

银行

2025 年 09 月 23 日

浙商银行 (601916)

——高股息优势突出，迈向“质量优先、规模适度”新周期

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：2025 年 09 月 23 日

收盘价 (元)	3.05
一年内最高/最低 (元)	3.84/2.55
市净率	0.5
股息率 (分红/股价)	5.11
流通 A 股市值 (百万元)	65,711
上证指数/深证成指	3,821.83/13,119.82

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)	6.38
资产负债率%	93.89
总股本/流通 A 股(百万)	27,465/21,544
流通 B 股/H 股 (百万)	-/5,920

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
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

联系人

李禹昊
(8621)23297818×
liyh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **深耕浙江的股份行，明确摒弃“规模情结”，追求“质量优先、规模适度”。**浙商银行 2016 年 H 股上市，2019 年实现 A 股上市。2Q25 总资产同比增长 3.1%至 3.35 万亿，绝对规模落后同业，而增速放缓的背后（2019-2024 年总资产 CAGR 为 13.1%），本质上体现管理层发展思路的转变，现阶段“质量优先”是行内首要目标。区域上，2022 年起持续“深耕浙江”，2024 年末浙江地区贷款、存款在全行占比 33.3%、29.4%，新三年（2025-2027 年）明确以提升浙江“市场份额”为目标，扩表有空间、有抓手（2024 年末浙商在浙江省贷款、存款市占率分别为 2.59%、2.46%）。
- **回顾来看，浙商银行估值相较同业存在超 10%折价，背后存在三点掣肘：**
 - **前期市场颇为担忧问题股东，但目前已出清，股东结构以国资、险资等稳定资金为主。**2023 年 5 月，旅行者汽车集团所持约 13.5 亿股份由太平人寿、山东信托承接；2Q25 前十大股东中国资、险资分别持股 16.6%、9.8%，股权结构更趋稳健。
 - **资产质量较同业偏弱，考虑到浙商正处于扎实消化风险阶段，信用成本预计将继续掣肘。**1H25 浙商年化信用成本 0.8%，高于同业平均超 20bps。截至 2Q25，不良率、拨备覆盖率分别为 1.36%/170%（股份行平均：1.20%/220%），目前存量包袱尚在稳步消化（主要集中于批零及零售信贷），第三阶段金融资产亦有补提减值需要（约 260 亿），信用成本或仍将拖累业绩。
 - **ROE 不占优势，结构调整期预计将边际承压。**1H25 浙商 ROE 为 8.8%（股份行平均：10.1%），ROA 仅 0.46%。除信用成本拖累外，由于存款基础薄弱（1H25 活期存款仅占 26%），负债成本高企也压制息差（1H25 息差 1.52%，落后股份行平均 6bps）。前期依托非标、地产及基建贷款驱动扩表，1H25 杠杆倍数高达 19.1 倍。但由于资本约束（2Q25 核心一级资本充足率仅 8.39%）及主动降速，预计杠杆倍数对 ROE 支撑力度也将回落。
- **不容忽视的边际变化，管理层落地后阶段性战略已明确，后续重点跟踪资产负债结构优化进展。**2021 年来，由于管理层变动，投资者对浙商银行战略规划有“看不清”的困惑。但 4 月份新管理层到位以来，已确定“质量优先、规模适度”的大方向，在“深耕浙江”的基础上，以“低风险均收益”的周期弱敏感资产为扩表抓手（基建及平台、制造业合计贡献 2021-1H25 总贷款增量的近 5 成）。负债端，受益于挂牌利率调降、存款成本已在改善，但考虑到存款基础有待夯实，仍需兼顾降成本与稳存款的平衡，以更强力度扎实经营客群，精细深耕负债端推动资产结构转型方为破局之道。
- **投资分析意见：**前期由于资产质量隐忧、ROE 不占优势，浙商银行股价表现并不突出、估值相较同业也存在明显折价（截至 9 月 23 日，收盘价仅对应 0.45 倍 25 年 PB，相较股份行同业存在约 12%折价）。随着“低风险、均收益”的发展路径落地，阶段性战略方向已明确，叠加自身高股息优势（2024 年分红率 30.1%，当前 A 股对应 25 年股息率为 5.5%），有望催化估值折价持续修复；中期层面，若风险出清卓有成效带动信用成本改善、结构有效转型后息差触底，也可期待 ROE 拐点向上修复。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.2%、0.8%、3.6%，给予浙商银行 0.52 倍 25 年 PB，对应 15.2%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济复苏显著低于预期；息差压力加大，全年降幅超预期；核心管理层超预期变动；若再融资重启，或阶段性压制股价。

