

资产投放能力得到验证，净息差韧性十足

——渝农商行 25H1 财报点评

核心观点

- 利息净收入增速环比继续改善，所得税低基数仍对净利润读数有压制。**截至 25H1，渝农商行营收、PPOP、归母净利润增速（累计同比增速，下同）分别较 25Q1-0.9pct、-4.3pct 和 -1.6pct 至 0.5%、-0.6% 和 4.6%。拆分来看，利息净收入增速环比 +0.7pct；手续费收入增速环比 -10pct，主要受承销业务和银行卡业务的拖累；其他非息收入增速环比 -1pct，主要是高基数扰动叠加债券兑现力度减弱，投资收益增速环比明显回落。24 年金租子公司所得税率调整导致的所得税低基数，对 25 年以来的归母净利润增长形成持续压制，但与利润总额增速差环比收敛 2.7pct。
- 上半年实贷投放已达 24 年全年两倍有余。**截至 25H1，贷款总额同比增速为 8.4% 环比 +1.6pct。25H1 新增实贷 661 亿元，24 年全年仅为 319 亿元，资产投放能力得到验证，其中对公贷款贡献 88% 实贷增量，租赁商服务业及基建行业是贷款主要流向，而消费贷和信用卡贡献 96.5% 的个贷增量。此外，金融投资增速环比 -2.7pct，主要是 AC 和 OCI 户增速放缓所致，这可能也是银行优化资产结构的侧影。
- 负债成本大幅改善，净息差韧性十足。**25H1 净息差为 1.60%，较 25Q1 仅 -1BP，其中生息资产收益率 -23BP，计息负债成本率 -22BP（24H1 较 23 年 -8BP）。在本就偏低的付息率基础上，进一步实现负债成本的显著改善，是揽储能力的充分体现，考虑到渝农存款定期化特征较为明显，往后看负债成本改善的空间依然乐观。
- 对公贷款不良率大幅改善，资产质量结构性压力仍集中在个贷。**截至 25H1，渝农商行不良贷款率环比 25Q1 持平，关注率较年初 +2BP，逾期率较年初 +8BP。截至 25H1，对公贷款不良率较年初 -36BP（主要是制造业不良余额大幅下降），个贷不良率较年初 +44BP，其中个人经营贷不良率上行近 80BP，但亦有分母端增长放缓的影响。拨备覆盖率环比 -7.8pct 至 356%，拨贷比环比 -9BP，风险抵补能力充足。

盈利预测与投资建议

- 根据 25H1 财报数据，预测公司 25/26/27 年归母净利润同比增速为 5.5%/7.9%/8.5%，BVPS 为 11.85/12.70/13.62 元（维持原预测），当前股价对应 25/26/27 年 PB 为 0.53X/0.50X/0.46X。可比公司 25 年 PB 0.59 倍，维持 10% 溢价，对应 25 年 0.65 倍 PB，目标价 7.70 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)	27,956	28,261	28,724	29,670	30,888
同比增长(%)	-3.6%	1.1%	1.6%	3.3%	4.1%
营业利润(百万元)	12,194	12,848	13,732	14,844	16,131
同比增长(%)	8.9%	5.4%	6.9%	8.1%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	10,902	11,513	12,151	13,115	14,232
同比增长(%)	6.1%	5.6%	5.5%	7.9%	8.5%
每股收益(元)	0.94	0.99	1.05	1.13	1.23
每股净资产(元)	10.19	11.07	11.85	12.70	13.62
总资产收益率(%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
平均净资产收益率(%)	9.6%	9.3%	9.2%	9.2%	9.4%
市盈率	6.71	6.37	6.02	5.57	5.12
市净率	0.62	0.57	0.53	0.50	0.46

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08月27日）	6.31 元
目标价格	7.7 元
52 周最高价/最低价	7.68/4.51 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,135,700/1,135,104
A 股市值（百万元）	71,663
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2025 年 08 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.96	-7.61	-12.41	25.5
相对表现%	-6.65	-13.88	-26.65	-7.2
沪深 300%	2.69	6.27	14.24	32.7



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

相关报告

利润总额双位数增长，资产扩张能力得到验证：——渝农商行 25Q1 财报点评	2025-04-27
业绩改善超预期，负债成本优势巩固：——渝农商行 2024 年年报点评	2025-03-26
息差收窄幅度有限，不良率环比下降：——渝农商行 24Q3 季报点评	2024-10-30

表 1：可比公司估值表（截至 2025 年 8 月 27 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
沪农商行	8.67	1.2%	1.1%	1.8%	12.84	13.71	14.87	0.68	0.63	0.58
常熟银行	7.51	16.2%	12.7%	11.9%	9.26	9.62	10.85	0.81	0.78	0.69
瑞丰银行	5.62	11.3%	7.1%	7.9%	9.67	10.34	11.27	0.58	0.54	0.50
紫金银行	2.92	0.3%	8.2%	0.9%	5.36	5.69	6.12	0.55	0.51	0.48
重庆银行	9.85	3.8%	4.1%	6.8%	15.25	16.52	17.73	0.65	0.60	0.56
平均值		5.4%	6.5%	5.5%	10.59	11.22	12.33	0.63	0.59	0.55

