 11%，其中纺织、高端装备、数字经济产业增加值分别累计同比增长 3.5%、12.8%、18%。传统产业转型升级与新兴产业培育并进，小微企业密集、融资需求旺盛的产业结构，与瑞丰银行支农支小的市场定位高度契合。

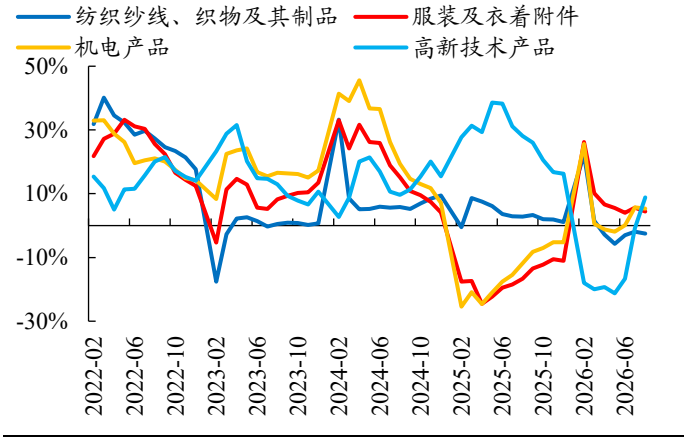
对外经济方面，2026 年 1-6 月绍兴市进出口总额 2034 亿元，同比增长 9.6%，其中出口 1876 亿元、增长 8.8%，出口结构持续向高端产品与多元海外市场优化，高新机电、新材料出口占比提升。活跃的区域市场环境是瑞丰银行信贷需求与存款沉淀的根基，公司发展根植于充满活力的区位环境，推动自身与区域经济协同发展。

图2：绍兴市传统、新型产业发展并进



数据来源：绍兴市统计局、开源证券研究所(注：同比增速)

图3：绍兴市出口产品结构高端化、多元化



数据来源：绍兴市人民政府、开源证券研究所（注：同比增速）

瑞丰银行深入实施“一基四箭”区域发展战略，以柯桥地区为“一基”深耕存量基本盘，以越城、义乌、滨海、嵊州为“四箭”开拓外围增量市场，构建起网格化、差异化的协同发展格局，有效分散单一区域经济波动风险，为长期成长打开了广阔空间。

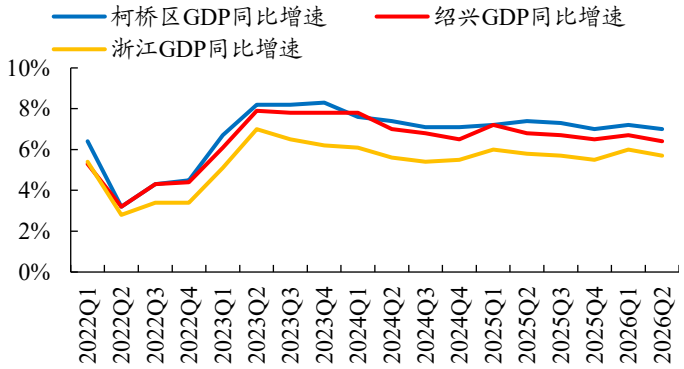
2.1.1、 柯桥大本营：深耕基本盘，市占率优势稳固

柯桥是绍兴的经济和商贸中心，GDP 约七成与纺织产业链相关，依托全球规模最大的纺织集散中心中国轻纺城，区域经济活跃、民营资本雄厚、小微企业密集。全区在册市场主体近 20 万户，2026 年 1-6 月实现地区生产总值 1200.01 亿元、同比增长 7.0%，总量居浙江省第十、绍兴市第一。支柱产业纺织业经历去产能阵痛、外部环境扰动后，经济活力逐步回暖，价格和生产景气指数持续上扬。

瑞丰银行深耕柯桥七十余年，人缘地缘优势深厚。截至 2026 年上半年末，瑞丰银行在柯桥地区贷款余额 996.3 亿元，占全行贷款总额的 67.86%。根据测算，瑞丰银行在柯桥区贷款市场份额约 20%、存款市场份额约 32%，在柯桥区内 33 家银行中具备领先优势。2026 年 1-6 月瑞丰银行于柯桥区域实现营业收入 16.45 亿元、营业利

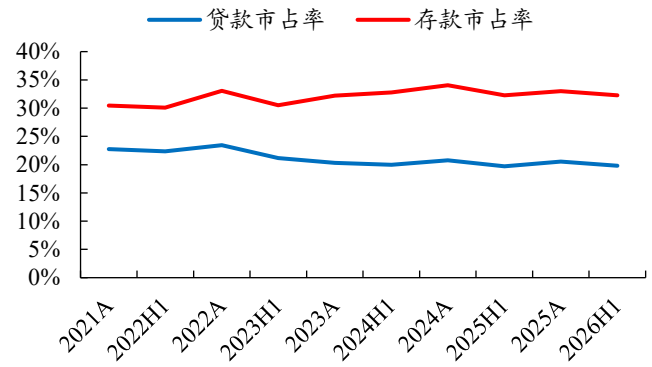
润 4.34 亿元，基本盘稳固，为全行提供了稳定的利润来源。

图4：柯桥区经济活力强劲



数据来源：Wind、绍兴市统计局、开源证券研究所

图5：瑞丰银行在柯桥区存贷市场占据优势



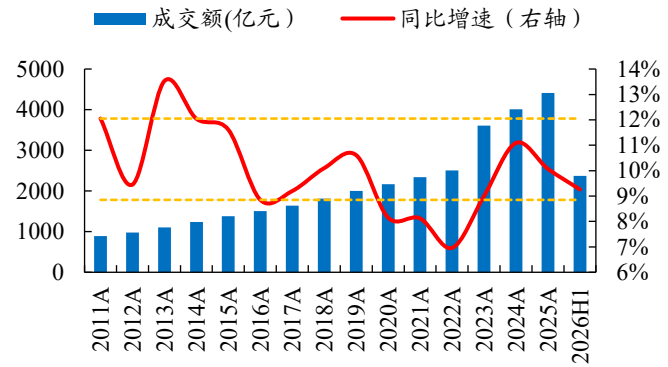
资料来源：Wind、柯桥区人民政府、开源证券研究所（注：贷款市占率=瑞丰银行柯桥区贷款/柯桥区金融机构本外币贷款余额；存款市占率同理）

图6：柯桥纺织产业韧性十足



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：轻纺织城成交额走势重回合意区间



数据来源：绍兴统计局、中国纺织信息网、开源证券研究所

2.1.2、 四箭区域：差异化定位，增量贡献持续提升

越城板块政商资源密集，锚定新兴产业客群。越城区是政治、文化中心，政商资源集中，集成电路、生物医药等新兴产业加快集聚。瑞丰银行以镜湖新总部大楼为支点深化银政联动，通过“银行-政府-研究院-商协会”联动网络批量拓展科创客群。2026 年上半年末越城区域贷款余额 275.05 亿元、较年初增加 17.13 亿元，区域营收同比增长 12.78%，营业利润占比达全行 33.23%；2026H1 落地产业项目 17 个，为四箭中利润贡献最重要的板块。

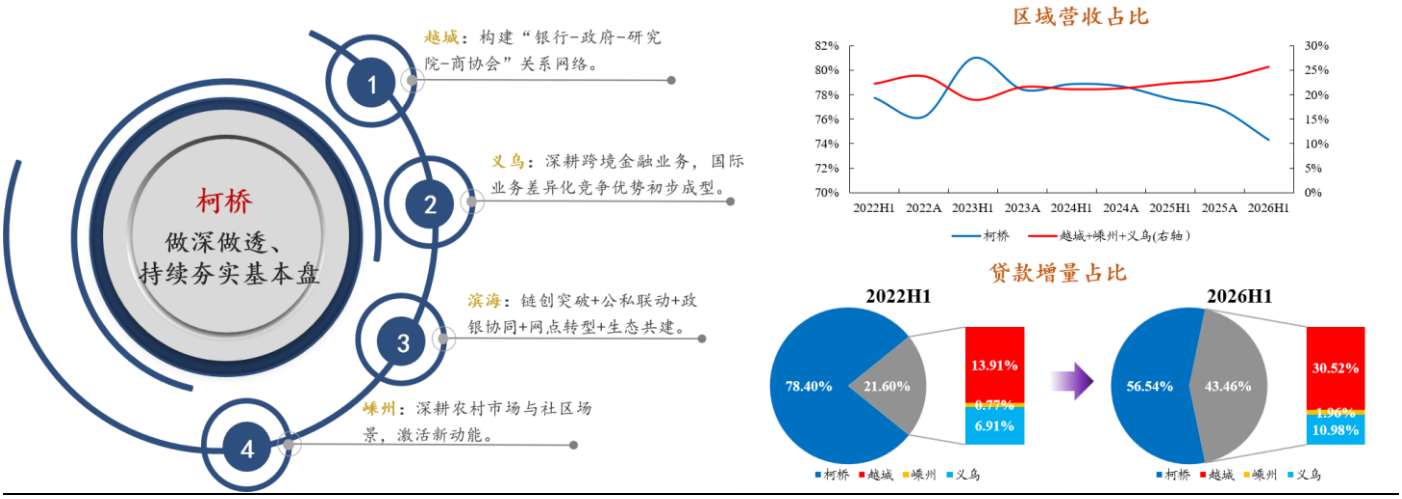
义乌板块外贸景气度高，国际业务差异化优势初显。2026H1 义乌实现 GDP1356.1 亿元、同比增长 8%，进出口总值 4864.2 亿元、同比增长 19.9%，其中出口 4207.2 亿元、占全省份额 16.4%；在册市场经营主体 129.5 万户、占全省 11.1%，小商品贸易与跨境结算需求旺盛。瑞丰银行 2011 年设立首家异地支行布局义乌，聚焦商会、协会与市场经营户，以国际结算、信用证、福费廷等跨境业务为突破口，与一般城农商行形成差异化竞争。2026 年上半年国际业务结算量 39.53 亿美元、占全行 68.49%，外汇衍生品业务量 2710 万美元。

滨海板块依托印染产业集群，探索公私联动样板。滨海新区是绍兴印染产业集聚地和产业工人导入区，对公信贷与零售代发、消费金融需求天然联动。瑞丰银行在此试点“链创突破+公私联动+政银协同”综合经营模式，以印染产业链对公客户为锚、延伸至产业工人等新市民零售客群，并以“信用证福费廷+蒸汽费”产品组合深耕印染集群，2026H1 国内证福费廷业务量 3.79 亿元，带动国际业务中间业务收入 187.96 万元。

嵊州板块村镇银行下沉深耕，稳步培育农村市场。嵊州为全国百强县市，瑞丰银行主发起设立嵊州瑞丰村镇银行，依托村镇银行牌照下沉县域和农村市场，做小做散、做实做精。通过“春日行动”“一村一册”做广普惠金融，以“社区金融”“乡村振兴贷”“小额农贷”为突破口，2026H1 个人贷款余额新增 1.14 亿元、日均余额新增 1.72 亿元。

