

上海银行(601229)

报告日期: 2025 年 04 月 25 日

息差韧性超预期

——上海银行 2024 年年报及 2025 年一季报点评

投资要点

- **上海银行 25Q1 业绩维持小位数正增，息差环比提升；24A 分红率提升。**
- **数据概览**
2025Q1 营收同比增长 3.8%，增速较 24A 放缓 0.9pc；归母净利润同比增长 2.3%，增速较 24A 放缓 2.2pc。2025Q1 末不良率 1.18%，持平于 24A 末水平；2025Q1 末拨备覆盖率 271%，较 24A 末增厚 1pc。
- **业绩维持正增**
上海银行 2025Q1 营收同比增长 3.8%，增速较 24A 放缓 0.9pc；归母净利润同比增长 2.3%，增速较 24A 放缓 2.2pc，业绩表现略好于市场预期。
上海银行 25Q1 营收维持正增，主要得益于：①利息收入增速改善超预期，25Q1 上海银行利息净收入同比增长 4.7%，增速较 24A 提升 12.3pc，判断背后主要得益于息差同比降幅收窄。②25Q1 其他非息在去年高基数的基础上实现正增，25Q1 其他非息收入同比增长 6%（24Q1 其他非息同比增长 57.8%），判断主要得益于上海银行积极把握市场机会，及时兑现部分投资收益。
展望 2025 年，上海银行营收利润有望维持小个位数正增，主要考虑：①我们预计沪农商行 2025 年息差降幅有望收窄，主要考虑上海银行优化资产结构，降低低收益资产占比，同时前期存款挂牌利率调降利好将持续释放。②OCI 债券投资还有余粮，25Q1 其他综合收益余额占 24A 其他非息收入的 35%。
- **息差环比提升**
测算上海银行 25Q1 单季息差（期初期末口径）为 1.14%，较 24Q4 息差回升 11bp，背后主要得益于负债端成本改善。①25Q1 上海银行资产收益率为 2.90%，较 24Q4 下降 6bp，判断来自价格和结构两方面影响。一方面市场利率仍在下行，另一方面 25Q1 贷款占比有所下降，25Q1 贷款环比增长 1.3%，增速较生息资产慢 0.7pc。②25Q1 上海银行负债成本率为 1.76%，较 24Q4 下降 16bp，判断得益于价格和结构两方面因素。一方面前期存款挂牌利率调降利好持续释放，2024 年以来存款付息率持续改善；另一方面 25Q1 存款占比上升，25Q1 存款环比增长 3.1%，较计息负债快 1.6pc。
- **不良生成改善**
①静态指标来看，25Q1 末上海银行不良率 1.18%、关注率 2.05%，分别环比持平、下降 1bp，24Q4 末逾期率 1.73%，较 24Q2 末上升 1bp。
②动态指标来看，上海银行不良生成率改善，24A 真实不良 TTM 生成率为 1.06%，较 24H1 下降 42bp，延续不良生成改善态势。
③分领域来看，上海银行对公不良下降，24Q4 末对公不良率较 24Q2 末下降 3bp 至 1.37%，重点行业来看，租赁和商务服务业、房地产不良率下降，制造业和批零行业不良率有所上升；个贷不良率上升，24Q4 个贷不良率较 24Q2 上升 3bp。其中主要是个人经营贷和按揭贷款不良率上升，24Q4 个人经营贷、按揭贷款分别较 24Q2 上升 7bp、10bp 至 1.56%、0.45%。
- **分红比例提升**
24A 分红率 31.22%，较 2024 年中期分红率、2023 年分红率分别上升 0.54pc、1.16pc，测算现价对应 2024 年股息率为 4.73%。
- **盈利预测与估值**
预计上海银行 2025-2027 年归母净利润同比增长 2.25%/2.00%/2.19%，对应 BPS 17.76/18.92/20.11 元/股。现价对应 2025-2027 年 PB 估值 0.60/0.56/0.53 倍。目标价为 12.43 元/股，对应 25 年 PB0.70 倍，现价空间 18%，维持“买入”评级。
风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

投资评级：买入(维持)

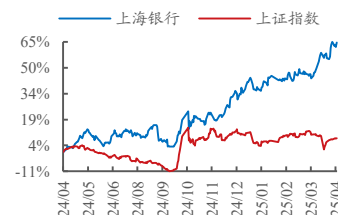
分析师：梁凤洁
 执业证书号：S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：徐安妮
 执业证书号：S1230523060006
 xuanni@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.57
总市值(百万元)	150,164.88
总股本(百万股)	14,206.71

