

# 转债突破，U型向上

## ——南京银行推荐报告

评级：买入

2025年05月30日

|      |                            |      |                          |      |                      |
|------|----------------------------|------|--------------------------|------|----------------------|
| 分析师  | 梁凤洁                        | 分析师  | 邱冠华                      | 分析师  | 徐安妮                  |
| 邮箱   | liangfengjie@stocke.com.cn | 邮箱   | qiuguanhua@stocke.com.cn | 邮箱   | xuanni@stocke.com.cn |
| 证书编号 | S1230520100001             | 证书编号 | S1230520010003           | 证书编号 | S1230523060006       |

### 一、业绩基本面预期差

市场担心南京银行2025年营收压力大，主要考虑2024年南京银行金市投资对营收贡献大；我们认为南京银行2025年业绩仍然有望呈现正U型向上的趋势，主要基于南京银行经营管理优化，对公和零售部门盈利能力有望提升，有助于带动南京银行盈利能力改善。25Q1业绩体现南京银行转型成效，核心业务增速大幅改善。展望未来：

1、规模有望保持高增。主要得益于强劲区域增长潜力（2025年江苏省GDP增长目标5%）+网点加密带来的市占率提升（潜在贷款增长空间达到31%）+消金全国展业带来零售增量。①南京银行网点加密带来潜在规模提升空间在31%。2021年南京银行提出百家网点新设计划提升各地网点密度，参考南京银行各地市网点资产规模来看，近年来南京银行在苏南部分城市、苏北地区市占率逐步提升。假设南京银行在江苏省内其他地市市占率达到南京市水平，以2024年末数据静态测算，潜在贷款增长空间达到31%。②南京银行消金业务优势逐步向全国复制，带来零售增量空间。2022年8月，南京银行拿下消金牌照，消金子牌照可以实现全国展业，为南京银行消金业务发展打开空间。同时南银法巴消金资本金不断增加，将支撑未来规模发展。此外，南京银行母行层面承接消金子在母行经营区域内的业务，有望带来零售贷款进一步增长。参考CFC的增长情况，2018-2022年5年内CFC对零售贷款增量平均贡献在11%。

2、盈利能力有望提升。南京银行对公和零售业务盈利能力有望改善，可对冲金市业务盈利能力的下降，若南京零售ROA向对标行平均靠拢，南京银行ROA有望提升12bp至0.96%。①对公利息支出下降有望支持对公盈利改善。24A南京银行对公利差较对标行低32bp，展望未来存款挂牌利率调降利好持续释放有望支撑对公盈利改善。②零售减值有望改善带来零售盈利改善。24Q4末南京银行零售不良率为1.29%，较对标行高14bp，零售不良率有所回落。考虑2024年南京银行加大了零售不良资产处置，同时政策组合拳频出，若政策落地生效，有望缓解南京银行零售减值压力。③金市盈利面临压力。金市收入方面存在不确定性，考虑市场利率仍处在下行通道，预计金市营收仍有望维持较好的收入贡献。如市场利率反转，新投资债券利息收入将增加，可部分抵消其他非息收入下降影响。

3、管理方面：南京银行管理层干劲足，重视经营绩效提升。①管理层干劲足能力强。新任董事长谢宁先生为央行体系培育干部，熟悉国家金融政策方针，同时谢宁先生（生于1976年）年富力强，积极有为；行长朱钢先生为行内成长干部，对南京银行情况非常熟悉。两者强强搭配，有望带动南京银行经营改善。②重视经营绩效的提升。南京银行董事长在发布会上指出，2025年要增强高质量发展的确定性，始终秉持价值创造理念。

### 二、投资性价比预期差

市场担心南京银行可转债转股压力大，投资性价比不高；我们认为南京银行转债有望逐步转股，当前股价已达强赎价，转股溢价率保持低位，一半以上转债已经转股，转债转股对正股股价影响有望逐步变小，同时南京银行转债转股后股息性价比高，主要考虑转债转股后的股息率仍高于板块平均。

南京银行转股后股息估值仍具有较高性价比。（1）可转债若转股利于经营正循环。以25Q1末数据静态测算，若转债全部转股，可补充核心一级资本充足率0.57pc至9.45%。未来资本补充到位，将有力支撑南京银行规模扩张和业务发展，有利于推动经营正向循环。（3）转股股息估值仍具有高性价比。截至2025年5月30日，南京银行2024年股息率、PB分别为4.87%、0.79x；若考虑转债全部转股，则对应南京银行2024年股息率、PB分别为4.36%、0.82x，股息率仍高于城商行板块平均。此外南京银行2025年盈利增速仍有望维持高个位数增长，可以弥补股息摊薄的影响。

南京银行新老股东持续增持。①主要股东持股稳定，2024年以来法巴、江苏交控、南京高科等股东持续增持。2025年为南京银行与法巴合作20周年，参考近期法巴增持行为及较20%持股上限仍有空间，不排除后续法巴继续增持可能性。②引入新股东东部机场，该股东为江苏省国资委控股公司，实力雄厚。

### 三、盈利预测及目标估值

南京银行经营动能改善，股息估值具有高性价比，借助转债转股增添动力，估值有望重回城商行头部。预计南京银行2025-2027年归母净利润同比增长8.27%/7.44%/6.79%，对应BPS 15.70/17.13/18.66元/股。现价对应2025-2027年PB估值0.73/0.67/0.61倍。目标价为15.70元/股，对应25年PB 1.00倍，现价空间37%，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济失速，不良大幅爆发，经营改善不及预期。

# 目录

C O N T E N T S

01

**基本面**

业务动能|管理方面

02

**交易面**

股息估值|股东方面

03

**目标价**

盈利预测|目标估值

# 01

## 基本面

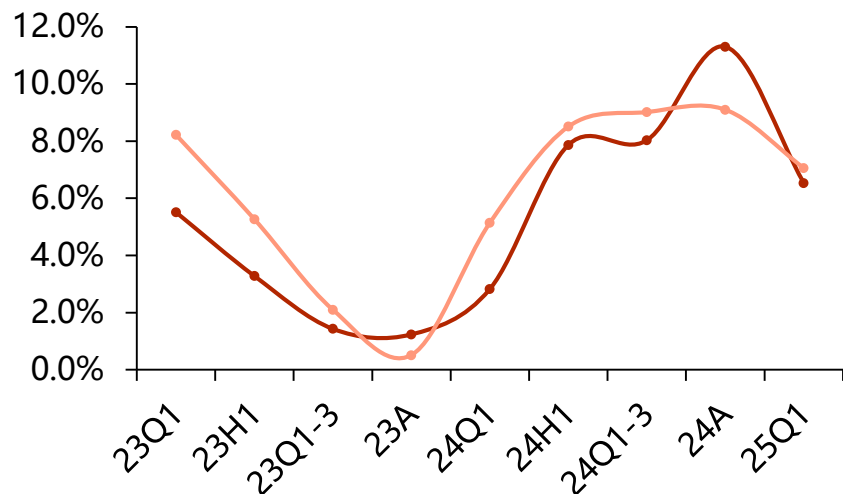
业务动能

管理方面

**2024年以来南京银行营收和利润增速总体呈现正U型改善趋势。**①2024年各季度南京银行营收利润增速呈逐季度改善态势，25Q1营收和利润增速也维持了大个位数的增速增长。②与同业对比来看，南京银行在城商行中营收增速排序从2023年末的第10名，上升至2025Q1的第3名；南京银行在城商行中归母净利润增速排序从2023年末的第15名，上升至2025Q1的第5名。