四箭增量贡献已现，区域协同效应凸显。截至 2026 年上半年末，越城、嵊州、义乌区域贷款总额合计 471.89 亿元，较年初增加 24.39 亿元，占全行新增贷款额的 43.46%。2026 年上半年实现营收 5.69 亿元、同比增长 12.76%，收入占比提高 3.36pct。形成了柯桥做深存量、四箭拓展增量的协同机制，为瑞丰银行中长期发展打开了成长空间。

图8：一基四箭区域战略：柯桥大本营深耕存量基本盘，四箭区域增量贡献逐渐提升



数据来源：公司财报、开源证券研究所（注：财报披露地区分布按照行政区域分类，滨海新区是经济开发区，实际行政规划属于柯桥区）

2.2、 浙江农信小法人+大平台模式，赋能瑞丰银行

浙江农信体制改革先行，“小法人、大平台”模式独具优势。不同于其他区域农信体制，浙江区域采取下参上模式组建浙江农商联合银行，构成“大平台”格局：县级农商行保留独立法人地位（小法人），出资入股成立省联社、现为浙江农商联合银行（大平台），充分发挥规模效应。

保留地缘信息优势，机制灵活接地气。区域法人决策链条短、反应快捷，与地方经济社会发展水平高度适配；同时在把支农支小业务方向、分层分类考核等方面发挥自律机制与区域协调作用，行党委直属省党委管理，既保证了战略方向的统一性，又保留了经营自主权，实现了动态平衡。

大平台分摊刚性成本、协调对接稀缺资源。一是降低信息平台建设门槛，避免

重复投入。县级农商行资本金偏弱，独自搭建技术体系资金吃紧，由省联社整合全省资源统一构建平台来承担运维中枢，可显著降低单家机构准入门槛与构建成本，实现规模效应。**二是通过平台优势对接资源。**大平台还承担大型项目对接职能，比如浙 BA 以省联社名义统一承接，各小法人落地运营、共享成果，瑞丰银行运作柯桥主场，联动全市 26 家网点同步宣传，拓展主题商户 218 户，为 23 家体育企业授信 1.82 亿元，将赛事流量转化为客户触达与品牌曝光，有效增强了获客粘性与区域品牌影响力。**三是突破牌照壁垒。**在监管趋严、牌照门槛不断提高的背景下，单个农商行往往难以达标。四川农商联合银行通过四家银行联合申设突破理财牌照门槛，为其他省内中小农商行提供了可复制的路径参照。

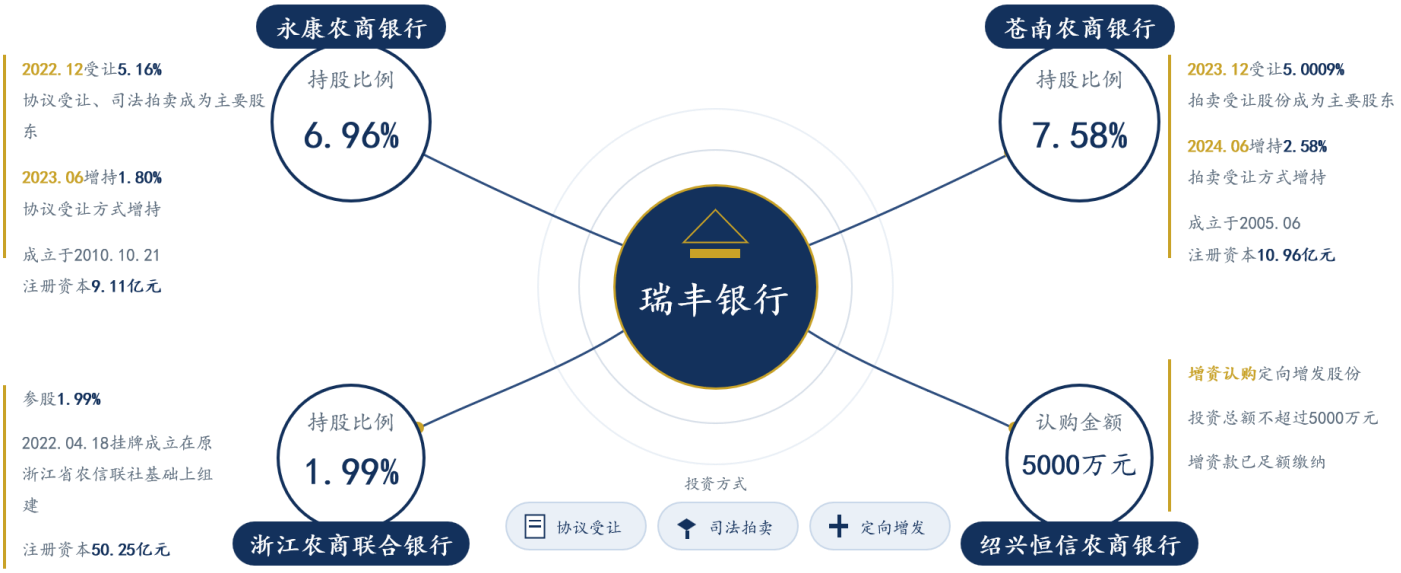
图9：大平台为区域农商银行机构提供赋能



资料来源：开源证券研究所

省内农商行交叉持股，共享区域发展红利。在省联社平台纽带下，瑞丰银行近年密集布局省内农商行股权：先后受让并增持永康农商行（合计 6.96%）、苍南农商行（合计 7.58%）股份，参股浙江农商联合银行 1.99%，并拟认购绍兴恒信农商银行定增股份（不超过 5000 万元）。一方面给瑞丰银行带来稳定投资受益，2025 年长期股权投资收益为 1.65 亿元、同比增长 48.42%；另一方面使得瑞丰得以分享全省农商体系成长红利，或为未来区域整合预留战略卡位。

图10：持股浙江省内农商行，享受区域发展红利



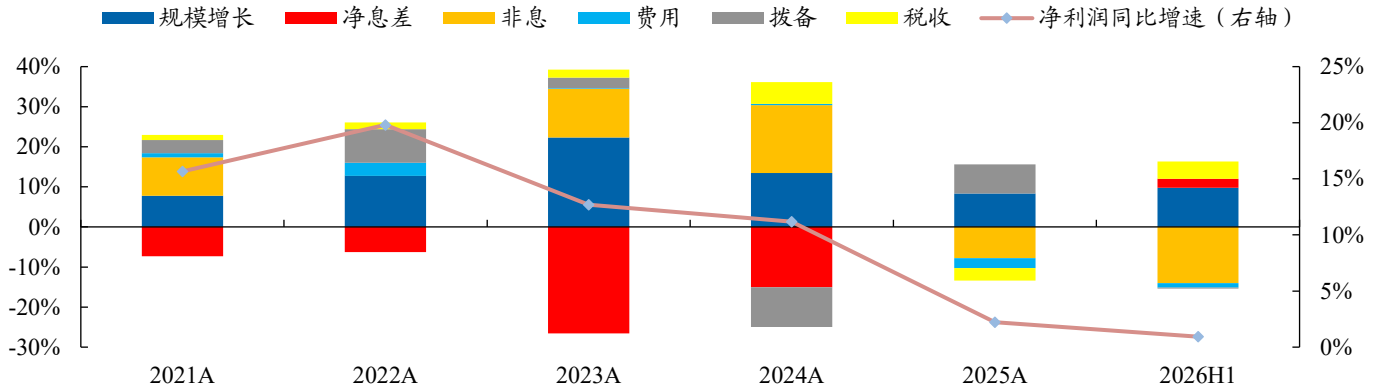
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 盈利能力：量稳价韧，基本盘扎实

净息差贡献由负转正。对瑞丰银行净利润同比增速进行拆解，2026H1 规模因子依旧是主要贡献项、正向贡献 9.78pct，更为亮眼的是净息差贡献首次由负转正、正向贡献 2.26pct，息差企稳信号明确；而非息收入拖累明显，主要系金融资产投资受益减少，考虑到利率环境正逐步企稳，非息拖累有望边际收敛。

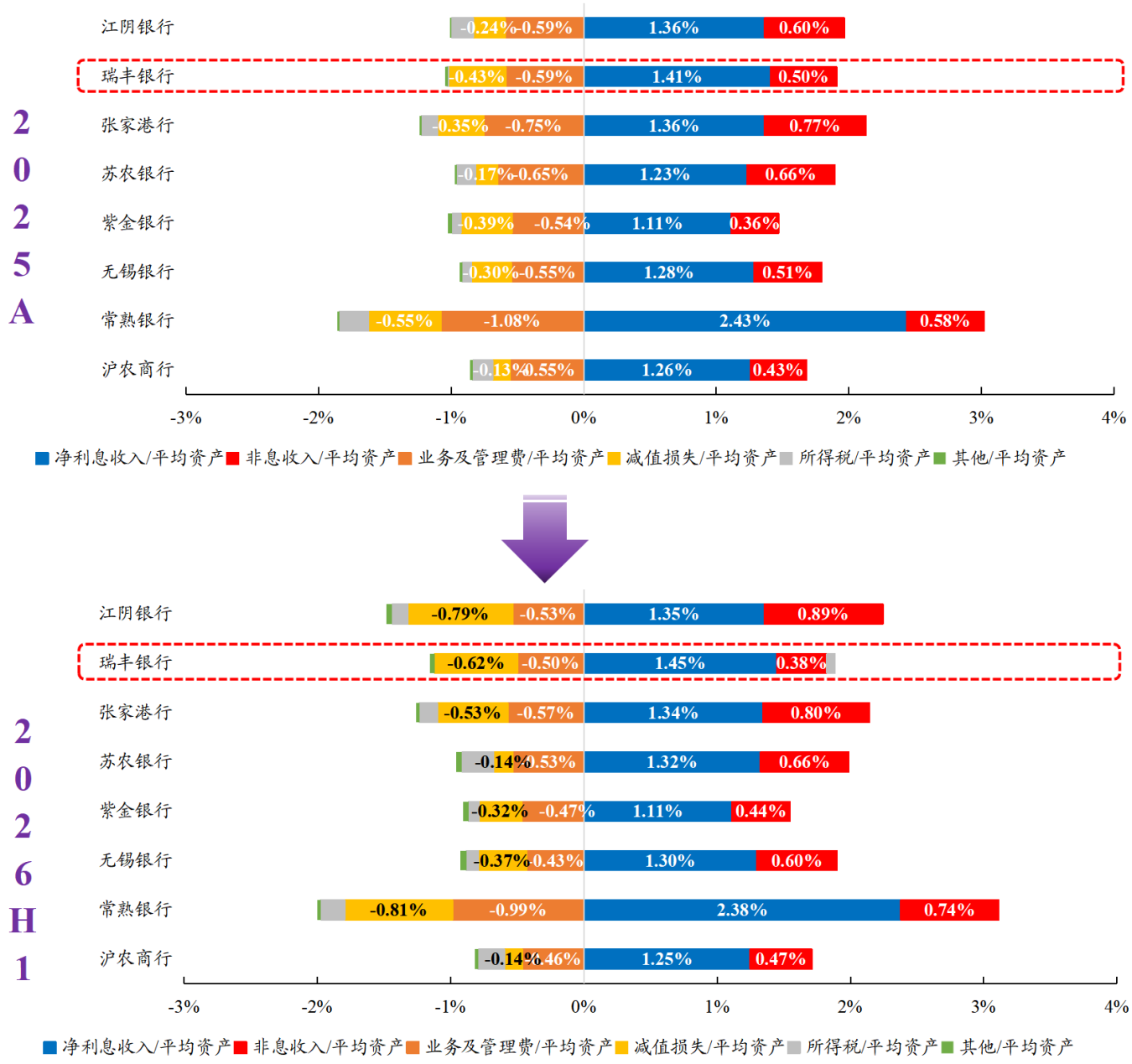
同样地，对 2025 年与 2026H1 瑞丰银行 ROA 贡献项进行拆解亦可得出相同结论。这里主要与其他江浙沪地区上市农商行相比，利息净收入为瑞丰银行提供坚实基本盘、仅次于常熟银行；受宏观经济修复节奏影响，公司支农支小的业务定位面临一定的信用成本边际抬升，但依托深厚的客户基础与差异化的经营优势，风险成本有望随经济回暖逐步企稳回落。