股票走势图



相关报告

- 《不良生成改善的高股息城商行》2024.08.29
- 《低估值高股息的大型城商行》2024.05.13
- 《息差环比改善，营收有待回升》2023.04.30

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	52,986	54,292	55,584	56,958
(+/-) (%)	4.79%	2.47%	2.38%	2.47%
归母净利润	23,560	24,091	24,572	25,110
(+/-) (%)	4.50%	2.25%	2.00%	2.19%
每股净资产(元)	16.49	17.76	18.92	20.11
P/B	0.64	0.60	0.56	0.53

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

表1: 上海银行 2025 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	24Q1	24A	25Q1	环比变化	同比变化	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.1%	10.0%	10.6%	0.6pc	-0.4pc	10.2%	11.1%	7.5%	9.5%	9.8%	0.3pc
	ROA (年化)	0.79%	0.75%	0.77%	2bp	-2bp	0.79%	0.86%	0.57%	0.74%	0.77%	3bp
	拨备前利润	9,926	39,467	10,542		6.2%	9,926	9,941	9,923	9,677	10,542	8.9%
	同比增速	-3.7%	5.7%	6.2%	0.5pc	9.9pc	-3.7%	1.1%	4.3%	26.1%	6.2%	-19.9pc
	归母净利润	6,150	23,560	6,292		2.3%	6,150	6,818	4,618	5,973	6,292	5.3%
	同比增速	1.8%	4.5%	2.3%	-2.2pc	0.5pc	1.8%	0.4%	2.4%	14.9%	2.3%	-12.6pc
	EPS (未年化)	0.43	1.60	0.44		2.3%	0.43	0.48	0.33	0.42	0.44	5.3%
	BVPS (未年化)	15.83	16.49	16.78	1.8%	6.0%	15.83	15.87	15.93	16.49	16.78	1.8%
收入拆分	营业收入	13,094	52,986	13,597		3.8%	13,094	13,154	13,295	13,444	13,597	1.1%
	同比增速	-0.9%	4.8%	3.8%	-0.9pc	4.8pc	-0.9%	0.1%	3.0%	19.1%	3.8%	-15.2pc
	利息净收入	7,954	32,486	8,324		4.7%	7,954	8,221	8,813	7,498	8,324	11.0%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	2,722,407	2,826,737	2,912,084	3.0%	7.0%	2,722,407	2,810,396	2,884,851	2,889,296	2,912,084	0.8%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	1.17%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.17%	1.15%	1.14%	-1bp	-3bp	1.17%	1.17%	1.22%	1.04%	1.14%	11bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.42%	3.23%	2.90%	-33bp	-52bp	3.42%	3.31%	3.24%	2.96%	2.90%	-6bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.19%	2.05%	1.76%	-29bp	-44bp	2.19%	2.10%	2.00%	1.91%	1.76%	-16bp
	非利息净收入	5,140	20,499	5,273		2.6%	5,140	4,932	4,482	5,946	5,273	-11.3%
	手续费净收入	1,240	3,959	1,139		-8.2%	1,240	951	915	853	1,139	33.5%
	其他非息收入	3,900	16,541	4,135		6.0%	3,900	3,981	3,566	5,093	4,135	-18.8%
	业务及管理费	2,994	12,622	2,905		-3.0%	2,994	3,053	3,216	3,358	2,905	-13.5%
	成本收入比	22.87%	23.82%	21.36%	-2.5pc	-1.5pc	22.87%	23.21%	24.19%	24.98%	21.36%	-3.6pc
	资产减值损失	2,674	12,447	3,181		18.9%	2,674	1,872	4,691	3,209	3,181	-0.9%
	贷款减值损失	1,337	11,726	1,590		18.9%	1,337	2,959	4,432	2,998	1,590	-47.0%
	信用成本	0.38%	0.84%	0.45%	-39bp	7bp	0.38%	0.83%	1.25%	0.85%	0.45%	-40bp
	所得税费用	1,100	3,460	1,070		-2.7%	1,100	1,253	609	498	1,070	114.6%
	有效税率	15.17%	12.81%	14.53%	1.7pc	-0.6pc	15.17%	15.53%	11.64%	7.71%	14.53%	6.8pc
规模增长	总资产	3,154,744	3,226,656	3,270,765	1.4%	3.7%	3,154,744	3,223,331	3,226,949	3,226,656	3,270,765	1.4%
	生息资产余额	2,746,382	2,883,299	2,940,869	2.0%	7.1%	2,746,382	2,874,409	2,895,293	2,883,299	2,940,869	2.0%
	贷款总额	1,416,593	1,405,756	1,423,750	1.3%	0.5%	1,416,593	1,424,482	1,414,018	1,405,756	1,423,750	1.3%
	对公贷款	n.a	991,831	n.a	n.a	n.a	-	1,008,523	-	991,831	-	-100.0%
	个人贷款	n.a	413,925	n.a	n.a	n.a	-	415,959	-	413,925	-	-100.0%
	同业资产	271,067	270,479	324,420	19.9%	19.7%	271,067	264,551	269,369	270,479	324,420	19.9%
	金融投资	1,282,355	1,372,861	1,328,772	-3.2%	3.6%	1,282,355	1,352,237	1,361,301	1,372,861	1,328,772	-3.2%