南京银行营收和归母净利润增速变化

— 营收同比增速 — 归母净利润同比增速



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。右图单位：名。  
颜色越红，代表排名越靠前。

| 银行简称 | 营收同比增速排名 |      |      |        |     |      | 归母净利润同比增速排名 |      |      |        |     |      |
|------|----------|------|------|--------|-----|------|-------------|------|------|--------|-----|------|
|      | 23A      | 24Q1 | 24H1 | 24Q1-3 | 24A | 25Q1 | 23A         | 24Q1 | 24H1 | 24Q1-3 | 24A | 25Q1 |
| 南京   | 10       | 12   | 2    | 3      | 2   | 3    | 15          | 9    | 7    | 7      | 7   | 5    |
| 兰州   | 4        | 16   | 15   | 14     | 16  | 10   | 9           | 15   | 14   | 14     | 14  | 13   |
| 宁波   | 7        | 6    | 4    | 4      | 6   | 5    | 7           | 7    | 8    | 8      | 8   | 7    |
| 郑州   | 17       | 13   | 17   | 17     | 17  | 13   | 17          | 17   | 17   | 17     | 13  | 10   |
| 青岛   | 6        | 1    | 1    | 2      | 5   | 1    | 5           | 2    | 3    | 3      | 1   | 3    |
| 苏州   | 11       | 14   | 12   | 12     | 13  | 14   | 3           | 5    | 4    | 4      | 6   | 6    |
| 江苏   | 9        | 2    | 3    | 5      | 4   | 4    | 6           | 6    | 6    | 6      | 4   | 4    |
| 杭州   | 8        | 11   | 8    | 8      | 3   | 12   | 1           | 1    | 1    | 1      | 2   | 1    |
| 西安   | 1        | 9    | 6    | 1      | 1   | 2    | 12          | 13   | 13   | 13     | 11  | 11   |
| 北京   | 12       | 4    | 5    | 7      | 8   | 15   | 11          | 10   | 11   | 11     | 15  | 15   |
| 厦门   | 16       | 10   | 14   | 15     | 14  | 17   | 10          | 11   | 16   | 15     | 16  | 17   |
| 上海   | 15       | 15   | 13   | 13     | 9   | 8    | 14          | 14   | 12   | 12     | 10  | 14   |
| 长沙   | 2        | 3    | 10   | 9      | 10  | 9    | 8           | 8    | 10   | 9      | 9   | 12   |
| 齐鲁   | 3        | 7    | 7    | 6      | 11  | 7    | 2           | 3    | 2    | 2      | 3   | 2    |
| 成都   | 5        | 5    | 9    | 11     | 7   | 11   | 4           | 4    | 5    | 5      | 5   | 8    |
| 重庆   | 13       | 8    | 11   | 10     | 12  | 6    | 13          | 12   | 9    | 10     | 12  | 9    |
| 贵阳   | 14       | 17   | 16   | 16     | 15  | 16   | 16          | 16   | 15   | 16     | 17  | 16   |

**南京银行25Q1业绩增速、收入结构和资产质量均超预期，核心营收快速增长，资产质量继续改善。**

**核心营收高增：**①南京银行利息净收入改善幅度超预期，25Q1南京银行利息净收入同比增长17.8%，增速较24A提升13pc。背后得益于规模增速提升和息差同比稳定。②中收实现高增，25Q1中收同比增长18%，判断主要得益于理财和代销发力。

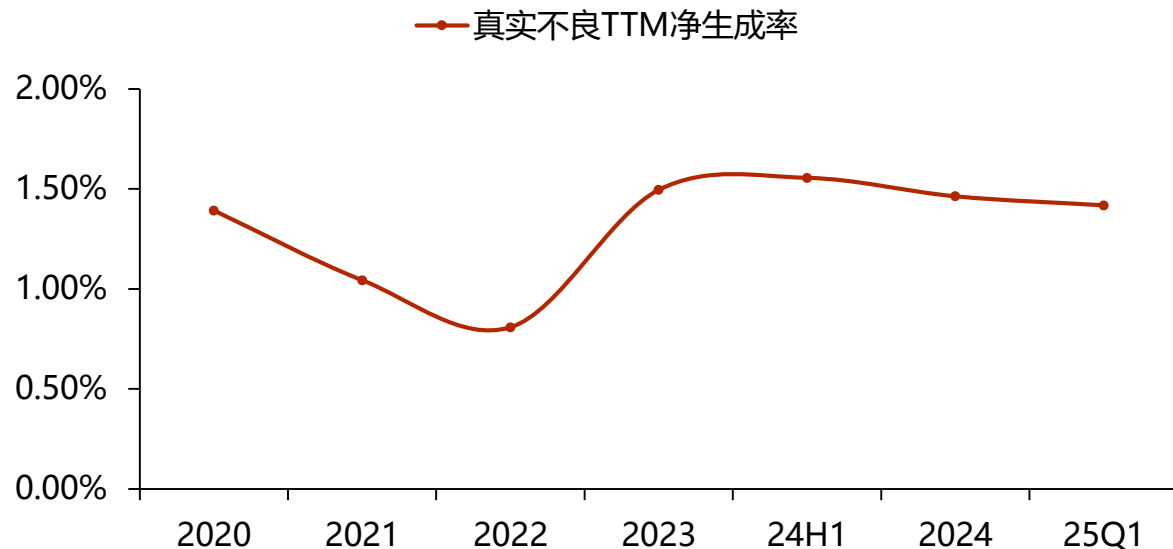
**不良指标改善：**25Q1末南京银行不良率0.83%、关注率1.15%，分别环比持平、下降5bp，24Q4末逾期率1.27%，较24Q2末上升1bp。结合2024年数据来看：①南京银行不良生成率改善，24A真实不良TTM生成率为1.46%，较24H1高点回落，并实现同比改善（23A为1.49%）。②分领域来看，南京银行零售不良改善，24Q4末零售不良率为1.29%，较24Q2末下降35bp，推测是核销力度大带来的；对公不良小幅上升，由24Q2末的0.58%上升至24Q4末的0.66%。

南京银行主要收入项目增速变化

|        | 2023   | 24Q1  | 1H24  | 24Q1-3 | 2024   | 25Q1   |
|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 1.2%   | 2.8%  | 7.9%  | 8.0%   | 11.3%  | 6.5%   |
| 利息净收入  | -5.6%  | -9.0% | -6.0% | -1.4%  | 4.6%   | 17.8%  |
| 手续费净收入 | -32.1% | 28.8% | 13.3% | 11.7%  | -28.6% | 18.0%  |
| 其他非息收入 | 30.8%  | 15.0% | 28.9% | 21.9%  | 30.9%  | -10.8% |

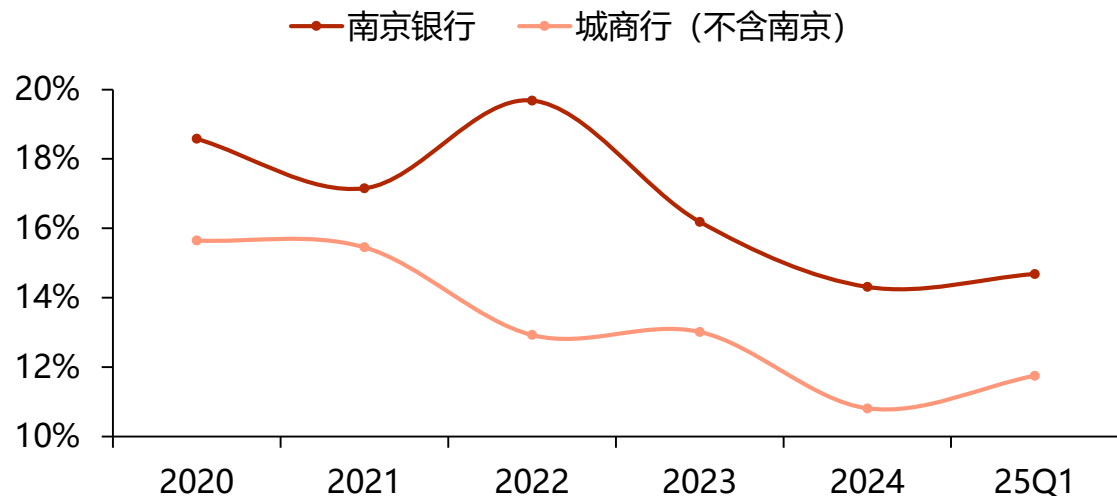
数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。颜色越红，代表增速越高。