图 11：对净利润拆解发现，2026H1 规模提高主要贡献、息差贡献转正、非息收入明显拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：非息项是除净利息收入外的收入项）

图12：对 ROA 拆解发现，净利息收入是瑞丰银行的主要盈利来源、且优于同业

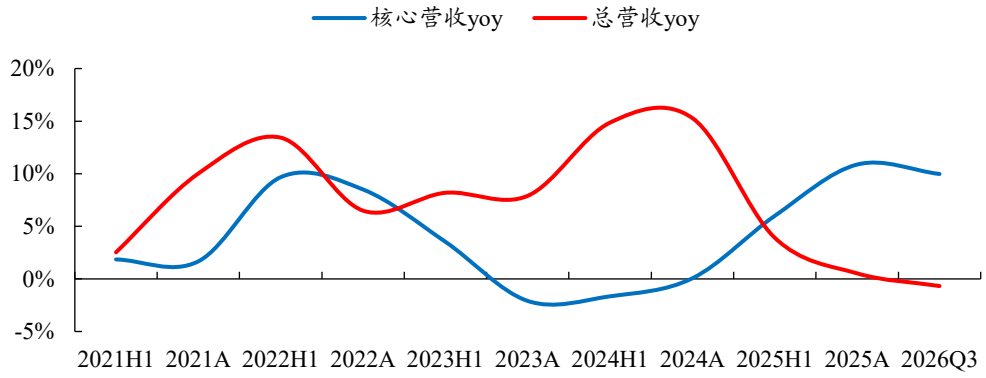


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 总营收同比微降，但核心营收表现稳健

核心营收稳健、主营业务韧性扎实。我们将核心营收定义为利息净收入+手续费收入，分别衡量表内资负业务和表外中间业务所带来的收益。2025 年瑞丰银行实现总营收 44.08 亿元、同比增长 0.53%，实现核心营收 33.73 亿元、同比增长 10.87%；2026 年 1-9 月实现总营收 33.34 亿元、同比微降 0.68%，实现核心营收 27.68 亿元、同比增长 9.98%。总营收波动主要受投资收益阶段性回落拖累，但核心营收依旧保持双位数增长，增速继续提高，反映出瑞丰银行主营业务的扎实韧性与可持续盈利能力。

图13：瑞丰银行核心营收表现仍然稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：核心营收=净利息收入+手续费净收入）

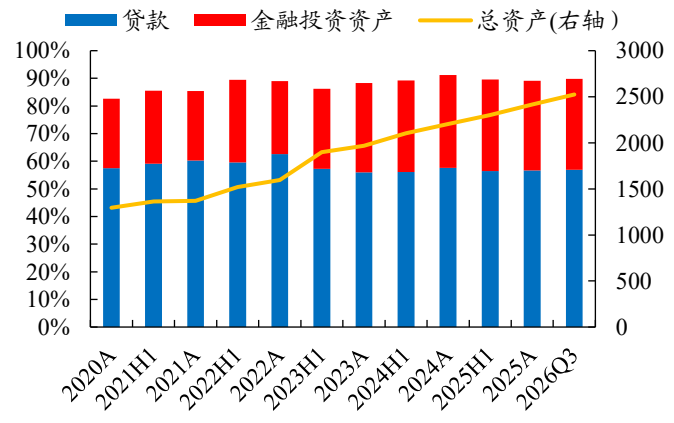
下面我们从规模、价格、非息收入三个方面进一步深探瑞丰银行的真实底色。

3.1.1、贷款增速回升、结构上压降低息票据

总量上资产规模稳步扩张。2025 年末瑞丰银行总资产规模达 2414.95 亿元，同比增长 9.52%；贷款余额 1368.14 亿元，同比增长 7.64%。进入 2026 年，扩表势头进一步提速，9 月末总资产与贷款规模分别攀升至 2524.6 亿元和 1435.54 亿元，同比增速提升至 9.64%和 11.11%，显示出强劲的规模增长动能。

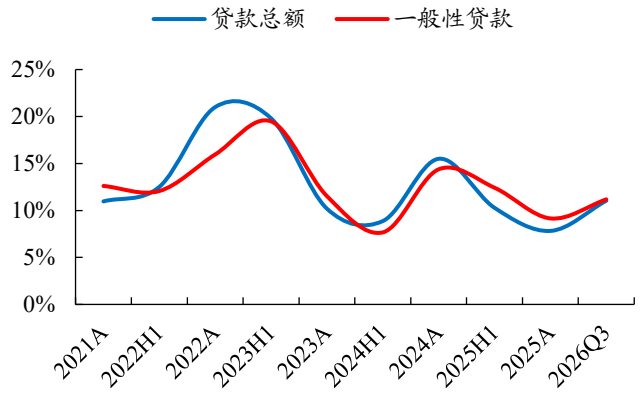
结构上压降低息资产，资产端质效显著改善。我们剔除票据贴现等低息资产后观察，自 2025 年起，瑞丰银行一般性贷款增速持续高于贷款总额增速，这一剪刀差反映出该行正在主动压降低效资产占比，信贷资源向高收益资产倾斜。2026 年上半年，一般性贷款增速回升至 11.18%，不仅印证了资产结构的实质性优化，也为未来净息差的修复与营收质量的提升奠定了坚实基础。

图14：总资产规模稳步扩张、以贷款为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

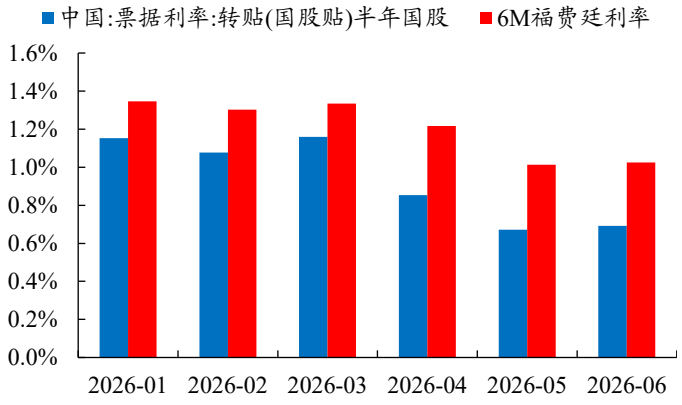
图15：一般性贷款增速不减



数据来源：Wind、开源证券研究所

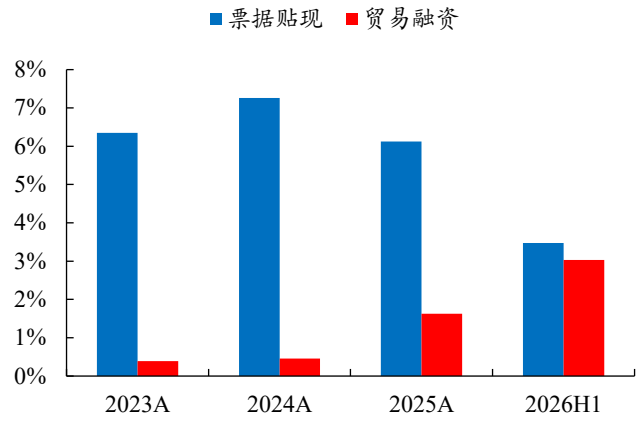
以贸易融资替换票据贴现。整体信贷需求偏弱背景下，银行对票据贴现这类主动冲量工具依赖提升，推动转贴现利率持续下行，票据贴现与福费廷之间的利差逐步走阔。瑞丰银行自 2024 年起主动压降低息资产占比，票据贴现占比由 7.26%降至 2026 年上半年末的 3.47%。同时，依托滨海产业链集群及义乌板块外贸区位优势，公司积极拓展保理、福费廷等贸易融资业务，截至 2026 年上半年末，贸易融资占比升至 3.03%，资产结构由票据贴现向贸易融资有序切换。

图16：票据贴现收益持续低于福费廷利率



数据来源：Wind、普兰金服、开源证券研究所

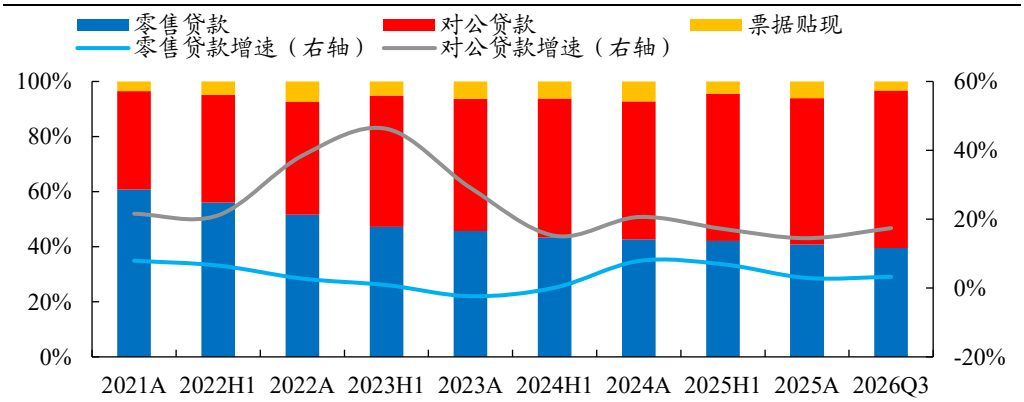
图17：压降票据贴现，增加贸易融资占比



数据来源：公司财报、开源证券研究所

从业务结构来看，对公贷款占比提升、零售贷款占比回落。截至 2026 年 9 月末，公司贷款 849.02 亿元，占比 57.25%，较年初提升 4.14pct；个人贷款 586.11 亿元，占比 39.52%，较年初下降 1.24pct。这一结构变化的背后，是公司“一基四箭”区域战略的纵深推进，加大对产业链条对公客户的信贷投放力度，在有产业认知优势的领域提升金融服务效能，对公业务贡献度持续增强。与此同时，面对宏观经济弱修复环境下居民信贷需求疲软、去杠杆压力及存量风险暴露，公司主动强化风险定价意识，审慎把控零售贷款投放节奏，在量的诉求与质的底线之间保持了良好平衡，为资产质量稳健与中长期可持续发展预留了空间。

