

## 基数效应影响营收增速，分红比例继续抬升

——沪农商行 24 年年报暨 25Q1 财报点评

### 核心观点

- **受去年同期一次性资产处置影响，25Q1 营收增速明显回落。**截至 25Q1/24 年末，营收、PPOP、归母净利润累计同比增速（下同）为 0.9%/-7.4%、-3.6%/-7.8%、1.2%/0.3%。截至 25Q1，利息净收入同比增速-5.6%，考虑到总资产同比增速 6.8%，判断净息差仍有一定收窄压力。手续费净收入同比增速-6.3%，环比 +3.7pct。其他非息收入同比增速-14.4%，环比大幅下降 44.8pct，25Q1 债券市场回调影响突出，同时其他综合收益余额较年初下降超 25 亿元。24Q1 房屋征收一次性收入撑高基数，25Q1 资产处置收益同比少增约 5 亿元，如剔除该因素影响，25Q1 营收同比增速为-0.3%。营收增速回落影响下，PPOP 和归母净利润增速亦较年初下降，信用成本进一步压降，支撑归母净利润增速守正。
- **信贷增速继续回升，净息差收窄压力有望缓解。**截至 25Q1，总资产、贷款总额同比增速为 6.8%、6.0%，环比-0.1pct/+0.4pct，贷款增速已连续三个继续持续回升，对公贷款对 25Q1 信贷投放支撑力度进一步增强。24 年净息差 1.5%，较 23 年收窄 17BP，较 24H1 收窄 6BP，伴随存款久期结构改善以及重定价，25 年计息负债成本率改善空间或更为可观（24 年下降 14BP），缓解净息差收窄压力。
- **资产质量保持平稳，内生增长支撑分红比例继续提升。**截至 25Q1，不良率与年初持平，关注率环比+21BP（24 年末较 24Q3 -8BP），测算不良净生成率 0.5%，较 24Q1/24 年末下降 46BP/23BP。截至 24 年末，对公贷款不良率较 24H1 下降 1BP，主要是加大房地产不良核销处置的结果，同时个贷不良率持平于 24H1。截至 25Q1，拨备覆盖率、拨贷比分别较年初下降 13.1pct 和 11BP。24 年全年分红比例（归母净利润口径）从中期分红的 33.1%进一步抬升至 33.9%，是核心一级资本充足率足够厚实以及内源资本补充能力较好的共同结果。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司 24A/25Q1 财报数据，预测公司 25/26/27 年归母净利润同比增速为 0.3%/1.8%/1.6%，BVPS 为 13.37/13.92/14.47 元（原 25-26 年预测值分别为 13.53/14.52 元），当前股价对应 25/26/27 年 PB 为 0.65X/0.62X/0.60X。采用可比公司估值法，考虑到公司核心一级资本充足率及分红率均较高，给予 10%估值溢价，即 25 年 0.69 倍 PB，对应合理价值 9.18 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济复苏不及预期；信贷需求不及预期；资产质量恶化。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,414	26,641	26,234	26,835	27,401
同比增长(%)	3.1%	0.9%	-1.5%	2.3%	2.1%
营业利润(百万元)	14,294	15,013	15,099	15,370	15,615
同比增长(%)	17.3%	5.0%	0.6%	1.8%	1.6%
归属母公司净利润(百万元)	12,142	12,288	12,326	12,548	12,749
同比增长(%)	10.6%	1.2%	0.3%	1.8%	1.6%
每股收益(元)	1.26	0.72	1.28	1.30	1.32
每股净资产(元)	11.66	12.84	13.37	13.92	14.47
总资产收益率(%)	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
平均净资产收益率(%)	11.3%	10.3%	9.8%	9.5%	9.3%
市盈率	6.86	6.80	6.76	6.64	6.54
市净率	0.74	0.67	0.65	0.62	0.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级

买入（维持）

股价（2025年04月25日）	8.64 元
目标价格	9.18 元
52 周最高价/最低价	8.8/5.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	964,444/931,658
A 股市值（百万元）	83,328
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2025 年 04 月 27 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.8	5.88	5.24	33.96
相对表现%	-1.18	9.58	6.44	26.69
沪深 300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



### 证券分析师

屈俊	qujun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523060001
于博文	yubowen1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020002

### 联系人

王霄鸿	wangxiaohong@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

**表 1：可比公司估值表（截至 2025 年 4 月 25 日）**

	收盘价 (元)	净利润增速			每股净资产			市净率		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
江阴银行	4.43	7.9%	5.1%	5.8%	7.55	8.22	8.94	0.59	0.54	0.50
张家港行	4.23	5.1%	3.4%	4.0%	7.25	7.88	8.53	0.58	0.54	0.50
南京银行	10.42	9.1%	7.3%	8.6%	14.24	16.12	17.81	0.73	0.65	0.58
常熟银行	7.26	16.2%	12.8%	12.7%	9.26	10.56	11.92	0.78	0.69	0.61
杭州银行	14.57	18.1%	15.2%	14.8%	17.81	20.29	23.29	0.82	0.72	0.63
平均值		11.0%	8.4%	9.0%	10.35	11.63	12.89	0.70	0.62	0.56

