

渝农商行 (601077.SH)

高股息筑底、量增价稳释放业绩弹性

2026 年 06 月 08 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

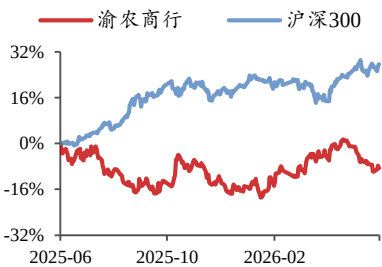
刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

日期	2026/6/3
当前股价(元)	6.71
一年最高最低(元)	7.79/6.02
总市值(亿元)	762.05
流通市值(亿元)	593.05
总股本(亿股)	113.57
流通股本(亿股)	88.38
近 3 个月换手率(%)	32.24

股价走势图



数据来源：聚源

● 业绩拆分：盈利企稳、规模扩张、拨备反哺

渝农商行对公贷款发力政信类+制造业，存款客户基础深厚，经营战略主动求变；资产质量稳中向好，财富管理未来或为第二增长极，未来中收增长势头可期。我们预计其 2026-2028 年归母净利润分别为 129/138/149 亿元，分别同比增长 6.2%/7.07%/8.18%；期末摊薄股本 EPS 为 1.13/1.21/1.31 元；当前股价(2026-06-03)对应 2026 年 PB 为 0.53 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 资产端对公贷款持续发力，负债端存款成本下降空间较大

资产端：前十大股东多为当地国资，信贷结构向对公转型，区域战略升级加码，成渝双城经济圈建设带来稳定政信类业务、提供扩表动能；科技赋能、打造获客平台，挖掘创造新兴产业链链上企业融资需求。

负债端：焕新零售新打法，打造消费场景，沉淀资金、增强客户粘性；高息定存迎来重定价窗口，有望带动计息负债成本下行，改善息差压力。以 2025 年末重定价定存规模为基准，粗略测算有望 2026 年净息差有望改善 11.4bp。

● 财富管理：稀有牌照优势，财富管理业务重要性抬升

财富管理业务扩展空间广阔，作为唯一一家具备理财牌照的农商行，理财牌照有望成为银行做大 AUM、优化中收结构的重要抓手。

● 资产质量：不良率下行至上市以来历史低位，高股息+低估值修复

2023 年开启新一轮地方政府化债周期，重庆地区城投债发行成本累计下行 212bp；2024-2025 年分别有 40 家和 11 家城投主体退出名单。渝农商行对公贷款不良率下行明显，整体贷款质量较好、下迁压力较轻，拨备计提充足。2023-2025 年渝农商行分红率较高且稳定，股息率排名靠前、位列农商行前 2 位。基于 PB-ROE 估值框架，相较于行业水平处于回归线下方，具备一定的安全边际与估值修复空间。

● 风险提示：经济增速不及预期；政策落地不及预期；业务转型的风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,261	28,648	29,289	30,707	31,952
YOY(%)	1.09	1.37	2.24	4.84	4.05
归母净利润(百万元)	11,513	12,128	12,880	13,791	14,918
YOY(%)	5.60	5.35	6.20	7.07	8.18
拨备前利润(百万元)	18,838	19,195	20,069	21,347	22,381
YOY(%)	3.86	1.90	4.55	6.37	4.84
ROE(%)	9.00	9.04	8.78	8.56	8.44
EPS(期末股本摊薄/元)	1.01	1.07	1.13	1.21	1.31
P/E(倍)	6.62	6.28	5.92	5.53	5.11
P/B(倍)	0.61	0.58	0.53	0.48	0.43

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 渝农商行兼具高股息与估值修复潜力	4
2、 业绩表现：盈利企稳、规模扩张、拨备反哺.....	4
3、 深耕巴渝的综合性地方金融主力	7
4、 区域战略升级、渝农商行乘势而上	10
4.1、 基建+新产业升级、双轮驱动	10
4.2、 对公转型、穿越周期的业务韧性	13
5、 存款成本优势显现、息差企稳向好	15
5.1、 县域优势、零售业务护城河	15
5.2、 定期存款重定价、负债成本有望继续下行.....	16
6、 理财托管双牌照、打开中收增长空间	17
7、 化债清淤、资产质量改善	19
8、 高股息叠加估值修复、投资价值凸显	21
9、 估值分析与投资建议	23
9.1、 盈利预测	23
9.2、 相对估值	24
10、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

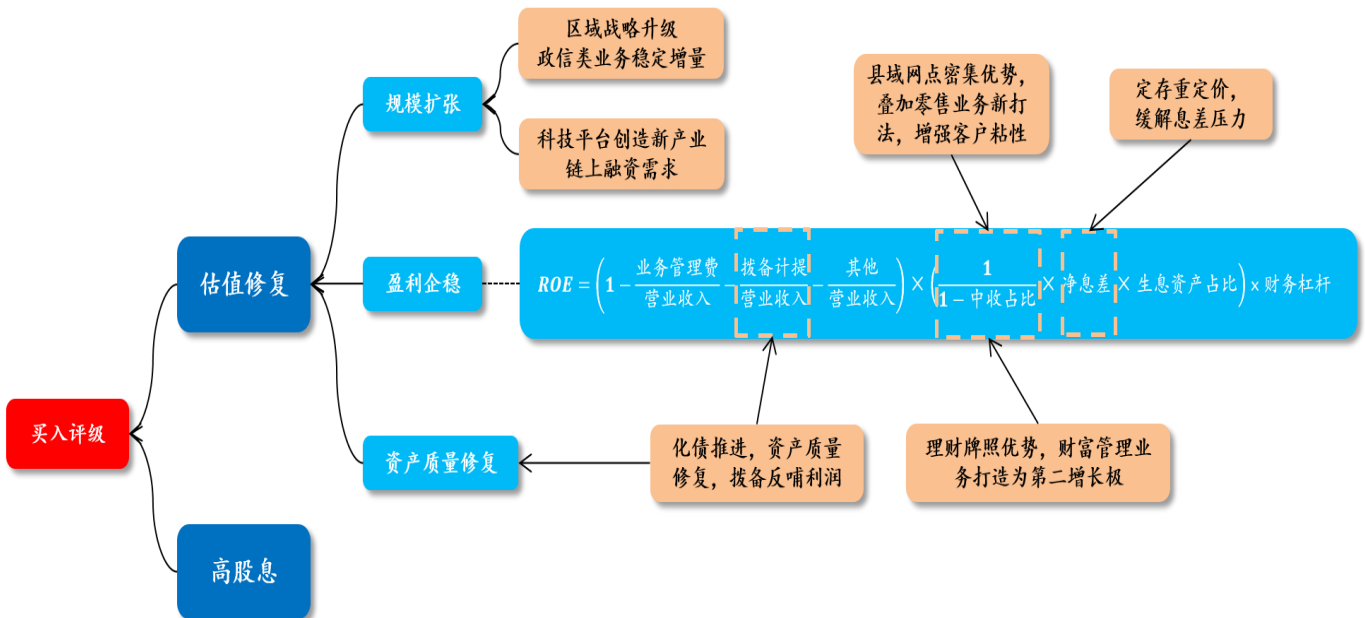
图 1： 量价险再平衡驱动估值修复、叠加高估值特征，渝农商行具备投资价值	4
图 2： 渝农商行盈利水平边际抬升	5
图 3： 渝农商行净利润增速企稳	5
图 4： 拆解 2025 年净利润 yoy，规模和拨备正向贡献较大，非息收入拖累较大	5
图 5： 拆解 2026 年 Q1 净利润 yoy，规模、净息差和费用管控提供正向贡献	6
图 6： 拆解上市农商行 ROA，渝农商行息差收入和成本管控表现出色	6
图 7： 渝农商行是国内首家实现 A+H 股上市的农商行	7
图 8： 截至 2026 年一季度末渝农商行前十大股东多为当地国资企业	8
图 9： 与当地同业比，渝农商行网点数量第一（个）	9
图 10： 与股份行比，渝农商行网点数量靠前（个）	9
图 11： 重庆市 GDP 增速整体高于全国水平	10
图 12： 重庆 GDP 水平位列全国城市第四（2025 年）	10
图 13： 重庆市工业 GDP 总量及增速表现较好	12
图 14： 2010-2025 年重庆工业增加值增速整体高于全国平均水平	12
图 15： 重庆传统产业保持增长态势	12
图 16： 重庆市“33618”现代制造业集群体系分布	13
图 17： 2022-2025 年渝农商行对公贷款占比逐渐抬高	13
图 18： 渝农商行对公贷款行业主要投向占比	14
图 19： 科技赋能，渝农商行主动融入新产业体系	15
图 20： 渝农商行存、贷款市占率较为领先	15
图 21： 渝农商行全面“焕新”零售业务打法	16
图 22： 2022-2023 年渝农商行吸收较多定存	17

图 23: 渝农商行存款挂牌利率持续下调	17
图 24: 渝农商行计息负债成本显著下行	17
图 25: 渝农商行净息差企稳修复、表现好于同业水平	17
图 26: 行业中间业务收入增速表现一般	17
图 27: 渝农商行手续费收入结构拆分 (百万元)	17
图 28: 渝农商行高净值客户持续增长	18
图 29: 渝农商行高净值客户 AUM 持续增长	18
图 30: 农商行序列中仅有渝农商行具备理财牌照	19
图 31: 重庆区域化债效果明显	20
图 32: 渝农商行不良率大幅下降	21
图 33: 渝农商行贷款质量下迁压力轻	21
图 34: 渝农商行估值存在修复空间	23
表 1: 渝农商行管理层专业能力优异	8
表 2: 渝农商行网点分布集中在县域市场	9
表 3: 成渝双城经济圈政策持续升级	10
表 4: 2021-2026 年成渝经济圈建设项目量及年度计划投资额持续增长	11
表 5: 2021-2026 年重庆市市级重点项目量及年度计划投资额持续增长	11
表 6: 渝农商行积极参与重庆战略发展浪潮中	14
表 7: 2024-2025 年渝农商行对公行业贷款不良率明显改善 (单位: %)	20
表 8: 近三年渝农商行分红率保持稳定 (单位: %)	21
表 9: 近三年渝农商行股息率处于行业前列 (单位: %)	22
表 10: 渝农商行主要预测指标	24
表 11: 可比公司的主要指标对比	24

1、渝农商行兼具高股息与估值修复潜力

规模扩张、息差企稳、资产质量修复共振，叠加高股息属性。首先在区域战略持续升级背景下，公司作为重庆本地法人银行，深度受益于政信类业务的稳定投放以及区域经济和产业升级带来的融资需求增长，同时依托县域网点布局优势和零售基础优势，持续增强客户黏性与市场渗透率。其次随着定期存款重定价效应逐步释放，负债成本有望边际下降，叠加资产端收益率相对平稳，净息差压力有望得到一定缓解，盈利能力具备修复基础。再者随着地方化债稳步推进以及存量风险资产逐步出清，公司资产质量有望延续改善趋势，拨备计提压力减轻后，利润释放弹性有望提升。同时公司理财业务和财富管理业务持续推进，有望成为继传统存贷业务之后的第二增长曲线。综合来看，渝农商行兼具高股息属性、估值修复空间及区域经营韧性，配置价值突出。

图1：量价险再平衡驱动估值修复、叠加高估值特征，渝农商行具备投资价值

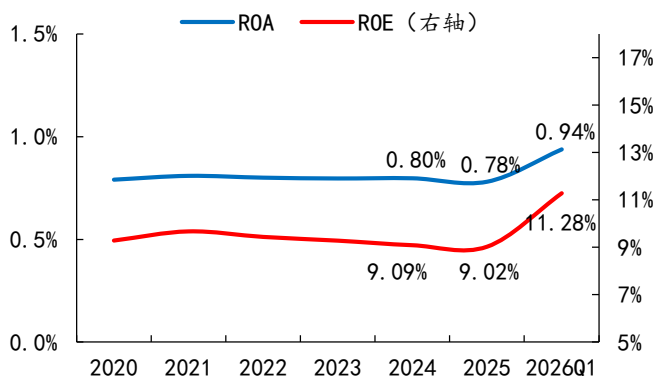


资料来源：开源证券研究所

2、业绩表现：盈利企稳、规模扩张、拨备反哺

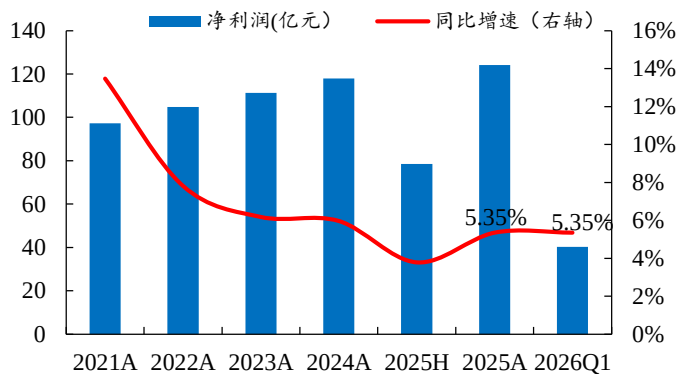
渝农商行盈利能力企稳。截至 2025 年末，渝农商行 ROA 和 ROE 分别为 0.78% 和 9.02%，相较于 2024 年维持相对稳定；2025 年实现净利润 124.2 亿元，较 2024 年同比增长 5.35%，增速环比 2025 年中期向上抬升。截至 2026 年 Q1，渝农商行年化 ROA 和年化 ROE 分别提升至 0.94% 和 11.28%，较 2025 年末分别上升 0.16pct 和 2.25pct，盈利能力有所改善；净利润增速较 2025 年末持平。在宏观经济弱修复环境下，仍保持相对稳健的盈利能力，经营底子扎实。

