

营收增速改善，资产质量平稳

——沪农商行 25H1 财报点评

核心观点

- 营收增速边际改善，利润维持正增长。**截至 25H1，沪农商行营收、PPOP、归母净利润增速（累计同比增速，下同）分别为-3.4%/-1.9%/+0.6%，较 25Q1+4.0pct、+5.8pct、+0.3pct。拆分来看，净利息收入同比-5.5%，息差收窄压力仍存；手续费净收入同比-4.1%，增速环比+2.2pct，其中代理保险和代销理财业务手续费有所增长；其他非息收入同比+5.3%，增速环比+19.7pct，主要是投资收益高增支撑。
- 规模平稳扩张，对公贡献主要增量。**截至 25H1，沪农商行贷款总额同比增速为 5.2%（环比-1.4pct），其中对公/零售贷款同比分别+7.8%/+1.8%。上半年新增贷款完全来自对公驱动，零售贷款余额略降。其中房地产业贡献对公贷款 95%的增量，预计主要是城中村改造、保障性住房等政府项目。负债端，存款总额同比增速为 5.9%，活期存款增长良好，存款活化率较年初+0.9pct 至 31.4%。
- 净息差仍有压力，但负债成本改善可观。**25H1 沪农商行净息差 1.39%，较 24 年-11bp。其中生息资产收益率-32BP（24H1 较 23 年-18BP），与上半年重点投放领域定价水平有关，计息负债成本率-22BP（24H1 较 23 年-7BP），往后看，伴随高息存款陆续重定价，负债成本压降仍有可观空间。
- 资产质量保持稳定，关注率有所上升。**截至 25H1，不良贷款率持平于 25Q1，关注率较 25Q1+28bp 至 1.77%，主要是由于重组贷款风险分类下调；测算不良净生成率同比-23bp 至 0.51%。个贷资产质量仍有压力，不良率较上年末+18bp 至 1.50%。截至 25H1，拨备覆盖率环比-3pct 至 337%，拨贷比环比-3bp，风险抵补能力无虞。

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 1.0%/1.1%/1.2%，BVPS 为 13.81 元/14.79 元/15.78 元（原预测值为 13.37/13.92/14.47 元，主要是适度调整资产负债定价水平），当前股价对应 25/26/27 年 PB 为 0.62X/0.58X/0.54X。维持相较可比公司 5%估值溢价，给予 25 年 0.70 倍 PB，对应合理价值 9.61 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)	26,414	26,641	26,030	26,226	26,506
同比增长(%)	3.1%	0.9%	-2.3%	0.8%	1.1%
营业利润(百万元)	14,294	15,013	15,388	15,560	15,745
同比增长(%)	17.3%	5.0%	2.5%	1.1%	1.2%
归属母公司净利润(百万元)	12,142	12,288	12,415	12,553	12,701
同比增长(%)	10.6%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%
每股收益(元)	1.26	0.72	1.29	1.30	1.32
每股净资产(元)	11.66	12.84	13.81	14.79	15.78
总资产收益率(%)	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
平均净资产收益率(%)	11.3%	10.3%	9.7%	9.1%	8.6%
市盈率	6.82	6.76	6.67	6.60	6.52
市净率	0.74	0.67	0.62	0.58	0.54

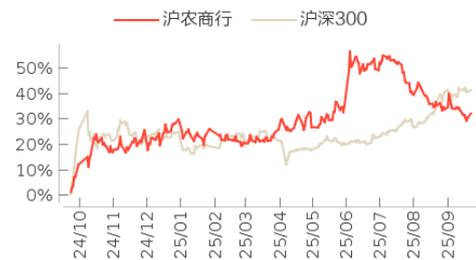
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月22日）	8.59 元
目标价格	9.61 元
52 周最高价/最低价	10.31/6.49 元
总股本/流通 A 股（万股）	964,444/937,444
A 股市值（百万元）	82,846
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2025 年 09 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.35	-2.39	-12.73	32.09
相对表现%	0.58	-5.69	-30.3	-9.2
沪深 300%	-0.23	3.3	17.57	41.29



证券分析师

屈俊	执业证书编号：S0860523060001 qujun@orientsec.com.cn 0755-82819271
于博文	执业证书编号：S0860524020002 yubowen1@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

基数效应影响营收增速，分红比例继续抬升：——沪农商行 24 年年报暨 25Q1 财报点评	2025-04-27
业绩增速小幅提升，个贷增长向好：——沪农商行 24Q3 季报点评	2024-11-06
业绩增速放缓，资本充足支撑分红提升：——沪农商行 24H1 中报点评	2024-08-18

表 1：可比公司估值表（截至 2025 年 9 月 22 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
江阴银行	4.52	0.1%	9.8%	7.9%	7.55	8.26	9.02	0.60	0.55	0.50
张家港行	4.32	4.3%	3.9%	4.1%	7.25	7.89	8.56	0.60	0.55	0.50
南京银行	10.46	9.3%	6.7%	8.3%	14.24	14.57	16.16	0.73	0.72	0.65
常熟银行	6.95	16.1%	12.7%	11.9%	9.26	9.62	10.85	0.75	0.72	0.64
杭州银行	15.06	18.1%	14.9%	12.6%	17.81	17.87	20.59	0.85	0.84	0.73
平均值		9.9%	9.7%	9.4%	10.35	10.81	12.01	0.69	0.66	0.60