2024年末南京银行真实不良生成回落

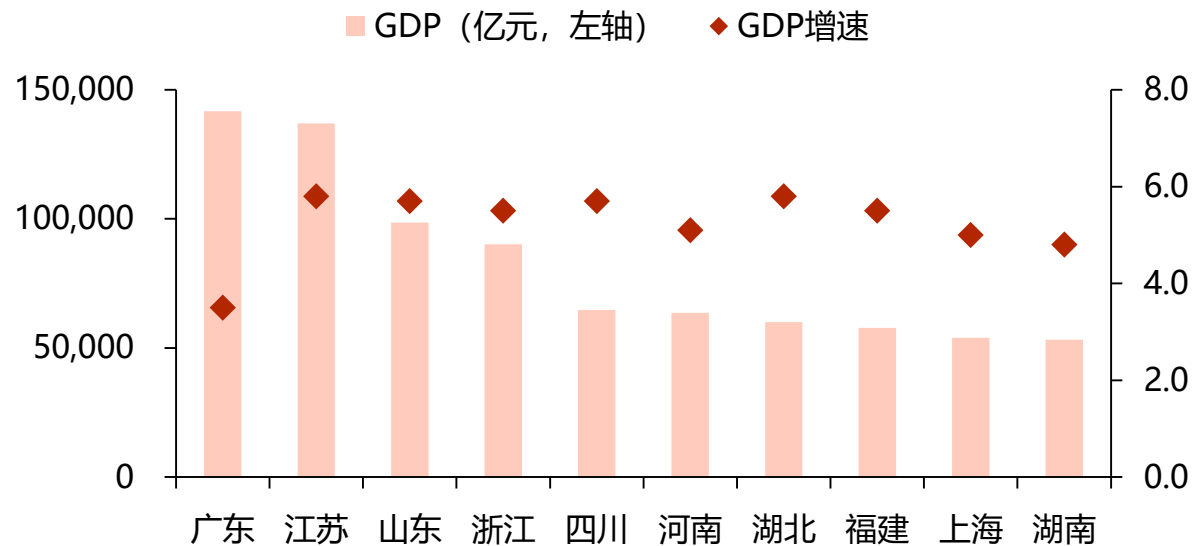


**南京银行贷款规模有望维持双位数增长。**①2020年以来，南京银行贷款保持高增，贷款同比增速持续高于上市城商行。25Q1末南京银行贷款同比增长15%，较城商行平均高3pc。②展望未来，南京银行贷款有望维持高增，主要得益于强劲区域增长潜力（25年5%江苏省GDP增长目标）+网点加密带来的市占率提升（潜在贷款增长空间达到31%）+消金全国展业带来零售增量。

南京银行贷款增速高于城商行平均



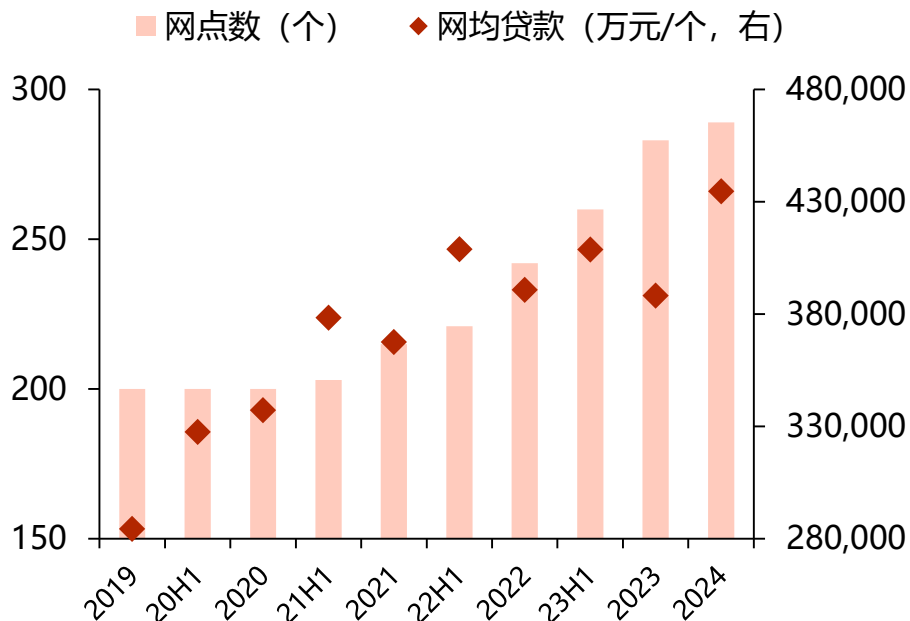
江苏省GDP位居全国各省份第二



数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

**南京银行网点加密带来潜在规模提升空间在31%。**①南京银行于2021年提出百家网点新设计划，2023年末网点新增计划基本完成。新设网点一般需1年以上才能实现盈亏平衡，进入产能释放期，因此2022、2023年新设网点将逐步在后续年份贡献贷款增量来源。②南京银行不断加密各地市网点布设，参考南京银行各地市网点资产规模来看，近年来南京银行在苏南部分城市、苏北地区市占率逐步提升。假设南京银行在江苏省内其他地市市占率达到南京市水平，以2024年末数据静态测算，潜在贷款增长空间达到31%。

2019年以来南京银行网点数和网均贷款变化情况

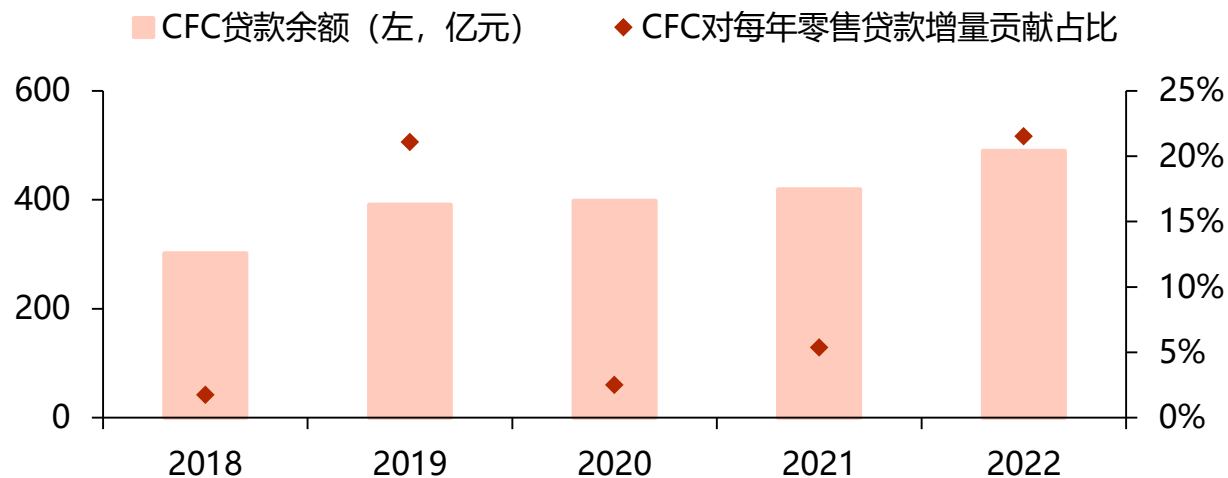


数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。市占率测算按照财报公布各地市网点资产规模占比拆分贷款余额，与实际情况存在一定偏差，测算结果仅供参考。颜色越红，代表占比越高以及网点增量越多。

| 网点分布   |     | 贷款市占率测算 |      |      |      |      | 网点变化 |      | 以2024年末数据静态测算市占提升对应贷款增长空间 |         |              |        |
|--------|-----|---------|------|------|------|------|------|------|---------------------------|---------|--------------|--------|
| 区域     | 城市  | 2020    | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2020 | 2024 | Δ                         | 市占率测算假设 | 2024年末贷款余额拆分 | 贷款增长空间 |
| 苏南     | 南京  | 6.0%    | 5.2% | 5.6% | 5.7% | 5.5% | 79   | 98   | 19                        | 5.5%    | 3,261        | 0.0%   |
| 苏南     | 无锡  | 3.3%    | 3.5% | 4.0% | 4.0% | 3.9% | 11   | 18   | 7                         | 5.5%    | 973          | 43.3%  |
| 苏南     | 苏州  | 1.5%    | 1.7% | 1.9% | 2.0% | 1.9% | 8    | 17   | 9                         | 5.5%    | 1,079        | 187.8% |
| 苏南     | 常州  | 2.5%    | 3.0% | 3.4% | 3.3% | 3.1% | 6    | 13   | 7                         | 5.5%    | 578          | 77.3%  |
| 苏南     | 镇江  | 3.0%    | 3.4% | 4.0% | 4.1% | 4.5% | 4    | 11   | 7                         | 5.5%    | 452          | 22.2%  |
| 苏中     | 泰州  | 5.0%    | 5.3% | 5.8% | 5.6% | 5.5% | 8    | 12   | 4                         | 5.5%    | 635          | 1.3%   |
| 苏中     | 南通  | 4.3%    | 4.4% | 4.7% | 4.4% | 4.2% | 11   | 16   | 5                         | 5.5%    | 860          | 30.5%  |
| 苏中     | 扬州  | 4.7%    | 5.4% | 4.6% | 4.0% | 4.7% | 8    | 9    | 1                         | 5.5%    | 517          | 17.7%  |
| 苏北     | 盐城  | 2.7%    | 3.1% | 3.7% | 4.1% | 4.8% | 8    | 12   | 4                         | 5.5%    | 641          | 15.8%  |
| 苏北     | 宿迁  | 3.2%    | 4.0% | 4.9% | 5.7% | 6.2% | 4    | 7    | 3                         | 6.2%    | 422          | 0.0%   |
| 苏北     | 连云港 | 2.8%    | 3.0% | 3.8% | 4.0% | 4.7% | 3    | 6    | 3                         | 5.5%    | 368          | 18.5%  |
| 苏北     | 徐州  | 1.8%    | 2.3% | 3.1% | 3.4% | 4.1% | 4    | 12   | 8                         | 5.5%    | 494          | 35.8%  |
| 苏北     | 淮安  | 1.8%    | 2.4% | 3.0% | 3.6% | 4.5% | 3    | 7    | 4                         | 5.5%    | 389          | 22.6%  |
| 其他发达城市 | 北京  | 0.5%    | 0.6% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 15   | 16   | 1                         | 0.6%    | 599          | 9.7%   |
|        | 上海  | 0.4%    | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 11   | 16   | 5                         | 0.6%    | 773          | 0.0%   |
|        | 杭州  | 0.7%    | 0.8% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 17   | 19   | 2                         | 0.8%    | 522          | 8.7%   |
| 合计     |     |         |      |      |      |      | 200  | 289  | 89                        |         | 12,564       | 31%    |