图2：渝农商行盈利水平边际抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

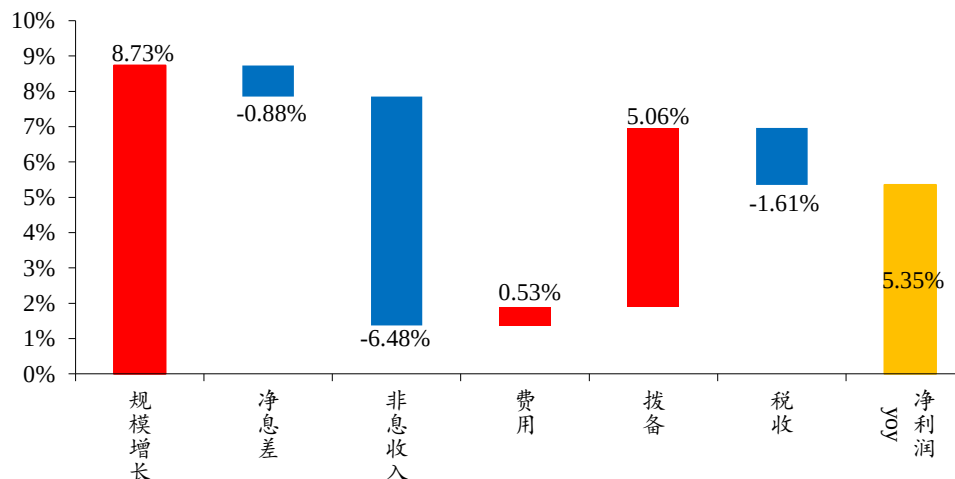
图3：渝农商行净利润增速企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

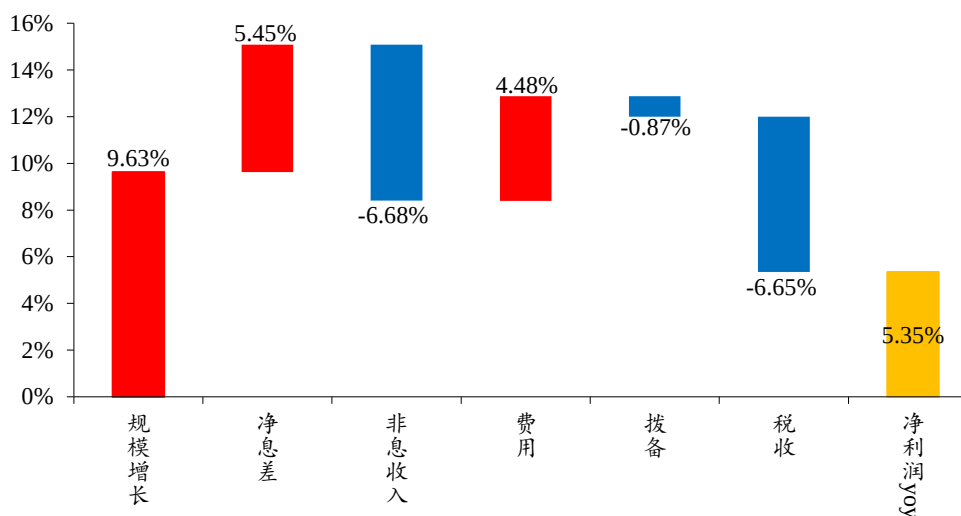
规模扩张、息差回升与资产质量修复共同支撑净利润增长。从 2025 年净利润增速拆解来看，规模增长和拨备释放是利润稳健增长的主要正向驱动因子，得益于表内资产持续扩张，以及资产质量改善带来的信用成本下行；非息收入对利润形成明显拖累，一方面受行业竞争加剧及费率下调影响，中收收入同比下滑，另一方面，2025 年债市整体表现偏弱，公允价值变动损失有所扩大。2026 年一季度，渝农商行净利润同比增速仍保持较为稳健的水平，规模扩张继续构成核心支撑，非息收入压力延续；与 2025 年相比，净息差贡献由负转正，盈利修复动能进一步增强。整体来看，公司利润增长仍主要依托规模扩张和资产质量改善，盈利韧性较强，经营表现保持稳健。

图4：拆解 2025 年净利润 yoy，规模和拨备正向贡献较大，非息收入拖累较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

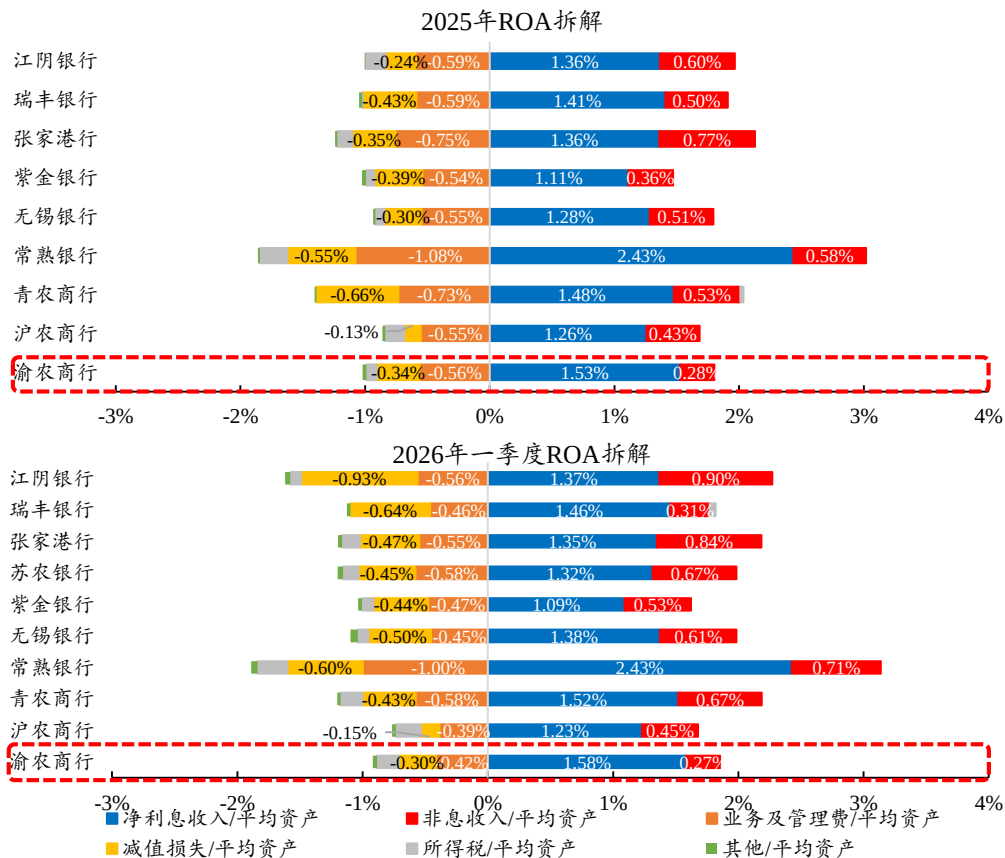
图5：拆解 2026 年 Q1 净利润 yoy，规模、净息差和费用管控提供正向贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

与同业相比，息差收入和成本管控表现出色。从横向对比 ROA 来看：渝农商行的净利息收入贡献度在上市农商行中处于领先水平，非息收入贡献度有待提升；费用、拨备、税收的负向贡献总体较小，成本管控方面较为出色。若不考虑权益乘数的差异，未来 ROE 的增长，有望通过充分利用理财和托管牌照、发展财富管理业务、提高中收收入。

图6：拆解上市农商行 ROA，渝农商行息差收入和成本管控表现出色

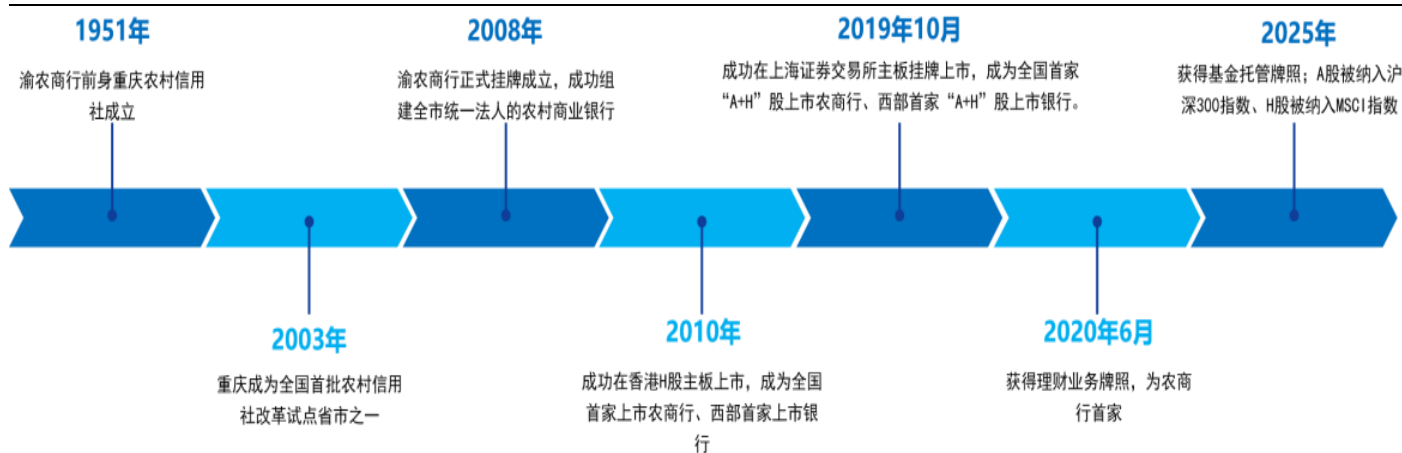


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、深耕巴渝的综合性地方金融主力

渝农商行是国内首家实现 A+H 股上市的农商行，资产位居国内农商行第一。渝农商行前身为重庆市农村信用社，成立于 1951 年，至今已有 70 余年历史。2003 年，重庆成为全国首批农村信用社改革试点省市之一。2008 年，重庆组建全市统一法人的农村商业银行。2010 年，渝农商行成功在香港联交所主板上市，成为全国首家上市农商行、西部首家上市银行。2019 年 10 月，成功在上海证券交易所主板挂牌上市，成为全国首家 A+H 股上市农商行、西部首家 A+H 股上市银行。2020 年，全资设立的渝农商理财正式挂牌开业，成为迄今获批筹建与开业的唯一一家农商行系理财子公司。2025 年获批证券投资基金托管牌照、丰富中间业务覆盖领域，同年其 A 股和 H 股分别纳入沪深 300 指数和 MSCI 指数，提高了该行在资本市场的影响力。截至 2025 年末，渝农商行总资产规模达到 16657 亿元，位列上市农商行之首、17 家上市城商行序列第 7。

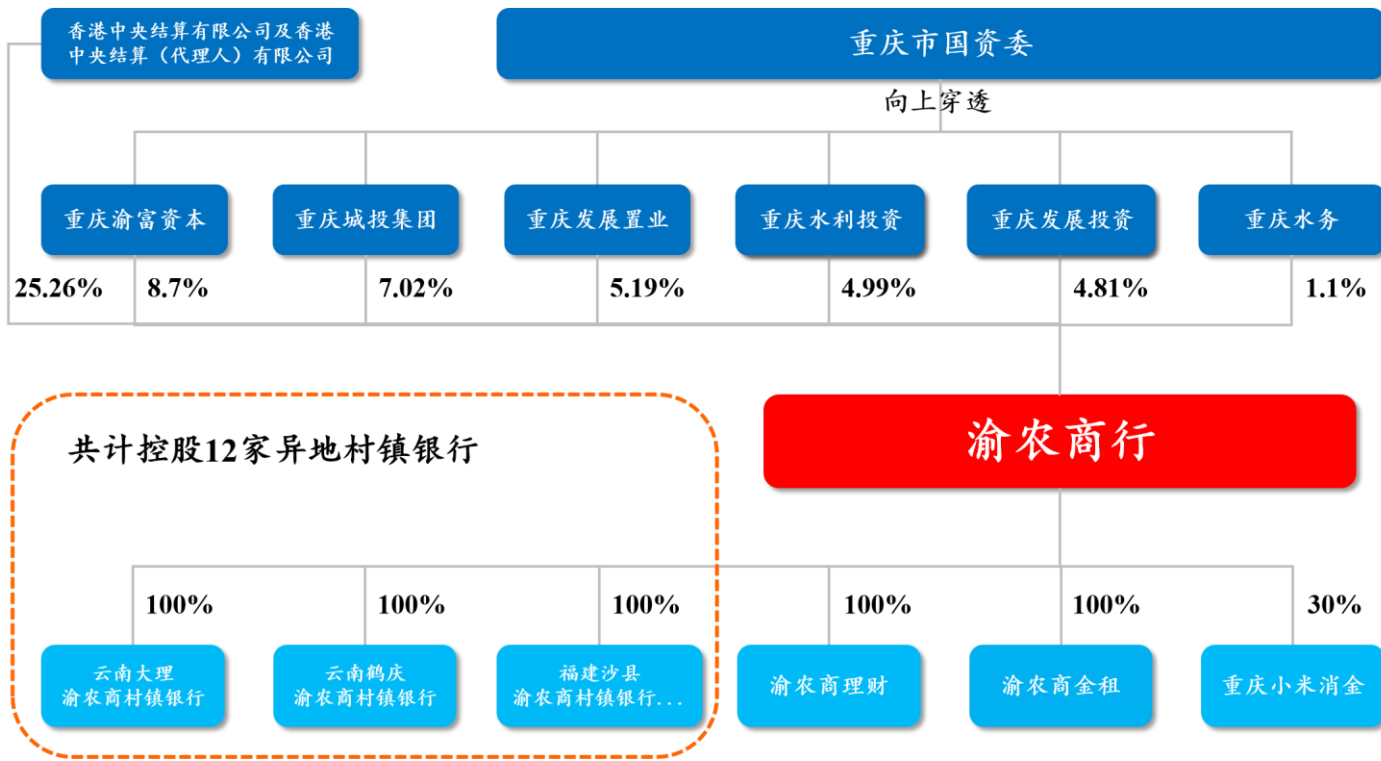
图7：渝农商行是国内首家实现 A+H 股上市的农商行



资料来源：公司官网、开源证券研究所

渝农商行前十大股东以重庆本地国资企业为主。截至 2026 年一季度末，前十大股东中除香港中央结算有限公司外，重庆市属国资平台占据主要席位，合计持股比例达 31.81%，股权向上穿透后实际控制人为重庆市国资委。依托坚实的国资背景，该行在区域政企合作中获得更多资源支持，深度融入重庆市重大战略部署。前期引发市场关注的民营股东相关治理问题已明显改善，隆鑫控股已退出前十大股东，财信集团持股比例降至 0.99%，公司治理结构实现根本性优化。