图18：瑞丰银行对公贷款占比提升、零售贷款占比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：对公贷款含贸易融资）

对公贷款方面，制造业与批发零售业为主要投放领域。截至 2026 年上半年末，制造业和批发零售行业贷款占比分别为 20.79%和 13.48%，为对公贷款主要构成项。从制造业内部结构看，根据招股说明书披露，按国家统计局行业分类口径，截至 2020 年末纺织行业贷款约占制造业贷款的 40%。

零售贷款方面，按揭收缩、消费贷扩张。受房地产行业调整影响叠加居民早偿动作，按揭占比逐渐下降至 5.38%，与行业整体趋势无异。经营贷主要服务当地小微商户，消费贷精准定位于当地体制内优质客群，依托客群信用禀赋加快投放，截至 2026 年上半年末占比分别为 25.41%和 8.78%，成为零售贷款增长的主要拉动力。

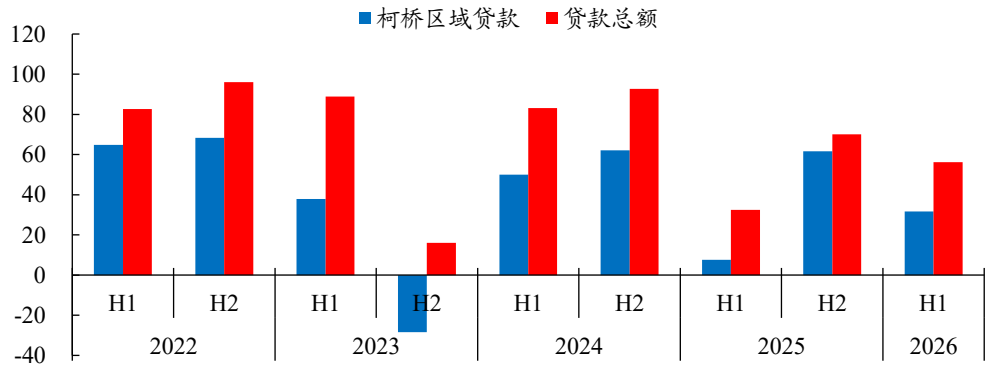
表3：贷款投向以中小微群体为主（单位：亿元）

科目	2023 年		2024 年		2025 年		2026H1	
	贷款总额	占比	贷款总额	占比	贷款总额	占比	贷款总额	占比
对公贷款	**538.82**	**47.52%**	**649.22**	**49.57%**	**727.03**	**51.48%**	**784.98**	**53.47%**
其中：制造业	230.50	20.33%	260.48	19.88%	282.17	19.99%	305.12	20.79%
批发零售	120.41	10.62%	162.79	12.42%	185.22	13.12%	197.98	13.48%
租赁商服	44.58	3.93%	59.62	4.55%	78.81	5.58%	76.21	5.19%
建筑业	56.45	4.98%	59.40	4.54%	52.61	3.73%	57.50	3.92%
零售贷款	**518.60**	**45.74%**	**559.28**	**42.71%**	**575.63**	**40.77%**	**587.68**	**40.03%**
其中：按揭贷款	116.65	10.29%	97.23	7.42%	84.61	5.99%	79.05	5.38%
经营贷	301.39	26.58%	349.84	26.72%	368.36	26.09%	372.99	25.41%
消费贷	77.87	6.87%	101.15	7.72%	115.35	8.17%	128.89	8.78%
信用卡	22.69	2.00%	11.07	0.85%	7.31	0.52%	6.74	0.46%
票据贴现	**72.03**	**6.35%**	**95.10**	**7.26%**	**86.38**	**6.12%**	**50.97**	**3.47%**
贸易融资	**4.37**	**0.39%**	**5.99**	**0.46%**	**23.01**	**1.63%**	**44.56**	**3.03%**
贷款总额	**1133.82**	**100%**	**1309.60**	**100%**	**1412.06**	**100%**	**1468.18**	**100%**

数据来源：公司财报、开源证券研究所（注：对公贷款仅展示占比较高的行业贷款）

从贷款投放节奏来看，预期下半年会放量。由于开门红投贷行为，行业整体贷款投放节奏一般是 Q1＞Q2≈Q3＞Q4，不同于行业特征，我们观察到瑞丰银行通常每年下半年贷款增量要大于上半年投放规模的，这背后原因主要与瑞丰银行的服务区域和客户结构有关。纺织业是柯桥区的支柱产业，冬季服装铺货期临近，相关企业采购原材料、扩充产能的资金需求增加，以及企业年末资金周转、项目收尾等需求将迎来新的贷款投放增长。同时 2026 年年中以来，瑞丰银行开展了“三领三助”活动，加大对企业客户的走访力度，进一步拓客和挖掘存量客户信贷需求。

图19：瑞丰银行下半年贷款或有放量趋势（单位：亿元）



数据来源：公司财报、开源证券研究所

3.1.2、 净利差企稳回升、净息差运行平稳

2025 年净息差率先企稳。面对银行业普遍的净息差收窄趋势及信贷需求减弱，公司采取价值驱动型资负管理策略：资产端严控低收益资产规模，大力压降低息票据；负债端大力推进低成本存款战略，仅 2025 年就 3 次下调挂牌利率、51 次下调产品利率，年化节省利息支出 2.8 亿元。2025 年末净息差 1.50%，与 2024 年度持平，

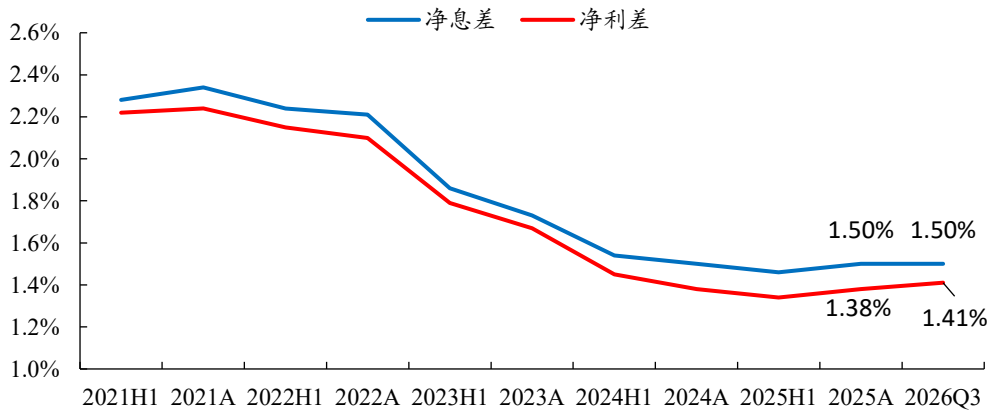
是 10 家上市农商行中唯一净息差同比未下滑的行社；其中存款付息率 1.83%，较 2024 年大幅下降 37BP。2026 年 Q3 净息差延续企稳态势，净息差、净利差水平为 1.50%、1.41%，分别较年初持平、上升 0.3pct，继续巩固息差修复成果。

表4：2025 年瑞丰银行净息差率先企稳

银行类型	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	2026H1
瑞丰银行	2.51%	2.28%	2.34%	2.24%	2.21%	1.86%	1.73%	1.54%	1.50%	1.46%	1.50%	1.49%
沪农商行	1.91%	1.81%	1.86%	1.87%	1.83%	1.72%	1.67%	1.56%	1.50%	1.39%	1.37%	1.36%
青农商行	2.52%	2.24%	2.16%	1.99%	2.00%	1.86%	1.76%	1.70%	1.67%	1.61%	1.60%	1.62%
常熟银行	3.18%	3.02%	3.06%	3.09%	3.02%	3.00%	2.86%	2.79%	2.71%	2.58%	2.53%	2.48%
无锡银行	2.07%	1.96%	1.95%	1.85%	1.81%	1.66%	1.64%	1.51%	1.51%	1.46%	1.35%	1.36%
紫金银行	1.91%	1.81%	1.83%	1.79%	1.80%	1.59%	1.59%	1.52%	1.42%	1.18%	1.13%	1.09%
苏农银行	2.50%	2.20%	2.24%	2.02%	2.04%	1.73%	1.74%	1.53%	1.55%	1.39%	1.41%	1.37%
张家港行	2.74%	2.41%	2.43%	2.24%	2.25%	2.05%	1.99%	1.67%	1.62%	1.43%	1.39%	1.35%
渝农商行	2.25%	2.23%	2.17%	2.03%	1.97%	1.79%	1.73%	1.63%	1.61%	1.60%	1.60%	1.66%
江阴银行	2.19%	2.18%	2.14%	2.19%	2.18%	2.20%	2.06%	1.76%	1.76%	1.54%	1.60%	1.57%
农商行	2.38%	2.21%	2.22%	2.13%	2.11%	1.95%	1.88%	1.72%	1.69%	1.56%	1.55%	1.54%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：瑞丰银行净息差、净利差运行平稳，巩固息差修复成果

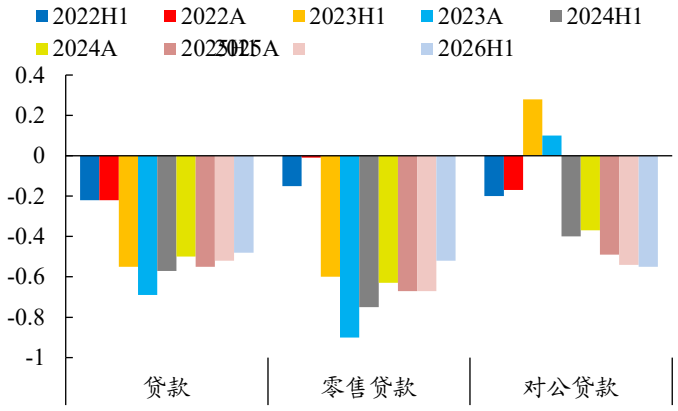


数据来源：Wind、开源证券研究所

资产端收益率降幅收窄。从同比视角来看，以贷款为主的生息资产收益率同比降幅逐渐收窄，系 LPR 连续多月按兵不动、锁定了存量贷款的重定价底线，叠加瑞丰银行主动压价低息资产、有效减缓了资产收益率的下滑压力。

