

沪农商行 (601825.SH)

不良生成显著改善，扣非营收增速转正

事件：沪农商行披露 2025 年中报，2025 年上半年实现营收 134 亿元，同比减少 3.40%，归母净利润 70 亿元，同比增长 0.60%。2025Q2 末不良率、拨备覆盖率分别为 0.97%、336.6%，较上季度末分别持平、下降 2.7pc。此外，公司披露 2025 年中期利润分配方案，每 10 股派发现金股利 2.41 元（含税），占归母净利润的比例为 33.1%。

1、业绩表现：非息收入降幅收窄支撑营收增速改善

25H1 营业收入、归母净利润增速分别为-3.40%、0.60%，分别较 25Q1 降幅收窄 4.0pc、提升 0.3pc，**扣除非流动性资产处置损益后的营收增速为 0.24%，较 25Q1 提升 0.5pc**，其中非息收入降幅收窄对营收增速改善形成正向贡献，具体来看：

1) 利息净收入：同比减少 5.45%，较 25Q1 降幅收窄 0.2pc，25H1 净息差为 1.39%，较 24A 下降 11bp（上年同期下降 11bp），负债成本改善力度加大，但未能完全对冲资产端收益率下降。考虑到沪农商行负债久期相对较短（剩余期限在 1 年以内的占比 73.5%），2025 年 5 月实施的非对称降息政策预计将进一步优化负债成本，下半年净息差有望企稳。

A、资产端：25H1 生息资产、贷款收益率分别为 3.04%、3.32%，分别较 24A 下降 32bp、下降 45bp。其中企业贷款、个人贷款分别下降 46bp、下降 50bp 至 3.24%、4.48%，而金融投资、同业资产收益率降幅小于贷款，减缓生息资产收益率降幅。

B、负债端：25H1 计息负债、存款成本率分别为 1.69%、1.57%，分别较 24A 下降 22bp、下降 21bp，其中企业存款、个人存款分别下降 18bp、下降 27bp 至 1.18%、1.88%，主要源于沪农商行持续加强存款期限结构主动管理，推动存款成本压降。此外应付债券、同业负债成本亦分别下降 21bp、下降 33bp，对负债成本改善形成一定贡献。

2) 手续费及佣金净收入：同比减少 4.1%，较 25Q1 降幅收窄 2.2pc。其中，代理业务（占 25H1 手续费及佣金收入比例 68.4%）同比增长 1.9%，主要是代理保险业务和代销理财手续费收入有所增长，对手续费及佣金收入增长形成支撑。一方面公司优化销量结构，提升高费率保险占比，保险中收实现稳中有升；同时引入具有市场竞争力的他行理财产品，代销理财规模和中收均同比增长。

3) 其他非息收入：同比增长 5.3%，较 25Q1 增速提升 20pc，其中投资收益（占其他非息收入的 78.2%），同比增长 44.6%，较 25Q1 增速提升 58pc（主要源于 OCI 账户贡献）。

2、资产负债：企业贷款投放增量同比几近翻倍

1) 资产：25Q2 末资产总额 1.55 万亿元，贷款总额 7742 亿元，分别同比增长 6.5%、增长 5.2%，较 25Q1 下降 0.3pc、下降 1.4pc。25H1 贷款净增加 189 亿元，其中企业贷款、个人贷款分别增加 224 亿元、减少 36 亿元。企业贷款投放增量同比几近翻倍，主要投向房地产业，上半年净增加 214 亿元，个人贷款方面，住房按揭贷款增长较好，余额增加 20 亿元，非按揭类贷款余额有所减少，或主要由于居民信贷需求尚显不足。

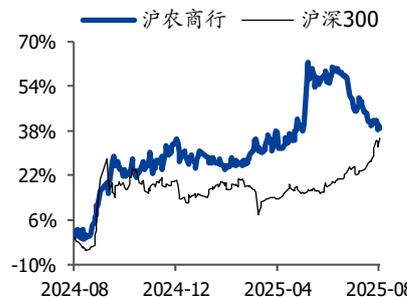
2) 负债：25Q2 末存款总额 1.11 万亿元，同比增长 5.9%。25H1 存款净增加 369 亿元，25Q2 末定期存款占比 64.57%，较上年末提升 1.2pc。

