仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

银行

2026 年 09 月 29 日

青岛银行 (002948)

—— 结构向优、息差韧性，业绩成长领跑同业

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据:	2026 年 09 月 28 日
收盘价（元）	6.06
一年内最高/最低（元）	6.42/4.19
市净率	0.8
股息率%（分红/股价）	2.97
流通 A 股市值 (百万元)	21,345
上证指数/深证成指	3,823.62/12,858.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	7.51
资产负债率%	93.73
总股本/流通 A 股(百万)	5,820/3,522
流通 B 股/H 股（百万）	-/2,292

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

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

- **高成长区域翘楚，“十四五”期间 ROE 稳步回升。**截至 6 月末，青岛银行总资产规模约 8500 亿，同比增长 14.2%，2022-2Q26 保持约 14%的扩表中枢。有效以量补价叠加信用成本回落，有力支撑领跑行业的业绩表现，2024 年来归母净利润增速稳居上市银行前 2；1H26 同比增长 18.1%，夺魁上市银行。亮眼业绩驱动，2025 年末 ROE 较 2020 年提升 4pct 至 12.65%。
- **在发展中优化资产结构，深耕实体。提升信贷占比的同时，下阶段将进一步渗透异地区域，成为“十五五”期间的新引擎。但也要看到，青岛银行目前核心一级资本距离监管底线仅约 1.2pct，提升资本效用、适时补充核心一级资本也是更为迫切的考量。**
  - 2018 年来，扩表驱动转向贷款，资产结构持续优化；与此同时，深耕实体，相关贷款占比上市城商行（下文以可比同业平均指代）第 1。2017-2Q26 青岛银行总资产、贷款 CAGR 分别为 12.7%、18.9%，贷款在总资产中占比由 2016 年末的 31.4%提升至 2Q26 的 50%。节奏上，2018-2023 年着力压降同业资产，扩表降速；2023 年结构优化初步见效、重归提速，2Q26 总资产、贷款增速分别为 14.2%、16.1%，领跑同业（11.3%、12.0%），也是少有的贷款增速快于资产增速的银行。2Q26 制造业+批零占总贷款 31%、可比同业第 1。
  - 省内异地贡献或将继续提升。近年来青岛本土经济有所降速，但前期已完成全省地级市网点布局，下阶段重心将从“铺网点”转向“提产能”；异地贡献稳步提升（贡献 2020-2Q26 信贷增量的 59%，总贷款中占比较 2020 年提升 7pct 至 53%）也有望持续支撑信贷扩张。在济南、威海、淄博、潍坊基础扎实的背景下，烟台、临沂分行有望“迎头赶上”，成为扩表新驱动（分别是山东 GDP 第 3、第 5 大市，空间广阔；1H26 合计贡献贷款增量 9%，较“十四五”期间提升 7pct）。
  - 适时外源补充资本更有利于高质量发展、讲好成长故事。2Q26 核心一级资本充足率仅 8.68%，离监管底线 1.2pct，在银行再融资尚未放开的背景下，全行重点聚焦资本内生留存和精细化管理。2025 年 8 月，董事会已审议通过 48 亿可转债发行预案，若未来再融资重启，可转债成功发行并顺利转股，可额外支撑超 600 亿投放（详见 2.1）。
- **领先同业的 ROE 背后，除杠杆高效利用、以量补价外，息差也彰显一定的韧性。展望未来，在资产质量持续向好的基础上，后续信用成本或也将保持稳定。**
  - 负债成本改善叠加异地渗透支撑定价，优于同业的息差趋势有望延续。1H26 净息差 1.63%（同业平均：1.5%），2022-1H26 仅下降 13bps（可比同业平均下降近 40bps）。资产端，客群聚焦中小，定价水平领先，差异化的客户画像也保证更为平稳的趋势（2021-1H26，资产收益率仅下降 105bps，低于同业 30bps），而从“省内价格洼地”向异地拓展也将有效支撑定价表现；负债端，自身存款基础扎实（2Q26 存款在总负债中占比 66%），1H26 负债成本率、存款成本率分别为 1.54%、1.47%，低于可比同业平均 8、11bps。目前定期存款在总存款中占比约 76%（可比同业第 4），后续成本优化或仍有空间。
  - 资产质量迈向同业第一梯队，下阶段信用成本有望保持平稳。2017 年来，主动从严认定叠加大力处置（2018-1H26 累计核销 155 亿，占总贷款 0.7%），对公历史包袱有效化解，不良率连续 8 年回落（较 2017 年下降 74bps 至 2Q26 的 0.95%）、拨备覆盖率连续 6 年提升（2Q26 为 312%，较 2017 年底部提升近 160pct）。2Q26 青岛银行逾期率、关注率仅 1.17%、0.56%的绝对低位，1H26 年化不良生成率稳定于 0.4%，审慎风控下，后续资产质量有望保持稳健。
- **投资分析意见：“十四五”期间，有效以量补价叠加信用成本向好，业绩表现领先行业，带动 ROE 平稳回升。在资本较为约束的当下，加强内生资本留存及精细化资本管理是支撑规模高质量扩张的必要之举，短期业绩增速或仍将保持同业领跑，但也更期待外源补充可适时畅通。**预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 15.4%、14.3%、13.9%，现阶段对应约 0.83 倍 26 年 PB，首次覆盖给予 0.91 倍 26 年目标估值，对应 10.2%上升空间，给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济复苏显著低于预期，零售风险超预期暴露，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）	13,497.53	14,572.78	15,796.91	17,143.38	18,673.96
营业总收入同比增长率（%）	8.22	7.97	8.40	8.52	8.93
资产减值损失（百万元）	3,535.00	3,534.84	4,084.17	4,081.15	4,325.57
资产减值损失同比增长率（%）	-12.32	0.00	15.54	-0.07	5.99
归母净利润（百万元）	4,264.12	5,187.74	5,986.27	6,841.61	7,791.28
归母净利润同比增长率（%）	20.16	21.66	15.39	14.29	13.88
每股收益（元/股）	0.69	0.85	0.94	1.09	1.25
ROE（%）	11.48	12.65	13.15	14.44	15.70
不良贷款率（%）	1.14	0.97	0.95	0.95	0.94
拨备覆盖率（%）	241.32	292.30	308.89	311.79	313.49
市盈率	8.75	7.12	6.43	5.56	4.84
市净率	0.94	0.87	0.83	0.78	0.74

投资案件

投资评级与估值

“十四五”期间，有效以量补价叠加信用成本向好，业绩表现领先行业，带动 ROE 平稳回升。客观而言，在资本较为约束的当下，加强内生资本留存及精细化资本管理是支撑规模高质量扩张的必要之举，短期业绩增速或仍将保持同业领跑，但也更期待外源补充可适时畅通。预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 15.4%、14.3%、13.9%，现阶段对应约 0.83 倍 26 年 PB，首次覆盖给予 0.91 倍 26 年目标估值，对应 10.2%上升空间，给予“增持”评级。

关键假设点

预计青岛银行 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 15.4%、14.3%、13.9%。1）规模：预计 2026-2028 年贷款同比增速分别为 15.0%、14.0%、13.0%。2）息差：预计 2026-2028 年息差分别同比-5、+0、+1bps。3）资产质量：预计 2026-2028 年不良率分别为 0.95%、0.95%、0.94%，拨备覆盖率分别为 308.9%、311.8%、313.5%。

有别于大众的认识

1）市场对青岛银行以中小实体、省内异地为抓手的扩表新思路认知尚不充分。伴随结构调整见效（贷款在总资产中占比由 2016 年末的 31.4%提升至 2Q26 的 50%，其中制造业+批零贷款占总贷款 31%、上市城商行第一），2023 年后重归提速，2Q26 总资产、贷款增速分别为 14.2%、16.1%，领跑同业，也是少有的贷款增速快于总资产增速的银行。近年来青岛本土经济有所降速，但前期已完成全省地级市网点布局，下阶段重心将从“铺网点”转向“提产能”；异地信贷贡献稳步提升（贡献 2020-2Q26 信贷增量的 59%，在总贷款中占比较 2020 年提升 7pct 至 53%）也有望支撑高景气的信贷扩张。具体而言，在济南、威海、淄博、潍坊基础扎实的背景下，烟台、临沂分行有望“迎头赶上”，成为扩表新驱动（分别是山东 GDP 第 3、第 5 大市，空间广阔；1H26 合计贡献贷款增量 9%，较“十四五”期间提升 7pct）。

2）市场对青岛银行持续向好的资产质量认知尚不充分。2017 年来，主动从严认定叠加大力处置（2018-1H26 累计核销 155 亿，占总贷款 0.7%），青岛银行对公历史包袱有效化解，不良率连续 8 年回落（较 2017 年下降 74bps 至 2Q26 的 0.95%）、拨备覆盖率连续 6 年提升（2Q26 为 312%，较 2017 年底部提升近 160pct）。今年来，青岛地区银行业机构资产质量边际略有波动，但 2Q26 青岛银行逾期率、关注率仅 1.17%、0.56%的绝对低位，1H26 年化不良生成率稳定于 0.4%，审慎风控下，后续资产质量有望保持稳健。

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）零售风险超预期暴露；3）核心管理层超预期变动。

仅供内部交流，请勿外传

目录

1. 高成长区域翘楚，业绩高景气带动 ROE 回升 6
1.1 股权多元，管理层视野广阔、高质量掌舵新三年 6
1.2 立足青岛、挖掘全省，好区域支撑优成长 8
1.3 更稳的息差叠加充分用足杠杆，驱动“十四五”期间 ROE 逆势提升 10
2. 基本面拆解：息差稳健、资产质量向优，高质量成长更需适时资本补充护航 12
2.1 扩表驱动转向信贷；快速扩张的同时，适时外源补充资本亦有必要 12
2.2 负债成本改善叠加异地渗透支撑定价，优于同业的息差趋势有望延续 17
2.3 资产质量趋向同业第一梯队，信用成本有望保持平稳 19
3. 投资分析意见：高成长、优业绩，首次覆盖给予“增持”评级 22
4. 风险提示 22

图表目录

图 1：截至 2Q26，全行资产规模已近 8500 亿元，同比增速 14.2%领跑 6
图 2：青岛银行发展历程一览 6
图 3：2025 年山东 GDP 迈过十万亿大关 8
图 4：2022 年来山东 GDP 增速快于全国 8
图 5：2025 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） 9
图 6：2025 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） 9
图 7：2022 年来，青岛银行 ROE 持续回升，趋势更好于可比同业 10
图 8：“十四五”期间，青岛银行 ROE 提升幅度居上市城商行前列 10
图 9：历史上青岛银行非息在营收中占比近 4 成，近年受降费影响有所下降 11
图 10：由“铺网点”转向“提产能”，下一阶段青岛银行成本收入比有望回落 11
图 11：2023 年来青岛银行总资产扩张提速，快于上市城商行平均 12
图 12：相比同业，青岛银行贷款扩张逆势提速 12
图 13：2Q26 青岛银行实体类贷款占比超 30%，位居上市城商行第一 14
图 14：2024 年来，青岛银行累计压降消费贷超 80 亿 14
图 15：2021 年来，青岛银行本地贷款市占率保持高位平稳，2Q26 约 6% 15
图 16：2024 年来，青岛市贷款增长中枢有所放缓 15
图 17：2Q26，青岛以外地区贷款在总贷款盘子中占比已突破 5 成 15
图 18：相比当地经济体量，临沂、烟台分行仍有进一步挖掘潜力（图中为当地分行总资产占全行比重） 15
图 19：烟台市、临沂市经济体量大，或将是下阶段青岛银行异地重点发力方向 15
图 20：截至 2Q26，青岛银行核心一级资本充足率仅 8.68%，落后上市城商行同业 17
图 21：2Q26 青岛银行核心一级资本充足率距监管底线缓冲垫仅 1.2pct 17
图 22：2022 年来，青岛银行净息差降幅小于城商行同业，息差韧性更强 18
图 23：绝对水平看，青岛银行息差处于同业中上游 18
图 24：2017 年以来，青岛银行不良率连续 8 年下降 20
图 25：青岛银行不良率绝对水平居于同业中游 20