	存放央行	137,854	133,443	137,470	3.0%	-0.3%	137,854	136,992	137,391	133,443	137,470	3.0%
	总负债	2,909,058	2,971,999	3,011,577	1.3%	3.5%	2,909,058	2,977,124	2,979,824	2,971,999	3,011,577	1.3%
	付息负债余额	2,820,279	2,896,778	2,938,274	1.4%	4.2%	2,820,279	2,902,917	2,909,021	2,896,778	2,938,274	1.4%
	吸收存款	1,684,998	1,710,032	1,762,560	3.1%	4.6%	1,684,998	1,750,162	1,746,064	1,710,032	1,762,560	3.1%
	企业活期	n.a	463,945	n.a	n.a	n.a	n.a	471,536	n.a	463,945	n.a	n.a
	个人活期	n.a	118,547	n.a	n.a	n.a	n.a	115,361	n.a	118,547	n.a	n.a
	企业定期	n.a	648,544	n.a	n.a	n.a	n.a	697,652	n.a	648,544	n.a	n.a
	个人定期	n.a	478,995	n.a	n.a	n.a	n.a	465,614	n.a	478,995	n.a	n.a
	同业负债	637,289	627,387	523,769	-16.5%	-17.8%	637,289	567,346	596,935	627,387	523,769	-16.5%
	发行债券	363,417	463,666	569,831	22.9%	56.8%	363,417	462,546	451,986	463,666	569,831	22.9%
	向央行借款	134,575	95,694	82,114	-14.2%	-39.0%	134,575	122,863	114,036	95,694	82,114	-14.2%
	所有者权益	245,214	254,193	258,725	1.8%	5.5%	245,214	245,744	246,657	254,193	258,725	1.8%
	总股本	14,207	14,207	14,207	0.0%	0.0%	14,207	14,207	14,207	14,207	14,207	0.0%
资产质量	不良贷款	17,134	16,580	16,774	1.2%	-2.1%	17,134	17,205	16,968	16,580	16,774	1.2%
	不良率	1.21%	1.18%	1.18%	0bp	-3bp	1.21%	1.21%	1.20%	1.18%	1.18%	0bp
	关注贷款	31,034	29,014	29,235	0.8%	-5.8%	31,034	30,533	30,242	29,014	29,235	0.8%
	关注率	2.19%	2.06%	2.05%	-1bp	-14bp	2.19%	2.14%	2.14%	2.06%	2.05%	-1bp
	逾期贷款	n.a	24,249	n.a	n.a	n.a	n.a	24,486	n.a	24,249	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.73%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.72%	n.a	1.73%	n.a	n.a
	不良生成额	977	14,127	1,492	-89.4%	52.7%	977	3,924	3,920	5,306	1,492	-71.9%
	不良生成率	0.28%	1.03%	0.42%	-60bp	14bp	0.28%	1.11%	1.10%	1.50%	0.42%	-108bp
	核销转出额	449	14,152	1,299	-90.8%	189.3%	449	3,852	4,157	5,694	1,299	-77.2%
	核销转出率	10.81%	85.23%	31.33%	-53.9pc	20.5pc	10.81%	89.93%	96.66%	134.22%	31.33%	-102.9pc
	逾期90+偏离度	n.a	84.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	112.3%	n.a	84.1%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	272.1%	270%	271%	1pc	-0.9pc	272.1%	269.0%	277.3%	269.8%	271.2%	1.4pc
资本情况	核心一级资本充足率	9.48%	10.35%	10.54%	19bp	106bp	9.48%	9.57%	10.01%	10.35%	10.54%	19bp
	一级资本充足率	10.34%	11.24%	11.42%	18bp	108bp	10.34%	10.43%	10.91%	11.24%	11.42%	18bp
	资本充足率	13.22%	14.21%	14.37%	16bp	115bp	13.22%	13.33%	14.77%	14.21%	14.37%	16bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注1: 以24H1举例, 24Q2单季生息资产平均余额为期初期末平均, 24H1生息资产平均余额为24Q1、24Q2平均余额的平均值。“环比变化”指25Q1环比24A的指标变化情况, “同比变化”指25Q1同比24Q1的指标变化情况, 右侧QoQ指25Q1环比24Q4指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	133,443	231,981	245,900	260,654
同业资产	270,479	284,003	298,203	313,113
贷款总额	1,405,756	1,476,044	1,549,846	1,627,338
贷款减值准备	(43,451)	(39,181)	(36,225)	(34,041)
贷款净额	1,366,903	1,436,863	1,513,621	1,593,298
证券投资	1,372,861	1,404,939	1,528,605	1,662,996
其他资产	82,970	87,222	93,158	99,490
资产合计	3,226,656	3,445,007	3,679,487	3,929,550
同业负债	723,081	780,927	843,401	910,874
存款余额	1,710,032	1,812,634	1,921,392	2,036,675
应付债券	463,666	500,759	540,820	584,086
其他负债	75,220	97,953	104,642	111,797
负债合计	2,971,999	3,192,273	3,410,255	3,643,431
股东权益合计	254,657	252,734	269,232	286,119

