

沪农商行(601825)

报告日期: 2025 年 09 月 23 日

股息优势凸显

——沪农商行更新点评

投资要点

❑ 25H1 扣非营收净利维持正增，中期分红即将落地，现价对应 25 年股息为 5%+。

❑ 利润稳健增长

(1) 沪农商行 25H1 营收降幅收窄，扣非营收维持正增，主要得益于其他非息增速改善。25H1 沪农商行营收同比负增 3.4%，降幅较 25Q1 收窄 4pc；25H1 其他非息同比增长 5.3%，增速较 25Q1 改善 19.7pc，主要得益于投资收益大幅增长，以及 24Q1 非经常性损益对今年其他非息增速的拖累边际改善。(2) 沪农商行 25H1 利润维持小幅正增，背后得益于运营成本同比改善，减值对利润贡献边际减弱。25H1 沪农商行归母净利润同比增长 0.6%，增速较 25Q1 提升 0.3pc。其中：25H1 沪农商行成本收入比为 27.8%，同比下降 1.2pc；25H1 沪农商行资产减值损失同比下降 19.8%，降幅较 25Q1 收窄 28.7pc。展望全年，预计沪农商行利润有望维持正增，主要考虑减值仍有释放空间。

❑ 息差环比平稳

测算沪农商行 25Q2 息差（期初期末口径）环比持平于 1.31%，负债成本改善对冲资产收益率下滑影响。(1) 25Q2 沪农商行资产收益率环比下降 4bp 至 2.83%，判断受价格和结构双重影响。一方面，市场利率和新发贷款利率仍在下行，25H1 沪农商行贷款收益率、债券利息收益率分别较 24H2 下降 34bp、18bp 至 3.29%、2.78%；另一方面，收益率更高的非房个人贷款余额压降，收益率较低的债券投资占比提升，进一步拖累收益率表现。(2) 25Q2 沪农商行负债成本率环比下降 6bp 至 1.64%，判断主要是前期高息存款逐步到期置换，以及主动负债成本随着市场利率下行改善。25H1 沪农商行存款成本率、发行债券成本率、同业负债成本率分别较 24H2 下降 18bp、13bp、21bp 至 1.56%、2.20%、2.08%。

❑ 关注指标波动

(1) 从存量指标来看，不良率平稳，关注率波动。沪农商行关注率波动，判断是商办类经营性物业贷款重组所致。25Q2 末沪农商行不良率、关注率分别环比持平、上升 28bp 至 0.97%、1.77%，25Q2 逾期率较年初下降 4bp 至 1.42%。(2) 沪农商行真实不良生成上升，25H1 真实不良 TTM 生成率较 24A 上升 40bp 至 1.26%，主要是重组贷款风险分类下调影响。展望未来，考虑整体经济尚未明显修复，预计不良生成或将继续处在高位。(3) 沪农商行 25Q2 拨备覆盖率环比下降 3pc 至 337%，风险抵补能力充足。

❑ 红利属性凸显

沪农商行 2025 年中期分红将于 2025 年 9 月 26 日发放，中期分红率为 33.14%，较 2024 年中期分红率 33.07% 小幅提升。假设 2025 年全年分红率维持在 2024 年水平，测算沪农商行现价对应 2025 年股息率为 5.1%，股息性价比凸显。

❑ 盈利预测与估值

预计沪农商行 2025-2027 年归母净利润同比增长 1.30%/1.77%/2.21%，对应 BPS 13.47/14.83/15.73 元/股。现价对应 2025-2027 年 PB 估值 0.64/0.58/0.55 倍。目标价为 10.75 元/股，对应 25 年 PB0.80 倍，现价空间 25%，维持“买入”评级。

❑ 风险提示

宏观经济失速，不良大幅爆发，经营不及预期。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：徐安妮

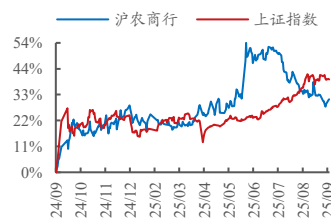
执业证书号：S1230523060006

xuanni@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.61
总市值(百万元)	83,038.67
总股本(百万股)	9,644.44