图8：截至 2026 年一季度末渝农商行前十大股东多为当地国资企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

管理层专业能力强、且本土经验丰富。刘小军先生于 2026 年 1 月出任渝农商行董事长，过往从业经历横跨信托和重庆本地重要投融资平台，在业务协调、区域资源对接以及资源整合具备显著优势。行长隋军及多位副行长均出身重庆本地银行体系，长期扎根地方市场，对区域经济、产业结构及本地客群特征熟稔于心，拥有成熟的银行经营管理经验与贴合本土实际的发展思路，为该行持续深耕区域市场、实现稳健经营提供有力支撑。

表1：渝农商行管理层专业能力优异

姓名	任职时间	所任职务	历史从业背景
刘小军	2025 年 3 月起	党委书记	曾任 重庆发展投资有限公司党委书记、董事长，中信信托有限责任公司业务总监、副总经理、信托业务八部（筹）副总经理（主持工作）、信托业务二部副总经理及总经理等职。
	2026 年 1 月起	董事长、执行董事	
隋军	2023 年 3 月起	党委副书记、行长	曾任 重庆银行股份有限公司党委委员、副行长 ，重庆汽车金融有限公司党委书记、董事长，本行党委委员、副行长、执行董事、董事会秘书、营业部总经理、江津支行党委书记及行长，江津市农村信用合作联社党委书记、理事长，中国建设银行南充市分行营业部总经理等职。
	2023 年 7 月起	执行董事	
周国华	2023 年 10 月起	党委委员、副行长	曾任 重庆银行股份有限公司党委委员、副行长 、首席运营业务执行官、大礼堂支行行长、高新区支行行长，重庆市商业银行渝北支行副行长（主持工作）、监事会办公室负责人等职。
谭彬	2023 年 12 月起	党委委员、副行长	曾任 渝农商行乡村振兴金融部总经理、三农业务管理部总经理、小微金融业务部总经理 、村镇银行管理部总经理、个人业务部总经理、忠县支行党委书记及行长、公司业务部副总经理、万州支行党委委员及副行长，重庆市万州区农村信用合作联社副主任，重庆市铜梁区农村信用合作联社主任助理等职。
	2026 年 3 月起	董事会秘书	
张进	2024 年 3 月起	党委委员、副行长	曾任 重庆银行股份有限公司数字银行部总经理、互联网金融部总经理、董事会办

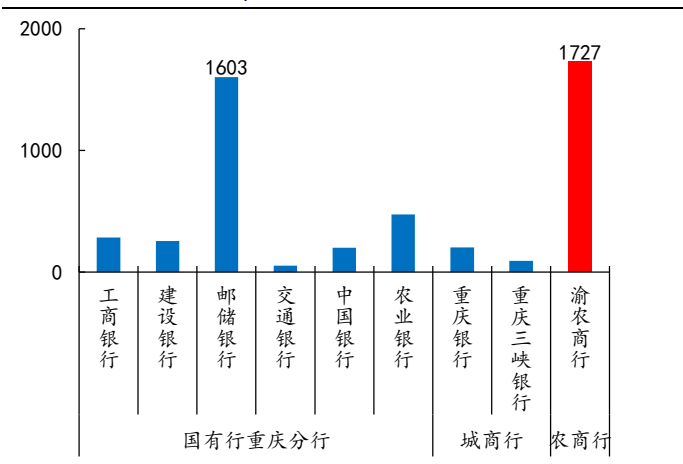
公室主任，重庆市商业银行个人银行部总经理、个人业务部总经理、市场发展部总经理及副总经理（主持工作）、国际业务部副主任及主任助理等职。

唐莉 2024 年 12 月起 党委委员、副行长 曾任**中国工商银行重庆渝北支行党委书记、行长**，中国工商银行重庆北部新区支行党委书记、行长，中国工商银行重庆市分行大客户服务部主任、公司业务部副总经理、公司业务一部经理，中国工商银行重庆杨家坪支行行长等职。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

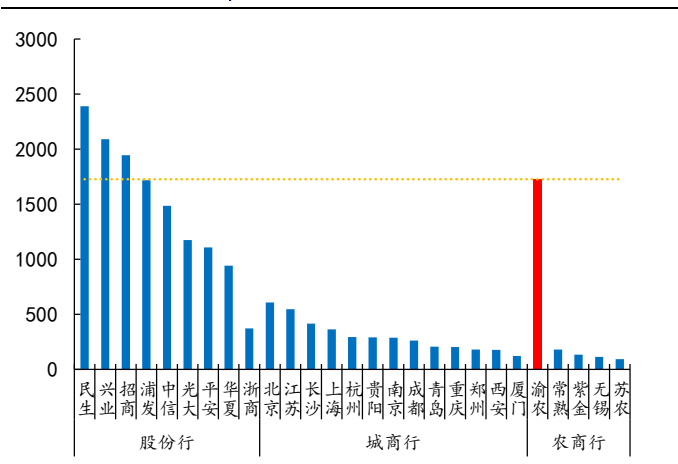
渝农商行网点数量多、分布广泛，扎根县域市场。截至 2025 年末渝农商行共有 1727 个网点，其中重庆地区中心城区有 303 个网点，主城新区有 639 个网点，渝东南、渝东北共有 783 个网点。与重庆市区内展业的银行相比，渝农商行网点数量位居第一，高于重庆银行、重庆三峡银行以及国有行重庆分行；与股份行全国展业的网点数量相比，渝农商行不逊色于多数股份行，与浦发银行网点数量旗鼓相当。网点广泛延伸至区县、乡镇乃至重点村落，实现了对重庆全域的立体式覆盖，不仅服务城市核心客群，而且深度下沉县域及农村市场，与地方金融机构相比具备难以复制的渠道优势。

图9：与当地同业比，渝农商行网点数量第一（个）



数据来源：公司官网、Wind、开源证券研究所（注：截止至 2025 年末）

图10：与股份行比，渝农商行网点数量靠前（个）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：截止至 2025 年末）

表2：渝农商行网点分布集中在县域市场

区域分布		网点数量（个）	员工人数（人）	资产规模（亿元）
主城区	中心城区	303	4517	6890
	主城新区	639	4067	4099
县域	渝东南、渝东北	783	5214	4521
	异地网点	2	55	58

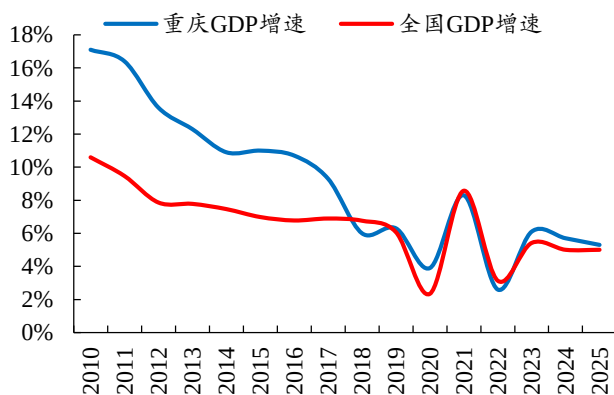
数据来源：公司年报、开源证券研究所（注：截止至 2025 年末）

4、区域战略升级、渝农商行乘势而上

4.1、基建+新产业升级、双轮驱动

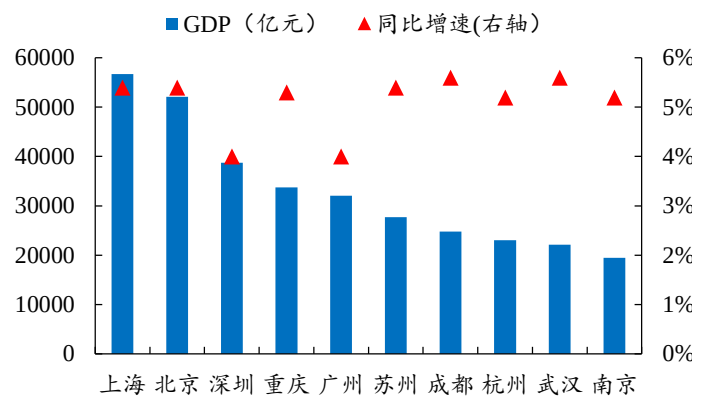
重庆经济增速快，叠加国家级战略落地，提高地区经济景气度。从经济体量来看 2025 年重庆 GDP 达到 33758 亿元、位列全国城市序列第 4，仅次于上海、北京和深圳。经济发展速度较高，2010-2025 年间，重庆 GDP 增速整体高于全国 GDP 增速。从政策支持方面来看，长江经济带、西部陆海通新通道、新时代西部大开发、成渝地区双城经济圈等国家级战略轮番出台，通过顶层设计，明确重庆在全国经济发展中的重要地位，在产业布局、交通基建、对外开放、区域协同等领域获得持续政策倾斜，为地方经济发展注入稳定预期与长期动能。

图11：重庆市 GDP 增速整体高于全国水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：重庆 GDP 水平位列全国城市第四（2025 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：成渝双城经济圈政策持续升级

政策文件	时间	意义	重点内容
《成渝经济区区域规划》	2011 年	形成以重庆、成都为核心，沿江、沿线为发展带的“双核五带”空间格局，推动区域协调发展。	规划范围涵盖重庆 31 个区县和四川 15 个市，以加快城乡一体化、加强基础设施建设、构建现代化产业体系为主要方向，推动区域经济一体化发展，明确阶段性发展目标以 强化区域经济集聚能力 。到 2015 年，地区生产总值占全国的比重达到 7%，人均地区生产总值达到 39000 元，城镇化率达到 52%，城乡居民收入差距由 3.3：1 缩小到 2.8：1。
《成渝城市群发展规划》	2016 年	培育发展成渝城市群 ，发挥其沟通西南西北、连接国内国外的独特优势，推动“一带一路”和长江经济带战略契合互动。	构建 一轴两带、双核三区 的空间格局，推动重庆、成都双核联动发展；推动基础设施互联互通、构建综合交通运输和高速共享信息网络。培育优势产业集群协作配套、有序承接产业转移、整合发展产业园区。深化对内对外开放合作，共建开放通道和平台、参与“一带一路”务实合作。到 2030 年， 实现由国家级城市群向世界级城市群的历史性跨越 。
《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	2021 年	打造高质量发展重要增长极 、提升人口与经济承载力，构建内陆开放新高地、优化对外开放格局，推动人口合理集聚、统筹西部重点区域发展与生态保护。	成渝地区双城经济圈发展新格局将以 提升双城能级、培育现代化都市圈、促进双圈互动两翼协同 为核心，常住人口城镇化率达 66%左右。构建一体化综合交通运输体系、强化能源与水利保障，实现重庆、成都间 1 小时可达， 铁路网总规模达 9000 公里以上 并覆盖全部 20 万以上人口城市。协同建设现代产业体系，推动制造业高质量发展与数字经济壮大，研发投入强度达 2.5%左右，科技进步贡献率达 63%，初步形成区域产业链供应链体系与 世界级先进制造业集群雏形 ，建成西部金融中心，现

政策文件	时间	意义	重点内容
《成渝地区双城经济圈国土空间规划（2021—2035年）》	2025年	成渝地区双城经济圈的“两中心两地”战略定位，旨在建设具有	代服务业优势显著增强，科技创新中心核心功能基本形成。
		全国影响力的重要经济中心与	成渝地区双城经济圈的城镇空间以“双核双圈、一轴五带”为布局，打造多中心网络化世界级城市群。开放通道以“西链陆海、东接三群、联通全球”为方向，构建全方位开放体系。交通层面共建国际性综合交通枢纽集群、世界级机场群和多层次轨道交通网络；基础设施协同推进能源、水利与新型信息设施建设，筑牢发展支撑。

资料来源：重庆市人民政府、开源证券研究所

成渝经济圈战略持续升级、带来区域经济增长确定性。成渝地区双城经济圈建设为重庆制造业发展壮大注入强大动力，有效促进重庆制造业基地生产要素资源合理流动、优化配置。2025年重庆地区工业GDP达9050亿元，同比增加5.7%；2025年工业增加值同比增长5.9%，2010-2025年工业增加值增速整体高于全国增速水平。从2011年《成渝经济区区域规划》出台，2016年和2021年先后确定成渝城市群概念和经济发展重要增长极，到2025年双城经济圈国土空间新规划，基建投资加码与产业升级深化形成双轮驱动，构成重庆经济稳健增长的核心支撑。2021-2026年间，成渝双城经济圈每年项目数量从67个大幅跃升至350个，每年新增项目总投资额从15700亿元提升至38300亿元；项目结构上以基建项目和新产业体系项目为主，新、旧动能两头开花，进一步强化区域发展确定性，为相关产业布局提供明确导向。2021-2026年间重庆市市级重点项目量、年度计划投资持续增长，分别从1251个抬升至1636个、从3532亿元抬升至5012亿元。