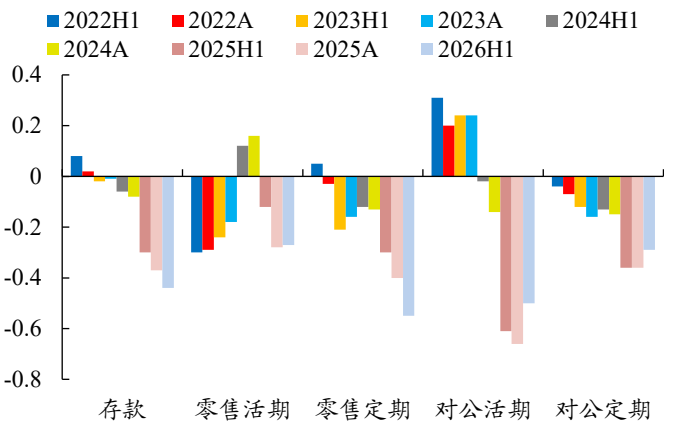
“金融+非金融”联动服务嵌入日常消费场景沉淀活期资金，定存到期重定价红利开始释放。活期存款方面，瑞丰银行通过升级“越邻生活”平台，上线时间银行、孝心银行等六大模块，2026 年上半年新增客户 3.82 万户，支付类、生活生产类、消费类“三绑定”用户新增 7.89 万户；推进浙里幸福小区覆盖 16 个镇街、259 个小区，覆盖率达 59.13%。高频服务嵌入日常，带动资金自然沉淀，同时主动清退高息活期产品，在扩容沉淀低成本活期的同时压低活期付息水平。定期存款方面，瑞丰银行紧跟市场利率灵活摆布短中长期限，前期高息定存集中到期后按新挂牌利率续作，重定价红利逐步释放，定期存款付息成本显著下行。

图21：贷款平均收益率同比降幅收窄（单位：PCT）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：平均收益率同比变动）

图22：定存重定价红利开始释放（单位：PCT）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：平均成本率同比变动）

预期未来净息差延续回升态势。贷款端，随着普惠小微贷款考核口径的优化与松绑，区域市场竞争有望从价格战回归理性，有助于稳定资产端收益率。存款端，我们观察到瑞丰银行定期存款重定价节奏慢于同业，未来随着更多高息存款陆续到期置换，负债成本仍有进一步下行的空间，将成为支撑净息差继续回升的核心动能。

表5：瑞丰银行定期存款重定价节奏慢于其他上市农商行（单位：bp）

	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2026H1
瑞丰银行	-3	-21	-16	-12	-13	-30	-40	-55
沪农商行	-15	-24	-23	-31	-34	-40	-45	-47
渝农商行	-6	-17	-18	-21	-21	-31	-35	-35
青农商行	2	-12	-16	-26	-29	-40	-45	-48
无锡银行	-11	-21	-21	-28	-31	-39	-42	-52
苏农银行	-8	-19	-16	-26	-30	-39	-37	-48
常熟银行	-18	-19	-22	-23	-21	-30	-36	-49

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：个人定期存款平均成本率同比变化）

表6：截至 2026 上半年末，瑞丰银行约有 47.48%的存款将在 1 年内到期

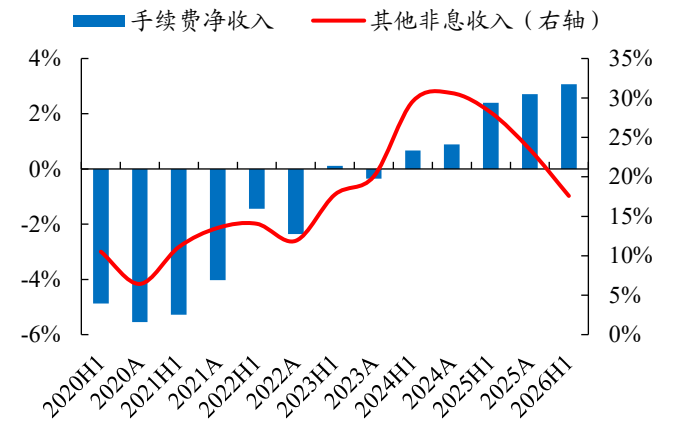
	2022	2023	2024	2025	2026H1
瑞丰银行	36.81%	36.53%	38.16%	47.44%	47.48%
沪农商行	31.56%	35.37%	41.22%	39.76%	42.35%
渝农商行	41.22%	48.18%	53.89%	54.79%	53.45%
青农商行	37.40%	41.63%	38.23%	43.64%	45.03%
无锡银行	29.44%	40.36%	41.23%	40.03%	33.20%
苏农银行	18.48%	30.40%	33.05%	43.17%	42.29%
江阴银行	37.26%	42.94%	43.02%	44.31%	47.61%
常熟银行	41.62%	38.61%	43.77%	53.89%	51.92%

数据来源：iFind、开源证券研究所（注：1 年期内到期的存款占比）

3.1.3、 中间业务初具成果、主动收敛债券浮盈兑现力度

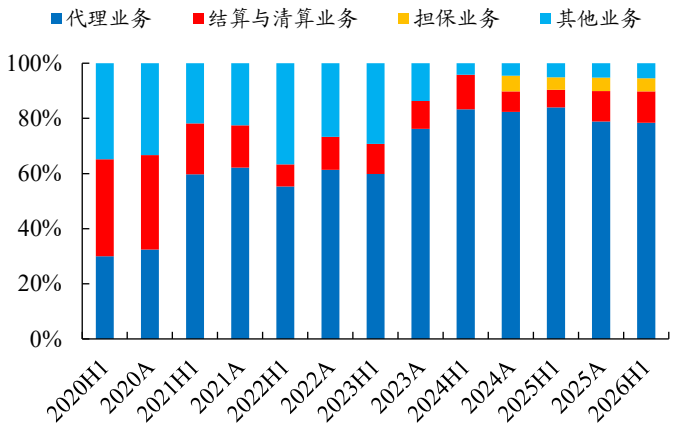
手续费及佣金净收入由负转正，财富管理与国际业务双突破。瑞丰银行在夯实主营存贷业务的同时打造多元盈利发展格局，深入探索第二增长曲线。**财富管理方面**，2025 年末财富业务规模余额 281.87 亿元，较年初增加 63.11 亿元，其中代销理财业务规模增长 68.03%;财富管理业务中间业务收入达 1.78 亿元,同比增长 18.13%,成为稳定的中间收入来源。**国际业务方面**，依托于“四箭”中义乌+滨海板块，结算量与客户基础实现双突破。2025 年国际业务结算量达 96.31 亿美元,同比高增 49.41%;有效客户总数增至 2078 户。同时，该行通过“信用证+福费廷+二级转卖”联动模式实现轻资本突破，国内及国际福费廷业务营业收入达 3404.18 万元，同比高增 303%,展现出较强的跨境金融服务能力。

图23：瑞丰银行手续费净收入占比稳定抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

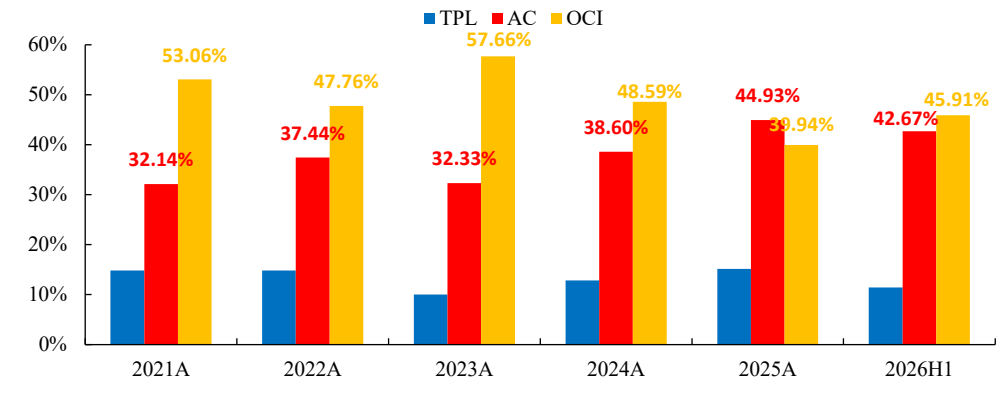
图24：瑞丰银行手续费收入结构



数据来源：公司财报、开源证券研究所

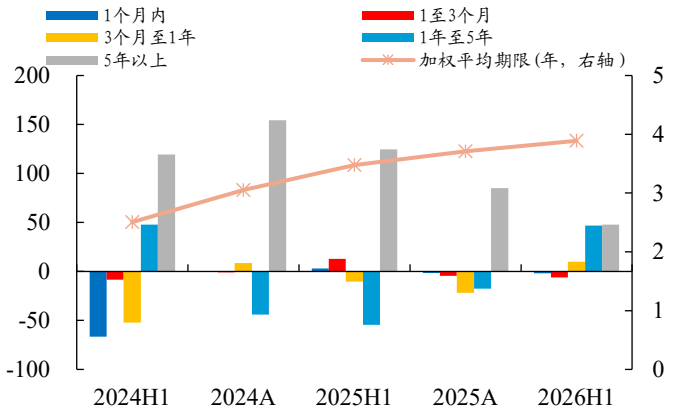
截至 2026 年上半年末，瑞丰银行金融投资资产规模达 848.68 亿元。三账户分类上，AC 账户与 OCI 账户占比分别为 42.67%和 45.91%，较年初分别变动-2.26pct 和+5.97pct，AC 账户占比小幅压降、OCI 账户占比明显抬升。久期维度，我们测算加权平均久期由 2025 年末的 3.71 年进一步拉长至 3.89 年,其中 1-5 年期资产较年初净增 46.72 亿元，增配集中于中期品种而非极端长端。券种结构上，政府债为第一大持仓，占比高达 79.05%，利率债主导格局进一步强化，信用敞口相对克制

图25：2026 年 H1，OCI 账户占比升、AC 账户占比降



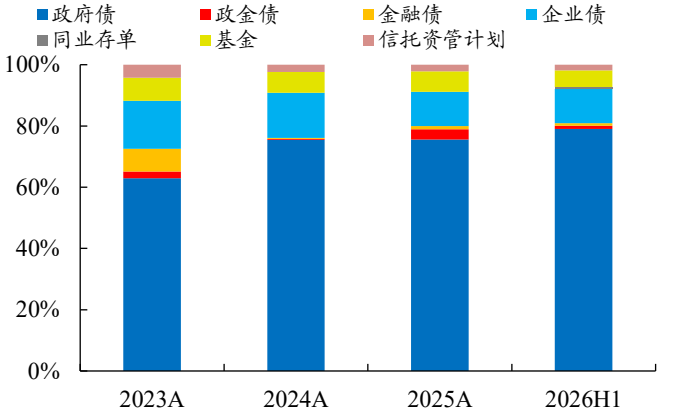
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：金融投资资产加权平均久期拉长至 3.89 年