图 26：2Q26 青岛银行拨备覆盖率为 312%，较 2017 年底部累计提升近 160pct 20
图 27：青岛银行拨备覆盖率提升至同业中游水平 20
图 28：2018 年来，以“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”衡量的不良认定标准始终保持 100%以下 21
图 29：2018 年来青岛银行累计核销超 155 亿元 21
图 30：2Q26 青岛银行逾期率 1.17%，低于同业平均 11bps 21
图 31：2Q26 青岛银行关注率保持 0.56%极低水平 21
图 32：2024 年来，青岛地区银行业金融机构不良率有所抬升 21

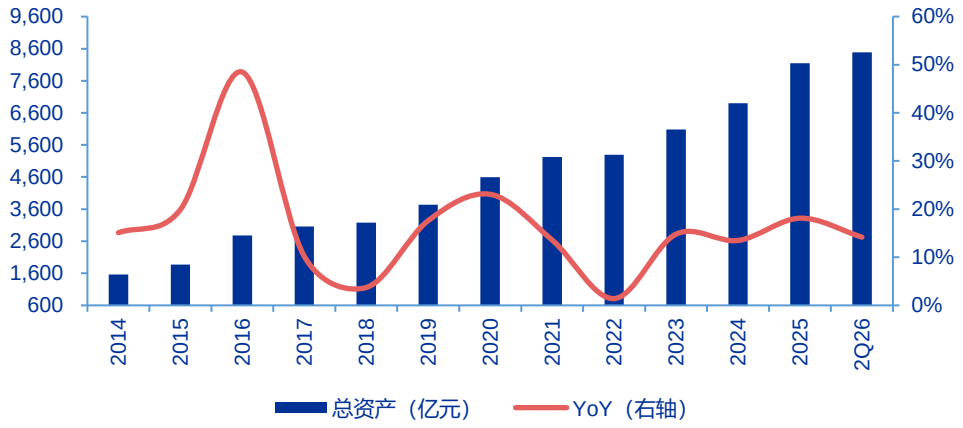
表 1：现阶段青岛银行股权结构呈现“三足鼎立，性质多元”的特征 7
表 2：青岛银行现任管理层一览 8
表 3：青岛市着力打造“10+1”创新型产业体系 9
表 4：2022 年来，信用成本回落、息差凸显韧性叠加杠杆倍数抬升驱动青岛银行 ROE 持续改善 11
表 5：横向对比同业，青岛银行杠杆倍数、息差优势明显，成本收入比仍有进一步改善空间 11
表 6：2018 年来，青岛银行资产结构更趋回归实体，负债端存款基础也明显夯实 13
表 7：信贷结构看，对公底盘稳固，实体、政信是贷款增量的双轮 14
表 8：青岛银行各地分支机构一览 16
表 9：当前冗余资本和利润留存可支撑超 3300 亿贷款投放，若假设 48 亿可转债成功发行且转股，可额外打开超 600 亿信贷投放空间 17
表 10：青岛银行资产、贷款定价水平整体优于可比城商行，边际看也更为平稳 .. 18
表 11：青岛银行负债成本及存款成本始终低于同业 19
表 12：可比公司估值表（收盘价截至 2026 年 9 月 28 日） 22
表 13：青岛银行盈利预测表 23
表 14：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 9 月 28 日） 24

1. 高成长区域翘楚，业绩高景气带动 ROE 回升

1.1 股权多元，管理层视野广阔、高质量掌舵新三年

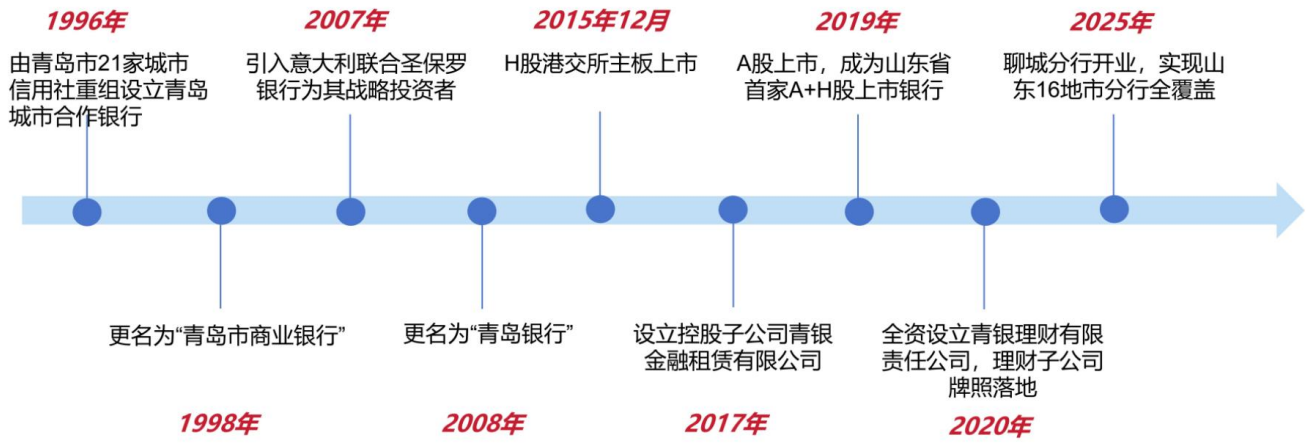
立足青岛、覆盖全省的区域翘楚，“十四五”期间业绩领跑行业，ROE 实现平稳回升。1996 年，青岛银行由 21 家城市信用社重组设立青岛市合作银行；2008 年正式更名为青岛银行；2015、2019 年分别完成 H 股、A 股上市，成为全国第二家“A+H”上市城商行；2025 年聊城分行开业，实现山东省地级市全覆盖。截至 2Q26，公司总资产规模已近 8500 亿大关（2022-2Q26 区间 CAGR 约 14%）；业绩表现看，2024 年来归母净利润增速稳居上市银行前 2；1H26 同比增长 18.1%，夺魁上市银行。高景气的业绩表现驱动下，2025 年末青岛银行 ROE 为 12.65%，较 2020 年末提升 4pct，也是少有可以在“十四五”期间实现 ROE 提升的银行。

图 1：截至 2Q26，全行资产规模已近 8500 亿元，同比增速 14.2%领跑



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2：青岛银行发展历程一览



资料来源：公司财报，申万宏源研究

股权结构呈现国资主导、兼具外资及产业股东的多元特征，本土产业资本减持或告一段落。截至 2026 年 7 月，青岛银行前三大股东分别为意大利联合圣保罗银行（外资股东，目前持股比例 17.5%）、青岛国信产融（国资股东，持股比例 16.2%）、海尔产业及其一致行动人（合计持股 15.4%），外资、国资、本土产业资本等多元股东结构，也是青岛银行本土政信、实体资源的重要来源。此外，7 月中旬海尔产业减持计划已实施完成（减持股份占总股本比例 1.84%），后续股权结构或将保持稳健。

表 1：现阶段青岛银行股权结构呈现“三足鼎立，性质多元”的特征

排序	股东名称	类别	持股占比(%)
1	意大利联合圣保罗银行	外资	17.5
2	青岛国信产融控股（集团）有限公司	国资	16.2
3	青岛海尔产业发展有限公司	民企	7.3
4	青岛海尔空调电子有限公司	民企	4.9
5	海尔智家股份有限公司	民企	3.3
6	青岛海仁投资有限责任公司	民企	3.0
7	青岛华通国有资本投资运营集团有限公司	国资	2.1
8	青岛即发集团股份有限公司	民企	2.0
9	国信证券股份有限公司	-	1.2
合计持股占比			57.5

资料来源：公司财报，申万宏源研究

核心“两长”深耕本土、视野广阔，搭配熟稔业务的管理团队，高质量奔赴“新三年”。2022 年 7 月监管核准景在伦董事长任职资格，2023 年 3 月，吴显明行长到任，正式标志核心管理团队搭配完成。景董事长、吴行长均在大行系统长期耕耘，且具备大行山东本地分行管理经验，而多名副行长也出身一线、熟悉本土、熟悉业务。核心管理团队在过去三年坚实打牢了青岛银行发展地基，而在核心管理层稳定、战略清晰可落地加持下，“新三年”青岛银行资产规模有望稳步迈向新台阶。

表 2：青岛银行现任管理层一览

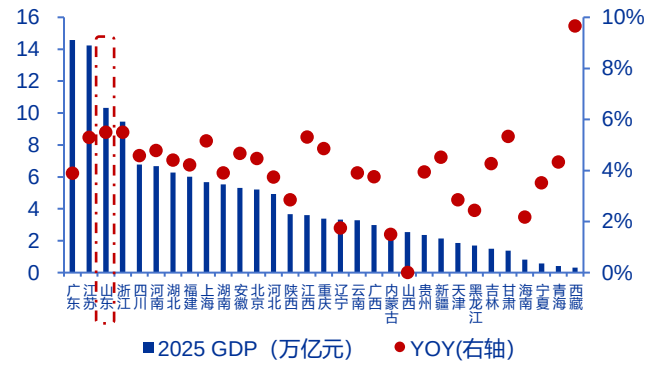
姓名	职务	年龄	履历
景在伦	董事长	57	**2022年6月起任本行董事长，**历任中国银行山东省分行党委组织部部长、人力资源部总经理，中国银行云南省分行党委委员、行长助理，党委委员、副行长，中国银行山东省分行党委委员、副行长（其间兼任中国银行济南分行党委书记、行长）等职务，现兼任青岛市金融业联合会理事长。
吴显明	行长	55	**2023年3月起任本行行长，**历任中国农业银行深圳市宝安支行党委委员、党委书记、行长，中国农业银行青岛市分行党委委员、副行长，中国农业银行西藏自治区分行党委委员、副行长。
刘鹏	副行长	45	**2019年10月起任本行副行长，**曾在中国农业银行青岛分行工作，曾任恒丰银行总行国际业务部总经理助理；曾任本行金融市场事业部总裁、金融市场业务总监，青银理财有限责任公司董事、董事长等职务。
陈霜	副行长	58	**2017年1月起任本行副行长，**历任中信实业银行(现称中信银行)青岛分行四方支行贸易清算部副总经理、行长助理、副行长,中信实业银行青岛分行营业部副总经理兼国际业务部总经理、资金资本市场部总经理。
张迟红	副行长	47	**2023年7月起任本行副行长，**历任青岛市政协办公厅秘书处副处长、青岛市纪委案管室副处级检查员、青岛农村商业银行股份有限公司综合管理部总经理(其间兼任章丘支行行长、党委办公室主任)等职务。
张猛	副行长	54	**2023年7月起任本行副行长，**历任中国银行青岛分行山东路支行行长、市北支行行长、公司金融部总经理等职务；曾任本行市北支行行长、总监兼人力资源部总经理。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.2 立足青岛、挖掘全省，好区域支撑优成长