表4：2021-2026年成渝经济圈建设项目量及年度计划投资额持续增长

年份	项目（个）	年度总投资（亿元）	年度计划投资（亿元）	主要项目	项目（个）	总投资（亿元）
2021年	67	15700	1016	基建项目	29	12099
				新产业项目	23	2698
2022年	160	20367	1835	基建项目	40	13461
				新产业项目	72	5402
2023年	248	32500	3395	基建项目	90	23800
				新产业项目	81	5682
2024年	300	36000	4221	基建项目	99	-
				新产业项目	117	-
2025年	320	37000	4415	基建项目	107	25000
				新产业项目	131	8777
2026年	350	38300	4992	基建项目	107	-
				新产业项目	163	-

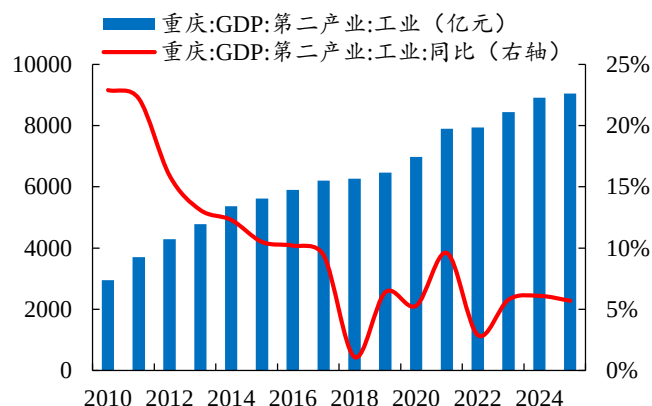
数据来源：重庆市人民政府、开源证券研究所

表5：2021-2026年重庆市市级重点项目量及年度计划投资额持续增长

年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026
项目（个）	1251	1143	1457	1544	1568	1636
总投资（亿元）	47349	39000	44000	44000	44000	37603
年度计划投资（亿元）	3532	3600	4300	4500	4800	5012

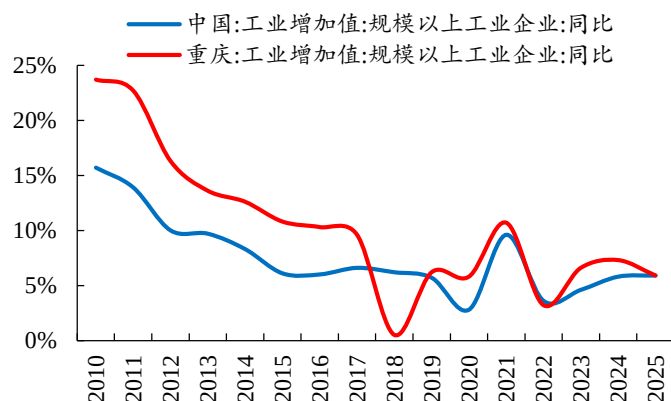
数据来源：重庆市人民政府、开源证券研究所（注：统计口径包含重点建设项目和储备项目）

图13：重庆市工业 GDP 总量及增速表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

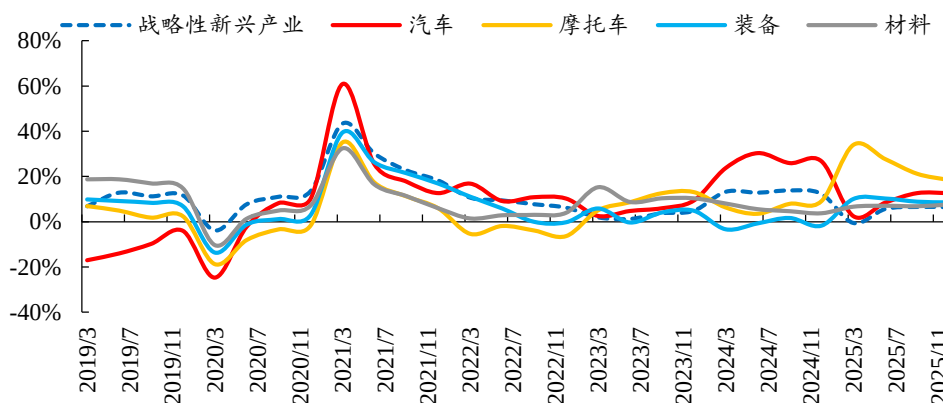
图14：2010-2025 年重庆工业增加值增速整体高于全国平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

传统工业增长势头依旧。重庆市规上企业工业增加值增速整体领先于全国平均增速水平，截至 2025 年末为 5.9%。结构上来看传统产业增速较高，近两年汽车和摩托车行业先后接力、高增长态势明显，平均增速超过 15%；装备、材料行业稳定增长、2025 年增速分别达到 8.5%、7.6%。

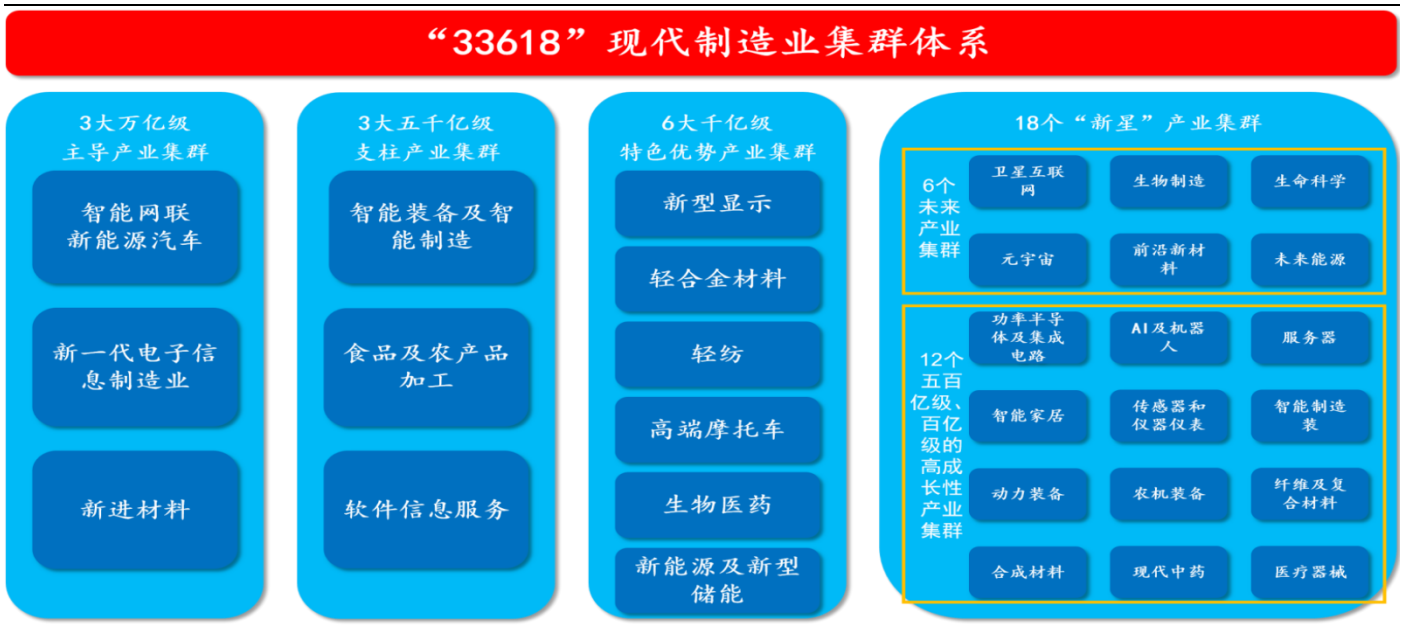
图15：重庆传统产业保持增长态势



数据来源：Wind、iFind、开源证券研究所

战略性新兴产业星辰大海。2023 年 6 月，重庆市召开推动制造业高质量发展大会，提出要着力打造“33618”现代制造业集群体系；9 月重庆市发布了《深入推进新时代新征程新重庆制造业高质量发展行动方案(2023—2027 年)》，部署建设“33618”现代制造业集群体系。具体地，“33618”是指 3 大万亿级主导产业集群+3 大五千亿级支柱产业集群+6 大千亿级特色优势产业集群+18 个“新星”产业集群。政策提出到 2027 年，“33618”现代制造业集群体系初步形成，战略性新兴产业、高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重分别提高至 36%、22%，技术改造投资占工业投资的比重提高至 40%。以打造“33618”现代制造业集群为锚点，对当地银行体系而言，将带来设备更新、技改、流动资金等长期信贷需求，有助于提升信贷资产的整体收益率与客户质量。

图16：重庆市“33618”现代制造业集群体系分布

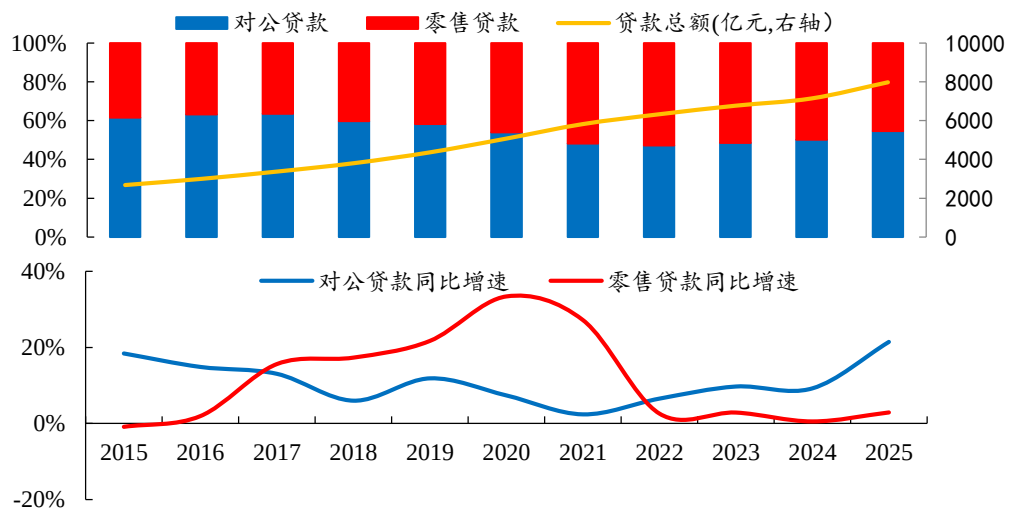


资料来源：重庆市人民政府、开源证券研究所

4.2、对公转型、穿越周期的业务韧性

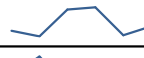
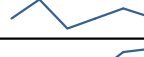
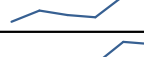
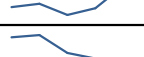
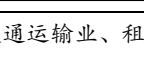
信贷投放顺势而为、因势施策。2015-2021年间，渝农商行以重庆地区为主战场，发扬山城火锅文化，发挥“麻、辣、鲜、香”四大特质，形成以大零售金融为核心，公司和同业金融协同发展。消费贷、经营贷体量快速攀升，年复合增长率分别达到35.89%和17.68%，零售端新增贡献贷款总额新增的57.16%。2022-2025年间处于疫后复苏阶段，受前期疫情扰动叠加房地产市场调整，居民资产负债表受损，消费意愿低迷，零售业务难以为继、存量贷款风险开始暴露。渝农商行在信贷结构上压降零售占比、转向对公业务，与当地国企加强业务联系，追求稳定、低风险的政信类业务（约占对公贷款59%）。既是应对周期波动、实现稳健穿越的务实之举，更精准契合重庆区域战略升级需求，以金融赋能地方发展，实现自身与区域的双向共赢。2025年度，渝农商行对公贷款同比增长21.46%，对当年总贷款增量贡献90%。

图17：2022-2025年渝农商行对公贷款占比逐渐抬高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：渝农商行对公贷款行业主要投向占比

行业分类	2020	2021	2022	2023	2024	2025	占比趋势变
制造业	22.30%	20.25%	18.62%	17.77%	21.25%	18.02%	
批发零售	6.57%	5.92%	8.96%	9.27%	5.96%	7.09%	
电力燃气水业	7.03%	8.27%	6.36%	6.98%	7.71%	7.05%	
交通运输业	6.64%	7.88%	7.35%	7.18%	9.72%	10.07%	
租赁商服	22.10%	22.82%	20.73%	21.91%	26.21%	25.77%	
水利	23.34%	23.77%	20.32%	19.35%	18.34%	18.92%	
建筑业	2.41%	2.56%	2.45%	2.52%	3.33%	4.17%	
政信类业务	59.12%	62.73%	54.76%	55.41%	61.97%	61.82%	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、政信类业务范围包括电力燃气水业、交通运输业、租赁商服、水利环境四个行业。2、行业贷款占比=所投行业贷款/对公贷款总额）