数据来源：公司财报、开源证券研究所

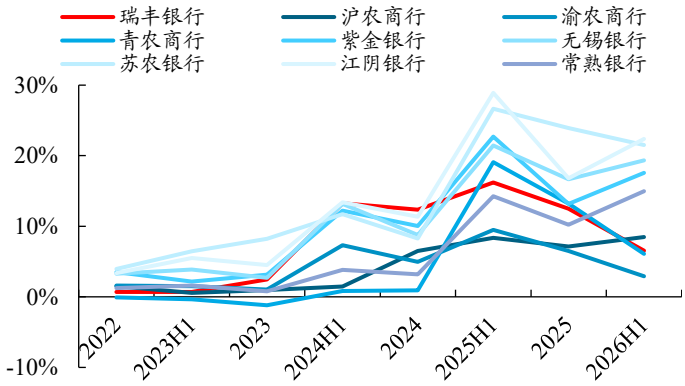
图27：持仓结构中以政府债为主



数据来源：公司财报、开源证券研究所

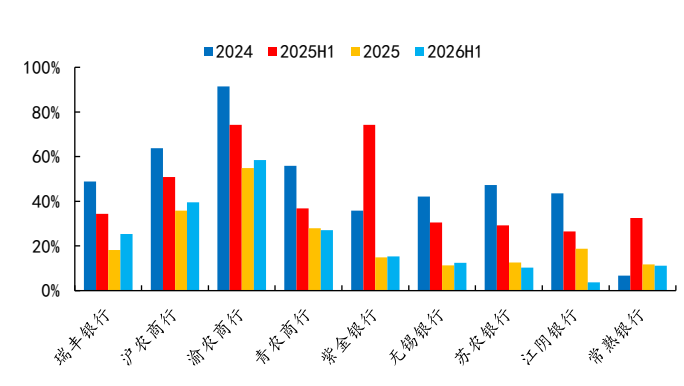
其他非息收入（以投资收益为主）在 2026 年出现较大幅度下滑，**核心原因在于瑞丰银行主动收敛了浮盈兑现力度**，我们认为背后或有两方面考量。一是过去通过出售存量高息老券反哺当期利润，本质上是寅吃卯粮。在当前净息差已现企稳迹象的背景下，通过一次性兑现浮盈来调节当期业绩的必要性已明显下降，主动收敛兑现力度更利于利润的平稳释放。二是保留存量浮盈空间，若未来经济步入复苏通道，可保留部分利润调节空间。

图28：浮盈兑现力度减弱



数据来源：Wind、公司财报、开源证券研究所（注：当期 AC+OCI 浮盈兑现/总营收）

图29：存量浮盈空间有所增厚



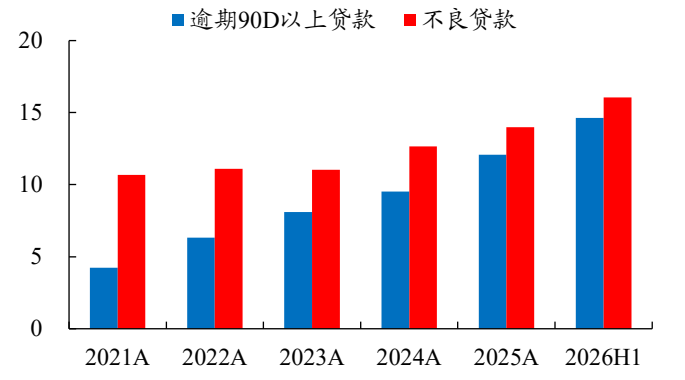
数据来源：Wind、公司财报、开源证券研究所（注：AC+OCI 累计浮盈/总营收）

4、 资产质量：零售风险边际暴露，但风险可控

不良认定严格，逾期 60 天以上纳入不良。2026 年上半年末，瑞丰银行逾期 60 天以上贷款余额与不良贷款比例为 96.69%，逾期 90 天以上贷款余额与不良贷款比例为 91.25%，认定口径扎实审慎。截至 2026 年 Q3，瑞丰银行不良率为 1.09%。

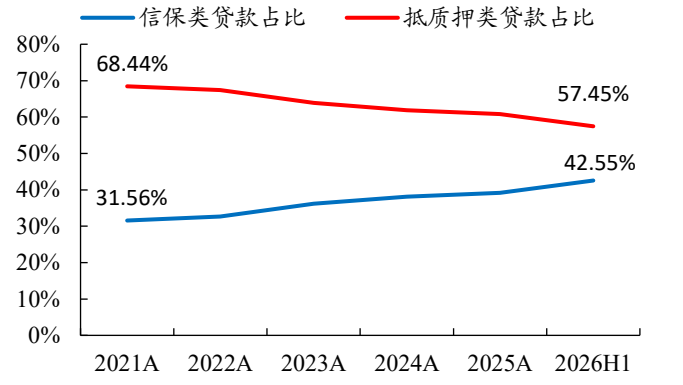
风险定价理念深化，贷款投放更加审慎。前几年，在政策鼓励普惠小微的大背景下，银行风控逻辑出现变化，倾向于借款人有抵押物就敢放款，存量风险暴露多集中在这类贷款中。瑞丰银行近些年强调风险经营理念，对贷款投放更加审慎，2021 年至 2026 年上半年信保类贷款占比从 31.56%提升至 42.55%，这类贷款以主体信用定价，更关注企业自身经营状况与个人现金流，因此新增贷款质量相对较好。

图30：不良认定严格，逾期 60 天以上纳入不良（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

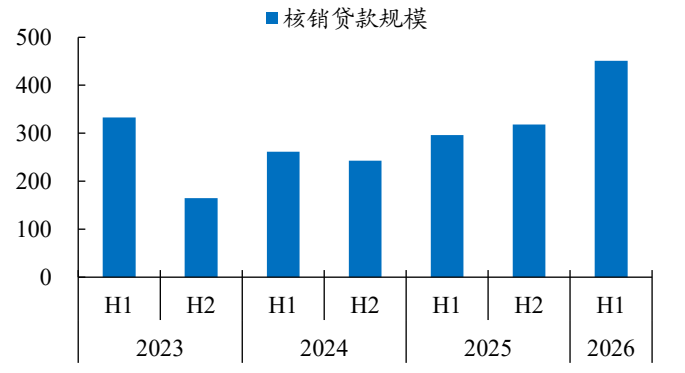
图31：信保类贷款投放占比逐渐提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

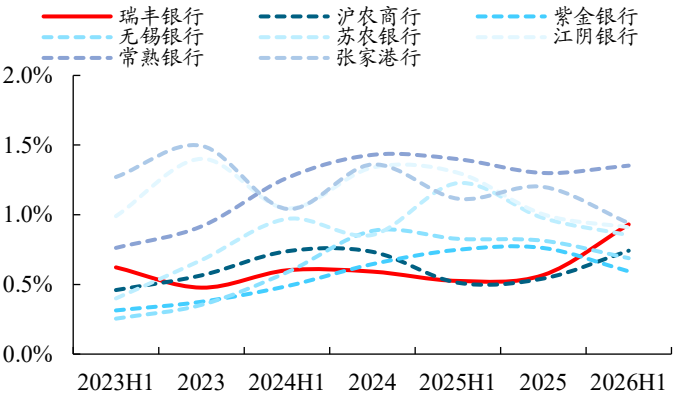
不良生成率微升，但绝对水平较低、处于同业中间位置。2023-2025 年瑞丰银行不良净生成率处于同业较低位置，2026H1 边际上行至 0.93%，主要受零售贷款方面的不良风险暴露、加大了核销力度，但整体仍处于同业中间水平。

图32：2026 年上半年瑞丰银行加大核销力度（亿元）



数据来源：企业预警通、开源证券研究所

图33：瑞丰银行不良生成率边际抬升、但处中间水平



数据来源：Wind、企业预警通、开源证券研究所（注：不良生成率=（不良贷款余额变动+当期核销）/期初贷款总额）

零售风险暴露是行业共性。细分结构来看，对公贷款不良率持续下行，2026H1 运行至 0.31%，为 22 年以来历史新低；零售贷款不良率有所攀升，2026H1 为 2.29%，但 10 家农商行仅有 4 家公开披露零售不良情况，推测瑞丰银行不良情况在同业中尚可。

零售风险敞口相对可控。细分零售贷款项，截至 2026 年上半年末，按揭贷款、消费贷、经营贷、信用卡分别占比 13.45%、21.93%、63.47%、1.15%。风险或主要集中在经营贷部分，该类客群以绍兴当地个体工商户及小微业主为主，天然抗风险能力偏弱，前期经济波动下存量风险有所暴露。但绍兴区域经济活力充沛，上述客群或多面临短期流动性压力而非根本性偿付能力恶化，还款意愿整体稳固。叠加瑞丰银行深耕本土的地缘信息优势和熟人银行模式，对借款人真实经营状况及信用画像了解透彻，这部分贷款的清收前景有望随经济景气度回升而逐步改善。按揭贷款有抵质押物作为支撑，具备一定清收与处置空间；消费贷主要投向于当地国企员工、公务员及教师等优质客群，收入稳定性强，还款能力较有保障。

此外，截至 2026 年上半年末，瑞丰银行拨备覆盖率达 309%，风险抵补能力较强。

图34：零售风险普遍暴露带动不良率上行

上市农商行资产质量风险情况									
银行主体	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2026H1	趋势图
不良贷款率									
沪农商行	0.94%	0.95%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.94%	
渝农商行	1.22%	1.21%	1.19%	1.19%	1.18%	1.17%	1.08%	1.05%	
青农商行	2.19%	1.93%	1.81%	1.80%			1.75%	1.74%	
紫金银行	1.20%	1.19%	1.16%	1.15%	1.24%	1.24%	1.35%	1.33%	
无锡银行	0.81%	0.77%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.77%	0.76%	
苏农银行	0.95%	0.92%	0.91%	0.91%	0.90%	0.90%	0.88%	0.86%	
江阴银行	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.86%	0.86%	0.82%	0.81%	
瑞丰银行	1.08%	0.98%	0.97%	0.97%	0.97%	0.98%	0.99%	1.09%	
常熟银行	0.81%	0.75%	0.75%	0.76%	0.77%	0.76%	0.76%	0.75%	
张家港行	0.89%	0.88%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	
对公贷款不良率									
沪农商行	1.22%	1.13%	1.10%	1.03%	1.02%	0.94%	0.87%	0.85%	
渝农商行	1.47%	1.28%	1.04%	1.07%	1.04%	0.68%	0.55%	0.54%	
青农商行	2.75%	2.33%	2.07%	2.07%	2.02%	1.95%	1.84%	1.58%	
瑞丰银行	1.20%	0.86%	0.61%	0.40%	0.43%	0.38%	0.34%	0.31%	
常熟银行	0.77%	0.75%	0.83%	0.66%	0.65%	0.56%	0.55%	0.00%	
零售贷款不良率									
沪农商行	0.79%	0.94%	1.12%	1.32%	1.32%	1.50%	1.56%	1.55%	
渝农商行	1.17%	1.34%	1.60%	1.58%	1.60%	2.04%	2.07%	2.23%	
青农商行	1.43%	1.38%	1.67%	1.66%	1.69%	1.71%	1.99%	2.54%	
瑞丰银行	1.14%	1.21%	1.49%	1.77%	1.76%	1.85%	1.99%	2.29%	
常熟银行	0.89%	0.80%	0.78%	0.91%	0.94%	1.02%	-	-	
拨备覆盖率									
沪农商行	445%	432%	405%	372%	352%	337%	329%	307%	
渝农商行	358%	351%	367%	360%	363%	356%	367%	357%	
青农商行	208%	237%	238%	227%	251%	249%	261%	225%	
紫金银行	247%	251%	247%	249%	201%	200%	180%	175%	
无锡银行	553%	554%	523%	502%	458%	425%	415%	405%	
苏农银行	443%	453%	453%	443%	429%	387%	370%	340%	
江阴银行	470%	500%	409%	435%	369%	381%	330%	349%	
瑞丰银行	281%	299%	304%	324%	321%	340%	327%	309%	
常熟银行	537%	550%	538%	539%	501%	490%	451%	432%	
张家港行	521%	511%	424%	424%	376%	384%	329%	325%	

