

# 瑞丰银行 (601528.SH)

## 区域小微特色银行，规模扩张有望带动营收稳步增长

**瑞丰银行概况：立足小微，服务三农，浙江省首家上市农商行。**

瑞丰银行成立于2005年，2021年成功在A股上市，是浙江省唯一一家上市农商行。2022年末，瑞丰银行共有108家分支机构，其中89家位于绍兴市柯桥区，16家位于绍兴市越城区，3家位于义乌市（金华市代管），2023年3月末总资产1815亿元，贷款余额1088亿元，上市农商行中体量最小。1) **股权结构分散，民营占比高**：第一大股东柯桥区财政局间接持股6.72%，其余十大股东均为民企，持股在5%以下。2) **管理层稳定、年轻化**：管理层主要为内部提拔，均在行内供职多年，行长、副行长平均年龄45岁。管理层整体较为稳定，有利于公司战略稳定和业务发展。

**区域特色：民营、小微经济活跃，为小微业务提供天然土壤。**

1) **市场主体以民营、个体户居多**：2022年末绍兴市市场主体中个体工商户占比67%，民企占全部企业达93%；义乌市个体工商户占市场主体比例也超过65%，民营占企业总数超97%。  
2) **信贷需求旺盛，增速较快**：绍兴市贷款增速整体逐年提升，2022年达到18.3%，近5年规模翻倍，2022年小微企业贷款占比28.5%，同比高增32.1%，义乌市贷款增速也逐年提升至2022年的16.5%，同样实现5年规模翻倍。

**业务特色：全行业务持续下沉，小型+微型企业+经营贷占比达60%。**

1) **坚持小微战略定位，持续“做小做散”**。瑞丰银行多年来贷款结构逐步下沉，微型企业贷款占比由2015年的9.3%，提升至2022年末的12.1%，零售贷款占比也由29.8%提升至51.6%，对应年均增速分别为18.5%、23.4%。从近3年情况来看，主要是小型企业+微型企业+个人经营贷发力，占全行贷款增量的78%。  
2) **多年积淀，小微业务模式成熟可复制，带动全行贷款增速、息差同业领先**。  
**A、当前小微业务已成为全行基石**：2022年末小微企业贷款+个人经营贷占比高达60%，近3年年均增速25.3%，贡献了全行78%的增量。  
**B、异地可复制性较强**：2022年末义乌地区在仅有3个网点（占比2.8%）的情况下，贷款占全行比重达到8.2%，近3年年均增速达到23.5%（义乌地区主要是微贷贡献，若按微贷占比计算，实际比例会更高）。  
**C、贷款增速、息差领先同业**：2022年贷款增速达到21%，同业最高，其中76%来自小型+微型+个人经营业务贡献，2023Q1贷款较年初高增5.8%，开门红情况良好。2022年净息差达到2.21%，仅次于常熟银行、张家港行。

**发展空间：市场规模稳步增长，异地市占率仍有提升空间。**

1) **市场规模稳步扩张**：瑞丰银行所在的绍兴柯桥区、越城区以及义乌市区域贷款增速较快（均在16%以上），即使未来市占率持平，假设各区域贷款增速不变，瑞丰银行贷款增速也能达到18%左右。  
2) **异地市占率仍有提升空间**：**A、柯桥区**：市占率达23.4%，近3年基本稳定，提升空间相对有限；**B、越城区**：市占率仅3.2%，对应网均市占率0.20%（越城区16家网点），而柯桥区网均市占率达到0.26%，越城区仍有30%以上的提高空间。未来在人员基本稳定的情况下，网均市占率提升主要靠提高人均产能，2022年末柯桥区、越城区人均产能分别为0.87亿、0.65亿，越城区同样有30%以上提升空间。**C、义乌市**：网点仅3家，市占率达到1.9%，网均市占率（0.62%）、人均产能（1.75亿）均已达到较高水平，未来继续扩张或需要新开设网点，或进一步提高人均产能。

**资本“扩张”：参股当地农商行，打开业绩增长空间。**

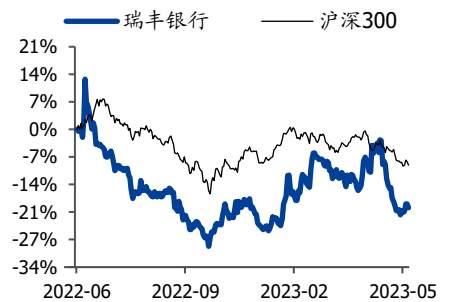
**核心一级资本充裕，积极认购参股提高资本利用效率**。瑞丰银行作为浙江省唯一一家上市农商行，资本金相对充裕。2022年末核心一级资本充足率达到14.4%，基本为上市银行最高水平，可通过认购参股其他农商

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	农商行
6月6日收盘价(元)	5.09
总市值(百万元)	9,987.40
总股本(百万股)	1,962.16
其中自由流通股(%)	40.21
30日日均成交量(百万股)	22.22

#### 股价走势



#### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

#### 相关研究



行进一步打开业绩增长空间。2022年12月瑞丰银行通过协议受让、司法拍卖正式获得金华永康农商行5.16%股权，成为其主要股东。

**测算来看**，假设瑞丰银行未来5年RWA增速、利润增速、分红比例保持2022年不变，核心一级资本充足率降至上市农商行平均水平（11%），2027年末将有15亿空闲核心一级资本。若进一步考虑可转债转股，将进一步补充50亿核心一级资本。

浙江地区优质农商行众多。当地82家农商行多数不良率1%以下，拨备覆盖率400%+，ROE超12%。若按条件筛选：1)总资产在500亿-1000亿之间，且增速大于10%。2)净利润增速接近20%或更高，ROE高于瑞丰银行。3)不良率低于1%，且拨备覆盖率高于400%。除已经收购股权的永康农商行外，仍有禾城农商行、海宁农商行、德清农商行等其他5家优质标的可供选择（认购参股影响因素较多，实际落地情况不确定性较大）。

**基本面分析：受益于存款利率下行息差有望企稳，规模扩张带动营收增长，资产质量改善打开利润增长空间。**瑞丰银行2022全年营收、归母净利润增速分别为6.5%、20.2%，2023Q1营收、利润增速也达到8.1%、16.2%，处同业较优水平，主要是规模增长拉动营收+资产质量改善释放利润。

**1) 资产质量：近年一直处于改善区间，各项指标稳步向好。**截止2023Q1不良率为1.01%，2022年以来下降0.24pc。2022年末不良生成率为0.56%，自2018年来一直保持在1%以下的较低水平，2023Q1拨备覆盖率286%，2022年以来合计提升33pc。信用成本从2019年的1.29%降至2022年的0.87%，支撑利润增长。当前不良贷款主要在批发零售业、个人经营贷和消费贷，今年以来大环境转好下，相关压力有望减轻。

**2) 净息差：受益于存款利率下降息差有望企稳，结合小微业务加持下规模保持较快增速，将带动利息净收入稳步增长。**瑞丰银行2022年净息差2.21%，居同业第三，主要是小微占比高支撑资产端收益率达到4.38%（也为同业第三）。展望全年，**A、资产端：**贷款贴息（测算支撑息差11bps），同业竞争压力减小等因素下贷款利率下行空间或相对有限。**B、负债端：**年初以来中小行整体下调定期存款利率，瑞丰银行作为农商行，定期存款占比较高（约64%）、存款竞争也较为激烈，充分受益于定期存款的利率下降。此外，从日均口径静态看，瑞丰银行的活期存款占比达到34%，活期存款的利率约为1.24%，且其中约2/3的对公活期存款的利率为1.59%，高出同业。而在监管主导下，通知存款、协定存款等活期存款品种的利率均有所下调，瑞丰银行也将充分受益。

**3) 非息收入：处于起步阶段，增速较快，但占总收入仍较低。**2022年非息收入3.37亿，占营收比重不到10%。手续费收入1.57亿，同比大增46.3%，但占营收也仅4.5%，各项业务仍处于起步阶段。

**投资建议。**瑞丰银行所处的绍兴、义乌地区需求旺盛，贷款增速在16%以上，且其在绍兴越城区市占率仍有提升空间，规模有望保持较快增速。而受益于存款利率下降，今年净息差也有望基本企稳，带动利息净收入稳步增长。此外，公司核心一级资本充裕，还可通过认购参股其他优质农商行进一步打开业绩增长空间。瑞丰银行自身资产质量近年也改善明显，有望打开利润释放空间，全年来看业绩表现或将持续领先同业，预计2023-2025实现归母净利润17.63/20.49/24.04亿，当前2023PB约0.59x，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济恢复节奏不及预期；小微业务异地拓展不及预期；利率超预期下行；股票解禁带来价格波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,310	3,525	3,879	4,379	4,986
增长率 yoy (%)	10.02%	6.49%	10.05%	12.90%	13.85%
拨备前利润（百万元）	2,224	2,441	2,712	3,088	3,522
增长率 yoy (%)	11.11%	9.73%	11.11%	13.87%	14.06%
归母净利润（百万元）	1,271	1,528	1,763	2,049	2,404
增长率 yoy (%)	15.08%	20.20%	15.37%	16.25%	17.33%
每股净收益（元）	0.84	1.01	0.90	1.04	1.23
每股净资产（元）	8.99	9.88	8.62	9.47	10.47