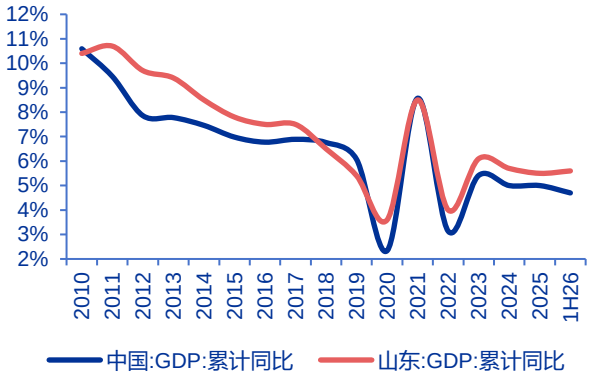
山东是传统人口、经济大省，基建旺盛，制造业新旧动能转换也赋予新的成长机遇。2025 年末，山东省 GDP 总量达 10.3 万亿，为全国第三个、北方第一个迈过十万亿大关的省份。根据国家统计局披露，2025 年山东省 GDP 增速约 5.5%，2022 年来快于全国。2025 年末山东省存贷款规模分别为 19.0、16.3 万亿元，排名全国第 6、第 4，“十四五”CAGR 分别为 10%、11%，领跑经济大省。

图 3：2025 年山东 GDP 迈过十万亿大关



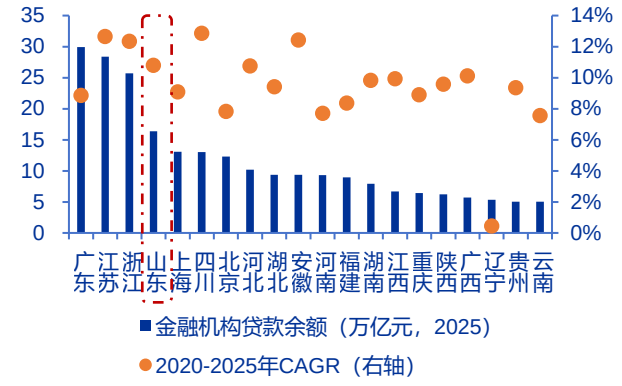
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2022 年来山东 GDP 增速快于全国



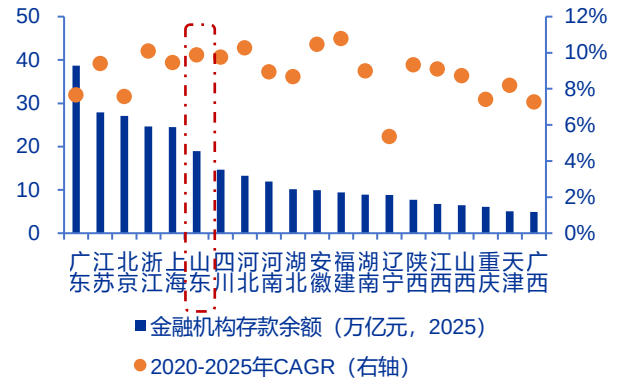
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2025 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 6：2025 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

青岛市是山东省传统经济高地，边际上看，区域产业经济转型期发展降速无可厚非，更应看到高新产业持续布局的成长潜力。2025 年末 GDP 规模为 1.76 万亿，稳居山东省各城市第一。2025 年来，青岛 GDP 增速持续慢于山东省，2024 年来信贷增长也“下台阶”。但应该看到，青岛市已在着力打造“10+1”创新型产业体系，涵盖人工智能、生命健康、空天信息等高端前沿产业，有望接棒成为经济新驱动；另一方面，在山东省经济体量大、增长平稳的大背景下，青岛银行也已实现全省地级市网点覆盖，异地发力也有望成为信贷增量的有力增长极。

表 3：青岛市着力打造“10+1”创新型产业体系

“10+1”创新型产业体系		
类别	产业	代表企业
先导产业	新一代信息技术	歌尔科技有限公司等
	人工智能	青岛海信网络科技股份有限公司、中科曙光国际信息产业有限公司
新兴产业	生命健康	青岛国信制药有限公司、青岛海尔生物医疗股份有限公司
	智能网联新能源汽车	一汽-大众汽车有限公司青岛分公司、上汽通用五菱汽车股份有限公司青岛分公司
	低空经济	空中客车直升机（青岛）有限公司、中科星图智慧科技有限公司
	绿色能源	青岛特来电新能源科技有限公司、中国长江三峡集团有限公司山东分公司
	智能装备	中车青岛四方机车车辆股份有限公司、海克斯康制造智能技术（青岛）有限公司
优势产业	智能家电	海尔智家股份有限公司、海信集团控股股份有限公司
	高端化工与新材料	中国石化青岛炼油化工有限责任公司、双星集团有限责任公司
	现代轻工	青岛啤酒股份有限公司、青岛雀巢有限公司
未来产业	空天信息、类脑智能等	-

资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.3 更稳的息差叠加充分用足杠杆，驱动“十四五”期间 ROE 逆势提升

青岛银行 ROA 水平与同业基本相当，但杠杆高效利用，ROE 绝对水平领先，且 2022 年来逆势回升，“十四五”期间提升幅度居同业首位。2022-2025 年，青岛银行 ROE 由 9.49%提升至 12.65%（上市城商行平均 ROE 由 12.73%下降至 11.13%）：

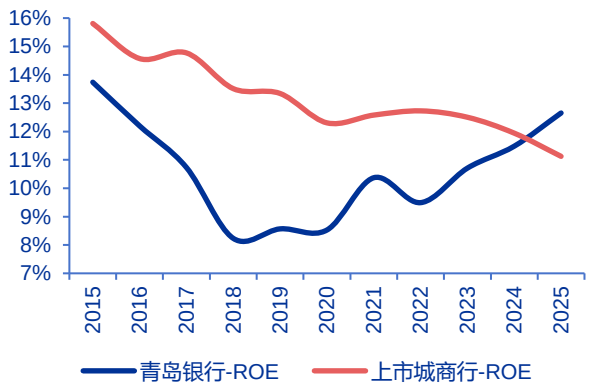
1）杠杆倍数稳步提升驱动 ROE 中枢稳步抬升。2023 年以来，依托政信和实体制造业双轮驱动，青岛银行扩表提速，驱动杠杆倍数由 18.3 倍提升至 19.2 倍，位列上市城商行第一（上市城商行平均为 16.3 倍）。

2）净息差绝对水平优于同业且 2022 年来稳定性明显更优。截至 2025 年末，青岛银行净息差为 1.66%（上市城商行平均为 1.47%）。趋势上看，2022-1H26 青岛银行息差仅下降 13bps，除负债端改善的共性支撑外，青岛银行客群结构相对更为下沉，也保证了资产端定价的相对稳健。

3）双牌照优势突出，综合化优势支撑下，非息贡献仍有进一步提升潜力。根据杜邦拆分，2025 年青岛银行非息收入对 ROAA 贡献为 0.47pct，基本与上市银行持平。客观而言，2022 年来，降费扰动下青岛银行非息收入整体承压，在营业收入中占比也由 2018 年约 39%降至 2025 年 24%。但依托理财子、租赁双牌照优势（2025 年青银金租、青银理财分别贡献集团净利润 7.9%、3.5%），在行业普遍承压的背景下，1H26 青岛银行净手续费收入同比增长 32.7%，若后续降费等外部扰动不再，更为出色的综合化优势下，非息表现有望先于同业回暖。

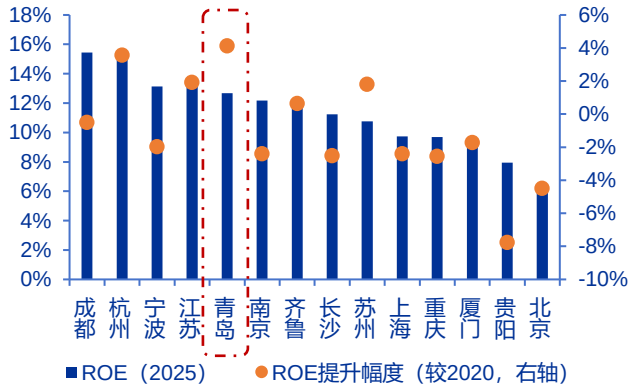
4）伴随资产质量持续向好，信用成本回落至 0.47%（2019 年:1.05%）、基本持平同业，在较严格的风控下，后续或仍保持平稳；另一方面，2022-2024 年，青岛银行重心在于补齐省内网点，导致成本收入比阶段性偏高，但 2025 年来，伴随网点夯实告一段落，而异地贡献稳步提升（异地贷款占比首次突破 5 成），成本收入比已现回落但仍高于同业，后续伴随网点步入正轨、网均产能提升，成本收入比也有望继续下降。

图 7：2022 年来，青岛银行 ROE 持续回升，趋势更好于可比同业



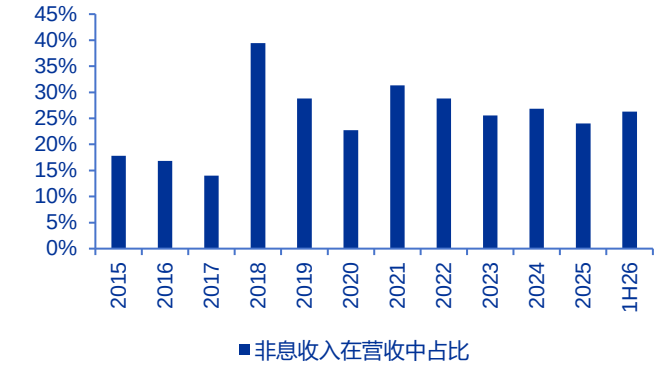
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 8：“十四五”期间，青岛银行 ROE 提升幅度居上市城商行前列



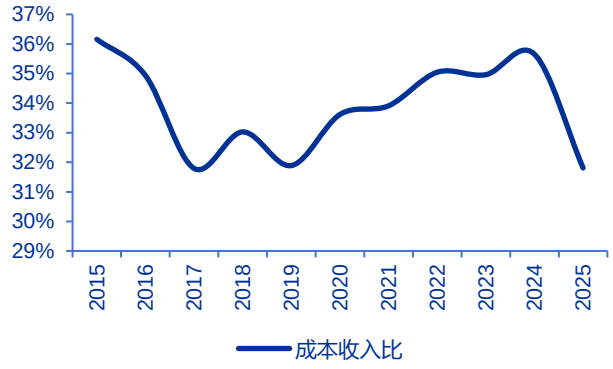
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 9：历史上青岛银行非息在营收中占比近 4 成，近年受降费影响有所下降



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 10：由“铺网点”转向“提产能”，下一阶段青岛银行成本收入比有望回落



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：2022 年来，信用成本回落、息差凸显韧性叠加杠杆倍数抬升驱动青岛银行 ROE 持续改善