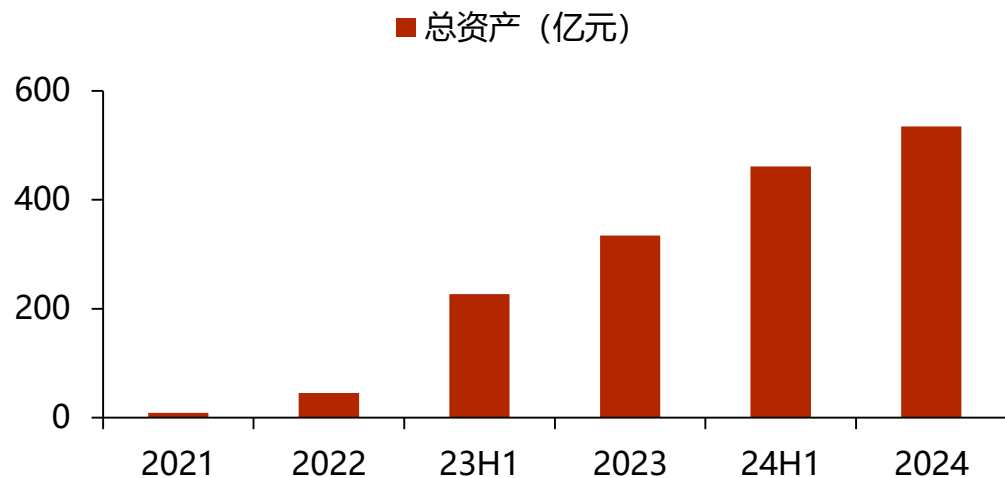
**南京银行消金业务优势逐步向全国复制，带来零售增量空间。**①借助大股东法国巴黎银行多年的消费金融经验，南京银行早在2007年就成立消费金融中心（CFC），经过长期探索创新和技术沉淀，南京消费金融业务较市场同业来看，形成了较强的竞争优势。②2022年8月，南京银行拿下苏宁消金（后更名为南银法巴消金）控股权，消金子牌照可以实现全国展业，为南京银行消金业务发展打开空间。同时南银法巴消金资本金不断增加，将支撑未来规模发展。22H1苏宁消金（南京银行未控股前）资本金6亿，2024年末南银法巴消金资本金达到52.15亿，同时2024年12月南京银行公告拟参与消金增资，增资后南银法巴消金注册资本由52.15亿元增加至60亿元。③南京银行母行层面承接消金子在母行经营区域内的业务，有望带来零售贷款进一步增长。参考CFC的增长情况，2018-2022年5年内CFC对零售贷款增量平均贡献在11%。

消费金融中心贷款增长情况



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

南银法巴消金子规模快速增长



回顾来看，2022年以来南京银行ROA小幅回落主要受零售ROA下降影响。分板块来看：①南京银行对公ROA从2022年起有所回升，主要得益于营业支出改善，判断主要与对公减值改善有关。②零售ROA自2021年起开始下降，主要受营业支出增加影响，判断主要与零售减值增加有关。③近年来金市ROA上升，判断主要得益于投资收益增加。

2020-2024年南京分部ROA变化

|                  | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024          |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>公司银行分部ROA</b> | <b>1.53%</b> | <b>1.65%</b> | <b>1.37%</b> | <b>1.42%</b> | <b>1.52%</b>  |
| 营业收入             | 3.70%        | 3.69%        | 3.18%        | 2.67%        | 2.51%         |
| 利息净收入            | 3.40%        | 3.38%        | 2.82%        | 2.39%        | 2.24%         |
| 中收               | 0.30%        | 0.28%        | 0.26%        | 0.17%        | 0.16%         |
| 其他业务收入           | 0.00%        | 0.03%        | 0.10%        | 0.11%        | 0.11%         |
| 营业支出             | -2.17%       | -2.05%       | -1.82%       | -1.25%       | -1.00%        |
| <b>个人银行分部ROA</b> | <b>1.17%</b> | <b>1.30%</b> | <b>1.27%</b> | <b>0.97%</b> | <b>-0.37%</b> |
| 营业收入             | 3.72%        | 4.15%        | 4.23%        | 4.24%        | 3.83%         |
| 利息净收入            | 3.24%        | 3.72%        | 3.86%        | 4.03%        | 4.11%         |
| 中收               | 0.41%        | 0.38%        | 0.32%        | 0.15%        | -0.32%        |
| 其他业务收入           | 0.06%        | 0.05%        | 0.05%        | 0.06%        | 0.04%         |
| 营业支出             | -2.54%       | -2.84%       | -2.97%       | -3.27%       | -4.19%        |
| <b>资金业务分部ROA</b> | <b>0.80%</b> | <b>0.85%</b> | <b>0.97%</b> | <b>0.69%</b> | <b>0.98%</b>  |
| 营业收入             | 1.29%        | 1.27%        | 1.21%        | 0.99%        | 1.15%         |
| 利息净收入            | 0.19%        | -0.06%       | -0.29%       | -0.60%       | -0.77%        |
| 中收               | 0.36%        | 0.41%        | 0.28%        | 0.17%        | 0.18%         |
| 其他业务收入           | 0.74%        | 0.92%        | 1.21%        | 1.42%        | 1.74%         |
| 营业支出             | -0.48%       | -0.42%       | -0.24%       | -0.30%       | -0.17%        |
| <b>整体税前ROA</b>   | <b>1.08%</b> | <b>1.17%</b> | <b>1.14%</b> | <b>1.01%</b> | <b>1.01%</b>  |
| 对公税后ROA          | 1.15%        | 1.24%        | 1.02%        | 1.07%        | 1.14%         |
| 个人税后ROA          | 0.88%        | 0.98%        | 0.95%        | 0.73%        | -0.27%        |
| 金市税后ROA          | 0.81%        | 0.83%        | 0.97%        | 0.73%        | 0.90%         |
| <b>整体税后ROA</b>   | <b>0.92%</b> | <b>0.98%</b> | <b>0.97%</b> | <b>0.86%</b> | <b>0.83%</b>  |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。ROA=分部利润总额/期初期末平均资产规模。对公、零售业务所得税率按照25%计算，用披露所得税额扣除对公、零售部分测算所得税为资金业务部门所得税情况。颜色越红，代表ROA越高。

对公和零售业务盈利能力有望改善，可对冲金市业务盈利能力的下降；展望未来，若南京零售ROA向对标行平均靠拢，南京银行ROA有望提升12bp至0.96%。从横向对比来看，南京银行税后ROA较对标优质区域城商行低5bp，其中零售ROA较对标行有较大提升空间。展望未来，预计对公利息支出、零售减值改善有望带动对公和零售业务能力改善。展望未来，若南京银行税后零售ROA上升至对标行平均，南京银行税后ROA有望提升12bp至0.96%。

