下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

银行

2026 年 06 月 30 日

齐鲁银行 (601665)

—— 省内拓疆可期，资产质量稳步向好

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 29 日
收盘价（元）	5.93
一年内最高/最低（元）	6.71/5.30
市净率	0.7
股息率%（分红/股价）	2.04
流通 A 股市值（百万元）	36,492
上证指数/深证成指	4,073.90/15,812.87

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	8.22
资产负债率%	93.73
总股本/流通 A 股(百万)	6,154/6,154
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师
郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com
联系人
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **扎根济南、深耕山东，“十四五”期间 ROE 逆势提升。**齐鲁银行 2021 年 6 月由新三板转板至上交所主板，2025 年可转债转股有力夯实资本（1Q26 核心一级资本充足率 11.34%，上市城商行第 2）。依托山东沃土及雄厚的国资股东背景，在郑祖刚董事长（山东成长，大行视野）和张华行长等本行成长的管理层引领下，2020-2025 年总资产 CAGR 高达 17.4%（上市城商行平均：12.8%），2025 年末 ROE 较 2020 年提升 0.7pct 至 12.0%。
- **行业贷款降速背景下，受益于区域旺盛政信需求和持续向优的资产质量，“十四五”实现高景气扩表。**作为传统人口大省（常住人口超 1 亿，全国第 2），也是北方唯一十万亿 GDP 省份，山东坐拥“政信需求旺盛、新旧动能转换机遇、县域经济发达”优势，“十四五”贷款 CAGR 为 11%、全国第 4，在打造“北方地区经济重要增长极”目标下，齐鲁银行信贷投放有望持续保持同业领先。另一方面，2018 年起齐鲁主动暴露不良，2018-2025 年核销超 100 亿后历史包袱明显消化（2025 年制造业、批零不良率较 2017 年下降 225、348bps 至 2.60%、0.85%），不良率连续 7 年（1Q26 为 1.03%，较 2018 年下降 61bps）、关注率连续 8 年（2025 年仅 0.86%、较 2017 年下降 320bps）回落，拨备覆盖率连续 7 年提升（1Q26 较 2018 年提升 165pct 至近 360%，绝对水平同业第 5）。
- **基于战略可行性、区域竞争格局和资本三大视角，通过省内贷款市占率进位（2025 年仅 2.3%，落后同业平均 2pct），我们判断下阶段齐鲁银行高景气扩张仍可持续。**
  - 视角一：山东本土城农商行规模较小，为“拓疆县域、做大山东”提供机遇。2025 年末山东省农商行平均资产仅约 355 亿，多数地级市城商行资产规模不超过 3000 亿，竞争格局分散，而齐鲁银行山东县域覆盖率 7 成（2020-2025 年县域贷款 CAGR 约 26%），2022-2025 年新增银政资质近 300 项，济南大本营稳固（2025 年贷款市占率 5.1%）基础上，向外拓展空间广阔。
  - 视角二：基于本土平稳扩张及省内异地网点产能提升，“十五五”有能力保持约 10%资产增长中枢。假设：1）2025-30 年济南贷款增速 CAGR 为 9%（2020-2025 年：11%），济南市占率提升 0.5pct（“十四五”提升近 1pct）；2）2030 年胶东、鲁中（不含济南）、鲁西南网均总资产提升至济南（不含总行）2025 年网均产能的 110%、95%、90%（2025 年：95%、87%、77%）；3）2025-2030 年总行资产增速 CAGR 约 7%。测算 2025-2030 年总资产增速 CAGR 有能力达约 10%。
  - 视角三：短期来看资本无掣肘。1Q26 核心一级资本充足率 11.34%，测算冗余资本可支撑约 1640 亿元贷款投放，若考虑未来三年利润留存，合计可支撑超 4000 亿投放，较目前贷款余额接近翻倍。
- **市场更关注 ROE 走势，背后直接关切新周期战略稳定性、新投放资产的安全性以及年内息差走势。**
  - 管理层稳定，深耕山东是头等大事，战略不漂移。2023 年郑董事长任职以来，始终将“深耕本土”作为头等大事，行长、副行长多为行内培养（张行长或将触达高管任职年龄约束，但所有副行长均为 70 后）、战略高效执行不走样，也就保证了扩表的持续性。
  - 政信底盘稳固，信用成本可进一步改善。2025 年信用成本较不良生成率轧差近 40bps，考虑到历史包袱已消化、新投放资产几无不良，拨备亦有安全垫，信用成本仍有下降空间。
  - 息差回升趋势有望延续。受益存款成本低位改善（2020-2025 年均低于同业 20bps，2025 年下降 37bps），2025 年息差同比回升 2bps 至 1.53%，考虑到定期存款在总存款占比 75%，后续成本仍可改善；资产定价压力充分消化，25 年资产收益率更稳（降幅小于同业 15bps），结合以政信为主的新增资产结构，下阶段定价趋势更优，支撑息差向好。
  - 高速扩表无忧、信用成本改善和息差向好加持下，我们测算中期层面齐鲁银行 ROE 有能力稳定约 13%的行业第一梯队水平，也是估值修复的核心催化。
- **投资分析意见：短期齐鲁银行资本无约束、投放有抓手，直接受益“经济大省挑大梁”定调下山东发展机遇，预计扩表仍保持同业领先，叠加息差向好、信用成本有改善潜力，营收业绩预计仍保持行业第一梯队。同时，2022 年来齐鲁银行连续 3 年提升分红率，现阶段对应 26E 股息率超 4%，亦有高股息加持。**预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 14.6%、14.4%、14.1%，现阶段仅对应约 0.69x26 年 PB，给予第一阶段 0.83x26 年目标估值，对应 20.2%上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏显著低于预期，平台风险超预期暴露，核心管理层超预期变动。

财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	12,495.81	13,135.16	14,657.06	16,391.45	18,346.94
营业总收入同比增长率（%）	4.55	5.12	11.59	11.83	11.93
资产减值损失（百万元）	3,767.44	3,498.30	3,705.74	4,172.64	4,720.32
资产减值损失同比增长率（%）	-11.30	-7.14	5.93	12.60	13.13
归母净利润（百万元）	4,986.29	5,711.20	6,543.33	7,482.36	8,536.65
归母净利润同比增长率（%）	17.77	14.54	14.57	14.35	14.09
每股收益（元/股）	0.96	0.87	1.01	1.16	1.33
ROE（%）	12.48	12.01	12.23	13.07	13.87
不良贷款率（%）	1.19	1.05	1.00	0.99	0.98
拨备覆盖率（%）	322.38	355.91	369.99	373.73	381.39
市盈率	6.16	6.78	5.87	5.10	4.45
市净率	0.71	0.74	0.69	0.64	0.59

投资案件

投资评级与估值

短期齐鲁银行资本无约束、投放有抓手，直接受益“经济大省挑大梁”定调下山东发展机遇，预计扩表仍保持同业领先，叠加息差向好、信用成本有改善潜力，营收业绩预计仍保持行业第一梯队。同时，2022 年来齐鲁银行连续 3 年提升分红率，现阶段对应 26E 股息率超 4%，亦有高股息加持。预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 14.6%、14.4%、14.1%，现阶段仅对应约 0.69x26 年 PB，给予第一阶段 0.83x26 年目标估值，对应 20.2%上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

预计齐鲁银行 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 14.6%、14.4%、14.1%。1）规模：预计 2026-2028 年贷款同比增速分别为 15.0%、14.5%、14.5%。2）息差：预计 2026-2028 年息差分别同比+1、+1、+1bps。3) 资产质量：预计 2026-2028 年不良率分别为 1.00%、0.99%、0.98%，拨备覆盖率分别为 369.99%、373.73%、381.39%。

有别于大众的认识

1）市场对齐鲁银行新周期下高速扩表、省内进位的持续性认识尚不充分。山东坐拥“政信需求旺盛、新旧动能转换机遇、县域经济发达”三大优势，在打造“北方地区经济重要增长极”高目标下，信贷需求或将持续领先全国。齐鲁银行济南大本营稳固（2025 年贷款市占率 5.1%）但省内仍可进位（贷款市占率仅 2.3%，落后同业平均 2pct），充裕资本加持且省内城农商行规模有限，渗透县域和拓面省内地级市（铺网点+政信对接）是可行路径。假设：1）2025-30 年济南贷款增速 CAGR 为 9%（2020-2025 年：11%），济南市占率提升 0.5pct（“十四五”提升近 1pct）；2）2030 年胶东、鲁中（不含济南）、鲁西南网均总资产提升至济南（不含总行）2025 年网均产能的 110%、95%、90%（2025 年：95%、87%、77%）；3）2025-2030 年总行资产增速 CAGR 为 8%。测算 2025-2030 年总资产增速 CAGR 有能力达 10%。

2）市场对齐鲁银行 2018 年以来积极不良处置下的资产质量改善认识并不充分。2018 年齐鲁银行明显收紧认定主动暴露不良，大力核销（2018-2025 年核销规模超 100 亿）下天津、聊城分行历史包袱已明显消化（2025 年制造业、批零不良率较 2017 年下降 225、348bps 至 2.60%、0.85%），不良率连续 7 年（1Q26 为 1.03%，较 2018 年下降 61bps）、关注率连续 8 年（2025 年仅 0.86%、较 2017 年下降 320bps）回落，拨备覆盖率连续 7 年提升（1Q26 较 2018 年提升 165pct 至近 360%，同业第 5）；2025 年信用成本较不良生成率轧差近 40bps，考虑到历史包袱已消化、新投放资产几无不良，拨备亦有安全垫，信用成本仍有能力保持平稳甚至回落。

股价表现的催化剂

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

核心假设风险

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

目录

1. 深耕山东、快速发展，“十四五”期间 ROE 逆势提升 7

1.1 根植济南、立足山东，本土龙头城商行高速发展 7
1.2 化风险、高增速共振，“十四五”实现 ROE 提升 9

2. 回眸“十四五”，行业降速背景下，齐鲁银行缘何实现高景气扩表？ 11

2.1 区位机遇：山东尽享基建+新旧动能转换+县域三轮驱动红利 12
2.2 轻装上阵：大力处置下资产质量迈向同业第一梯队，扩表无后顾之忧 15

3. 扩表持续性：基于战略可行性、区域竞争格局和资本的多视角探讨 18

3.1 扩表战略：拓疆县域，做大山东，省内贷款市占率尚有进位空间 18
3.2 核心一级资本充足率上市城商行第二，资本无掣肘 21
3.3 深耕济南叠加提升省内异地网点产能，“十五五”有能力保持约 10%资产增长中枢 22

4. 几点市场关切：战略稳定性，新资产的安全性，息差趋势 ..23

4.1 本土成长、班子稳定，务实的管理层深耕山东不动摇 23
4.2 新增资产的安全性：政信底盘稳固，信用成本仍有进一步回落空间 24
4.3 息差：低负债成本赋予省内进位价格优势，叠加更早消化资产降价压力，息差有望延续回升 25

5. 投资分析意见：ROE 提升趋势明朗，兼顾高股息优势，给予“买入”评级 27

6. 风险提示 29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：齐鲁银行发展历程一览 7
图 2：截至 1Q26，全行资产规模已超 8400 亿元，“十四五”期间总资产 CAGR 高达 17.4% 7
图 3：截至 1Q26，齐鲁银行核心一级资本充足率 11.34%，为上市城商行第 2 ... 7
图 4：2021-2024 年，齐鲁银行 ROE 连续 4 年回升，现阶段稳定性更优，较同业差距进一步扩大 10
图 5：齐鲁银行 ROE 已提升至同业中上水平，且是“十四五”期间为数不多实现 ROE 上升的银行 10
图 6：相比上市城商行同业，齐鲁银行总资产增速始终保持优势 11
图 7：从各资产增量占总资产增量比重看，“十四五”贷款、金融资产贡献分别为 47.5%、46.7% 11
图 8：2025 年山东 GDP 迈过十万亿大关 12
图 9：“十四五”山东 GDP 增长重新提速，领先全国平均水平 12
图 10：2025 年末山东贷款余额突破 16 万亿，为全国第四大信贷大省（此处仅展示前 20 个省份） 13
图 11：2025 年末山东存款约 19 万亿，2020-2025 年 CAGR 约 10%（此处仅展示前 20 个省份） 13
图 12：截至 2025 年末，山东是唯二常住人口破亿的省份（此处仅展示前 20 个省份） 13
图 13：人均 GDP 角度，山东省仍有进一步提升空间（此处仅展示前 20 个省份）13
图 14：“十四五”期间，山东交通基建需求明显放量 14
图 15：2024 年来，山东规上工业增加值增速保持可比经济大省头名 14
图 16：2025 年末山东省高新技术产业产值在规上工业产值中占比较 2018 年末提升近 20pct 至 55% 14
图 17：2025 年末山东省县域 GDP 规模已近 4 万亿 15
图 18：2025 年山东百强区、百强县合计 18 个，排名全国第五 15
图 19：2018 年以来，齐鲁银行不良率连续 7 年下降 16
图 20：齐鲁银行不良率绝对水平已改善至同业中游 16
图 21：2025 年后齐鲁银行拨备覆盖率超过同业平均，1Q26 领先同业平均近 40pct16
图 22：1Q26 齐鲁银行拨备覆盖率位居同业第 5 16

图 23：齐鲁银行关注率连续 8 年下降，累计回落超 300bps 16
图 24：2018 年以来齐鲁银行逾期率持续低于同业平均，2025 年末仅 0.88% 16
图 25：2018 年后山东省不良率见顶回落 17
图 26：自 2023 年债务系统置换，山东省城投信用利差明显收敛 17
图 27：天津分行、聊城分行是齐鲁银行资产质量压力的主要来源 17
图 28：2016-2021 年间，天津、聊城分行不良贷款占全行比重近 6 成 17
图 29：2018 年后齐鲁银行明显收紧不良认定 18
图 30：2017-2025 年齐鲁银行核销规模超 100 亿 18
图 31：齐鲁银行济南大本营贷款市占率稳步提升 19
图 32：济南地区仍是齐鲁银行贷款增量的主要来源 19
图 33：两大扩表核心战略异同对比 19
图 34：快速夯实的县域支行网络是齐鲁银行渗透县域的核心法宝 20
图 35：齐鲁银行县域客户基础日渐扎实，2025 年末已突破 260 万户 20
图 36：2025 年末县域存款在齐鲁银行总存款中占比 33.1% 20
图 37：2022 年来县域贷款快速上量，已成贷款增长的有力驱动 20
图 38：2022-2025 年，齐鲁银行新增银政资质 290 项 21
图 39：山东地级市城商行体量较齐鲁普遍偏小 21
图 40：基于同业比较及资本两大角度，齐鲁银行省内异地潜在扩张能力较强 22
图 41：从网均总资产视角看，省内异地网点仍有较大提升潜力 23
图 42：齐鲁银行信用成本仍有回落空间 25
图 43：边际趋势看，2025 年齐鲁银行息差率先回升 25
图 44：绝对水平看，齐鲁银行息差处于同业中游 25
图 45：2025 年来，齐鲁银行资产收益率稳定性明显好于可比同业 26
图 46：齐鲁银行现阶段零售贷款降价压力更大但占比相对有限 26
图 47：“十四五”期间齐鲁银行实现了更快于城商行同业的存款增长 27
图 48：受益于大力沉淀政信存款，2025 年齐鲁银行对公存款成本明显改善 27

