

➤ **如何成为小微标杆银行?** 常熟银行植根小微经济发达区域，经营机制不断向小微倾斜。逐渐锻造出“常农商微贷模式”，支撑小微金融量与质。从2009年引入IPC微贷技术，到2013年建立起“基于IPC技术的信贷工厂”模式，再到2017年推出移动信贷平台(MCP)，微贷核心技术逐渐成熟，支撑小微贷款高效投放的同时，资产质量在可比同业中长期处于领先水平。

➤ **疫情三年，在压力中“重获新生”。** 2019年以来，政策引导下，国有大行小微业务参与度快速提升，对农商行市场份额形成挤压。受此影响，常熟银行净息差明显收窄，PB估值从疫情前的1.5倍降至0.9倍。

不惧挑战，常熟银行快速调整业务策略：**1) 重回下沉之路**，2022年末信用类贷款占比相比2019年实现翻番、个人经营贷户均规模明显回落，带来息差韧性；**2) 设立普惠金融试验区**，向周边金融供给匮乏的农村县域渗透，开拓增长空间。参考日本疫后小微复苏情况，我们判断国内小微复苏弹性或较为可观，但节奏可能更温和。

➤ **我们看好常熟银行的高成长性：** 1) 我们认为银行普惠小微业务的“天花板”远未到来；2) 异地布局优势突出，当前市占率较低(测算不足0.5%)，展业空间充足；3) 普惠金融试验区和村镇银行是异地扩张坚实力量，后者贷款贡献度持续提升，而投管牌照赋予更多并购想象空间。**我们测算，2023-2025年，常熟银行贷款复合增速有望超22%。**

➤ **高ROE是否可持续?** 近十年常熟银行ROE基本稳居上市农商行前三，**未来常熟银行ROE提升的关键或在于：** 1) 扩张无虞、净息差走过最难时刻背景下的利息净收入贡献度回升；2) 资产质量稳定背景下的信用成本稳中趋降；3) 科技赋能之下，“人海战术”依赖度逐渐减弱，叠加综合化的经营理念，管理费用增速继续放缓。此外，我们测算可转债转股，对ROE摊薄有限(约-1.6pct)。

➤ **投资建议：小微标杆银行，高ROE仍可期**

战略调整叠加微贷模式支撑，常熟银行重回客户下沉之路，带来息差韧性。异地展业空间广阔，边区战略、村镇银行亦为高扩张重要驱动力，净息差走过最难时刻，信用成本有望稳中趋降，高ROE仍可期。预计23-25年EPS分别为1.22元、1.52元和1.89元，2023年4月28日收盘价对应0.9倍23年PB，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 行业竞争加剧；业务拓展不及预期；测算可能存在误差。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,809	10,019	11,611	13,588
增长率(%)	15.1	13.7	15.9	17.0
归属母公司股东净利润(百万元)	2,744	3,339	4,166	5,171
增长率(%)	25.4	21.7	24.8	24.1
每股收益(元)	1.00	1.22	1.52	1.89
PE	8	6	5	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年4月28日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

7.81元



分析师 余金鑫

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

执业证书: S0100122020008

邮箱: yubowen@mszq.com

相关研究

- 常熟银行(601128.SH) 2023年一季度点评: 存贷两旺, 息差平稳, 不良下降-2023/04/20
- 常熟银行(601128.SH) 2022年年报点评: 营收稳健, 信贷高增-2023/03/23
- 常熟银行(601128.SH) 2022年三季度点评: 业绩高景气, 资产质量优-2022/10/28
- 常熟银行(601128.SH) 22Q3业绩快报: 归母净利润高增, 资产质量更优-2022/10/14
- 常熟银行(601128.SH) 2022年中报点评: 净息差坚挺, 助业绩高增-2022/08/16

目录

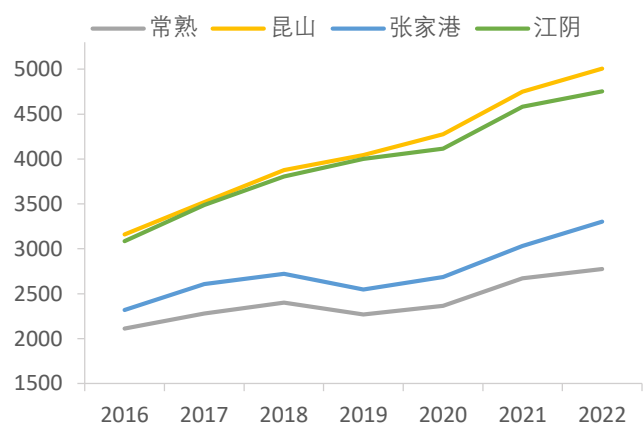
1 如何成为小微标杆银行？	3
1.1 身处小微经济发达区域	3
1.2 运营机制向小微倾斜	5
1.3 锻造“常农商微贷模式”	5
1.4 个人经营贷是核心载体	8
2 疫情三年，压力与新生	9
2.1 来自大行的竞争明显加剧	9
2.2 逆境中培养竞争力	11
2.2.1 深耕下沉市场，与大行差异化竞争	11
2.2.2 实施边区战略，拓展市场空间	13
2.3 海外经验映射国内	14
3 突破区域边界，高成长可持续	15
3.1 本地市场份额有望保持稳定	16
3.2 异地布局优势突出，市场空间广阔	17
3.3 村镇银行：异地扩张坚实力量	19
3.4 未来三年贷款增速或在何种水平？	21
4 ROE 优势有望延续，估值提振空间可观	22
4.1 ROE-PB 视角下，当前常熟银行被低估	22
4.2 扩张无虞，净息差或已走过最难时刻	24
4.3 资产质量历经考验，信用成本仍有下行空间	25
4.4 科技赋能，管理费用增速有望继续放缓	28
4.5 若可转债转股，对 ROE 摊薄有限	29
5 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测假设与业务拆分	31
5.2 估值分析与投资建议	31
6 风险提示	33

1 如何成为小微标杆银行?

1.1 身处小微经济发达区域

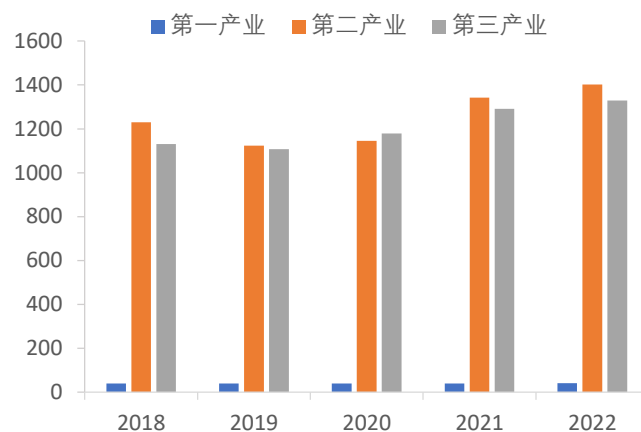
位居经济发达地区，小微业务目标客户数量多、潜力强。常熟市位于江苏省南部地区，经济高度发达，工业基础与产业配套完备。2022 年常熟市 GDP 达到 2774.0 亿元，在江苏省 21 个县级市中排名第 4，同比增长 2.0%；人均地区生产总值 16.4 万元，在江苏省 21 个县级市中排名第 9。区域内产业结构较优、工作岗位充足。

图1：江苏县级市地区生产总值（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

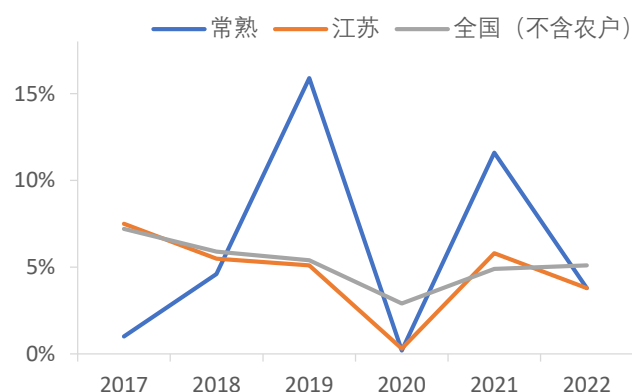
图2：常熟市产业增加值（亿元）



资料来源：常熟市人民政府，民生证券研究院

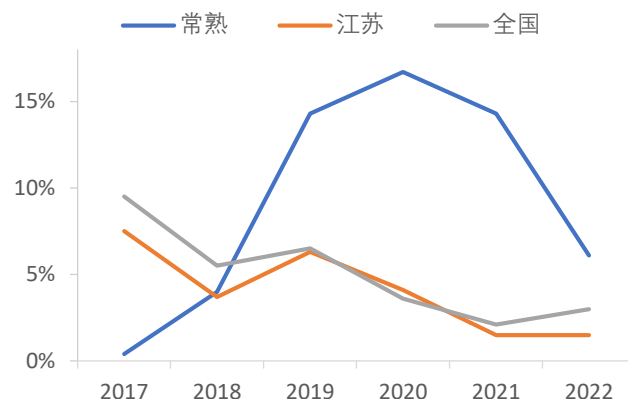
投资规模稳步扩张，服务业表现突出。常熟地区产业基础完备，制造业和服务业发达。疫情期间，常熟市固定资产投资增速高于江苏地区平均水平；服务业投资增速维持较高水平。

图3：固定资产投资增速 常熟 vs.江苏 vs.全国



资料来源：统计局，常熟市人民政府，江苏省人民政府，民生证券研究院

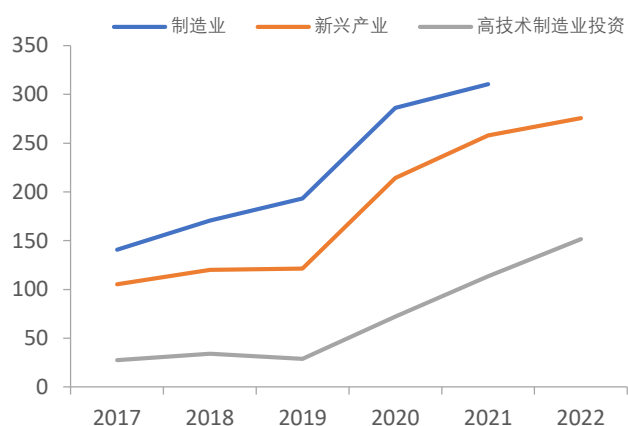
图4：服务业投资增速 常熟 vs.江苏 vs.全国



资料来源：统计局，常熟市人民政府，江苏省人民政府，民生证券研究院

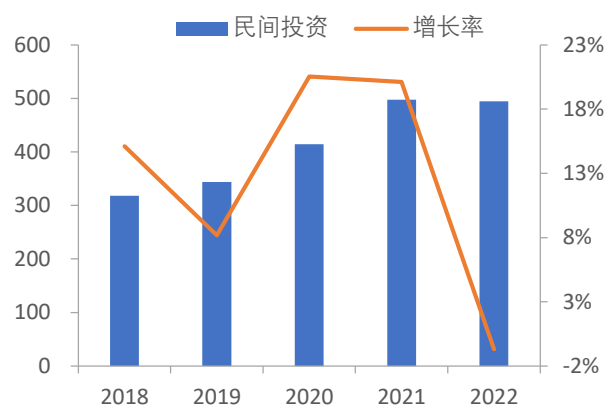
投资结构优化，市场活力强。常熟地区小微企业数量繁多，民营经济活跃，民间投资保持较高水平。2019年以来，常熟投资结构持续优化，新兴产业投资和高技术制造业投资规模持续扩大。

图5：常熟市投资金额（亿元）



资料来源：常熟市人民政府，民生证券研究院

图6：常熟民间经济投资金额（亿元）及增长率

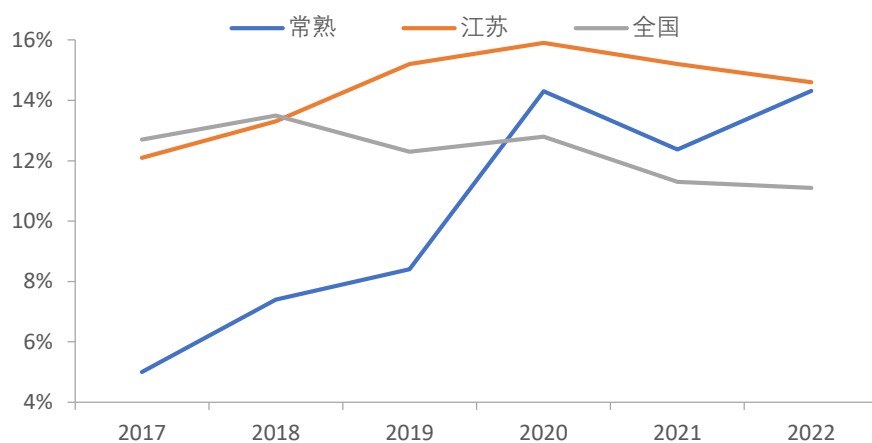


资料来源：常熟市人民政府，民生证券研究院

政策呵护之下，信贷供需两旺。近年来小微企业融资政策频繁推出，普惠小微已经成为结构性货币政策重点支持对象，同时 23 年政府工作报告继续为民营经济“站台”，江苏省积极响应国家政策，如 2022 年 7 月，苏州市政府发布《苏州市政府采购促进中小企业发展实施意见》，2023 年 1 月，江苏省政府发布相关通知，力争推动银行机构依托企业征信投放中小微企业信贷类贷款 2500 亿元。