股票走势图



相关报告

- 1 《扣非业绩维持正增》
2025.04.25
- 2 《业绩小幅改善的高分红股》
2024.10.26
- 3 《中期分红率提升至 33%》
2024.08.17

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,641	25,946	26,097	26,360
(+/-) (%)	0.86%	-2.61%	0.58%	1.01%
归母净利润	12,288	12,448	12,669	12,949
(+/-) (%)	1.20%	1.30%	1.77%	2.21%
每股净资产(元)	12.84	13.47	14.83	15.73
P/B	0.67	0.64	0.58	0.55

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	72,922	213,892	224,587	235,816
同业资产	97,466	102,340	107,457	112,830
贷款总额	755,219	792,980	832,629	874,260
贷款减值准备	(25,308)	(24,147)	(22,441)	(20,623)
贷款净额	731,185	768,833	810,188	853,637
证券投资	524,117	412,525	447,364	479,942
其他资产	62,118	59,058	62,593	66,152
资产合计	1,487,809	1,596,154	1,691,695	1,787,884
同业负债	178,308	196,139	215,753	237,328
存款余额	1,072,141	1,125,748	1,182,035	1,241,137
应付债券	73,589	96,170	100,075	104,138
其他负债	35,789	43,857	46,326	48,947
负债合计	1,359,828	1,461,914	1,544,189	1,631,550
股东权益合计	127,982	134,239	147,506	156,333

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	20,107	19,142	19,143	19,299
净手续费收入	2,042	2,042	2,144	2,252
其他非息收入	4,493	4,762	4,810	4,810
营业收入	26,641	25,946	26,097	26,360
税金及附加	(305)	(211)	(215)	(221)
业务及管理费	(8,854)	(8,043)	(7,829)	(7,908)
营业外净收入	(22)	0	0	0
拨备前利润	17,443	17,692	18,053	18,231
资产减值损失	(2,469)	(2,709)	(2,804)	(2,646)
税前利润	14,973	14,983	15,249	15,586
所得税	(2,366)	(2,367)	(2,409)	(2,463)
税后利润	12,608	12,616	12,839	13,123
归属母公司净利润	12,288	12,448	12,669	12,949
归属母公司普通股股东净利润	12,288	12,448	12,669	12,949

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	(2.86%)	(4.80%)	0.00%	0.82%
手续费净增速	(9.97%)	0.00%	5.00%	5.00%
非息净收入增速	14.36%	4.12%	2.20%	1.54%
拨备前利润增速	(3.60%)	1.43%	2.04%	0.99%
归属母公司净利润增速	1.20%	1.30%	1.77%	2.21%
盈利能力				
ROAE	10.40%	9.81%	9.28%	8.79%
ROAA	0.85%	0.81%	0.77%	0.74%
风险加权资产收益率	1.45%	1.25%	1.07%	1.03%
生息率	3.20%	2.78%	2.62%	2.55%
付息率	1.91%	1.60%	1.49%	1.48%
净利差	1.29%	1.18%	1.13%	1.08%
净息差	1.43%	1.29%	1.22%	1.17%
成本收入比	33.24%	31.00%	30.00%	30.00%
资本状况				
资本充足率	17.15%	13.53%	13.85%	13.67%
核心资本充足率	14.76%	11.41%	11.86%	11.90%
风险加权系数	56.92%	72.00%	72.00%	72.00%
股息支付率	33.91%	33.91%	33.91%	33.91%

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	7,295	7,710	8,116	7,815
不良贷款净生成率	0.73%	0.62%	0.62%	0.50%
不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.89%
拨备覆盖率	352%	313%	276%	264%
拨贷比	3.40%	3.05%	2.70%	2.36%
流动性				
贷存比	70.44%	70.44%	70.44%	70.44%
贷款/总资产	50.76%	49.68%	49.22%	48.90%
平均生息资产/平均总资产	96.44%	95.92%	95.14%	94.91%
每股指标 (元)				
EPS	1.27	1.29	1.31	1.34
BVPS	12.84	13.47	14.83	15.73
每股股利	0.43	0.44	0.45	0.46
估值指标				
P/E	6.76	6.67	6.55	6.41
P/B	0.67	0.64	0.58	0.55
P/POP	4.76	4.69	4.60	4.55
股息收益率	5.02%	5.08%	5.17%	5.29%

数据来源: 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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>