表 1：现阶段齐鲁银行股权结构中国资仍占据绝对主导 8
表 2：“十四五”期间，齐鲁银行在保证济南大本营稳固的基础上，加速向鲁西南和胶东“扩疆” 9

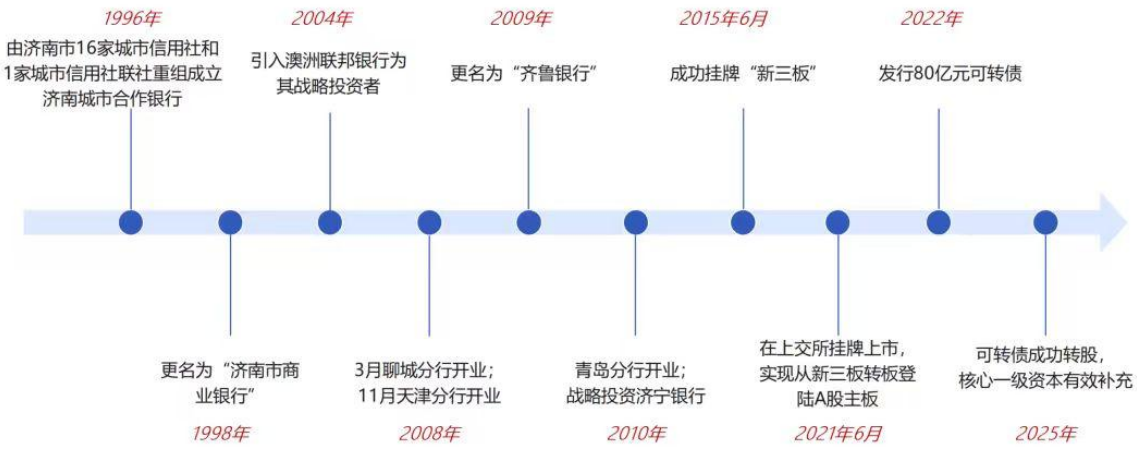
表 3：2021 年来，齐鲁银行 ROE 改善主因信用成本回落和扩表重新提速 10
表 4：横向对比，齐鲁银行净息差、杠杆倍数均占优，信用成本仍有进一步改善空间 11
表 5：以政信类为代表的对公贷款支撑了“十四五”期间齐鲁银行贷款高速增长 12
表 6：综合考虑用足资本和利润留存，可支撑超 4000 亿贷款投放，资本无忧 21
表 7：齐鲁银行现任管理层一览 24
表 8：齐鲁银行资产端定价水平整体较同业偏低 26
表 9：齐鲁银行存款成本始终低于同业约 20bps 27
表 10：测算齐鲁银行 ROE 有能力稳定于 13%中枢 28
表 11：可比公司估值表（收盘价截至 2026 年 6 月 29 日） 29
表 12：齐鲁银行盈利预测表 30
表 13：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 6 月 29 日） 31

1. 深耕山东、快速发展，“十四五”期间 ROE 逆势提升

1.1 根植济南、立足山东，本土龙头城商行高速发展

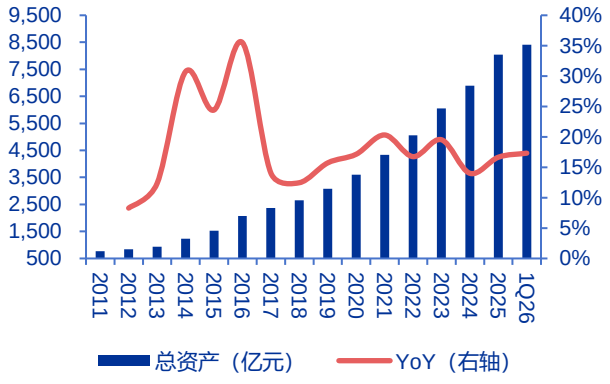
山东本土城商行龙头，“十四五”期间提速发展。1996 年，齐鲁银行由济南市 16 家城市信用社和 1 家城市信用社联社重组成立，是山东省首家城商行；2009 年，正式更名为齐鲁银行；2015 年 6 月，成功挂牌新三板，并于 2021 年 6 月成功转板至上交所。“十四五”期间，齐鲁银行把握山东新旧动能转化及政府债务置换机遇，保持高速发展（2020-2025 年总资产 CAGR 高达 17.4%，上市城商行平均为 12.8%），截至 1Q26 资产规模已达 8405 亿。在可转债转股资本补充到位后（1Q26 核心一级资本充足率高达 11.34%，位列上市城商行第 2 高），通过“深耕市内、扩疆县域、做大山东”的务实打法，“十五五”期间将加速迈向“万亿城商行”俱乐部。

图 1：齐鲁银行发展历程一览



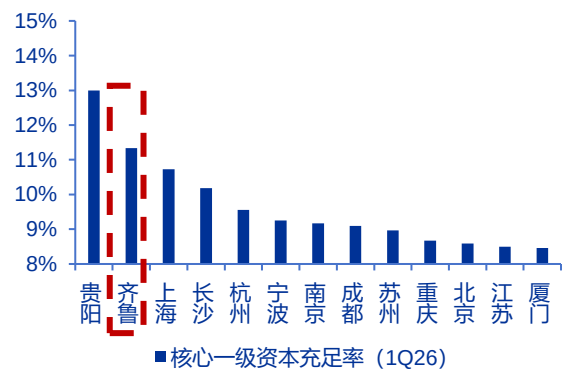
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2：截至 1Q26，全行资产规模已超 8400 亿元，“十四五”期间总资产 CAGR 高达 17.4%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 3：截至 1Q26，齐鲁银行核心一级资本充足率 11.34%，为上市城商行第 2



资料来源：公司财报，申万宏源研究

股权结构看，国资占据绝对主导，而在加速拥抱优质股权大背景下，国资持股比例或将进一步提升。齐鲁银行呈现“国资主导、性质多元”的股权结构，1Q26 前十大股东中，国资股东占 7 席，合计持股比例约 32%，以济南本土国资和山东省内国企为主，也是齐鲁银行本土政信资源的重要来源；此外，也包括外资（澳洲联邦银行）、民企（重庆华宇集团）、险资（同方全球人寿）等多元化的股东。当下低利率、资产荒环境未改，高股息、低估值银行股对地方国资仍凸显优质资产属性，考虑到外资股东或有减持动作，国资持股比例有望继续提升。

表 1：现阶段齐鲁银行股权结构中国资仍占据绝对主导

排序	股东名称	类别	持股占比(%)
1	澳洲联邦银行	外资	12.1
2	济南市国有资产运营有限公司	国资	8.2
3	兖矿能源集团股份有限公司	国资	5.9
4	济南城市建设投资集团有限公司	国资	5.6
5	济南西城置业有限公司	国资	3.6
6	济南西城投资发展有限公司	国资	3.4
7	济钢集团有限公司	国资	3.0
8	重庆华宇集团有限公司	民企	2.1
9	中国重型汽车集团有限公司	国资	2.1
10	同方全球人寿保险有限公司	险资	2.0
合计持股占比			48.1

资料来源：公司财报，申万宏源研究

网点布局呈现“根植济南、立足山东、辐射津冀豫”特色，在济南大本营稳固的基础上，加速完善山东省内布局。截至 2025 年末，齐鲁银行已在山东 15 个地级市开设分行，仅余济宁尚未覆盖（战略入股济宁银行，目前是济宁银行的第二大股东）。“十四五”期间，网点铺设明显加速，2024-2025 年新设菏泽、淄博、枣庄分行，全省网点数量较 2020 年末增加 57 个至 2025 年末的 217 个，2025 年末济南网点数量为 115 个，占全行比重 53%，大本营优势稳固；同时“十四五”期间重点向胶东、鲁西南扩张（2020-2025 年分别新增 22、15 个，合计占全行增量的 65%）。齐鲁银行同样通过天津分行及河南、河北的十余家村镇银行辐射华北，但“十四五”期间省外扩张力度相对审慎（2020-2025 年天津分行仅贡献全行资产增量 1%）。

表 2：“十四五”期间，齐鲁银行在保证济南大本营稳固的基础上，加速向鲁西南和胶东“扩疆”

区域	机构所属	机构数	2025较2020机构数变化	“十四五”新增网点占比	“十四五”新增资产结构	
					新增资产（亿元）	占比
鲁中	济南（含总行）	115	13	22.8%	3,020	68.9%
	泰安	7	1	1.8%	82	1.9%
	淄博	1	1	1.8%	16	0.4%
	滨州	7	3	5.3%	111	2.5%
	东营	5	3	5.3%	95	2.2%
鲁西南	聊城	15	2	3.5%	169	3.8%
	德州	14	8	14.0%	234	5.3%
	菏泽	1	1	1.8%	52	1.2%
	临沂	10	3	5.3%	22	0.5%
	枣庄	1	1	1.8%	1	0.0%
胶东	日照	5	4	7.0%	80	1.8%
	烟台	6	4	7.0%	89	2.0%
	潍坊	9	8	14.0%	91	2.1%
	威海	5	4	7.0%	110	2.5%
	青岛	10	2	3.5%	170	3.9%
省外异地	天津	6	-1	-1.8%	41	0.9%
合计		217	57	-	4,384	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.2 化风险、高增速共振，“十四五”实现 ROE 提升

回顾齐鲁银行 ROE 走势，先后经历“调结构时期承压-轻装上阵奋起直追-现阶段好于同业平均”的历程：

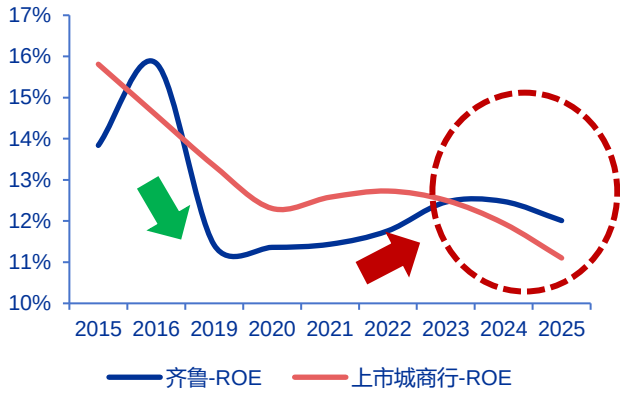
1）2017-2019 年：风险出清期规模降速，ROE 阶段性承压。这一阶段，齐鲁银行着重消化山东省新旧动能转化下的实体风险以及天津、聊城分行包袱，信用成本由 2017 年的 0.59%提升至 2019 年末的 0.86%，而风险偏好回落也导致息差更早于同业（指 A 股上市城商行，下同）回落（2019 年净息差 2.27%，较 2016 年下降 33bps）。同时齐鲁银行也主动放缓扩表，杠杆倍数由 2016 年的 17.4 降至 2019 年的 14.6，拖累 2019 年末 ROE 降至 11.4%（2016:15.8%），落后上市城商行平均 2pct。

2）2020-2024 年：风险化解持续见效，扩表重新提速，驱动 ROE 提升至超同业平均水平。2020 年来，前期风险消化卓有成效、信用成本回落（由 2021 年最高的 1.03%降至 2024 年的 0.58%），叠加扩表重新提速，杠杆倍数提升至 17.4（2019：14.6）。2021-2024 年，齐鲁银行 ROE 连续 4 年提升，2024 年末约 12.5%，较 2020 年提升 1.1pct，自 2017 年后再次高于同业平均水平。

3）2025 年来，依靠持续回落的信用成本和高速扩表，ROE 稳定性也好于同业。截至 2025 年，齐鲁银行 ROE 为 12.0%，领先同业平均水平 0.9pct，2025 年可转债转股摊薄后同比降幅也仅 0.5pct（同业平均降幅为 0.8pct）。拆分驱动因子，干净资产质量家底下，信

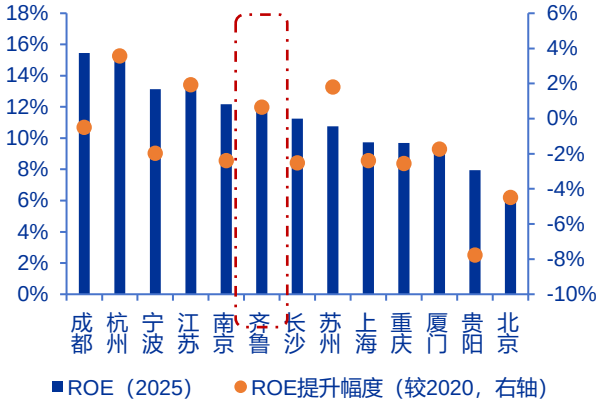
用成本回落至 0.47%（同业平均：0.44%），下阶段也有更进一步改善空间；叠加净息差绝对水平（2025 年为 1.53%，领先同业 5bps）、边际趋势（2025 年同比回升 2bps）均占优，杠杆倍数也领先（2025 年为 16.7，A 股上市城商行平均为 16.3），ROE 较同业领先继续走阔。

图 4：2021-2024 年，齐鲁银行 ROE 连续 4 年回升，现阶段稳定性更优，较同业差距进一步扩大



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 5：齐鲁银行 ROE 已提升至同业中上水平，且是“十四五”期间为数不多实现 ROE 上升的银行



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：2021 年来，齐鲁银行 ROE 改善主因信用成本回落和扩表重新提速