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年6月6日收盘价

**财务报表和主要财务比率 (未标注均为百万元)**

每股指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元)	0.65	0.78	0.90	1.04	1.23	净利息收入	2,996	3,188	3,374	3,926	4,586
BVPS (元)	6.92	7.60	8.62	9.47	10.47	净手续费收入	(133)	(83)	(40)	(10)	20
每股股利 (元)	0.18	0.15	0.19	0.22	0.26	其他非息收入	448	419	545	463	380
P/E	7.86	6.54	5.67	4.87	4.15	营业收入	3,310	3,525	3,879	4,379	4,986
P/B	0.74	0.67	0.59	0.54	0.49	税金及附加	(24)	(30)	(34)	(41)	(48)
<b>业绩增长率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	业务及管理费	(1,066)	(1,173)	(1,252)	(1,370)	(1,535)
净利息收入	0.46%	6.44%	5.81%	16.36%	16.81%	营业外净收入	4	119	119	119	119
净手续费收入	--	--	--	--	--	拨备前利润	2,224	2,441	2,712	3,088	3,522
营业收入	10.02%	6.49%	10.05%	12.90%	13.85%	资产减值损失	(854)	(823)	(846)	(920)	(980)
拨备前利润	11.11%	9.73%	11.11%	13.87%	14.06%	税前利润	1,370	1,618	1,866	2,168	2,542
归母净利润	15.08%	20.20%	15.37%	16.25%	17.33%	所得税	(75)	(66)	(76)	(87)	(101)
<b>盈利能力</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	税后利润	1,295	1,551	1,790	2,081	2,441
净息差 (测算)	2.25%	2.15%	1.93%	1.92%	1.92%	归母净利润	1,271	1,528	1,763	2,049	2,404
生息资产收益率	4.40%	4.26%	4.05%	4.06%	4.08%	<b>资产负债表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
计息负债成本率	2.60%	2.50%	2.47%	2.48%	2.47%	存放央行	9,292	9,870	11,844	13,857	16,352
ROAA	0.95%	1.03%	1.01%	1.00%	1.00%	同业资产	8,186	4,646	5,343	6,144	7,066
ROAE	10.33%	10.73%	11.08%	11.55%	12.29%	贷款总额	85,034	102,896	123,475	144,465	170,469
成本收入比	32.21%	33.28%	32.28%	31.28%	30.78%	贷款减值准备	(2,698)	(3,114)	(3,499)	(3,903)	(4,268)
<b>资产质量</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	贷款净额	82,497	99,982	119,975	140,563	166,201
不良贷款余额	1,067	1,110	1,180	1,266	1,335	证券投资	34,337	42,168	49,090	55,748	63,668
不良贷款净生成率	0.66%	0.56%	0.50%	0.48%	0.46%	其他资产	2,554	2,957	3,515	4,082	4,780
不良贷款率	1.25%	1.08%	0.96%	0.88%	0.78%	资产合计	136,868	159,623	189,768	220,395	258,067
拨备覆盖率	251.56%	276.74%	296.44%	308.38%	319.67%	存款余额	102,359	126,052	151,262	176,977	208,833
拨贷比	3.17%	3.03%	2.83%	2.70%	2.50%	同业负债	4,287	4,436	5,323	6,387	7,665
<b>资本状况</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	应付债券	6,131	5,976	7,171	8,390	9,900
资本充足率	18.85%	15.58%	14.73%	13.87%	13.04%	负债合计	123,051	144,447	172,576	201,499	237,167
核心资本充足率	15.42%	14.43%	13.77%	13.04%	12.33%	股东权益合计	13,816	15,176	17,192	18,896	20,899
核心一级资本充足率	15.41%	14.42%	13.76%	13.03%	12.32%	负债及股东权益合计	136,868	159,623	189,768	220,395	258,067

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 6 日收盘价

## 内容目录

一、瑞丰银行：坚持小微战略定位，规模进入快速扩张期 .....	5
1.1 区域经济特色：民营、小微经济活跃，为小微业务提供天然土壤 .....	6
1.2 业务特色：小型+微型企业+经营贷占比达 60%，全行业务持续下沉 .....	7
1.3 发展空间：市场规模稳步增长，异地市占率仍有提升空间 .....	8
1.4 资本“扩张”：参股当地农商行，打开业绩增长空间 .....	10
二、基本面分析：受益于存款利率下行息差有望企稳，规模扩张带动营收增长，资产质量改善打开利润增长空间 .....	12
2.1 资产质量：整体稳步改善，计提压力减小下有望释放利润 .....	13
2.2 业绩：净息差保持稳定，规模扩张带动营收增长 .....	15
三、盈利预测与投资建议 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

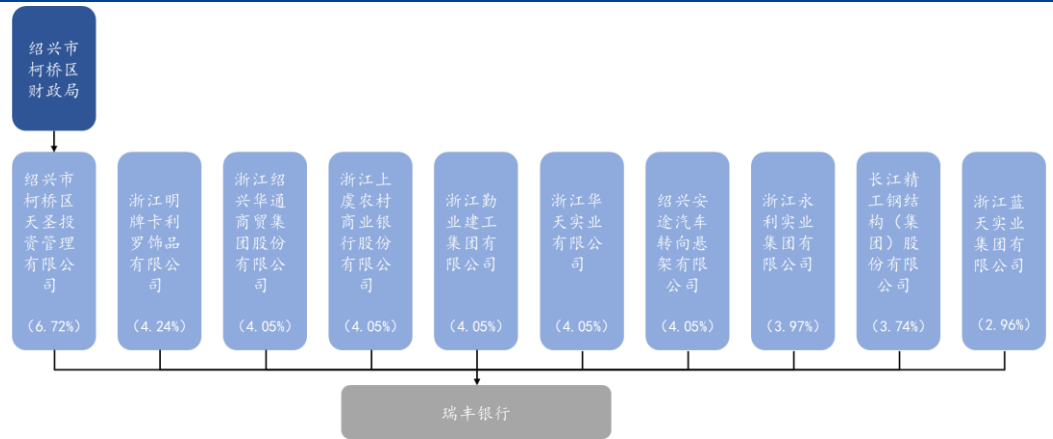
图表 1：瑞丰银行股权结构（2022 年末） .....	5
图表 2：瑞丰银行管理层履历 .....	6
图表 3：绍兴市、义乌市贷款增速整体逐步提升 .....	7
图表 4：瑞丰银行贷款结构变动明细 .....	8
图表 5：瑞丰银行员工总数变动情况 .....	9
图表 6：瑞丰银行各地贷款规模、增速、市占率等情况 .....	10
图表 7：金华永康农商行基本面情况 .....	11
图表 8：瑞丰银行核心一级资本测算（亿元） .....	11
图表 9：浙江部分农商行基本情况，整体资质较好（2021 年数据，未特殊标注单位为%） .....	12
图表 10：瑞丰银行主要基本面指标汇总（亿元） .....	13
图表 11：瑞丰银行资产质量指标走势 .....	14
图表 12：瑞丰银行细分领域不良率、不良贷款余额情况 .....	15
图表 13：瑞丰银行 2022 年末资产质量指标对比同业，及相较 2021 年变动 .....	15
图表 14：国有大行普惠小微贷款增速下降明显 .....	16
图表 15：新发放普惠小微利率持续下降 .....	16
图表 16：瑞丰银行 2022 年净息差表现及对对比同业，及较 2021 年变动 .....	17
图表 17：瑞丰银行 2022 年手续费及佣金收入细项情况及同比增速（千元） .....	18
图表 18：瑞丰银行业绩预测（百万元） .....	18
图表 19：瑞丰银行估值比较 .....	19
图表 20：瑞丰银行 2022 年末限售股情况 .....	19

## 一、瑞丰银行：坚持小微战略定位，规模进入快速扩张期

**深耕本地，立足小微，服务三农。**瑞丰银行成立于 2005 年，成立之初为绍兴县农村合作银行，后于 2010 年改制为瑞丰农村商业银行，2021 年成功在 A 股上市，是浙江省唯一一家上市农商行。截止 2022 年末，瑞丰银行共有 108 家分支机构，其中 89 家位于绍兴市柯桥区，16 家位于绍兴市越城区，3 家位于义乌市（金华市代管），2023 年 3 月末总资产 1815 亿元，贷款余额 1088 亿元，上市农商行中体量最小。瑞丰银行自成立以来即明确服务小微、服务三农的市场定位，2022 年末小型、微型企业贷款、个人经营贷占总贷款比重达到 60%。

**股权结构较为多元分散，多数为民营企业。**截止 2022 年末，瑞丰银行第一大股东为绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司，期末持股 6.72%，实际控制人为绍兴市柯桥区财政局，其余前十大股东均为民营企业，且持股数均在 5% 以下，结构较为分散。

图表 1：瑞丰银行股权结构（2022 年末）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**管理层稳定、年轻化，有利于公司战略持续性。**瑞丰银行管理层较为稳定，多数在瑞丰银行任职多年，现任董事长章伟东先生在瑞丰银行任职 30 多年，陪伴其一路成长，2014 年起任行长，2019 年升任董事长后任职至今。前任董事长俞俊海历任绍兴县农村合作银行（瑞丰银行前身）、瑞丰银行董事长，2019 年卸任后继续在战略委员会任职。行长张向荣先生曾在浙江省农信联社任职，2020 年加入瑞丰银行任副行长（主持工作），2022 年起任行长。副行长严国利、秦晓君、宁怡然均为内部提拔，分别于 2016 年、2018 年和 2020 年起担任副行长至今。瑞丰行长、副行长及董秘平均年龄仅 45 岁左右，管理层整体较为稳定，有利于保障公司战略执行的稳定性和持续性。

图表 2: 瑞丰银行管理层履历

姓名	职务	任职年月	年龄	历任履历
章伟东	董事长	2019年1月	56	历任绍兴县联社稽江信用社记账员、业务员，绍兴县联社越峰信用社副经理、副主任（全面负责），绍兴县联社稽东办事处副主任、副主任（全面负责），绍兴县联社华舍办事处主任、支部书记，绍兴县联社业务拓展部经理，绍兴县农村合作银行党委委员、纪委书记、监事长，绍兴县农村合作银行党委委员、纪委书记、副行长，瑞丰银行党委委员、纪委书记、副行长，瑞丰银行党委委员、副行长，瑞丰银行党委书记、行长、董事长。现任本行党委书记、董事长、绍兴市柯桥区工商业联合会（总商会）第一届执行委员会副主席、副会长、柯桥区乡贤总会副会长、绍兴市柯桥区第二届人民代表大会代表、常委，浙商总会副会长。
张向荣	行长	2022年6月	46	历任浙江省农信联社计划资金处科员、发展计划处副主任科员、发展计划处主任科员、发展规划处主任科员、发展规划处副处长、战略规划部副总经理，瑞丰银行党委委员、董事、副行长（主持工作）。现任本行党委副书记、董事、行长。
严国利	副行长	2017年2月	46	历任绍兴县信用联社安昌办事处储蓄、记账，柯桥办事处复核，福全办事处记账，绍兴县农村合作银行业务拓展部团体业务科综合岗、行政管理部办公室文秘、公司业务部经理、行政管理部办公室副主任、总行办公室副主任兼执行督察中心经理，瑞丰银行人力资源部副总经理（全）兼绩效管理经理、人力资源部总经理、董事会办公室主任，瑞丰银行党委委员。现任本行党委委员、董事、副行长。
秦晓君	副行长	2018年7月	43	历任绍兴县信用联社马鞍办事处储蓄柜员、客户经理，绍兴县农村合作银行办公室秘书、办公室副科秘书，钱清支行副行长兼营业部主任，大钱门支行副行长（主持工作），企业策划办公室主任（正科级），战略企划部副总经理，瑞丰银行战略企划部副总经理（全面负责）兼品牌管理中心经理，零售银行部副总经理（全面负责），零售银行部总经理，瑞丰银行营销总监兼零售金融总部总经理，瑞丰银行党委委员。现任本行党委委员、董事、副行长。
宁怡然	副行长	2020年8月	43	历任齐贤支行柜员、站所辅导员、信贷内勤、客户经理，信贷管理部科员，信贷管理中心经理助理，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。现任本行党委委员、副行长。
吴光伟	董事会秘书	2011年1月	47	历任海泰软件研究所项目经理、副所长，中国四达上海分公司咨询顾问，上海盖德企业管理咨询有限公司总经理、资深顾问，瑞丰银行董事会秘书兼瑞丰商学院院长，瑞丰银行董事会秘书兼瑞丰商学院院长、瑞丰研究院执行院长，瑞丰银行董事会秘书兼信息科技部总经理。现任本行董事会秘书兼金融科技部总经理。