表6：渝农商行积极参与重庆战略发展浪潮中

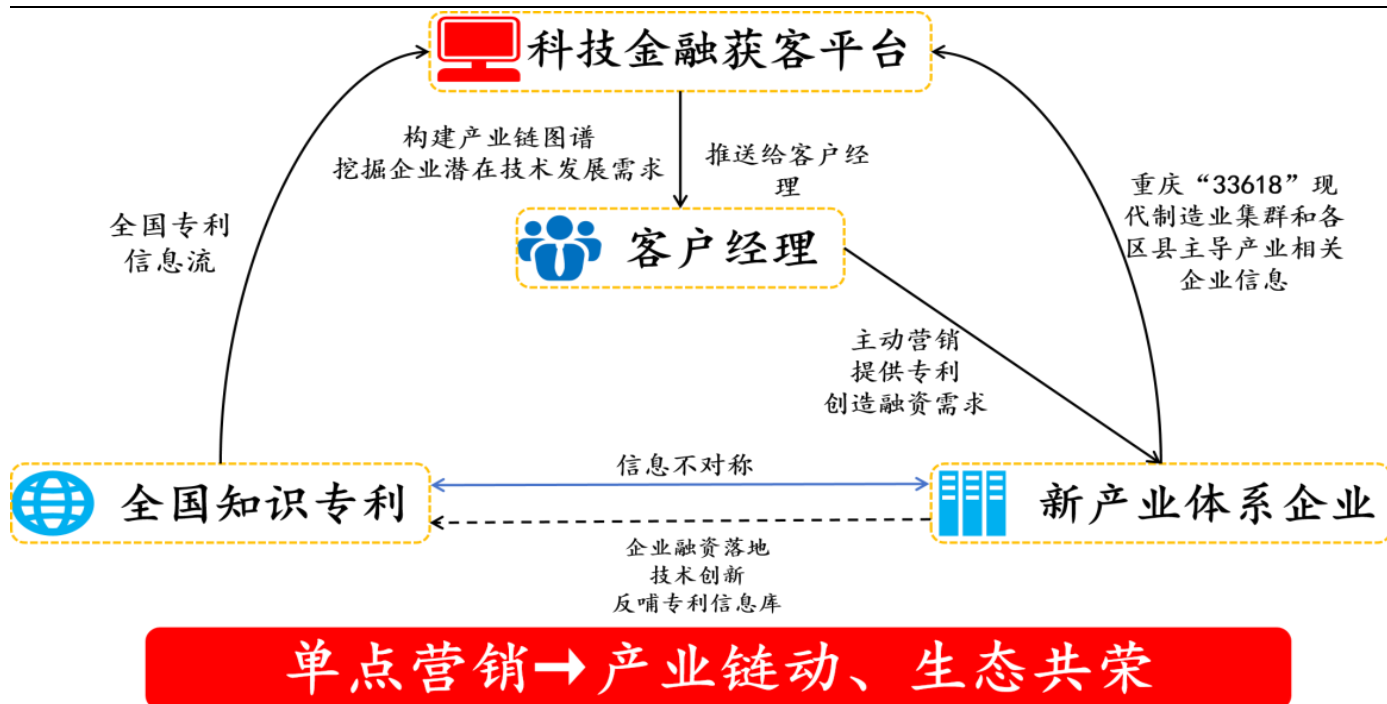
年份	2021	2022	2023	2024	2025
成渝双城经济圈建设及重庆市重点项目					
项目（个）	72	-	157	176	193
授信金额（亿元）	1023.41	1040.27	1210.76	1262.41	-
投放贷款余额（亿元）	249.07	284.32	259.78	264.73	333.32
“33618” 现代制造业集群体系					
贷款客户（户）	-	-	-	3900	4591
贷款余额（亿元）	-	-	657	660	659.21

数据来源：公司年报、开源证券研究所

从被动授信向主动提供解决方案转变。在新产业体系企业信贷投放上，渝农商行一改传统单点式、零散化的获客模式如地推，转变为沿产业链系统化的新模式。具体地，渝农商行通过打造科技金融获客平台，将重庆“33618”现代化产业集群企业信息与全国 5500 多万条知识产权、专利进行撮合匹配，挖掘服务企业潜在的技术发展需求，推送给专门的产业链客户经理，为链上企业提供针对性的金融和非金融综合性服务，帮助企业解决现有技术堵点，创造融资需求。

在平台上线 9 个月内，已累计触达客户超 3.7 万户，新增授信 121 亿元，实现贷款投放 57 亿元。并且在企业创新活动落地后，能够将边际技术信息反馈至获客平台，形成动态闭环，已促进科技成果转化项目 77 个，储备 32 个，涵盖再生铝先进材料、固态电池等前沿技术。由此带来新增对公客户有效户 14 户、工资代发 89 户、带动存款流入 1.89 亿元、贷款投放 3.56 亿元。

图19：科技赋能，渝农商行主动融入新产业体系



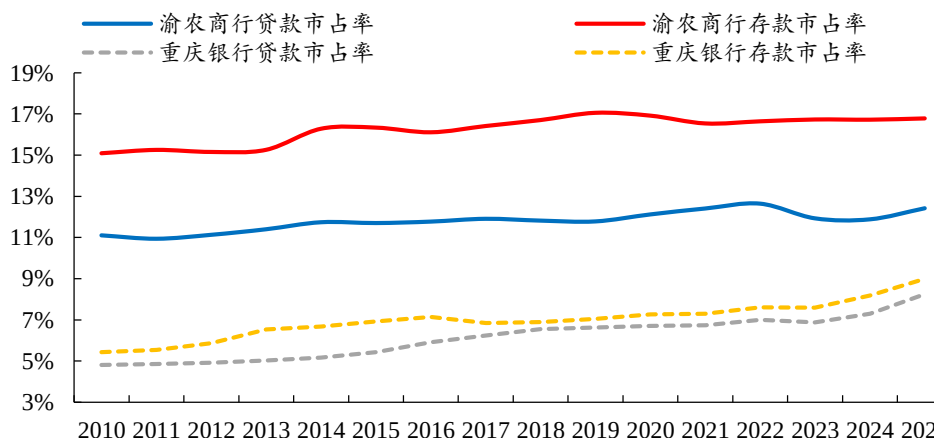
资料来源：业绩说明会、开源证券研究所

5、存款成本优势显现、息差企稳向好

5.1、县域优势、零售业务护城河

网点数量密集分布在县域市场、存款市占率高。渝农商行具备近乎垄断式的网点优势，截至 2025 年末，渝农商行共有网点 1727 家，重庆地区网点遍布全市，显著多于其余主要银行。其中近 70% 的人员、80% 的网点、80% 的自助机具分布在县域，形成了“乡乡有机构、村村有服务、家家有账户”的庞大网络布局。在金融资源供给分布上，重庆市共有 50 家银行，渝农商行存、贷款市占率分别达约 17% 和 12%，近乎垄断式的当地规模优势造就了独一无二的揽储和议价能力。

图20：渝农商行存、贷款市占率较为领先

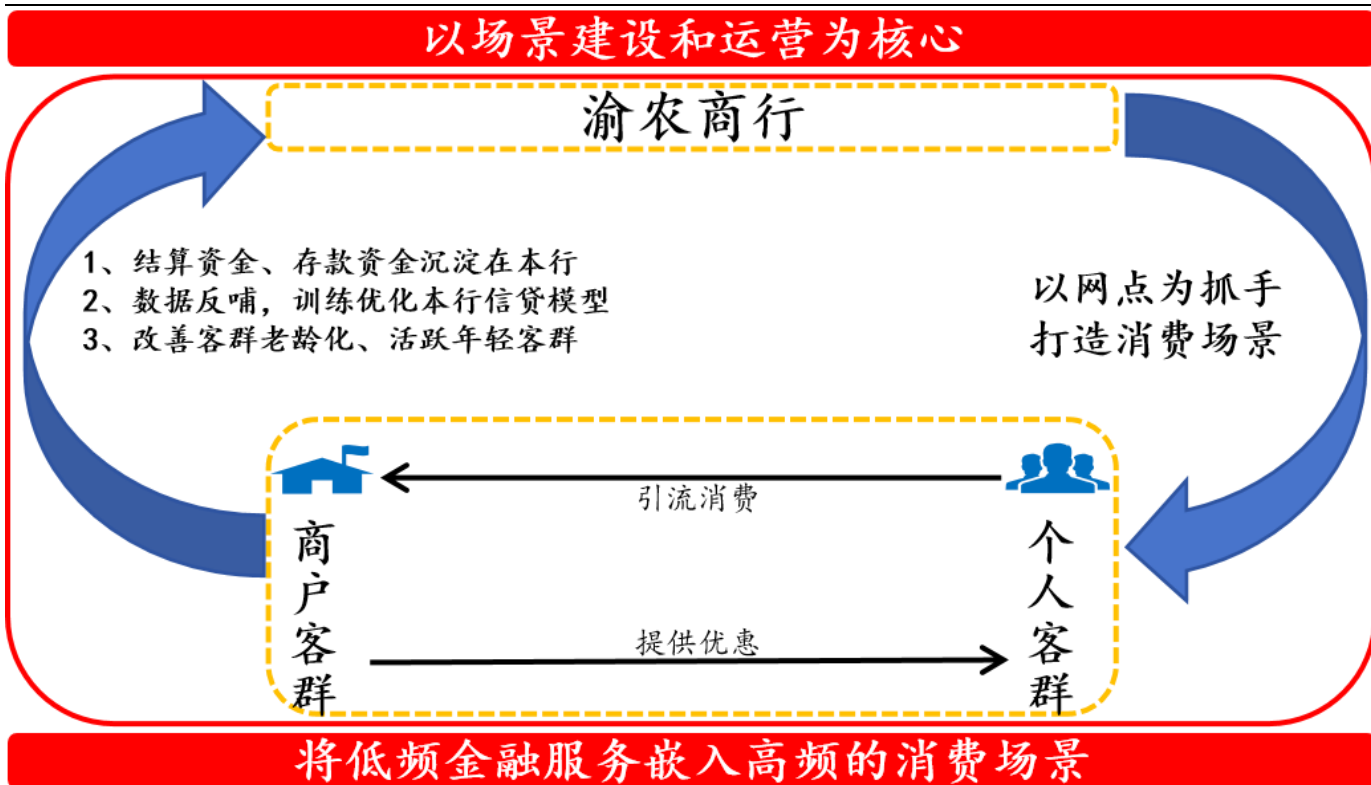


数据来源：Wind、开源证券研究所

全面“焕新”零售业务打法，跳脱高价竞争存款环境。渝农商行主动打造零售消费场景，通过银行卡积分形式，利用 1727 家密集网点优势，将本行个人客户群体

介绍于商户客群进行消费、并组织商户客群予以适当优惠力度，增强客户联系程度、提高客户粘性，实现低频金融服务嵌入高频消费场景。一方面，将交易活动中产生的结算资金和客户存款资金沉淀在本行；另一方面可以获得交易过程中的消费数据，用于训练优化信贷模型，提高零售贷款端的定价效率和控制风险敞口；此外，通过社区商业生态，有效触及不同阶层、不同年龄段的客户群体，构建高效触客体系，激活潜在消费需求，改善所服务客群的年龄结构特征。截至 2025 年末，渝农商行零售存款为 8804 亿元、同比增长 8.88%，零售存款成本环比下降 29bp 至 1.51%，商户 AUM+LUM 为 2754 亿元、同比增速为 77.5%。

图21：渝农商行全面“焕新”零售业务打法



资料来源：业绩说明会、开源证券研究所

5.2、定期存款重定价、负债成本有望继续下行

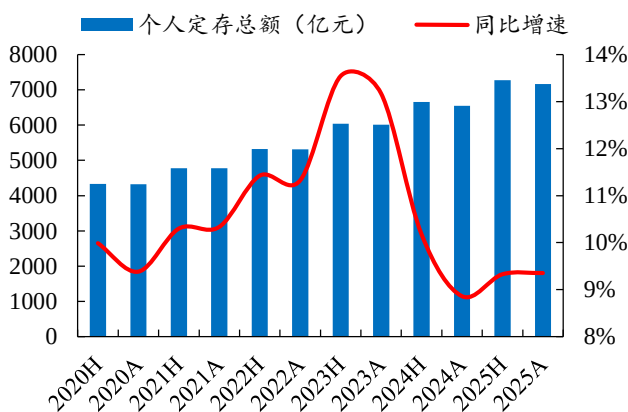
2022-2023 年渝农商行吸收大量定存、预期将于 2025-2026 年密集到期。2022-2023 年，居民部门风险偏好下行，更加追逐定期存款这类稳健型金融产品，银行体系吸收大量定存，期限上多为 3 年期。渝农商行在 2023 年定存增速明显抬升，高达约 13%。不同于贷款，银行存款重定价周期更长，一般只有在存款到期后，才能以新利率重新发行产品。那么对于 2022-2023 年吸收较多定期存款，将于 2025-2026 年迎来重定价窗口期。存款挂牌利率方面，2022 年 4 月，央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制。2022 年至今，大行存款挂牌利率累计下调 7 次，中小行随之调整，具体来看，渝农商行 3 年期存款挂牌利率累计下调 135bp。

计息负债成本持续下行、改善净息差水平。截至 2025 年末，渝农商行总负债规模为 15264 亿元，吸收存款规模为 10287 亿元，其中个人定期存款占比 69.6%。伴随着存款挂牌利率下调，存款成本能够有效带动计息负债成本下行，进而在 LPR 下行背景下，减少净息差下行幅度。2025 年以来，过往吸收高息定存开始到期，渝农商行凭靠客户粘性，以低利率续做到期存款，明显改善了负债成本，2025 年净息差水

平为 1.6%、同比 2024 年末下行 1bp，已出现企稳态势，2026Q1 净息差环比抬升 9bp 至 1.69%。

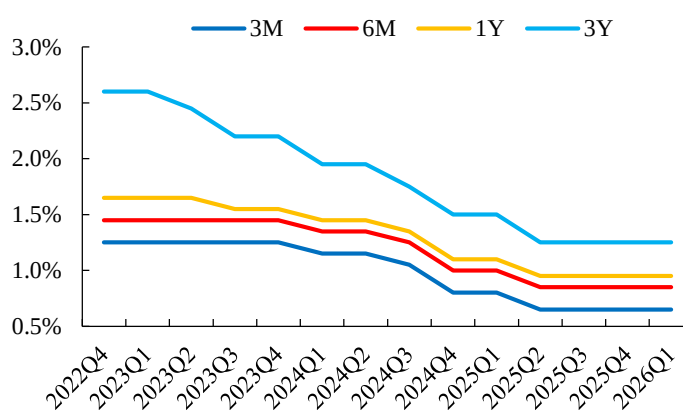
预期 2026 年全年存款成本有望改善 17.2bp、净息差有望改善 11.4bp。以 2025 年末渝农商行存款规模为基准，预期 2026 年定存到期规模约有 5636 亿元，通过对吸收存款原始期限进行假设，并结合各期限利率下行幅度，静态测算 2026 年存款利息支出减少约 19 亿元，将改善存款成本 17.2bp、净息差 11.4bp。