ROE拆分	2015	2016	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
净利息收入(+)	2.67%	2.48%	2.05%	1.92%	1.89%	1.83%	1.60%	1.40%	1.41%
净息差(+)	2.78%	2.60%	2.27%	2.15%	2.02%	1.96%	1.74%	1.51%	1.53%
有效资产占比(+)	96%	95%	90%	89%	93%	93%	92%	92%	92%
非息收入(+)	0.40%	0.38%	0.53%	0.46%	0.68%	0.53%	0.55%	0.54%	0.35%
非息收入占比(+)	13%	13%	21%	19%	26%	22%	26%	28%	20%
周转率(+)	3.07%	2.86%	2.58%	2.38%	2.56%	2.36%	2.15%	1.93%	1.76%
营业支出(-)	1.10%	0.89%	0.76%	0.69%	0.67%	0.62%	0.57%	0.53%	0.50%
成本收入比(-)	35.97%	31.10%	29.43%	28.90%	26.27%	26.46%	26.42%	27.41%	28.35%
信用成本(-)	0.75%	0.82%	0.86%	0.82%	1.03%	0.89%	0.76%	0.58%	0.47%
其他(-)	0.35%	0.24%	0.19%	0.15%	0.16%	0.13%	0.10%	0.10%	0.07%
ROAA	0.86%	0.91%	0.78%	0.72%	0.71%	0.71%	0.72%	0.72%	0.72%
杠杆倍数	16.1	17.4	14.6	15.7	16.2	16.6	17.4	17.3	16.7
ROAE	13.84%	15.83%	11.42%	11.36%	11.44%	11.76%	12.46%	12.48%	12.01%

资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：2017-2018 年息差未披露，此处 ROE 拆分不予展示。

表 4：横向对比，齐鲁银行净息差、杠杆倍数均占优，信用成本仍有进一步改善空间

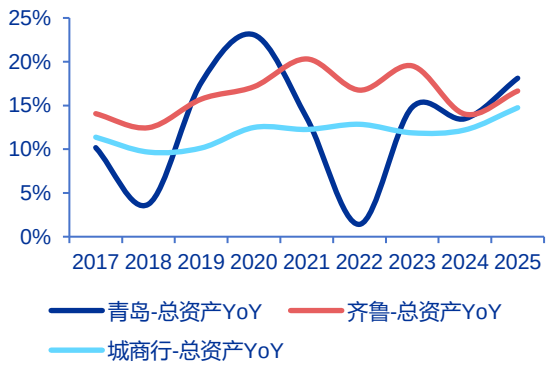
2025	齐鲁银行	南京银行	苏州银行	江苏银行	成都银行	杭州银行	重庆银行	城商行平均
净利息收入(+)	**1.41%**	**1.24%**	**1.17%**	**1.52%**	**1.51%**	**1.23%**	**1.32%**	**1.32%**
净息差(+)	1.53%	1.44%	1.33%	1.67%	1.59%	1.36%	1.39%	1.47%
有效资产占比(+)	92%	86%	88%	91%	95%	91%	95%	90%
非息收入(+)	**0.35%**	**0.74%**	**0.50%**	**0.46%**	**0.27%**	**0.50%**	**0.28%**	**0.49%**
非息收入占比(+)	20%	37%	30%	23%	15%	29%	18%	27%
周转率(+)	1.76%	1.98%	1.67%	1.98%	1.78%	1.73%	1.60%	1.81%
营业支出(-)	**0.52%**	**0.55%**	**0.61%**	**0.56%**	**0.44%**	**0.54%**	**0.47%**	**0.54%**
成本收入比(-)	28.35%	26.49%	35.65%	26.91%	23.73%	30.05%	28.39%	28.72%
信用成本(-)	**0.47%**	**0.50%**	**0.16%**	**0.50%**	**0.15%**	**0.25%**	**0.41%**	**0.44%**
其他(-)	**0.05%**	**0.19%**	**0.21%**	**0.20%**	**0.20%**	**0.14%**	**0.15%**	**0.15%**
ROAA	**0.72%**	**0.74%**	**0.68%**	**0.73%**	**0.98%**	**0.81%**	**0.56%**	**0.68%**
杠杆倍数	16.7	16.5	15.8	18.1	15.7	18.5	17.2	16.3
ROAE	**12.0%**	**12.2%**	**10.8%**	**13.1%**	**15.5%**	**14.9%**	**9.7%**	**11.1%**

资料来源：公司财报，申万宏源研究

2. 回眸“十四五”，行业降速背景下，齐鲁银行缘何实现高景气扩表？

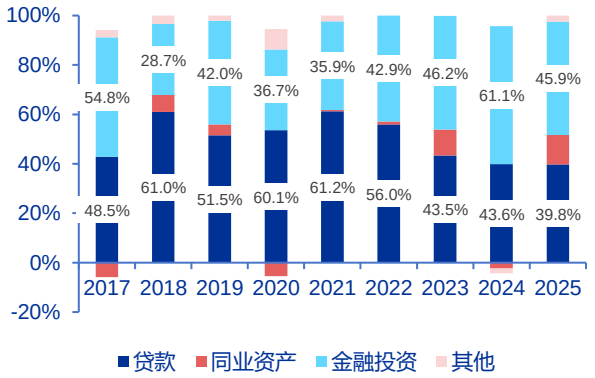
尽享区域政信及新旧动能转换需求，“十四五”期间齐鲁银行实现“高速发展、结构更优”。2020-2025 年齐鲁银行总资产 CAGR 高达 17.4%（同区域青岛银行为 12%），带动总资产迈过 8000 亿大关。拆分来看，区间贷款增速中枢与总资产持平，贡献资产增量的 47.5%，金融投资 CAGR 为 19.4%，贡献总资产增量的 46.7%，体现区域旺盛政信需求。从贷款结构上，“十四五”期间对公贷款占新增贷款的 84%，其中政信类（租赁及商务服务业、基建类）合计贡献总贷款增量的 55%（相比之下，青岛银行政信类贡献 39.4%，制造业、批零等实体产业合计贡献 39.9%，结构相对均衡），不容忽视的是，2025 年制造业贷款投放明显放量（2025 年新增 52 亿，2020-2024 年均增量 24 亿），下一阶段或将成为贷款的全新有力驱动。

图 6：相比上市城商行同业，齐鲁银行总资产增速始终保持优势



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 7：从各资产增量占总资产增量比重看，“十四五”贷款、金融资产贡献分别为 47.5%、46.7%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：以政信类为代表的对公贷款支撑了“十四五”期间齐鲁银行贷款高速增长

增量-亿元	2020	2021	2022	2023	2024	2025
制造业	18	26	17	40	19	52
批零	19	23	53	80	58	97
房地产	(28)	5	(28)	(22)	(8)	(36)
租赁及商业服务业	55	171	79	113	117	163
基建类	95	71	146	93	156	109
其他对公	34	18	39	50	(20)	159
对公贷款	**192**	**314**	**306**	**354**	**323**	**544**
按揭	70	83	56	71	2	(63)
信用卡	(8)	2	3	3	15	19
其他	(28)	65	55	15	10	(38)
零售贷款	**35**	**150**	**114**	**89**	**27**	**(82)**
票贴	**19**	**20**	**(14)**	**(14)**	**20**	**46**
总贷款	**246**	**484**	**406**	**429**	**369**	**508**

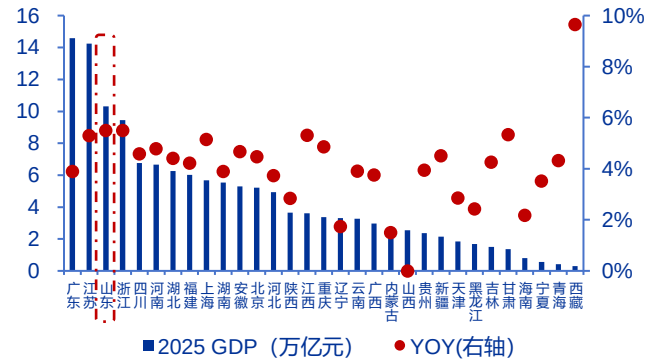
存量-占比	2023	2024	2025
制造业	9.8%	9.3%	9.4%
批零	10.1%	10.8%	11.9%
房地产	1.5%	1.1%	0.0%
租赁及商业服务业	20.6%	21.8%	23.2%
基建类	19.4%	21.9%	21.8%
其他对公	7.9%	6.4%	9.7%
对公贷款	**69.3%**	**71.3%**	**76.0%**
按揭	17.9%	16.0%	12.3%
信用卡	1.6%	1.9%	2.1%
其他	8.4%	7.8%	5.8%
零售贷款	**27.9%**	**25.6%**	**20.2%**
票贴	**2.8%**	**3.1%**	**3.9%**
总贷款	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

资料来源：公司财报，申万宏源研究

2.1 区位机遇：山东尽享基建+新旧动能转换+县域三轮驱动红利

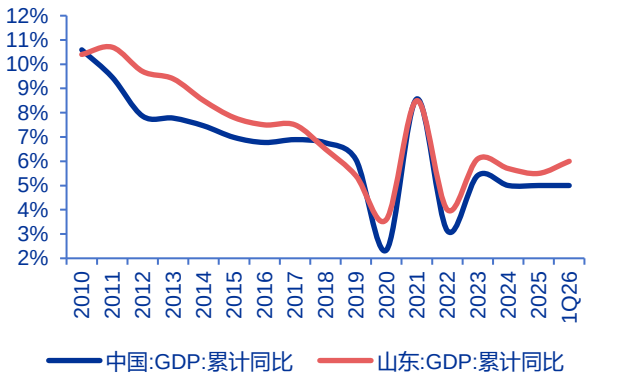
传统人口、经济大省，旺盛基建与制造业新旧动能转换机遇共促“大象起舞”，经济发展提速。2025 年末，山东省 GDP 总量达 10.3 万亿，为全国第三个、北方第一个迈过十万亿大关的省份。根据国家统计局披露，2025 年山东省 GDP 增速约 5.5%，“十四五”期间快于全国。从存贷款看，2025 年末山东省存贷款规模分别为 19.0、16.3 万亿元，排名全国第 6、第 4，“十四五”CAGR 分别为 10%、11%，领跑经济大省。2025 年山东常住总人口超 1 亿，全国第 2，提供了稳定的零售客群和存款来源，但人均 GDP 仅 10 万元，排名全国第 11，相较江苏（17 万元）、浙江（14 万元）仍有提升空间，金融及信贷需求尚有进一步挖掘空间。细拆来看，山东经济有三大底层支撑：

图 8：2025 年山东 GDP 迈过十万亿大关



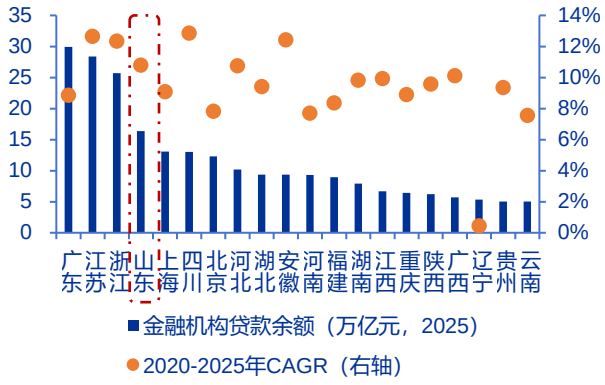
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：“十四五”山东 GDP 增长重新提速，领先全国平均水平



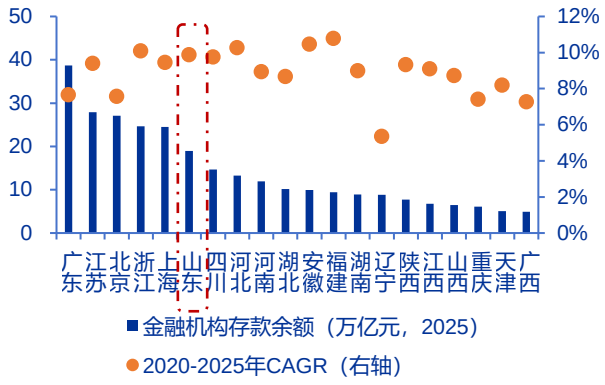
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2025 年末山东贷款余额突破 16 万亿，为全国第四大信贷大省（此处仅展示前 20 个省份）



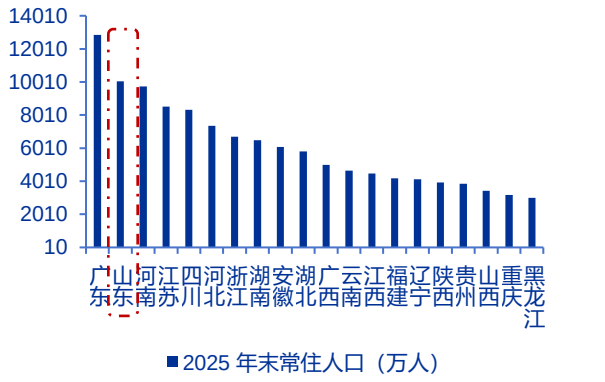
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2025 年末山东存款约 19 万亿，2020-2025 年 CAGR 约 10%（此处仅展示前 20 个省份）



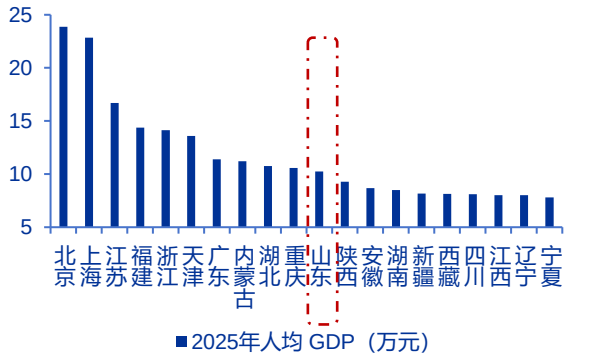
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：截至 2025 年末，山东是唯二常住人口破亿的省份（此处仅展示前 20 个省份）



资料来源：Wind，申万宏源研究

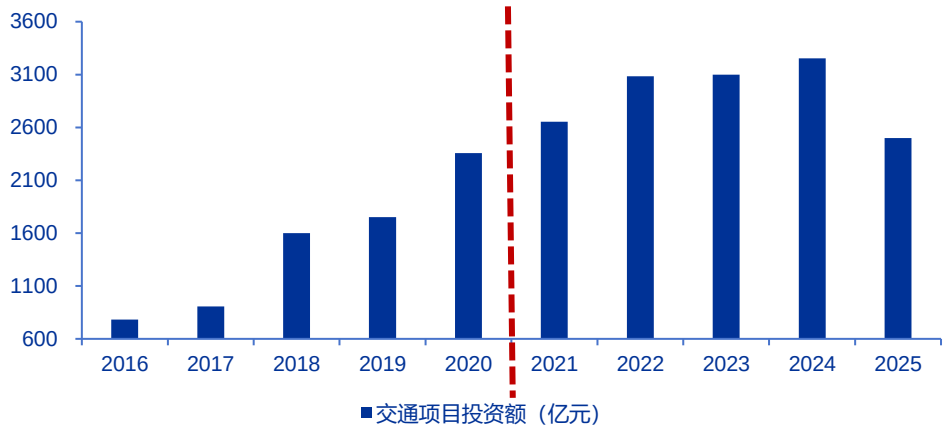
图 13：人均 GDP 角度，山东省仍有进一步提升空间（此处仅展示前 20 个省份）