与此同时，常熟当地较强的经济活力，也带动当地贷款增速自 17 年以来快速提升，疫情期间体现出良好韧性，特别是 2022 年贷款增速逆势而上。

图7：贷款余额增速 常熟 vs.江苏 vs.全国



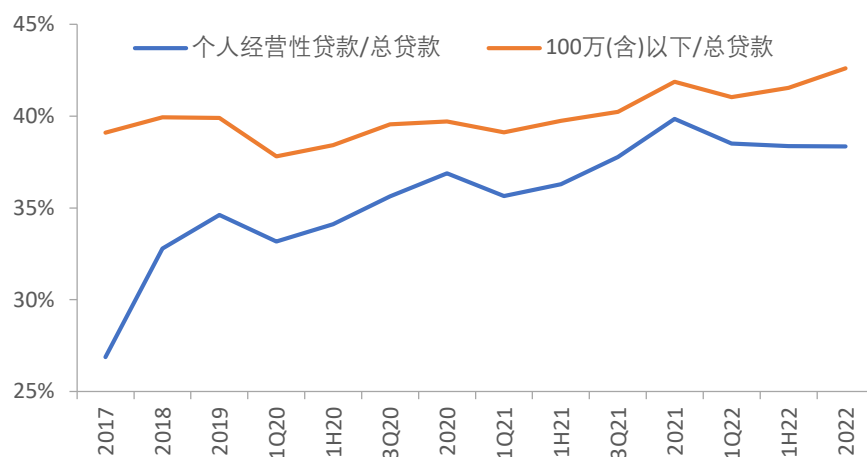
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 运营机制向小微倾斜

坚持小微道路，资源不断倾斜。常熟银行坚持“做大户数、做小客户”的经营理念，设立小企业部门和小微金融总部专职小微业务的管理。小企业部门负责小企业贷款；小微金融总部负责个人经营贷及消费贷。其中，个人经营贷作为常熟银行小微的招牌产品，是小微金融总部的主要业务。

信贷资源支持小微业务扩张。常熟银行对新增贷款的规模和投向均设定要求，2018年起加大对大额贷款规模和增速的控制，促使信贷资源不断向小微业务倾斜，个人经营性贷款占总贷款的比重稳健提升。截至2022年末，常熟银行贷款总额中100万（含）以下贷款占比达42.6%，个人经营性贷款占比达38.4%。

图8：常熟银行新增贷款中小微贷款占比



资料来源：wind，民生证券研究院

精兵强将投身小微业务。常熟银行集中70%以上的人力资源配置于小微领域，专注小微企业信贷的小企业团队配备340名业务经理；主攻个人经营性贷款的小微金融总部团队人数2020年达到1700余人，2021年抽调部分人手至普惠金融试验区，随后人数基本保持稳定。

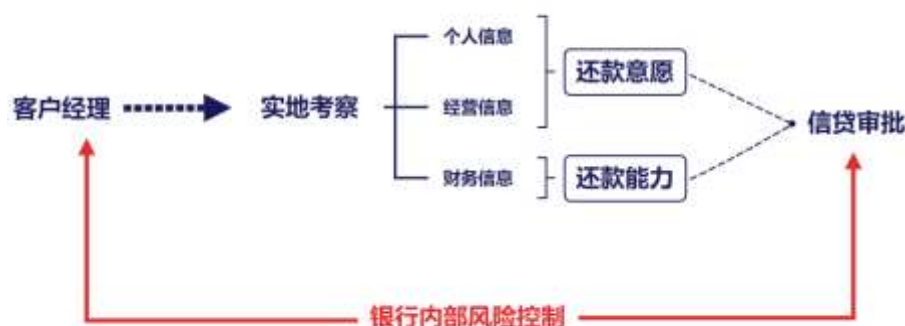
1.3 锻造“常农商微贷模式”

坚持普惠金融道路。常熟银行由常熟市农信社联合社改制而来，出身乡土为常熟银行走小微路线奠定了坚实的基础。常熟银行坚持“三农两小”，不忘支农支小初心，肩负乡村振兴使命，在战略上坚定发展县域乡镇下沉市场，引导更多资源向涉农、小微领域倾斜，坚持走特色化、差异化的小微发展道路。

三次迭代，形成具有特色的“常农商微贷模式”。常熟银行于2009年引进德国IPC微贷技术。IPC技术以借款人的还款能力和还款意愿作为放贷依据，通过银

行制度建设防范内部风险，核心在于客户偿还贷款能力的评估。小微企业经营规模小，财务记录往往不规范，而 IPC 技术通过客户经理的实地调查了解借款人的实际经营情况，结合客户个人情况确定其还款能力。与传统银行以企业抵质押担保为贷款审批标准不同，IPC 技术针对小微企业特点，重点考察借款人现金流的还款能力以及信誉情况。

图9：IPC 微贷技术核心机制



资料来源：民生证券研究院绘制

IPC+信贷工厂提高放贷效率。2013 年建立“信贷工厂”，与 IPC 微贷技术相结合。客户经理专注于前期的实地调查，利用 IPC 技术引入高质量客户，然后信贷工厂以流水线的方式进行审批，实现流程分化、标准化。

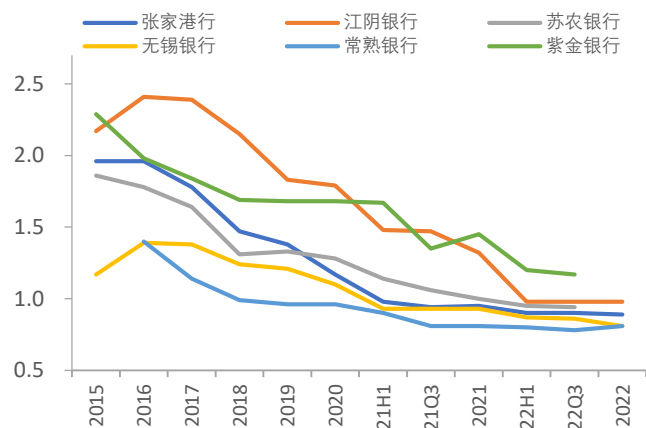
信贷流程线上化。在 IPC+信贷工厂的基础上，常熟银行建设移动信贷平台 (MCP)，贷款流程向线上化、数字化方向探索。2022 年成立小微数智赋能部，开发小微业务指挥系统，实现小微贷款线上审批，每笔业务节约 20 分钟，释放数据岗产能，降本增效。

图10：常熟银行微贷技术迭代过程

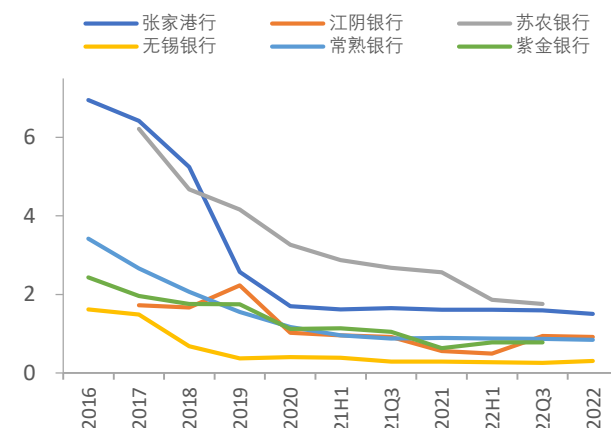


资料来源：民生证券研究院绘制

微贷模式支撑客户下沉的同时，守住了资产质量。常熟银行强调“做大户数，做小客户”，通过成熟的“常农商微贷模式”控制小微风险，实现个人经营贷款利率高但资产质量优秀。截至 2022 年末，不良率仅 0.81%、关注率 0.84%，在可比同业中处于较优水平。

图11：江浙沪地区农商行不良贷款率(%)


资料来源：Wind, 民生证券研究院

图12：江浙沪地区农商行关注贷款率(%)


资料来源：Wind, 民生证券研究院

模式可复制为异地扩张提供基础。常熟银行将“常农商微贷模式”复制推广至 59 家异地分支机构及 31 家村镇银行。截至 2022 年末，微贷服务已覆盖江苏省内 10 个地级市以及鄂、豫、苏、滇、琼、粤六省的广大农村地区，覆盖人口数千万人，打开微贷细分市场的发展空间。

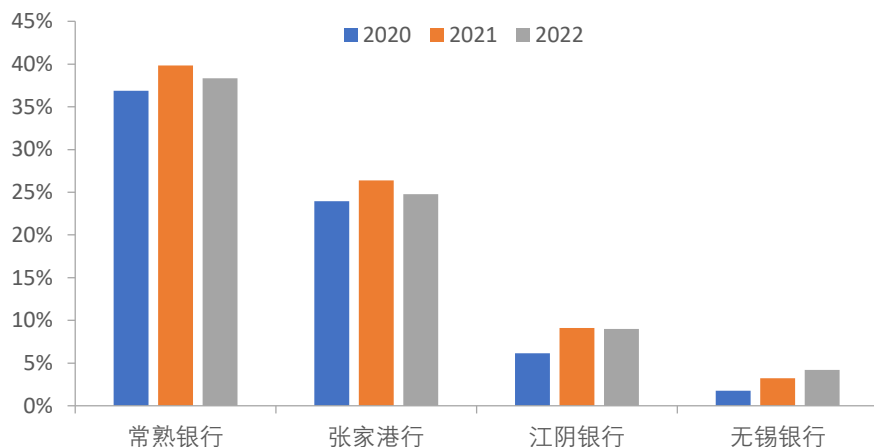
图13：常熟银行自由星小微网点分布


资料来源：公司官网, 民生证券研究院

1.4 个人经营贷是核心载体

个人经营贷形成常熟特色。常熟银行小额贷款中心重点打造个人经营贷款业务，经营贷占总贷款比重持续保持较高水平，22年为38.4%，显著高于可比同业。

图14：个人经营贷款占总贷款比重



资料来源：wind，民生证券研究院

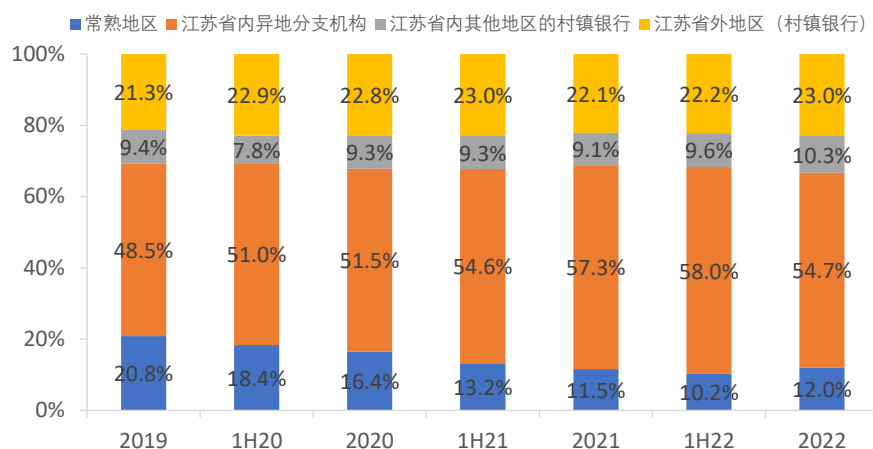
产品线齐全，下沉程度高。常熟银行个人经营贷款产品线丰富，“自由星”品牌下设多种产品，每种产品各具特色，加上纯线上产品“流行贷”产品基本覆盖小微客户经营、生活等各方面用途。

图15：常熟银行个人经营贷产品系列

产品名称	额度	期限	特色
生意贷	500万元	5年	随借随还
阳光贷	50万元	5年	纯信用无需抵押
圆梦贷	100万元	10年	纯信用无需抵押担保
房抵贷	500万元	10年	房产一抵、二抵均可
无还本续贷	200万元	3年	无需偿还原贷款的本金
快乐宅基贷	50万元	10年	还款方式灵活定制
消费贷	200万元	10年	还款方式灵活定制
房抵贷(消费)	200万元	10年	还款方式灵活定制
薪优贷	50万元	2年	纯信用无需担保

资料来源：公司官网，民生证券研究院

省内异地分支机构为个人经营贷主要来源，村镇银行贡献度不断抬升。截至2022年末，常熟银行个人经营贷过半分布在江苏省内异地分支机构，而村镇银行贡献度也高达1/3，较2019年底提升2.6pct，伴随微贷模式不断复制推广，异地分支机构、村镇银行贡献度有望继续抬升。

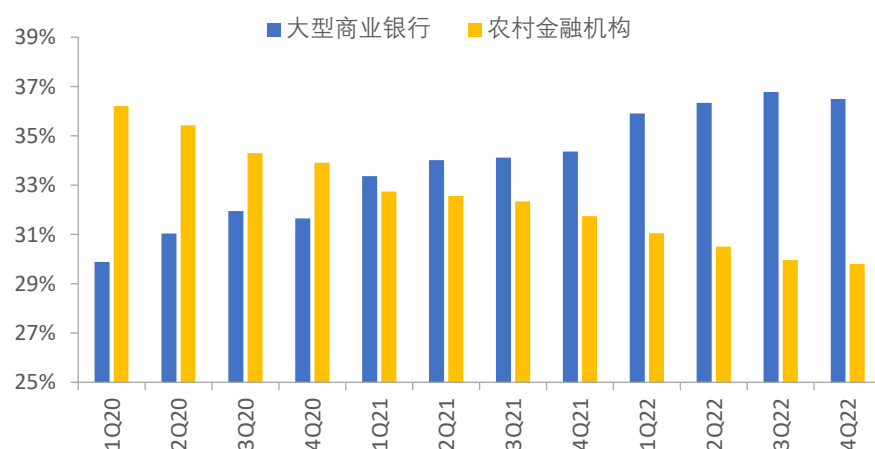
图16：常熟银行个人经营贷款按地区分布


资料来源：wind，民生证券研究院

2 疫情三年，压力与新生

2.1 来自大行的竞争明显加剧

疫情期间，大行对农商行市场份额造成明显挤压。以普惠小微贷款为例，大行普惠小微贷款余额自 2020 年以来保持 30%-50% 的高速增长，扩张速度大幅领先于其他银行，大行占有的小微市场份额也由 2019 年初的 25.9% 增加至 2022 年末的 36.5%。小微市场属于农商行的传统业务范围，但其小微市场份额在大行的竞争下受到明显挤压，自 21Q1 开始，大行在普惠小微贷款市场中的份额反超农商行，至 2022 年末农商行市场份额已不足 30%。

图17：截至 2022 年末大行与农商行普惠小微贷款市场份额


资料来源：wind，民生证券研究院

大行在小微市场快速扩张主要受国家政策驱动。2019-2021 年政府工作报告当中都对大行的小微贷款投放增速提出了具体要求，22 年国务院对普惠小微贷款的增量提出目标。而 23 年政府工作报告中并未对大行小微贷款投放提出具体要求，中央政策强度或存在边际减弱情况。但考虑到政策具有连续性，而且小微资产资本占用低、可能给大行带来其他业务回报，大行普惠小微的参与度短期内预计不会明显降低。