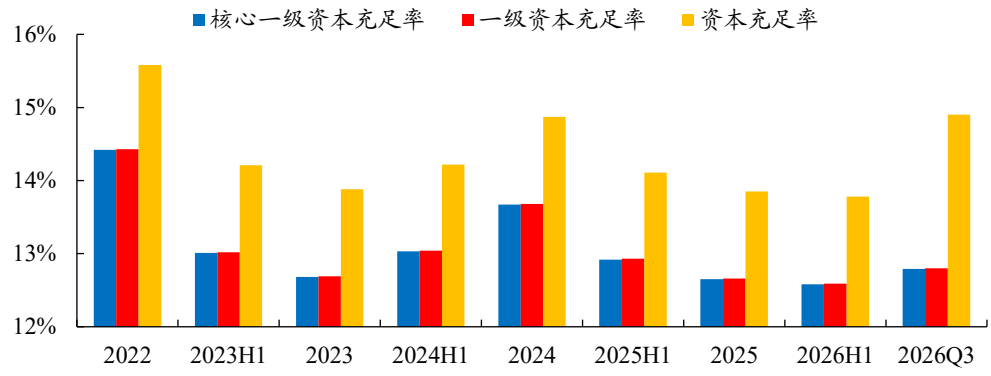
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 资本与分红：资本安全垫夯实，26 年首启中期分红

资本充足率安全边际宽裕。截至 2025 年末，瑞丰银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 12.65%、12.66%、13.85%，远高于监管最低要求 7.5%、8.5%、10.5%。2026 年上半年扩表提速后，截至 2026 年 6 月末三项指标分别为 12.58%、12.59%、12.78%，仍保持充裕的安全边际，短期无资本补充压力。

外部资本补充方面，瑞丰银行于 2026 年 8 月成功发行 15 亿元二级资本债，资本充足率提高至 14.9%，有效夯实了总资本，短期内资本安全垫显著增厚。此外，该行可转债项目目前正处于交易所审批阶段，主要受制于股价低于每股净资产的发行约束。展望未来，随着银行板块整体估值修复带动正股价格回升，可转债发行有望提速落地；若后续顺利实现转股，将直接补充核心一级资本，进一步打开资产扩张空间与业务分化潜力。

图35：瑞丰银行三级资本充足率安全边际高



数据来源：Wind、开源证券研究所

分红率逐年提升，2026 年首启中期分红、提高分红频率。2024 年度每 10 股派发现金股利 2 元、合计 3.92 亿元，2025 年度每 10 股派发现金股利 2.1 元、合计 4.12 亿元；2025 年度分红率约 20.96%，较 2024 年的 20.42%继续提升。2026 年，瑞丰银行首次派发中期股息，我们测算中期分红率约 21.85%，较 2025 年度进一步提升，注重投资者回报的导向明确。

表7：瑞丰银行 2026 年首启中期分红，注重投资者回报（单位：%）

银行	分红率_调整后			股息率_调整后			银行	分红率_调整后			股息率_调整后		
	2024 年	2025 年	2026H1	2024 年	2025 年	2026/10/29		2024 年	2025 年	2026H1	2024 年	2025 年	2026/10/29
工商银行	31.30	31.00	31.82	4.62	4.02	3.71	成都银行	30.04	30.04	30.02	5.47	5.85	4.88
农业银行	32.21	31.87	32.53	4.76	3.42	3.59	长沙银行	22.49	22.28	19.45	4.91	4.68	4.72
建设银行	30.67	30.49	31.16	4.65	4.23	3.35	重庆银行	30.01	30.00	-	4.74	4.44	4.50
中国银行	32.21	31.82	33.25	4.62	4.13	3.43	贵阳银行	21.48	21.84	-	5.16	5.20	5.35
交通银行	32.68	32.27	32.14	5.22	4.78	4.16	郑州银行	13.03	-	-	0.92	-	-
邮储银行	32.37	32.67	33.47	4.97	4.35	4.25	苏州银行	34.07	31.97	-	5.60	4.63	4.22
兴业银行	30.73	31.02	-	5.80	5.38	5.70	青岛银行	23.10	21.15	-	4.11	3.89	3.34
浦发银行	31.10	30.22	-	4.52	3.56	4.65	齐鲁银行	27.68	28.48	-	4.85	4.44	4.10
中信银行	30.50	31.75	32.09	5.44	5.20	4.41	厦门银行	35.02	27.76	-	5.96	3.73	4.10
招商银行	35.32	35.34	-	5.20	4.96	4.95	兰州银行	30.47	24.43	-	4.08	3.51	3.45
民生银行	30.04	30.14	29.78	5.44	5.46	5.59	西安银行	17.37	16.77	-	2.69	2.72	2.82

光大银行	30.14	30.08	28.97	5.47	5.88	5.42	渝农商行	30.68	30.65	-	5.03	4.97	4.68
平安银行	28.32	28.83	20.02	5.81	5.61	5.60	沪农商行	33.91	34.07	34.07	5.05	4.70	4.85
华夏银行	25.04	25.94	-	5.29	6.44	6.45	青农商行	25.49	23.09	-	4.11	3.98	4.62
浙商银行	30.12	30.06	-	5.73	5.02	4.89	常熟银行	19.77	21.22	-	3.24	3.81	4.12
江苏银行	31.52	32.11	-	5.48	5.75	4.97	紫金银行	22.55	29.42	-		4.30	4.02
北京银行	30.01	35.46	18.40	6.00	8.04	6.26	无锡银行	22.42	23.83	-	3.96	4.25	4.26
上海银行	31.22	31.59	32.05	5.47	5.29	5.73	张家港行	26.02	27.17	-	4.57	4.78	5.05
宁波银行	22.77	27.99	15.95	3.81	4.36	3.77	瑞丰银行	20.42	20.96	21.85	3.53	3.76	3.91
南京银行	31.74	31.60	-	5.37	4.81	4.81	苏农银行	16.98	20.75	18.29	3.36	4.12	4.43
杭州银行	26.08	26.43	27.00	4.93	4.53	4.39	江阴银行	24.17	26.42	31.27	4.42	5.14	4.77

数据来源：Wind、公司财报、开源证券研究所（注：1、分红率=现金分红/归母普通股净利润；2、股息率=分红率/PE_TTM,2026 年 10 月 29 日股息率=2025 年分红率/PE_TTM；3、ROE 为加权平均净资产收益率，2026H1 为年化口径）

资本充足，可支撑瑞丰银行在提高分红下延续扩表节奏。以 2025 年为基期，在压力测试情景下假设 2026-2030 年风险加权资产增速分别为 12%/13%/14%，归母净利润增速为 3%，现金分红率为 22%/23%/24%。测算结果显示到 2030 年核充率和资本充足率分别为 9.83%和 11.01%，距离监管红线仍有一定安全距离。

表8：瑞丰银行资本厚实，压力测试下支持未来 5 年扩表高增长无虞

项目	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
风险加权资产增速	-	12%	12%	13%	13%	14%
风险加权资产（亿元）	**1564.46**	**1752.19**	**1962.45**	**2217.57**	**2505.86**	**2856.68**
归母净利润增速	—	3%	3%	3%	3%	3%
归母净利润（亿元）	19.66	20.25	20.86	21.48	22.13	22.79
现金分红率	20.96%	22%	22%	23%	23%	24%
现金分红（亿元）	4.12	4.45	4.59	4.94	5.09	5.47
留存利润（亿元）	15.54	15.79	16.27	16.54	17.04	17.32
其他资本变动（亿元）	-	15	-	-	-	-
期初核心一级资本净额（亿元）	-	197.98	213.77	230.04	246.58	263.62
期末核心一级资本净额（亿元）	**197.98**	**213.77**	**230.04**	**246.58**	**263.62**	**280.94**
资本净额	**216.67**	**247.46**	**263.73**	**280.27**	**297.31**	**314.63**
核心一级资本充足率	**12.65%**	**12.20%**	**11.72%**	**11.12%**	**10.52%**	**9.83%**
资本充足率	**13.85%**	**14.12%**	**13.44%**	**12.64%**	**11.86%**	**11.01%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 估值分析与投资建议

6.1、 盈利预测

1、**规模上：贷款方面**，我们预期随着瑞丰银行“一基四箭”区域战略纵深推进，信贷投放动能充足。柯桥大本营存、贷款基本盘稳固；越城、义乌、滨海、嵊州四箭区域差异化定位，增量贡献持续提升。给予瑞丰银行 2026-2028 年 8.88%/9.30%/9.27% 的预计贷款增速。**存款方面**，瑞丰银行深耕柯桥七十余年、人缘地缘优势深厚，零售与小微客户基本盘扎实，截至 2026 年上半年末零售存款贡献总存款规模 70.57%，因此故假设 2026-2028 年存款总额增速分别为 12%/10%/10%。

2、利率上：资产收益方面，瑞丰银行主动压降票据等低息资产占比、调整结构，小微贷款监管环境边际趋松、价格竞争环境有望改善，预期资产端收益率降幅有望进一步收窄。**负债成本方面，**高息存款产品已基本清退，另外公司定期存款重定价节奏慢于同业，未来随着更多高息定存陆续到期置换，存款成本仍有下行空间，将成为支撑净息差企稳回升的核心动能。因此我们预期未来净息差延续企稳态势，假设其 2026-2028 年的净息差分别为 1.51%/1.52%/1.51%。

3、手续费和佣金净收入上：瑞丰银行以财富管理与国际化业务打造第二增长曲线，中间业务初具成果。随着客群基础持续夯实、业务场景不断拓展，我们预计 2026-2028 年手续费及佣金净收入同比增速分别为 18.54%/6.86%/6.77%。

按照以上主要假设条件，我们预计其 2026-2028 年归母净利润分别为 20/20/22 亿元，分别同比增长 1.84%/2.36%/5.13%；期末摊薄股本 EPS 为 1.03/1.04/1.10 元。当前股价（2026-10-29）对应 2026-2028 年 PB 分别为 0.49/0.43/0.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：瑞丰银行主要预测指标