买入（上调）

股票信息

行业	农商行 II
前次评级	增持
08 月 29 日收盘价（元）	8.70
总市值（百万元）	83,906.67
总股本（百万股）	9,644.44
其中自由流通股（%）	97.20
30 日日均成交量（百万股）	27.41

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 陈惠琴

执业证书编号：S0680524010001

邮箱：chenhuiqin@gszq.com

相关研究

1、《沪农商行 (601825.SH)：25Q1 扣非归母净利润同比增长 12.6%，2024 年分红比例提升至 34%》 2025-04-25

2、《沪农商行 (601825.SH)：业绩增速改善，资产质量保持稳健》 2024-10-26

3、《沪农商行 (601825.SH)：业绩正增长，分红比例提升至 33%》 2024-08-18

3、资产质量：不良生成显著改善

1) 25Q2 末不良率、关注率分别为 0.97%、1.77%，较上季度末持平、提升 28bp。前瞻指标方面，25Q2 末逾期率（1.42%）较上年末下降 3bp。风险抵补能力方面，25Q2 末拨备覆盖率、拨贷比分别为 336.55%、3.26%，分别较上季度末下降 3pc、下降 3bp。

A、企业贷款不良率 0.94%，较上年末下降 8bp，企业不良贷款余额减少 1.2 亿元，细分行业数据来看，主要源于房地产业不良率（0.85%）继续下降 30bp。

B、个人贷款不良率 1.50%，较上年末提升 18bp，个人不良贷款余额增加 3.3 亿元。

2) 25H1 不良生成率（加回核销口径）为 0.51%，较 24A 下降 21bp，其中核销转出规模 17 亿元（24H1 为 24 亿元），收回已核销贷款 4 亿元（24H1 为 2 亿元）。25H1 信用成本为 0.23%，同比下降 8bp。

投资建议：沪农商行地处上海，资产质量长期稳定优异，业绩保持长期稳健正增长。资产质量方面，不良生成率拐点向下，综合来看是较为优质的红利投资品种，预计沪农商行 2025-2027 年归母净利润分别为 124/125/126 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；消费复苏不及预期；资产质量超预期恶化。

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,414	26,641	26,703	27,180	27,823
营收增速	3.07%	0.86%	0.23%	1.79%	2.37%
拨备前利润（百万元）	18,094	17,443	17,493	17,801	18,223
拨备前利润增速	3.17%	-3.60%	0.29%	1.76%	2.37%
归母净利润（百万元）	12,142	12,288	12,385	12,498	12,639
归母净利润增速	10.64%	1.20%	0.79%	0.91%	1.13%
每股净收益（元）	1.26	1.27	1.28	1.30	1.31
每股净资产（元）	11.66	12.84	13.69	14.55	15.41
净资产收益率	10.94%	10.06%	9.37%	8.88%	8.46%
总资产收益率	0.91%	0.85%	0.81%	0.77%	0.74%
风险加权资产收益率	1.48%	1.45%	1.42%	1.35%	1.30%
市盈率	6.91	6.83	6.77	6.71	6.64
市净率	0.75	0.68	0.64	0.60	0.56
股息率	4.36%	4.97%	5.00%	5.05%	5.11%

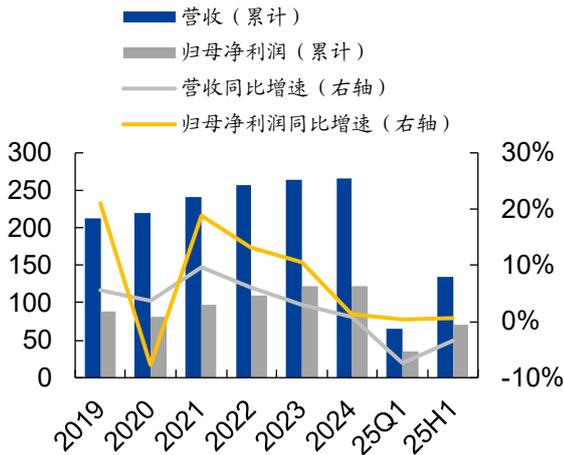
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率 (每股指标为元/股, 未标注单位为百万元)