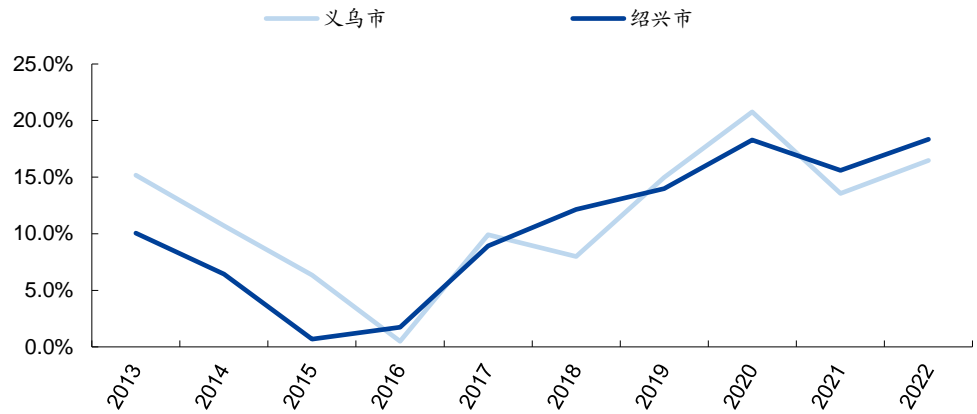
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 1.1 区域经济特色：民营、小微经济活跃，为小微业务提供天然土壤

**市场主体以民营、个体户居多，天然的小微业务土壤。**2022 年末绍兴市在册市场主体 73.3 万户（同比+6.3%），其中个体工商户 49 万户（同比+6.4%），占比达到 67%（高于全省 3pc），民营企业占企业总数也高达 93%，同比增加 6.5%（Wind 口径，与全省平均相当）；义乌市民企在册市场主体 89.8 万户（同比+13.6%），个体工商户占比也超过 65%，民营企业占企业总数超过 97%（同比+12.6%）。

**区域经济活跃，贷款增速较快。**柯桥拥有亚洲最大的布匹集散中心中国轻纺城，义乌市则被誉为“世界小商品之都”，2022 年柯桥区、越城区和义乌市 GDP 分别为 1901.36 亿、1271.04 亿、1835.54 亿，同比增速达到 4.5%、4.0%、4.6%（高于浙江省的 3.1%）。绍兴市近 5 年贷款增速由 8.9%持续提升至 2022 年的 18.3%，年末贷款规模 1.39 万亿，较 5 年前翻倍，2022 年末小微企业贷款占比 28.5%，同比高增 32.1%。义乌市与绍兴市相似，近 5 年贷款增速也由 9.9%提升至 2022 年的 16.5%，年末贷款规模 4497 亿元，同样较 5 年前翻倍。

图表3: 绍兴市、义乌市贷款增速整体逐步提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 业务特色: 小型+微型企业+经营贷占比达 60%，全行业务持续下沉

结合地区经济特色，瑞丰银行多年以来也一直坚持小微战略定位，贷款结构持续向微型企业、零售客户倾斜，业务逐步下沉，截止 2022 年末小型企业+微型企业<sup>1</sup>+个人经营贷占总贷款 60%，形成了一套成熟可复制的小微业务服务模式。

坚持小微战略定位，持续“做小做散”。瑞丰银行多年来贷款结构逐步下沉，资源重点向微型企业、零售客户倾斜，微型企业贷款占比由 2015 年的 9.3%，提升至 2022 年末的 12.1%，零售贷款占比也由 29.8% 提升至 51.6%，对应年均增速分别为 18.5%、23.4%。零售细分来看，2015-2020 年按揭贷款和消费类贷款（含信用卡）持续发力，占比分别由 4.2%、5.5% 提升至 22.3%、16.7%，年均增速高达 58.1%、41.6%，2020 年以来在大环境扰动下规模则略有下滑。而 2018 年以来个人经营贷保持较快增速，占比由 19.5% 提升至 2022 年末的 25.2%，年均增速 25.8%。

多年积淀，小微业务模式成熟可复制，带动全行贷款增速、息差同业领先。

- ✓ **当前小微业务已成为全行基石:** 截止 2022 年末全行小型企业+微型贷款+个人经营贷占比高达 60%，近 3 年年均增速 25.3%，贡献了全行 78% 的增量。
- ✓ **异地可复制性较强:** 瑞丰银行当前已形成了成熟可复制的小微信贷工厂模式，从地域拓展角度看，2022 年末在义乌市仅有 3 家网点，占全行的 2.8%，但年末总贷款规模达到 84.2 亿，占全行贷款达到 8.2%（义乌地区主要是微贷，若按微贷占比计算，实际比例会更高），2019-2022 年义乌地区贷款规模年均增速达到 23.5%，远超绍兴本地的 16.7%。
- ✓ **贷款增速、息差领先同业:** 在小微业务的加持下，瑞丰银行 2022 年贷款增速达到 21%，同业最高，其中 76% 来自小型企业+微型企业+个人经营贷贡献，2023Q1 贷款较年初高增 5.8%，开门红情况良好。2022 年净息差达到 2.21%，仅次于常熟、张家港行，其中贷款收益率 5.42%、生息资产收益率 4.38%，均居同业第三。

注: 按照瑞丰银行的分类口径，个人经营贷包含两部分:

- ✓ **普惠条线:** 由普惠部门社区客户经理负责，对村居客户、社区客户通过摸排、梳理、走访，提供金融产品服务，贷款由总行集中审批，年末贷款 143.85 亿元，户均规模 48 万。

<sup>1</sup> 瑞丰银行参考工信部的《关于印发中小企业划型标准规定的通知》、《贷款风险分类指引》等相关规定制定内部客户分类制度，小型、微型企业均为瑞丰银行内部划分口径，后同。

- ✓ **微贷：**由微贷客户经理负责，主要是个人经营性贷款，但相较普惠条线更加下沉，重点服务小企业主、小作坊、小个体、小摊贩等“四小”群体。审批权下放至事业部，由业务主管、风险官以及客户经理组成的贷审会审批，在审批的过程中培训客户经理，年末微贷余额142.67亿元，户均规模45万，其中个人经营贷115.66亿。

图表4：瑞丰银行贷款结构变动明细

规模（亿元）	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
<b>对公贷款</b>	<b>242.73</b>	<b>219.04</b>	<b>222.70</b>	<b>220.31</b>	<b>216.01</b>	<b>249.95</b>	<b>303.90</b>	<b>420.79</b>
大型企业	26.72	5.90	5.69	7.73	3.65	3.45	4.51	9.86
中型企业	59.40	59.34	58.58	49.43	44.86	42.74	33.44	50.40
小型企业	118.83	117.29	122.70	122.74	120.00	140.87	188.08	236.50
微型企业及其他	37.79	36.51	35.74	40.41	47.49	62.90	77.87	124.03
<b>个人贷款</b>	<b>121.84</b>	<b>125.61</b>	<b>148.18</b>	<b>253.13</b>	<b>364.42</b>	<b>479.11</b>	<b>517.10</b>	<b>531.26</b>
个人经营性贷款	82.00	77.45	78.38	103.69	147.57	179.68	217.63	259.51
个人住房贷款	17.32	17.17	37.13	52.10	106.61	171.14	172.32	155.10
个人消费贷款	20.63	24.37	35.07	51.96	57.32	80.00	78.57	75.74
信用卡应收账款	1.89	6.64	39.99	45.37	52.92	48.30	48.59	40.90
<b>贷款总额</b>	<b>408.52</b>	<b>422.27</b>	<b>435.49</b>	<b>531.45</b>	<b>638.46</b>	<b>766.29</b>	<b>850.34</b>	<b>1028.96</b>
占比	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
<b>对公贷款</b>	<b>59.4%</b>	<b>51.9%</b>	<b>51.1%</b>	<b>41.5%</b>	<b>33.8%</b>	<b>32.6%</b>	<b>35.7%</b>	<b>40.9%</b>
大型企业	6.5%	1.4%	1.3%	1.5%	0.6%	0.4%	0.5%	1.0%
中型企业	14.5%	14.1%	13.5%	9.3%	7.0%	5.6%	3.9%	4.9%
小型企业	29.1%	27.8%	28.2%	23.1%	18.8%	18.4%	22.1%	23.0%
微型企业及其他	9.3%	8.6%	8.2%	7.6%	7.4%	8.2%	9.2%	12.1%
<b>个人贷款</b>	<b>29.8%</b>	<b>29.7%</b>	<b>34.0%</b>	<b>47.6%</b>	<b>57.1%</b>	<b>62.5%</b>	<b>60.8%</b>	<b>51.6%</b>
个人经营性贷款	20.1%	18.3%	18.0%	19.5%	23.1%	23.4%	25.6%	25.2%
个人住房贷款	4.2%	4.1%	8.5%	9.8%	16.7%	22.3%	20.3%	15.1%
个人消费贷款	5.1%	5.8%	8.1%	9.8%	9.0%	10.4%	9.2%	7.4%
信用卡应收账款	0.5%	1.6%	9.2%	8.5%	8.3%	6.3%	5.7%	4.0%
年化增速	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
<b>对公贷款</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-9.8%</b>	<b>3.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>15.7%</b>	<b>21.6%</b>	<b>38.5%</b>
大型企业	319.5%	-77.9%	-7.0%	22.6%	-52.7%	-5.7%	30.8%	118.6%
中型企业	-30.0%	-0.1%	-2.6%	-10.7%	-9.2%	-4.7%	-21.8%	50.7%
小型企业	-18.6%	-1.3%	9.4%	0.0%	-2.2%	17.4%	33.5%	25.7%
微型企业及其他	59.3%	-3.4%	-4.2%	8.5%	17.5%	32.4%	23.8%	59.3%
<b>个人贷款</b>	<b>13.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>39.2%</b>	<b>42.9%</b>	<b>44.0%</b>	<b>31.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>2.7%</b>
个人经营性贷款	3.2%	-5.5%	2.4%	20.5%	42.3%	21.8%	21.1%	19.2%
个人住房贷款	8.1%	-0.9%	367.8%	25.3%	104.6%	60.5%	0.7%	-10.0%
个人消费贷款	89.7%	18.1%	107.1%	30.0%	10.3%	39.6%	-1.8%	-3.6%
信用卡应收账款	45.2%	250.7%	3531.4%	8.8%	16.6%	-8.7%	0.6%	-15.8%
<b>贷款总额</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>20.1%</b>	<b>20.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>21.0%</b>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.3 发展空间：市场规模稳步增长，异地市占率仍有提升空间