图22：2022-2023 年渝农商行吸收较多定存



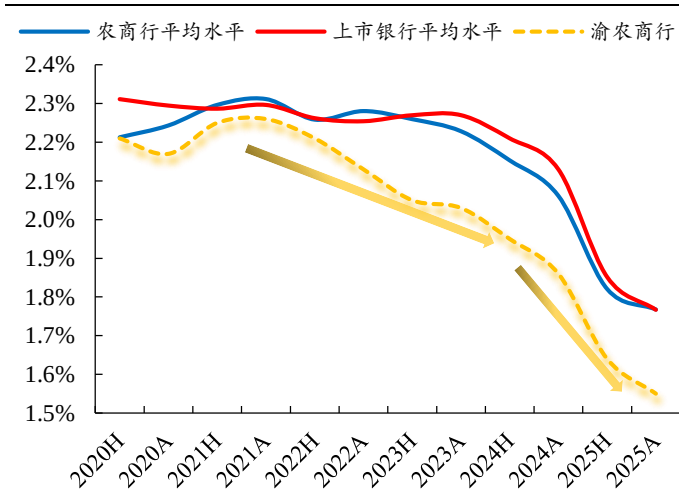
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：渝农商行存款挂牌利率持续下调



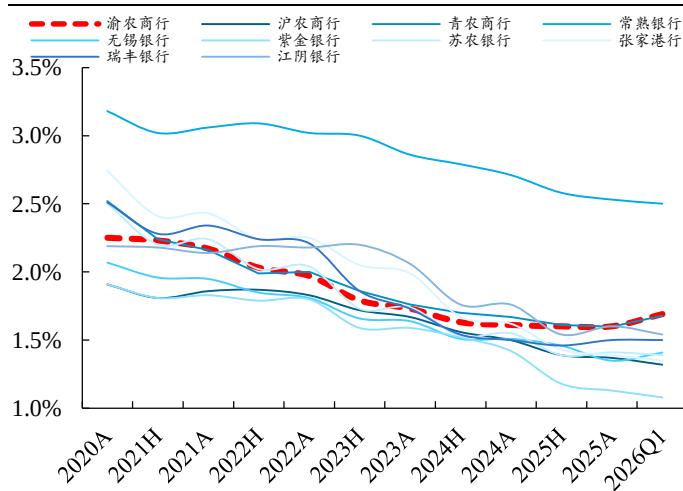
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图24：渝农商行计息负债成本显著下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：渝农商行净息差企稳修复、表现好于同业水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

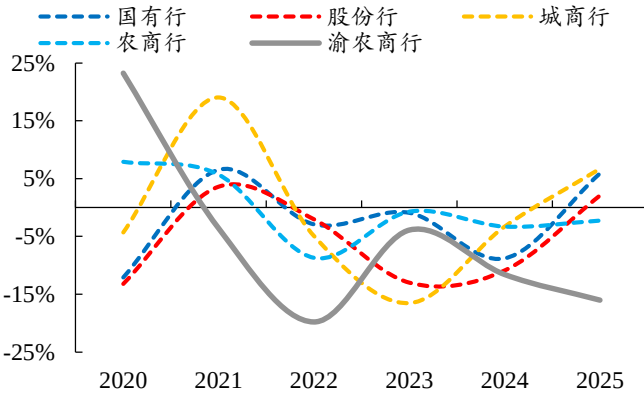
6、理财托管双牌照、打开中收增长空间

受行业环境影响，中收收入持续下滑。2020-2025 年，上市银行平均手续费收入整体呈现下降趋势，不外乎，渝农商行手续费收入下滑至 16.59 亿元。首先，2022 年末理财赎回潮对理财管理费收入和代销收入冲击较大；并且，报行合一政策一定程度冲击保险产品代销收入；此外，疫情后居民消费意愿低迷、超前消费需求减弱，叠加 2025 年渝农商行加大对商户的培育投入，银行卡等相关实体经济业务收入有所下滑。

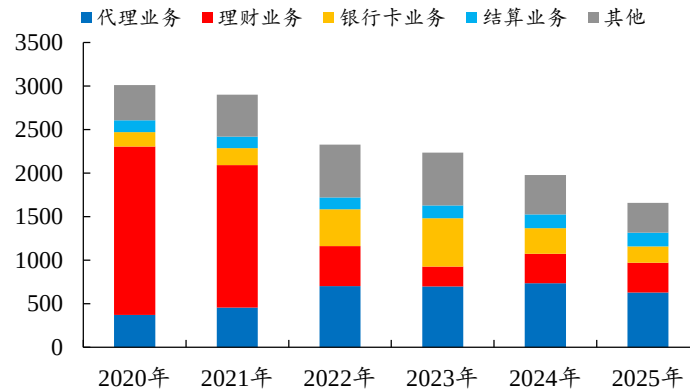
图26：行业中间业务收入增速表现一般

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图27：渝农商行手续费收入结构拆分（百万元）



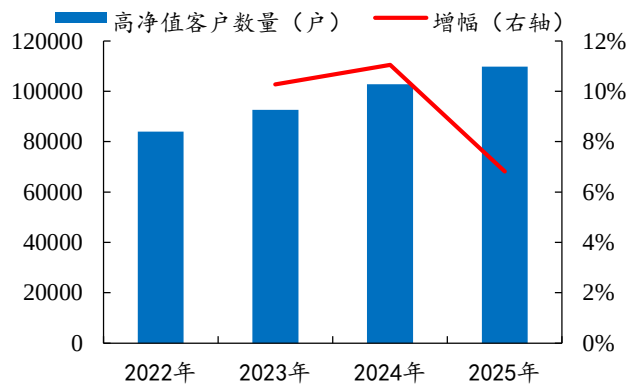
数据来源: Wind、开源证券研究所



数据来源: Wind、开源证券研究所

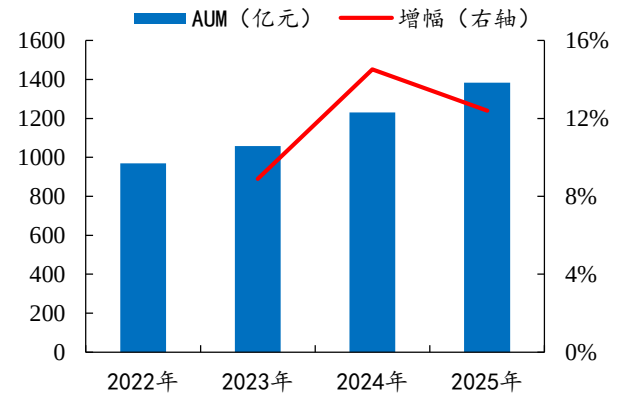
财富管理业务扩展空间广阔。2025 年董事长刘小军先生指出，重庆农商行拥有约 2947 万个人客户，覆盖全市人口的绝大部分，但 AUM（资产管理规模）超过 300 万元的财私客户不足 1 万户，与重庆整体人口规模及财富结构并不匹配，说明存量零售客户中仍蕴含较大的财富挖掘空间，后续代销、理财等中间业务收入仍有较强提升潜力。从客户分层来看，渝农商行将钻石卡（近三个月日均存款 100 万元以上）及更高等级客户定义为高净值群体，2022-2025 年间，该类客户数量及 AUM 均保持稳步增长，年复合增速分别达到 9% 和 13%。随着客户分层经营持续深化以及财富管理服务能力不断提升，银行有望进一步承接存量零售客户的资产配置需求，打开财富管理业务的成长空间。

图28：渝农商行高净值客户持续增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图29：渝农商行高净值客户 AUM 持续增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

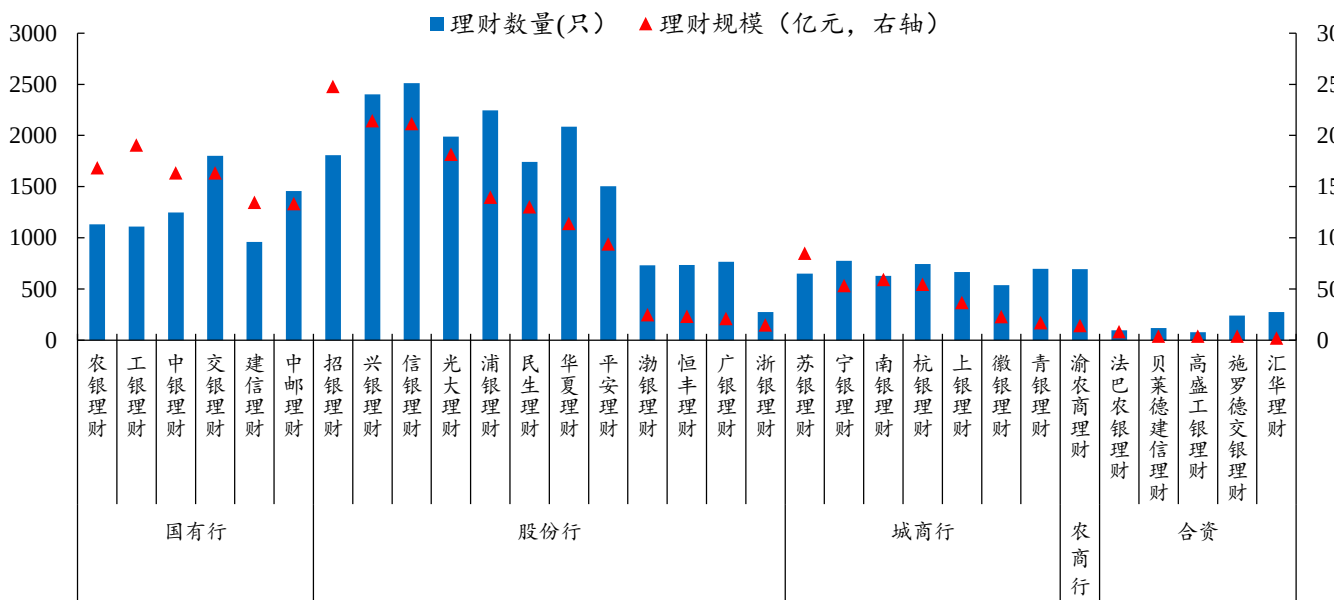
唯一一家具备理财牌照的农商行。我国理财业务实行牌照准入管理，截至 2025 年末，国内共有 32 家理财子公司获批设立，其中农商行序列中仅渝农商行旗下理财子公司具备相关牌照。自 2023 年末监管部门批复同意筹建浙银理财以来，市场再无新的理财子公司获批，行业牌照发放陷入停滞。

理财牌照为财富管理业务拓展提供优质产品和服务支撑。相较于单纯依赖代销渠道，持有理财牌照意味着银行能够参与产品设计、发行到管理运作的全链条流程，精准适配不同客群的风险偏好和期限需求，提升财富管理服务的完整性和差异化水平。对于客户基础较为庞大的银行而言，理财牌照不仅有助于丰富可供配置的产品供给，在低利率环境下通过理财产品承接存款客户配置需求，有利于增强客户黏性。长期来看，随着客户资产管理需求不断提升，理财牌照有望成为银行做大 AUM、优

化中收结构的重要抓手，并为财富管理业务的持续扩张提供更稳固的基础。

此外，2025 年渝农商行获批证券投资基金托管牌照，未来有望新增稳定的托管费收入。

图30：农商行序列中仅有渝农商行具备理财牌照



数据来源：Wind、开源证券研究所

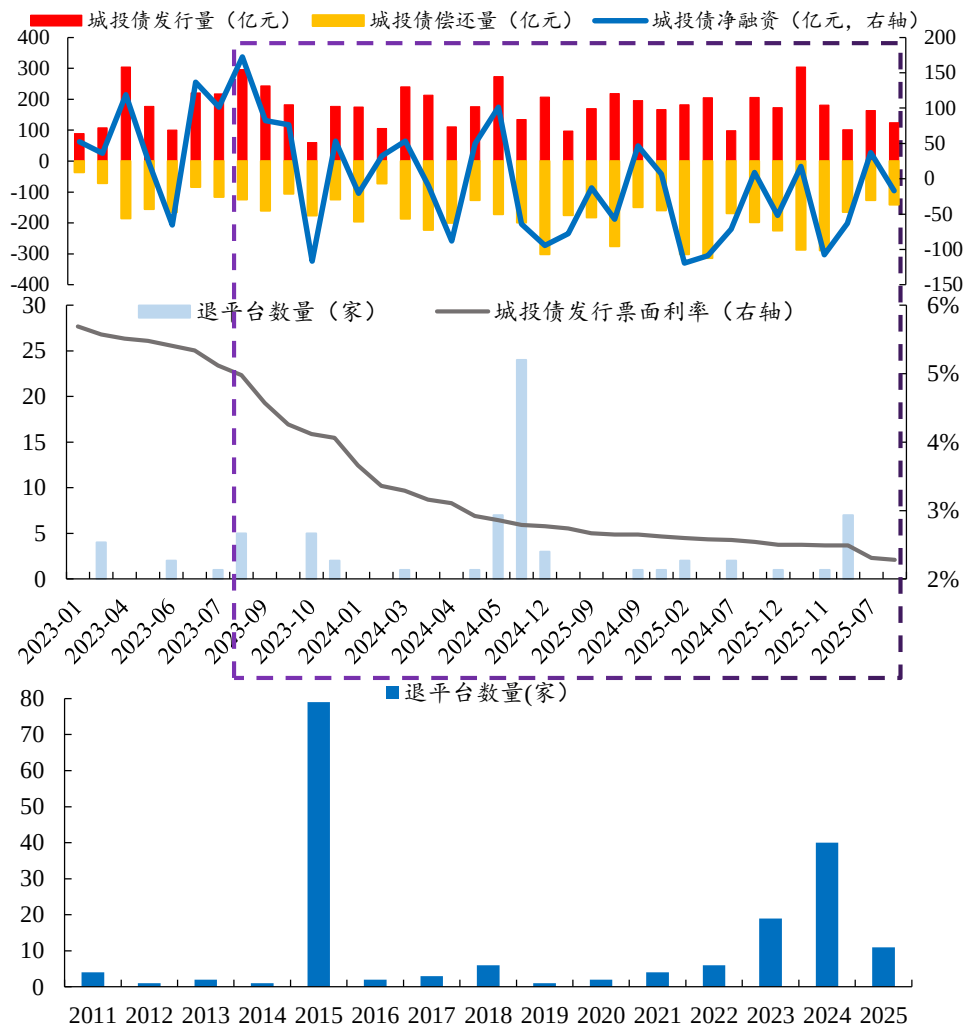
中间业务战略地位抬升、打造第二增长极。渝农商行依托下沉网点密集、客户粘性强、稀缺牌照等禀赋优势，将实现财富管理业务的体系化重塑。通过丰富全品类产品货架、分支行新设财富管理部、打造专业化财富管理队伍、增加考核权重等方式，预计该行中间业务发展动能有望逐步增强，成为新的利润增长点。