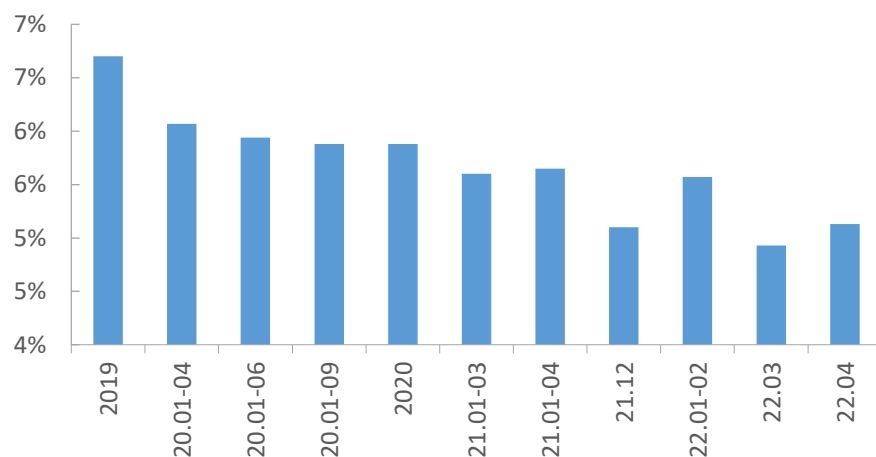
图18：2019-2022 年国有大行小微投放要求

年份	投放要求
2019	国有大型商业银行小微企业贷款增长30%以上
2020	大型商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%
2021	大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上
2022	国有大型商业银行力争新增普惠型小微企业贷款1.6万亿元

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

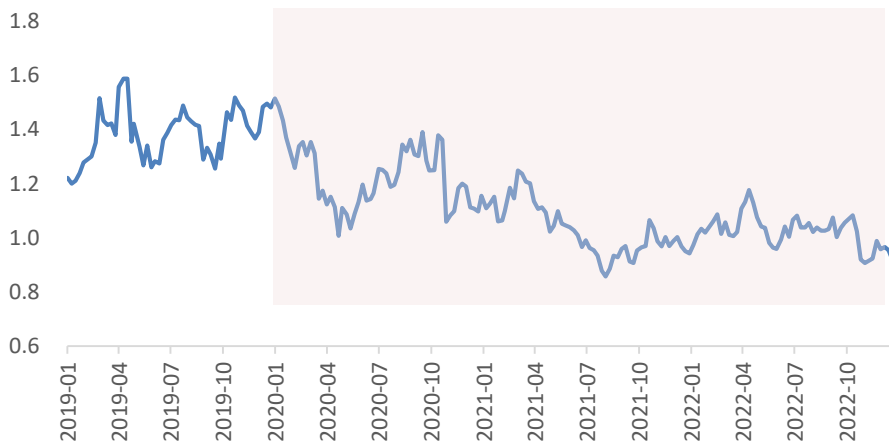
竞争加剧叠加政策引导，小微贷款利率明显下行。根据银保监会披露的数据，2022 年 4 月全国新发放普惠性小微企业贷款平均利率 5.1%，较 2019 年大幅下降 2.6pct，而同期新发放企业贷款加权平均利率下行幅度不足 1pct。

图19：全国新发放普惠型小微企业贷款平均利率



资料来源：银保监会，民生证券研究院

反映到常熟银行自身，净息差明显收窄，估值在波动中回落。2022 年末，常熟银行净息差 3.02%，相较 2019 年下降 39BP，其中仅 2020 年降幅就高达 23BP。受净息差收窄影响，市场对常熟银行 ROE 能否维持高位产生一定担忧，表现在 PB (LF) 从疫情前的接近 1.5 倍降至 2022 年末的 0.9 倍左右。

图20：疫情三年常熟银行 PB(LF)


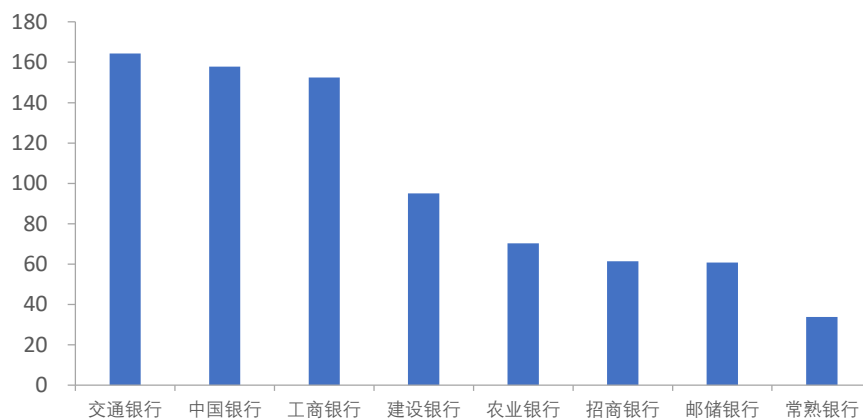
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 逆境中培养竞争力

2.2.1 深耕下沉市场，与大行差异化竞争

在下沉市场构建竞争优势。常熟银行改制之初也曾急于做大规模，但 2005 年和 2008 年常熟银行遭遇两次大额贷款出险，加上 2008-2013 年异地支行不良的快速增长，前后三次挫折让常熟银行逐步回归支农、支小初心，坚定了发展小微业务的决心。

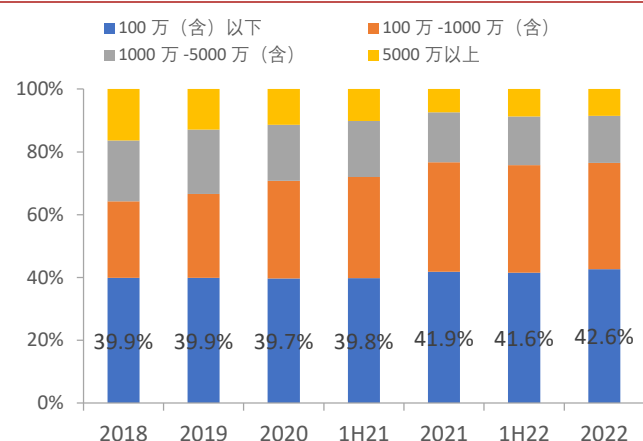
2019 年以来大行进军小微市场对农商行造成了明显冲击，常熟银行深耕下沉市场，坚持“做大户数，做小客户”，凭借长期以来在下沉市场构建的竞争优势，与大行形成差异化竞争。

图21：2022 年小微业务户均贷款对比（万元） 常熟银行 vs.大行


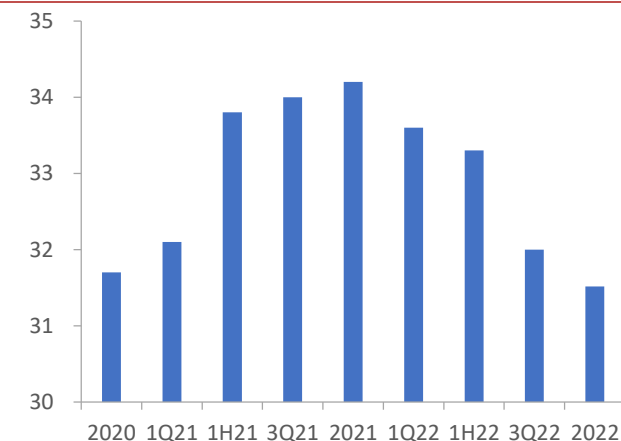
资料来源：wind，民生证券研究院

从户均贷款规模窥见下沉趋势。小微业务发展之初，常熟银行小微贷款以安全度较高的抵押、质押类为主，户均规模随小微业务扩张逐渐提高。2018年加强对大额贷款规模和增速的限制，引导小微业务向下向小。疫情以来，为应对大行进军小微市场，常熟银行根据小微企业融资需求，开发“复工贷”“建设贷”“星惠贷”等多款产品，深化业务的线上化，开拓户均规模更低的小微市场。2022年经营贷户均规模变化验证下沉趋势。

截至2022年末，户均贷款100万元以下的客户占比达42.6%，较2019年底提高2.7pct；2022年以来个人经营性贷款户均规模逐季下降，截至2022年末，户均规模降至31.5万元，较2021年末下降2.7万元。

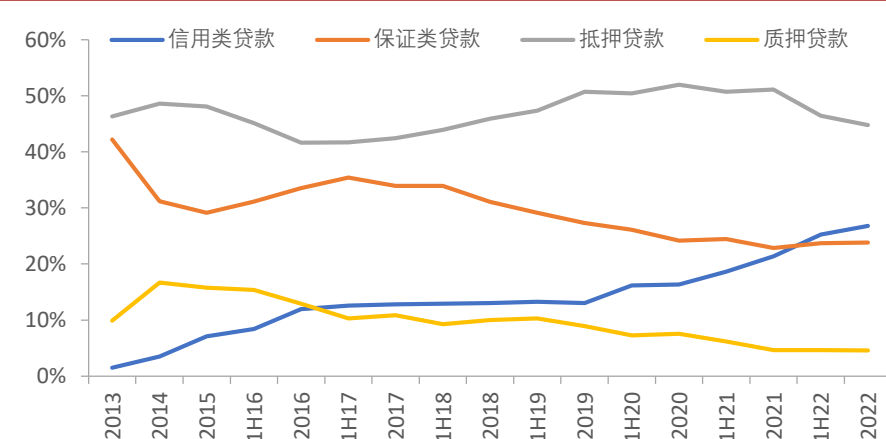
图22：常熟银行户均贷款规模分布（万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图23：常熟银行个人经营性贷款户均规模（万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

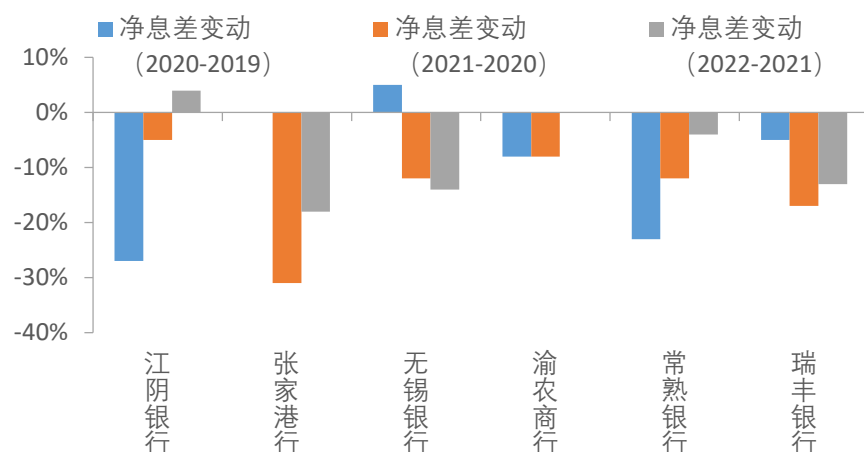
信用类贷款占比不断提升。2021年起，常熟银行加大了信用贷款的投放力度，信用类贷款占比由2020年末的16.3%增加至2022年末的26.8%。2022年新增贷款中信保类贷款占比达到84.7%。

图24：常熟银行按担保方式划分的贷款占比分布


资料来源：wind，民生证券研究院

“下沉”带来领先息差和营收韧性。疫情三年，常熟银行净息差回落逐年收窄，截至 2022 年末为 3.1%，明显领先其他上市城商行。净息差回升可能来自两方面，一是业务下沉直接带来的收益率抬升，另一方面通过下沉减少与大行的直接竞争，使得收益率的被动下降趋缓。

图25：近三年净息差变动：常熟银行 vs.可比同业



资料来源：wind，民生证券研究院

净息差对营收增速形成重要支撑。从近三年上市农商行营收增速水平看，常熟银行优势较为明显，特别是 2021 年形成相对高基数的基础上，2022 年仍保持了 15.1%的增速，是利润增长、ROE 保持高位的核心支撑。23Q1 营收增速维持在 13%以上，尽显营收韧性，预计在上市农商行中继续保持领先水平。

图26：近三年营收同比增速 (%)：常熟银行 vs.可比同业

上市农商行	2020年	2021年	2022年
江阴银行	-1.6	0.4	12.2
张家港行	8.9	9.9	4.3
无锡银行	10.0	11.6	3.0
常熟银行	2.1	16.3	15.1
瑞丰银行	5.2	10.0	6.5
沪农商行	3.5	9.6	6.1
紫金银行	-4.3	0.4	0.1
苏农银行	6.6	2.2	5.0

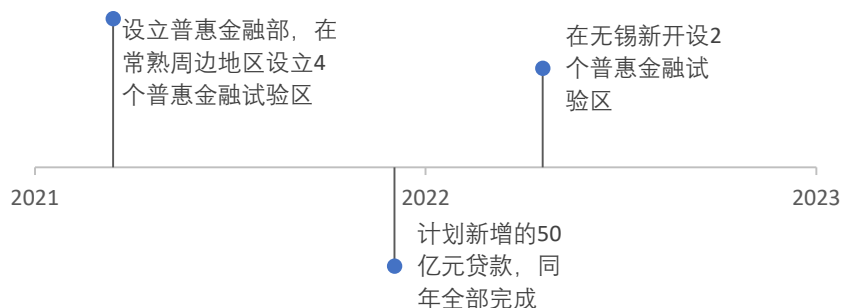
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 实施边区战略，拓展市场空间

设立普惠金融试验区，深挖下沉市场。2021 年初，常熟银行设立普惠金融部，开始实行“边区战略”，设立四个普惠金融实验区，向常熟周边金融供给匮乏的农村县域渗透。“边区战略”实现原有覆盖不足地区的进一步下沉，在大行挤压和疫