一般而言银行贷款规模扩张有两条路径：

- 1) 地区贷款规模稳步扩张下，银行跟随区域规模增长而增长。
- 2) 对于市占率较低的地区，通过提高市场份额扩大规模，而提高市占率则主要依靠网点、人员的扩大，以及提高人均产能。

就瑞丰银行而言，一方面其网点所在的绍兴柯桥区、越城区以及义乌市区域贷款增速

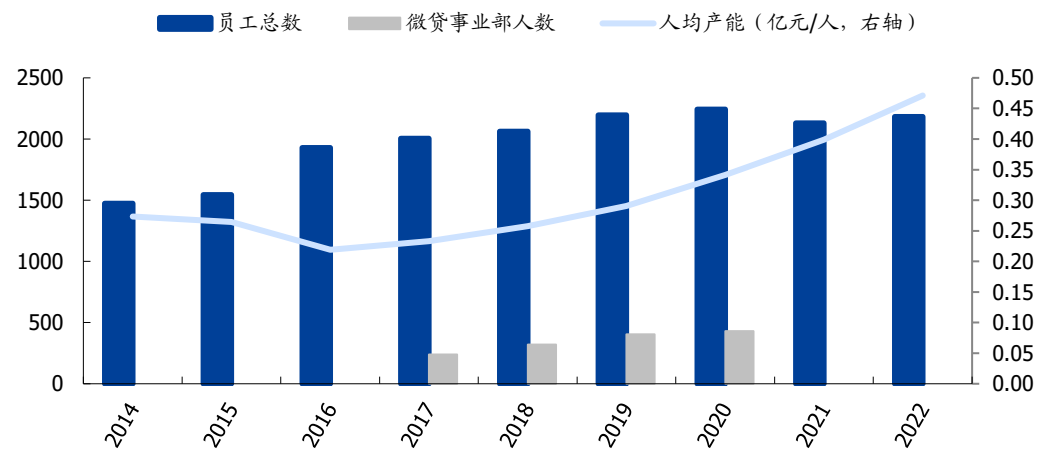


较快（16%以上），均有望跟随区域市场保持较快增速，另一方面，瑞丰银行在越城区、义乌市市占率较低（分别为3.16%、1.87%），仍有提升空间，考虑到当前瑞丰银行短期网点和人员或相对稳定，未来市占率提升主要依靠提高人均产能。

网点方面，瑞丰银行分支机构近年基本稳定在103-108之间，其中义乌下属分支机构在2021年由2个增加至3个，受监管限制<sup>2</sup>未来拓展或相对缓慢，若未来监管有所放松，网点审批加快，将有助于其异地更快展业。

人员方面，在2015年-2020年间，瑞丰银行员工总数由1500多人增加至2200人左右，具体业务条线来看，根据可得数据，瑞丰银行微贷事业部员工由2017年末的238人增加至2020年末的429人，占同期全行新增员工的80%。2020年至今员工数则基本稳定，增长主要来自提升人均产能，2022年末瑞丰银行人均产能0.47亿元，较2020年提高近40%。

图表5：瑞丰银行员工总数变动情况



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

注：人均产能=贷款总额/员工总数

**柯桥区：大本营市占率领先。**截止2022年末瑞丰银行在柯桥区贷款市占率高达23.4%，近3年基本稳定，2020-2022年贷款年均增速14.82%，体现出其较强的竞争力。绍兴市近年积极推进“融杭联甬接沪”战略，柯桥作为该战略“桥头堡”，将迎来最佳机遇期，2022年柯桥贷款增速高达17.3%，瑞丰银行在柯桥虽然市占率已达到较高水平，但仍有望跟随地区经济保持较快规模增速。

**越城区：市占率仍有提升空间。**瑞丰银行2022年末在越城区有16家网点，市占率为3.2%，对应网均市占率约0.20%。越城区与柯桥区均位于绍兴本地，瑞丰银行在两地的业务结构也比较相似。假设柯桥区是瑞丰银行业务发展相对成熟的状态，2022年末瑞丰银行在柯桥区有89家网点，对应网均市占率约0.26%，那么对标柯桥区，越城区的网均市占率约有30%的增长空间。而在人员保持相对恒定的情况下，网均市占率提升主要依靠提高人均产能，2022年末瑞丰银行在柯桥区、越城区的人均产能分别为0.87亿、0.65亿，越城区同样有约30%的提升空间。

**义乌市：网均市占率已经较高，未来需开设新网点或进一步提升人均产能。**瑞丰银行2022年末在义乌市仅3家网点，市占率达到1.9%，对应网均市占率0.62%，人均产能

<sup>2</sup> 银保监会2019年发布《中国银保监会办公厅关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》，规定原则上农商行机构不出县（区）、业务不跨县（区）。应专注服务本地，下沉服务重心，当年新增可贷资金应主要用于当地。

1.75亿元，均已达到较高水平，且明显超过柯桥区、越城区。未来义乌市继续提高市占率需要开设新的网点，或进一步提高人均产能。

**简单测算**，假设未来柯桥、越城、义乌地区贷款增速保持 2022 年增速不变，瑞丰银行即使在各区域市占率持平，未来三年贷款增速也可达 18% 左右，若按柯桥市占率维持不变，在越城、义乌地区市占率每年分别提升 0.2pc、0.1pc（提升幅度与 2022 年持平）计算，未来三年贷款增速中枢大约在 19% 左右。

图表 6: 瑞丰银行各地贷款规模、增速、市占率等情况

规模 (亿元)	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
绍兴	396.79	408.71	420.49	506.68	593.72	707.28	782.61	944.74
柯桥	-	-	-	-	-	586.99	640.83	773.91
越城	-	-	-	-	-	-	114.17	140.34
嵊州	-	-	-	-	-	-	27.61	30.49
义乌	11.73	13.57	15.00	24.78	44.74	59.01	67.74	84.22
年化增速	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
绍兴	1.3%	3.0%	5.9%	13.2%	17.2%	19.1%	10.6%	20.7%
柯桥	-	-	-	-	-	-	9.2%	20.8%
越城	-	-	-	-	-	-	-	22.9%
嵊州	-	-	-	-	-	-	-	10.5%
义乌	7.9%	15.7%	22.2%	39.7%	80.6%	31.9%	14.8%	24.3%
占比	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
绍兴	97.1%	96.8%	96.6%	95.3%	93.0%	92.3%	92.0%	91.8%
柯桥	-	-	-	-	-	76.6%	75.4%	75.2%
越城	-	-	-	-	-	-	13.4%	13.6%
嵊州	-	-	-	-	-	-	3.2%	3.0%
义乌	2.9%	3.2%	3.4%	4.7%	7.0%	7.7%	8.0%	8.2%
市占率	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
绍兴	6.6%	6.6%	6.5%	6.7%	6.9%	7.0%	6.7%	6.8%
柯桥	-	-	-	-	-	25.5%	22.9%	23.4%
越城	-	-	-	-	-	-	3.0%	3.2%
嵊州	-	-	-	-	-	-	3.0%	2.8%
义乌	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
网均市占率	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
柯桥	-	-	-	-	-	-	0.26%	0.26%
越城	-	-	-	-	-	-	0.20%	0.20%
义乌	-	0.33%	0.33%	0.51%	0.79%	0.88%	0.59%	0.62%
人均产能	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
柯桥	-	-	-	-	-	-	0.69	0.87
越城	-	-	-	-	-	-	0.54	0.65
义乌	-	-	-	-	1.18	1.44	1.47	1.75

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

注：地区人均产能=地区贷款总额/当地分支机构员工数，柯桥区仅统计分支机构员工，不含总行。

#### 1.4 资本“扩张”：参股当地农商行，打开业绩增长空间

**核心一级资本充裕，参股当地农商行打开业绩增长空间。**瑞丰银行作为浙江省唯一一家上市农商行，资本相对充裕，截止 2022 年末核心一级资本充足率达到 14.4%，基本为上市银行最高水平，部分资本可以用于认购参股其他农商行，赚取更多分红收益的同时，也有望与瑞丰银行异地业务形成协同。2022 年 12 月瑞丰银行通过协议受让、司法拍卖正式获得金华永康农商行 5.16% 股权，成为其主要股东。永康农商行 2022 年营收、利润增速分别达到 15.0%、15.5%，不良率仅 0.67%，拨备覆盖率近 800%，测算 ROE 达到 14.5%，高于瑞丰银行，且永康农商行和瑞丰银行义乌支行均在金华市内，未来或有望实现业务协同，例如互助获客、风控信息共享等。

图表7: 金华永康农商行基本面情况(亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022
总资产	319.94	363.63	445.58	523.07	587.51
<b>增速</b>	<b>4.9%</b>	<b>13.7%</b>	<b>22.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>12.3%</b>
营业收入	12.87	11.92	11.98	13.94	16.03
<b>增速</b>	<b>7.4%</b>	<b>-7.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.0%</b>
归母净利润	4.24	4.01	4.00	6.53	7.54
<b>增速</b>	<b>14.0%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>63.2%</b>	<b>15.5%</b>
ROE(测算,%)	12.65	10.84	10.03	14.42	14.51
不良率(%)	1.17	1.53	1.25	0.86	0.67
拨备覆盖率(%)	855.94	526.00	499.48	658.49	794.99

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

简单测算, 假设未来5年瑞丰银行保持与2022年相同的RWA增速(17.4%)、利润增速(20.2%)和分红比例(14.8%)。进一步:

- 1) 假设5年后瑞丰银行目标核心一级资本充足率为11%(其他上市农商行平均水平), 则2027年末瑞丰银行仍有约15亿的空闲核心一级资本。
- 2) 若假设5年后目标核心一级资本充足率为9.5%(上市农商行平均水平很少低于这一数据), 则2027年末空闲核心一级资本达到近50亿。
- 3) 此外, 瑞丰银行推出了50亿可转债发行计划, 若未来顺利落地并转股, 将再补充核心一级资本50亿, 为认购参股提供充足的弹药。