ROE拆分	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
净利息收入(+)	2.40%	2.15%	1.64%	1.43%	1.98%	1.95%	1.56%	1.58%	1.63%	1.52%	1.47%
净息差(+)	2.36%	2.23%	1.72%	1.63%	2.13%	2.13%	1.79%	1.76%	1.83%	1.73%	1.66%
有效资产占比(+)	102%	97%	96%	88%	93%	92%	87%	89%	89%	88%	88%
非息收入(+)	0.52%	0.44%	0.27%	0.93%	0.80%	0.57%	0.71%	0.64%	0.56%	0.56%	0.47%
非息收入占比(+)	18%	17%	14%	39%	29%	23%	31%	29%	26%	27%	24%
周转率(+)	2.92%	2.59%	1.91%	2.36%	2.78%	2.53%	2.27%	2.21%	2.19%	2.08%	1.94%
营业支出(-)	1.05%	0.90%	0.61%	0.78%	0.89%	0.85%	0.77%	0.78%	0.77%	0.74%	0.62%
成本收入比(-)	36.16%	34.93%	31.79%	33.03%	31.89%	33.62%	33.91%	35.04%	34.96%	35.65%	31.81%
信用成本(-)	0.34%	0.48%	0.47%	0.76%	1.05%	0.99%	0.81%	0.82%	0.71%	0.54%	0.47%
其他(-)	0.47%	0.31%	0.18%	0.33%	0.34%	0.23%	0.19%	0.13%	0.13%	0.17%	0.19%
ROAA	1.06%	0.90%	0.65%	0.49%	0.51%	0.46%	0.50%	0.49%	0.58%	0.62%	0.66%
杠杆倍数	13.0	13.6	16.5	16.9	16.8	18.7	20.8	19.4	18.3	18.5	19.2
ROAE	13.74%	12.20%	10.73%	8.23%	8.57%	8.53%	10.37%	9.49%	10.71%	11.48%	12.65%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：横向对比同业，青岛银行杠杆倍数、息差优势明显，成本收入比仍有进一步改善空间

2025	青岛银行	齐鲁银行	苏州银行	江苏银行	成都银行	重庆银行	厦门银行	城商行平均
净利息收入(+)	**1.47%**	**1.41%**	**1.17%**	**1.52%**	**1.51%**	**1.32%**	**0.97%**	**1.33%**
净息差(+)	1.66%	1.53%	1.33%	1.67%	1.59%	1.39%	1.09%	1.47%
有效资产占比(+)	88%	92%	88%	91%	95%	95%	89%	90%
非息收入(+)	**0.47%**	**0.35%**	**0.50%**	**0.46%**	**0.27%**	**0.28%**	**0.39%**	**0.49%**
非息收入占比(+)	24%	20%	30%	23%	15%	18%	28%	27%
周转率(+)	1.94%	1.76%	1.67%	1.98%	1.78%	1.60%	1.36%	1.81%
营业支出(-)	**0.62%**	**0.52%**	**0.61%**	**0.56%**	**0.44%**	**0.47%**	**0.54%**	**0.54%**
成本收入比(-)	31.81%	28.35%	35.65%	26.91%	23.73%	28.39%	38.69%	28.71%
信用成本(-)	**0.47%**	**0.47%**	**0.16%**	**0.50%**	**0.15%**	**0.41%**	**0.17%**	**0.44%**
其他(-)	**0.19%**	**0.05%**	**0.21%**	**0.20%**	**0.20%**	**0.15%**	**0.09%**	**0.15%**
ROAA	**0.66%**	**0.72%**	**0.68%**	**0.73%**	**0.98%**	**0.56%**	**0.55%**	**0.68%**
杠杆倍数	19.2	16.7	15.8	18.1	15.7	17.2	16.5	16.3
ROAE	**12.7%**	**12.0%**	**10.8%**	**13.1%**	**15.5%**	**9.7%**	**9.1%**	**11.1%**

资料来源：公司财报，申万宏源研究

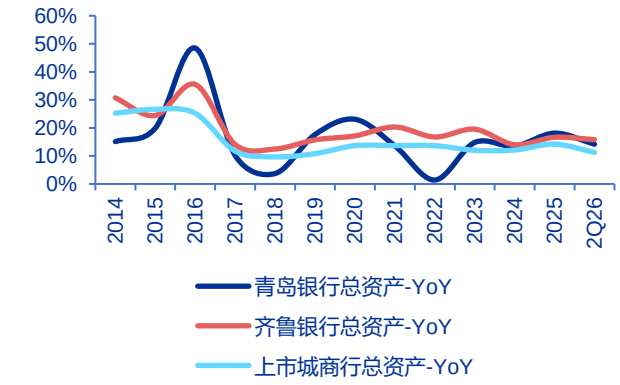
2. 基本面拆解：息差稳健、资产质量向优，高质量成长更需适时资本补充护航

2.1 扩表驱动转向信贷；快速扩张的同时，适时外源补充资本亦有必要

2023 年后“深蹲起跳”，扩表提速的同时，也由金市同业见长的“接口银行”逐步回归实体，资产结构持续优化。

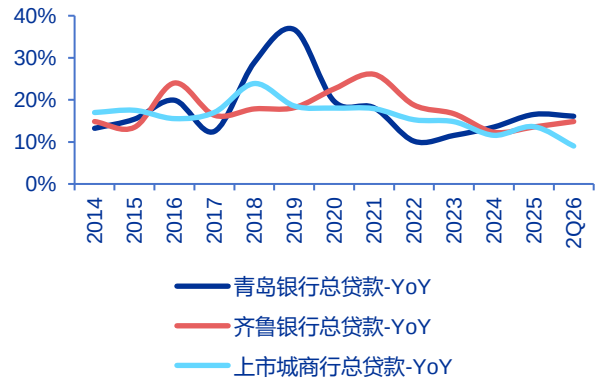
1）“十四五”期间，青岛银行总资产增速中枢约 12.1%，慢于上市城商行平均水平（13.1%）和本省齐鲁银行（17.4%），主因 2020-2022 年青岛银行大力优化结构，压降同业负债及同业资产（2022 年总资产仅微增 1.4%）。2023 年来，规模扩张重归提速，2Q26 总资产、总贷款增速分别为 14.2%、16.1%，领跑同业（上市城商行平均为 11.3%、12.0%），而信贷的更快增长也充分体现青岛银行坚定经营实体的决心。

图 11：2023 年来青岛银行总资产扩张提速，快于上市城商行平均



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 12：相比同业，青岛银行贷款扩张逆势提速



资料来源：公司财报，申万宏源研究

2）2012 年，青岛银行提出“接口银行”战略设想，着力深耕本省中小型同业机构，叠加资产管理能力突出，2016 年青岛银行金融投资、同业资产在总资产中占比合计约 59%，同业负债、应付债券在总负债中占比合计超 4 成。2018 年后，监管着力引导银行回归支持实体本源，而青岛银行也主动、持续优化结构，贷款在总资产中占比也由 2016 年末的 31.4%稳步提升至 2Q26 的 50%，存款在总负债中占比也提升至 2Q26 约 66%高位。

表 6：2018 年来，青岛银行资产结构更趋回归实体，负债端存款基础也明显夯实

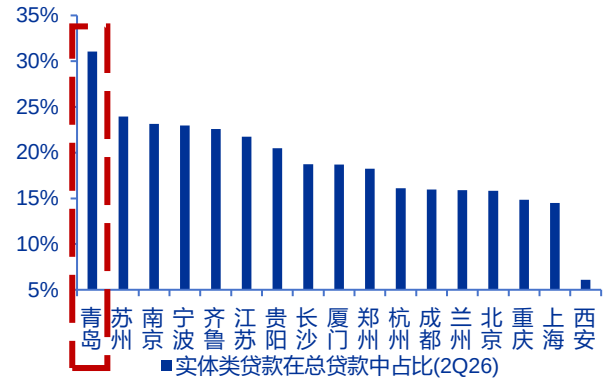
存量占比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
贷款	44.5%	45.0%	41.0%	40.3%	38.8%	31.4%	32.0%	39.8%
同业资产	10.4%	10.3%	8.4%	3.8%	3.9%	4.0%	2.5%	1.9%
金融投资	25.1%	23.3%	33.6%	39.2%	45.3%	55.0%	53.7%	45.8%
其他	20.0%	21.4%	17.0%	16.7%	12.0%	9.7%	11.8%	12.6%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
存款	86.0%	80.3%	75.5%	69.5%	67.6%	54.4%	57.1%	60.5%
同业负债	11.9%	18.4%	18.0%	21.7%	19.0%	26.5%	15.2%	11.6%
应付债券	-	-	3.9%	5.7%	9.6%	16.0%	24.5%	22.5%
其他	2.1%	1.3%	2.6%	3.1%	3.9%	3.1%	3.2%	5.4%
总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
存量占比	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2Q26**
贷款	46.2%	45.0%	46.8%	50.8%	49.4%	49.4%	48.7%	50.4%
同业资产	1.9%	2.7%	3.7%	2.0%	5.0%	3.7%	5.7%	3.4%
金融投资	38.1%	38.8%	36.4%	38.2%	37.2%	37.1%	38.0%	40.3%
其他	13.8%	13.6%	13.1%	9.0%	8.5%	9.8%	7.6%	5.8%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
存款	62.0%	63.5%	64.1%	69.2%	68.0%	67.0%	65.8%	66.2%
同业负债	12.4%	14.7%	9.9%	10.1%	10.6%	10.6%	9.8%	11.1%
应付债券	22.4%	17.0%	18.9%	15.2%	15.7%	15.3%	15.9%	13.4%
其他	3.2%	4.8%	7.1%	5.5%	5.7%	7.1%	8.5%	9.3%
总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

青岛银行信贷以对公为主，且深度融入地方经济，制造业、批零等实体贷款占比高于同业；区域上，本土大本营稳固，异地贡献稳步提升。

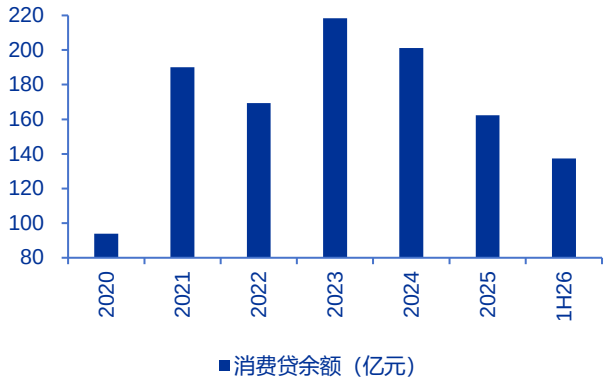
1）截至 2Q26，青岛银行对公贷款在总贷款中占比为 83.2%，其中制造业+批零占总贷款比重超 30%，上市城商行第一；需求疲弱叠加主动优化结构（主动清退互联网合作类消费贷，已率先完成清零，2024-1H26 消费贷余额压降 81 亿元），2024 年来零售贷款累计下降近 70 亿，在总贷款中占比由 2023 年底 26.4%降至 2Q26 的 16.8%。

图 13：2Q26 青岛银行实体类贷款占比超 30%，位居上市城商行第一



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 14：2024 年来，青岛银行累计压降消费贷超 80 亿



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：信贷结构看，对公底盘稳固，实体、政信是贷款增量的双轮

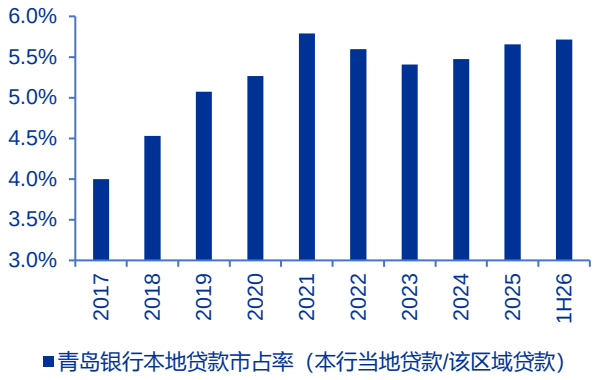
增量-亿元	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
制造业	46	57	(25)	(30)	127	90	48
批零	34	54	67	129	94	194	94
房地产	13	3	5	9	4	6	(15)
租赁及商业服务业	106	(14)	17	72	79	99	110
基建类	113	64	134	21	96	182	45
其他对公	(35)	50	83	52	13	36	44
对公贷款	**277**	**215**	**282**	**254**	**413**	**607**	**327**
按揭	38	53	5	5	3	(17)	(11)
消费贷	(1)	96	(21)	49	(17)	(39)	(25)
经营贷	39	10	(18)	3	7	13	17
零售贷款	**62**	**160**	**(34)**	**57**	**(7)**	**(43)**	**(20)**
总贷款	**340**	**375**	**248**	**311**	**406**	**563**	**307**