情阻碍的情况下为小微业务提供动力。2022 年普惠金融实验区向无锡地区扩展。

图27：常熟银行普惠金融试验区发展历程



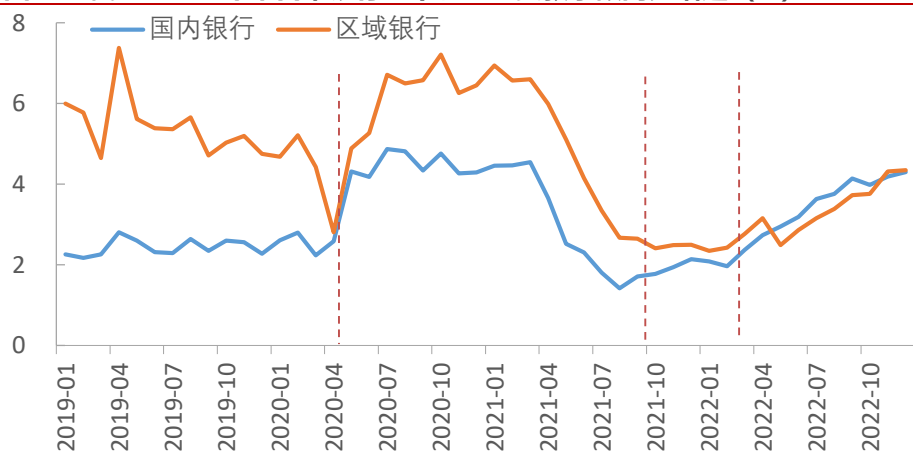
资料来源：民生证券研究院绘制

战略实施过程中，体现资源配置优化、综合化经营思路。“边区战略”对常熟银行内部的组织体系、资源配置等方面进行了改革。常熟银行将人力资源从金融供给相对饱和、人力资源边际回报较少的地区，转移至金融供给缺乏、竞争程度较低的“边区”，以优化资源配置的方式提高人均产能。普惠金融业务团队采取综合化经营策略，为客户提供存款、消费、贷款等多方面服务。

2.3 海外经验映射国内

复盘海外地区放开经验，小微疫后复苏弹性可观。以日本为例，日本疫情放开主要经历三个阶段：20年5月首次放开，同年12月再次进入管控状态；21年10月后逐步放开；22年3月正式放开。首次放开与正式放开后，中小企业贷款余额增速出现明显抬升。

图28：截至2022年末日本银行业中小企业贷款余额同比增速（%）



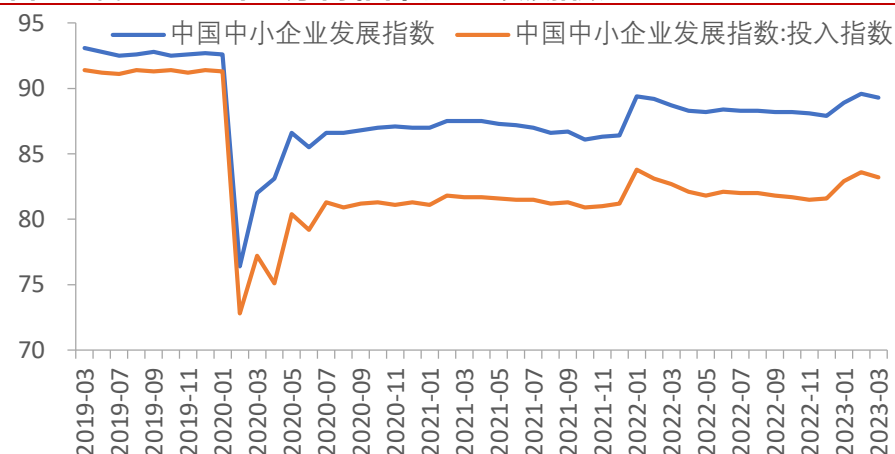
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：1) 区域银行指的是总部位于日本辖区内的主要城市，大部分业务在辖区内展开的银行。

2) 中小企业指的是日本《中小企业基本法》中定义的中小企业。

参考日本经验, 预计疫后国内小微复苏弹性也有望较为可观。我们已经观察到 2023 年一季度中小企业发展指数升至 89.3, 较 2022 年四季度上升 1.3 点, 升幅为 2020 年四季度以来最高, 反弹势头明显, 但仍未恢复到景气度临界值 100 以上。

图29: 截至 2023 年 3 月末我国中小企业发展指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

但国内小微复苏的节奏可能较日本更为温和:

首先, 从正常展业节奏看, 二、三季度通常是国内小微贷款投放的高点, 一季度则受到春节假期的影响 (23Q1 影响相对更为显著), 因此 2022 年底疫情放开后, 23Q1 未必在读数上感受到小微融资需求的明显企稳, 较好的观察点或在 23Q2。

第二, 疫情期间国内小微贷款 (特别是普惠小微) 在政策引导下, 保持较大力度投放, 贷款增速显著高于日本。

第三, 此前国内疫情管控时间相对较长, 或对小微企业及个体工商户的经营、融资行为产生一定影响。

3 突破区域边界, 高成长可持续

小微金融“天花板”远未到来。 2012 年以来, 小微金融市场快速扩容, 尤其是疫情 3 年期间, 普惠小微贷款持续高强度投放。截至 2022 年末, 普惠小微贷款余额达 23.8 万亿元。目前国内个体工商户 1.14 亿户, 中小微企业超 5200 万户, 假设中小微企业中小微企业占比为 75%, 则普惠小微经营主体数量为 1.53 亿户; 根据微众银行与邮储银行联合发布的调查报告¹, 可测算当前普惠小微经营主体平均融资需求约为 104.3 万元, 小微金融融资缺口为 135.8 万亿元, 银行普惠小微业务空间仍较可观。

¹2023 年 1 月 9 日, 《普之已广, 惠之精准——服务业小型市场主体普惠金融需求调查报告》

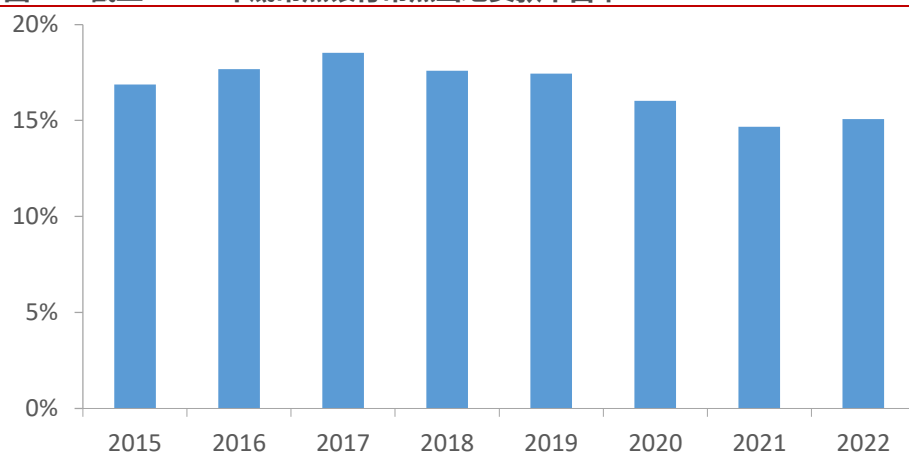
图30：常熟银行小微金融服务

项目	金额/数量	单位
普惠小微贷款余额	23.8	万亿元
有贷户数	3806.1	万户
小微企业数量	15300	万户
平均融资需求	104.3	万元
普惠小微融资缺口	135.8	万亿元
融资覆盖率	24.90%	/

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

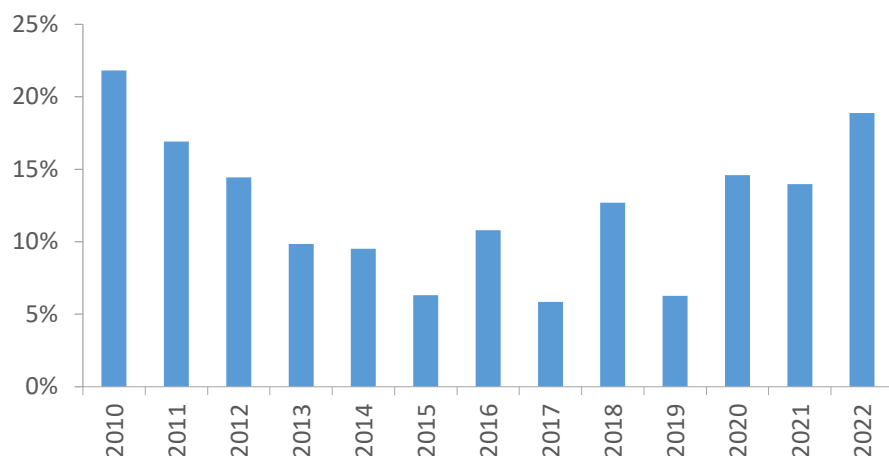
3.1 本地市场份额有望保持稳定

常熟银行在当地市场份额有望回升至 17%-18%。回溯来看，疫情之前常熟银行当地贷款市占率基本在 17%-18% 之间波动，2020 年开始，在大行竞争之下，市场份额开始下滑，但 2022 年已现回升趋势。我们认为，伴随疫后经济复苏，大行竞争或边际趋缓，同时小微经营主体对于融资成本的敏感度或下降，转而更关注融资稳定性，叠加常熟银行“下沉”策略的坚定执行，在当地贷款市场份额有望恢复至疫前水平。

图31：截至 2022 年底常熟银行常熟当地贷款市占率


资料来源：Wind，民生证券研究院

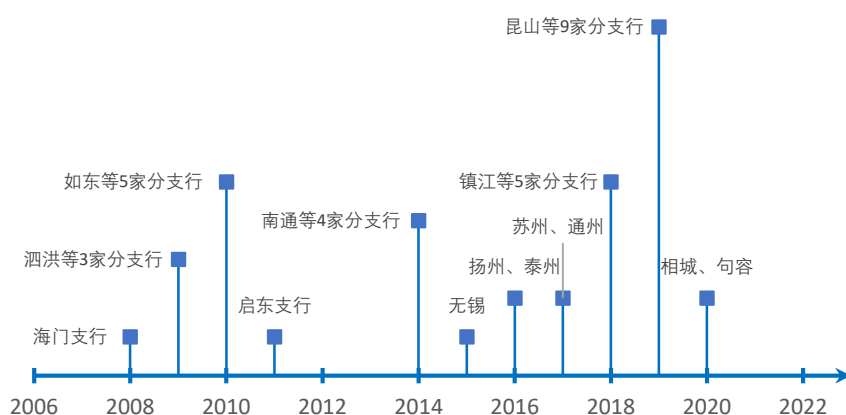
受益于当地旺盛融资需求，常熟本地贷款增速有望保持高增。疫情三年间，常熟市金融机构贷款增速保持高位，2022 年更是高达近 19%，反映当地信贷供需两旺的现实。民营企业贡献了常熟市 60% 税收、60% 以上工业经济，2023 年 3 月，常熟市召开民营经济创新发展大会，提出重塑民营经济全新竞争力。随着疫情放开，经济发展恢复常态，特别是民营经济发展受到中央、地方层面的重视，对于信贷需求保持旺盛形成重要支撑。

图32：截至 2022 年底常熟市金融机构贷款总额同比增速 (%)


资料来源：常熟市政府，Wind，民生证券研究院

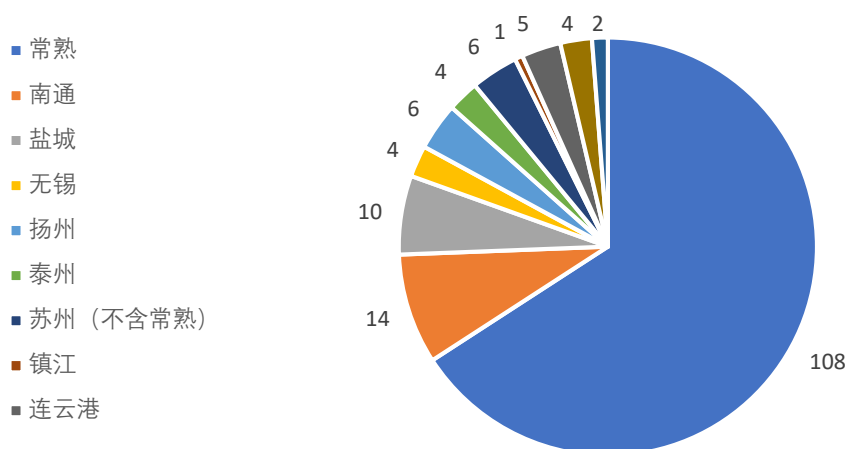
3.2 异地布局优势突出，市场空间广阔

立足常熟，推进异地扩张。常熟银行自 2008 年开始设立分支机构，开启异地展业扩张的道路，其中 2019 年达到顶峰，一年内在昆山等地开设 9 家分支行。截至 2022 年末，常熟银行设有分行 7 家，支行 28 家，分支机构共计 168 家（常熟地区 109 家，异地 59 家），覆盖苏州、无锡、镇江、南通、盐城、扬州、泰州、连云港、淮安、宿迁等市县。

图33：常熟银行异地展业时间线


资料来源：民生证券研究院

相比其他上市农商行，常熟银行异地分支机构布局优势明显。在区域性银行跨区经营受到严格限制的情况下，农商行基本只能在已经设立异地分支机构的地区进行异地展业。而常熟银行提前布局，目前已设立 7 家分行，数量上远超其他上市农商行，异地发展空间优势明显。

图34：常熟银行分支机构城市分布


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图35：上市农商行异地分行数量及分布

名称	异地分行数量	地点	具体情况
常熟银行	7	南通、盐城、无锡、扬州、泰州、苏州、镇江	7家分行，28家支行，168家机构
江阴银行	3	常州、无锡、苏州	3家分行，31家一级支行
无锡银行	3	南通、常州、苏州	3家分行，52家支行，59家分理处
张家港行	3	南通、无锡、苏州	3家分行，42家支行
苏农银行	1	泰州	1家分行，61家支行，94家机构

资料来源：民生证券研究院

异地分支机构贷款市占率仍然较低，提升空间可观。截至2022年末，常熟银行异地分支机构贷款总额不足1000亿元。我们选取规模相对较大的异地分支机构（苏州、无锡、南通）为例，截至2022年末，三地分支行总资产规模610亿元，测算下来其合计贷款市占率或约0.55%。假定提升至2%，仅三地分支机构即可贡献超1500亿元的贷款增量。