单位：亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
贷款余额	1271	1368	1490	1628	1779
yoy	*15.34%*	*7.64%*	*8.88%*	*9.30%*	*9.27%*
存款余额	1662	1816	2034	2238	2462
yoy	*12.88%*	*9.29%*	*12.00%*	*10.00%*	*10.00%*
营业收入	43.85	44.08	44.39	47.41	50.82
yoy	*15.29%*	*0.53%*	*0.69%*	*6.81%*	*7.19%*
净息差	1.50%	1.50%	1.51%	1.52%	1.51%
净利息收入	30.04	32.54	35.89	38.46	41.39
yoy	*-1.65%*	*8.33%*	*10.29%*	*7.17%*	*7.63%*
手续费及佣金净收入	0.39	1.19	1.42	1.51	1.62
yoy	*-390.91%*	*207.40%*	*18.54%*	*6.86%*	*6.77%*
归母净利润	19.22	19.66	20.02	20.49	21.54
yoy	*11.27%*	*2.30%*	*1.84%*	*2.36%*	*5.13%*

数据来源：iFind、开源证券研究所

6.2、 相对估值

瑞丰银行估值处于上市农商行洼地，修复潜力较大。我们选取江浙沪地区 A 股

上市农商行作为可比公司，瑞丰银行当前股价（2026-10-29）对应 2026 年 PB 为 0.49 倍，低于可比公司平均水平，存在一定估值折价。

从基本面看，公司 2026 年上半年年化 ROE 为 8.93%，虽略低于可比公司平均谁水平 10.80%，但多项指标正呈现边际改善的积极信号。**盈利方面，**2025 年净息差为 10 家上市农商行中唯一未下滑的行社，2026H1 息差贡献由负转正，核心营收保持双位数增长，归母净利润增速逐年提速；**规模方面，**“一基四箭”区域战略纵深推进，四箭区域增量贡献持续提升，贷款增速回升且下半年放量节奏确定；**资产质量上，**不良认定严格（逾期 60 天以上贷款全部纳入不良），对公不良率降至 0.31%的历史新低，零售风险边际抬升但风险可控，拨备覆盖率达 309%、风险抵补能力较强；**分红方面，**分红率逐年提升并于 2026 年首启中期分红，注重投资者回报的导向明确。瑞丰银行作为浙江省首家上市农商行，扎根民营经济活跃的绍兴柯桥，深度受益于区域产业升级红利与浙江农信体制赋能。我们认为当前估值未能充分反映公司息差率先企稳、区域战略打开成长空间的边际变化，估值具备向上修复动力。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司的主要指标对比

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收 YoY（%）			归母净利润 YoY（%）			EPS（摊薄）(元)			评级
		2026/10/29	2026E		2026H1	2026E	2027E	2026H1	2026E	2027E	2026H1	2026E	2027E	
601825.SH	沪农商行	0.66	0.64	10.76	1.82	1.71	3.06	0.87	1.24	2.00	0.73	1.29	1.32	未评级
601128.SH	常熟银行	0.69	0.65	13.34	6.05	7.00	7.43	10.64	10.90	10.60	0.60	1.28	1.42	未评级
601860.SH	紫金银行	0.45	0.45	9.08	-7.94	3.10	7.42	3.33	1.61	8.50	0.26	0.35	0.37	未评级
002839.SZ	张家港行	0.56	0.54	9.74	-5.21		3.88	2.71	3.54	3.81	0.42	0.84	0.87	未评级
603323.SH	苏农银行	0.49	0.47	12.46	1.00	2.75	4.40	3.02	4.46	4.84	0.55	0.96	1.01	未评级
002807.SZ	江阴银行	0.56	0.55	8.64	1.98	5.49	5.48	2.34	2.99	3.95	0.32	0.78	0.81	未评级
可比公司平均		0.56	0.57	0.55	10.67	-0.38	3.59	5.28	3.82	4.12	5.62	0.48	0.92	0.97
601528.SH	瑞丰银行	0.51	0.49	8.93	0.53	0.69	6.81	0.94	1.84	2.36	0.46	1.02	1.04	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除瑞丰银行，其余可比公司预测值均选用 Wind 一致预期（180 天），PB 已更新到 2026-10-29 收盘价；ROE 为 2026 年上半年的年化净资产收益率；无锡银行缺少 wind 一致预期数据，予以剔除）

7、 风险提示

政策风险：金融供给侧结构性改革，银行业监管政策趋严；政策落地不及预期，银行信贷的增量扩面不达预期。

市场风险：经济增速不及预期，企业和居民部门贷款需求疲弱，净利息收入增速下滑；LPR 再度下调压缩息差；区域竞争环境加剧等。

经营风险：柯桥纺织印染块状经济景气下行；异地规模增量不及预期；中间业务发展不及预期；零售贷款风险暴露；定期存款到期续作不及预期等。

其他风险：不可抗力带来的风险，日常业务开展受到限制，未来发展的不确定性增加等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利息收入	7,119	6,972	6,923	7,066	7,586
利息支出	4,115	3,718	3,334	3,220	3,446
净利息收入	3,004	3,254	3,589	3,846	4,139
手续费及佣金收入	185	227	229	241	253
手续费及佣金支出	146	108	88	89	91
手续费及佣金净收入	39	119	142	151	162
其他非息收入	1,343	1,035	708	744	781
净非利息收入	1,381	1,154	850	895	942
营业收入	4,385	4,408	4,439	4,741	5,082
税金及附加	38	37	43	46	49
业务及管理费	1,369	1,360	1,373	1,375	1,396
其他业务成本	1	1	1	2	2
营业外净收入	70	-21	-28	0	8
拨备前利润	3,048	2,989	2,993	3,317	3,642
信用减值损失	1,153	993	1,023	1,204	1,420
利润总额	1,894	1,996	1,971	2,114	2,222
所得税费用	-50	9	-53	42	44
净利润	1,944	1,987	2,024	2,071	2,178
归母净利润	1,922	1,966	2,002	2,049	2,154
贷款总额	130,960	141,206	153,914	167,767	182,866
同业资产	6,212	10,562	13,223	14,546	16,000
总资产	220,503	241,495	258,825	287,827	320,084
吸收存款	166,191	181,638	203,435	223,778	246,156
其他计息负债	33,955	37,989	30,586	35,446	41,248
非计息负债	1,130	1,904	2,856	3,713	4,641
总负债	201,277	221,531	236,877	262,937	292,045
母公司所有者权益	18,968	19,690	21,656	24,576	27,702

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生息资产净额/总额	98.25	98.18	98.14	98.30	98.44
存放央行/生息资产	4.42	4.64	4.57	4.59	4.62
同业资产/生息资产	2.81	4.38	4.97	5.00	5.03
存放同业/生息资产	1.88	1.92	2.24	2.25	2.26
拆放同业/生息资产	0.93	2.17	1.74	1.75	1.76
买入返售/生息资产	0.00	0.28	0.99	1.00	1.01
贷款总额/生息资产	59.28	58.55	57.84	57.62	57.48
贷款净额/生息资产	57.53	56.73	55.98	55.92	55.92
投资/生息资产	33.49	32.43	32.62	32.79	32.87
计息负债/总负债	99.44	99.14	98.79	98.59	98.41
生息资产净额/计息负债	108.45	107.81	111.59	110.41	108.97
存款/计息负债	83.03	82.70	86.93	86.33	85.65
向央行借款/计息负债	5.51	5.52	5.92	5.83	5.73
同业负债/计息负债	7.50	8.58	10.06	10.90	11.80
同业存放/计息负债	0.12	0.11	0.71	0.18	0.15
拆入资金/计息负债	0.85	0.82	1.21	1.23	1.13
卖出回购/计息负债	6.53	7.65	8.14	9.49	10.52
发行债券/计息负债	3.91	3.16	2.98	2.74	2.53

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润增速	11.17	2.22	1.84	2.36	5.13
拨备前利润增速	15.64	-1.93	0.16	10.82	9.80
税前利润增速	5.78	5.36	-1.24	7.24	5.13
营业收入增速	15.29	0.53	0.69	6.81	7.19
净利息收入增速	-1.65	8.33	10.29	7.17	7.63
手续费及佣金收入增速	-7.24	23.09	0.80	5.00	5.00
手续费及佣金支出增速	-31.35	-26.01	-18.83	2.00	2.00
手续费及佣金净收入增速	-390.91	207.40	18.54	6.86	6.77
其他非息收入增速	75.93	-22.92	-31.55	5.00	5.00
净非利息收入增速	84.25	-16.44	-26.37	5.31	5.30
业务管理费用增速	3.78	-0.64	0.92	0.18	1.50
营业费用和税收增速	3.59	-0.65	1.37	0.43	1.68
信用减值损失增速	36.53	-13.91	2.97	17.72	18.00
生息资产总额增速	12.31	9.16	10.34	9.42	9.26
贷款总额增速	15.50	7.82	9.00	9.00	9.00
同业资产增速	-19.56	70.03	25.19	10.00	10.00
贷款净额增速	15.34	7.64	8.88	9.30	9.27
计息负债增速	11.72	9.73	6.55	10.77	10.87
吸收存款增速	12.88	9.29	12.00	10.00	10.00
同业负债增速	-0.68	25.46	25.00	20.00	20.00
向央行借款增速	-0.91	9.98	14.26	9.00	9.00
归属母公司权益增速	14.07	3.81	9.99	13.48	12.72

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
ROAA	0.90	0.84	0.80	0.74	0.70
ROAE	10.55	10.19	9.55	8.58	8.01
拨备前利润率	69.50	67.80	67.44	69.97	71.68
获利能力					
净息差(NIM)	1.50	1.50	1.51	1.52	1.51
净利差(SPREAD)	1.38	1.38	1.40	1.44	1.43
生息资产收益率	3.54	3.20	2.91	2.79	2.76
计息负债成本率	2.16	1.82	1.51	1.35	1.33
偿债能力					
不良贷款净生成率	0.45	0.49	0.53	0.42	0.41
不良贷款率	0.97	0.99	1.12	1.10	1.10
拨备覆盖率	320.98	326.45	287.32	268.39	246.23
拨贷比	3.10	3.23	3.22	2.95	2.71
营运能力					
核心一级资本充足率	13.67	12.65	12.72	12.30	11.87
一级资本充足率	13.68	12.66	12.73	12.31	11.88
资本充足率	14.87	13.85	13.88	13.35	12.81
每股指标（元）					
EPS	0.98	1.00	1.02	1.04	1.10
PPOP	1.55	1.52	1.53	1.69	1.86
BVPS	9.67	10.03	11.04	12.53	14.12
估值比率					
P/E	5.52	5.40	5.30	5.18	4.93
P/PPOP	3.48	3.55	3.55	3.20	2.91
P/B	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38

数据来源：聚源、开源证券研究所

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

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

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

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