资料来源：Wind，申万宏源研究

1）作为北方重要工业和港口省份，山东基建需求天然旺盛。“十四五”期间，山东兼具全国首个交通强国省域示范区、黄河流域首个国家省级水网先导区、绿色低碳转型示范区等高定位，2022-2025 年交通、能源、水利三大重点行业合计投资额高达 2.1 万亿元，以数据统计口径更全的交通投资额对比，“十四五”期间累计投资近 1.5 万亿，较“十三五”期间接近翻倍。放眼未来，山东省于“十五五”规划中明确要升级为“北方地区经济重要增长极”，国家级战略催化下，叠加青岛、济南都市圈建设窗口，“十五五”期间基建需求仍有望保持高景气。

图 14：“十四五”期间，山东交通基建需求明显放量

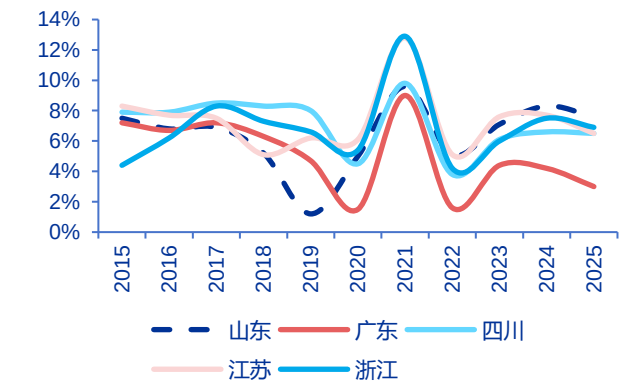


资料来源：公司财报，申万宏源研究

2）新旧动能转换赋予制造业增量机遇。2018 年 1 月，国家发改委印发《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》，山东成为全国第一个新旧动能转换示范省份。从政策节奏看，山东提出了“一年全面起势、三年初见成效、五年取得突破、十年塑成优势”的总部署，“十五五”期间将是新动能优势全面塑造落地的关键时点。所谓新旧动能转换，即着力扭转山东省“传统重化工业比重高、过剩产能包袱重”的经济结构，全力转向经济高质量增长，主要围绕新动能产业（如信息技术、高端装备、现代海洋产业等）、传统产业升级（如高端化工、现代高效农业）两大主线。

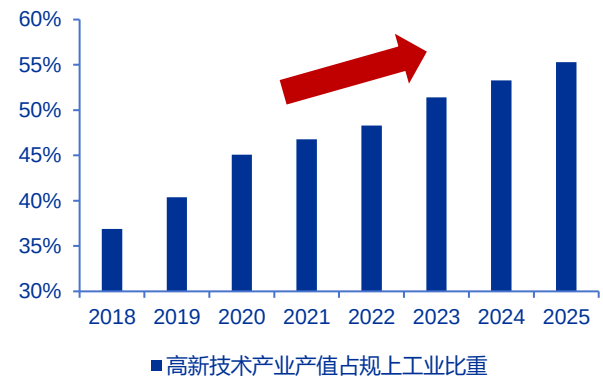
新旧动能转换推进以来，山东制造业实现“量增质提”的优异答卷。2019 年来，山东省规上工业增加值增速底部回暖，“十四五”期间增速中枢约 7.5%，高于全国平均水平 1.6pct，2024 年来稳居 GDP 前五经济大省第一。从结构上看，2025 年末高新技术产业产值在规上工业产值中占比较 2018 年末提升近 20pct 至 55%，通过“万项技改”，高端化工占比超 55%，国家绿色工厂、园区数量均达到全国前三，山东制造业的增长引擎已然切换，下阶段信贷需求仍可持续。

图 15：2024 年来，山东规上工业增加值增速保持可比经济大省头名



资料来源：Wind，申万宏源研究

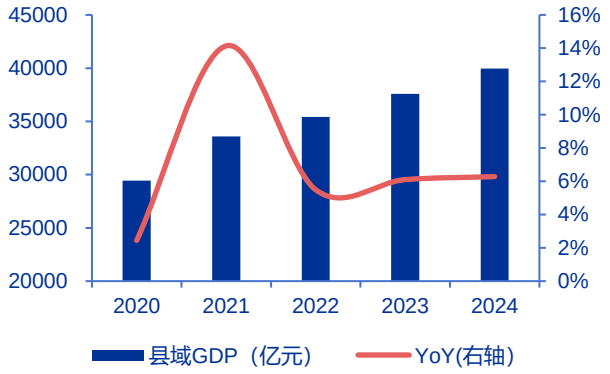
图 16：2025 年末山东省高新技术产业产值在规上工业产值中占比较 2018 年末提升近 20pct 至 55%



资料来源：Wind，申万宏源研究

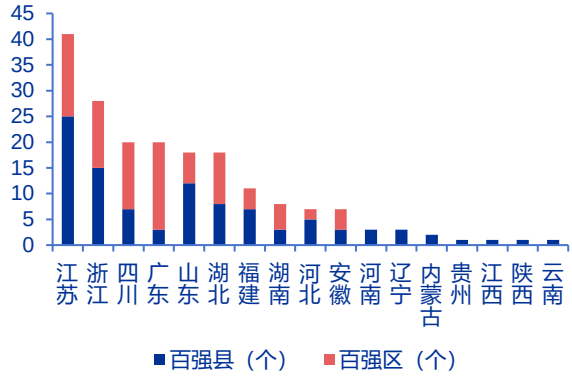
3）细拆山东省内微观格局，发达的县域经济是省内经济韧性的来源，同时也赋予齐鲁银行下沉空间。2021 年来，山东县域 GDP 增速持续快于全省平均（2020-2024 年县域 GDP 增速中枢约 8%），2024 年末总规模已近 4 万亿；根据赛迪顾问披露，2025 年山东百强区、百强县合计 18 个，排名全国第 5，齐鲁银行具备可观挖掘空间。

图 17：2025 年末山东省县域 GDP 规模已近 4 万亿



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：2025 年山东百强区、百强县合计 18 个，排名全国第五

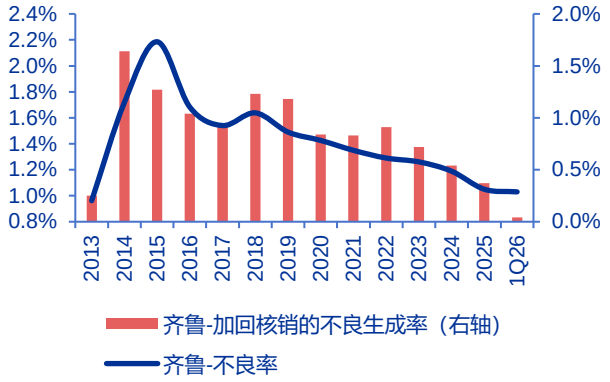


资料来源：赛迪顾问，申万宏源研究

2.2 轻装上阵：大力处置下资产质量迈向同业第一梯队，扩表无后顾之忧

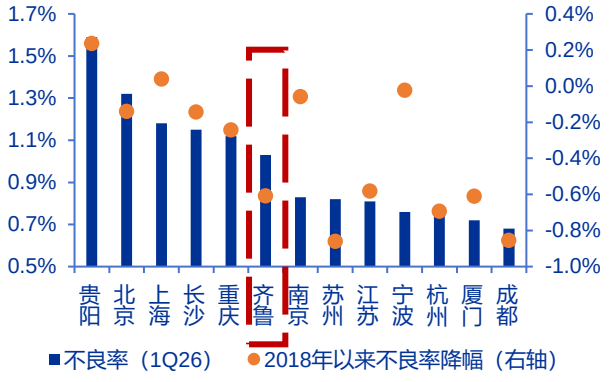
连续 7 年实现“不良降、拨备提”，资产质量正稳步迈向城商行第一梯队，也为轻装上阵发展创造有利条件。在极严格的不良认定标准下（2018 年来“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”平稳约 60%、“逾期贷款/不良贷款”始终小于 1，目前逾期 60 天以上贷款均纳入不良），1Q26 齐鲁银行不良率 1.03%，较 2018 年下降 61bps（较 2015 年高点累计下降 116bps），改善至同业中游水平。前瞻指标看，2018 年起齐鲁银行逾期率便低于同业平均，2025 年末仅 0.88%（2017-2025 年累计下降 113bps），2017 年来关注率连续 8 年下降，2025 年末仅 0.86%、较 2017 年下降 320bps。风险抵补能力，1Q26 齐鲁银行拨备覆盖率较 2018 年末提升 165pct 至 357.5%，位列上市城商行第 5，领先同业平均近 40pct。

图 19：2018 年以来，齐鲁银行不良率连续 7 年下降



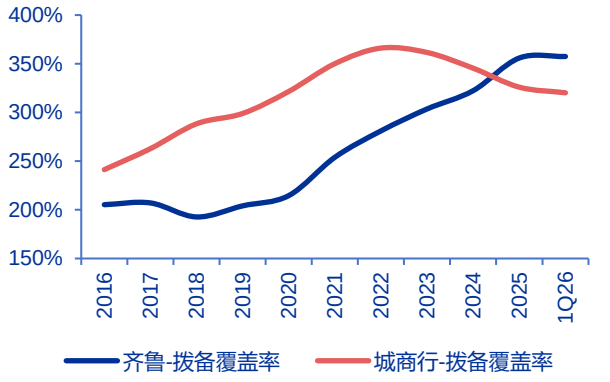
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 20：齐鲁银行不良率绝对水平已改善至同业中游



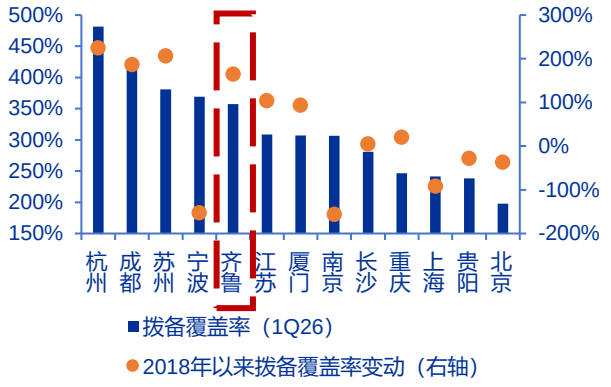
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 21：2025 年后齐鲁银行拨备覆盖率超过同业平均，1Q26 领先同业平均近 40pct



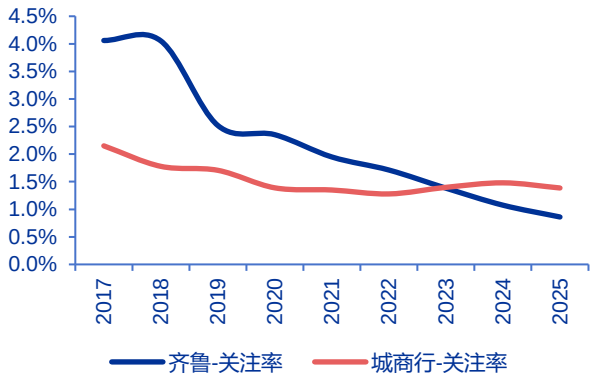
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 22：1Q26 齐鲁银行拨备覆盖率位居同业第 5



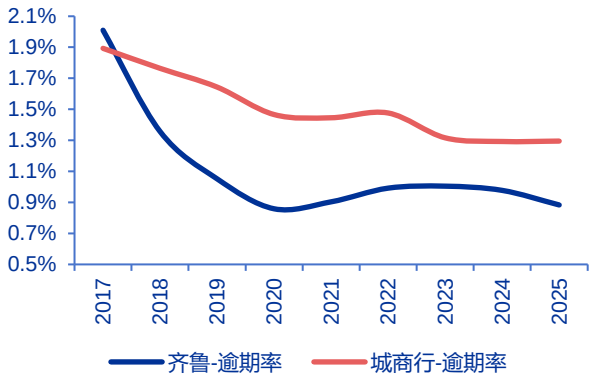
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 23：齐鲁银行关注率连续 8 年下降，累计回落超 300bps



资料来源：公司财报，申万宏源研究

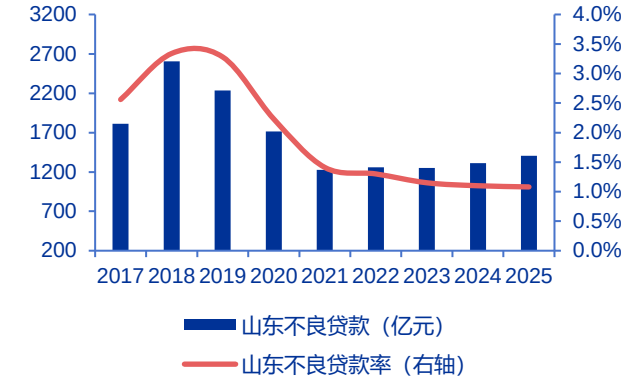
图 24：2018 年以来齐鲁银行逾期率持续低于同业平均，2025 年末仅 0.88%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

资产质量持续向好的背后，既有外部环境的整体改善，也有自身扎实出清不良的久久为功。一方面，伴随“新旧动能转换”及债务置换系统性推进，山东省不良率自 2018 年来见顶回落（2025 年末不良率 1.08%，较 2018 年下降 226bps）。而从齐鲁银行自身出发，针对历史包袱“严格认定-坚决出清”，新投放资产则聚焦低风险政信及优质制造业，实现“不良生成回落、不良降、拨备提”的良性循环，资产质量拐点坚实。