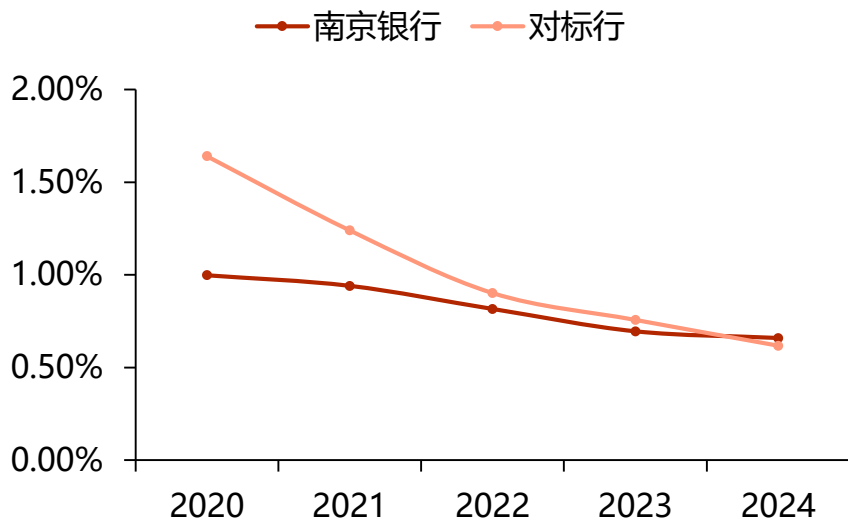
24A南京与对标行分部ROA对比

|                  | 南京            | 对标平均         | 差距            | 成都           | 江苏           | 杭州           | 苏州           | 宁波           |
|------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>公司银行分部ROA</b> | <b>1.52%</b>  | <b>1.46%</b> | <b>0.06%</b>  | <b>1.36%</b> | <b>1.64%</b> | <b>1.23%</b> | <b>1.17%</b> | <b>1.91%</b> |
| 营业收入             | 2.51%         | 2.63%        | -0.12%        | 2.27%        | 2.90%        | 2.91%        | 2.07%        | 3.03%        |
| 利息净收入            | 2.24%         | 2.42%        | -0.17%        | 2.22%        | 2.70%        | 2.75%        | 2.01%        | 2.40%        |
| 中收               | 0.16%         | 0.20%        | -0.04%        | 0.03%        | 0.15%        | 0.12%        | 0.05%        | 0.63%        |
| 其他业务收入           | 0.11%         | 0.02%        | 0.09%         | 0.02%        | 0.05%        | 0.03%        | 0.00%        | 0.00%        |
| 营业支出             | -1.00%        | -1.04%       | 0.05%         | -0.43%       | -1.25%       | -1.67%       | -0.88%       | -0.97%       |
| <b>个人银行分部ROA</b> | <b>-0.37%</b> | <b>0.78%</b> | <b>-1.15%</b> | <b>1.58%</b> | <b>0.63%</b> | <b>0.43%</b> | <b>0.61%</b> | <b>0.67%</b> |
| 营业收入             | 3.83%         | 3.43%        | 0.40%         | 3.00%        | 3.49%        | 2.97%        | 3.52%        | 4.15%        |
| 利息净收入            | 4.11%         | 3.06%        | 1.05%         | 2.94%        | 3.20%        | 2.76%        | 2.91%        | 3.48%        |
| 中收               | -0.32%        | 0.37%        | -0.69%        | 0.05%        | 0.29%        | 0.22%        | 0.60%        | 0.68%        |
| 其他业务收入           | 0.04%         | 0.00%        | 0.04%         | 0.01%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.01%        | 0.00%        |
| 营业支出             | -4.19%        | -2.23%       | -1.96%        | -1.34%       | -2.86%       | -2.54%       | -2.92%       | -1.48%       |
| <b>资金业务分部ROA</b> | <b>0.98%</b>  | <b>0.93%</b> | <b>0.05%</b>  | <b>1.10%</b> | <b>0.91%</b> | <b>0.90%</b> | <b>0.89%</b> | <b>0.84%</b> |
| 营业收入             | 1.15%         | 1.08%        | 0.07%         | 1.14%        | 1.05%        | 1.06%        | 0.81%        | 1.35%        |
| 利息净收入            | -0.77%        | 0.01%        | -0.78%        | 0.19%        | -0.14%       | -0.14%       | -0.58%       | 0.70%        |
| 中收               | 0.18%         | 0.12%        | 0.07%         | 0.10%        | 0.03%        | 0.23%        | 0.11%        |              |
| 其他业务收入           | 1.74%         | 1.00%        | 0.74%         | 0.84%        | 1.16%        | 0.97%        | 1.27%        | 0.75%        |
| 营业支出             | -0.17%        | -0.21%       | 0.04%         | -0.25%       | -0.14%       | -0.16%       | 0.09%        | -0.57%       |
| <b>整体税前ROA</b>   | <b>1.01%</b>  | <b>1.09%</b> | <b>-0.08%</b> | <b>1.30%</b> | <b>1.12%</b> | <b>0.97%</b> | <b>0.98%</b> | <b>1.07%</b> |
| 对公税后ROA          | 1.14%         | 1.03%        | 0.11%         | 0.96%        | 1.16%        | 0.89%        | 0.83%        | 1.32%        |
| 个人税后ROA          | -0.27%        | 0.58%        | -0.86%        | 1.18%        | 0.47%        | 0.32%        | 0.46%        | 0.49%        |
| 金市税后ROA          | 0.90%         | 0.89%        | 0.01%         | 1.12%        | 0.77%        | 0.90%        | 0.83%        | 0.83%        |
| <b>整体税后ROA</b>   | <b>0.83%</b>  | <b>0.88%</b> | <b>-0.05%</b> | <b>1.05%</b> | <b>0.86%</b> | <b>0.83%</b> | <b>0.78%</b> | <b>0.88%</b> |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。ROA=分部利润总额/期初期末平均资产规模。对公、零售业务所得税率按照25%计算，用披露所得税额扣除对公、零售部分测算所得税为资金业务部门所得税情况。颜色越红，代表ROA越高。

**展望未来，对公利息支出下降有望支撑对公盈利改善。**①2020年以来，南京银行对公不良率持续改善，是南京银行对公盈利改善的主要原因。②展望未来，预计对公利息支出有望下降，支撑对公盈利改善。回顾来看，南京银行对公利差低于对标行的原因，主要是对公活期占比低及对公定期成本率高，使得南京银行对公利差低于对标行（低32bp）。考虑2022年以来，存款挂牌利率持续下降，预计后续对公利息支出有望下降，将支持对公盈利进一步改善。