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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	核心假设	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	23,493	22,494	22,544	23,181	24,075	贷款增速	6.96%	5.55%	10.00%	8.00%	8.00%
利息收入	49,887	47,088	47,102	48,218	50,155	存款增速	8.64%	5.10%	10.00%	8.00%	8.00%
利息支出	26,394	24,593	24,558	25,037	26,080	生息资产增速	6.59%	5.13%	7.89%	6.55%	6.57%
净手续费收入	1,791	1,612	1,693	1,777	1,866	计息负债增速	6.16%	4.61%	8.10%	6.77%	6.82%
营业收入	27,956	28,261	28,724	29,670	30,888	平均生息资产收益率	3.55%	3.16%	2.97%	2.84%	2.77%
营业支出	15,761	15,414	14,992	14,827	14,757	平均计息负债付息率	2.10%	1.86%	1.74%	1.66%	1.61%
税金及附加	277	308	313	318	328	净息差-测算值	1.67%	1.51%	1.42%	1.36%	1.33%
业务及管理费	9,489	9,005	8,905	9,198	9,575	净利差-测算值	1.45%	1.30%	1.23%	1.18%	1.15%
资产减值损失	5,941	6,020	5,775	5,311	4,854	净手续费收入增速	-6.37%	-10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
营业利润	12,194	12,848	13,732	14,844	16,131	净其他非息收入增速	59.65%	55.54%	8.00%	5.00%	5.00%
利润总额	12,196	12,817	13,702	14,813	16,101	拨备支出/平均贷款	0.91%	0.87%	0.77%	0.65%	0.55%
所得税	1,071	1,028	1,233	1,333	1,449	不良贷款净生成率	0.69%	0.89%	0.80%	0.75%	0.72%
净利润	11,125	11,789	12,469	13,480	14,652	成本收入比	33.94%	31.86%	31.00%	31.00%	31.00%
归母净利润	10,902	11,513	12,151	13,115	14,232	实际所得税率	8.78%	8.02%	9.00%	9.00%	9.00%
						风险资产增速	4.45%	3.16%	4.00%	4.00%	4.00%

资产负债表						业绩增长率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	676,711	714,273	785,700	848,556	916,441	净利息收入	-7.52%	-4.25%	0.22%	2.82%	3.85%
贷款减值准备	29,434	30,442	31,160	31,293	30,757	营业收入	-3.57%	1.09%	1.64%	3.29%	4.11%
贷款净额	647,277	683,831	754,540	817,264	885,684	拨备前利润	-6.51%	3.86%	3.39%	3.32%	4.12%
投资类资产	598,783	628,003	659,403	692,373	726,992	归母净利润	6.10%	5.60%	5.55%	7.93%	8.52%
存放央行	55,783	51,204	62,168	67,142	72,513	盈利能力					
同业资产	120,098	132,411	139,031	145,983	153,282	ROAA	0.80%	0.80%	0.79%	0.80%	0.81%
其他资产	19,142	19,493	21,053	22,456	23,964	ROAE	9.58%	9.28%	9.16%	9.24%	9.36%
生息资产	1,451,374	1,525,891	1,646,303	1,754,055	1,869,228	RORWA	1.32%	1.35%	1.38%	1.43%	1.50%
资产合计	1,441,082	1,514,942	1,636,196	1,745,218	1,862,436	资本状况					
存款	896,202	941,946	1,036,141	1,119,032	1,208,555	资本充足率	15.99%	16.12%	17.03%	17.98%	18.96%
向央行借款	107,162	103,008	103,008	103,008	103,008	一级资本充足率	14.24%	14.93%	15.33%	15.76%	16.22%
同业负债	170,574	136,535	143,362	150,530	158,057	核心一级资本充足率	13.53%	14.24%	14.66%	15.11%	15.59%
发行债券	119,579	171,658	180,240	189,252	198,715	资产质量					
计息负债	1,293,517	1,353,147	1,462,751	1,561,822	1,668,334	不良贷款率	1.19%	1.18%	1.16%	1.15%	1.15%
负债合计	1,317,580	1,381,333	1,493,640	1,592,907	1,699,503	拨贷比	4.35%	4.26%	3.97%	3.69%	3.36%
股本	11,357	11,357	11,357	11,357	11,357	拨备覆盖率	366%	361%	343%	319%	292%
其他权益工具	5,998	5,998	5,998	5,998	5,998	估值和每股指标					
资本公积	20,309	20,307	20,307	20,307	20,307	P/E (倍)	6.71	6.37	6.02	5.57	5.12
盈余公积	14,822	15,872	16,983	18,183	19,488	P/B (倍)	0.62	0.57	0.53	0.50	0.46
未分配利润	50,154	53,633	60,559	68,165	76,494	EPS (元)	0.94	0.99	1.05	1.13	1.23
股东权益合计	123,502	133,609	142,556	152,311	162,933	BVPS (元)	10.19	11.07	11.85	12.70	13.62
负债和股东权益合计	1,441,082	1,514,942	1,636,196	1,745,218	1,862,436						

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

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。