图 25：2018 年后山东省不良率见顶回落



资料来源：公司财报，申万宏源研究

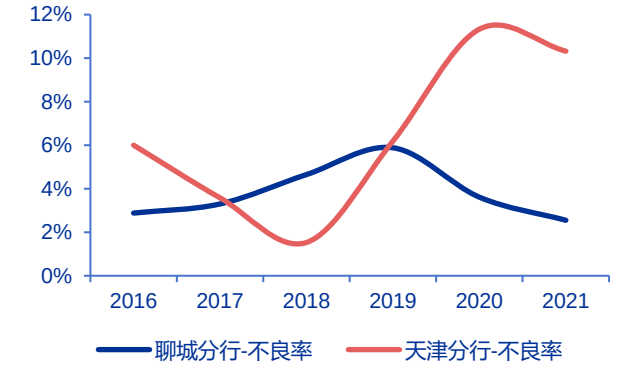
图 26：自 2023 年债务系统置换，山东省城投信用利差明显收敛



资料来源：iFind，申万宏源研究

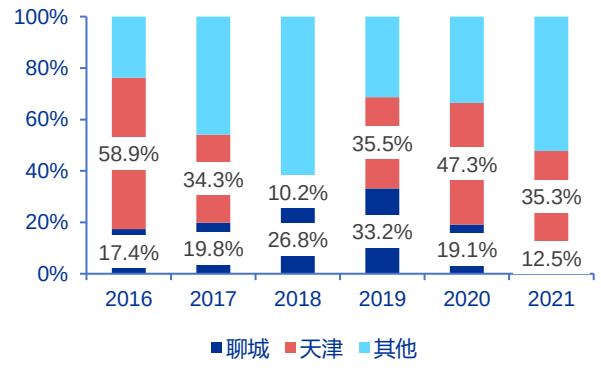
1）历史上不良压力源自何方：天津分行、聊城分行是两大主要风险点，根源自实体制造业风险的暴露。2014 年，由于天津钢贸企业资金链断裂，天津分行风险暴露（2014 年天津分行不良贷款占全行 66.35%），而 2019 年天津本地批零、中小民企风险集中下迁，以及 2020-2021 年天津分行海航坏账暴露，2020 年末天津分行不良率进一步提升至 11.33%峰值；2016-2019 年，由于山东省内企业经营效益承压，中小企业风险暴露，2019 年聊城分行不良率也提升至 5.88%峰值。2016-2021 年间，天津、聊城分行不良贷款占全行比重近 6 成，也是历史包袱的主要来源。

图 27：天津分行、聊城分行是齐鲁银行资产质量压力的主要来源



资料来源：公司财报，申万宏源研究

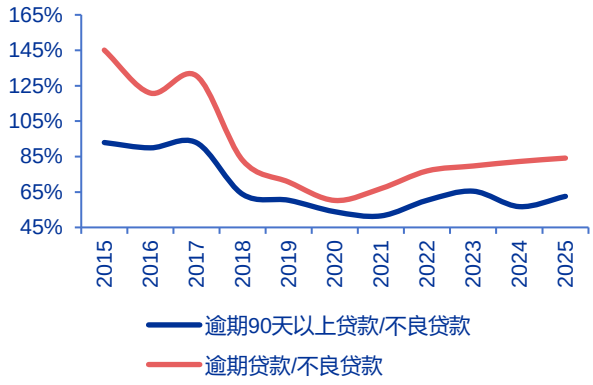
图 28：2016-2021 年间，天津、聊城分行不良贷款占全行比重近 6 成



资料来源：公司财报，申万宏源研究

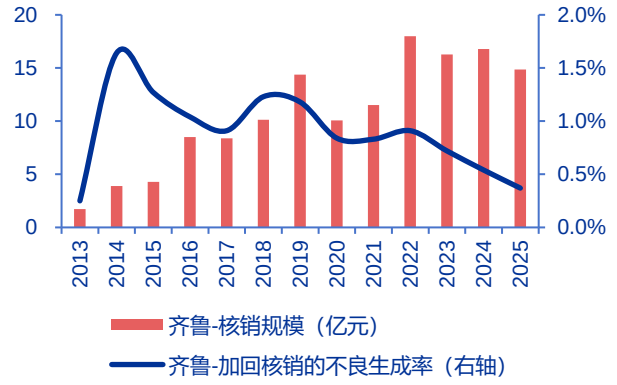
2）2018 年起不折不扣从严认定不良，2018-2025 年保持大力核销处置，制造业、批零等历史包袱大幅改善。2018 年，齐鲁银行不良认定大幅收紧，2018 年“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”由 2017 年的 92.8%降至 63.7%，“逾期贷款/不良贷款”由 2017 年的 130.6%降至 82.9%，当年加回核销后不良生成率同比提升 32bps 至 1.23%。2018-2025 年，齐鲁银行年核销规模均大于 10 亿，合计核销 112 亿，在总贷款中占比 0.6%，带动天津、聊城分行不良率边际回落。从分行业不良表现看，2025 年末制造业、批零不良率分别较 2017 年末下降 225、348bps 至 2.60%、0.85%，对公不良率也较 2017 年末下降 123bps 至 0.77%。

图 29：2018 年后齐鲁银行明显收紧不良认定



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 30：2017-2025 年齐鲁银行核销规模超 100 亿



资料来源：公司财报，申万宏源研究

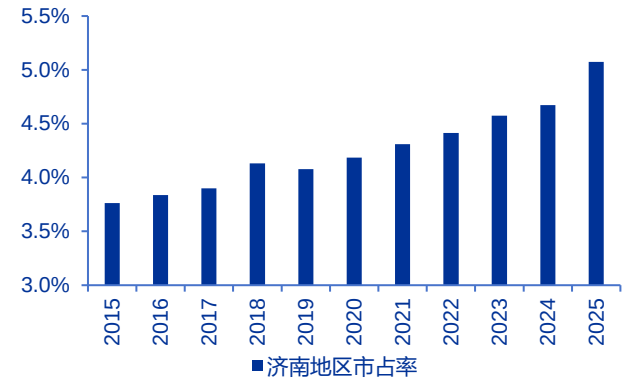
3. 扩表持续性：基于战略可行性、区域竞争格局和资本的多视角探讨

3.1 扩表战略：拓疆县域，做大山东，省内贷款市占率尚有进位空间

依托山东沃土，齐鲁银行采取“深耕市内，扩疆县域，做大山东”扩表策略。

“十四五”期间，济南大本营贷款市占率明显提升，为向外拓疆打下坚实基础。2020-2025 年间，齐鲁银行新增资产中 68.9%集中于济南地区（尤其 2023 年以来，增量占比均在 7 成以上），带动齐鲁银行在济南地区的贷款市占率（由齐鲁银行在当地贷款规模/当地总贷款规模计算）由 2020 年末 4.2%提升至 2025 年末 5.1%（“十三五”期间，贷款市占率提升幅度为 0.4pct），背后驱动或源自区域旺盛的政信需求。在本土市占率迈过 5%大关后，齐鲁银行有充足底气向省内其他区域扩张，具体而言，有“扩疆县域”（下沉）和“做大山东”（外延）两大路径。

图 31：齐鲁银行济南大本营贷款市占率稳步提升



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 32：济南地区仍是齐鲁银行贷款增量的主要来源



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 33：两大扩表核心战略异同对比

维度	扩疆县域	做大山东
战略目标	**下沉县域，**打造第二增长曲线与存款沉淀池	补齐**地级市覆盖**，抬升全省市占率与对公扩表上限
主要客群	涉农主体、县域小微、特色产业链客户	政府部门、事业单位、平台公司、国企、重点项目客户
主要产品	**一县多品**、特色产业贷等	依托**银政资质**渗透
主要渠道	县域支行、乡村振兴支行、普惠金融中心等	地级市分行、城市支行
竞争方式	综合服务+产业专精经营，价格为辅	银政资质+低成本定价
财务作用	强化**存款端，**普惠客群同时也带动贷款快速增长	强化**贷款端**、对公规模和项目类资产投放
风险特征	小额分散、重模型和场景风控	项目和机构信用驱动，重区域判断

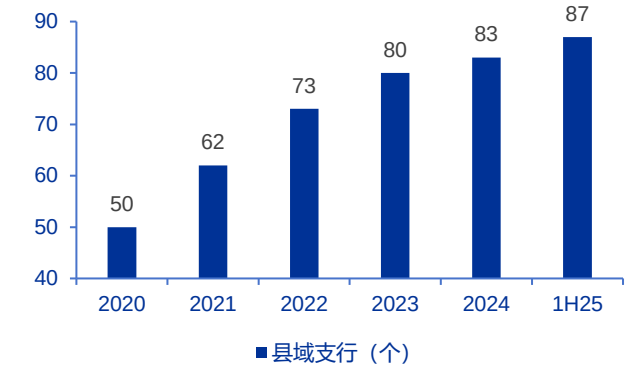
资料来源：公司财报，申万宏源研究

“扩疆县域”：依托低成本存款与综合服务优势，下沉金融供给尚不充分的县域，带动存贷款高增。目前或以济南周边县域为核心，伴随胶东网点基础扎实、鲁西南空白网点补齐，下一阶段仍有望保持快速增长。

1）山东县域金融格局：县域经济强但本土农商行规模有限，给予齐鲁银行切入机遇。根据山东农信社披露，2025 年末山东省共有 110 家农商行，平均规模仅约 355 亿元，齐鲁银行携产品、风控、成本（详见 4.3 拆分）等优势得以顺利下沉，渗透县域广阔蓝海。

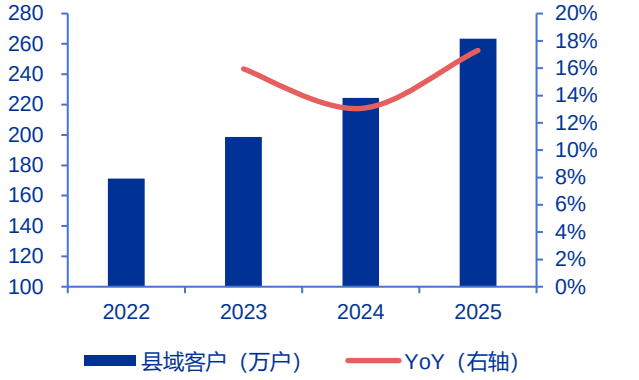
2）机构铺面先行，特色产品助力： 根据齐鲁银行披露，2025 年末山东省县域覆盖率已提升至 7 成；网点来看，1H25（最新披露报告期）齐鲁银行县域支行共 87 个（一级支行 73 个，乡村振兴支行 14 个），占全行机构数量的约 4 成；此外，依托各县域支行，齐鲁银行同时设立 65 家县域普惠金融中心和县域普惠营销团队，服务重心有效下沉。客群层面，齐鲁银行主要锚定优质涉农经营主体、县域特色产业链等。依托自身完善县域服务网络，齐鲁银行以“产业调研+定制产品+风控闭环”思路，深入调研山东省 86 个县域特色产业并形成特色产业金融需求图谱，印发《一县一品产业专精管理方法》，并特色推出“黄羊贷”、“轴承贷”、“手套贷”等特色产品，逐步形成“一县多品”能力。

图 34：快速夯实的县域支行网络是齐鲁银行渗透县域的核心法宝



资料来源：公司财报，申万宏源研究

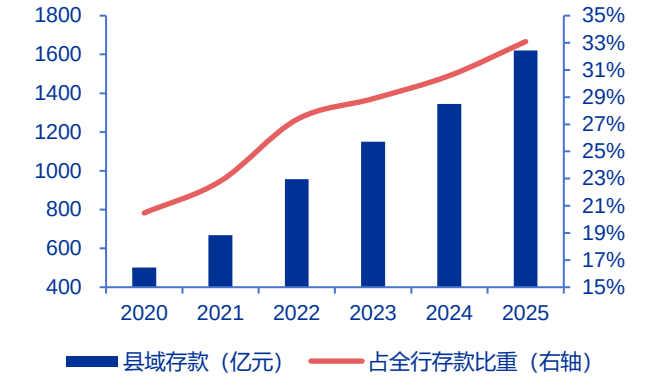
图 35：齐鲁银行县域客户基础日渐扎实，2025 年末已突破 260 万户



资料来源：公司财报，申万宏源研究

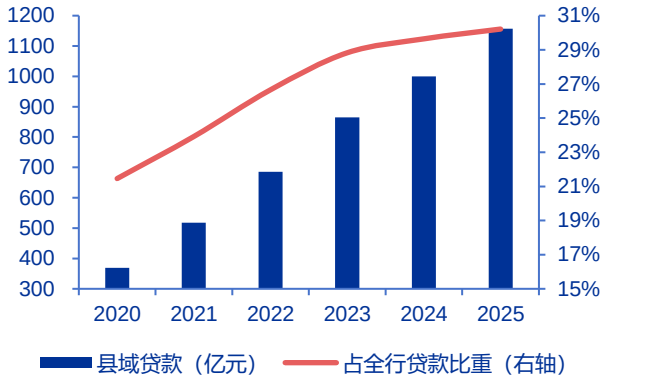
3）存贷款快速上量：截至 2025 年末，齐鲁银行县域贷款规模达 1156.7 亿元，在全行贷款中占比 30.2%，2020-2025 年 CAGR 高达 25.7%；2025 年末县域存款规模超 1600 亿，占全行总存款 33.1%，“十四五”期间复合增速约 26.5%。考虑到齐鲁银行县域贷存比仅约 71.4%，在支撑县域贷款快速投放的同时，也为齐鲁银行政信投放等提供了充足的“弹药”储备。

图 36：2025 年末县域存款在齐鲁银行总存款中占比 33.1%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 37：2022 年来县域贷款快速上量，已成贷款增长的有力驱动



资料来源：公司财报，申万宏源研究

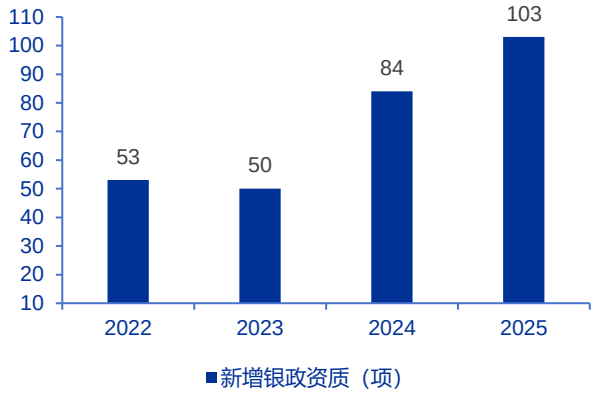
做大山东：横向对比，齐鲁银行本省市占率偏低，但资本实力充足，省内异地渗透仍有充分空间。