图36：常熟银行异地分行市占率测算

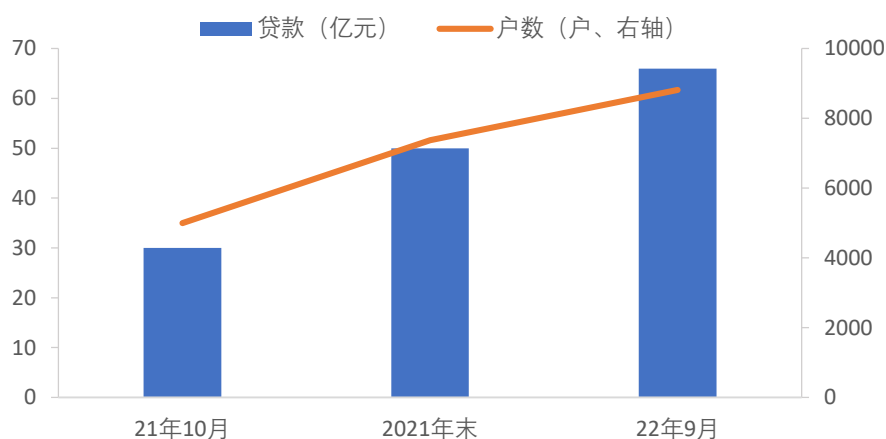
	苏州	无锡	南通
全市贷款总额	47430.6	44318.2	16059.5
常熟银行异地分支机构总资产规模	314.7	141.6	153.9
贷款折算系数		96.6%	
常熟银行异地分支机构贷款余额		589.3	
贷款合计市占率		0.55%	

资料来源：公司财报，wind，民生证券研究院测算

此外，普惠金融试验区亦可贡献一定增量。2021年普惠金融试验区设立后，9个月内即实现超50亿元小微贷款投放，截至2022年9月，普惠金融试验区内

贷款客户数超 8 千户，贷款余额达 66 亿元。尽管从读数上看，投放有所放缓，但这既受到 2021 年部分贷款到期的影响，也受到 2022 年疫情多次反扑对跨区域经营的客观影响，实际新增投放量未必明显低于 2021 年。我们保守估计未来三年，普惠金融试验区每年贷款余额增长在 35-45 亿元。

图37：常熟银行普惠金融试验区贷款总额及客户数



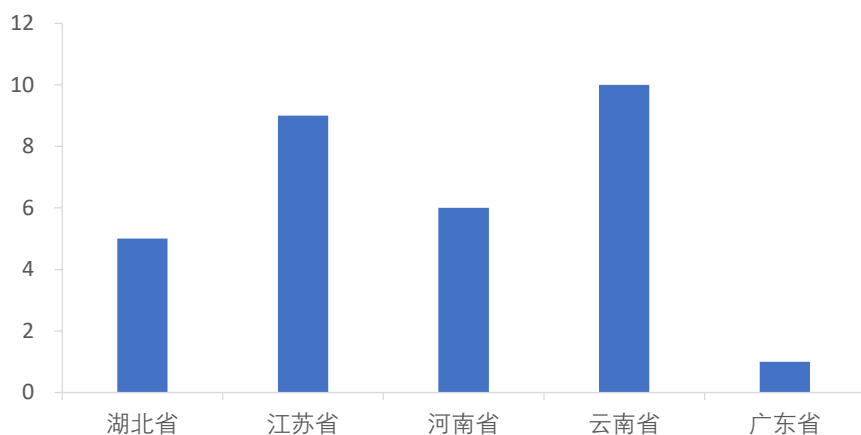
资料来源：公司财报，民生证券研究院

3.3 村镇银行：异地扩张坚实力量

牌照优势突出，加快村镇银行并购。2018 年 1 月，原银监会发布通知，提出已投资一定数量村镇银行且所设村镇银行经营管理服务良好的商业银行，可以新设或者选择 1 家已设立的村镇银行作为投资管理行（以下简称“投管行”），由其受让主发起人已持有的全部村镇银行股权，对所投资的村镇银行履行主发起人职责。

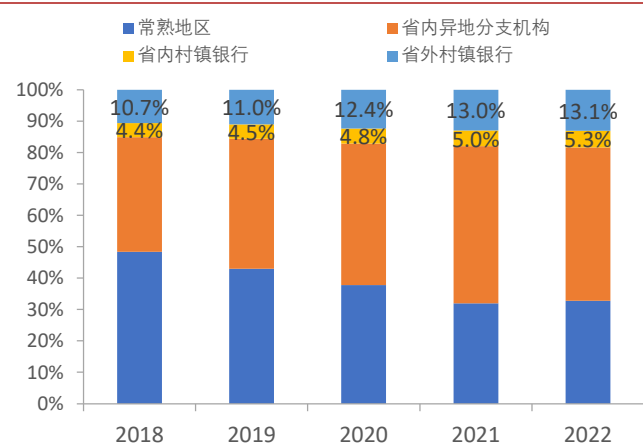
2019 年 4 月，常熟银行获批首家投管行牌照，于海南设立兴福村镇银行，由此进一步加快省外村镇银行并购进程，2022 年 5 月成功收购珠海南坪村镇银行 30% 股权，实现投管行成立以来的首单并购。

村镇银行拓展了服务半径，业务也更为纯粹。截至 2022 年末，常熟银行拥有 31 家村镇银行，数量在上市农商行中排行第 1，是突破区域限制、助力异地扩张的重要力量，且相比主流银行，村镇银行“下沉”特点更为突出。相比母行，村镇银行业务更偏零售，个人贷款及信用类占比或更高。

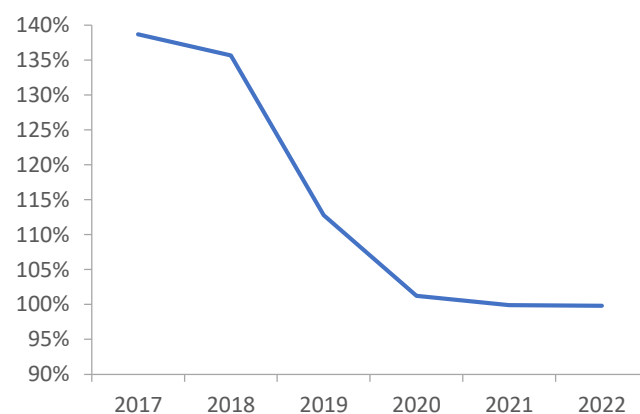
图38：常熟银行控股村镇银行数量及分布


资料来源：公司财报，民生证券研究院

村镇银行贷款贡献度逐年提升，已经走在良性发展道路上。2018年以来，常熟银行村镇银行贷款占比持续提升，截至2022年末，省内村镇银行贷款占比达到5.3%，省外村镇银行占比达到13.1%，村镇银行对业绩的贡献程度逐年提升。早期村镇银行贷款总额远远大于存款总额，2018年以来常熟银行不断进行存贷平衡调整，村镇银行存贷比迅速下降，目前兴福村镇银行体系已经实现内部存款总额大于贷款总额。截至2022年末，兴福村镇银行存贷比为99.8%，基本实现存贷平衡。

图39：常熟银行贷款地区分布


资料来源：Wind，民生证券研究院

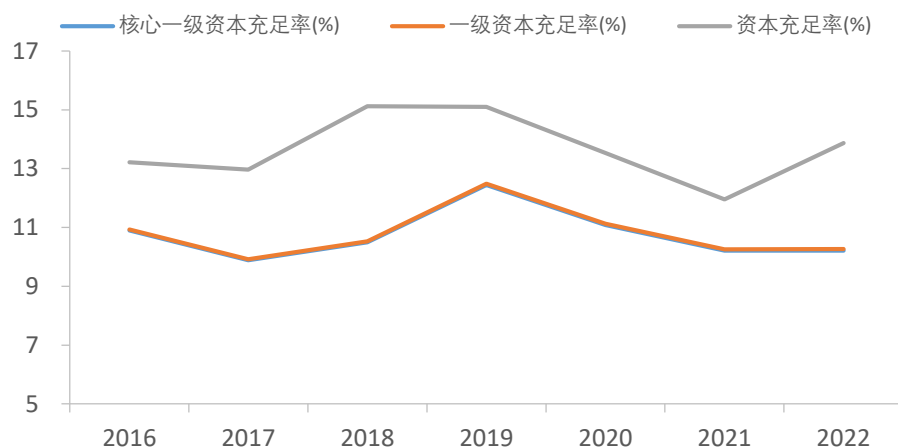
图40：常熟银行村镇银行存贷比


资料来源：Wind，民生证券研究院

可转债发行为村镇银行并购备足弹药。2022年10月，常熟银行发行60亿元可转债，初始发行对于核心一级资本即形成一定补充，伴随逐渐转股，对于核心一级资本保持充裕起到重要作用，是并购村镇银行的重要资本支撑。当前银保监会也致力于推动村镇银行结构性重组，这为常熟银行加快并购优质村镇银行创造了

良好环境。

图41：截至 2022 年末常熟银行资本充足率情况 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 未来三年贷款增速或在何种水平？

正如前文所言，异地扩张有望成为常熟银行保持强劲扩表的重要支撑。我们认为，**省内异地分支机构**（不含普惠金融试验区）贷款增速有望逐渐恢复至原有水平（30%左右），**村镇银行已走上良性发展道路**，2018 -2022 年贷款复合增速超 25%（江苏省外村镇银行 26.6%），后续有望保持在 25%左右。常熟本地贷款增速主要依赖于当地融资需求变化，伴随金融供给政策力度或区域温和，贷款增速或有回落。基于以上假设、判断，**我们测算 23-25 年，常熟银行贷款复合增速有望超 22%。**

图42：2023-2025 年常熟银行贷款增速预测（千元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
常熟地区	51,978,930	63,473,872	72,994,953	81,754,347	89,929,782
YoY	4.4%	22.1%	15.0%	12.0%	10.0%
常熟以外的江苏省内地区	89,712,598	104,608,045	132,483,494	168,622,224	214,875,795
YoY	36.7%	16.6%	26.6%	27.3%	27.4%
其中：异地分支机构	81,527,701	94,451,777	119,889,721	153,005,946	195,511,611
YoY	37.4%	15.9%	26.9%	27.6%	27.8%
村镇银行	8,184,897	10,156,268	12,593,772	15,616,278	19,364,184
YoY	29.2%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
江苏省外地区（村镇银行）	21,105,800	25,351,132	31,688,915	39,611,144	49,513,930
YoY	29.7%	20.1%	25.0%	25.0%	25.0%
总计	162,797,328	193,433,049	237,167,361	289,987,715	354,319,507
YoY	23.6%	18.8%	22.6%	22.3%	22.2%

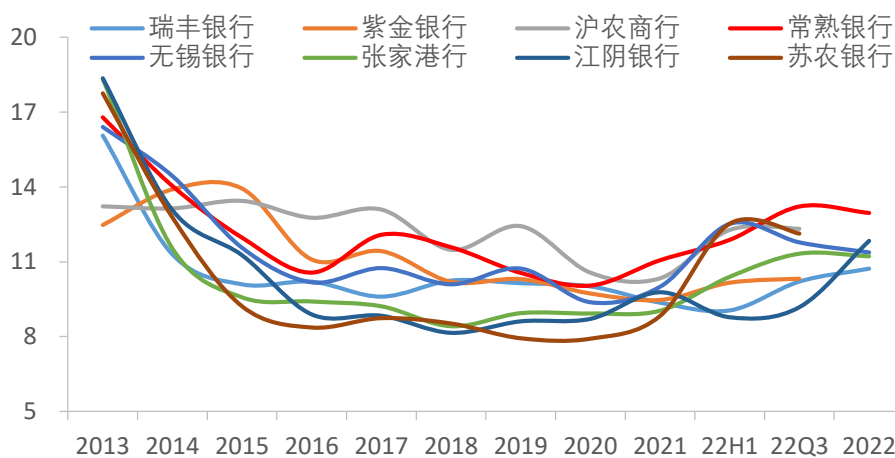
资料来源：Wind，民生证券研究院测算

4 ROE 优势有望延续，估值提振空间可观

4.1 ROE-PB 视角下，当前常熟银行被低估

ROE 在农商行中长期领先。复盘 2013 年以来上市农商行（不含渝农商行、青农商行，主要考虑区域差异较大）的 ROE 水平，常熟银行基本稳居前三位，疫情三年间，常熟银行 ROE（年度）逐年抬升。截至 22Q3，常熟银行年化 ROE 位居上市农商行首位，2022 年 ROE 接近 13%。

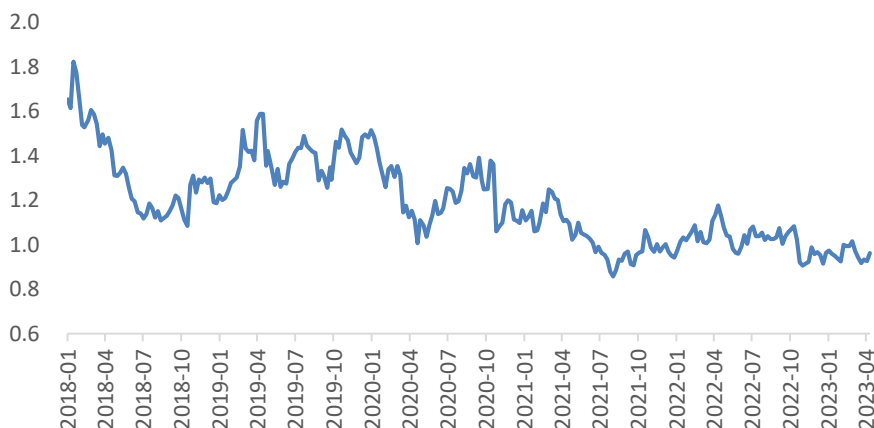
图43：截至 2022 年底 ROE (%)：常熟银行 vs.可比同业



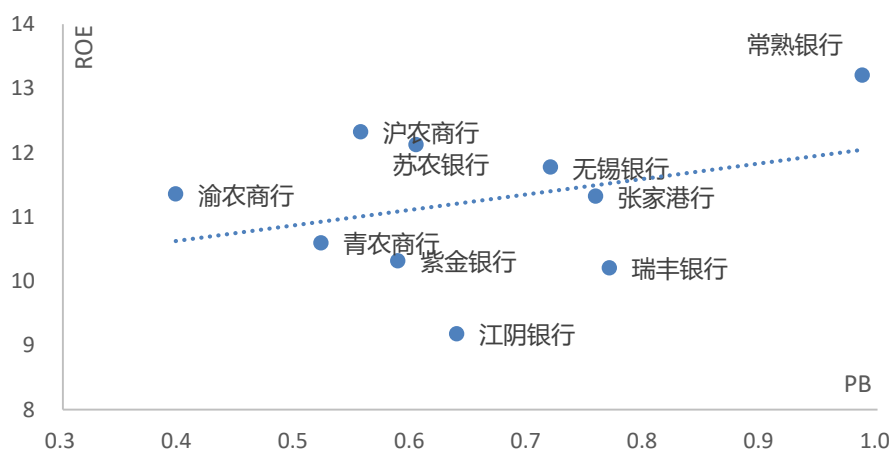
资料来源：Wind，民生证券研究院

目前常熟银行 PB (LF) 不足 0.95 倍，处于上市以来较低水平。从相对估值水平来看，领先的 ROE 助力常熟银行排名农商行首位，但我们对上市农商行 ROE-PB 进行简单线性回归，可以发现如果仅从 PB 与 ROE 匹配的角度看，常熟银行一定程度被低估。