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	20,700	20,107	19,105	18,996	18,915	贷款增速	6.09%	6.15%	6.00%	6.00%	6.00%
利息收入	45,460	44,899	41,527	41,952	42,780	存款增速	7.73%	5.48%	6.50%	6.30%	6.30%
利息支出	24,761	24,792	22,422	22,956	23,865	生息资产增速	8.57%	6.25%	5.55%	6.18%	6.19%
净手续费收入	2,268	2,042	2,073	2,135	2,242	计息负债增速	9.18%	6.58%	6.59%	6.48%	6.54%
营业收入	26,414	26,641	26,030	26,226	26,506	平均生息资产收益率	3.47%	3.19%	2.79%	2.66%	2.55%
营业支出	12,120	11,628	10,642	10,665	10,761	平均计息负债付息率	2.08%	1.93%	1.64%	1.58%	1.54%
税金及附加	313	305	319	309	317	净息差-测算值	1.58%	1.43%	1.28%	1.20%	1.13%
业务及管理费	8,599	8,854	8,200	8,130	8,084	净利差-测算值	1.39%	1.26%	1.15%	1.08%	1.02%
资产减值损失	3,207	2,469	2,124	2,226	2,360	净手续费收入增速	5.23%	-9.97%	1.50%	3.00%	5.00%
营业利润	14,294	15,013	15,388	15,560	15,745	净其他非息收入增速	26.81%	30.38%	8.00%	5.00%	5.00%
利润总额	14,886	14,973	15,347	15,517	15,699	拨备支出/平均贷款	0.46%	0.34%	0.27%	0.27%	0.27%
所得税	2,399	2,366	2,609	2,638	2,669	不良贷款净生成率	0.56%	0.73%	0.50%	0.50%	0.50%
净利润	12,487	12,608	12,738	12,879	13,030	成本收入比	32.56%	33.24%	31.50%	31.00%	30.50%
归母净利润	12,142	12,288	12,415	12,553	12,701	实际所得税率	16.12%	15.80%	17.00%	17.00%	17.00%
						风险资产增速	6.65%	-0.17%	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	711,483	755,219	800,532	848,564	899,478	净利息收入	-0.26%	-2.86%	-4.98%	-0.57%	-0.43%
贷款减值准备	28,050	25,705	24,546	23,190	21,856	营业收入	3.07%	0.86%	-2.29%	0.75%	1.07%
贷款净额	684,879	731,185	775,986	825,374	877,622	拨备前利润	3.17%	-3.60%	0.16%	1.56%	1.78%
投资类资产	494,078	524,117	560,805	600,061	642,066	归母净利润	10.64%	1.20%	1.03%	1.11%	1.18%
存放央行	69,534	72,922	68,510	72,826	77,414	盈利能力					
同业资产	89,302	97,466	100,390	103,402	106,504	ROAA	0.93%	0.88%	0.83%	0.79%	0.75%
其他资产	54,421	62,118	63,334	67,462	71,873	ROAE	11.34%	10.35%	9.66%	9.10%	8.61%
生息资产	1,364,397	1,449,724	1,530,237	1,624,853	1,725,461	RORWA	1.52%	1.49%	1.47%	1.43%	1.39%
资产合计	1,392,214	1,487,809	1,583,350	1,686,558	1,796,823	资本状况					
存款	1,016,412	1,072,141	1,141,830	1,213,765	1,290,233	资本充足率	15.74%	17.15%	17.73%	18.24%	18.71%
向央行借款	50,215	48,735	48,735	48,735	48,735	一级资本充足率	13.35%	14.76%	15.28%	15.74%	16.16%
同业负债	83,541	129,573	136,052	142,855	149,997	核心一级资本充足率	13.32%	14.73%	15.23%	15.69%	16.10%
发行债券	92,120	73,589	84,628	97,322	111,920	资产质量					
计息负债	1,242,288	1,324,038	1,411,245	1,502,677	1,600,885	不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
负债合计	1,275,855	1,359,828	1,445,947	1,539,628	1,640,251	拨贷比	3.94%	3.40%	3.07%	2.73%	2.43%
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	拨备覆盖率	405%	352%	315%	283%	250%
其他权益工具	0	0	0	0	0	估值和每股指标					
资本公积	16,550	16,548	16,548	16,548	16,548	P/E (倍)	6.82	6.76	6.67	6.60	6.52
盈余公积	32,135	36,745	41,968	47,248	52,591	P/B (倍)	0.74	0.67	0.62	0.58	0.54
未分配利润	36,275	37,150	40,757	44,306	47,880	EPS (元)	1.26	0.72	1.29	1.30	1.32
股东权益合计	116,358	127,982	137,402	146,930	156,572	BVPS (元)	11.66	12.84	13.81	14.79	15.78
负债和股东权益合计	1,392,214	1,487,809	1,583,350	1,686,558	1,796,823						

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。