南京银行对公不良率呈下行趋势

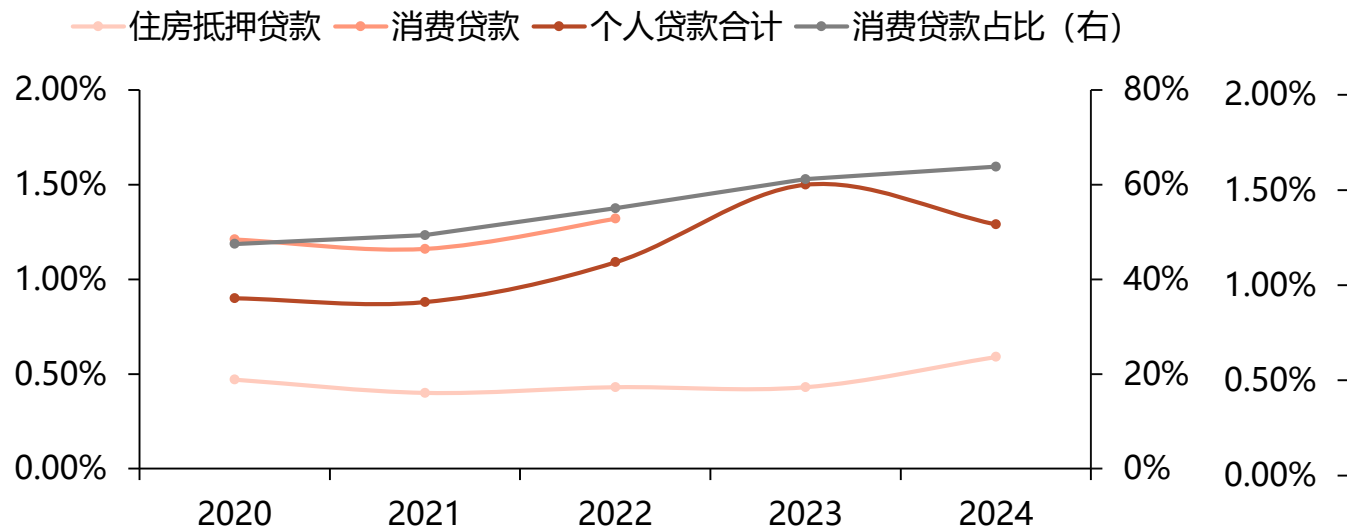


| 银行    | 项目        | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 南京银行  | 对公贷款收益率   | 5.15%  | 4.86%  | 4.60%  | 4.43%  | 4.23%  |
|       | 对公存款成本率   | -2.36% | -2.17% | -2.19% | -2.26% | -2.15% |
|       | 存款利差      | 2.79%  | 2.69%  | 2.41%  | 2.17%  | 2.08%  |
|       | 对公活期存款成本率 | 0.75%  | 0.76%  | 0.88%  | 0.99%  | 0.77%  |
|       | 对公定期存款成本率 | 3.10%  | 2.85%  | 2.75%  | 2.79%  | 2.67%  |
|       | 对公活期/对公存款 | 31.48% | 32.54% | 30.00% | 29.31% | 27.55% |
| 对标行平均 | 对公贷款收益率   | 5.11%  | 4.82%  | 4.58%  | 4.37%  | 4.19%  |
|       | 对公存款成本率   | -1.77% | -1.71% | -1.77% | -1.87% | -1.78% |
|       | 存款利差      | 3.34%  | 3.11%  | 2.81%  | 2.51%  | 2.41%  |
|       | 对公活期存款成本率 | 0.92%  | 0.90%  | 0.87%  | 0.93%  | 0.87%  |
|       | 对公定期存款成本率 | 2.79%  | 2.68%  | 2.68%  | 2.59%  | 2.41%  |
|       | 对公活期/对公存款 | 54.42% | 53.50% | 49.25% | 43.66% | 40.87% |

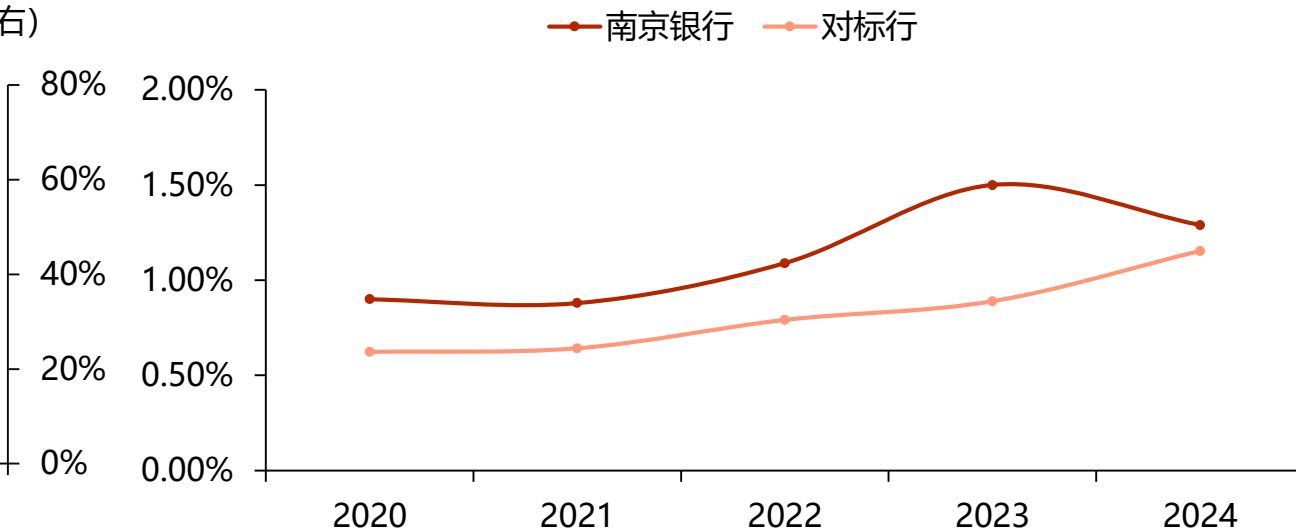
数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。不良率对标行为江苏银行、杭州银行、苏州银行、成都银行、宁波银行。由于江苏银行、杭州银行未披露对公存款成本，因此对公利差部分对标行只考虑苏州银行、成都银行、宁波银行。

**展望未来，南京银行零售减值有望改善。**①南京银行零售压力主要在于消费贷。南京银行零售贷款中有60%+贷款为消费贷款，随着宏观经济增长压力加大，消费贷款不良也逐步上升。2024年南京银行加大了零售贷款不良处置，零售不良率有所回落；与同业对比来看，截至24Q4末南京银行零售不良率为1.29%，较对标行高14bp。②展望未来，预计南京银行零售减值压力有望改善。主要考虑到当前政策组合拳频出，若后续政策起效，行业零售风险有望改善；同时考虑到消费贷期限一般较短，预计大部分风险较高的消费贷已于2024年进行暴露，后续存量消费贷生成压力有望改善。