图表8: 瑞丰银行核心一级资本测算(亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
总假设: RWA增速保持17.4%不变, 利润增速保持20.2%不变, 分红比例保持14.8%不变								
RWA	758	887	1041	1223	1436	1686	1980	2326
YOY	15.2%	16.9%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
利润	11.0	12.7	15.3	18.4	22.1	26.5	31.9	38.3
YOY	6.4%	15.1%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
核心一级资本	111.2	136.6	150.1	166.2	185.6	208.8	236.8	270.4
假设1: 目标核心一级资本充足率为11%, 也即其他上市农商行平均水平								
目标核心一级资本	--	--	--	134.5	158.0	185.5	217.8	255.8
空闲核心一级资本	--	--	--	31.7	27.6	23.3	19.0	14.6
假设2: 目标核心一级资本充足率为9.5%, 上市农商行很少低于这一水平								
目标核心一级资本	--	--	--	116.2	136.4	160.2	188.1	220.9
空闲核心一级资本	--	--	--	50.1	49.2	48.6	48.7	49.5
假设3: 目标核心一级资本充足率为7.5%, 监管线								
目标核心一级资本	--	--	--	91.7	107.7	126.5	148.5	174.4
空闲核心一级资本	--	--	--	74.5	77.9	82.4	88.3	96.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

浙江地区优质农商行较多, 有众多优质标的: 浙江省共有82家农商行, 其中有不少农商行不良率在1%以下, 拨备覆盖率超400%, ROE也超过12%, 整体资质较好。瑞丰银行作为同样扎根于本土的农商行, 对于兄弟银行经营情况较为了解, 未来有望优选更多其他优质农商行参股, 更高效利用资本的同时实现更多业务协同。

从Wind中有财务数据的66家浙江地区农商行筛选来看, 我们选取: 1) 规模: 总资产在500亿-1000亿之间, 总资产增速大于10%。2) 盈利: 净利润增速接近20%或更高, ROE高于瑞丰银行。3) 资产质量: 不良率低于1%, 且拨备覆盖率高于400%。在这些条件下, 除已经收购股权的永康农商行外, 仍有禾城农商行、海宁农商行、德清农商行等其他5家优质标的可供选择。当然, 认购参股事项推进、落地有诸多因素影响, 比如对方银行股东意愿、资质等, 瑞丰银行作为浙江唯一上市农商行, 有能力、有潜力推动认购参股, 未来实际落地情况还需进一步跟踪。

图表 9: 浙江部分农商行基本情况, 整体资质较好 (2021 年数据, 未特殊标注单位为%)

地区	银行名称	ROE (测算)	ROE	总资产 (亿元)	总资产增速	净利润 (亿元)	净利润增速	核心一级资本充足率	不良率	拨备覆盖率	地区	银行名称	ROE (测算)	ROE	总资产 (亿元)	总资产增速	净利润 (亿元)	净利润增速	核心一级资本充足率	不良率	拨备覆盖率
杭州	浙江建德农商行	13.01	-	264	10.7	2.3	15.6	11.9	0.88	661	金华	浙江金华成泰农商行	15.17	15.11	409	23.5	4.4	82.9	11.6	0.86	315
	浙江桐庐农商行	11.95	-	353	9.3	3.3	10.1	14.0	0.65	941		浙江永康农商行	14.42	-	523	17.4	6.5	63.2	14.0	0.86	658
	浙江淳安农商行	11.82	11.82	185	10.9	1.4	13.5	10.9	0.86	1056		浙江东阳农商行	13.89	13.32	618	18.9	6.9	10.8	12.3	0.89	666
	浙江杭州余杭农商行	10.76	10.76	1,614	19.8	11.4	20.1	11.0	0.80	403		浙江浦江农商行	13.85	-	182	22.1	1.6	41.7	10.4	0.92	681
	杭州联合农商行	10.70	11.20	3,469	14.5	26.4	15.9	9.4	0.88	508		浙江磐安农商行	12.67	-	160	19.5	1.8	18.8	13.5	0.80	926
	浙江富阳农商行	9.78	9.78	680	10.0	5.3	10.7	13.0	0.89	737		浙江武义农商行	11.75	-	265	20.2	2.3	17.0	11.6	0.67	936
嘉兴	浙江萧山农商行	9.56	9.56	2,390	17.5	16.4	7.6	12.6	0.86	617	浙江兰溪农商行	8.43	-	266	18.2	1.7	20.0	12.9	0.89	637	
	浙江海盐农商行	13.19	13.19	311	13.7	2.5	23.2	10.1	0.82	430	浙江湖州农商行	10.97	10.97	431	5.1	3.7	15.5	13.1	0.89	816	
	浙江禾城农商行	12.86	-	716	17.0	6.5	31.4	10.4	0.86	449	瑞丰银行	10.33	10.33	1,369	5.7	12.7	15.1	15.4	1.25	253	
	浙江嘉善农商行	12.28	-	454	15.1	3.6	16.5	11.3	0.66	472	浙江新昌农商行	10.29	-	259	7.2	1.9	9.6	13.1	0.89	361	
	浙江桐乡农商行	11.54	11.54	620	6.7	6.2	19.6	12.8	0.62	517	浙江上虞农商行	8.76	8.76	719	10.4	5.2	0.8	11.7	0.90	338	
	浙江海宁农商行	11.48	11.48	699	12.0	6.1	21.1	11.6	0.87	487	浙江诸暨农商行	8.64	-	620	7.3	4.2	20.4	13.1	0.92	658	
温州	浙江平湖农商行	9.73	-	398	10.2	2.9	5.3	11.4	0.85	456	浙江绍兴恒信农商行	5.64	-	304	10.1	1.0	76.3	10.0	0.80	369	
	浙江温州鹿城农商行	19.73	-	1,106	11.1	12.8	4.4	10.5	1.01	282	浙江天台农商行	14.32	-	248	19.3	2.8	24.3	14.3	0.84	849	
	浙江平阳农商行	17.48	-	354	19.8	4.8	19.6	-	-	-	浙江仙居农商行	14.31	-	236	7.6	2.7	9.5	13.1	0.79	503	
	浙江永嘉农商行	16.44	16.44	412	18.0	6.9	11.4	17.1	0.44	1110	浙江临海农商行	14.07	-	537	11.7	6.6	14.9	12.7	0.87	-	
	浙江温州龙湾农商行	15.76	-	682	14.1	6.4	25.5	11.2	0.90	361	浙江三门农商行	13.69	-	171	12.8	2.0	5.7	14.1	0.89	737	
	浙江乐清农商行	14.97	14.97	791	11.0	12.0	8.2	16.6	0.89	613	浙江玉环农商行	12.55	-	268	9.8	2.8	20.9	13.7	0.43	761	
湖州	浙江苍南农商行	14.47	-	466	-5.6	7.2	2.4	15.4	0.72	639	浙江台州路桥农商行	12.07	-	457	16.6	5.8	14.3	16.2	0.70	-	
	浙江温州瓯海农商行	12.26	-	756	8.5	7.2	10.6	14.4	-	-	浙江台州黄岩农商行	11.73	11.72	328	6.5	3.2	13.7	14.3	0.80	-	
	浙江温州洞头农商行	10.57	-	71	12.8	0.6	6.4	12.4	0.86	322	浙江温岭农商行	10.75	10.54	574	12.1	6.4	6.0	15.0	0.90	612	
	浙江德清农商行	13.21	-	671	18.1	6.0	18.2	12.8	0.63	519	宁波宁海农商行	14.69	14.69	244	15.7	2.9	13.9	13.1	0.58	716	
	浙江南浔农商行	11.96	-	667	15.8	5.3	22.1	11.7	0.49	612	宁波镇海农商行	14.33	14.33	250	15.4	2.1	29.7	10.4	0.82	396	
	浙江安吉农商行	11.77	11.77	441	20.8	3.4	7.6	10.8	0.60	612	宁波北仑农商行	12.37	12.37	358	16.7	2.4	2.2	9.3	0.72	352	
丽水	湖州吴兴农商行	11.27	11.27	371	27.8	2.8	36.4	10.8	0.69	547	宁波鄞州农商行	10.53	10.75	2,136	24.6	17.1	26.2	12.7	2.05	183	
	浙江长兴农商行	10.63	-	457	13.1	3.8	1.9	12.2	0.57	578	宁波余姚农商行	10.27	-	686	18.7	5.1	19.2	13.2	0.68	574	
	浙江龙泉农商行	14.76	14.76	118	16.4	1.4	1.3	13.0	0.88	565	宁波慈溪农商行	9.19	9.19	1,147	13.5	8.6	5.8	14.3	0.82	551	
	浙江松阳农商行	13.08	-	95	11.1	1.0	13.7	13.8	0.88	540	宁波甬城农商行	8.33	-	374	32.0	1.7	-2.8	9.1	0.88	287	
	浙江丽水莲都农商行	11.53	-	261	13.6	1.7	7.5	11.0	0.77	504	宁波奉化农商行	6.87	-	253	14.8	1.2	26.1	10.4	0.90	536	
	浙江青田农商行	11.13	10.70	262	13.1	1.6	23.2	9.8	0.89	472	浙江衢州柯城农商行	14.79	14.79	284	7.5	2.6	-7.3	11.7	0.86	643	
舟山	浙江缙云农商行	11.00	-	152	15.8	1.1	15.4	11.6	0.88	586	浙江衢州龙游农商行	12.95	12.95	226	13.4	2.1	13.5	11.9	0.87	596	
	浙江庆元农商行	10.94	-	82	16.8	0.6	4.8	11.3	0.89	375	浙江江山农商行	10.07	10.07	344	16.5	2.0	12.3	11.0	0.50	1043	
	浙江岱山农商行	13.06	-	140	16.7	0.9	40.3	9.4	0.82	456	浙江衢州衢江农商行	8.84	-	238	15.4	1.5	2.1	13.8	0.85	648	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、基本面分析: 受益于存款利率下行息差有望企稳, 规模扩张带动营收增长, 资产质量改善打开利润增长空间

瑞丰银行 2022 全年营收、归母净利润利润增速分别为 6.5%、20.2%，处同业较优水平，2023Q1 营收、利润增速也达到 8.1%、16.2%，简单拆分来看：

- 1) 规模高增长是营收的主要支撑，瑞丰银行 2022 年总资产、总贷款增速分别达到 16.6%、21.0%，均明显领先同业，2023Q1 总资产、总贷款分别较年初高增 13.7%、5.8%，其中贷款同比多增 15.9 亿，“开门红”表现优异。
- 2) 息差排名靠前，受益于存款利率下降，年内息差有望企稳，瑞丰银行小微业务占比较高，2022 年末生息资产收益率 4.38%，仅次于常熟银行、张家港行（同样是小微占比较高的农商行），存款成本率（2.29%）、负债成本率（2.28%）位于同业中游，最终息差 2.21%，同样仅次于常熟和张家港。动态来看，瑞丰银行 2022 年净息差下降 0.13pc，2023Q1 预计仍有收窄，但受益于存款利率下降，后续季度有望逐步企稳（详见后文分析）。
- 3) 手续费占比较低，2022 年手续费及佣金净收入 -0.83 亿元，占营收 -2.35%，其中手续费及佣金收入 1.57 亿，占营收 4.45%，处于较低水平，仍处于起步阶段。
- 4) 信用成本稳步下降，瑞丰银行资产质量稳步改善下信用成本也在持续下降，从 2019 年的 1.29% 降至 2022 年的 0.87%（2023Q1 略升至 1.0%），当前已低于多数同业。