7、化债清淤、资产质量改善

我国历史上大约经历三轮地方政府债务置换。第一轮是 2015-2018 年，发行了约 12.2 万亿的置换债，用以置换存量政府债务。第二轮是 2020-2022 年，累计发行了 1.13 万亿的特殊再融资债，此轮化债扩大了隐性债务化解的试点范围，且在北京、上海和广州等地试点了“全域无隐性债务”，化债工作进入了“隐性债务清零”的新阶段。2023 年开启第三轮化债，重启特殊再融资债推进地方政府债务化解工作，同年底，国务院公布了 12 个重点化债省份，重庆位列其中。

重庆地区化债已取得阶段性成果。在中央化债政策的加持下，重庆市通过积极争取特殊再融资债券、金融支持化债、国有资产盘活等举措积极推进地方债务化解进程。从城投债一级发行角度来看，2024 年以来，重庆城投债整体呈现净融出状态，有效遏制新增债务。从城投新发成本来看，2023 年 8 月-2024 年 5 月，发行成本陡峭下行，累计下行 212bp。从城投主体退平台角度来看，自 2024 年 Q2 官宣重庆城投市场化转型，呈现出显著的加速态势，2024 年和 2025 年分别有 40 家和 11 家城投主体退出名单。

图31：重庆区域化债效果明显



资料来源：企业预警通、开源证券研究所（注：票面利率取加权平均利率= sum（债券发行利率*实际发行规模）/sum（实际发行规模））

化债进程持续推进有效改善渝农商行对公资产质量。根据渝农商行年报所披露的口径，粗略将电力、热力、燃气及水生产和供应业，租赁和商务服务业，水利、环境和公共设施管理业等行业贷款视为对当地城投平台的关联贷款。可以明显观察到，自2023年后，三类行业贷款不良率显著改善，截至2025年末分别为0.03%、0.22%和0.35%。

表7：2024-2025年渝农商行对公行业贷款不良率明显改善（单位：%）

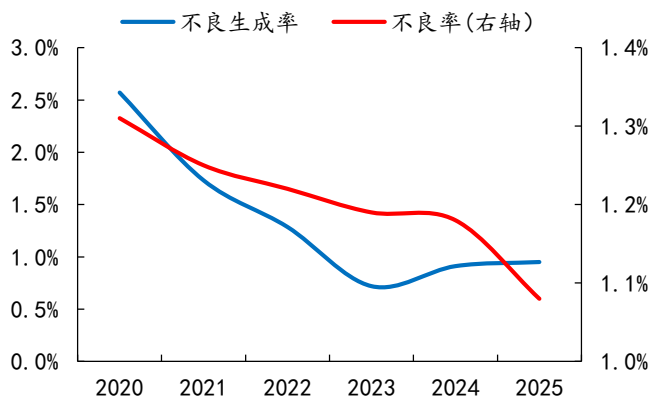
项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025
对公贷款	1.94	1.95	1.47	1.04	1.04	0.55
制造业	4.85	1.42	1.19	0.9	1.47	0.78
电力、热力、燃气及水生产和供应业	-	1.1	2.61	0.92	0.04	0.03
房地产业	-	-	7.28	9.27	-	-
租赁和商务服务业	0.01	2.74	0.28	0.36	0.67	0.22
水利、环境和公共设施管理业	-	0.31	0.65	0.54	0.36	0.35
建筑业	0.72	0.39	0.54	0.7	2.08	0.69
批发和零售业	8.02	9.86	5.45	2.89	2.55	1.54
其他	2.21	1.89	2.85	2.08	1.66	0.82

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025
零售贷款	0.61	0.66	1.17	1.6	1.6	2.07
按揭贷款	0.31	0.46	0.77	1.11	1.15	1.6
经营贷	0.82	0.73	1.49	2.05	1.67	1.97
消费贷	0.86	0.83	1.25	1.49	2	2.61

资料来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

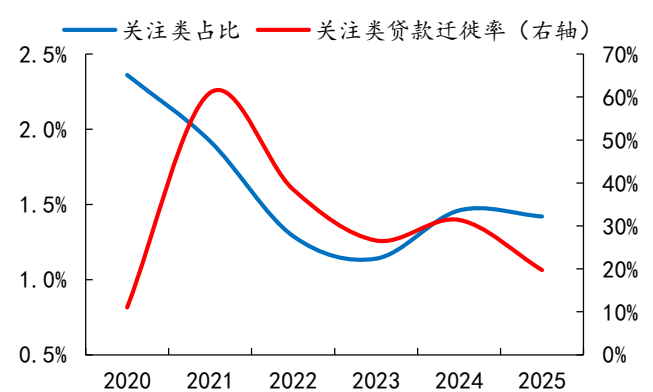
整体资产质量大幅改善。不良率连续 5 年持续下降，2025 年不良率为 1.08%，同比下降 0.1pct；不良生成率整体呈下行态势，2025 年小幅抬升 0.04pct，主要受零售贷款拖累，风险仍在不断暴露，同年末零售贷款不良率为 2.07%、同比增加 0.47pct。渝农商行拨备计提充足、同年末拨备覆盖率为 367.26%，那么短期可以通过核销、ABS 打包转让等方式改善零售不良状况，长期来看伴随宏观经济回暖，居民还款能力改善，零售不良率有望进入下行通道。此外 2025 年关注类占比和关注类贷款迁徙率同比下行，反映出贷款质量下迁压力较轻。

图32：渝农商行不良率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：渝农商行贷款质量下迁压力轻



数据来源：Wind、开源证券研究所

8、高股息叠加估值修复、投资价值凸显

渝农商行分红率高且稳定、股息率处于行业前列。2023-2025 年间，渝农商行分红率稳定在 30%以上，与国有大行分红水平相当，与农商行相比处于前两位。股息率方面，2023-2025 年分别为 7.07%、5.03%、4.97%，在 42 家 A 股上市银行中分别位列第 6、14、10 名，在 10 家 A 股上市农商行中分别位列第 1、2、1 名。2025 年渝农商行盈利能力企稳回升，预期未来能够提高稳定、持续增长的股东分红，受负债端久期偏长、稳定性较好的机构青睐。2025 年四季度，社保基金大举买入渝农商行 A 股股份，挤入前十大流通股东，持股 9383 万股、占比 1.06%。

表8：近三年渝农商行分红率保持稳定（单位：%）

银行	2023 年	2024 年	2025 年	银行	2023 年	2024 年	2025 年
工商银行	31.30	31.30	31.00	成都银行	30.05	30.04	30.04
农业银行	31.90	32.21	31.87	长沙银行	21.39	22.49	22.28
建设银行	30.53	30.67	30.49	重庆银行	30.05	30.01	30.00
中国银行	32.13	32.21	31.82	贵阳银行	20.02	21.48	21.84
交通银行	32.66	32.68	32.27	郑州银行	-	13.03	-
邮储银行	31.97	32.37	32.67	苏州银行	31.87	34.07	31.97

银行	2023 年	2024 年	2025 年	银行	2023 年	2024 年	2025 年
兴业银行	29.64	30.73	31.02	青岛银行	28.09	23.10	21.15
浦发银行	30.05	31.10	30.22	齐鲁银行	26.73	27.68	28.48
中信银行	28.01	30.50	31.75	厦门银行	32.16	35.02	27.76
招商银行	35.01	35.32	35.34	兰州银行	30.56	30.47	24.43
民生银行	30.02	30.04	30.14	西安银行	10.11	17.37	16.77
光大银行	28.41	30.14	30.08	渝农商行	30.72	30.68	30.65
平安银行	32.00	28.32	28.83	沪农商行	30.10	33.91	34.07
华夏银行	25.02	25.04	25.94	青农商行	23.88	25.49	23.09
浙商银行	31.98	30.12	30.06	常熟银行	20.88	19.77	21.22
江苏银行	31.69	31.52	32.11	紫金银行	22.62	22.55	29.42
北京银行	30.28	30.01	35.46	无锡银行	20.89	22.42	23.83
上海银行	30.06	31.22	31.59	张家港行	24.28	26.02	27.17
宁波银行	15.99	22.77	27.99	瑞丰银行	20.45	20.42	20.96
南京银行	31.91	31.74	31.60	苏农银行	18.64	16.98	20.75
杭州银行	22.52	26.08	26.43	江阴银行	24.77	24.17	26.42

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所（注：分红率=年度现金分红金额/归属于本行普通股股东净利润）

表9：近三年渝农商行股息率处于行业前列（单位：%）

银行	2023 年	2024 年	2025 年	银行	2023 年	2024 年	2025 年
工商银行	6.41	4.45	3.91	成都银行	7.96	5.21	5.71
农业银行	6.34	4.53	3.25	长沙银行	5.57	4.72	4.43
建设银行	6.14	4.58	4.19	重庆银行	5.86	4.46	4.25
中国银行	5.92	4.40	3.95	贵阳银行	5.64	4.83	5.11
交通银行	6.53	4.88	4.48	郑州银行	-	0.95	-
邮储银行	6.00	4.61	4.01	苏州银行	6.04	4.93	4.34
兴业银行	6.42	5.53	5.06	青岛银行	5.25	4.12	4.02
浦发银行	4.85	3.98	3.38	齐鲁银行	5.63	4.76	4.34
中信银行	6.16	5.08	4.95	厦门银行	6.11	5.50	3.41
招商银行	7.09	5.09	4.79	兰州银行	3.85	4.11	3.45
民生银行	5.78	4.65	4.93	西安银行	1.68	2.77	2.70
光大银行	5.97	4.88	5.01	渝农商行	7.07	5.03	4.97
平安银行	7.66	5.20	5.22	沪农商行	6.60	5.08	4.68
华夏银行	6.83	5.06	6.11	青农商行	3.82	3.95	3.87
浙商银行	6.51	5.36	4.31	常熟银行	3.91	3.30	3.84
江苏银行	7.03	5.30	5.42	紫金银行	3.95	3.51	3.62
北京银行	7.06	5.20	5.07	无锡银行	3.96	3.72	4.05
上海银行	7.71	5.46	5.15	张家港行	5.15	4.58	4.81
宁波银行	2.98	3.70	4.27	瑞丰银行	3.64	3.55	3.68
南京银行	7.27	5.12	4.63	苏农银行	4.33	3.40	4.16
杭州银行	5.19	4.45	4.32	江阴银行	5.35	4.60	4.81

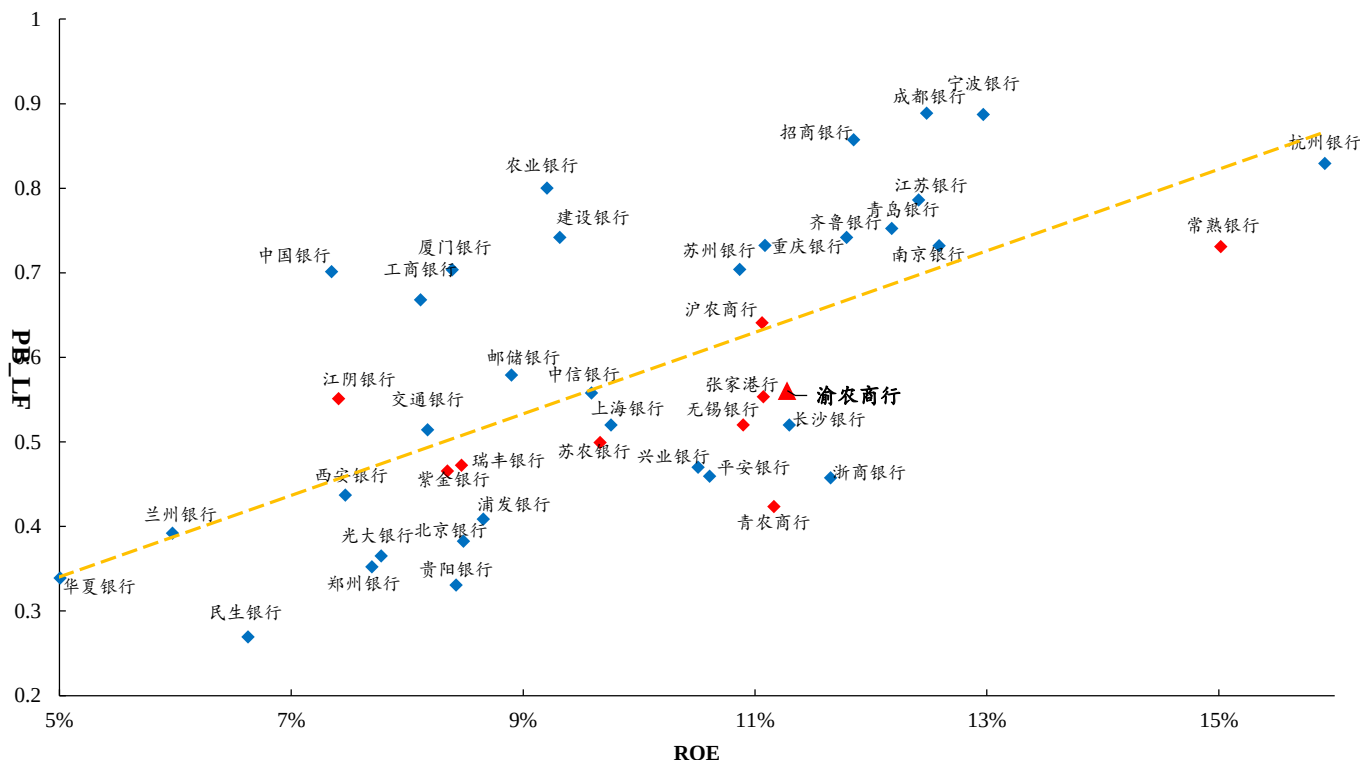
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股息率=当年每股股利/当年最后一个交易日股价）