截至 2025 年末，齐鲁银行在山东省贷款市占率仅 2.3%，较 2020 年末提升 0.6pct，但仍落后上市城商行平均 2pct，在资本无忧、网点及参股银行逐步实现全省“全覆盖”基础上，仍有挖掘空间。

在本土大本营稳固、县域继续拓疆基础上，通过政信需求切入省内其他地级市也是可行路径。2022-2025 年，齐鲁银行新增法院、公安、住建、公积金等领域政信资质近 300 项，

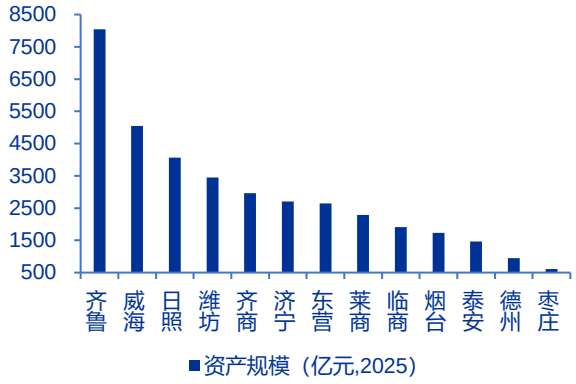
在前期网点覆盖有效补充、本土城商行规模有限竞争力相对适中（山东多数地级市城商行总资产规模不超过 3000 亿）的背景下，下阶段齐鲁银行也有充分空间足以对外渗透。

图 38：2022-2025 年，齐鲁银行新增银政资质 290 项



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 39：山东地级市城商行体量较齐鲁普遍偏小



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3.2 核心一级资本充足率上市城商行第二，资本无掣肘

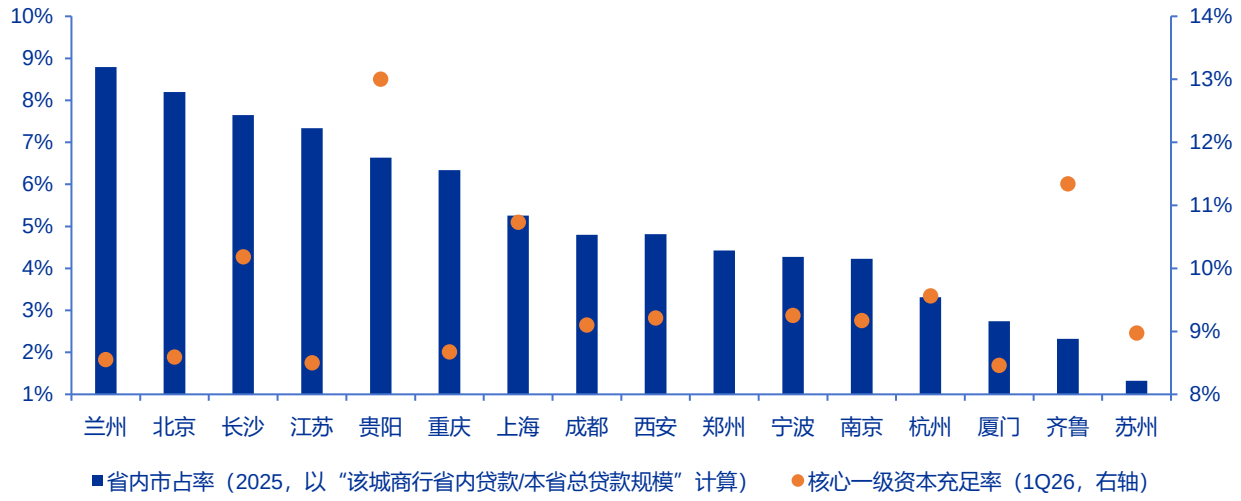
可转债成功强赎后资本优势进一步凸显，扩表无后顾之忧：截至 1Q26，齐鲁银行核心一级资本充足率为 11.34%，仅次于贵阳银行位列上市城商行第二。若假设核心一级资本充足率降至 8.5%（距离监管底线 1pct 缓冲），增量 RWA 对应增量贷款比例持平 2022-2025 年平均（110%），2025-2028 年利润增速中枢假设约 15%、分红率持平约 29%，测算当前冗余资本可支撑约 1639 亿元贷款投放，若再考虑未来三年利润留存，合计可支撑超 4000 亿投放，较目前总贷款余额接近翻倍，资本能力充足。

表 6：综合考虑用足资本和利润留存，可支撑超 4000 亿贷款投放，资本无忧

亿元	2026/3/31	冗余资本		
核心一级资本净额	506	127		
风险加权资产	4,463	1,492		
核心一级资本充足率	11.34%	8.50%		
冗余资本可支撑信贷扩张规模	1,639			
	若额外考虑利润留存			
	2025	2026E	2027E	2028E
归属普通股股东净利润	54	62	72	82
分红率	29%	29%	29%	29%
利润留存	38	44	51	59
对应次年信贷扩张	497	574	661	758

资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 40：基于同业比较及资本两大角度，齐鲁银行省内异地潜在扩张能力较强



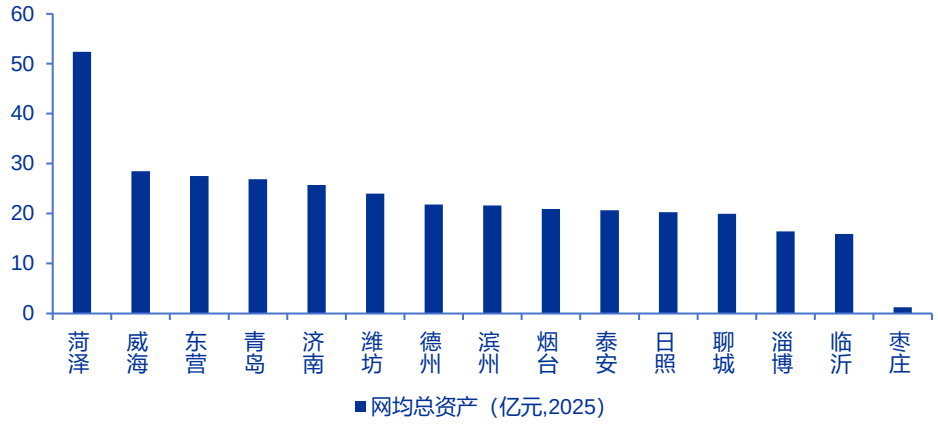
资料来源：公司财报，申万宏源研究

3.3 深耕济南叠加提升省内异地网点产能，“十五五”有能力保持约 10%资产增长中枢

现阶段省内异地网点网均产能仍有可观提升空间。2025 年末，济南（不含总行）网均资产（区域总资产/区域网点）为 25.8 亿，而胶东、鲁中（不含济南）、鲁西南网均资产分别为 24.4、22.5、19.9 亿元，通过异地政信及县域渗透，下阶段网均产能提升可期。

基于以下假设静态：1）2025-2030 年济南地区贷款增速 CAGR 为 9%（2020-2025 年为 11%），齐鲁银行在济南市占率提升 0.5pct（“十四五”提升近 1pct），假设济南地区总资产/贷款比重持平 2025 年末全行水平；2）假设 2030 年胶东、鲁中（不含济南）、鲁西南网均产能分别提升至济南（不含总行）2025 年网均产能的 110%、95%、90%（2025 年分别为 95%、87%、77%）；3）2025-2030 年总行总资产规模保持 7%增速。测算 2030 年末全行总资产规模有能力突破 1.2 万亿，对应 2025-2030 年总资产增速 CAGR 约 10%。

图 41：从网均总资产视角看，省内异地网点仍有较大提升潜力



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：济南网均总资产计算不包含总行机构。

4. 几点市场关切：战略稳定性，新资产的安全性，息差趋势

4.1 本土成长、班子稳定，务实的管理层深耕山东不动摇

懂齐鲁、懂山东的管理层保驾护航，齐鲁银行坚定深耕本土不动摇。齐鲁银行核心管理层相对稳定，2011 年来仅历经 3 任董事长（2011-2021 年王晓春董事长在任，2021-2023 年原行长黄家栋接任，2023 年到龄退休后郑祖刚先生接任董事长）。2023 年郑董事长任职以来，始终将“深耕本土”作为头等大事，在山东省“走在前、挑大梁”的时代机遇中，依靠长期耕耘山东的积淀与大行出身的丰富经验，掌舵齐鲁银行进入高质量发展的新时代。与此同时，张华行长（行内长期任职，年内或将触达监管规定的高管任职年龄约束）及多位副行长均由行内培养，人熟地熟，而所有副行长均为“70 后”，年富力强的管理层也保证业务落地高效率、不走样，战略蓝图可持续。

表 7：齐鲁银行现任管理层一览

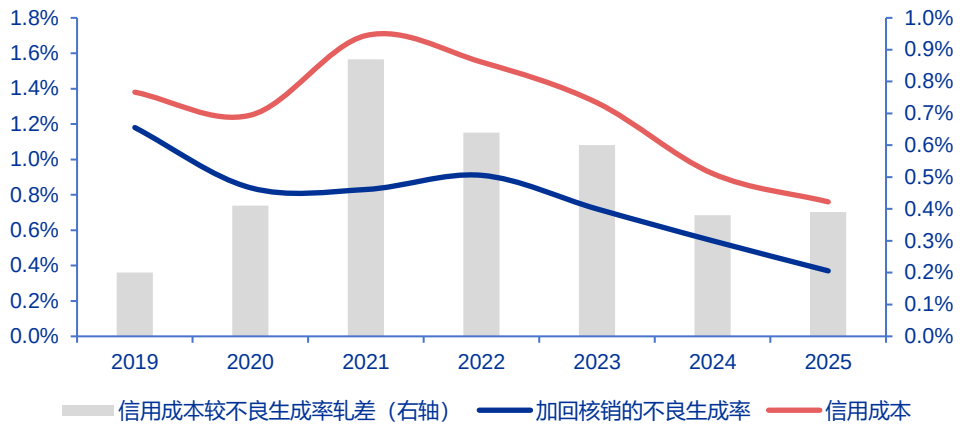
姓名	职务	年龄	履历
郑祖刚	董事长	54	**1972年出生，2023年3月起任本行董事长，**历任中国农业银行山东省分行信贷处办事员、办公室科长,中国农业银行泰安市分行党委委员、副行长,中国农业银行山东省分行办公室副主任、主任,中国农业银行山东省分行党委委员、行长助理,中国农业银行山东省分行党委委员、行长助理兼东营市分行党委书记、行长,中国农业银行山东省分行党委委员、副行长,中国农业银行天津市分行党委书记、行长,齐鲁银行党委书记。
张华	行长	60	**1966年出生，2021年12月起任本行行长，**历任山东银行学校教师、业务教研室副主任,济南市商业银行开元支行行长、信贷管理部总经理、信贷审批部总经理,济南市商业银行行长助理,齐鲁银行行长助理兼聊城分行行长,齐鲁银行行长助理兼青岛分行行长,齐鲁银行执行董事、副行长、党委委员等职务。
陶文喆	副行长	54	**1972年出生，2021年12月起任本行副行长，**历任济南市历城区黄台城市信用社信贷员,济南城市合作银行洪楼支行信贷副科长,济南市商业银行洪楼支行信贷副科长、科长,齐鲁银行天津分行负责人、行长,齐鲁银行行长助理兼天津分行行长,齐鲁银行行长助理等职务。
刘兰设	副行长	49	**1977年出生，2026年4月起任本行副行长，**历任人行济南分行银行监管一处办事员,工商银行监管处办事员、科员,山东银监局组长(正科级),山东银监局统计信息处副处长、监管调研员,威海银保监分局党委委员、国家金融监督管理总局山东监管局正处级领导干部、一级调研员等职务。
刘振水	副行长	49	**1974年出生，2026年4月起任本行副行长，**历任济南解放路城市信用社会计,济南市城市合作银行解放路支行会计,济南市商业银行解放路支行会计、信贷员,济南市商业银行舜井支行信贷员、市场营销部主任,齐鲁银行历下中心支行行长,齐鲁银行历下分行行长,齐鲁银行行长助理等职务。
胡金良	副行长	48	**1978年出生，2021年12月起任本行副行长，**历任济南市商业银行办公室业务经办、主办,齐鲁银行董事会办公室主任助理、副主任,齐鲁银行董事会办公室主任,齐鲁银行党委委员、董事会办公室主任,齐鲁银行执行董事、董事会秘书、党委委员,兼董事会办公室主任等。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

4.2 新增资产的安全性：政信底盘稳固，信用成本仍有进一步回落空间

现阶段信用成本相较不良生成率仍有明显“富余”空间，考虑到不良生成率或仍将回落，未来信用成本回落助力业绩释放仍有空间。2025 年末齐鲁银行贷款信用成本较加回核销后不良生成率轧差近 40bps。一方面，1Q26 齐鲁银行拨备覆盖率约 360%，领先上市城商行平均约 40pct，“安全垫”充足，有灵活的信用成本摆布空间；另一方面，对公信贷基本盘平稳（新投放贷款以政信为主，资产质量安心），零售端风险虽有暴露（2025 年末不良率较 2022 年提升约 1pct 至 2%），但仅占总贷款约 2 成，无碍不良生成率回落趋势。综合来看，我们认为齐鲁银行信用成本仍有继续回落空间，助力业绩增速保持行业前列。

图 42：齐鲁银行信用成本仍有回落空间

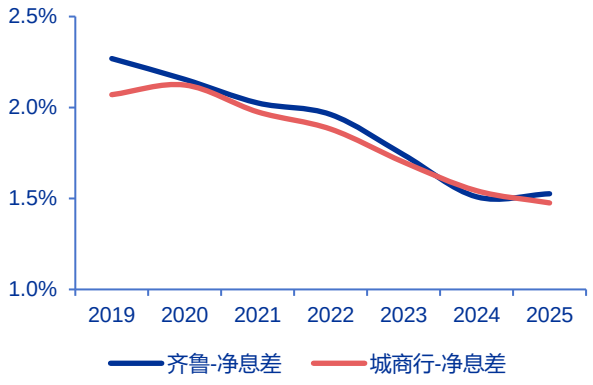


资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：此处为贷款信用成本，与 ROE 拆分处总资产信用成本口径不同