图表 10: 瑞丰银行主要基本面指标汇总 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业收入	28.60	30.09	33.10	35.25	9.14
营收增速	8.32%	5.19%	10.02%	6.49%	8.10%
上市农商行平均	8.26%	5.29%	8.52%	5.90%	3.48%
归母净利润	10.38	11.05	12.71	15.28	3.47
利润增速	7.71%	6.40%	15.08%	20.20%	16.16%
上市农商行平均	11.85%	-4.97%	14.37%	22.60%	11.85%
ROE	10.62%	10.43%	10.33%	10.80%	9.20%
上市农商行平均	12.01%	10.10%	10.59%	11.79%	11.36%
净息差	2.56%	2.51%	2.34%	2.21%	--
上市农商行平均	2.31%	2.24%	2.12%	2.24%	--
生息资产收益率	4.80%	4.60%	4.59%	4.38%	--
上市农商行平均	4.45%	4.30%	4.26%	4.34%	--
付息负债成本率	2.44%	2.33%	2.35%	2.28%	--
上市农商行平均	2.25%	2.18%	2.26%	2.29%	--
总资产规模	1,099.19	1,295.16	1,368.68	1,596.23	1,815.04
总资产增速	4.71%	17.83%	5.68%	16.63%	26.58%
上市农商行平均	9.61%	12.80%	9.61%	11.53%	11.18%
贷款规模	638.46	766.29	850.34	1,028.96	1,088.13
贷款增速	20.13%	20.02%	10.97%	21.00%	21.76%
上市农商行平均	16.50%	16.67%	15.13%	14.27%	10.60%
对公贷款占比	34%	33%	36%	41%	44%
零售贷款占比	57%	63%	61%	52%	49%
上市农商行平均	33%	35%	38%	41%	--
总负债规模	994.69	1,182.63	1,230.51	1,444.47	1,659.42
吸收存款	821.21	925.50	1,023.59	1,260.52	1,364.95
存款增速	6.65%	12.70%	10.60%	23.15%	24.77%
上市农商行平均	10.96%	10.99%	9.45%	13.98%	12.12%
活期存款占比	35%	37%	37%	37%	34%
上市农商行平均	38%	38%	34%	30%	--
不良率	1.35%	1.32%	1.25%	1.08%	1.01%
上市农商行平均	1.34%	1.33%	1.16%	0.97%	1.12%
逾期贷款占比	1.01%	0.97%	0.98%	1.06%	--
上市农商行平均	1.58%	1.18%	1.17%	1.08%	--
不良生成率	0.81%	0.86%	0.66%	0.56%	--
上市农商行平均	0.89%	1.83%	0.86%	0.71%	--
拨备覆盖率	244%	234%	253%	281%	286%
上市农商行平均	326%	326%	356%	453%	368%
信用成本	1.29%	1.15%	1.06%	0.87%	1.00%
上市农商行平均	1.46%	1.62%	1.35%	1.04%	0.64%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

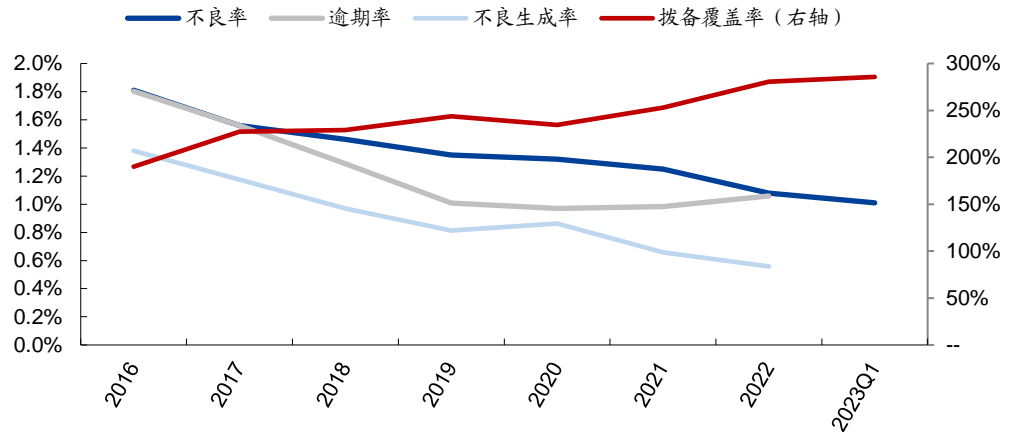
## 2.1 资产质量: 整体稳步改善, 计提压力减小下有望释放利润

近年一直处于改善区间, 各项指标稳步向好。

1) 不良率去年以来改善明显: 截止 2023Q1 不良率为 1.01%, 较 2021 年末下降 0.24pc, 自 2017 年以来持续下降达到 0.80pc。截止 2022 年末逾期率为 1.06%, 受大环境扰动影响, 较 2020 年略升 0.09pc, 2022 年末不良生成率为 0.56%, 自 2018 年来一直保持在 1% 以下的较低水平。

2) 拨备垫持续增厚: 截止 2023Q1 拨备覆盖率 286%, 较 2021 年末提升 33pc, 自 2017 年来提升 90pc, 拨贷比 2.89%, 较 2021 年末下降 0.28pc, 主要是贷款增速较快, 拨备池仍保持稳步增长。

图表 11: 瑞丰银行资产质量指标走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

细分来看部分领域仍有波动，不良贷款主要集中于对公批发零售业和个人经营性贷款。

1) 对公: 不良率自 2018 年的 2.59% 大幅下降 1.39pc 至 2022 年末的 1.20%，其中主要是制造业不良率明显改善，截止 2022 年末不良率仅 0.41%，较 2018 年大幅下降 2.81pc，不良余额也减少 3.78 亿至仅 0.84 亿。当前对公不良贷款主要集中于批发零售业，2022 年末不良率为 3.87%，较 2020 年末提升 2.32pc，预计主要是宏观经济下行，需求收缩下，客户偿债能力下降所致，2022 年末批发零售业不良余额 3.78 亿，占对公总不良的 74.8%。

2) 零售: 不良率 2022 年末为 1.14%，较 2020 年末的 0.79% 有所提高，主要是大环境扰动下个人经营贷、个人消费贷不良率有一定提升，2022 年末分别为 1.89%、1.36%，较 2020 年提升 0.56pc、0.33pc。

对比同业来看，瑞丰银行资产质量处于中游水平，仍有提升空间。

1) 不良、拨备等指标均有提升空间: 2022 年末瑞丰银行不良率 1.08%，拨备覆盖率 281%，处同业中游水平，其他长三角上市农商行不良率基本均在 1% 以下，拨备覆盖率超过 400%，瑞丰银行仍有提升空间。

2) 不良认定较为严格: 2022 年末不良/逾期、不良/逾期 90 天以上分别为 102%、176%，处同业较高水平，不良认定较为严格，资产质量更加扎实。

展望今年全年，年初以来各项经济数据均有所回暖，经营环境改善下预计批发零售、个人经营贷、个人消费贷资产质量压力也有望缓解，瑞丰银行全年资产质量预计仍将保持稳定向好，不良生成率降低、拨备覆盖率提升下，有望进一步打开利润增长空间。

图表 12: 瑞丰银行细分领域不良率, 不良贷款余额情况

	2015	2016	2017H	2018	2019	2020	2021	2022
<b>公司贷款不良率</b>	<b>2.11%</b>	<b>2.39%</b>	<b>2.25%</b>	<b>2.59%</b>	<b>2.47%</b>	<b>2.53%</b>	<b>1.93%</b>	<b>1.20%</b>
制造业	2.34%	2.80%	2.51%	3.22%	3.09%	2.69%	1.58%	0.41%
批发和零售业	3.76%	3.54%	3.92%	2.54%	1.90%	1.55%	2.53%	3.87%
房地产业	-	-	-	-	-	13.69%	-	-
<b>个人贷款不良率</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.92%</b>	<b>1.69%</b>	<b>0.82%</b>	<b>0.91%</b>	<b>0.79%</b>	<b>0.92%</b>	<b>1.14%</b>
个人住房贷款	0.08%	-	-	-	0.07%	0.09%	-	0.50%
个人消费贷款	0.44%	0.30%	0.23%	0.41%	0.95%	1.03%	-	1.36%
个人经营性贷款	2.18%	2.95%	3.03%	1.69%	1.65%	1.33%	-	1.89%
信用卡应收账款	1.57%	0.76%	0.39%	0.26%	0.48%	0.84%	-	0.81%
<b>(亿元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017H</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>公司贷款不良额</b>	<b>5.12</b>	<b>5.24</b>	<b>5.01</b>	<b>5.71</b>	<b>5.34</b>	<b>6.33</b>	<b>5.87</b>	<b>5.06</b>
制造业	3.59	3.88	3.53	4.62	4.37	4.09	2.68	0.84
批发和零售业	1.22	1.01	1.15	0.90	0.64	0.89	2.02	3.78
房地产业	-	-	-	-	-	0.43	-	-
<b>个人贷款不良额</b>	<b>1.92</b>	<b>2.41</b>	<b>2.51</b>	<b>2.08</b>	<b>3.32</b>	<b>3.78</b>	<b>4.76</b>	<b>6.06</b>
个人住房贷款	0.01	-	-	-	0.07	0.15	-	0.78
个人消费贷款	0.09	0.07	0.06	0.21	0.54	0.82	-	1.03
个人经营性贷款	1.79	2.29	2.37	1.75	2.43	2.39	-	4.90
信用卡应收账款	0.03	0.05	0.07	0.12	0.25	0.41	-	0.33

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 瑞丰银行 2022 年末资产质量指标对比同业, 及相较 2021 年变动