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)	63,704.00	67,650.00	64,617.88	64,825.49	67,003.09
营业总收入同比增长率 (%)	4.29	6.19	-4.48	0.32	3.36
资产减值损失 (百万元)	26,113.00	28,195.00	22,967.01	22,080.83	21,917.26
资产减值损失同比增长率 (%)	-5.57	7.97	-18.54	-3.86	-0.74
归母净利润 (百万元)	15,048.00	15,186.00	15,008.24	15,125.44	15,670.61
归母净利润同比增长率 (%)	10.50	0.92	-1.17	0.78	3.60
每股收益 (元/股)	0.51	0.52	0.51	0.52	0.54
ROE (%)	9.42	8.49	7.83	7.46	7.32
不良贷款率 (%)	1.44	1.38	1.36	1.36	1.35
拨备覆盖率 (%)	182.59	178.67	173.35	183.86	192.98
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	0.52	0.48	0.45	0.43	0.41

投资案件

投资评级与估值

前期由于资产质量隐忧、ROE 不占优势，浙商银行股价表现并不突出、估值相较同业也存在明显折价（截至 9 月 23 日，收盘价仅对应 0.45 倍 25 年 PB，相较股份行同业存在约 12%折价）。随着“低风险、均收益”的发展路径落地，阶段性战略方向已明确，叠加自身高股息优势（2024 年分红率 30.1%，当前 A 股对应 25 年股息率为 5.5%），有望催化估值折价持续修复；中期层面，若风险出清卓有成效带动信用成本改善、结构有效转型后息差触底，也可期待 ROE 拐点向上修复。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.2%、0.8%、3.6%，给予浙商银行 0.52 倍 25 年 PB，对应 15.2%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

预计浙商银行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为-1.2%、0.8%、3.6%。1) 规模：预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 4.0%、4.0%、4.5%。2) 息差：预计 2025-2027 年息差分别同比-12、-7、-3bps。3) 资产质量：预计 2025-2027 年不良率分别为 1.36%、1.36%、1.35%，拨备覆盖率分别为 173.35%、183.86%、192.98%。

有别于大众的认识

1) 市场对浙商银行“质量优先、规模适度”的新发展路径认知尚不充分。2025 年 4 月陈海强行长到任后，“坚决摒弃规模情结、速度情结和挣快钱的短期行为”，坚持“质量优先、规模适度”发展策略的审慎及定力。一方面客观源自外部需求偏弱及核心一级资本的掣肘，另一方面也是管理层决心迈入资产负债优化期的决心。现阶段新三年战略已然明确，若风险出清卓有成效带动信用成本改善、结构有效转型后息差触底，也可期待 ROE 拐点向上修复趋势。

2) 市场对浙商银行“深耕浙江”战略的认知仍有待深化，这是新周期下保证扩表持续性及安全性的核心抓手。自 2022 年“深耕浙江”战略稳步推进以来，浙商银行浙江大本营优势愈发稳固（截至 2024 年末，浙江地区贷款、存款在全行占比分别为 33.3%、29.4%）。浙江地区经济发达，“藏富于民”、民营经济发达的区域特点也与浙商银行“低风险均收益”、“小额分散”的展业理念高度契合，新一轮“深耕浙江”三年行动中也明确将更注重“市场份额”（截至 2024，浙商银行在浙江省贷款、存款市占率分别为 2.59%、2.46%），后续本土市场仍有充分挖掘空间。

股价表现的催化剂

1) 浙江区域信贷支撑，规模扩张景气度高；2) 政策落地见效，资产质量改善幅度及节奏持续超预期；3) 客群经营卓有成效，存款基础夯实带动负债成本持续改善；4) PMI 持续位于枯荣线上，实体需求修复节奏好于预期。