财务预测						资产负债表					
每股指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.26	1.27	1.28	1.30	1.31	净利息收入	20,700	20,107	19,723	20,012	20,511
BVPS	11.66	12.84	13.69	14.55	15.41	净手续费收入	2,268	2,042	2,083	2,125	2,167
每股股利	0.38	0.43	0.44	0.44	0.44	其他非息收入	3,446	4,493	4,897	5,044	5,145
P/E	6.91	6.83	6.77	6.71	6.64	营业收入	26,414	26,641	26,703	27,180	27,823
P/B	0.75	0.68	0.64	0.60	0.56	税金及附加	313	305	289	303	308
业绩增长率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业务及管理费	8,599	8,854	8,875	9,033	9,247
净利息收入	-0.26%	-2.86%	-1.91%	1.46%	2.50%	营业外净收入	622	-22	-22	-22	-22
净手续费收入	5.23%	-9.97%	2.00%	2.00%	2.00%	拨备前利润	18,094	17,443	17,493	17,801	18,223
营业收入	3.07%	0.86%	0.23%	1.79%	2.37%	资产减值损失	3,207	2,469	2,402	2,572	2,822
拨备前利润	3.17%	-3.60%	0.29%	1.76%	2.37%	税前利润	14,886	14,973	15,092	15,229	15,401
归母净利润	10.64%	1.20%	0.79%	0.91%	1.13%	所得税	2,399	2,366	2,385	2,406	2,433
盈利能力 (测算)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	税后利润	12,487	12,608	12,707	12,823	12,968
净息差	1.55%	1.40%	1.29%	1.23%	1.20%	归母净利润	12,142	12,288	12,385	12,498	12,639
生息率	3.46%	3.18%	3.01%	2.88%	2.88%	资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
付息率	2.05%	1.90%	1.83%	1.74%	1.66%	存放央行	69,534	72,922	57,925	61,110	64,166
成本收入比	32.56%	33.24%	33.24%	33.24%	33.24%	同业资产	89,302	97,466	102,340	107,457	112,830
ROAA	0.91%	0.85%	0.81%	0.77%	0.74%	贷款总额	711,483	755,219	800,532	844,561	886,789
ROAE	10.94%	10.06%	9.37%	8.88%	8.46%	贷款减值准备	28,050	25,705	24,283	23,215	22,665
资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	贷款净额	684,879	731,185	778,021	823,216	866,087
不良贷款余额	6,926	7,295	7,794	8,120	8,457	证券投资	496,114	528,891	578,435	609,689	638,111
不良贷款净生成率	0.55%	0.71%	0.60%	0.50%	0.45%	其他资产	52,384	57,344	60,802	64,199	67,395
不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.95%	资产合计	1,392,214	1,487,809	1,577,523	1,665,672	1,748,590
拨备覆盖率	404.98%	352.35%	311.55%	285.90%	268.02%	同业负债	83,541	129,573	136,052	142,855	149,997
拨贷比	3.94%	3.40%	3.03%	2.75%	2.56%	存款余额	1,037,738	1,092,918	1,158,493	1,222,210	1,283,320
资本状况	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	应付债券	92,120	73,589	77,269	84,996	86,695
资本充足率	15.74%	17.15%	17.13%	17.13%	17.19%	负债合计	1,275,855	1,359,828	1,441,033	1,520,597	1,594,833
一级资本充足率	13.35%	14.76%	14.87%	14.99%	15.15%	股东权益合计	116,358	127,982	136,490	145,075	153,757
核心一级资本充足率	13.32%	14.73%	14.84%	14.96%	15.13%	负债及股东权益合计	1,392,214	1,487,809	1,577,523	1,665,672	1,748,590

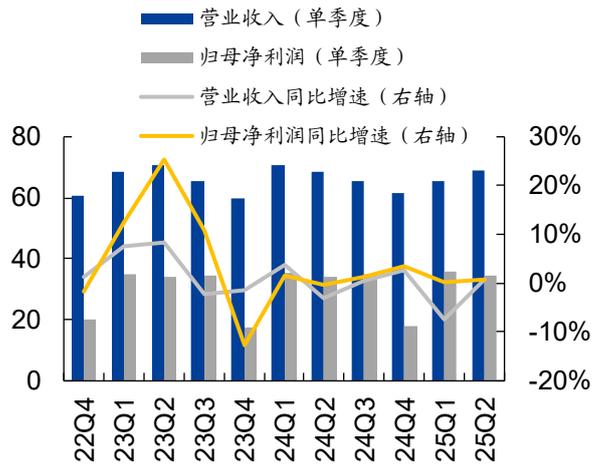
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

图表1: 营收及利润增速 (亿元, 累计同比)



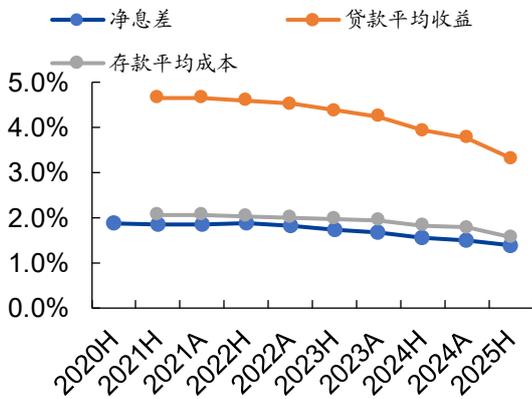
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表2: 营收及利润增速 (亿元, 单季同比)



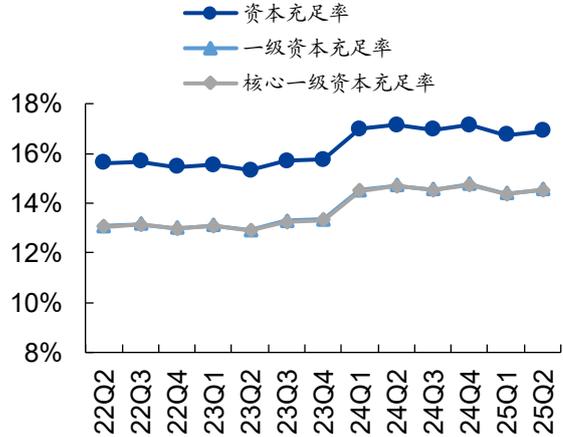
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表3: 净息差



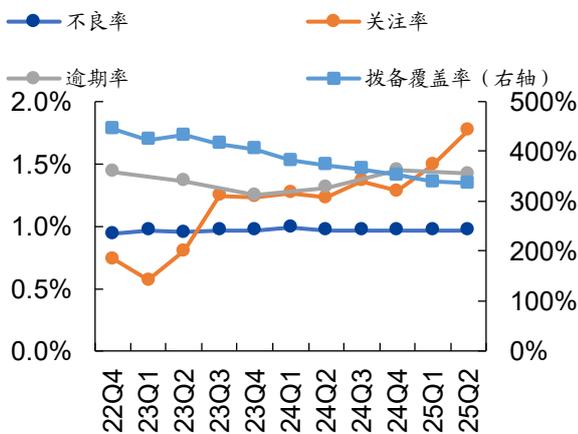
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表4: 各项资本充足率



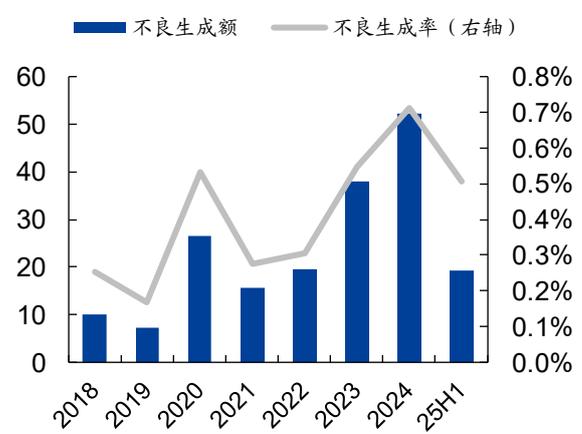
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表5: 资产质量指标



资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表6: 加回核销不良生成情况 (亿元)



资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com