图44：常熟银行 PB (LF)



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：截至 2023 年 4 月 14 日收盘价，采用周度数据

图45：上市农商行 PB (LF) -ROE (22Q3 年化值)


资料来源：Wind，民生证券研究院 注：截至 2023 年 4 月 18 日收盘价

对常熟银行 ROE 进行拆解，可以看到 2020 年 ROE 明显下滑主要归因于营收增速的下降，其中净利息收入的影响尤为明显。2021-2022 年，ROE 逐年抬升，核心驱动因素一方面是营业成本的节约，另一方面是权益乘数的上行，此外其他非息收入的贡献度也在逐渐抬升。

图46：截至 2022 年末常熟银行 ROE 拆解

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	3.75%	3.62%	3.73%	3.67%	3.35%	3.36%	3.30%
利息净收入	3.37%	3.14%	3.26%	3.24%	3.03%	2.94%	2.85%
利息收入	5.40%	5.34%	5.52%	5.32%	5.13%	5.05%	4.95%
利息支出	2.04%	2.20%	2.26%	2.09%	2.10%	2.11%	2.10%
手续费及佣金净收入	0.25%	0.31%	0.23%	0.18%	0.08%	0.10%	0.07%
净其他非息收入	0.14%	0.18%	0.23%	0.25%	0.24%	0.32%	0.38%
营业支出	2.67%	2.42%	2.46%	2.37%	2.21%	2.17%	2.04%
税金及附加	0.06%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用	1.40%	1.35%	1.36%	1.40%	1.43%	1.39%	1.27%
PPOP (拨备前利润)	2.31%	2.26%	2.34%	2.24%	1.89%	1.94%	2.00%
减值损失	1.21%	1.05%	1.07%	0.94%	0.76%	0.75%	0.74%
税前利润	1.10%	1.21%	1.27%	1.29%	1.13%	1.18%	1.26%
所得税	0.22%	0.25%	0.25%	0.21%	0.15%	0.16%	0.16%
ROAA	0.87%	0.92%	0.95%	1.02%	0.92%	0.96%	1.03%
权益乘数	13.30	13.57	13.41	11.81	11.28	12.06	12.62
ROAE	11.61%	12.44%	12.75%	12.00%	10.34%	11.59%	12.95%

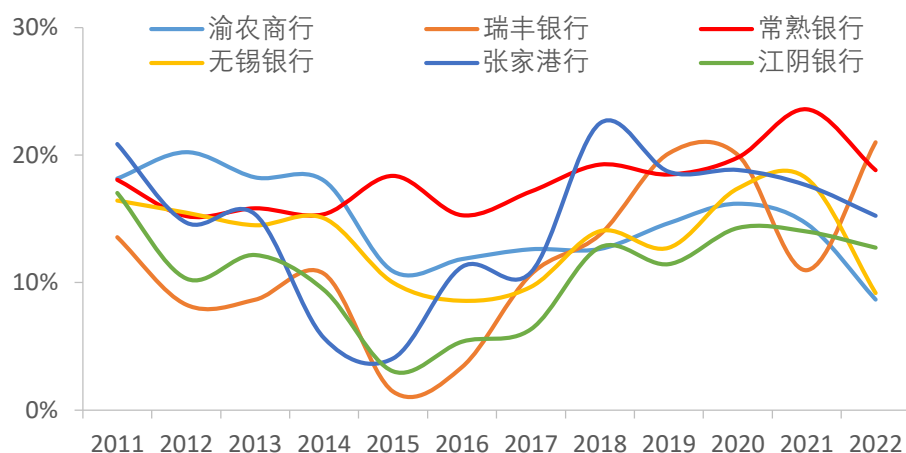
资料来源：Wind，民生证券研究院测算

长远角度看，我们认为常熟银行 ROE 提升的关键在于：1) 利息净收入贡献度的回升，背后是投放增速和净息差的共同影响；2) 资产质量稳定背景下的信用成本下行。

4.2 扩张无虞，净息差或已走过最难时刻

常熟银行贷款投放有望持续高增。回顾过去 10 年，常熟银行贷款增速在可比同业中持续处于较优水平，每年贷款余额同比增速基本保持在 15% 以上。展望后续，我们认为 2023-2025 年常熟银行贷款复合增速有望保持在 19% 以上。

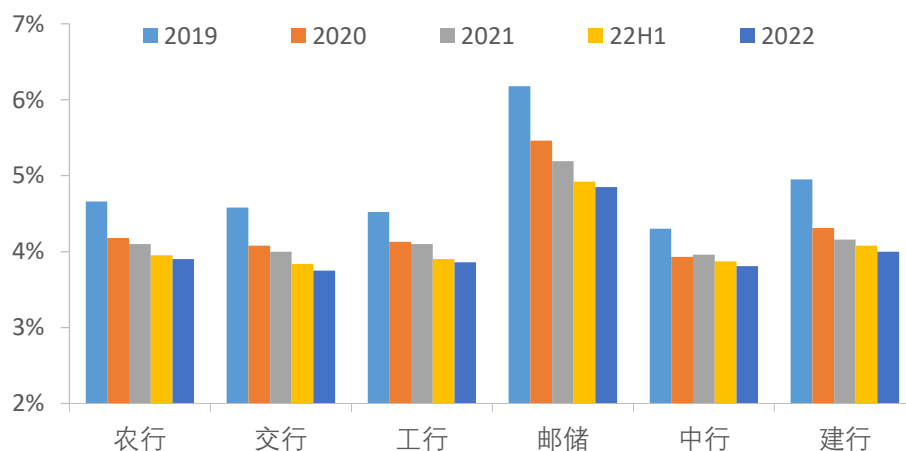
图47：截至 2022 年末贷款同比增速：常熟银行 vs. 可比同业



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：可比同业选取已披露 2022 年相关数据的上市农商行，下同

净息差或已走过“至暗时刻”。一方面，疫后经济复苏稳步推进，小微等生产经营逐渐恢复常态，有效信贷需求大概率回升，对贷款利率的敏感度或有下降；另一方面，小微融资市场竞争或边际趋缓，2022 年六大行新发放普惠小微贷款利率降幅已经明显收窄。

图48：截至 2022 年六家国有行新发放普惠型小微企业贷款平均利率

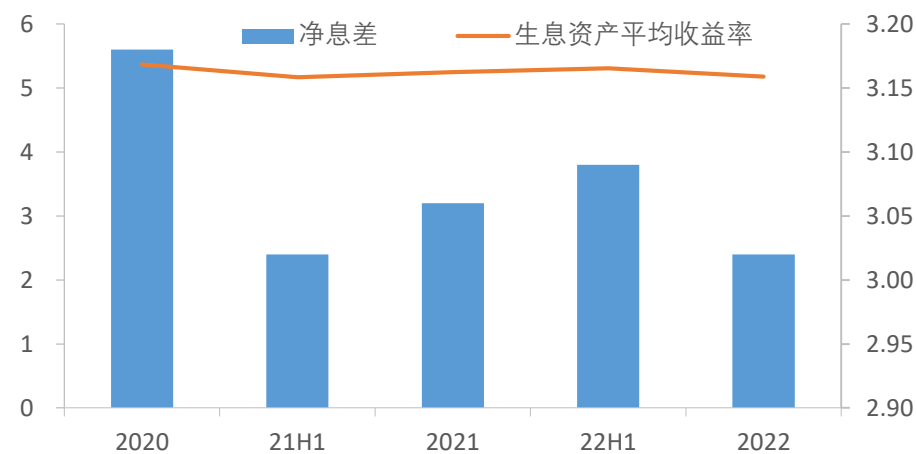


资料来源：Wind，民生证券研究院

此外，21 年以来常熟银行重回“做小做散做信用”的轨道上，这对于净息差保持韧性起到关键作用，2022 年度还原人民银行普惠政策性减息后的净息差同比

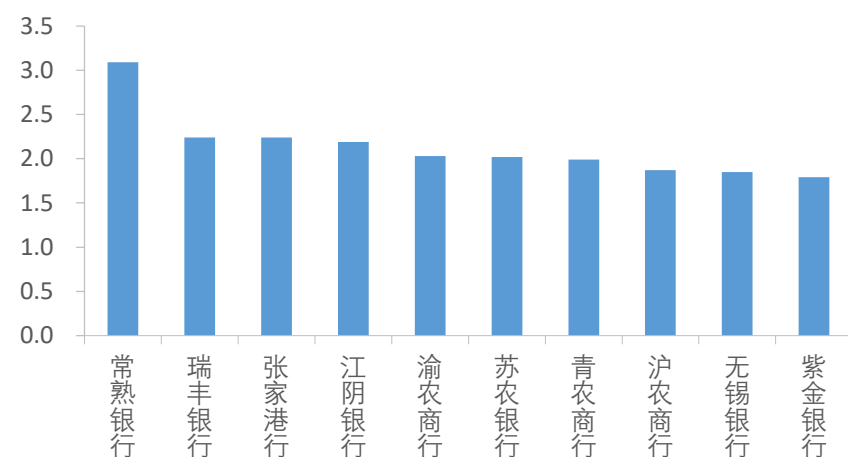
抬升 3BP，预计仍在上市农商行中保持领先。

图49：截至 2022 年末常熟银行净息差（右轴）及生息资产收益率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

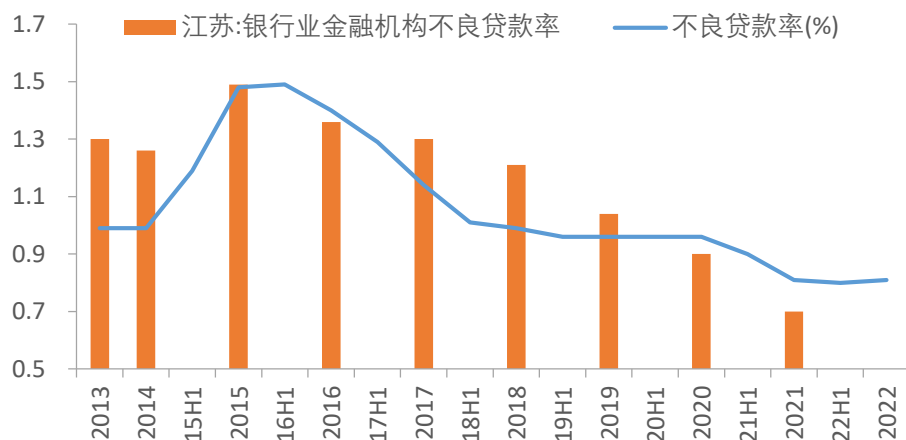
图50：22H1 上市农商净息差（年化；%）



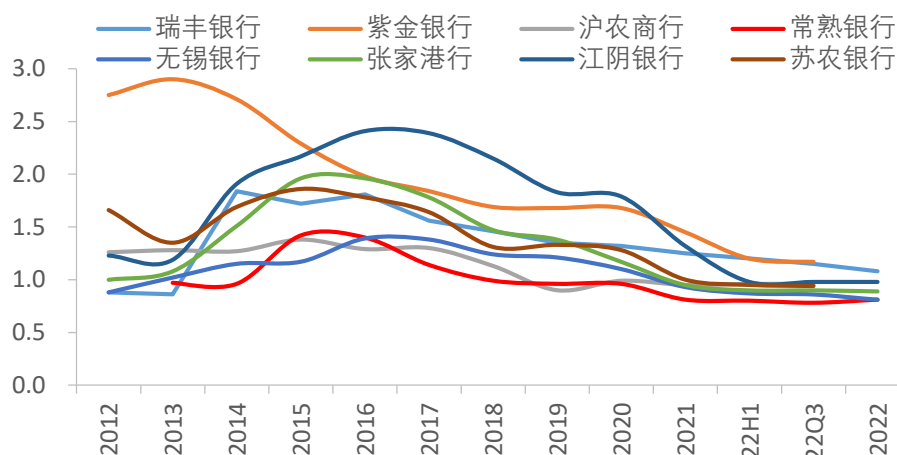
资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 资产质量历经考验，信用成本仍有下行空间