核心假设风险

1) 经济复苏显著低于预期；2) 息差压力加大，全年降幅超预期；3) 核心管理层超预期变动；4) 若再融资重启，或阶段性压制股价。

目录

1. 深耕浙江的股份行，发展思路转向“质量优先”	6
1.1 深耕浙江显成效，股东结构以长线稳定资金为主	6
1.2 ROE 落后同业，信用成本、息差均有拖累	8
2. 基本面拆解：迈入资产负债优化期，“调结构、化风险”将是主基调	9
2.1 摒弃规模情结，以深耕浙江为抓手，更注重发展质量	9
2.2 负债成本拖累息差，稳息差更需扎实经营客群	12
2.3 不良稳中向好，期待更扎实的资产质量	14
3. 投资分析意见：新战略方向明确，高股息优势突出，给予“增持”评级	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：2Q25 浙商银行总资产同比增长 3.1%，慢于股份行平均	6
图 2：目前浙商银行已从依赖非标及地产信贷“垒大户”驱动的高速扩张转向“质量优先、规模适度”	6
图 3：截至 1H25，浙商银行约 55%贷款投向长三角（单位：亿元）	7
图 4：“深耕浙江”卓有成效，截至 2024 年末，浙江地区贷款/存款在全行占比分别为 33.3%/29.4%	7
图 5：2010-2016 年间，浙商银行实现跨越式增长，总资产增速明显领先同业 ..	10
图 6：从资产增量结构来看，2010-2016 年浙商银行主要依靠金融投资及同业资产实现扩表	10
图 7：2017 年后，浙商银行资产投放回归实体，扩表驱动由非标转向贷款	10
图 8：从 2017-2021 年间贷款行业贡献占比看，地产、基建及平台贡献区间信贷增量近 4 成	10
图 9：现阶段浙商银行扩表方针聚焦结构优化，已主动放弃“规模情结”	11
图 10：2Q25 浙商银行核心一级资本充足率仅 8.39%，距离监管底线仅约 0.9pct	11
图 11：1H25 浙商银行息差仅 1.52%，落后股份行平均约 6bps	12
图 12：绝对水平看，浙商银行息差处于同业中下水平	12
图 13：1H25 浙商银行贷款收益率 4.02%，仅略低于平安银行位居股份行第二 ..	13
图 14：从贷款收益率趋势看，浙商银行与股份行同步回落但始终高于同业	13
图 15：截至 1H25，浙商银行活期存款在总存款中占比仅 26%，为同业最低	13
图 16：浙商银行负债成本、存款成本均明显高于其他股份行同业	13
图 17：截至 1H25，浙商银行零售 AUM 仅约 7050 亿，相较其他股份行仍有夯实空间	13
图 18：截至 1H25，浙商银行零售客户数仅约 3367 万，为股份行最低	13
图 19：2022 年以来，浙商银行不良率稳步回落，但相较同业仍有改善空间	15
图 20：2Q25 浙商银行拨备覆盖率为 170%，落后同业平均约 50pct	15
图 21：2Q25 浙商银行关注率为 2.50%，为股份行同业第三高	15
图 22：2Q25 浙商银行逾期率为 2.12%，仅次于民生银行、为同业第二高	15
图 23：2019 年来，浙商银行加大贷款核销处置力度	15

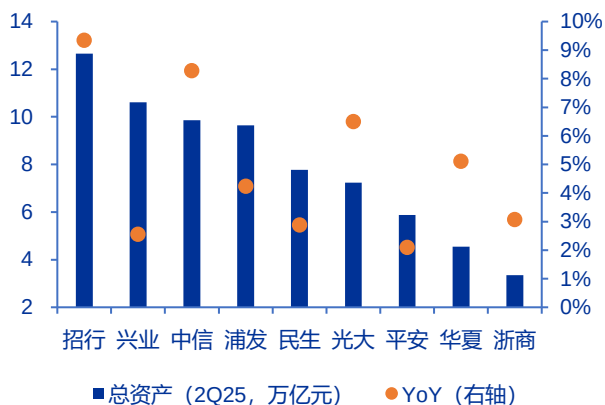
图 24：2024 年来，浙商银行贷款信用成本始终明显高于股份行同业.....	15
图 25：截至 1H25，浙商银行非标余额仅约 940 亿，规模及占比均较峰值明显降低.....	16
图 26：2019-2023 年间，浙商银行集中加大非信贷减值损失计提力度.....	16
表 1：浙商银行股东结构凸显“国资+险资稳固”的搭配（剔除香港中央结算公司）.....	7
表 2：浙商银行高管变动较为频繁，引发资本市场担忧.....	8
表 3：浙商银行行长及三名副行长均出身一线，具备丰富业务经验	8
表 4：息差、信用成本拖累下浙商银行 ROE、ROA 不占优	9
表 5：2022 年来，“调结构、化风险”成为主基调，投向集中于基建、制造业等“经济周期弱敏感资产”	11
表 6：高于同业的负债成本是浙商银行息差的主要拖累.....	14
表 7：浙商银行对公端风险包袱稳步消化，零售端不良率则与行业趋同翘头	16
表 8：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 9 月 23 日）	17
表 9：浙商银行盈利预测表	19
表 10：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 9 月 23 日）	20

1. 深耕浙江的股份行，发展思路转向“质量优先”

1.1 深耕浙江显成效，股东结构以长线稳定资金为主

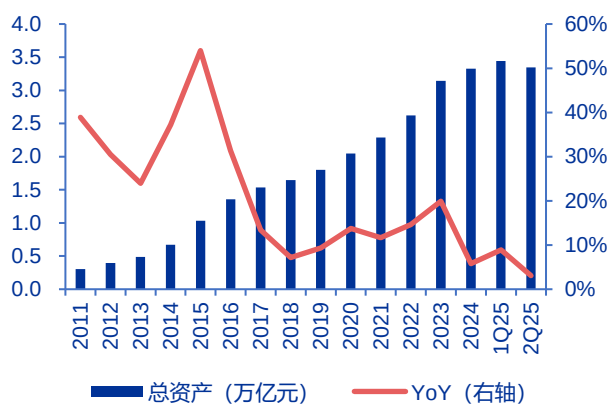
深耕浙江、辐射全国的股份制商业银行，发展思路转向“质量优先、规模适度”。浙商银行前身为 1993 年成立的浙江商业银行，2004 年重组改制为现浙商银行；2016 年，完成港股上市，2019 年进一步实现 A 股上市。2Q25 浙商银行总资产规模同比增长 3.1% 至 3.35 万亿，落后其他股份行。而规模降速的背后（2019-2024 年总资产 CAGR 为 13.1%），也体现管理层“坚决摒弃规模情结、速度情结和挣快钱的短期行为”，坚持“质量优先、规模适度”发展策略的审慎及定力。