	不良率	关注类率	逾期率	不良生成率	逾期生成率	不良/逾期	不良/逾期 90+	拨备覆盖率	拨贷比
无锡银行	0.81%	0.31%	0.76%	0.36%	0.30%	107%	147%	553%	4.46%
常熟银行	0.81%	0.84%	1.06%	0.59%	0.79%	77%	138%	537%	4.35%
江阴银行	0.98%	0.92%	1.06%	0.43%	0.55%	92%	142%	470%	4.60%
苏农银行	0.95%	1.48%	0.65%	0.55%	0.72%	146%	309%	443%	4.22%
张家港行	0.89%	1.50%	1.22%	1.01%	1.44%	73%	171%	521%	4.63%
紫金银行	1.20%	0.76%	1.36%	0.23%	0.69%	89%	175%	247%	2.97%
青农商行	2.19%	5.62%	3.00%	2.22%	2.66%	73%	139%	208%	4.55%
沪农商行	0.94%	0.74%	1.44%	0.32%	0.72%	66%	116%	445%	4.21%
渝农商行	1.22%	1.29%	1.33%	1.29%	1.48%	92%	137%	358%	4.36%
瑞丰银行	1.08%	1.45%	1.06%	0.56%	0.80%	102%	176%	281%	3.03%
	不良率	关注类率	逾期率	不良生成率	逾期生成率	不良/逾期	不良/逾期 90+	拨备覆盖率	拨贷比
无锡银行	-0.12pc	+0.03pc	-0.18pc	+0.26pc	+0.01pc	+7pc	+24pc	+76pc	--
常熟银行	--	-0.05pc	+0.16pc	+0.23pc	+0.34pc	-14pc	+2pc	+5pc	+0.02pc
江阴银行	-0.34pc	+0.36pc	-0.23pc	+0.11pc	-0.04pc	-10pc	+18pc	+139pc	+0.25pc
苏农银行	-0.05pc	-1.08pc	+0.16pc	+0.13pc	+0.21pc	-59pc	-43pc	+31pc	+0.30pc
张家港行	-0.06pc	-0.12pc	+0.32pc	+0.57pc	+0.59pc	-32pc	-4pc	+46pc	+0.14pc
紫金银行	-0.25pc	+0.12pc	+0.20pc	-0.34pc	-0.26pc	-36pc	-32pc	+15pc	-0.40pc
青农商行	+0.45pc	+0.03pc	+0.87pc	+0.19pc	+0.53pc	-8pc	-68pc	-24pc	+0.52pc
沪农商行	-0.01pc	+0.27pc	+0.35pc	+0.02pc	+0.62pc	-22pc	-5pc	+3pc	--
渝农商行	-0.03pc	-0.63pc	+0.15pc	-0.25pc	-0.19pc	-14pc	-34pc	+17pc	+0.10pc
瑞丰银行	-0.17pc	-0.06pc	+0.07pc	-0.10pc	+0.10pc	-25pc	-76pc	+28pc	-0.15pc

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 业绩: 净息差保持稳定, 规模扩张带动营收增长

营收端来看, 瑞丰银行规模增长空间前文已分析, 而在净息差维持基本稳定的情况下, 利息净收入将保持稳定增长, 带动营业收入稳步提升 (非息收入占比不到 10%, 影响较小)。

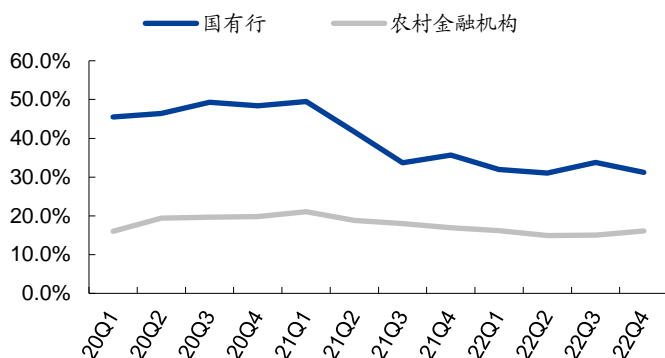
**净息差：同业领先水平，2023Q1 预计仍有下降，后续有望逐步企稳。**2022 年末瑞丰银行净息差为 2.21%，仅次于常熟银行（3.02%）、张家港行（2.25%），拆分来看：

**1) 资产端：**瑞丰银行得益于小微占比较高，年末贷款收益率 5.42%，同样仅次于常熟（6.09%）和张家港（5.63%），带动生息资产收益率达到 4.38%，居同业第三。

**全年来看，净息差水平有望保持平稳（考虑贴息后）。**

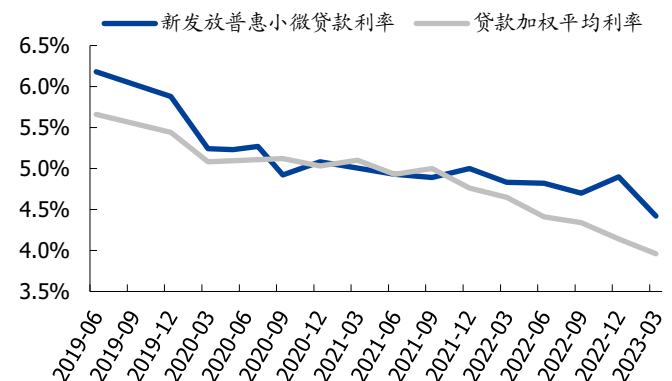
- ✓ **贷款贴息，**央行 2021 年设立普惠小微贷款支持工具，当前实施期限为对 2022 年至 2023 年 6 月 30 日期间对地方法人银行普惠小微贷款，按照余额增量的 2%提供资金。据此估算，假设 2023 年瑞丰银行全行贷款增速与 2022 年一致，对应增量 216 亿，其中微型企业、个人经营贷占比保持不变（合计 37%），对应增量 81 亿，假设这部分贷款全部在上半年投放完毕，将获取贴息 1.61 亿，按 2022 年末生息资产日均余额计算，有望支撑息差 11bps。
- ✓ **市场利率，**4 月 7 日央行货币政策委员会 2023Q1 例会中对于企业和个人融资成本的表述已改为“稳中有降”（之前为“推动成本下降”），预计后续监管引导利率下行空间或相对有限，而瑞丰银行小微贷款占比高，期限较短，2022 年末 1 年期以内贷款占比 43%，5 年期以上占比仅 18%，未来的重定价压力也较小。
- ✓ **同业竞争，**2019 年以来国有大行受政府引导加大普惠领域投放，2019-2021 年要求增速分别不低于 30%、40%、30%，2022 年要求增量不低于 1.6 万亿（对应增速 24%），而今年 4 月银保监会发布《关于 2023 年加力提升小微企业金融服务质量的通知》，正式取消了“两增”量化限制指标。国有大行实际普惠小微增速也由 2020 年高点 50%，下降至 2022 年末的 31%左右（也有基数逐步抬升的原因），期间农商行则表现相对平稳，增速由 21%降至 16%。2023Q1 来看，各银行尤其是大行“抢投放”背景下，新发放普惠小微利率大幅下行 48bps 至 4.42%，未来竞争压力缓解下降幅或相对有限，2023Q2 及之后新发放的贷款利率有望逐步趋于平稳。

图表 14：国有大行普惠小微贷款增速下降明显



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 15：新发放普惠小微利率持续下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**2) 负债端：**存款结构上，瑞丰银行 2022 年末活期存款占比达到 37.2%，同业最高，且 2022 年仅下滑 0.2pc，同业平均降幅在 3-4pc，或与浙江区域的企业经营较为活跃、且活期存款利率相对较高有关。2022 年末瑞丰银行活期存款的利率为 1.24%（较年初提升 8bps，同业多数在下降），且对公活期存款的利率达 1.59%。但在上市农商行中，瑞丰银行的活期存款占比属于较高水平（37%），因此综合下来，瑞丰银行的负债成本率为 2.28%、存款成本率为 2.29%，位于同业中游水平。

**展望 2023 年，瑞丰银行负债端成本或仍有压降空间，对息差形成正向贡献。**

近年监管层面一直在引导银行存款利率下降，缓解银行负债成本压力，有望对净息差形成一定支撑。



- ✓ 自律定价机制调整：2021年6月在央行指导下，存款利率自律上限由基准利率浮动倍数改为加点确定，其中国有大行由基准利率上浮1.4倍改为活期加点10bps、定期加点50bps，其他银行由基准利率上浮1.5倍改为活期加点20bps、定期加点75bps，以国有大行3年期存款为例，调整前后自律上限分别为3.85%、3.25%，相差达60bps。
- ✓ 鼓励中小行降低利率上限：2022年4月市场利率自律定价机制召开会议，再次鼓励中小银行存款利率浮动上限下调10bps左右。
- ✓ 对高成本存款设置“惩罚机制”：2023年4月监管新发布《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》并新增“惩罚机制”，定期存款、大额存单利率降幅低于合意幅度的将被扣分，此举也将进一步引导银行降低成本。

存款利率下调瑞丰银行自身受益也更大。年初以来中小行整体下调定期存款利率，瑞丰银行作为农商行，定期存款占比较高（约64%）、存款竞争也较为激烈，充分受益于定期存款的利率下降。此外，从日均口径静态看，瑞丰银行的活期存款占比超过30%，活期存款的利率约为1.24%，且其中约2/3的对公活期存款的利率为1.59%，高出同业。而在监管主导下，通知存款、协定存款等活期存款品种的利率均有所下调（自律上限改为国有大行加点10bps、其他银行加点20bps），瑞丰银行也将充分受益。

图表 16: 瑞丰银行 2022 年净息差表现及对对比同业，及较 2021 年变动

上市银行	生息资产						计息负债						净息差
	贷款	个人贷款	对公贷款	投资	同业资产	生息资产收益率	存款	个人存款	对公存款	同业负债	发行债券	付息负债成本率	
无锡银行	4.63%	5.33%	4.44%	3.18%	1.50%	3.94%	2.30%	2.70%	1.93%	2.55%	4.66%	2.39%	1.81%
常熟银行	6.09%	7.09%	4.84%	3.57%	1.53%	5.18%	2.31%	2.79%	1.43%	1.93%	2.79%	2.30%	3.02%
江阴银行	4.98%	--	--	3.04%	1.32%	4.12%	2.13%	--	--	2.03%	3.80%	2.18%	2.18%
苏农银行	4.77%	5.40%	4.55%	3.10%	0.79%	4.09%	2.01%	2.38%	1.43%	2.45%	2.92%	2.09%	2.04%
张家港行	5.63%	--	--	2.81%	1.41%	4.47%	2.35%	--	--	3.13%	--	2.48%	2.25%
紫金银行	4.53%	5.39%	4.78%	2.76%	1.63%	3.86%	2.24%	--	--	1.87%	3.25%	2.27%	1.80%
青农商行	5.04%	5.20%	5.21%	3.55%	2.18%	4.23%	2.09%	2.47%	1.34%	2.12%	2.74%	2.22%	2.00%
沪农商行	4.53%	5.22%	4.62%	3.35%	2.14%	3.84%	2.01%	2.59%	1.41%	2.12%	2.76%	2.09%	1.83%
渝农商行	4.82%	5.48%	4.68%	3.62%	2.41%	3.97%	1.97%	2.11%	1.41%	2.18%	2.64%	2.13%	1.97%
瑞丰银行	5.42%	6.24%	4.53%	2.90%	1.03%	4.38%	2.29%	2.52%	1.86%	1.57%	2.91%	2.28%	2.21%