存量-占比	2024	2025	1H26
制造业	11.9%	12.5%	12.7%
批零	14.5%	17.4%	18.3%
房地产	6.8%	6.0%	5.2%
租赁及商业服务业	11.0%	11.9%	13.6%
基建类	24.3%	25.4%	24.6%
其他对公	8.6%	8.3%	8.7%
对公贷款	**77.0%**	**81.4%**	**83.2%**
按揭	13.9%	11.5%	10.4%
消费贷	5.9%	4.1%	3.2%
经营贷	3.2%	3.1%	3.3%
零售贷款	**23.0%**	**18.6%**	**16.8%**
总贷款	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

资料来源：公司财报，申万宏源研究

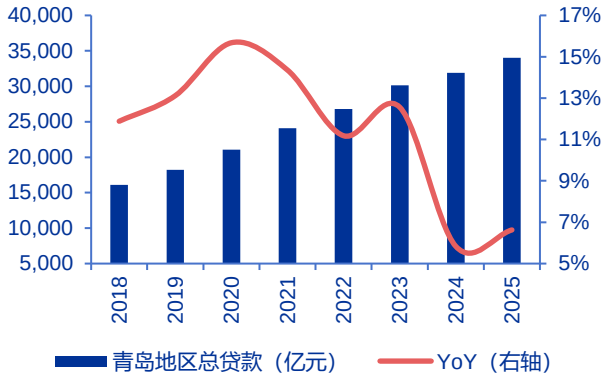
2）2Q26 青岛银行在本土市占率稳定约 6%，而现阶段青岛地区正处于新旧动能切换的关键节点，信贷增速放缓也无可厚非；在前期省内地级市完成全覆盖的基础上（2025 年 2 月聊城分行开业，标志着全省地级市机构布局收官），异地贡献已在稳步提升（在总贷款中的占比由 2020 年末的 46%提升至 2Q26 末的 53%，贡献 2020-2Q26 信贷增量的 59%）。下一阶段，我们判断青岛银行重心将从“铺网点”转向“提产能”，济南、威海、淄博、潍坊基础扎实，预计仍是异地拓展“生力军”，而烟台、临沂分行或也有望“异军突起”，以匹配当地更强的经济实力。

图 15：2021 年来，青岛银行本地贷款市占率保持高位平稳，2Q26 约 6%



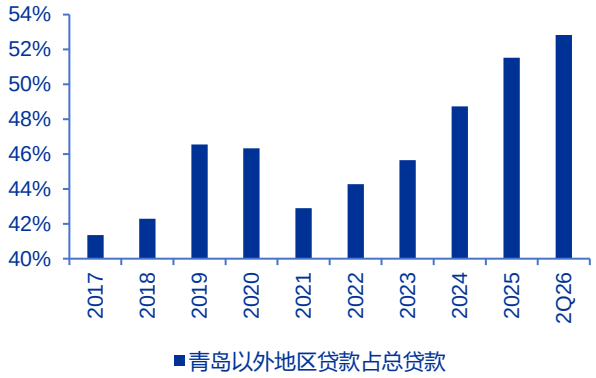
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 16：2024 年来，青岛市贷款增长中枢有所放缓



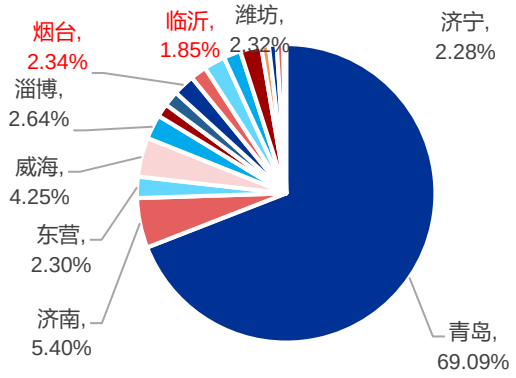
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 17：2Q26，青岛以外地区贷款在总贷款盘子中占比已突破 5 成



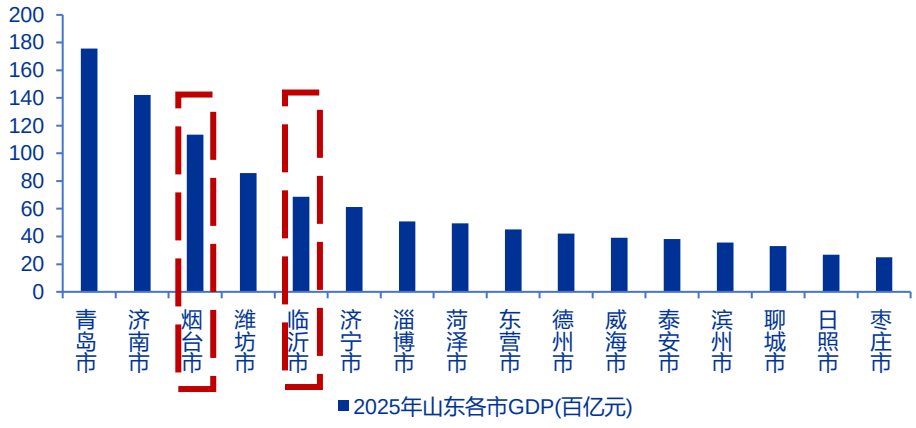
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 18：相比当地经济体量，临沂、烟台分行仍有进一步挖掘潜力（图中为当地分行总资产占全行比重）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 19：烟台市、临沂市经济体量大，或将是下阶段青岛银行异地重点发力方向



资料来源：公司财报，申万宏源研究

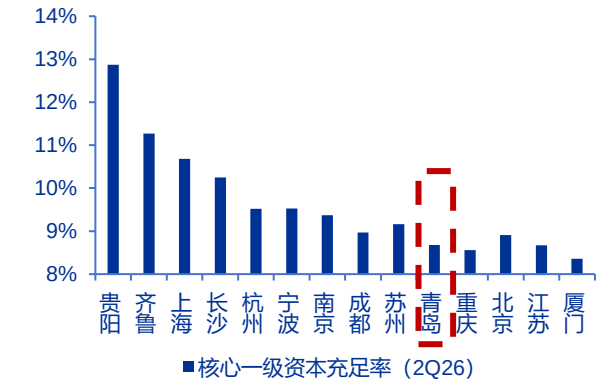
表 8：青岛银行各地分支机构一览

区域	机构所属	机构数	1H26新增资产结构		“十四五”新增资产结构	
			新增资产（亿元）	占比	新增资产（亿元）	占比
胶东	青岛	119	136	33.8%	2,296	66.7%
	烟台	6	16	3.9%	2	0.1%
	潍坊	6	7	1.7%	64	1.9%
	威海	9	24	5.9%	121	3.5%
	日照	2	13	3.2%	46	1.3%
鲁西南	聊城	0	12	3.0%	14	0.4%
	德州	6	17	4.2%	54	1.6%
	菏泽	1	10	2.5%	54	1.6%
	临沂	5	20	4.9%	72	2.1%
	济宁	3	23	5.8%	114	3.3%
	枣庄	6	14	3.5%	81	2.3%
鲁中	济南	12	88	21.8%	192	5.6%
	泰安	3	10	2.5%	19	0.6%
	淄博	5	16	4.1%	106	3.1%
	滨州	4	-20	-5.1%	100	2.9%
	东营	6	17	4.3%	88	2.6%
合计		193	404	100.0%	3,443	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

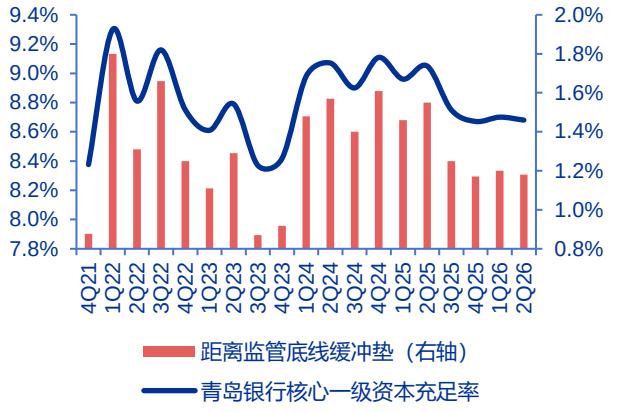
3）快速扩表加速资本消耗，现阶段依托精细化管理及有效内生留存维持底部平稳，但适时外源补充更有利于高质量发展、讲好成长故事。截至 2Q26，青岛银行核心一级资本充足率仅 8.68%，离监管底线（7.5%）仅 1.2pct；2025 年 8 月，董事会已审议通过 48 亿可转债发行预案。若假设核心一级资本充足率降至 8.0%（距离监管底线 0.5pct 缓冲），增量 RWA 对应增量贷款比例持平 2022-2025 年平均（95%），2025-2028 年利润增速中枢假设约 14.5%、分红率持平约 21%，测算当前冗余资本可支撑约 755 亿元贷款投放，若额外考虑利润留存，则可支撑 2580 亿信贷投放；若假设 48 亿可转债成功发行且均成功转股，可支撑超 600 亿信贷投放规模。

图 20：截至 2Q26，青岛银行核心一级资本充足率仅 8.68%，落后上市城商行同业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 21：2Q26 青岛银行核心一级资本充足率距监管底线缓冲垫仅 1.2pct



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 9：当前冗余资本和利润留存可支撑超 3300 亿贷款投放，若假设 48 亿可转债成功发行且转股，可额外打开超 600 亿信贷投放空间

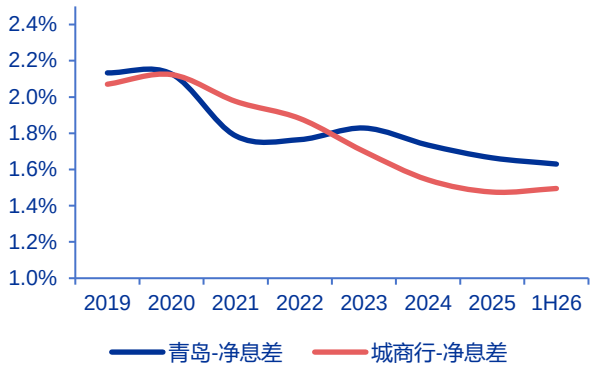
亿元	2026/6/30	冗余资本		
核心一级资本净额	437	60		
风险加权资产	5,038	794		
核心一级资本充足率	8.68%	7.50%		
冗余资本可支撑信贷扩张规模	755			
① 若额外考虑利润留存				
	2025	**2026E**	**2027E**	**2028E**
归属普通股股东净利润	52	60	68	78
分红率	21%	21%	21%	21%
利润留存	41	47	54	61
对应次年信贷扩张	519	599	684	779
② 若假设48亿可转债成功发行且全部转股				
可支撑信贷扩张规模	609			

