

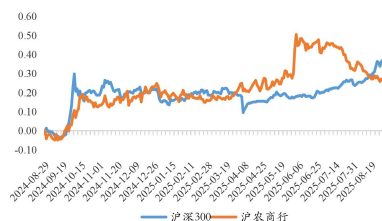
营收边际改善，中期分红率较高

相关研究：

- 《资产稳健扩张，资本水平充足》 2024.05.10
- 《贷款投放加快，分红率提升》 2025.04.28

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-15.78	-17.83	-8.83
绝对收益	-7.05	-0.61	28.00

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：郭怡萍

证书编号：S0500523080002

Tel: (8621) 50295327

Email: guoyip@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 资产扩张相对稳健，对公贷款保持较快增长

根据 2025 中期财报，沪农商行 2025Q1 及 2025H1 总资产分别增长 6.8%/6.5%，贷款分别增长 6.6%/5.2%，存款分别增长 5.9%/5.9%，资产规模扩张相对稳健，但贷款增长放缓，金融投资增速保持 8.7% 的较高水平。

2025H1，沪农商行公司贷款增速较一季度有所提升，公司贷款同比增长 7.8%，通过服务重心下沉扩大服务客群范围。零售金融板块业务规模稳定增长，个人贷款受市场环境影响增长放缓，上半年个人贷款同比增长 1.8%，主要是按揭贷款增长。

□ 营收边际改善，存款成本仍有下行空间

2025H1，沪农商行营业收入降幅收窄至 3.4%，归母净利润增长 0.6%，较一季度略有回升。营收下降主要是因为利息净收入下滑，主要是信贷端收益率下滑较快。上半年手续费净收入降幅收窄，主要由于代销高费率保险和代销理财增长。上半年投资收益增速明显较一季度提升，非息收入占比增加至 28.4%。

上半年，沪农商行净息差为 1.39%，较上年下降 11 BP。息差压力主要因为资产收益率下行较快，贷款收益率较上年下行 45 BP，存款成本较上年压降 21 BP 至 1.57%。预计 2025 年存款成本仍将有充足下行空间，助力缓解后续息差压力。

□ 风险抵补能力充足，中期分红率较高

2025H1，沪农商行资产质量保持稳健。不良贷款率为 0.97%，拨备覆盖率为 336.55%，均较一季度保持相对稳定。沪农商行关注贷款率和逾期率分别为 1.77% 和 1.42%，较年初分别上升 0.49 个百分点和下降 0.03 个百分点。公司贷款整体风险收敛，公司贷款不良贷款率 0.94%，较上年末下降 0.08 个百分点，其中，房地产业不良率下降。个人不良贷款率 1.50%，较上年末上升 0.18 个百分点。

沪农商行资本保持充足水平，核心资本充足率上升至 14.52%。2025 年中期分红率 33.14%，持续分红意愿较强。

□ 投资建议

上半年沪农商行资产扩张相对稳健，信贷增长承压。随着存款成本管理加强，沪农商行负债成本仍有充足节约空间，有助于缓解息差压力。公司经营稳健，拨备及资本水平充足，有望继续巩固稳定分红条件。

预计 2025~2026 年公司归母净利润增速为 0.8%/1.3%/2.2%，对应 EPS 分别为 1.32/1.34/1.37 元。维持公司“增持”评级。

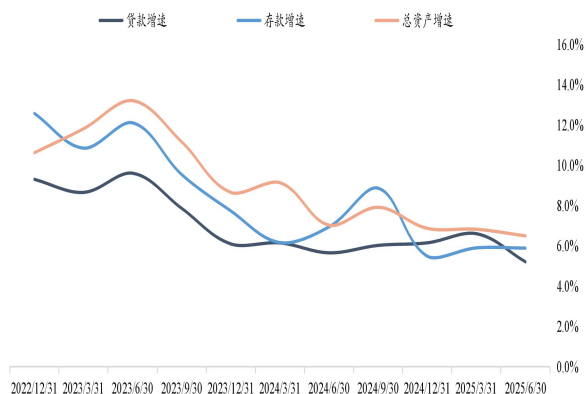
□ 风险提示

区域经济增长不及预期，信贷扩张趋缓；息差压力加剧；资产质量波动。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,641	25,514	26,029	26,786
营收增速（%）	0.9	-4.2	2.0	2.9
归母净利润（百万元）	12288	12390	12546	12816
归母净利润增速（%）	1.2	0.8	1.3	2.2
EPS（元）	1.27	1.32	1.34	1.37
ROE（%）	10.40	9.50	8.50	7.58
PB（倍）	0.66	0.59	0.51	0.45
股息率（%）	4.97	5.01	5.07	5.18