上市银行	生息资产						计息负债						净息差
	贷款	个人贷款	对公贷款	投资	同业资产	生息资产收益率	存款	个人存款	对公存款	同业负债	发行债券	付息负债成本率	
无锡银行	-0.15pc	+0.12pc	-0.24pc	-0.44pc	+0.45pc	-0.21pc	-0.04pc	-0.07pc	-0.10pc	+0.17pc	+0.74pc	-0.06pc	-0.14pc
常熟银行	-0.15pc	-0.25pc	-0.08pc	-0.20pc	+0.31pc	-0.07pc	+0.04pc	-0.08pc	+0.17pc	-0.17pc	-0.24pc	--	-0.04pc
江阴银行	-0.13pc	--	--	-0.03pc	+0.01pc	-0.07pc	-0.11pc	--	--	-0.21pc	-0.08pc	-0.12pc	+0.04pc
苏农银行	-0.31pc	-0.07pc	-0.39pc	-0.64pc	-0.07pc	-0.48pc	+0.04pc	-0.25pc	-0.07pc	-0.27pc	-0.21pc	+0.03pc	-0.20pc
张家港行	-0.24pc	--	--	-0.43pc	+0.07pc	-0.22pc	+0.02pc	--	--	-0.28pc	--	-0.03pc	-0.18pc
紫金银行	-0.18pc	+0.14pc	-0.05pc	-0.32pc	-0.53pc	-0.08pc	+0.13pc	--	--	-0.49pc	+0.02pc	-0.02pc	-0.03pc
青农商行	-0.22pc	-0.31pc	-0.10pc	-0.12pc	-0.31pc	-0.22pc	+0.07pc	+0.06pc	-0.09pc	-0.18pc	-0.31pc	-0.05pc	-0.16pc
沪农商行	-0.12pc	+0.25pc	-0.14pc	-0.16pc	-0.20pc	-0.11pc	-0.05pc	-0.14pc	+0.01pc	-0.10pc	-0.43pc	-0.09pc	-0.03pc
渝农商行	-0.38pc	-0.22pc	-0.25pc	-0.25pc	-0.76pc	-0.30pc	-0.01pc	-0.04pc	+0.04pc	-0.45pc	-0.33pc	-0.13pc	-0.20pc
瑞丰银行	-0.22pc	-0.01pc	-0.17pc	-0.49pc	-0.23pc	-0.21pc	+0.02pc	-0.01pc	+0.07pc	-0.71pc	-0.39pc	-0.07pc	-0.13pc

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**非息收入：处于起步阶段，增速较快，但占总收入仍较低。**截止 2022 年末瑞丰银行非息收入 3.37 亿，占营收比重不到 10%。其中手续费及佣金净收入为-0.83 亿（2021 年为-1.33 亿），对总收入影响较小；其中手续费收入 1.57 亿，同比高增 46.3%，但仍只占收入的 4.5%，手续费支出 2.4 亿，与去年基本持平。瑞丰银行积极推进零售客户拓展，成为柯桥区市民卡合作银行之一，2022 年进一步覆盖越城区，推动全行三星级及以上个人财富客户达到 3.58 万人，同比高增 31.3%，代理业务收入同比增速达到 44.5%。今年瑞丰银行也新获得了人民币外汇即期尝试做市业务和外币对中央对手清算业务两项外汇业务资质，未来也将贡献新的增量。

图表 17: 瑞丰银行 2022 年手续费及佣金收入细项情况及同比增速 (千元)

	2021	2022	同比
<b>手续费及佣金收入</b>	<b>107,203</b>	<b>156,867</b>	<b>46.33%</b>
结算与清算手续费收入	16,462	18,790	14.14%
代理业务手续费收入	66,604	96,259	44.52%
其他手续费收入	24,137	41,818	73.25%
<b>手续费及佣金支出</b>	<b>240,562</b>	<b>239,791</b>	<b>-0.32%</b>
结算业务手续费支出	125,277	116,120	-7.31%
代理业务手续费支出	54,466	49,058	-9.93%
其他手续费支出	60,819	74,613	22.68%
<b>手续费及佣金净收入</b>	<b>-133,359</b>	<b>-82,924</b>	<b>-</b>

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们在如下假设对公司进行盈利预测:

**1、收入端:** 预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 38.79/43.79/49.86 亿元, 同比增 10.0%/12.9%/13.9%, 具体而言:

- 1) 规模增速: 瑞丰银行贷款增速中枢有望保持在 17%左右, 将带动资产稳步增长, 假设 2023-2025 年瑞丰银行生息资产增速分别为 17.8%/17.4%/16.5%。
- 2) 净息差与净利息收入: 2023 年预计息差仍有下行压力, 后续有望逐步趋稳, 假设 2023 年-2025 年净息差分别同比-0.22pc/-0.02pc/持平, 对应净利息收入同比增速分别为 5.8%/16.4%/16.8%。
- 3) 非息收入: 瑞丰银行非息收入占比整体较低, 假设 2023-2025 年非息收入增速分别为 50.1%/-10.3%/11.8%, 其中 2023Q1 瑞丰银行非息收入增速达 90.5% (主要是公允价值变动损益波动), 假设全年增速降至 50.1%左右, 后续年份在高基数下有一定下降。

**2、资产质量:** 假设 2023 年小微业务、消费贷相关资产质量压力减小, 未来公司不良生成率稳步下降, 2023-2025 年分别为 0.50%/0.48%/0.46%, 对应不良率为 0.96%/0.88%/0.78%, 拨备覆盖率达到 296%/308%/320%, 带动信用成本稳步下降至 0.48%/0.45%/0.41%。

**3、利润端:** 在前述基础上, 假设 2023-2025 年公司成本收入比 (业务管理费/收入) 每年下降 1pc, 带动其他成本/收入稳步下降至 32.8%/32.2%/32.1%, 综合测算预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.63/20.49/24.04 亿, 同比增长 15.4%/16.3%/17.3%。

图表 18: 瑞丰银行业绩预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,310</b>	<b>3,525</b>	<b>3879</b>	<b>4379</b>	<b>4986</b>
<b>YOY</b>	<b>10.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.9%</b>
利息净收入	2996	3188	3374	3926	4586
<b>YOY</b>	<b>0.46%</b>	<b>6.44%</b>	<b>5.8%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.8%</b>
生息资产 (测算)	133200	148215	174666	204984	238888
<b>YOY</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>17.8%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.5%</b>
净息差 (测算)	2.25%	2.15%	1.93%	1.92%	1.92%
非息收入	315	337	505	453	400
<b>YOY</b>	<b>1076.19%</b>	<b>6.96%</b>	<b>50.1%</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-11.8%</b>
资产减值损失	854	823	846	920	980
总信用成本	0.64%	0.55%	0.48%	0.45%	0.41%
其他成本	1185	1175	1270	1410	1601
其他成本/营业收入	35.8%	33.3%	32.8%	32.2%	32.1%
<b>归母净利润</b>	<b>1271</b>	<b>1528</b>	<b>1763</b>	<b>2049</b>	<b>2404</b>
<b>YOY</b>	<b>15.1%</b>	<b>20.2%</b>	<b>15.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>17.3%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

瑞丰银行所处的绍兴、义乌地区需求旺盛，贷款增速在 16%以上，且其在绍兴越城区市占率仍有提升空间，规模有望保持较快增速。而受益于存款利率下降，今年净息差也有望基本企稳，带动利息净收入稳步增长。此外，公司核心一级资本充裕，还可通过认购参股其他优质农商行进一步打开业绩增长空间。瑞丰银行自身资产质量近年也改善明显，有望打开利润释放空间，全年来看业绩表现或将持续领先同业，当前 2023PB 约 0.59x，低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19: 瑞丰银行估值比较

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PB (倍)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2024E
常熟银行	100	115	133	33	40	48	0.75	0.66	0.58
张家港行	52	58	63	20	23	27	0.62	0.56	0.50
江阴银行	41	46	51	19	22	26	0.56	0.50	0.45
平均	65	73	82	82	24	29	0.64	0.57	0.51
瑞丰银行	39	44	50	18	20	24	0.59	0.54	0.49

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 股价为截止 2023 年 6 月 6 日收盘价; 常熟银行、张家港行、江阴银行为 Wind 一致预测, 瑞丰银行为国盛金融预测。

## 风险提示

- 1、宏观经济恢复节奏不及预期，影响瑞丰银行贷款投放增速。
- 2、小微业务异地拓展不及预期，影响瑞丰银行异地规模扩张。
- 3、利率超预期下行，导致瑞丰银行资产端利率压力增大，息差下行影响收入。
- 4、股票解禁带来价格波动。截止 2022 年末，瑞丰银行共有限售股 9.02 亿股，占总股本近 60%。拆分来看，国有法人持有 1.22 亿限售股，占总股本 8.1%，非国有法人持有 6.30 亿限售股，占总股本 41.76%，境内自然人（包含董事、监事、高级管理人员及其亲属，以及持股 5 万股以上的员工等）持有 1.50 亿限售股，占总股本 9.93%。瑞丰银行首次公开发行普通股于 2021 年 6 月 25 日上市，上述限售股部分将于 2024 年 6 月起逐步解除限售，或将对股价带来一定波动。

图表 20: 瑞丰银行 2022 年末限售股情况

	持股数量 (股)	占总股本比例	股东性质
绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司	101,428,589	6.72%	国有法人
浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	61,128,837	4.05%	境内非国有法人
浙江勤业建工集团有限公司	61,128,837	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	61,128,837	4.05%	境内非国有法人
浙江华天实业有限公司	61,128,837	4.05%	境内非国有法人
绍兴安途汽车转向悬架有限公司	61,128,837	4.05%	境内非国有法人
浙江永利实业集团有限公司	59,996,822	3.97%	境内非国有法人
浙江明牌卡罗饰品有限公司	58,638,405	3.88%	境内非国有法人
长江精工钢结构 (集团) 股份有限公司	56,508,382	3.74%	境内非国有法人
浙江蓝天实业集团有限公司	44,714,612	2.96%	境内非国有法人
其他法人股东	125,653,721	8.32%	--
自然人股东	149,895,886	9.93%	境内自然人
<b>合计</b>	<b>902,480,602</b>	<b>59.79%</b>	--

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com