4.3 息差：低负债成本赋予省内进位价格优势，叠加更早消化资产降价压力，息差有望延续回升

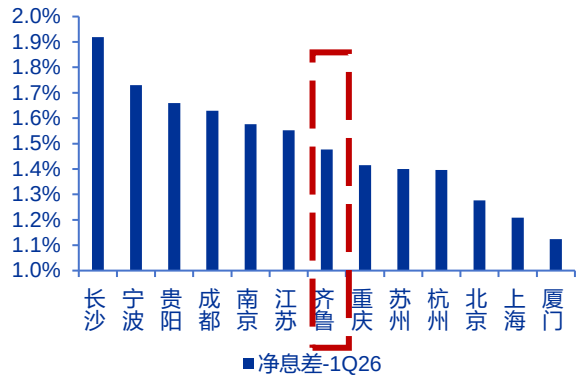
净息差处于同业中游水平，但受益于更早消化定价下行压力，2025 年息差边际已有回升。1Q26 齐鲁银行净息差为 1.48%，持平 A 股上市城商行平均水平。趋势上，2023 年山东开启债务置换，区域政信定价快速下行拖累 2023-2024 年齐鲁银行净息差下降 45bps（同业平均降幅为 34bps），但在定价压力前置消化，负债成本继续改善的背景下，2025 年齐鲁银行息差率先同比回升 2bps（A 股上市城商行：-7bps）。

图 43：边际趋势看，2025 年齐鲁银行息差率先回升



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 44：绝对水平看，齐鲁银行息差处于同业中游

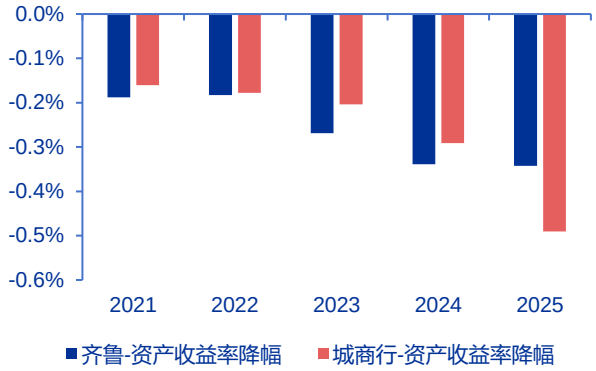


资料来源：公司财报，申万宏源研究

资产定价水平较同业偏低，前期受利率中枢下行及政信端降价影响承压，但 2025 年来稳定性明显更优。2020-2025 年齐鲁银行资产收益率、贷款收益率平均水平仅 3.90%、4.76%，落后 A 股上市城商行平均水平分别 20、11bps，相较同省上市城商行亦不占优，体现自身

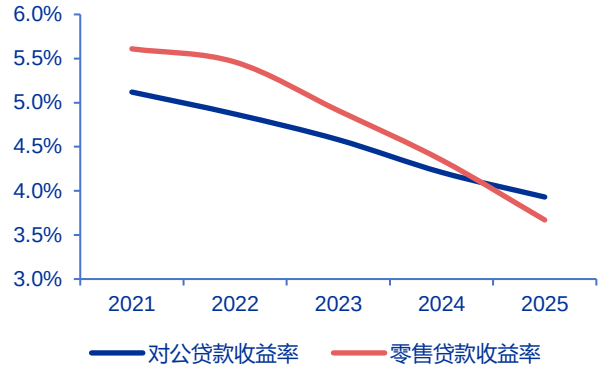
相对审慎的风险偏好。趋势上，2020-2025 年齐鲁银行资产收益率累计下降 132bps，降幅持平同业，但由于齐鲁银行降价节奏更为靠前，2025 年资产收益率降幅小于 A 股上市城商行 15bps。结合齐鲁银行以政信为主的新增资产结构，下阶段定价或将更为平稳。

图 45：2025 年来，齐鲁银行资产收益率稳定性明显好于可比同业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 46：齐鲁银行现阶段零售贷款降价压力更大但占比相对有限



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 8：齐鲁银行资产端定价水平整体较同业偏低

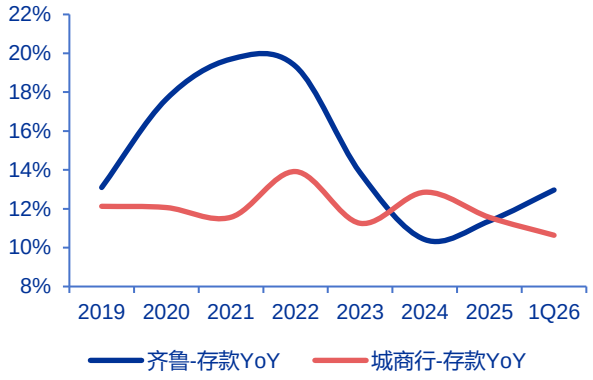
资产收益率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
齐鲁银行	4.53%	4.54%	4.48%	4.30%	4.11%	3.84%	3.50%	3.16%
青岛银行	4.33%	4.52%	4.48%	4.25%	4.22%	4.17%	3.94%	3.49%
江苏银行	4.50%	4.57%	4.61%	4.53%	4.53%	4.35%	4.05%	3.52%
杭州银行	4.46%	4.56%	4.39%	4.25%	4.06%	3.87%	3.64%	3.11%
苏州银行	4.75%	5.04%	4.68%	4.37%	4.23%	4.01%	3.63%	3.17%
厦门银行	4.84%	4.59%	4.23%	4.15%	3.93%	3.70%	3.50%	3.10%
城商行	4.64%	4.76%	4.63%	4.47%	4.30%	4.09%	3.80%	3.31%
齐鲁-城商行	-0.11%	-0.21%	-0.15%	-0.18%	-0.18%	-0.25%	-0.30%	-0.15%
贷款收益率	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
齐鲁银行	5.46%	5.46%	5.48%	5.26%	5.04%	4.67%	4.25%	3.87%
青岛银行	4.88%	5.13%	5.33%	5.08%	4.98%	4.85%	4.61%	4.14%
江苏银行	5.08%	5.32%	5.43%	5.36%	5.36%	5.18%	4.77%	4.27%
杭州银行	5.13%	5.54%	5.37%	5.11%	4.96%	4.60%	4.25%	3.65%
苏州银行	5.46%	5.87%	5.38%	4.89%	4.70%	4.29%	3.90%	3.51%
厦门银行	5.90%	5.97%	5.47%	5.05%	4.74%	4.36%	4.06%	3.63%
城商行	5.44%	5.63%	5.55%	5.30%	5.07%	4.81%	4.47%	4.04%
齐鲁-城商行	0.02%	-0.18%	-0.08%	-0.03%	-0.03%	-0.14%	-0.23%	-0.17%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

依托扎实的存款基础，齐鲁银行存款成本始终低于同业约 20bps，后续仍有可观改善空间。在本土大本营稳固、县域持续贡献存款以及政信沉淀三重助力下，“十四五”期间齐鲁银行存款保持约 15%的增速中枢（A 股上市城商行平均：12%），1Q26 存款在总负债中占比高达 66%（同业平均为 62%）。从成本看，2020-2025 年齐鲁银行平均存款成本率仅 2.05%，低于同业平均 18bps；2022 年以来，受益于存款报价下调及自身主动优化结构（大力沉淀低成本政信存款，2025 年对公存款成本下降 37bps 至 1.27%），带动 2025 年末存

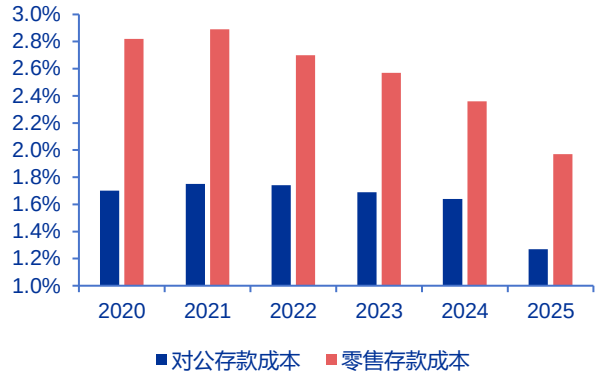
款成本较 2022 年下降 54bps 至 1.63%（其中 2025 年降幅为 37bps，较 2024 年扩大 25bps）。考虑到 2025 年末齐鲁银行定期存款占存款比重约 75%，结构持续优化下我们预计存款成本改善仍将继续支撑息差表现。

图 47：“十四五”期间齐鲁银行实现了更快于城商行同业的存款增长



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 48：受益于大力沉淀政信存款，2025 年齐鲁银行对公存款成本明显改善



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 9：齐鲁银行存款成本始终低于同业约 20bps

负债成本率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
齐鲁银行	2.46%	2.38%	2.34%	2.37%	2.24%	2.18%	2.06%	1.69%
青岛银行	2.66%	2.42%	2.34%	2.38%	2.37%	2.32%	2.18%	1.81%
江苏银行	3.15%	2.88%	2.63%	2.53%	2.42%	2.40%	2.19%	1.81%
杭州银行	2.80%	2.63%	2.43%	2.39%	2.32%	2.28%	2.13%	1.75%
苏州银行	2.89%	2.62%	2.40%	2.39%	2.30%	2.28%	2.18%	1.84%
厦门银行	3.08%	2.90%	2.70%	2.63%	2.45%	2.50%	2.42%	2.03%
城商行	2.74%	2.63%	2.52%	2.50%	2.41%	2.39%	2.25%	1.88%
齐鲁-城商行	-0.28%	-0.26%	-0.18%	-0.13%	-0.17%	-0.21%	-0.19%	-0.18%
存款成本率	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
齐鲁银行	1.91%	2.15%	2.18%	2.24%	2.17%	2.11%	1.99%	1.63%
青岛银行	1.81%	1.83%	2.04%	2.09%	2.21%	2.23%	2.08%	1.75%
江苏银行	2.47%	2.55%	2.47%	2.32%	2.34%	2.33%	2.10%	1.71%
杭州银行	2.11%	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%	2.19%	2.04%	1.67%
苏州银行	2.25%	2.33%	2.34%	2.25%	2.22%	2.21%	2.09%	1.76%
厦门银行	2.74%	2.68%	2.66%	2.63%	2.47%	2.47%	2.38%	2.00%
城商行	2.10%	2.29%	2.37%	2.35%	2.34%	2.32%	2.18%	1.84%
齐鲁-城商行	-0.19%	-0.15%	-0.19%	-0.11%	-0.17%	-0.21%	-0.19%	-0.21%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

5. 投资分析意见：ROE 提升趋势明朗，兼顾高股息优势，给予“买入”评级

在山东省“政信需求旺盛、新旧动能转换机遇、县域经济发达”三大区域红利下，资产质量干净、资本充足的齐鲁银行，依托拓疆县域和向省内其他地级市渗透，足以保持高速扩

表。叠加息差企稳向好，盈利能力回升趋势明晰，我们预计 2026-2028 年齐鲁银行归母净利润增速分别为 14.6%、14.4%、14.1%；中期层面，测算 ROE 有能力稳定约 13%：

1）假设 2027-2028 年息差中枢基本稳定约 1.55%。

2）中性假设信用成本回落至同业平均约 0.45%。

3）杠杆稳步提升可预期：假设第一阶段回升至约 17 倍。

表 10：测算齐鲁银行 ROE 有能力稳定于 13%中枢

2025	齐鲁银行
ROE	12.01%
信用成本	0.47%
净息差(2025)	1.53%

	ROE	杠杆倍数				
		16.0	16.5	17.0	17.5	18.0
信用成本	0.25%	15.4%	15.9%	16.3%	16.8%	17.3%
	0.35%	13.8%	14.2%	14.6%	15.1%	15.5%
	0.45%	12.2%	12.6%	12.9%	13.3%	13.7%
	0.55%	10.6%	10.9%	11.2%	11.6%	11.9%
	0.65%	9.0%	9.3%	9.5%	9.8%	10.1%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

短期齐鲁银行资本无约束、投放有抓手，直接受益“经济大省挑大梁”定调下山东发展机遇，预计扩表仍保持同业领先，叠加息差向好、信用成本有改善潜力，营收业绩预计仍保持行业第一梯队。同时，2022 年来齐鲁银行连续 3 年提升分红率，现阶段对应 26E 股息率超 4%，亦有高股息加持。预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 14.6%、14.4%、14.1%，现阶段仅对应约 0.69x26 年 PB，考虑到齐鲁银行独有的扩表确定性（少有的兼具区域优质、资本充足、抓手有力的城商行），而在资产质量向好的背景下，信用成本也有能力稳步回落，中期层面 ROE 回升路径清晰，短期来看业绩表现将继续保持行业第一梯队的优异表现，给予 0.83x26 年目标估值，对应 20.2%上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表（收盘价截至 2026 年 6 月 29 日）

上市银行	代码	股价	归母净利润-YoY				ROE			
		2026/6/29	2023	2024	2025	1Q26	2023	2024	2025	1Q26
江苏银行	600919.SH	11.13	13.3%	10.8%	8.3%	8.2%	14.4%	13.7%	13.1%	16.2%
南京银行	601009.SH	10.27	0.5%	9.1%	8.1%	8.0%	13.1%	12.8%	12.2%	14.3%
杭州银行	600926.SH	14.94	23.2%	18.1%	12.1%	10.1%	15.6%	16.0%	14.9%	19.4%
苏州银行	002966.SZ	7.13	17.4%	10.2%	5.5%	8.2%	12.0%	11.6%	10.8%	13.2%
厦门银行	601187.SH	7.08	6.3%	-2.6%	1.5%	7.4%	11.2%	9.4%	9.1%	10.3%
成都银行	601838.SH	18.03	16.2%	10.2%	3.3%	4.8%	18.8%	17.8%	15.5%	14.0%
重庆银行	601963.SH	10.33	1.3%	3.8%	10.5%	10.4%	10.0%	9.2%	9.7%	12.4%
平均			***11.5%***	***11.1%***	***8.6%***	***8.9%***	***13.2%***	***12.8%***	***12.2%***	***14.3%***
齐鲁银行	601665.SH	5.93	18.0%	17.8%	14.5%	14.0%	12.5%	12.5%	12.0%	11.4%

上市银行	代码	股价	不良率			拨备覆盖率			PB	
		2026/6/29	2024	2025	1Q26	2024	2025	1Q26	2026E	2027E
江苏银行	600919.SH	11.13	0.89%	0.84%	0.81%	350.1%	323.0%	308.4%	0.71	0.64
南京银行	601009.SH	10.27	0.83%	0.83%	0.83%	335.3%	313.6%	306.8%	0.64	0.59
杭州银行	600926.SH	14.94	0.76%	0.76%	0.76%	542.3%	503.7%	481.4%	0.72	0.65
苏州银行	002966.SZ	7.13	0.83%	0.82%	0.82%	483.5%	418.6%	381.2%	0.59	0.55
厦门银行	601187.SH	7.08	0.74%	0.77%	0.72%	392.0%	312.7%	307.0%	0.67	0.63
成都银行	601838.SH	18.03	0.66%	0.68%	0.68%	479.3%	426.2%	424.1%	0.78	0.71
重庆银行	601963.SH	10.33	1.25%	1.14%	1.12%	245.1%	245.6%	246.6%	0.62	0.57
平均			***0.86%***	***0.83%***	***0.82%***	***373.6%***	***349.9%***	***339.8%***	***0.68***	***0.63***
齐鲁银行	601665.SH	5.93	1.19%	1.05%	1.03%	322.4%	355.9%	357.5%	0.69	0.64