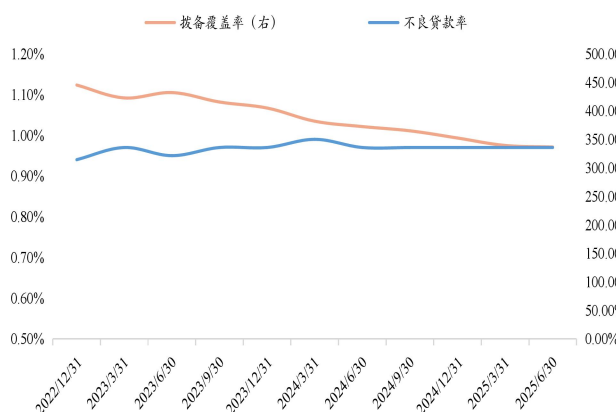
资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

图 1 规模增长情况



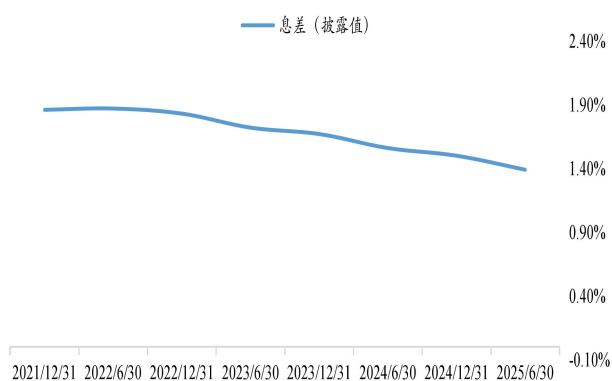
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 资产质量指标



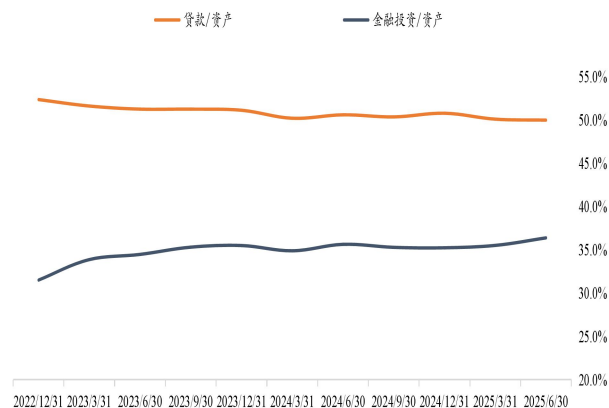
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 息差



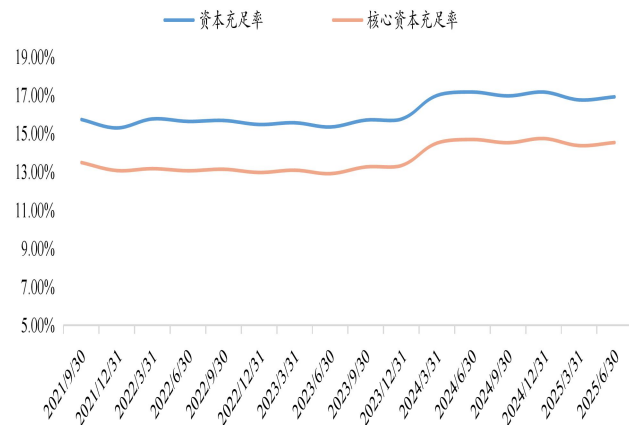
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 业务结构