数据来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	20,700	20,107	19,675	19,846	19,952
利息收入	45,460	44,899	44,192	44,619	45,448
利息支出	24,761	24,792	24,517	24,772	25,496
净手续费收入	2,268	2,042	2,022	2,224	2,446
营业收入	26,414	26,641	26,234	26,835	27,401
营业支出	12,120	11,628	11,135	11,465	11,786
税金及附加	313	305	305	304	311
业务及管理费	8,599	8,854	8,264	8,453	8,631
资产减值损失	3,207	2,469	2,567	2,708	2,843
营业利润	14,294	15,013	15,099	15,370	15,615
利润总额	14,886	14,973	15,058	15,326	15,570
所得税	2,399	2,366	2,409	2,452	2,491
净利润	12,487	12,608	12,648	12,874	13,079
归母净利润	12,142	12,288	12,326	12,548	12,749

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	711,483	755,219	800,532	840,558	882,586
贷款减值准备	28,050	25,705	23,385	20,860	18,273
贷款净额	684,879	731,185	777,147	819,698	864,313
投资类资产	494,078	524,117	566,046	594,349	624,066
存放央行	69,534	72,922	88,344	91,878	95,553
同业资产	89,302	97,466	100,390	103,402	106,504
其他资产	54,421	62,118	27,755	28,873	30,034
生息资产	1,364,397	1,449,724	1,555,313	1,630,187	1,708,710
资产合计	1,392,214	1,487,809	1,527,560	1,589,066	1,653,004
存款	1,016,412	1,072,141	1,104,305	1,148,477	1,194,416
向央行借款	50,215	48,735	48,735	48,735	48,735
同业负债	83,541	129,573	136,052	142,855	149,997
发行债券	92,120	73,589	77,269	81,132	85,189
计息负债	1,242,288	1,324,038	1,366,361	1,421,199	1,478,337
负债合计	1,275,855	1,359,828	1,394,246	1,450,203	1,508,507
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	16,550	16,548	16,548	16,548	16,548
盈余公积	32,135	36,745	41,931	47,210	52,572
未分配利润	36,275	37,150	36,213	35,249	34,211
股东权益合计	116,358	127,982	133,314	138,863	144,497
负债和股东权益合计	1,392,214	1,487,809	1,527,560	1,589,066	1,653,004

利润表					
核心假设	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款增速	6.09%	6.15%	6.00%	5.00%	5.00%
存款增速	7.73%	5.48%	3.00%	4.00%	4.00%
生息资产增速	8.57%	6.25%	7.28%	4.81%	4.82%
计息负债增速	9.18%	6.58%	3.20%	4.01%	4.02%
平均生息资产收益率	3.47%	3.19%	2.94%	2.80%	2.72%
平均计息负债付息率	2.08%	1.93%	1.82%	1.78%	1.76%
净息差-测算值	1.58%	1.43%	1.31%	1.25%	1.20%
净利差-测算值	1.39%	1.26%	1.12%	1.02%	0.96%
净手续费收入增速	5.23%	-9.97%	-1.00%	10.00%	10.00%
净其他非息收入增速	26.81%	30.38%	1.00%	5.00%	5.00%
拨备支出/平均贷款	0.46%	0.34%	0.33%	0.33%	0.33%
不良贷款净生成率	0.56%	0.73%	0.70%	0.69%	0.69%
成本收入比	32.56%	33.24%	31.50%	31.50%	31.50%
实际所得税率	16.12%	15.80%	16.00%	16.00%	16.00%
风险资产增速	6.65%	-0.17%	6.00%	6.00%	6.00%

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	711,483	755,219	800,532	840,558	882,586
贷款减值准备	28,050	25,705	23,385	20,860	18,273
贷款净额	684,879	731,185	777,147	819,698	864,313
投资类资产	494,078	524,117	566,046	594,349	624,066
存放央行	69,534	72,922	88,344	91,878	95,553
同业资产	89,302	97,466	100,390	103,402	106,504
其他资产	54,421	62,118	27,755	28,873	30,034
生息资产	1,364,397	1,449,724	1,555,313	1,630,187	1,708,710
资产合计	1,392,214	1,487,809	1,527,560	1,589,066	1,653,004
存款	1,016,412	1,072,141	1,104,305	1,148,477	1,194,416
向央行借款	50,215	48,735	48,735	48,735	48,735
同业负债	83,541	129,573	136,052	142,855	149,997
发行债券	92,120	73,589	77,269	81,132	85,189
计息负债	1,242,288	1,324,038	1,366,361	1,421,199	1,478,337
负债合计	1,275,855	1,359,828	1,394,246	1,450,203	1,508,507
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	16,550	16,548	16,548	16,548	16,548
盈余公积	32,135	36,745	41,931	47,210	52,572
未分配利润	36,275	37,150	36,213	35,249	34,211
股东权益合计	116,358	127,982	133,314	138,863	144,497
负债和股东权益合计	1,392,214	1,487,809	1,527,560	1,589,066	1,653,004

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。