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	32,486	32,271	32,462	32,680
净手续费收入	3,959	4,157	4,365	4,583
其他非息收入	16,541	17,864	18,757	19,695
营业收入	52,986	54,292	55,584	56,958
税金及附加	(615)	(7,679)	(7,911)	(8,229)
业务及管理费	(12,622)	(12,933)	(13,062)	(13,100)
营业外净收入	(282)	0	0	0
拨备前利润	39,467	33,680	34,610	35,628
资产减值损失	(12,447)	(6,052)	(6,430)	(6,831)
税前利润	27,021	27,628	28,180	28,797
所得税	(3,460)	(3,538)	(3,609)	(3,688)
税后利润	23,560	24,090	24,572	25,110
归属母公司净利润	23,560	24,091	24,572	25,110
归属母公司普通股股东净利润	22,756	23,287	23,768	24,306

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	(7.62%)	(0.66%)	0.59%	0.67%
手续费净增速	(19.46%)	5.00%	5.00%	5.00%
非息净收入增速	33.11%	7.42%	5.00%	5.00%
拨备前利润增速	5.72%	(14.66%)	2.76%	2.94%
归属母公司净利润增速	4.50%	2.25%	2.00%	2.19%
盈利能力				
ROAE	10.07%	9.58%	9.12%	8.77%
ROAA	0.75%	0.72%	0.69%	0.66%
RORWA	1.06%	1.03%	0.97%	0.93%
生息率	3.23%	3.14%	3.06%	2.99%
付息率	2.05%	2.06%	2.04%	2.03%
净利差	1.18%	1.08%	1.02%	0.97%
净息差	1.15%	1.08%	1.02%	0.96%
成本收入比	23.82%	23.82%	23.50%	23.00%
资本状况				
资本充足率	14.21%	12.92%	12.64%	12.36%
核心资本充足率	11.24%	10.30%	10.28%	10.23%
风险加权系数	69.03%	70.78%	70.78%	70.78%
股息支付率	31.22%	31.22%	31.22%	31.22%

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	16,580	13,409	12,879	13,163
不良贷款净生成率	1.03%	0.60%	0.60%	0.60%
不良贷款率	1.18%	0.91%	0.83%	0.81%
拨备覆盖率	270%	292%	281%	259%
拨贷比	3.18%	2.65%	2.34%	2.09%
流动性				
贷存比	82.21%	81.43%	80.66%	79.90%
贷款/总资产	43.57%	42.85%	42.12%	41.41%
平均生息资产/平均总资产	88.4%	89.5%	89.6%	89.2%
每股指标 (元)				
EPS	1.60	1.64	1.67	1.71
BVPS	16.49	17.76	18.92	20.11
每股股利	0.50	0.51	0.52	0.53
估值指标				
P/E	6.60	6.45	6.32	6.18
P/B	0.64	0.60	0.56	0.53
P/POP	3.80	4.46	4.34	4.21
股息收益率	4.73%	4.84%	4.94%	5.05%

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>