银行股整体处于破净状态。42 家 A 股上市银行每股市价均跌破每股净资产，原因在于当期经济周期处于弱复苏阶段，银行体系内或留存坏账风险，因此投资者认

为对银行股的真实每股净资产账面价值需要打一定折扣。

基于 PB-ROE 估值框架，渝农商行具备配置价值。从 PB-ROE 框架来看，渝农商行 ROE 水平处于行业中游偏上的位置，体现出较为稳定的资本回报能力；同时，其 PB 估值相较于行业水平处于回归线下方，说明在相近盈利能力条件下，当前市场定价仍存在一定折价。整体来看，渝农商行呈现出盈利能力相对稳健、估值水平相对偏低的特征，兼具一定的安全边际与估值修复空间。对于偏好稳健配置、注重股息回报和估值性价比的投资者而言，该行具备一定关注价值。

图34：渝农商行估值存在修复空间



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截止至 2026 年 6 月 3 日，ROE 为 2026 年一季度的年化净资产收益率）

9、估值分析与投资建议

9.1、盈利预测

1、规模上：贷款方面，我们预期渝农商行受益于成渝经济圈区域战略加码发力，政信类贷款增速维持高位；摩托车、汽车、装备制造等传统工业增长稳健，以及渝农商行通过科技金融平台为新兴产业体系赋能，制造业贷款持续增长。故给予渝农商行 2026-2028 年 10.5%/10%/10%的预计贷款增速。**存款方面**，2025 年末渝农商行零售存款贡献总存款规模 86%左右，该行客户粘性强，并且可以通过设计理财产品期限冲抵存款搬家影响。因此故假设 2026-2028 年存款总额增速分别为 11%/10.5%/10.3%。

2、利率上：短期内经济弱复苏，贷款利率或伴随 LPR 进一步下调而下行，但随着实体融资需求回暖，贷款利率或企稳；存款利率短期内受益于高息定存重定价而下行，后续贡献或减弱，因此净息差呈企稳状态，假设其 2026-2028 年的净息差在

1.61%~1.63%。

3、手续费和佣金净收入上：渝农商行提出要抬升中间业务战略地位、2-3 年打造新的利润增长点，我们预计 2026-2028 年手续费及佣金净收入同比增速逐渐转正，分别为-14.23%/-0.69%/7.48%。

按照以上主要假设条件，预计其 2026-2028 年归母净利润分别为 129/138/149 亿元，分别同比增长 6.2%/7.07%/8.18%；期末摊薄股本 EPS 为 1.13/1.21/1.31 元。当前股价（2026-06-03）对应 2026 年 PB 为 0.53 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：渝农商行主要预测指标

单位：亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
贷款余额	6,838	7,659	8,495	9,376	10,345
yoy	5.55%	11.62%	10.50%	10.00%	10.00%
存款余额	9,419	10,287	11,419	12,618	13,917
yoy	5.10%	9.21%	11.00%	10.50%	10.30%
营业收入	283	286	293	307	320
yoy	1.09%	1.37%	2.24%	4.84%	4.05%
净息差	1.61%	1.60%	1.61%	1.63%	1.62%
净利息收入	225	243	254	270	281
yoy	-4.25%	7.85%	4.68%	6.16%	4.41%
手续费及佣金净收入	16	13	11	11	12
yoy	-10.00%	-19.70%	-14.23%	-0.69%	7.48%
净利润	118	124	132	141	153
yoy	5.97%	5.35%	6.16%	7.12%	8.23%

数据来源：iFind、开源证券研究所

9.2、相对估值

渝农商行盈利能力稳中向好、扩表速度可期、资产质量整体较优，估值修复潜力较大。我们选取其余 9 家 A 股上市农商行作为可比公司，渝农商行当前股价（2026-06-03）对应 2026 年 PB 为 0.53 倍，略高于可比公司平均水平。但渝农商行 2026 年一季度三项主要盈利指标（ROE、总营收同比增速、归母净利润同比增速）表现均优于可比公司平均水平，我们认为其估值具备合理溢价支撑。渝农商行作为重庆市规模最大的区域性商业银行，有望充分受益于区域战略升级红利。业务端，公司主动求变，借助金融科技挖掘新制造业融资需求，增量贷款结构有望持续优化；负债端，摆脱高息揽储依赖，通过消费场景建设沉淀低成本资金、增强客户粘性，并受益于高息定存重定价，推动存款实现“量增价降”。资产质量方面，不良率降至历史低位，拨备基础充足，叠加地方化债持续推进，未来拨备反哺利润空间可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：可比公司的主要指标对比

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收 YoY (%)			归母净利润 YoY (%)			EPS (摊薄) (元)			评级
		2026Q1	2026E		2026Q1	2026E	2027E	2026Q1	2026E	2027E	2026Q1	2026E	2027E	
601825.SH	沪农商行	0.64	0.62	11.06	1.23	1.54	3.40	0.73	1.58	2.31	0.37	1.30	1.33	未评级
002958.SZ	青农商行	0.42	0.41	11.16	-8.69	0.28	2.95	5.60	4.12	4.30	0.22	0.59	0.61	未评级
601128.SH	常熟银行	0.73	0.67	15.02	6.74	7.28	7.75	11.10	10.58	11.05	0.36	1.41	1.56	未评级

601860.SH 紫金银行	0.47	0.45	8.35	2.22	4.45	4.71	1.62	3.82	3.64	0.12	0.35	0.37	未评级
600908.SH 无锡银行	0.52	0.50	10.90	2.60	2.05	2.60	2.73	2.72	2.87	0.29	1.08	1.11	未评级
002839.SZ 张家港行	0.55	0.52	11.07	-4.43	3.46	4.41	2.50	4.92	5.19	0.24	0.85	0.89	未评级
601528.SH 瑞丰银行	0.47	0.44	8.47	-3.68	1.41	4.95	-0.50	2.19	3.72	0.22	1.02	1.06	未评级
603323.SH 苏农银行	0.50	0.47	9.67	1.22	3.14	5.03	5.05	4.92	6.44	0.23	1.06	1.13	未评级
002807.SZ 江阴银行	0.55	0.51	7.41	8.18	7.88	7.92	2.50	3.60	5.49	0.14	0.78	0.83	未评级
可比公司平均	0.54	0.51	10.35	0.60	3.50	4.86	3.48	4.27	5.00	0.24	0.94	0.99	-
601077.SH 渝农商行	0.56	0.53	11.28	8.39	2.24	4.84	5.07	6.20	7.07	0.35	1.13	1.21	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除渝农商行，其余可比公司预测值均选用 Wind 一致预期（180 天），PB 已更新到 2026-06-03 收盘价；ROE 为 2026 年一季度的年化净资产收益率）

10、风险提示

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

市场风险：经济增速不及预期，企业和居民部门贷款需求疲弱，净利息收入增速下滑；资产端利率持续下滑等。

经营风险：财富管理业务转型不及预期；零售贷款风险暴露；科技金融平台边际贡献不及预期；定期存款到期续作不及预期等。

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

附：财务预测摘要

主要指标 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利息收入	47,088	46,465	47,460	49,886	52,800
利息支出	24,593	22,205	22,065	22,927	24,651
净利息收入	22,494	24,261	25,395	26,960	28,149
手续费及佣金收入	1,976	1,659	1,493	1,493	1,568
手续费及佣金支出	364	365	383	391	383
手续费及佣金净收入	1,612	1,294	1,110	1,103	1,185
其他非息收入	4,155	3,093	2,784	2,645	2,618
净非利息收入	5,767	4,388	3,894	3,747	3,803
营业收入	28,261	28,648	29,289	30,707	31,952
税金及附加	308	393	337	354	369
业务及管理费	9,005	8,943	8,787	8,905	9,106
其他业务成本	81	89	77	75	72
营业外净收入	-30	-28	-19	-26	-24
拨备前利润	18,838	19,195	20,069	21,347	22,381
信用减值损失	5,957	5,444	5,419	5,654	5,396
利润总额	12,817	13,709	14,650	15,693	16,984
所得税费用	1,028	1,289	1,465	1,569	1,698
净利润	11,789	12,420	13,185	14,124	15,286
归母净利润	11,513	12,128	12,880	13,791	14,918
贷款总额	714,273	797,287	881,002	969,102	1,066,013
同业资产	132,411	176,638	199,830	220,813	243,556
总资产	1,514,942	1,665,744	1,748,544	1,927,082	2,125,546
吸收存款	941,946	1,028,728	1,141,888	1,261,786	1,391,750
其他计息负债	421,225	476,842	429,921	470,782	519,822
非计息负债	18,162	20,878	23,175	25,724	28,554
总负债	1,381,333	1,526,448	1,594,984	1,758,292	1,940,126
母公司所有者权益	131,694	137,127	151,087	165,982	182,246

主要指标(%)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生息资产净额/总额	98.00	98.12	98.25	98.37	98.49
存放央行/生息资产	3.36	3.30	3.36	3.45	3.54
同业资产/生息资产	8.69	10.58	11.09	11.40	11.69
存放同业/生息资产	1.38	2.52	2.77	2.85	2.92
拆放同业/生息资产	5.93	6.00	5.55	5.70	5.84
买入返售/生息资产	1.37	2.05	2.77	2.85	2.92
贷款总额/生息资产	46.85	47.74	48.90	50.03	51.15
贷款净额/生息资产	44.86	45.86	47.15	48.40	49.64
投资/生息资产	41.10	38.39	36.65	35.12	33.62
计息负债/总负债	98.69	98.63	98.55	98.54	98.53
生息资产净额/计息负债	109.60	108.85	112.62	109.98	107.37
存款/计息负债	69.10	68.33	72.65	72.83	72.81
向央行借款/计息负债	7.56	7.04	7.85	7.83	7.81
同业负债/计息负债	10.02	11.31	13.00	14.15	15.39
同业存放/计息负债	0.22	0.07	4.26	0.31	0.09
拆入资金/计息负债	4.52	4.87	3.91	6.38	6.63
卖出回购/计息负债	5.28	6.37	4.82	7.46	8.67
发行债券/计息负债	13.32	13.31	14.34	13.01	11.79

主要指标(%)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润增速	5.97	5.35	6.16	7.12	8.23
拨备前利润增速	3.86	1.90	4.55	6.37	4.84
税前利润增速	5.10	6.96	6.86	7.12	8.23
营业收入增速	1.09	1.37	2.24	4.84	4.05
净利息收入增速	-4.25	7.85	4.68	6.16	4.41
手续费及佣金收入增速	-11.60	-16.04	-10.00	0.00	5.00
手续费及佣金支出增速	-18.05	0.15	5.00	2.00	-2.00
手续费及佣金净收入增速	-10.00	-19.70	-14.23	-0.69	7.48
其他非息收入增速	55.54	-25.55	-10.00	-5.00	-1.00
净非利息收入增速	29.23	-23.92	-11.25	-3.77	1.50
业务管理费用增速	-5.11	-0.68	-1.75	1.35	2.26
营业费用和税收增速	-4.34	0.33	-2.37	1.44	2.28
信用减值损失增速	0.26	-8.61	-0.46	4.33	-4.56
生息资产总额增速	5.13	9.56	7.88	7.51	7.59
贷款总额增速	5.55	11.62	10.50	10.00	10.00
同业资产增速	10.25	33.40	13.13	10.50	10.30
贷款净额增速	5.65	12.00	10.91	10.37	10.34
计息负债增速	4.66	10.45	4.40	10.23	10.33
吸收存款增速	5.10	9.21	11.00	10.50	10.30
同业负债增速	-19.96	24.70	20.00	20.00	20.00
向央行借款增速	-3.88	2.87	16.39	10.00	10.00
归属母公司权益增速	8.18	4.13	10.18	9.86	9.80

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
(%)					
ROAA	0.78	0.75	0.75	0.73	0.72
ROAE	9.00	9.04	8.78	8.56	8.44
拨备前利润率	66.65	67.00	68.52	69.52	70.05
(%)					
净息差(NIM)	1.61	1.60	1.61	1.63	1.62
净利差(SPREAD)	1.29	1.31	1.26	1.28	1.28
生息资产收益率	3.09	2.79	2.66	2.60	2.57
计息负债成本率	1.80	1.48	1.40	1.32	1.29
(%)					
不良贷款净生成率	0.86	0.87	0.57	0.54	0.50
不良贷款率	1.18	1.08	1.06	1.06	1.05
拨备覆盖率	363.44	367.26	355.85	326.46	302.36
拨贷比	4.28	3.96	3.77	3.46	3.17
(%)					
核心一级资本充足率	14.24	12.67	12.24	11.87	11.52
一级资本充足率	14.93	13.27	12.78	12.36	11.96
资本充足率	16.12	14.46	13.85	13.34	12.84
每股指标 (元)					
EPS	1.01	1.07	1.13	1.21	1.31
PPOP	1.66	1.69	1.77	1.88	1.97
BVPS	11.07	11.55	12.78	14.09	15.52
估值比率					
P/E	6.62	6.28	5.92	5.53	5.11
P/PPOP	4.05	3.97	3.80	3.57	3.40
P/B	0.61	0.58	0.53	0.48	0.43

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

26 / 28

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn