

2025 年 08 月 31 日

沪农商行 (601825)

——营收降幅收敛，高股息优势凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	8.70
一年内最高/最低 (元)	10.51/6.48
市净率	0.7
股息率 (分红/股价)	4.97
流通 A 股市值 (百万元)	81,558
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	13.15
资产负债率%	91.54
总股本/流通 A 股(百万)	9,644/9,374
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

联系人

林颖颖
(8621)23297818x
linyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：沪农商行披露 2025 年中报，1H25 实现营收 134.4 亿元，同比下降 3.4%；实现归母净利润 70.1 亿元，同比增长 0.6%。2Q25 不良率季度环比持平于 0.97%，拨备覆盖率季度环比下降 2.7pct 至 337%。

- **非息驱动营收降幅趋缓，拨备对业绩的正贡献度减弱：**1H25 营收同比下降 3.4% (1Q25: -7.4%)，归母净利润同比增长 0.6% (1Q25: 0.3%)，业绩基本符合预期 (前瞻：营收 -4.7%yoy/归母净利润+0.5%yoy)。从驱动因子来看，① **规模依然是最大正贡献项，而息差对营收的负贡献度未减：**1H25 规模正贡献营收 4.0pct (1Q25: 3.9pct)，但息差同比下降 17bps 拖累营收 8.0pct (1Q25: -7.9pct)，因此 1H25 利息净收入依然负贡献 4.0pct (1Q25: -4.0pct)。② **非息收入负贡献度减弱、驱动营收降幅收窄：**1H25 非息收入同比增长 2.2% (1Q25: -11.8%)，与债权投资相关的其他非息收入同比增速 (5.3%) 由 1Q25 (-14.4%) 转正，手续费收入同比降幅 (1H25: -4.1%) 较 1Q25 (-6.3%) 趋缓。③ **二季度拨备同比多提、拨备对业绩的反哺力度减弱：**2Q25 加大信用减值计提力度 (2Q24/2Q25 分别计提资产减值损失 2.5 亿、4.4 亿)，对应 1H25 拨备对业绩的贡献度降低至 2.2pct (1Q25: +7.8pct)。
- **中报关注点：① 高股息标的，中期分红率同比提升：**计划中期每股派发 0.241 元 (含税，计划 9 月 26 日支付)，对应分红率为 33.14% (2024 年为 33.91%；1H24 为 33.07%)。假设 2025 年分红率持平于 2024 年，当前股价对应股息率约 5.0%。② **零售弱需求与票据压降拖累信贷增速表现：**2Q25 贷款增速较 1Q25 放缓 1.4pct 至 5.2%，其中，2Q25 票据压降 33 亿，以及零售信贷规模仍在下降 (1Q/2Q25 分别下降 17 亿/19 亿)。③ **测算季度息差边际企稳：**测算 2Q25 息差季度环比 1Q25 下行 2bps 至 1.38% (1Q25 季度环比下行 1bp)，预计主要受益于负债成本压力改善。
- **付息成本下行提速，存款定期化趋势小幅改善：**1H25 息差较 2H24 下行 6bps 至 1.39%，其中，负债端成本改善加速，1H25 付息成本率较 2H24 下行 17bps 至 1.69% (2H24/1H24 分别环比下行 12bps/6bps)，存款、同业负债、应付债券分别下行 17bps、21bps、12bps。除了定价下行外，强化“结算强行”经营理念、稳定活期存款同样带来结构贡献，2Q25 活期存款占存款比重较年初 (30%) 提升近 1pct 至 31%。1H25 资产端收益率较 2H24 下行 22bps 至 3.04%，贷款、金融投资收益率分别下降 32bps、16bps 至 3.32%、2.81%。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	26,413.80	26,641.34	26,387.30	27,300.04	28,795.64
营业总收入同比增长率 (%)	3.07	0.86	-0.95	3.46	5.48
资产减值损失 (百万元)	3,207.37	2,469.43	2,369.62	2,984.85	3,911.52
资产减值损失同比增长率 (%)	-17.10	-23.01	-4.04	25.96	31.05
归母净利润 (百万元)	12,141.96	12,288.16	12,400.95	12,846.46	13,380.65
归母净利润同比增长率 (%)	10.64	1.20	0.92	3.59	4.16
每股收益 (元/股)	1.26	1.27	1.29	1.33	1.39
ROE (%)	11.33	10.40	9.69	9.42	9.21
不良贷款率 (%)	0.97	0.97	0.96	0.95	0.95
拨备覆盖率 (%)	404.98	352.35	311.51	303.81	303.58
市盈率	6.91	6.83	6.77	6.53	6.27
市净率	0.75	0.68	0.64	0.60	0.56

- **压降票据优化对公信贷结构，2Q25 贷款增速边际放缓，核心在于淡化规模冲量但更重视结构优化与资产收益，预计信贷增速的放缓是大势所趋：**1H25 信贷新增 189 亿（1Q/2Q25 分别新增 159 亿/30 亿），投放规模为 2024 年增量的 43%。其中，1H25 对公信贷（不含票据）新增 224 亿，尤其是对公房地产贷款新增 214 亿，对应房地产贷款余额占贷款比重提升至 17.8%。零售信贷需求尚未见起色，1H25 减少 36 亿，仅按揭新增 20 亿，消费贷、经营贷、信用卡则分别下降 19 亿、32 亿、5 亿。零售弱需求以及调降低息票据（2Q25 压降 33 亿票据，1H25 新增 1 亿票据）背景下，2Q25 贷款同比增速较 1Q25 下行 1.4pct 至 5.2%。
- **不良率、拨备覆盖率稳定，关注率因重组贷款波动：**2Q25 不良率环比持平于 0.97%，测算 1H25 加回核销回收后的年化不良生成率为 0.38%（2024：0.66%）。从前瞻性指标来看，2Q25 关注率季度环比提升 28bps 至 1.77%，主因重组贷款（商业房地产影响为主）风险分类下调；逾期率较年初下降 3bps 至 1.42%。不良率细分来看：1) 2Q25 零售不良率较年初上升 18bps 至 1.50%，除不良贷款增加，亦受贷款余额下降影响（2Q25 零售贷款余额较年初下行 36 亿）；2) 2Q25 对公不良率较年初下行 8bps 至 0.94%，其中，房地产及建筑业不良率分别较年初下行 30bps、97bps 至 0.85%、1.43%。2Q25 加大拨备计提力度情况下，拨备覆盖率季度降幅收窄，2Q25 环比下降 2.7pct 至 337%。
- **投资分析意见：沪农商行全年业绩有望保持平稳，宣告中期分红方案落地，高股息优势进一步凸显，并且上半年被纳入沪深 300 指数与上证 180 指数，对险资、指数等资金吸引力提升，维持“买入”评级。**维持 2025-2027 归母净利润同比增速为 0.9%、3.6%、4.2% 的预测，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.64 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；地产、零售风险超预期暴露；实体需求长期不振，经济修复节奏低于预期。

表 1：非息驱动营收降幅趋缓，拨备对业绩的正贡献度减弱

沪农商行	2021	2022	2023	2024	1Q25	1H25
营业收入同比增长	9.6%	6.1%	3.1%	0.9%	-7.4%	-3.4%
利息净收入贡献	6.8%	5.7%	-0.2%	-2.2%	-4.0%	-4.0%
其中：平均生息资产规模贡献	8.9%	6.9%	7.1%	5.4%	3.9%	4.0%
其中：息差变动贡献	-2.1%	-1.1%	-7.3%	-7.7%	-7.9%	-8.0%
手续费净收入贡献	-0.8%	0.0%	0.4%	-0.9%	-0.6%	-0.4%
其他净收益贡献	3.6%	0.4%	2.8%	4.0%	-2.8%	1.0%
营业支出贡献（成本收入比）	-1.7%	-0.8%	-3.5%	-0.9%	-0.5%	1.5%
拨备贡献利润	15.5%	7.1%	5.7%	4.2%	7.8%	2.2%
营业外收支贡献	-0.4%	-0.1%	3.6%	-3.6%	0.1%	-0.1%
实际税率等变化贡献	-3.7%	1.2%	0.7%	0.4%	0.1%	0.1%
归母净利润同比增长	18.8%	13.2%	10.6%	1.2%	0.3%	0.6%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：对公贷款支撑 1H25 信贷增量，涉房贷款占比提升

增量-亿元	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	存量-占比	2022	2023	2024	1H25
制造业	43	33	70	27	(16)	24	28	制造业	11.1%	11.8%	11.2%	11.3%
批零	27	4	29	15	32	10	(20)	批零	4.3%	4.7%	5.0%	4.6%
房地产	(66)	(23)	43	(1)	42	78	214	房地产	15.0%	14.7%	15.5%	17.8%
租赁及商业服务业	69	82	42	23	(66)	1	(72)	租赁及商业服务业	13.2%	13.4%	11.7%	10.5%
基建类	(12)	(2)	24	(7)	30	0	(4)	基建类	3.7%	3.8%	3.9%	3.8%
其他对公	43	123	33	34	101	(5)	78	其他对公	9.7%	10.0%	10.7%	11.5%
对公贷款	104	217	240	91	124	109	224	对公贷款	57.0%	58.3%	58.0%	59.5%
按揭	(24)	(19)	(41)	(26)	(32)	45	20	按揭	16.9%	15.0%	14.3%	14.2%
消费贷	9	27	(10)	31	6	2	(19)	消费贷	6.0%	5.9%	5.7%	5.3%
经营贷	70	137	57	(15)	(11)	31	(32)	经营贷	8.1%	8.2%	8.0%	7.4%
信用卡	(27)	(23)	(15)	(10)	(7)	(6)	(5)	信用卡及其他	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
零售贷款	27	122	(9)	(21)	(45)	73	(36)	零售贷款	31.9%	29.6%	28.3%	27.1%
票贴	88	12	28	80	165	12	1	票贴	11.1%	12.0%	13.7%	13.3%
总贷款	219	351	259	150	244	193	189	总贷款	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：2Q25 信贷增长降速，金融投资多增维稳扩表速度

增量 (亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
对公	22	82	118	99	155	85	24	67	65	59	13	96	142	83
票据	99	-11	-34	45	13	15	36	44	110	54	40	-28	34	-33
零售	16	11	61	61	-39	30	-14	-7	-57	12	21	51	-17	-19
总贷款	137	82	145	206	109	150	46	104	119	125	74	119	159	30
金融投资	303	73	222	216	437	212	145	110	88	155	26	32	226	162
同业资产	-269	20	9	71	-200	72	-101	1	253	-208	103	-67	127	-162
总资产	231	195	302	503	396	385	90	238	494	134	217	111	521	95
存量 (占比)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
对公	56.1%	56.7%	57.2%	57.0%	58.3%	58.3%	58.2%	58.3%	58.3%	58.1%	57.7%	58.0%	58.7%	59.5%
零售	32.0%	31.7%	32.0%	31.9%	30.8%	30.6%	30.2%	29.6%	28.4%	28.1%	28.1%	28.3%	27.5%	27.1%
票据贴现	11.9%	11.6%	10.8%	11.1%	11.2%	11.1%	11.6%	12.0%	13.3%	13.9%	14.3%	13.7%	13.8%	13.3%
金融投资	29.8%	30.0%	31.0%	31.5%	33.9%	34.5%	35.3%	35.5%	34.9%	35.6%	35.3%	35.2%	35.5%	36.3%
同业资产	8.6%	8.7%	8.5%	8.8%	7.0%	7.3%	6.5%	6.4%	7.9%	6.4%	7.1%	6.6%	7.2%	6.1%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
YoY														
对公			7.3%	9.2%	12.9%	12.7%	9.8%	8.6%	6.0%	5.3%	5.0%	5.6%	7.4%	7.8%
零售			5.8%	7.5%	4.7%	5.6%	1.9%	-1.4%	-2.2%	-3.1%	-1.5%	1.3%	3.3%	1.8%
总贷款			9.4%	9.3%	8.6%	9.6%	7.9%	6.1%	6.1%	5.7%	6.0%	6.1%	6.6%	5.2%
总资产			10.3%	10.6%	11.8%	13.2%	11.2%	8.6%	9.1%	7.0%	7.9%	6.9%	6.8%	6.5%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：付息成本率下行加速，1H25 较 2H24 下行 17bps

沪农商行-收益率/成本率	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
净息差	1.86%	1.81%	1.71%	1.63%	1.56%	1.46%	1.39%
生息资产收益率							
总贷款	4.59%	4.51%	4.38%	4.13%	3.93%	3.64%	3.32%
债券投资	3.43%	3.30%	3.19%	3.16%	3.06%	2.97%	2.81%
存放央行	1.40%	1.45%	1.48%	1.44%	1.41%	1.42%	1.41%
同业资产	2.22%	2.08%	2.35%	2.49%	2.60%	2.30%	2.29%
生息资产	3.90%	3.81%	3.74%	3.62%	3.48%	3.26%	3.04%
付息负债成本率							
总存款	2.03%	2.00%	1.98%	1.94%	1.83%	1.74%	1.57%
同业负债	2.20%	2.05%	2.26%	2.34%	2.64%	2.39%	2.18%
应付债券	2.97%	2.61%	2.59%	2.64%	2.54%	2.34%	2.22%
央行再贷款	2.44%	2.38%	2.30%	2.30%	2.24%	2.08%	1.86%
付息负债	2.12%	2.07%	2.07%	2.04%	1.98%	1.86%	1.69%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：沪农商行 1H25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	5,050	4,766	4,859	2.0%	-5.3%	10,180	9,625	-3.0%	-5.5%	20,700	20,107	-2.9%
Non-interest income 非利息收入	2,035	1,794	2,025	12.9%	19.0%	3,737	3,819	36.5%	2.2%	5,714	6,535	14.4%
Net fee income 净手续费收入	644	604	591	-2.3%	-1.7%	1,245	1,195	49.9%	-4.1%	2,268	2,042	-10.0%
Operating income 营业收入	7,085	6,560	6,884	4.9%	0.8%	13,917	13,444	5.7%	-3.4%	26,414	26,641	0.9%
Operating expenses 营业支出	(1,858)	(1,744)	(2,168)	24.3%	-7.6%	(4,204)	(3,913)	-21.3%	-6.9%	(8,942)	(9,176)	2.6%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(83)	(76)	(90)	17.9%	27.9%	(153)	(166)	9.6%	8.0%	(313)	(305)	-2.8%
PPOP 拨备前营业利润	5,226	4,816	4,716	-2.1%	5.1%	9,713	9,531	22.9%	-1.9%	17,472	17,465	0.0%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(837)	(431)	(437)	1.3%	78.0%	(1,082)	(868)	-37.4%	-19.8%	(3,207)	(2,469)	-23.0%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(601)	(372)	(440)	18.2%	251.1%	(727)	(813)	-42.2%	11.9%	(2,303)	(2,134)	-7.4%
Operating profit 营业利润	4,389	4,385	4,279	-2.4%	0.9%	8,630	8,664	36.1%	0.4%	14,264	14,996	5.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(0)	4	(16)	-457.1%	188.1%	(6)	(12)	-31.0%	100.6%	622	(22)	-103.6%
Profit before taxation 利润总额	4,389	4,389	4,263	-2.9%	0.6%	8,625	8,652	36.3%	0.3%	14,886	14,973	0.6%
Income tax 所得税费用	(754)	(749)	(731)	-2.4%	0.4%	(1,482)	(1,480)	67.4%	-0.1%	(2,399)	(2,366)	-1.4%
Net profit 净利润	3,635	3,640	3,532	-3.0%	0.7%	7,143	7,172	31.2%	0.4%	12,487	12,608	1.0%
Minority interest 少数股东权益	(83)	(76)	(84)	10.0%	-5.7%	(172)	(160)	8.4%	-7.1%	(345)	(319)	-7.5%
NPAT 归属股东净利润	3,552	3,564	3,448	-3.2%	0.9%	6,971	7,013	31.9%	0.6%	12,142	12,288	1.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	3,552	3,564	3,448	-3.2%	0.9%	6,971	7,013	31.9%	0.6%	12,142	12,288	1.2%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	723,375	771,127	774,164	0.4%	5.2%	735,876	774,164	2.5%	5.2%	711,483	755,219	6.1%
Total deposits 存款总额	1,021,294	1,081,521	1,109,017	2.5%	5.9%	1,047,388	1,109,017	3.4%	5.9%	1,016,412	1,072,141	5.5%
NPLs 不良贷款余额	7,188	7,480	7,509	0.4%	5.2%	7,138	7,509	2.9%	5.2%	6,926	7,295	5.3%
Loan provisions 贷款损失准备	27,447	25,377	25,273	-0.4%	-4.9%	26,583	25,273	-1.7%	-4.9%	28,050	25,705	-8.4%
Total assets 资产总额	1,441,596	1,539,929	1,549,419	0.6%	6.5%	1,454,957	1,549,419	4.1%	6.5%	1,392,214	1,487,809	6.9%
Total liabilities 负债总额	1,320,322	1,410,839	1,418,402	0.5%	6.4%	1,332,563	1,418,402	4.3%	6.4%	1,275,855	1,359,828	6.6%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	117,260	124,868	126,815	1.6%	7.1%	118,398	126,815	2.4%	7.1%	112,427	123,836	10.1%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	1,285,557	1,383,398	1,404,992	1.6%	5.2%	1,310,763	1,394,195	2.3%	6.4%	1,241,520	1,336,577	7.7%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)												
Shares 普通股股本 (百万股)	9,644	9,644	9,644	0.0%	0.0%	9,644	9,644	0.0%	0.0%	9,644	9,644	0.0%
EPS	0.37	0.37	0.36	-3.2%	0.9%	0.72	0.73	-0.9%	0.6%	1.26	1.27	1.2%
BVPS	12.16	12.95	13.15	1.6%	7.1%	12.28	13.15	2.4%	7.1%	11.66	12.84	10.1%
DPS	0.00	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	-100.0%	#DIV/0!	0.38	0.43	14.0%
PPOP/sh	0.54	0.50	0.49	-2.1%	5.1%	1.01	0.99	22.9%	-1.9%	1.81	1.81	0.0%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
ROA	1.03%	0.96%	0.91%	0.0pct	-0.1pct	1.00%	0.94%	0.2pct	-0.1pct	0.93%	0.88%	-0.1pct
ROE	12.37%	11.46%	10.96%	-0.5pct	-0.6pct	12.08%	11.19%	2.4pct	-0.9pct	11.33%	10.40%	-0.9pct
NIM 净息差	1.57%	1.40%	1.38%	-1bps	-15bps	1.39%	1.39%	-5bps	-17bps	1.67%	1.50%	-16bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	25.05%	25.43%	30.20%	4.8pct	-3.1pct	29.11%	27.87%	-10.0pct	-1.2pct	32.67%	33.30%	0.6pct
Effective tax rate 有效所得税率	17.18%	17.06%	17.15%	0.1pct	0.0pct	17.18%	17.10%	3.2pct	-0.1pct	16.12%	15.80%	-0.3pct
LDR 贷存比	70.83%	71.30%	69.81%	-1.5pct	-0.5pct	70.26%	69.81%	-0.6pct	-0.5pct	70.00%	70.44%	0.4pct
NPL ratio 不良率	0.99%	0.97%	0.97%	0bps	0bps	0.97%	0.97%	0bps	0bps	0.97%	0.97%	-1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	381.84%	339.27%	336.55%	-2.7pct	-35.9pct	372.42%	336.55%	-15.8pct	-35.9pct	404.98%	352.35%	-52.6pct
Provision ratio 拨贷比	3.79%	3.29%	3.26%	-3bps	-35bps	3.61%	3.26%	-14bps	-35bps	3.94%	3.40%	-54bps
Credit cost 信用成本	0.08%	0.05%	0.06%	1bps	4bps	0.10%	0.11%	-8bps	1bps	0.33%	0.29%	-4bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	28.72%	27.35%	29.41%	2.1pct	4.5pct	26.85%	28.41%	6.4pct	1.6pct	21.63%	24.53%	2.9pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	9.10%	9.21%	8.58%	-0.6pct	-0.2pct	8.95%	8.89%	2.6pct	-0.1pct	8.59%	7.67%	-0.9pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.49%	14.36%	14.52%	0.2pct	-0.2pct	14.68%	14.52%	-0.2pct	-0.2pct	13.32%	14.73%	1.4pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	14.52%	14.39%	14.55%	0.2pct	-0.2pct	14.71%	14.55%	-0.2pct	-0.2pct	13.35%	14.76%	1.4pct
CAR 资本充足率	16.97%	16.74%	16.90%	0.2pct	-0.3pct	17.15%	16.90%	-0.3pct	-0.3pct	15.74%	17.15%	1.4pct

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：沪农商行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	20,700	20,107	20,179	20,906	22,210	-0.3%	-2.9%	0.4%	3.6%	6.2%
Non-interest income 非利息收入	5,714	6,535	6,208	6,394	6,586	17.3%	14.4%	-5.0%	3.0%	3.0%
Net fee income 净手续费收入	2,268	2,042	2,144	2,252	2,364	5.2%	-10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Operating income 营业收入	26,414	26,641	26,387	27,300	28,796	3.1%	0.9%	-1.0%	3.5%	5.5%
Operating expenses 营业支出	(8,942)	(9,176)	(8,992)	(9,082)	(9,173)	10.6%	2.6%	-2.0%	1.0%	1.0%
Taxes and surcharges 营业税	(313)	(305)	(323)	(342)	(363)	16.7%	-2.8%	6.0%	6.0%	6.0%
PPOP 拨备前营业利润	17,472	17,465	17,395	18,218	19,622	-0.4%	0.0%	-0.4%	4.7%	7.7%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(3,207)	(2,469)	(2,370)	(2,985)	(3,912)	-17.1%	-23.0%	-4.0%	26.0%	31.0%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(2,303)	(2,134)	(2,067)	(2,743)	(3,718)	-31.0%	-7.4%	-3.1%	32.7%	35.5%
Operating profit 营业利润	14,264	14,996	15,025	15,233	15,711	4.3%	5.1%	0.2%	1.4%	3.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	622	(22)	(22)	(22)	(22)	-	-103.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Profit before taxation 利润总额	14,886	14,973	15,003	15,210	15,688	8.9%	0.6%	0.2%	1.4%	3.1%
Income tax 所得税	(2,399)	(2,366)	(2,250)	(1,977)	(1,883)	5.4%	-1.4%	-4.9%	-12.1%	-4.8%
Net profit 净利润	12,487	12,608	12,752	13,233	13,806	9.6%	1.0%	1.1%	3.8%	4.3%
Minority interest 少数股东权益	(345)	(319)	(351)	(387)	(425)	-17.5%	-7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
NPAT 归属股东净利润	12,142	12,288	12,401	12,846	13,381	10.6%	1.2%	0.9%	3.6%	4.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	12,142	12,288	12,401	12,846	13,381	10.6%	1.2%	0.9%	3.6%	4.2%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	711,483	755,219	805,063	857,392	913,123	6.1%	6.1%	6.6%	6.5%	6.5%
Total deposits 存款总额	1,016,412	1,072,141	1,141,830	1,216,049	1,295,092	7.7%	5.5%	6.5%	6.5%	6.5%
NPLs 不良贷款余额	6,926	7,295	7,763	8,179	8,710	9.3%	5.3%	6.4%	5.4%	6.5%
Loan provisions 贷款损失准备	28,050	25,705	24,184	24,849	26,443	-0.6%	-8.4%	-5.9%	2.7%	6.4%
Total assets 资产总额	1,392,214	1,487,809	1,589,680	1,698,760	1,807,702	8.6%	6.9%	6.8%	6.9%	6.4%
Total liabilities 负债总额	1,275,855	1,359,828	1,453,049	1,553,031	1,652,447	8.5%	6.6%	6.9%	6.9%	6.4%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	112,427	123,836	132,071	140,713	149,738	10.4%	10.1%	6.6%	6.5%	6.4%
Other equity instruments 优先股及其他	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	1,241,520	1,336,577	1,416,620	1,511,577	1,615,374	9.7%	7.7%	6.0%	6.7%	6.9%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Shares 普通股股本 (百万股)	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	1.26	1.27	1.29	1.33	1.39	10.6%	1.2%	0.9%	3.6%	4.2%
BVPS	11.66	12.84	13.69	14.59	15.53	10.4%	10.1%	6.6%	6.5%	6.4%
DPS	0.38	0.43	0.44	0.45	0.47	10.8%	14.0%	0.9%	3.6%	4.2%
PPOP/sh	1.81	1.81	1.80	1.89	2.03	-0.4%	0.0%	-0.4%	4.7%	7.7%
Main indicators 主要指标 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	0.93%	0.88%	0.83%	0.80%	0.79%	0.00%	-0.06%	-0.05%	-0.02%	-0.02%
ROE	11.3%	10.4%	9.7%	9.4%	9.2%	0.11%	-0.93%	-0.71%	-0.27%	-0.21%
NIM 净息差	1.67%	1.50%	1.42%	1.38%	1.37%	-0.17%	-0.16%	-0.08%	-0.04%	-0.01%
Cost-to-income ratio 成本收入比	32.67%	33.30%	32.85%	32.01%	30.60%	2.17%	0.63%	-0.44%	-0.84%	-1.42%
Effective tax rate 有效所得税率	16.12%	15.80%	15.00%	13.00%	12.00%	-0.53%	-0.32%	-0.80%	-2.00%	-1.00%
LDR 贷存比	70.00%	70.44%	70.51%	70.51%	70.51%	-1.08%	0.44%	0.07%	0.00%	0.00%
NPL ratio 不良率	0.97%	0.97%	0.96%	0.95%	0.95%	0.03%	-0.01%	0.00%	-0.01%	0.00%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	404.98%	352.35%	311.51%	303.81%	303.58%	-40.35%	-52.62%	-40.84%	-7.70%	-0.23%
Provision ratio 拨贷比	3.94%	3.40%	3.00%	2.90%	2.90%	-0.26%	-0.54%	-0.40%	-0.11%	0.00%
Credit cost 信用成本	0.33%	0.29%	0.27%	0.33%	0.42%	-0.19%	-0.04%	-0.03%	0.07%	0.09%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	21.63%	24.53%	23.53%	23.42%	22.87%	2.62%	2.89%	-1.00%	-0.10%	-0.55%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	8.59%	7.67%	8.13%	8.25%	8.21%	0.18%	-0.92%	0.46%	0.12%	-0.04%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.32%	14.73%	14.87%	14.75%	14.61%	0.36%	1.42%	0.14%	-0.12%	-0.14%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	13.35%	14.76%	14.89%	14.76%	14.61%	0.36%	1.42%	0.13%	-0.13%	-0.15%
CAR 资本充足率	15.74%	17.15%	17.15%	16.95%	16.73%	0.28%	1.41%	0.00%	-0.20%	-0.22%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 8 月 29 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.43	20,032	7.62	7.38	0.68	0.64	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	4.1%	4.1%
建设银行	601939.SH	9.00	1,906	7.27	7.05	0.69	0.65	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.3%	4.2%
农业银行	601288.SH	7.02	22,411	8.87	8.39	0.88	0.82	10.3%	10.2%	0.66%	0.63%	3.4%	3.6%
中国银行	601988.SH	5.52	13,170	7.78	7.37	0.69	0.64	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	4.0%	4.1%
邮储银行	601658.SH	6.04	6,054	8.91	8.53	0.80	0.75	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.6%	3.6%
招商银行	600036.SH	42.89	8,848	7.51	7.28	0.95	0.87	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.7%	4.7%
中信银行	601998.SH	7.90	3,220	6.74	6.51	0.60	0.56	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.5%	4.5%
民生银行	600016.SH	4.60	1,631	7.32	7.40	0.36	0.34	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.2%	4.1%
浦发银行	600000.SH	13.63	4,157	9.19	8.23	0.61	0.60	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.0%	3.3%
兴业银行	601166.SH	22.41	4,743	6.39	6.08	0.58	0.54	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	4.7%	4.7%
光大银行	601818.SH	3.78	1,754	5.84	5.55	0.44	0.41	7.7%	7.7%	0.62%	0.63%	5.0%	5.2%
华夏银行	600015.SH	7.57	1,205	6.05	6.70	0.38	0.37	6.5%	5.6%	0.50%	0.44%	5.4%	4.1%
平安银行	000001.SZ	12.05	2,338	5.67	5.63	0.51	0.48	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.0%	5.0%
南京银行	601009.SH	11.12	1,375	6.63	6.04	0.75	0.69	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.7%	5.0%
宁波银行	002142.SZ	28.22	1,864	6.55	5.90	0.81	0.73	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.2%	3.5%
江苏银行	600919.SH	10.83	1,987	6.00	5.47	0.76	0.68	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.8%	5.2%
上海银行	601229.SH	9.54	1,356	5.16	5.12	0.53	0.49	10.7%	10.0%	0.81%	0.77%	5.2%	6.1%
杭州银行	600926.SH	15.87	1,150	6.10	5.37	0.83	0.73	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.5%	3.3%
苏州银行	002966.SZ	8.12	363	6.97	6.44	0.70	0.65	10.9%	10.5%	0.77%	0.74%	4.5%	4.9%
成都银行	601838.SH	18.47	783	5.87	5.41	0.87	0.78	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	4.8%	5.1%
重庆银行	601963.SH	9.84	187	6.60	6.05	0.59	0.55	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	4.2%	4.5%
齐鲁银行	601665.SH	5.57	343	6.34	5.66	0.75	0.70	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.7%	4.4%
厦门银行	601187.SH	6.70	177	6.58	6.66	0.64	0.60	10.1%	9.3%	0.74%	0.70%	4.6%	5.3%
无锡银行	600908.SH	6.10	134	6.00	5.68	0.58	0.53	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.8%	3.9%
常熟银行	601128.SH	7.52	249	5.40	4.76	0.71	0.63	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.3%	3.3%
江阴银行	002807.SZ	4.80	118	5.55	5.25	0.58	0.54	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.2%	4.4%
苏农银行	603323.SH	5.29	107	4.68	4.37	0.49	0.45	11.0%	10.7%	0.93%	0.92%	3.4%	3.6%
张家港行	002839.SZ	4.52	110	6.12	5.79	0.58	0.54	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.4%	4.5%
瑞丰银行	601528.SH	5.61	110	5.44	5.12	0.53	0.49	10.2%	10.0%	0.88%	0.85%	3.6%	3.8%
紫金银行	601860.SH	2.98	109	7.58	7.43	0.49	0.44	6.8%	6.2%	0.50%	0.45%	3.4%	3.0%
沪农商行	601825.SH	8.70	839	6.77	6.53	0.64	0.60	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	5.0%	5.0%
渝农商行	601077.SH	6.29	556	5.94	5.59	0.54	0.50	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.8%	5.1%
A 股板块平均				7.00	6.67	0.69	0.64	10.3%	10.0%	0.78%	0.76%	4.1%	4.2%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。