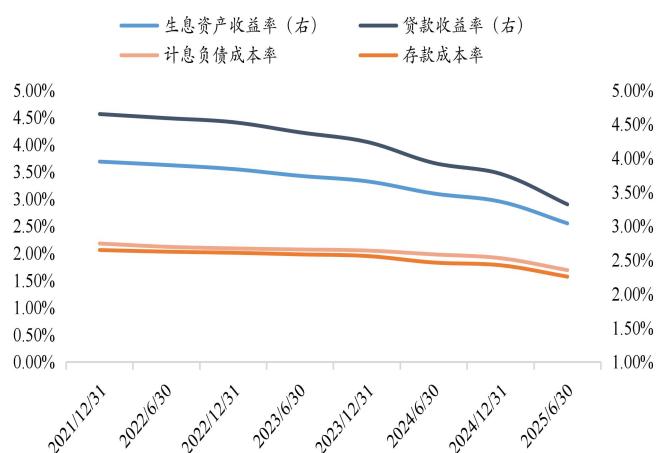
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 资本充足率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 资产收益率与负债成本率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 1 财务报表与盈利预测（单位：百万元）

利润表	2024	2025E	2026E	2027E	财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
净利息收入	20,106.58	19,661.13	20,022.66	20,574.39	业绩增长				
净手续费收入	2,042.20	2,026.01	2,101.71	2,193.29	利息净收入增速	-2.9%	-2.2%	1.8%	2.8%
其他非息收入	4,492.56	3,827.14	3,904.30	4,017.83	净手续费收入增速	-10.0%	-0.8%	3.7%	4.4%
营业收入	26,641.34	25,514.28	26,028.68	26,785.51	非息净收入增速	14.4%	-10.4%	2.6%	3.4%
营业成本	9,176.01	8,472.94	8,651.66	8,629.26	营业收入增速	0.9%	-4.2%	2.0%	2.9%
拨备前利润	17,442.91	17,239.42	17,643.01	18,303.46	归母净利润增速	1.2%	0.8%	1.3%	2.2%
资产减值损失	2,469.43	2,000.63	2,212.14	2,540.64	盈利能力				
所得税	2,365.87	2,466.94	2,498.04	2,551.77	ROAE	10.40%	9.50%	8.50%	7.58%
归母净利润	12,288.16	12,389.73	12,545.89	12,815.78	ROAA	0.88%	0.83%	0.79%	0.75%
资产负债表	2,024.00	2025E	2026E	2027E	RORWA	1.49%	1.46%	1.39%	1.33%
同业资产	97,466.37	97,466.37	102,339.69	107,456.67	净息差-测算值	1.57%	1.39%	1.33%	1.28%
贷款净额	731,185.35	780,015.68	833,095.78	890,624.73	成本收入比	33.24%	32.00%	32.00%	31.00%
金融投资	524,116.85	566,046.19	600,008.97	636,009.50	非息收入占比	24.53%	22.94%	23.07%	23.19%
资产总计	1,487,809.50	1,578,941.27	1,682,545.20	1,817,801.18	资产质量				
同业负债	129,573.30	115,537.25	133,460.50	137,324.12	不良贷款余额	7,295	7,566	7,998	8,461
存款余额	1,092,917.51	1,164,202.51	1,225,140.85	1,319,444.05	不良净生成率	0.74%	0.71%	0.60%	0.43%
负债合计	1,359,827.66	1,437,340.24	1,519,452.19	1,632,699.31	不良贷款率	0.97%	0.97%	0.96%	0.95%
股东权益合计	127,981.83	141,601.02	163,093.01	185,101.87	拨备覆盖率	352%	308%	274%	263%
估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	拨贷比	3.40%	2.99%	2.63%	2.50%
EPS（元）	1.27	1.32	1.34	1.37	资本状况				
BVPS（元）	13.27	14.68	16.91	19.19	资本净额	145,266	153,708	162,256	170,989
每股股利（元）	0.43	0.44	0.44	0.45	核心资本净额	124,771	133,213	141,762	150,494
P/E	6.85	6.57	6.49	6.35	资本充足率	17.15%	17.10%	16.94%	16.53%
P/B	0.66	0.59	0.51	0.45	核心资本充足率	14.73%	14.82%	14.80%	14.55%
股息收益率	4.97%	5.01%	5.07%	5.18%	RWA	846,842	898,713	957,683	1,034,669

资料来源：Wind、公司财报、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。