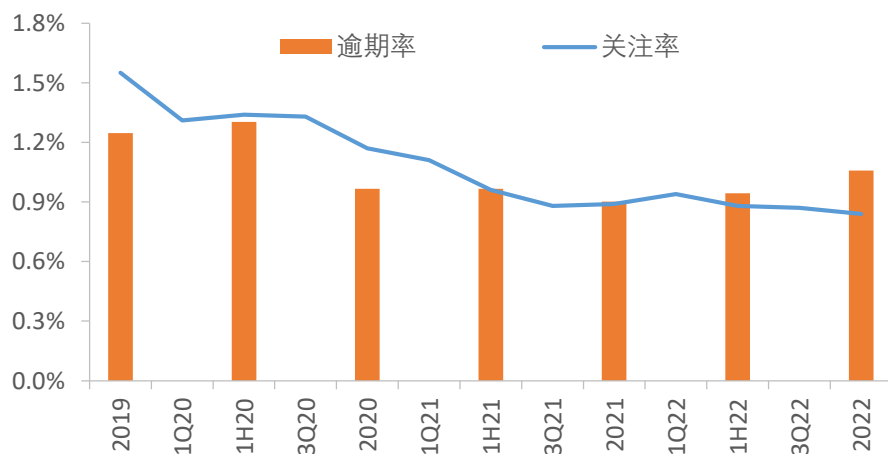
风险管理能力历经检验。回顾常熟银行近十年的资产质量，仅在 2015-2016 年不良率明显抬升，但这更多来自彼时区域产能过剩、担保链危机等带来的共性影响，截至 2015 年末，江苏省金融机构贷款不良率同比抬升 23BP。2017 年以来，常熟银行不良率整体稳中向好，资产质量长期在可比同业中保持领先。2022 年疫情影响下，不良净生成率、逾期率有所抬升，但不良率仍保持 0.81% 优异水平。

图51: 截至 2022 年末常熟银行不良率 (%)


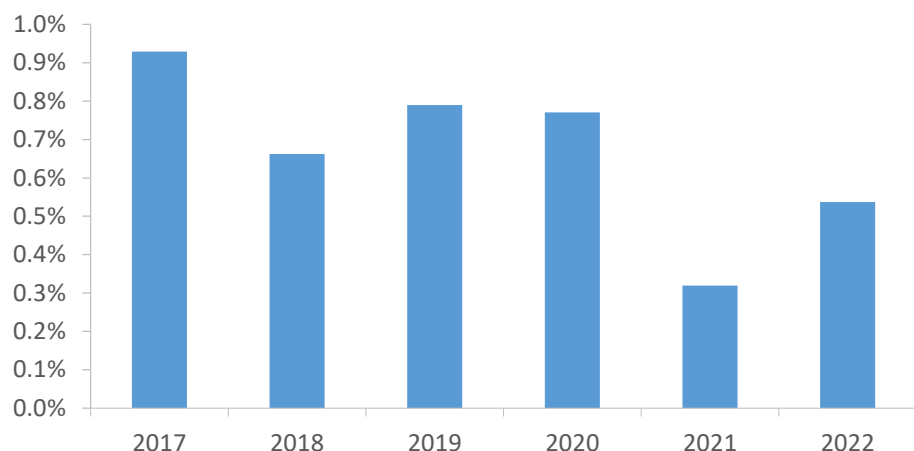
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图52: 截至 2022 年末不良率 (%) : 常熟银行 vs.可比同业


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图53: 截至 2022 年末常熟银行逾期率和关注率


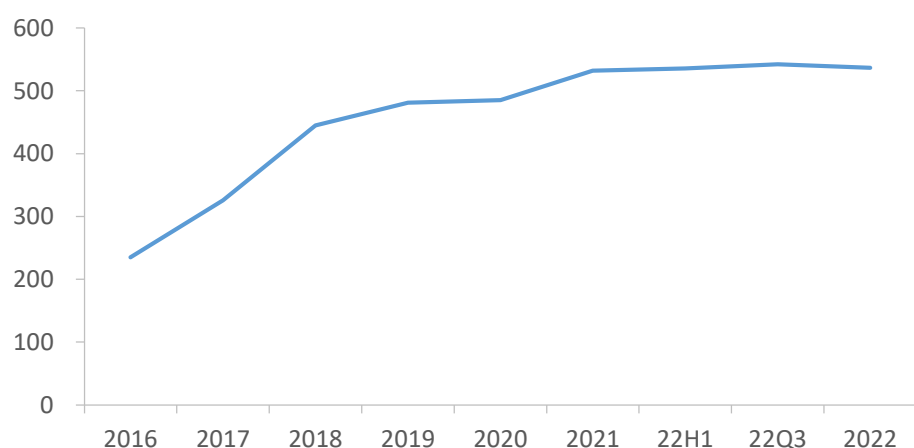
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图54: 截至 2022 年末常熟银行不良净生成率


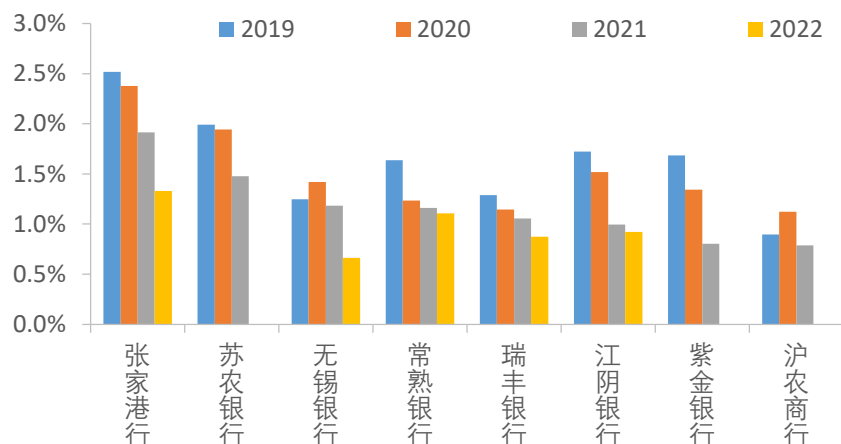
资料来源: Wind, 民生证券研究院

信用成本有望继续保持低位。疫情期间,小微资产质量受到客观影响,但相比城投、地产领域的资产质量压力,小微资产质量的修复或更快、更直接,且综合考虑金融稳定、小微业务综合回报,预计小微金融供给仍然强劲,进一步呵护小微资产质量。因此,我们预计 2023 年常熟银行资产质量压力有望得到缓解。

2020 年常熟银行信用成本明显下行,此后保持逐年小幅下行趋势,2022 年为 1.1%,高于瑞丰、江阴、无锡农商行,但不良率却更低(或持平),2022 年末,常熟银行拨备覆盖率仍接近 540%的高位,这意味着信用成本仍有下行空间,拨备对利润的反哺仍然可观。

图55: 截至 2022 年末常熟银行拨备覆盖率 (%)


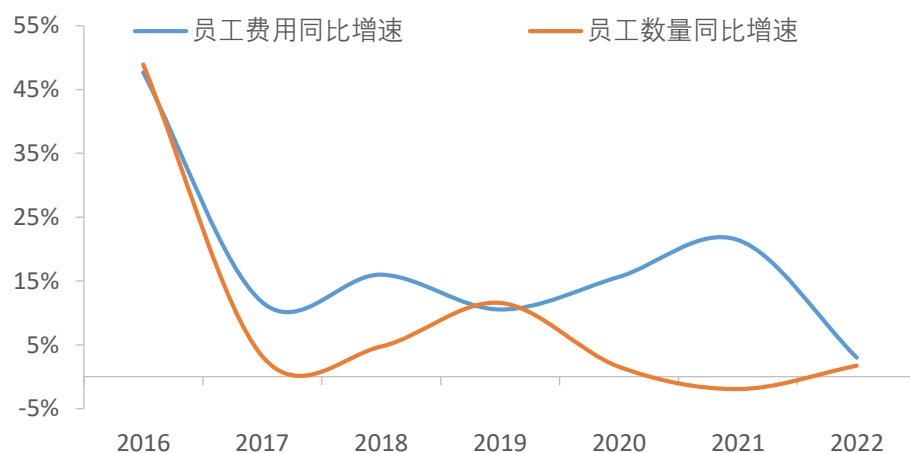
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图56: 截至 2022 年末信用成本: 常熟银行 vs.可比同业


资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.4 科技赋能, 管理费用增速有望继续放缓

21-22 年管理费用相对规模增长更慢, 是常熟银行 ROE 回升的重要支撑之一。拆解管理费用来看, 员工费用占比长期在 60%左右, 员工费用增速放缓是管理费用增速下降的核心, 背后反映的是对“人海战术”依赖度的下降。

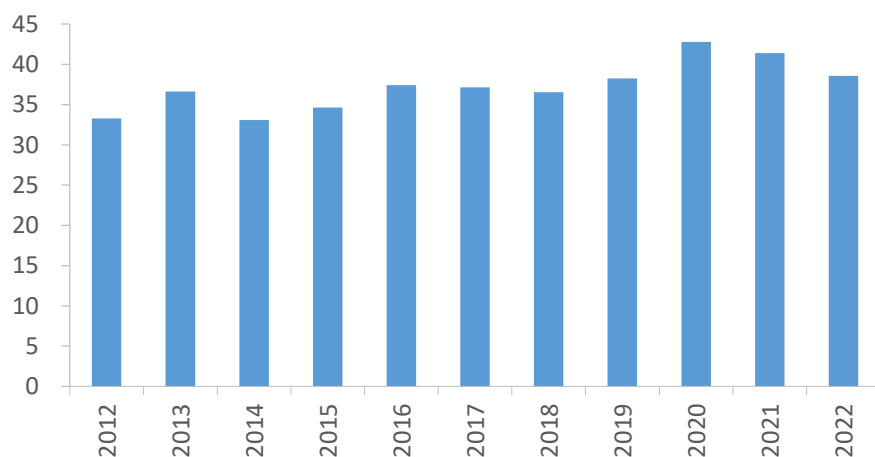
图57: 截至 2022 年末常熟银行员工数量和费用同比增速


资料来源: Wind, 民生证券研究院

科技应用、数字化转型等在其中发挥关键作用。2013 年常熟银行建立“信贷工厂”；2015 年开发移动信贷平台 (MCP)，开始向智能化、数字化方向探索；2021 年将数字化转型写入公司发展战略；2022 年，合芯 4.0 项目成功投产，为全行数字化转型夯实基础。2020 年以来，常熟银行员工数量 (母公司) 基本保持稳定，即使在普惠金融试验区复制推广阶段，也主要采取了抽调存量客户经理的做法。

展望后续,数字化转型将进一步赋能客户经理移动化作战的能力,叠加常熟银行当前推动的综合化金融服务,有望助力人均管户规模继续抬升、员工费用增速继续下降,最终反映在成本收入比的稳中趋降。

图58: 截至 2022 年末常熟银行成本收入比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.5 若可转债转股, 对 ROE 摊薄有限

2022 年 9 月, 常熟银行发行 60 亿元可转债, 2023 年 3 月下旬进入转股期。根据 2023 年 4 月 13 日收盘价计算, 距离强赎价格仍有约 35% 的增长空间。我们预计可转债转股对常熟银行 ROE 摊薄效应有限, 假设 2023 年内全部完成转股, 对 ROE (2023E) 的影响为 -1.6pct。

图59: 常熟银行可转债转股对 ROE 影响测算 (亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增长率	25.4%	21.0%	21.4%	20.2%
归属于母公司普通股净资产 (假设2023年末转股)	218.6	247.0	280.9	321.2
ROAE (假设2023年末转股)	13.2%	14.3%	15.3%	16.1%
归属于母公司普通股净资产 (假设2023年转股)	218.6	307.0	340.9	381.2
ROAE (假设2023年转股)		12.6%	12.4%	13.4%
若2023年转股对ROE的摊薄			1.6%	

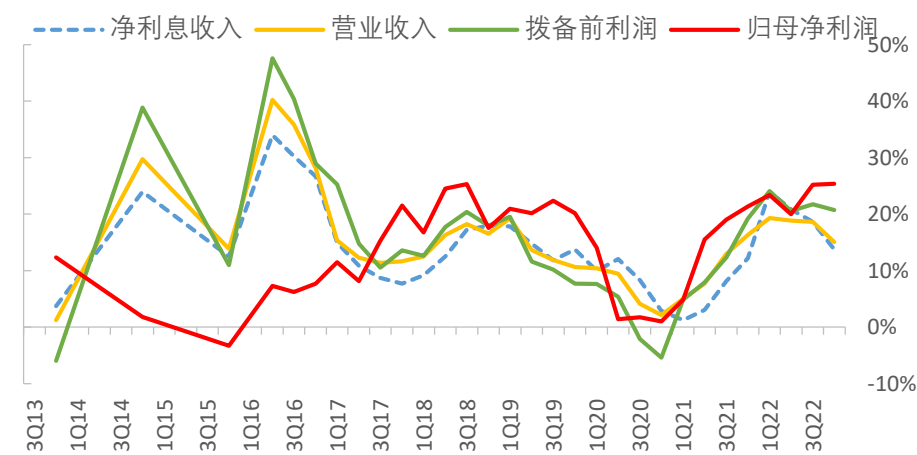
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

综合考虑为促成可转债转股, 进而为后续并购扩张等奠定基础, 常熟银行业绩增长动力或较强。从 2022 年年报披露的 2023 年经营计划看, 全年归母净利润增速在 20% 左右, 表达了业绩增长的决心。23Q1 营收同比增速 (13.3%) 有望 “鹤立鸡群”, 较 2022 年 (下同) 仅下降 1.9pct, 归母净利润同比增速 20.6%。这

些都意味着，可转债转股对 ROE 的摊薄影响或更为有限。

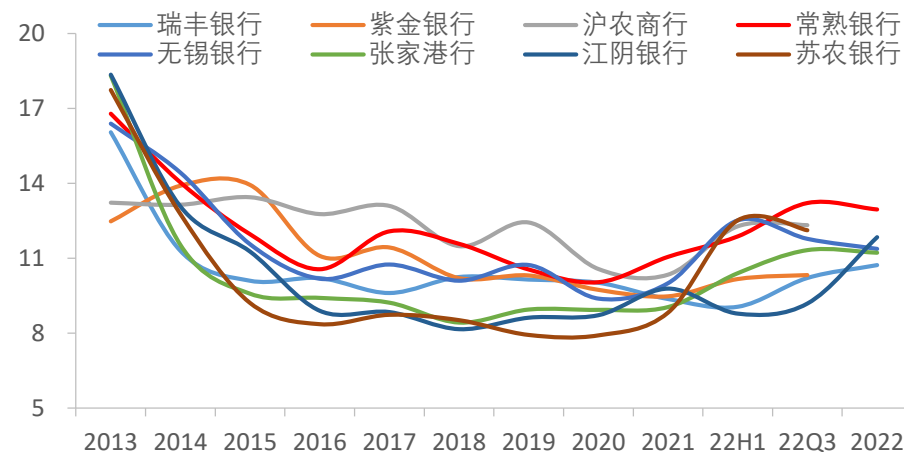
综上，净利息收入增速压力或缓解，有望助力常熟银行营收增速在农商行中继续保持领先水平，这是利润保持高增的核心支撑，其中 2023 年还会受益于 2022 年普惠小微政策性让利资金激励的到位，尽管不显示在净利息收入中，但增强了营收增速的确定性；同时资产质量稳中向好的趋势或延续，奠定了信用成本继续下行的基础，“科技强行”战略引领下，传统人海战术的依赖度有望继续弱化，进而带来管理费用增速的继续放缓，并最终反映在对利润增速的贡献上。即使权益乘数后续保持稳定，常熟银行仍可依托较高的利润增速实现 ROE 的抬升，且可转债转股预计对 ROE 摊薄影响较有限。

图60：截至 2022 年末常熟银行业绩累计同比增速



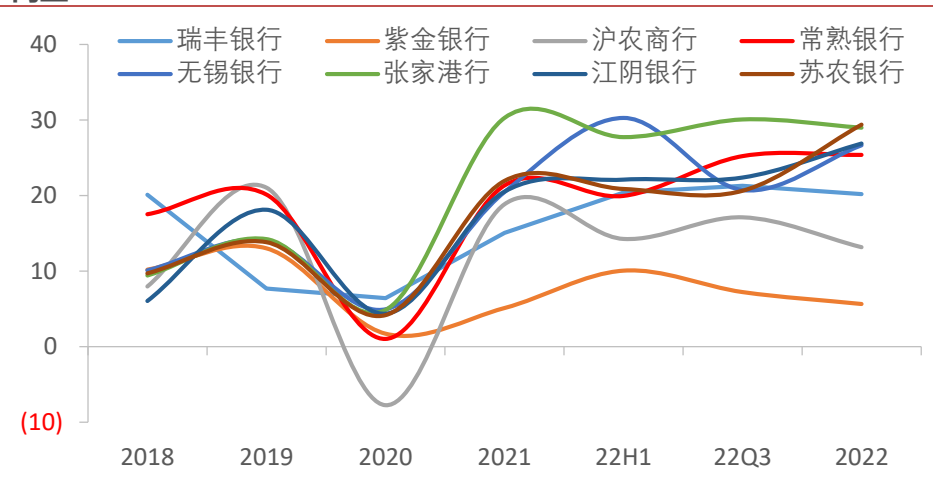
资料来源：Wind，民生证券研究院

图61：截至 2022 年末营收累计同比增速：常熟银行 vs.可比同业



资料来源：Wind，民生证券研究院

图62: 截至 2022 年末归母净利润累计同比增速 (%) : 常熟银行 vs.可比同业



资料来源: Wind, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

1、规模增速: 经营区域均位于经济发达省市, 信贷需求有望保持旺盛, 异地扩张潜力较大。预测 23-25 年贷款同比增速为 22.6%、22.3%和 22.2%, 总资产同比增速为 16.1%、16.8%和 16.9%。

2、净息差: 经济复苏叠加大行竞争或边际趋缓, 净息差收窄压力有望减小。预测 23-25 年净息差为 2.79%、2.79%和 2.80%。

3、非息业务收入: 低基数效应下, 中收或迎较好修复; 货币环境大概率维持合理宽松, 金融投资收益有望保持稳定。预测 23-25 年非息收入同比增速为 12.0%、13.0%和 15.0%, 净手续费收入同比增速为 30.0%、12.0%和 20.0%。

4、资产质量: 综合考虑区域经济发展良好, 经济复苏后小微企业经营有望好转, 以及常熟银行风险识别技术较为成熟, 资产质量有望稳中向好。预测 23-25 年不良贷款率为 0.76%、0.74%和 0.72%, 拨备覆盖率 519.1%、487.5%、463.2%。

根据以上假设, 我们预计 2023-2025 年公司营收同比增速分别为 13.7%、15.9%和 17.0%, 归母净利润增速分别为 21.7%、24.8%和 24.1%。

5.2 估值分析与投资建议

战略调整叠加微贷模式支撑, 常熟银行重回客户下沉之路, 带来息差韧性。异

地展业空间广阔，边区战略、村镇银行亦为高扩张重要驱动力量，净息差走过最难时刻，信用成本有望稳中趋降，高 ROE 仍可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.22 元、1.52 元和 1.89 元，2023 年 4 月 28 日收盘价对应 0.9 倍 23 年 PB，高于可比同业均值，但综合考虑其长期领先的 ROE 水平以及持续性，我们认为其估值溢价具备合理性，维持“推荐”评级。

表 1：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元)			PB (倍)			ROE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002839.SZ	张家港行	4.61	0.78	0.93	1.12	0.8	0.6	0.6	13.41%	14.14%	14.73%
600908.SH	无锡银行	5.68	0.93	1.15	1.37	0.7	0.6	0.6	13.35%	13.94%	14.69%
601528.SH	瑞丰银行	7.97	1.01	1.22	1.46	0.7	0.7	0.6	10.24%	12.74%	12.66%
603323.SH	苏农银行	4.74	0.83	1.00	1.19	0.6	0.5	0.5	11.11%	12.13%	12.86%
	平均值		0.89	1.08	1.29	0.7	0.6	0.6	12.03%	13.24%	13.74%
	中位数		0.88	1.08	1.28	0.7	0.6	0.6	12.23%	13.34%	13.78%
601128.SH	常熟银行	7.81	1.00	1.22	1.52	1.0	0.9	0.8	13.18%	14.34%	15.76%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价，瑞丰银行 23-24 年数据为 wind 一致预期数据。

6 风险提示

1、行业竞争加剧风险。若针对大行的小微信贷投放政策力度不减或增加，可能对小微贷款利率形成进一步冲击。

2、业务拓展不及预期。内外因素影响下，异地扩张等战略执行或不及预期，进而影响扩表速度。

3、测算误差相关风险。本报告包含较多测算内容，因数据口径、主观判断等影响，或有一定误差。

表 2：公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	76	87	101	118
手续费及佣金	2	2	3	3
其他收入	10	11	12	14
营业收入	88	100	116	136
营业税及附加	0	-1	-1	-1
业务管理费	-34	-38	-44	-49
拨备前利润	54	61	72	86
计提拨备	-20	-13	-12	-13
税前利润	34	49	60	73
所得税	-4	-8	-10	-12
归母净利润	27	33	42	52

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	1,934	2,371	2,900	3,544
同业资产	63	65	67	69
证券投资	725	747	769	792
生息资产	2,883	3,345	3,900	4,571
非生息资产	80	90	104	103
总资产	2,879	3,341	3,902	4,562
客户存款	2,134	2,497	2,922	3,419
其他计息负债	316	348	402	466
非计息负债	188	225	270	324
总负债	2,638	3,071	3,594	4,208
股东权益	241	271	308	353

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	1.00	1.22	1.52	1.89
每股拨备前利润(元)	1.96	2.23	2.62	3.13
每股净资产(元)	7.97	9.02	10.28	11.82
每股总资产(元)	105.03	121.91	142.38	166.43
P/E	8	6	5	4
P/PPOP	4	4	3	2
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
P/A	0.07	0.06	0.05	0.05

利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净息差(NIM)	2.85%	2.79%	2.79%	2.80%
净利差(Spread)	2.88%	2.89%	2.91%	2.92%
贷款利率	6.09%	6.07%	6.07%	6.09%
存款利率	2.31%	2.29%	2.28%	2.28%
生息资产收益率	5.18%	5.15%	5.15%	5.15%
计息负债成本率	2.30%	2.26%	2.24%	2.23%

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.27%	1.31%	1.37%	1.43%
ROAE	13.18%	14.34%	15.76%	17.08%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增速	25.4%	21.7%	24.8%	24.1%
拨备前利润增速	20.7%	14.0%	17.6%	19.4%
税前利润增速	26.4%	43.9%	22.1%	21.8%
营业收入增速	15.1%	13.7%	15.9%	17.0%
净利息收入增速	13.8%	14.0%	16.3%	17.3%
手续费及佣金增速	-20.9%	30.0%	12.0%	20.0%
营业费用增速	7.2%	13.1%	13.2%	13.1%

规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产增速	17.0%	16.0%	16.6%	17.2%
贷款增速	18.8%	22.6%	22.3%	22.2%
同业资产增速	-10.5%	3.0%	3.0%	3.0%
证券投资增速	20.7%	3.0%	3.0%	3.0%
其他资产增速	11.4%	11.7%	16.6%	-1.0%
计息负债增速	16.2%	16.1%	16.8%	16.9%
存款增速	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
同业负债增速	29.0%	15.0%	20.0%	20.0%
股东权益增速	14.1%	12.3%	13.7%	14.7%

存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
活期	25.5%	26.0%	26.5%	27.0%
定期	64.0%	63.5%	63.0%	62.5%
其他	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
企业贷款(不含贴现)	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
个人贷款	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
票据贴现	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.81%	0.76%	0.72%	0.68%
正常	98.35%	98.42%	98.48%	98.53%
关注	0.84%	0.82%	0.80%	0.79%
次级	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%
可疑	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%
损失	0.05%	0.02%	0.00%	-0.02%
拨备覆盖率	536.7%	519.2%	488.0%	463.7%

资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	13.87%	13.04%	12.62%	12.35%
核心资本充足率	10.21%	9.85%	9.80%	9.86%
资产负债率	91.62%	91.90%	92.11%	92.26%

其他数据	2022A	2023E	2024E	2025E
总股本(亿元)	27.4	27.4	27.4	27.4

插图目录

图 1: 江苏县级市地区生产总值 (亿元)	3
图 2: 常熟市产业增加值 (亿元)	3
图 3: 固定资产投资增速 常熟 vs.江苏 vs.全国	3
图 4: 服务业投资增速 常熟 vs.江苏 vs.全国	3
图 5: 常熟市投资金额 (亿元)	4
图 6: 常熟民间经济投资金额 (亿元) 及增长率	4
图 7: 贷款余额增速 常熟 vs.江苏 vs.全国	4
图 8: 常熟银行新增贷款中小微贷款占比	5
图 9: IPC 微贷技术核心机制	6
图 10: 常熟银行微贷技术迭代过程	6
图 11: 江浙沪地区农商行不良贷款率(%)	7
图 12: 江浙沪地区农商行关注贷款率(%)	7
图 13: 常熟银行自由星小微网点分布	7
图 14: 个人经营贷款占总贷款比重	8
图 15: 常熟银行个人经营贷产品系列	8
图 16: 常熟银行个人经营贷款按地区分布	9
图 17: 截至 2022 年末大行与农商行普惠小微贷款市场份额	9
图 18: 2019-2022 年国有大行小微投放要求	10
图 19: 全国新发放普惠型小微企业贷款平均利率	10
图 20: 疫情三年常熟银行 PB(LF)	11
图 21: 2022 年小微业务户均贷款对比 (万元) 常熟银行 vs.大行	11
图 22: 常熟银行户均贷款规模分布 (万元)	12
图 23: 常熟银行个人经营性贷款户均规模 (万元)	12
图 24: 常熟银行按担保方式划分的贷款占比分布	12
图 25: 近三年净息差变动: 常熟银行 vs.可比同业	13
图 26: 近三年营收同比增速 (%) : 常熟银行 vs.可比同业	13
图 27: 常熟银行普惠金融试验区发展历程	14
图 28: 截至 2022 年末日本银行业中小企业贷款余额同比增速 (%)	14
图 29: 截至 2023 年 3 月末我国中小企业发展指数	15
图 30: 常熟银行小微金融服务	16
图 31: 截至 2022 年底常熟银行常熟当地贷款市占率	16
图 32: 截至 2022 年底常熟市金融机构贷款总额同比增速 (%)	17
图 33: 常熟银行异地展业时间线	17
图 34: 常熟银行分支机构城市分布	18
图 35: 上市农商行异地分行数量及分布	18
图 36: 常熟银行异地分行市占率测算	18
图 37: 常熟银行普惠金融试验区贷款总额及客户数	19
图 38: 常熟银行控股村镇银行数量及分布	20
图 39: 常熟银行贷款地区分布	20
图 40: 常熟银行村镇银行存贷比	20
图 41: 截至 2022 年末常熟银行资本充足率情况 (%)	21
图 42: 2023-2025 年常熟银行贷款增速预测 (千元)	21
图 43: 截至 2022 年底 ROE (%) : 常熟银行 vs.可比同业	22
图 44: 常熟银行 PB (LF)	22
图 45: 上市农商行 PB (LF) -ROE (22Q3 年化值)	23
图 46: 截至 2022 年末常熟银行 ROE 拆解	23
图 47: 截至 2022 年末贷款同比增速: 常熟银行 vs.可比同业	24
图 48: 截至 2022 年六家国有行新发放普惠型小微企业贷款平均利率	24
图 49: 截至 2022 年末常熟银行净息差 (右轴) 及生息资产收益率 (%)	25
图 50: 22H1 上市农商净息差 (年化; %)	25
图 51: 截至 2022 年末常熟银行不良率 (%)	26
图 52: 截至 2022 年末不良率 (%) : 常熟银行 vs.可比同业	26
图 53: 截至 2022 年末常熟银行逾期率和关注率	26
图 54: 截至 2022 年末常熟银行不良净生成率	27

图 55: 截至 2022 年末常熟银行拨备覆盖率 (%)	27
图 56: 截至 2022 年末信用成本: 常熟银行 vs.可比同业	28
图 57: 截至 2022 年末常熟银行员工数量和费用同比增速	28
图 58: 截至 2022 年末常熟银行成本收入比 (%)	29
图 59: 常熟银行可转债转股对 ROE 影响测算 (亿元)	29
图 60: 截至 2022 年末常熟银行业绩累计同比增速	30
图 61: 截至 2022 年末营收累计同比增速: 常熟银行 vs.可比同业	30
图 62: 截至 2022 年末归母净利润累计同比增速 (%) : 常熟银行 vs.可比同业	31

表格目录

表 1: 可比公司 PB 数据对比	32
表 2: 公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评 级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	行业评 级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026