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

1）经济复苏显著低于预期：若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；

2）平台风险超预期暴露：若部分地方融资平台风险超预期暴露，或将导致银行资产质量承压；

3）核心管理层超预期变动：若核心管理层变动，公司战略偏移，或对日常经营及基本面稳定性产生扰动。

表 12：齐鲁银行盈利预测表

Income statement 利润表（百万元，RMB mn）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	同比增速（%） 2024	2025	2026E	2027E	2028E
Net interest income 净利息收入	**9,031**	**10,519**	**12,303**	**14,331**	**16,565**	***1.7%***	***16.5%***	***17.0%***	***16.5%***	***15.6%***
Non-interest income 非利息收入	**3,465**	**2,616**	**2,354**	**2,060**	**1,782**	***12.7%***	***-24.5%***	***-10.0%***	***-12.5%***	***-13.5%***
Net fee income 净手续费收入	1,264	1,198	1,258	1,321	1,387	*13.0%*	*-5.2%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
Operating income 营业收入	**12,496**	**13,135**	**14,657**	**16,391**	**18,347**	***4.6%***	***5.1%***	***11.6%***	***11.8%***	***11.9%***
Operating expenses 营业支出	**(3,569)**	**(3,861)**	**(4,131)**	**(4,421)**	**(4,730)**	***8.7%***	***8.2%***	***7.0%***	***7.0%***	***7.0%***
Taxes and surcharges 营业税	(145)	(138)	(126)	(141)	(158)	*15.5%*	*-4.8%*	*-8.4%*	*11.8%*	*11.9%*
PPOP 拨备前营业利润	**8,927**	**9,274**	**10,526**	**11,971**	**13,617**	***3.0%***	***3.9%***	***13.5%***	***13.7%***	***13.8%***
Impairment losses on assets 资产减值损失	(3,767)	(3,498)	(3,706)	(4,173)	(4,720)	*-11.3%*	*-7.1%*	*5.9%*	*12.6%*	*13.1%*
Loan impairment charges 贷款减值损失	(2,939)	(2,719)	(3,004)	(3,541)	(4,152)	*-20.4%*	*-7.5%*	*10.5%*	*17.9%*	*17.2%*
Operating profit 营业利润	**5,159**	**5,776**	**6,820**	**7,798**	**8,897**	***16.7%***	***11.9%***	***18.1%***	***14.3%***	***14.1%***
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	*-69.6%*	*-7.7%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
Profit before taxation 利润总额	**5,157**	**5,773**	**6,817**	**7,796**	**8,894**	***16.8%***	***12.0%***	***18.1%***	***14.4%***	***14.1%***
Income tax 所得税	(212)	(61)	(273)	(312)	(356)	*47.1%*	*-71.3%*	*348.7%*	*14.4%*	*14.1%*
Net profit 净利润	**4,945**	**5,712**	**6,545**	**7,484**	**8,538**	***15.8%***	***15.5%***	***14.6%***	***14.4%***	***14.1%***
Minority interest 少数股东权益	42	(1)	(1)	(1)	(2)	*-217.5%*	*-102.8%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
NPAT 归属股东净利润	**4,986**	**5,711**	**6,543**	**7,482**	**8,537**	***17.8%***	***14.5%***	***14.6%***	***14.4%***	***14.1%***
AT1 shareholders 优先股股息	329	329	329	329	329	*29.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	**4,657**	**5,382**	**6,214**	**7,153**	**8,208**	***17.1%***	***15.6%***	***15.5%***	***15.1%***	***14.7%***

Balance sheet 资产负债表（百万元，RMB mn）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	*2024*	*2025*	*2026E*	*2027E*	*2028E*
Total loans 贷款总额	337,142	382,834	440,259	504,096	577,190	*12.3%*	*13.6%*	*15.0%*	*14.5%*	*14.5%*
Total deposits 存款总额	439,541	489,531	562,961	647,405	744,515	*10.4%*	*11.4%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
NPLs 不良贷款余额	4,007	4,019	4,390	5,004	5,652	*5.9%*	*0.3%*	*9.2%*	*14.0%*	*13.0%*
Loan provisions 贷款损失准备	12,919	14,305	16,242	18,700	21,558	*12.5%*	*10.7%*	*13.5%*	*15.1%*	*15.3%*
Total assets 资产总额	689,539	804,381	937,683	1,080,384	1,246,425	*14.0%*	*16.7%*	*16.6%*	*15.2%*	*15.4%*
Total liabilitis 负债总额	641,204	750,717	880,379	1,018,901	1,180,227	*13.9%*	*17.1%*	*17.3%*	*15.7%*	*15.8%*
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	48,108	53,513	57,143	61,313	66,018	*15.8%*	*11.2%*	*6.8%*	*7.3%*	*7.7%*
Other equity instruments 优先股及其他	7,499	4,499	4,499	4,499	4,499	*0.0%*	*-40.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	598,430	689,346	800,287	925,327	1,065,036	*17.3%*	*15.2%*	*16.1%*	*15.6%*	*15.1%*
Per share data (Yuan) 每股数据（元）										
Shares 普通股股本（百万股）	4,835	6,154	6,154	6,154	6,154	*2.7%*	*27.3%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
EPS	0.96	0.87	1.01	1.16	1.33	*14.0%*	*-9.2%*	*15.5%*	*15.1%*	*14.7%*
BVPS	8.40	7.96	8.55	9.23	10.00	*16.1%*	*-5.2%*	*7.4%*	*7.9%*	*8.3%*
DPS	0.26	0.25	0.29	0.33	0.38	*18.8%*	*-4.6%*	*15.5%*	*15.1%*	*14.7%*
PPOP/sh	1.85	1.51	1.71	1.95	2.21	*0.3%*	*-18.4%*	*13.5%*	*13.7%*	*13.8%*

Main indicators主要指标（%）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	*2024*	*2025*	*2026E*	*2027E*	*2028E*
ROA	0.76%	0.76%	0.75%	0.74%	0.73%	*0.00%*	*0.00%*	*-0.01%*	*-0.01%*	*-0.01%*
ROE	12.48%	12.01%	12.23%	13.07%	13.87%	*0.01%*	*-0.46%*	*0.22%*	*0.84%*	*0.80%*
NIM 净息差	1.51%	1.53%	1.54%	1.55%	1.56%	*-0.23%*	*0.02%*	*0.01%*	*0.01%*	*0.01%*
Cost-to-income ratio 成本收入比	27.41%	28.35%	27.33%	26.11%	24.92%	*0.99%*	*0.94%*	*-1.02%*	*-1.22%*	*-1.19%*
Effective tax rate 有效所得税率	4.11%	1.05%	4.00%	4.00%	4.00%	*0.85%*	*-3.05%*	*2.95%*	*0.00%*	*0.00%*
LDR 贷存比	76.70%	78.20%	78.20%	77.86%	77.53%	*1.29%*	*1.50%*	*0.00%*	*-0.34%*	*-0.34%*
NPL ratio 不良率	1.19%	1.05%	1.00%	0.99%	0.98%	*-0.07%*	*-0.14%*	*-0.05%*	*0.00%*	*-0.01%*
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	322.38%	355.91%	369.99%	373.73%	381.39%	*18.80%*	*33.54%*	*14.08%*	*3.74%*	*7.66%*
Provision ratio 拨贷比	3.83%	3.74%	3.69%	3.71%	3.73%	*0.00%*	*-0.10%*	*-0.05%*	*0.02%*	*0.03%*
Credit cost 信用成本	0.92%	0.76%	0.73%	0.75%	0.77%	*-0.40%*	*-0.17%*	*-0.03%*	*0.02%*	*0.02%*
Non-interest income/operating income 非息收入占比	27.73%	19.92%	16.06%	12.57%	9.71%	*2.01%*	*-7.81%*	*-3.85%*	*-3.50%*	*-2.86%*
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	10.12%	9.12%	8.58%	8.06%	7.56%	*0.75%*	*-1.00%*	*-0.54%*	*-0.52%*	*-0.50%*
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	10.75%	11.61%	11.06%	10.59%	10.16%	*0.59%*	*0.86%*	*-0.55%*	*-0.47%*	*-0.43%*
Tier 1 CAR 一级资本充足率	12.93%	12.68%	12.00%	11.42%	10.90%	*0.52%*	*-0.25%*	*-0.68%*	*-0.58%*	*-0.52%*
CAR 资本充足率	15.17%	14.80%	14.01%	13.35%	12.74%	*-0.20%*	*-0.38%*	*-0.79%*	*-0.67%*	*-0.60%*

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 13：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 6 月 29 日）

上市银行	代码	收盘价	自由流通市值	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
		(元)	(亿元)	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
建设银行	601939.SH	9.83	653	7.43	7.14	0.69	0.65	9.6%	9.4%	0.75%	0.74%	4.0%	4.1%
中国银行	601988.SH	5.80	709	7.78	7.37	0.65	0.62	8.6%	8.6%	0.68%	0.67%	3.9%	4.1%
交通银行	601328.SH	6.57	1,509	6.38	6.22	0.48	0.46	7.7%	7.5%	0.62%	0.60%	4.9%	5.1%
邮储银行	601658.SH	4.97	778	7.15	6.92	0.56	0.53	8.0%	7.8%	0.46%	0.45%	4.4%	4.5%
招商银行	600036.SH	36.42	3,856	6.17	5.89	0.77	0.70	13.0%	12.4%	1.16%	1.14%	5.5%	5.7%
中信银行	601998.SH	7.13	350	5.81	5.57	0.51	0.48	9.1%	8.9%	0.71%	0.71%	5.3%	5.5%
民生银行	600016.SH	3.29	800	5.21	5.10	0.25	0.24	4.8%	4.8%	0.39%	0.39%	5.7%	5.8%
浦发银行	600000.SH	8.73	1,049	5.96	5.63	0.38	0.36	6.5%	6.5%	0.51%	0.51%	4.8%	5.1%
兴业银行	601166.SH	16.88	2,553	4.76	4.56	0.41	0.38	8.8%	8.7%	0.70%	0.69%	6.3%	6.5%
光大银行	601818.SH	2.95	465	5.10	5.06	0.33	0.32	6.7%	6.4%	0.54%	0.52%	5.9%	5.9%
华夏银行	600015.SH	6.52	332	4.21	4.31	0.31	0.30	7.6%	7.0%	0.56%	0.51%	6.4%	6.3%
平安银行	000001.SZ	10.24	836	4.92	4.79	0.41	0.39	8.7%	8.4%	0.71%	0.71%	5.8%	5.9%
浙商银行	601916.SH	2.74	392	6.28	6.27	0.40	0.38	6.6%	6.3%	0.39%	0.38%	5.2%	5.2%
南京银行	601009.SH	10.27	544	5.64	5.15	0.64	0.59	11.9%	12.0%	0.73%	0.69%	5.4%	5.9%
宁波银行	002142.SZ	30.76	1,067	6.43	5.68	0.83	0.74	13.5%	13.8%	0.85%	0.84%	3.9%	4.4%
江苏银行	600919.SH	11.13	1,656	5.81	5.32	0.71	0.64	12.9%	12.7%	0.73%	0.68%	5.1%	5.5%
上海银行	601229.SH	8.89	814	5.22	5.03	0.48	0.45	9.5%	9.2%	0.74%	0.74%	5.8%	6.1%
杭州银行	600926.SH	14.94	734	5.38	4.82	0.72	0.65	14.2%	14.2%	0.84%	0.84%	4.4%	4.9%
苏州银行	002966.SZ	7.13	264	5.70	5.19	0.59	0.55	10.8%	10.9%	0.72%	0.68%	5.0%	5.6%
成都银行	601838.SH	18.03	393	5.66	5.28	0.78	0.71	14.5%	14.0%	0.95%	0.92%	5.1%	5.3%
重庆银行	601963.SH	10.33	71	6.31	5.65	0.62	0.57	10.2%	10.5%	0.61%	0.58%	4.5%	4.8%
齐鲁银行	601665.SH	5.93	223	5.87	5.10	0.69	0.64	12.2%	13.1%	0.75%	0.74%	4.2%	4.9%
厦门银行	601187.SH	7.08	84	8.90	8.07	0.67	0.63	7.7%	8.0%	0.53%	0.54%	3.5%	3.1%
无锡银行	600908.SH	5.22	80	5.03	4.82	0.47	0.43	9.7%	9.4%	0.81%	0.78%	4.8%	4.9%
常熟银行	601128.SH	5.92	197	4.21	3.81	0.56	0.50	14.0%	13.8%	1.18%	1.21%	4.6%	5.0%
江阴银行	002807.SZ	3.78	96	4.69	4.42	0.48	0.44	10.6%	10.3%	0.94%	0.92%	3.2%	3.1%
苏农银行	603323.SH	3.95	76	3.70	3.49	0.39	0.36	10.9%	10.6%	0.90%	0.89%	5.3%	5.6%
张家港行	002839.SZ	3.98	77	4.99	4.77	0.48	0.44	10.1%	9.7%	0.87%	0.86%	3.0%	3.1%
瑞丰银行	601528.SH	4.50	76	4.46	4.38	0.42	0.39	9.7%	9.1%	0.79%	0.73%	4.7%	4.7%
紫金银行	601860.SH	2.46	67	7.04	6.86	0.39	0.35	5.9%	5.4%	0.43%	0.42%	3.1%	3.2%
沪农商行	601825.SH	7.85	437	6.04	5.86	0.56	0.52	9.5%	9.2%	0.79%	0.77%	5.5%	5.6%
渝农商行	601077.SH	6.37	334	5.55	5.08	0.51	0.47	9.6%	9.7%	0.78%	0.77%	5.0%	5.5%
	A 股板块平均			***6.08***	***5.77***	***0.58***	***0.54***	***10.0%***	***9.8%***	***0.74%***	***0.72%***	***5.1%***	***5.2%***

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

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

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

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

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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