2024年末南京银行个贷不良率回落



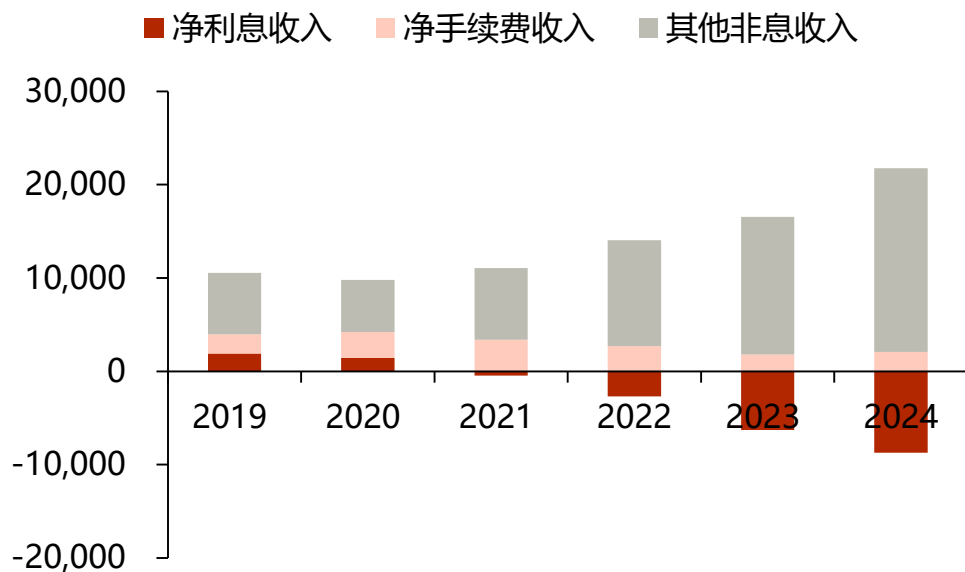
南京银行零售不良率高于对标行



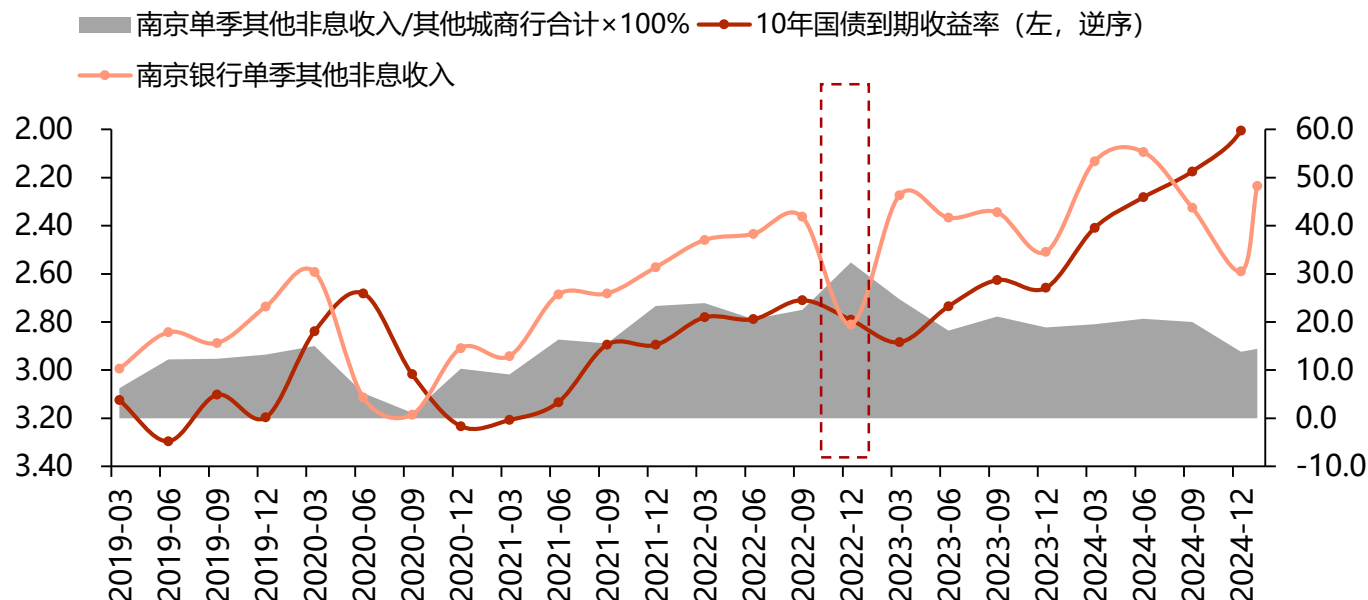
数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。不良率对标行为江苏银行、杭州银行、苏州银行、成都银行、宁波银行。

金市收入方面存在不确定性，考虑市场利率仍处在下行通道，预计金市营收仍有望维持较好的收入贡献。南京银行金市收入主要来自其他非息收入，2024年金市板块其他非息收入、中收、利息净收入分别占金市板块营收的151%、16%、-67%。南京银行单季其他非息收入规模与10Y国债收益率基本呈负相关关系，考虑到市场利率仍处在下行通道，预计其他非息收入仍有望维持较大营收贡献。此外，参考历史来看，22Q4市场利率小幅回调的情况下，南京银行22Q4单季其他非息收入规模环比下降，但降幅好于其他城商行情情况。如市场利率出现反转，新投资的债券利息收入将增加，可部分抵消其他非息收入下降的影响。

南京银行金市板块的营收结构



南京银行单季其他非息收入表现变化



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。左图单位为百万元。右图单位收入单位亿元，收益率单位%。

**南京银行管理层干劲足，重视价值创造和经营绩效提升。**

**(1) 管理层干劲足能力强。**新任董事长谢宁先生为央行体系培育的干部，熟悉国家金融政策方针，同时谢宁先生（生于1976年）年富力强，积极有为；行长朱钢先生为行内成长干部，对南京银行情况非常熟悉。两者强强搭配，有望带动南京银行经营改善。

**(2) 重视经营绩效的提升。**南京银行谢董事长在24A&25Q1业绩发布会中，指出2025年要增强高质量发展的确定性，始终秉持价值创造理念。

南京银行主要高管履历

| 职位     | 姓名  | 出生年份  | 履历                                                                                                                                                                               |
|--------|-----|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 董事长    | 谢宁  | 1976年 | 硕士研究生学历，经济师。历任中国人民银行南京分行货币信贷管理处副处长；中国人民银行泰州市中心支行党委副书记，副行长（主持工作），党委书记，行长兼国家外汇管理局泰州市中心支局局长；中国人民银行南京分行办公室（党委办公室）主任，党委委员，副行长；中国人民银行江苏省分行党委委员，副行长。现任南京银行党委书记，第十届董事会执行董事，董事长。          |
| 行长     | 朱钢  | 1968年 | 大学本科学历，高级经济师。历任南京银行政策法规处副处长，办公室副主任，信贷业务处副处长，公司业务部总经理，办公室主任，风险控制部总经理；南京银行行长助理，兼无锡分行党委书记，行长；南京银行党委委员，副行长，兼苏州分行党委书记，行长。现任南京银行党委副书记，第十届董事会执行董事，行长，财务负责人，中国金融学会理事，江苏金融学会理事，南京金融学会副会长。 |
| 副行长    | 周文凯 | 1968年 | 现任南京银行党委委员，副行长（职业经理人）                                                                                                                                                            |
| 副行长    | 陈谐  | 1976年 | 现任南京银行党委委员，副行长（职业经理人）                                                                                                                                                            |
| 副行长    | 米乐  | 1973年 | 现任南京银行副行长（法国巴黎银行派驻）。                                                                                                                                                             |
| 副行长    | 宋清松 | 1966年 | 现任南京银行副行长（职业经理人）兼南京分行党委书记，行长。                                                                                                                                                    |
| 副行长、董秘 | 江志纯 | 1970年 | 现任南京银行副行长（职业经理人）兼董事会秘书，中国上市公司协会董秘委员会副主任委员兼江苏地区召集人。                                                                                                                               |
| 副行长    | 陈晓江 | 1965年 | 现任南京银行副行长（职业经理人）                                                                                                                                                                 |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

02

交易面

股息估值性价比高

新老股东持续增持

南京银行转债若转股利于经营正循环，转股后股息估值仍具有较高性价比。

(1) 可转债若转股利于经营正循环。南京银行于2021年发行了200亿转债，截至2025年5月30日，南银转债余额为61亿，南京银行股价已站上强赎价，有望实现转债强赎。以25Q1末数据静态测算，若转债全部转股，可补充核心一级资本充足率0.57pc至9.45%。未来资本补充到位，将有力支撑南京银行规模扩张和业务发展，有利于推动经营正向循环。

(2) 转股股息估值仍具有高性价比。截至2025年5月30日，南京银行2024年股息率、PB分别为4.87%、0.79x；若考虑转债全部转股，则对应南京银行2024年股息率、PB分别为4.36%、0.82x，股息率仍高于城商行板块平均。此外南京银行2025年盈利增速仍有望维持高个位数增长，可以弥补股息摊薄的影响。

| 银行简称 | PB   | PB (转股后) | 股息率   | 股息率转股后 |
|------|------|----------|-------|--------|
| 南京银行 | 0.79 | 0.82     | 4.87% | 4.36%  |
| 兰州银行 | 0.46 |          | 4.19% |        |
| 宁波银行 | 0.84 |          | 3.37% |        |
| 郑州银行 | 0.40 |          | 1.01% |        |
| 青岛银行 | 0.75 |          | 3.21% |        |
| 苏州银行 | 0.80 |          | 4.59% |        |
| 江苏银行 | 0.84 |          | 4.74% |        |
| 杭州银行 | 0.92 | 0.98     | 3.90% | 3.26%  |
| 西安银行 | 0.50 |          | 2.65% |        |
| 北京银行 | 0.49 |          | 5.08% |        |
| 厦门银行 | 0.66 |          | 4.78% |        |
| 上海银行 | 0.63 | 0.67     | 4.73% | 4.09%  |
| 长沙银行 | 0.58 |          | 4.28% |        |
| 齐鲁银行 | 0.80 | 0.87     | 4.01% | 3.16%  |
| 成都银行 | 0.99 |          | 4.60% |        |
| 重庆银行 | 0.73 | 0.80     | 3.70% | 2.69%  |
| 贵阳银行 | 0.36 |          | 4.75% |        |
| 平均   | 0.68 | 0.83     | 4.03% | 3.51%  |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。截至20250530。颜色越红，估值越低/股息越高。

**2024年以来主要股东持续增持。**①南京银行主要股东持股稳定，2024年以来法巴、江苏交控、南京高科等股东持续增持南京银行。2025年为南京银行与法巴合作20周年，参考近期法巴持续增持行为及较20%的持股上限仍有空间，不排除后续法巴继续增持的可能性。②引入新股东东部机场。2024年10月10日，南京银行公告新股东东部机场集团有限公司通过二级市场交易买入南京银行1.16亿股，占南京银行总股本比例为1.09%。东部机场集团有限公司为江苏省国资委控股公司，自身实力雄厚，也体现江苏省国资对南京银行的支持。

|                       | 股东情况   | 25Q1持股数 (亿股) | 25Q1持股比例 | 23Q4持股数 (亿股) | 23Q4持股比例 |
|-----------------------|--------|--------------|----------|--------------|----------|
| 法国巴黎银行 (含QFII)        | 外资     | 20.0         | 18.0%    | 16.8         | 16.27%   |
| 江苏交通控股有限公司            | 江苏省国资  | 16.4         | 14.8%    | 15.3         | 14.8%    |
| 南京紫金投资集团有限责任公司        | 南京市国资  | 13.3         | 12.0%    | 13.3         | 12.9%    |
| 南京高科股份有限公司            | 南京市国资  | 10.9         | 9.8%     | 10.3         | 10.0%    |
| 中国烟草总公司江苏省公司(江苏省烟草公司) | 央企     | 4.7          | 4.3%     | 4.7          | 4.6%     |
| 幸福人寿保险股份有限公司          | 国有控股寿险 | 4.1          | 3.7%     | 4.1          | 3.9%     |
| 东部机场集团有限公司            | 江苏省国资  | 2.9          | 2.6%     | /            | /        |
| 合计                    |        | 72.3         | 65.2%    | 64.6         | 62.4%    |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