资料来源：公司财报，申万宏源研究

2.2 负债成本改善叠加异地渗透支撑定价，优于同业的息差趋势有望延续

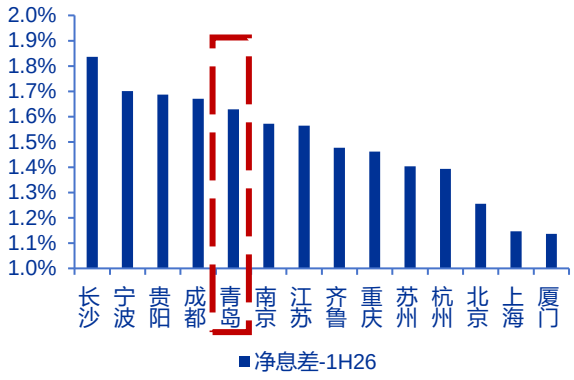
净息差绝对水平领先同业，且近年来降幅明显小于行业，体现较强韧性。1H26 青岛银行净息差为 1.63%（上市城商行平均：1.5%），息差绝对水平领先同业的核心在于资产端定价更高且稳定性优于同业，叠加负债成本持续改善，2022-1H26 青岛银行息差仅下降 13bps（上市城商行平均下降近 40bps），凸显韧性。

图 22：2022 年来，青岛银行净息差降幅小于城商行同业，息差韧性更强



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 23：绝对水平看，青岛银行息差处于同业中上游



资料来源：公司财报，申万宏源研究

客群更聚焦中小机构，定价绝对水平领先；而在省内异地贡献提升的背景下，异地更高的资产价格也有望对息差形成支撑。2021 年来，青岛银行资产端收益率仅下降 105bps 至 1H26 的 3.20%，降幅低于可比城商行平均超 30bps，其中贷款收益率下降 122bps 至 3.86%（可比同业下降 149bps 至 3.80%）。绝对水平及边际趋势均更优的背后，离不开青岛银行更聚焦当地中小制造业、外贸企业的客群结构，而在逐步从“省内价格洼地”向异地拓展的过程中，资产定价整体水平也有望同步提升。

表 10：青岛银行资产、贷款定价水平整体优于可比城商行，边际看也更为平稳

资产收益率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
青岛银行	4.33%	4.52%	4.48%	4.25%	4.22%	4.17%	3.94%	3.49%	3.20%
齐鲁银行	4.53%	4.54%	4.48%	4.45%	4.11%	3.84%	3.50%	3.16%	2.91%
南京银行	4.70%	4.79%	4.60%	4.45%	4.32%	4.22%	4.00%	3.59%	3.34%
宁波银行	4.67%	4.88%	4.68%	4.59%	4.25%	4.16%	3.97%	3.44%	3.13%
江苏银行	4.50%	4.57%	4.61%	4.53%	4.53%	4.35%	4.05%	3.52%	3.21%
上海银行	4.45%	4.49%	4.20%	4.01%	3.74%	3.62%	3.28%	2.82%	2.53%
杭州银行	4.46%	4.56%	4.39%	4.25%	4.06%	3.87%	3.64%	3.11%	2.85%
苏州银行	4.75%	5.04%	4.68%	4.37%	4.23%	4.01%	3.63%	3.17%	2.94%
厦门银行	4.84%	4.59%	4.24%	4.15%	3.93%	3.70%	3.50%	3.10%	2.89%
城商行	4.64%	4.76%	4.64%	4.48%	4.30%	4.09%	3.80%	3.31%	3.13%
青岛与上市城商行价差	-0.31%	-0.24%	-0.15%	-0.23%	-0.07%	0.07%	0.14%	0.17%	0.07%
贷款收益率	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**1H26**
青岛银行	4.88%	5.13%	5.33%	5.08%	4.98%	4.85%	4.61%	4.14%	3.86%
齐鲁银行	5.46%	5.46%	5.48%	5.26%	5.04%	4.67%	4.25%	3.87%	3.57%
南京银行	5.55%	5.75%	5.60%	5.42%	5.24%	5.07%	4.80%	4.48%	4.27%
宁波银行	5.78%	6.12%	6.00%	5.75%	5.34%	5.13%	4.84%	4.23%	3.86%
江苏银行	5.08%	5.32%	5.43%	5.36%	5.36%	5.18%	4.77%	4.27%	3.92%
上海银行	5.28%	5.48%	5.06%	4.72%	4.44%	4.27%	3.76%	3.19%	2.94%
杭州银行	5.13%	5.54%	5.37%	5.11%	4.96%	4.60%	4.25%	3.65%	3.38%
苏州银行	5.46%	5.87%	5.38%	4.89%	4.70%	4.44%	3.90%	3.51%	3.31%
厦门银行	5.90%	5.97%	5.47%	5.05%	4.74%	4.36%	4.06%	3.63%	3.36%
城商行	5.44%	5.63%	5.55%	5.30%	5.07%	4.82%	4.47%	4.04%	3.80%
青岛与上市城商行价差	-0.57%	-0.50%	-0.22%	-0.21%	-0.10%	0.03%	0.14%	0.10%	0.06%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

山东沃土赋予扎实的存款基础，存款成本始终低于同业。伴随自身进一步优化负债结构、存款报价利率同步下调，存款成本改善也保障了稳健的息差走势。1H26 青岛银行负债成本率、存款成本率分别为 1.54%、1.47%，高于齐鲁银行（分别为 1.47%、1.41%），但低于可比同业平均 8、11bps。应该看到，山东居民相对更高的储蓄意识为本土银行揽储打下坚实基础，但青岛银行扎实回归“存款立行”本源的努力也不容忽视，截至 2Q26，青岛银行存款在总负债中占比 66%。边际来看，2021 年来，青岛银行负债成本、存款成本分别下降 84、61bps，也是自身负债结构优化及存款报价利率下调红利兑现的双重催化。

展望后续，考虑到青岛银行定期存款在总存款中占比约 76%（可比同业第 4），伴随高成本长久期存款到期重定价，成本改善或仍有空间；资产端，高定价的异地贷款贡献提升也有望对资产收益率形成支撑。资产负债两端合力下，后续息差趋势或仍将好于同业。

表 11：青岛银行负债成本及存款成本始终低于同业

负债成本率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
青岛银行	2.66%	2.42%	2.34%	2.38%	2.37%	2.32%	2.18%	1.81%	1.54%
齐鲁银行	2.46%	2.38%	2.34%	2.37%	2.24%	2.18%	2.06%	1.69%	1.47%
南京银行	2.86%	2.81%	2.61%	2.44%	2.39%	2.48%	2.36%	1.99%	1.72%
宁波银行	2.47%	2.31%	2.14%	2.13%	2.05%	2.15%	2.06%	1.68%	1.43%
江苏银行	3.15%	2.88%	2.63%	2.54%	2.42%	2.40%	2.19%	1.81%	1.59%
上海银行	2.64%	2.51%	2.26%	2.23%	2.17%	2.21%	2.06%	1.66%	1.42%
杭州银行	2.80%	2.63%	2.43%	2.39%	2.32%	2.28%	2.13%	1.75%	1.49%
苏州银行	2.89%	2.62%	2.40%	2.39%	2.30%	2.28%	2.18%	1.84%	1.54%
厦门银行	3.08%	2.90%	2.70%	2.63%	2.45%	2.50%	2.42%	2.04%	1.75%
城商行	2.74%	2.63%	2.52%	2.50%	2.41%	2.39%	2.25%	1.88%	1.62%
青岛与上市城商行价差	-0.08%	-0.21%	-0.18%	-0.12%	-0.03%	-0.07%	-0.07%	-0.07%	-0.08%
存款成本率	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**1H26**
青岛银行	1.81%	1.83%	2.04%	2.09%	2.21%	2.24%	2.08%	1.75%	1.47%
齐鲁银行	1.91%	2.15%	2.18%	2.24%	2.17%	2.11%	1.99%	1.63%	1.41%
南京银行	2.38%	2.59%	2.51%	2.35%	2.37%	2.45%	2.35%	2.04%	1.75%
宁波银行	1.80%	1.88%	1.86%	1.83%	1.77%	2.01%	1.94%	1.61%	1.32%
江苏银行	2.47%	2.55%	2.47%	2.32%	2.34%	2.34%	2.10%	1.71%	1.46%
上海银行	2.01%	2.19%	2.15%	2.07%	2.12%	2.08%	1.92%	1.52%	1.23%
杭州银行	2.11%	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%	2.19%	2.04%	1.67%	1.40%
苏州银行	2.25%	2.33%	2.34%	2.25%	2.22%	2.21%	2.09%	1.76%	1.46%
厦门银行	2.74%	2.68%	2.66%	2.63%	2.47%	2.47%	2.38%	2.00%	1.70%
城商行	2.10%	2.29%	2.37%	2.35%	2.34%	2.33%	2.18%	1.84%	1.58%
青岛与上市城商行价差	-0.29%	-0.46%	-0.33%	-0.26%	-0.13%	-0.08%	-0.10%	-0.09%	-0.11%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

2.3 资产质量趋向同业第一梯队，信用成本有望保持平稳

受益于对公制造业包袱等有效化解，不良率实现连续 8 年回落、拨备覆盖率连续 6 年提升，绝对水平稳居上市城商行第一梯队。

1）回溯来看，2013-2018 年，由于区域经济整体承压，实体制造业风险暴露，青岛银行不良风险有所暴露（不良生成率由 2013 年的 0.14%提升至 2018 年的 2%），不良率由 2013 年最低 0.75%提升至 2017 年最高的 1.69%。而青岛银行主动从严认定（2018 年来，

“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”始终低于 100%），并大力处置（2018-1H26 累计核销 155 亿，在总贷款中占比 0.7%），带动不良率较 2017 年下降 74bps 至 2Q26 的 0.95%，其中对公贷款、制造业贷款不良率分别较 2019 年峰值下降 174、832bps 至 0.46%、0.49%，历史包袱得到有效化解。风险抵补能力看，截至 2Q26 青岛银行拨备覆盖率为 312%，较 2017 年底部累计提升近 160pct，领先上市城商行平均约 3.7pct。

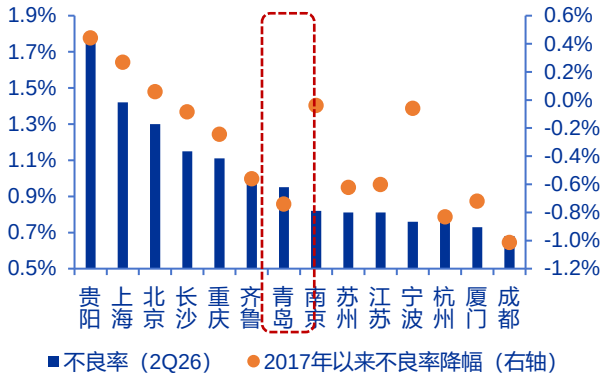
2) 2024 年来青岛地区银行业金融机构不良率整体有所抬升（2Q26 为 1.45%，较 2023 年提升约 30bps），或反映区域经济整体承压。但考虑到 2Q26 青岛银行逾期率、关注率分别仅 1.17%、0.56%的绝对低位（分别低于上市城商行平均 11、71bps），1H26 年化不良生成率也平稳约 0.4%，叠加拨备覆盖率较为夯实，预计下阶段信用成本仍有望保持平稳。

图 24：2017 年以来，青岛银行不良率连续 8 年下降



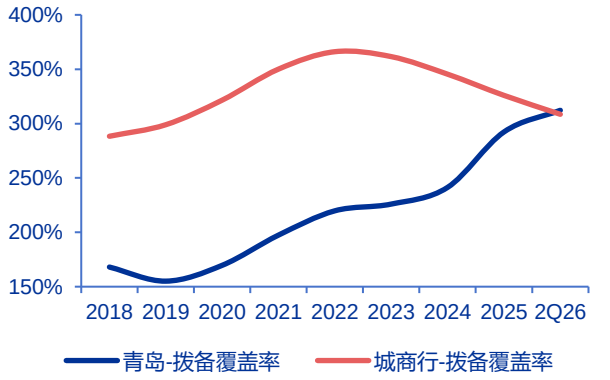
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 25：青岛银行不良率绝对水平居于同业中游



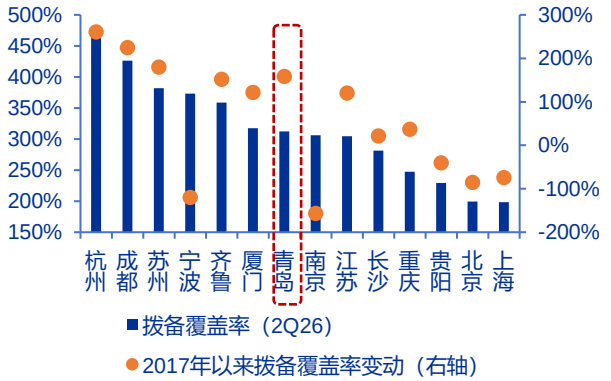
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 26：2Q26 青岛银行拨备覆盖率为 312%，较 2017 年底部累计提升近 160pct



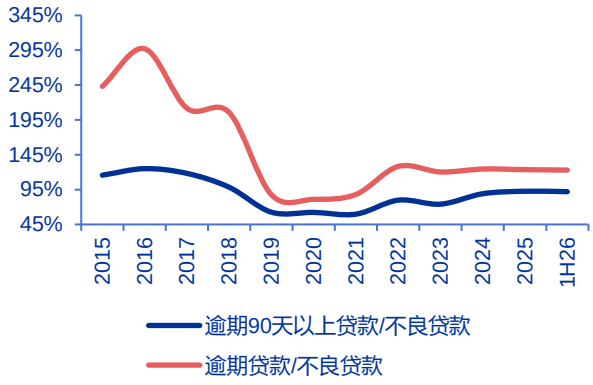
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 27：青岛银行拨备覆盖率提升至同业中游水平



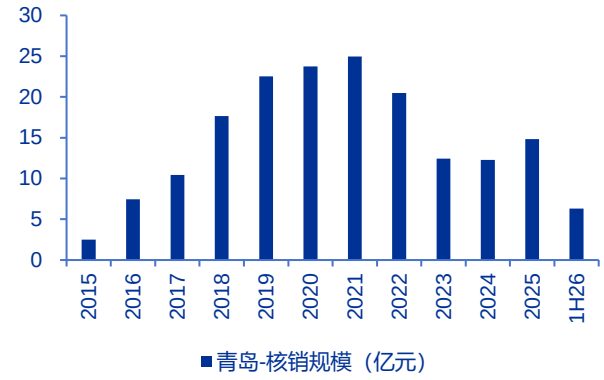
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 28：2018 年来，以“逾期 90 天以上贷款/不良贷款”衡量的不良认定标准始终保持 100%以下



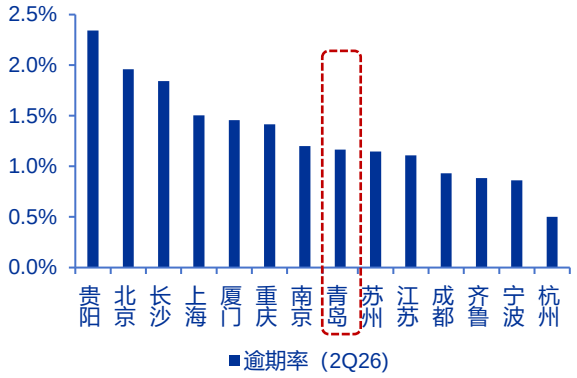
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 29：2018 年来青岛银行累计核销超 155 亿元



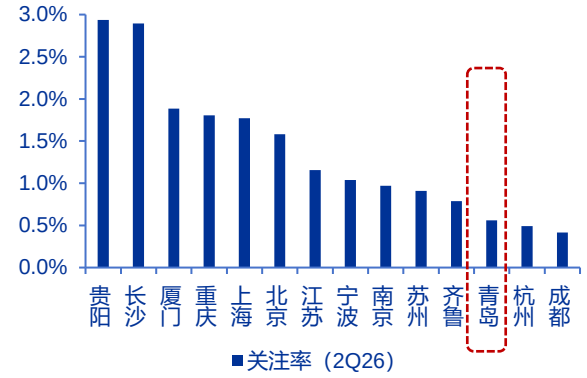
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 30：2Q26 青岛银行逾期率 1.17%，低于同业平均 11bps



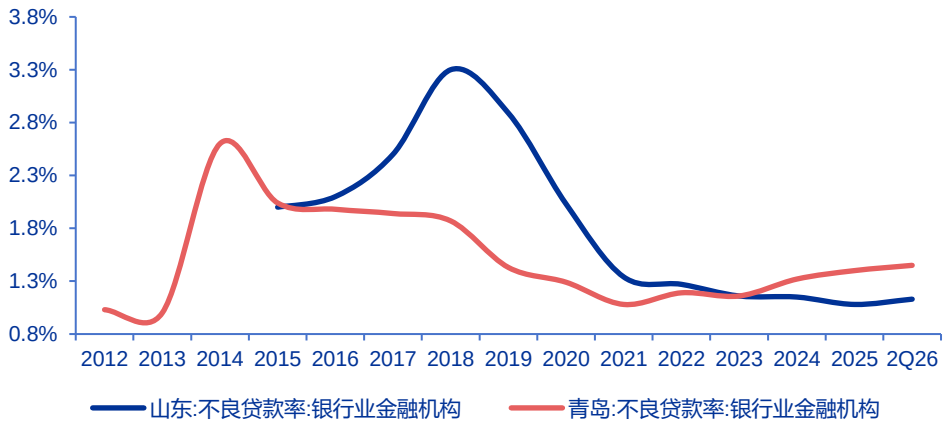
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 31：2Q26 青岛银行关注率保持 0.56%极低水平



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 32：2024 年来，青岛地区银行业金融机构不良率有所抬升



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3. 投资分析意见：高成长、优业绩，首次覆盖给予“增持”评级

“十四五”期间，青岛银行资产规模稳步迈过 8000 亿，而在核心管理层稳定、积极的背景下，我们预计高质量迈向“万亿俱乐部”也是可预期的方向，本土中小实体、省内异地将是重要抓手。客观而言，在资本较为约束的当下，加强内生资本留存及精细化资本管理是支撑规模高质量扩张的必要之举，短期业绩增速或仍将保持同业领跑，但也更期待外源补充可适时畅通。预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 15.4%、14.3%、13.9%，现阶段对应约 0.83 倍 26 年 PB，考虑到现阶段市场更为青睐优业绩个股，而在充分挖掘异地支撑扩表、息差保持相对平稳基础上，青岛银行利润表现仍将保持同业领跑，首次覆盖给予 0.91 倍 26 年目标估值，对应 10.2%上升空间，给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值表（收盘价截至 2026 年 9 月 28 日）

上市银行	代码	股价	归母净利润-YoY				ROE			
		2026/9/28	2023	2024	2025	1H26	2023	2024	2025	1H26
齐鲁银行	601665.SH	6.96	18.0%	17.8%	14.5%	16.1%	12.5%	12.5%	12.0%	12.1%
江苏银行	600919.SH	12.22	13.3%	10.8%	8.3%	8.1%	14.4%	13.7%	13.1%	15.7%
杭州银行	600926.SH	16.81	23.2%	18.1%	12.1%	9.9%	15.6%	16.0%	14.9%	17.8%
苏州银行	002966.SZ	9.29	17.4%	10.2%	5.5%	8.5%	12.0%	11.6%	10.8%	12.3%
成都银行	601838.SH	19.04	16.2%	10.2%	3.3%	4.4%	18.8%	17.8%	15.5%	15.3%
重庆银行	601963.SH	11.02	1.3%	3.8%	10.5%	10.3%	10.0%	9.2%	9.7%	12.1%
平均			***11.6%***	***11.0%***	***8.4%***	***8.5%***	***13.4%***	***12.9%***	***12.2%***	***13.6%***
青岛银行	002948.SZ	6.06	15.1%	20.2%	21.7%	18.1%	10.7%	11.5%	12.7%	17.1%

上市银行	代码	股价	不良率			拨备覆盖率			PB	
		2026/9/28	2024	2025	2Q26	2024	2025	2Q26	2026E	2027E
齐鲁银行	601665.SH	6.96	1.19%	1.05%	0.98%	322.4%	355.9%	358.9%	0.80	0.73
江苏银行	600919.SH	12.22	0.89%	0.84%	0.81%	350.1%	323.0%	304.8%	0.78	0.70
杭州银行	600926.SH	16.81	0.76%	0.76%	0.76%	542.3%	503.7%	472.0%	0.82	0.73
苏州银行	002966.SZ	9.29	0.83%	0.82%	0.81%	483.5%	418.6%	381.8%	0.77	0.71
成都银行	601838.SH	19.04	0.66%	0.68%	0.68%	479.3%	426.2%	426.1%	0.82	0.74
重庆银行	601963.SH	11.02	1.25%	1.14%	1.11%	245.1%	245.6%	247.3%	0.66	0.61
平均			***0.86%***	***0.84%***	***0.82%***	***379.2%***	***353.9%***	***340.7%***	***0.75***	***0.69***
青岛银行	002948.SZ	6.06	1.14%	0.97%	0.95%	241.3%	292.3%	312.2%	0.83	0.78

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

4. 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）零售风险超预期暴露：零售客群的风险超预期暴露，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 13：青岛银行盈利预测表

						同比增速（%）				
Income statement 利润表（百万元，RMB mn）	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Net interest income 净利息收入	**9,874**	**11,070**	**12,560**	**14,175**	**16,080**	***6.4%***	***12.1%***	***13.5%***	***12.9%***	***13.4%***
Non-interest income 非利息收入	**3,624**	**3,503**	**3,237**	**2,968**	**2,594**	***13.6%***	***-3.3%***	***-7.6%***	***-8.3%***	***-12.6%***
Net fee income 净手续费收入	1,510	1,452	1,785	2,000	2,100	*-4.9%*	*-3.8%*	*23.0%*	*12.0%*	*5.0%*
Operating income 营业收入	**13,498**	**14,573**	**15,797**	**17,143**	**18,674**	***8.2%***	***8.0%***	***8.4%***	***8.5%***	***8.9%***
Operating expenses 营业支出	**-4,980**	**-4,809**	**-5,049**	**-5,251**	**-5,461**	***10.3%***	***-3.4%***	***5.0%***	***4.0%***	***4.0%***
Taxes and surcharges 营业税	-167	-174	-179	-184	-190	*7.1%*	*3.7%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
PPOP 拨备前营业利润	**8,518**	**9,764**	**10,748**	**11,892**	**13,213**	***7.1%***	***14.6%***	***10.1%***	***10.6%***	***11.1%***
Impairment losses on assets 资产减值损失	-3,535	-3,535	-4,084	-4,081	-4,326	*-12.3%*	*0.0%*	*15.5%*	*-0.1%*	*6.0%*
Loan impairment charges 贷款减值损失	-2,380	-2,883	-3,628	-3,762	-4,102	*16.2%*	*21.1%*	*25.8%*	*3.7%*	*9.0%*
Operating profit 营业利润	**4,983**	**6,229**	**6,663**	**7,811**	**8,887**	***27.0%***	***25.0%***	***7.0%***	***17.2%***	***13.8%***
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	12	15	16	18	20	*31.4%*	*20.5%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
Profit before taxation 利润总额	**4,995**	**6,244**	**6,680**	**7,829**	**8,907**	***27.0%***	***25.0%***	***7.0%***	***17.2%***	***13.8%***
Income tax 所得税	-590	-887	-508	-783	-891	*125.4%*	*50.3%*	*-42.8%*	*54.2%*	*13.8%*
Net profit 净利润	**4,405**	**5,357**	**6,172**	**7,046**	**8,016**	***20.0%***	***21.6%***	***15.2%***	***14.2%***	***13.8%***
Minority interest 少数股东权益	-141	-169	-186	-204	-225	*14.5%*	*20.1%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
NPAT 归属股东净利润	**4,264**	**5,188**	**5,986**	**6,842**	**7,791**	***20.2%***	***21.7%***	***15.4%***	***14.3%***	***13.9%***
AT1 shareholders 优先股股息	233	233	497	497	497	*0.0%*	*-0.1%*	*113.3%*	*0.0%*	*0.0%*
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	**4,031**	**4,955**	**5,489**	**6,345**	**7,294**	***21.6%***	***22.9%***	***10.8%***	***15.6%***	***15.0%***

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	340,690	397,008	456,560	520,478	588,140	*13.5%*	*16.5%*	*15.0%*	*14.0%*	*13.0%*
Total deposits 存款总额	432,024	502,899	568,276	643,288	723,700	*11.9%*	*16.4%*	*13.0%*	*13.2%*	*12.5%*
NPLs 不良贷款余额	3,873	3,841	4,353	4,940	5,549	*9.4%*	*-0.8%*	*13.3%*	*13.5%*	*12.3%*
Loan provisions 贷款损失准备	9,347	11,228	13,447	15,401	17,397	*16.9%*	*20.1%*	*19.8%*	*14.5%*	*13.0%*
Total assets 资产总额	689,963	814,960	921,056	1,038,184	1,162,533	*13.5%*	*18.1%*	*13.0%*	*12.7%*	*12.0%*
Total liabilitis 负债总额	645,063	764,706	868,726	983,285	1,104,854	*13.6%*	*18.5%*	*13.6%*	*13.2%*	*12.4%*
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	43,932	49,167	51,113	53,535	56,151	*12.5%*	*11.9%*	*4.0%*	*4.7%*	*4.9%*
Other equity instruments 优先股及其他	6,396	8,396	8,396	8,396	8,396	*0.0%*	*31.3%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	569,213	665,215	779,567	880,509	994,173	*12.2%*	*16.9%*	*17.2%*	*12.9%*	*12.9%*
Per share data (Yuan) 每股数据（元）										
Shares 普通股股本（百万股）	5,820	5,820	5,820	5,820	5,820	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
EPS	0.69	0.85	0.94	1.09	1.25	*21.2%*	*22.9%*	*10.8%*	*15.6%*	*15.0%*
BVPS	6.45	7.00	7.34	7.76	8.20	*14.9%*	*8.6%*	*4.8%*	*5.7%*	*5.8%*
DPS	0.16	0.18	0.20	0.23	0.26	*0.0%*	*12.5%*	*10.8%*	*15.6%*	*15.0%*
PPOP/sh	1.46	1.68	1.85	2.04	2.27	*7.1%*	*14.6%*	*10.1%*	*10.6%*	*11.1%*

Main indicators主要指标（%）	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	***2024***	***2025***	***2026E***	***2027E***	***2028E***
ROA	0.68%	0.71%	0.71%	0.72%	0.73%	*0.03%*	*0.03%*	*0.00%*	*0.01%*	*0.01%*
ROE	11.48%	12.65%	13.15%	14.44%	15.70%	*0.77%*	*1.17%*	*0.50%*	*1.29%*	*1.26%*
NIM 净息差	1.73%	1.66%	1.61%	1.61%	1.62%	*-0.09%*	*-0.07%*	*-0.05%*	*0.00%*	*0.01%*
Cost-to-income ratio 成本收入比	35.65%	31.81%	30.83%	29.56%	28.23%	*0.69%*	*-3.85%*	*-0.98%*	*-1.27%*	*-1.33%*
Effective tax rate 有效所得税率	11.82%	14.21%	7.60%	10.00%	10.00%	*5.16%*	*2.39%*	*-6.61%*	*2.40%*	*0.00%*
LDR 贷存比	78.86%	78.94%	80.34%	80.91%	81.27%	*1.13%*	*0.08%*	*1.40%*	*0.57%*	*0.36%*
NPL ratio 不良率	1.14%	0.97%	0.95%	0.95%	0.94%	*-0.04%*	*-0.17%*	*-0.01%*	*0.00%*	*-0.01%*
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	241.32%	292.30%	308.89%	311.79%	313.49%	*15.36%*	*50.97%*	*16.59%*	*2.90%*	*1.70%*
Provision ratio 拨贷比	2.74%	2.83%	2.95%	2.96%	2.96%	*0.08%*	*0.08%*	*0.12%*	*0.01%*	*0.00%*
Credit cost 信用成本	0.74%	0.78%	0.85%	0.77%	0.74%	*0.02%*	*0.04%*	*0.07%*	*-0.08%*	*-0.03%*
Non-interest income/operating income 非息收入占比	26.85%	24.04%	20.49%	17.31%	13.89%	*1.27%*	*-2.81%*	*-3.55%*	*-3.18%*	*-3.42%*
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	11.18%	9.96%	11.30%	11.66%	11.24%	*-1.54%*	*-1.22%*	*1.34%*	*0.36%*	*-0.42%*
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	9.11%	8.67%	8.42%	8.04%	7.68%	*0.69%*	*-0.44%*	*-0.25%*	*-0.38%*	*-0.35%*
Tier 1 CAR 一级资本充足率	10.67%	10.48%	10.02%	9.49%	8.99%	*0.57%*	*-0.19%*	*-0.45%*	*-0.54%*	*-0.50%*
CAR 资本充足率	13.80%	13.37%	11.35%	10.87%	10.41%	*1.01%*	*-0.43%*	*-2.02%*	*-0.48%*	*-0.46%*

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 14：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 9 月 28 日）

上市银行	代码	收盘价（元）	自由流通市值（亿元）	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
建设银行	601939.SH	11.00	785	8.32	7.99	0.78	0.73	9.6%	9.4%	0.75%	0.74%	3.5%	3.7%
中国银行	601988.SH	6.63	810	8.82	8.32	0.75	0.70	8.7%	8.7%	0.68%	0.66%	3.4%	3.7%
交通银行	601328.SH	7.59	1,743	7.22	6.89	0.55	0.52	7.9%	7.8%	0.63%	0.62%	4.3%	4.5%
邮储银行	601658.SH	5.32	545	7.49	7.11	0.60	0.56	8.2%	8.1%	0.47%	0.46%	4.1%	4.4%
招商银行	600036.SH	40.64	4,303	6.89	6.58	0.86	0.78	13.0%	12.4%	1.16%	1.14%	5.0%	5.1%
中信银行	601998.SH	9.07	446	7.39	7.09	0.65	0.61	9.1%	8.9%	0.71%	0.71%	4.2%	4.3%
民生银行	600016.SH	3.44	836	5.90	5.97	0.26	0.25	4.5%	4.3%	0.36%	0.35%	5.5%	5.1%
浦发银行	600000.SH	9.16	1,100	6.29	6.00	0.40	0.38	6.4%	6.4%	0.51%	0.50%	4.6%	4.8%
兴业银行	601166.SH	17.77	2,688	5.13	5.04	0.43	0.41	8.6%	8.3%	0.67%	0.64%	6.0%	6.0%
光大银行	601818.SH	2.99	471	5.16	5.13	0.34	0.32	6.7%	6.4%	0.54%	0.52%	5.9%	5.9%
华夏银行	600015.SH	6.18	315	4.64	4.50	0.30	0.28	6.6%	6.5%	0.48%	0.45%	6.8%	5.7%
平安银行	000001.SZ	11.30	922	5.27	5.08	0.46	0.43	8.9%	8.7%	0.74%	0.74%	5.3%	5.5%
浙商银行	601916.SH	2.82	410	6.46	6.45	0.41	0.39	6.6%	6.3%	0.39%	0.38%	5.0%	5.0%
南京银行	601009.SH	11.90	629	6.53	5.97	0.75	0.68	11.9%	12.0%	0.73%	0.69%	4.7%	5.1%
宁波银行	002142.SZ	34.55	1,169	7.14	6.29	0.93	0.83	13.6%	13.9%	0.86%	0.85%	3.5%	3.9%
江苏银行	600919.SH	12.22	1,750	6.38	5.84	0.78	0.70	12.9%	12.7%	0.73%	0.68%	4.6%	5.0%
上海银行	601229.SH	9.51	871	5.58	5.38	0.51	0.48	9.5%	9.2%	0.74%	0.74%	5.5%	5.7%
杭州银行	600926.SH	16.81	826	6.06	5.43	0.82	0.73	14.2%	14.2%	0.84%	0.84%	3.9%	4.4%
苏州银行	002966.SZ	9.29	342	7.40	6.69	0.77	0.71	10.8%	11.0%	0.72%	0.69%	3.9%	4.3%
成都银行	601838.SH	19.04	415	5.98	5.57	0.82	0.74	14.5%	14.0%	0.95%	0.92%	4.8%	5.0%
重庆银行	601963.SH	11.02	76	6.73	6.03	0.66	0.61	10.2%	10.5%	0.61%	0.58%	4.2%	4.5%
青岛银行	002948.SZ	6.06	117	6.43	5.56	0.83	0.78	13.2%	14.4%	0.71%	0.72%	3.0%	3.3%
齐鲁银行	601665.SH	6.96	292	6.89	5.99	0.80	0.73	12.1%	12.8%	0.76%	0.75%	3.6%	4.1%
厦门银行	601187.SH	6.82	81	7.02	6.48	0.63	0.59	9.3%	9.4%	0.61%	0.60%	3.7%	4.0%
无锡银行	600908.SH	5.80	88	5.59	5.36	0.52	0.48	9.7%	9.4%	0.81%	0.78%	4.3%	4.4%
常熟银行	601128.SH	6.14	204	4.37	3.95	0.58	0.52	14.0%	13.8%	1.18%	1.21%	4.0%	4.4%
江阴银行	002807.SZ	4.15	106	5.15	4.85	0.52	0.48	10.6%	10.3%	0.94%	0.92%	2.6%	2.8%
苏农银行	603323.SH	4.43	85	4.56	4.30	0.48	0.44	10.9%	10.6%	0.90%	0.89%	4.3%	4.5%
张家港行	002839.SZ	4.22	82	5.29	5.06	0.51	0.47	10.1%	9.7%	0.87%	0.86%	2.8%	2.9%
瑞丰银行	601528.SH	4.99	85	4.95	4.86	0.46	0.43	9.7%	9.1%	0.79%	0.73%	4.2%	4.2%
紫金银行	601860.SH	2.51	68	7.19	7.00	0.40	0.35	5.9%	5.4%	0.43%	0.42%	3.1%	3.1%
沪农商行	601825.SH	8.61	484	6.62	6.43	0.61	0.57	9.5%	9.2%	0.79%	0.77%	5.1%	5.1%
渝农商行	601077.SH	6.66	358	5.80	5.32	0.53	0.49	9.6%	9.7%	0.78%	0.77%	4.8%	5.3%
	A 股板块平均			***6.70***	***6.36***	***0.65***	***0.60***	***10.0%***	***9.8%***	***0.74%***	***0.72%***	***4.6%***	***4.8%***

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。