03

目标价

盈利预测

目标估值

南京银行经营动能改善，股息估值具有高性价比，借助转债转股增添动力，估值有望重回城商行头部。预计南京银行2025-2027年归母净利润同比增长8.27%/7.44%/6.79%，对应BPS 15.70/17.13/18.66元/股。现价对应2025-2027年PB估值0.73/0.67/0.61倍。目标价为15.70元/股，对应25年PB 1.00倍，现价空间37%，维持“买入”评级。

| 财务摘要 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 50,273 | 53,745 | 56,949 | 59,905 |
| (+/-) %    | 11.32% | 6.91%  | 5.96%  | 5.19%  |
| 归母净利润      | 20,177 | 21,845 | 23,470 | 25,063 |
| (+/-) %    | 9.05%  | 8.27%  | 7.44%  | 6.79%  |
| 每股净收益 (元)  | 1.83   | 1.87   | 2.02   | 2.16   |
| 每股净资产 (元)  | 14.24  | 15.70  | 17.13  | 18.66  |
| 市盈率        | 6.27   | 6.12   | 5.68   | 5.30   |
| 市净率        | 0.80   | 0.73   | 0.67   | 0.61   |
| 股息率 (%)    | 4.87%  | 5.16%  | 5.55%  | 5.93%  |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。截止20250530。

风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发，经营改善不及预期。

- ①经济失速下行。银行作为顺周期行业，基本面和经济状态密切相关，若因内外部因素影响，经济出现超预期下行压力，可能导致银行盈利显著承压。
- ②不良大幅暴露。如果出现金融风险的超预期暴露，可能导致银行不良指标大幅恶化，冲击银行基本面表现。
- ③经营改善不及预期。如对公零售板块盈利改善不及预期，可能会影响未来业绩的持续性。

3.3

盈利预测

表附录：报表预测值

| 资产负债表  |           |           |           |           | 利润表           |          |          |          |          |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| (百万元)  | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     | (百万元)         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 存放央行   | 125,058   | 162,263   | 184,980   | 210,877   | 净利息收入         | 26,627   | 28,658   | 31,270   | 33,618   |
| 同业资产   | 116,487   | 128,136   | 140,949   | 155,044   | 净手续费收入        | 2,593    | 2,981    | 3,131    | 3,287    |
| 贷款总额   | 1,256,398 | 1,444,858 | 1,647,138 | 1,877,737 | 其他非息收入        | 21,054   | 22,106   | 22,549   | 23,000   |
| 贷款减值准备 | (34,825)  | (39,330)  | (43,068)  | (46,718)  | 营业收入          | 50,273   | 53,745   | 56,949   | 59,905   |
| 贷款净额   | 1,225,156 | 1,405,528 | 1,604,070 | 1,831,019 | 税金及附加         | (665)    | (717)    | (783)    | (866)    |
| 证券投资   | 1,079,559 | 1,158,546 | 1,277,192 | 1,410,507 | 业务及管理费        | (14,119) | (15,425) | (16,174) | (16,414) |
| 其他资产   | 45,139    | 76,197    | 85,613    | 96,297    | 营业外净收入        | (35)     | 0        | 0        | 0        |
| 资产合计   | 2,591,400 | 2,930,670 | 3,292,804 | 3,703,744 | 拨备前利润         | 35,250   | 37,408   | 39,785   | 42,408   |
| 同业负债   | 374,115   | 433,973   | 503,409   | 583,955   | 资产减值损失        | (10,597) | (10,737) | (11,131) | (11,808) |
| 存款余额   | 1,496,172 | 1,720,598 | 1,961,481 | 2,236,089 | 税前利润          | 24,653   | 26,670   | 28,654   | 30,599   |
| 应付债券   | 450,865   | 473,408   | 497,079   | 521,933   | 所得税           | (4,288)  | (4,620)  | (4,964)  | (5,300)  |
| 其他负债   | 78,291    | 95,315    | 107,429   | 121,212   | 税后利润          | 20,365   | 22,051   | 23,691   | 25,299   |
| 负债合计   | 2,399,443 | 2,723,295 | 3,069,398 | 3,463,188 | 归属母公司净利润      | 20,177   | 21,845   | 23,470   | 25,063   |
| 股东权益合计 | 191,956   | 207,375   | 223,405   | 240,557   | 归属母公司普通股股东净利润 | 19,071   | 20,739   | 22,364   | 23,957   |

| 主要财务比率     |          |        |        |        | 主要财务比率       |        |        |        |        |
|------------|----------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)      | 2024A    | 2025E  | 2026E  | 2027E  | (百万元)        | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 业绩增长       |          |        |        |        | 资产质量         |        |        |        |        |
| 利息净收入增速    | 4.62%    | 7.63%  | 9.12%  | 7.51%  | 不良贷款余额       | 10,387 | 12,321 | 13,598 | 15,322 |
| 手续费净增速     | (28.55%) | 15.00% | 5.00%  | 5.00%  | 不良贷款净生成率     | 1.26%  | 0.65%  | 0.60%  | 0.60%  |
| 非息净收入增速    | 19.98%   | 6.10%  | 2.36%  | 2.37%  | 不良贷款率        | 0.83%  | 0.85%  | 0.83%  | 0.82%  |
| 拨备前利润增速    | 15.02%   | 6.12%  | 6.36%  | 6.59%  | 拨备覆盖率        | 335%   | 319%   | 317%   | 305%   |
| 归属母公司净利润增速 | 9.05%    | 8.27%  | 7.44%  | 6.79%  | 拨贷比          | 2.77%  | 2.72%  | 2.61%  | 2.49%  |
| 盈利能力       |          |        |        |        | 流动性          |        |        |        |        |
| ROAE       | 12.90%   | 12.51% | 12.30% | 12.09% | 贷存比          | 83.97% | 83.97% | 83.97% | 83.97% |
| ROAA       | 0.83%    | 0.79%  | 0.75%  | 0.72%  | 贷款/总资产       | 48.48% | 49.30% | 50.02% | 50.70% |
| RORWA      | 1.26%    | 1.22%  | 1.17%  | 1.11%  | 平均生息资产/平均总资产 | 80.83% | 81.36% | 81.61% | 81.89% |
| 生息率        | 4.01%    | 3.82%  | 3.73%  | 3.67%  | 每股指标 (元)     |        |        |        |        |
| 付息率        | 2.40%    | 2.32%  | 2.27%  | 2.26%  | EPS          | 1.83   | 1.87   | 2.02   | 2.16   |
| 净利差        | 1.62%    | 1.50%  | 1.46%  | 1.40%  | BVPS         | 14.24  | 15.70  | 17.13  | 18.66  |
| 净息差        | 1.34%    | 1.28%  | 1.23%  | 1.17%  | 每股股利         | 0.56   | 0.59   | 0.64   | 0.68   |
| 成本收入比      | 28.08%   | 28.70% | 28.40% | 27.40% | 估值指标         |        |        |        |        |
| 资本状况       |          |        |        |        | P/E          | 6.27   | 6.12   | 5.68   | 5.30   |
| 资本充足率      | 13.72%   | 13.33% | 12.76% | 12.20% | P/B          | 0.80   | 0.73   | 0.67   | 0.61   |
| 核心资本充足率    | 11.12%   | 10.86% | 10.42% | 9.99%  | P/POP        | 3.60   | 3.39   | 3.19   | 2.99   |
| 风险加权系数     | 65.81%   | 64.43% | 64.43% | 64.43% | 股息收益率        | 4.87%  | 5.16%  | 5.55%  | 5.93%  |
| 股息支付率      | 30.00%   | 30.00% | 30.00% | 30.00% |              |        |        |        |        |

资料来源：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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>