图 1：2Q25 浙商银行总资产同比增长 3.1%，慢于股份行平均



资料来源：公司财报，申万宏源研究

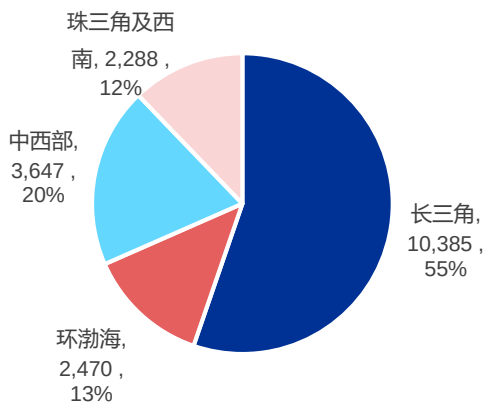
图 2：目前浙商银行已从依赖非标及地产信贷“垒大户”驱动的高速扩张转向“质量优先、规模适度”



资料来源：公司财报，申万宏源研究

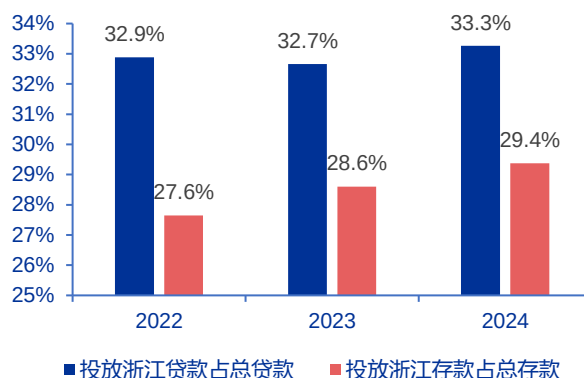
打牢本土基本盘，“深耕浙江”卓有成效。截至 1H25，浙商银行共在我国 22 个省及中国香港设立 369 家分支机构，实现“辐射全国”。而自 2022 年“深耕浙江”战略稳步推进以来，浙江大本营优势也愈发稳固（截至 2024 年末，浙江地区贷款、存款在全行占比分别为 33.3%、29.4%）。浙江地区经济发达，“藏富于民”、民营经济发达的区域特点也与浙商银行“低风险均收益”、“小额分散”的展业理念高度契合，新一轮“深耕浙江”三年行动中也明确将更注重“市场份额”（截至 2024，浙商银行在浙江省贷款、存款市占率分别为 2.59%、2.46%），后续本土市场仍有充分挖掘空间。

图 3：截至 1H25，浙商银行约 55%贷款投向长三角（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 4：“深耕浙江”卓有成效，截至 2024 年末，浙江地区贷款/存款在全行占比分别为 33.3%/29.4%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

前期市场担忧的问题股东已出清，目前股东结构以国资、险资等长线稳定资金为主。

2023 年 5 月，前问题股东旅行者汽车集团所持 13.47 亿股份由太平人寿及山东信托承接，问题股东压制基本解除。截至 2Q25，浙商银行前十大股东（剔除香港中央结算公司）合计持股 36%，其中第一大股东浙江省创新投资集团（原浙江金控）持股 12.6%，前十大股东中国资共有 2 席、合计占比 16.6%；同时也有信泰人寿、太平人寿、民生人寿三家险资股东（持股比例分别为 3.6%/3.4%/2.8%），国资、险资搭台，股权结构更趋稳健。

表 1：浙商银行股东结构凸显“国资+险资稳固”的搭配（剔除香港中央结算公司）

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	浙江省创新投资集团（原浙江金控）	34.5	12.6%
2	横店集团	13.7	5.0%
3	浙江省能源集团	10.9	4.0%
4	信泰人寿保险	10.0	3.6%
5	太平人寿保险	9.2	3.4%
6	民生人寿保险	7.7	2.8%
7	浙江恒逸高新材料	6.6	2.4%
8	浙江恒逸集团	6.4	2.3%
合 计		99.1	36.1%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

新管理团队落地，市场期待新班子战略规划更清晰、更稳定。2021 年来，浙商银行前董事长沈仁康、前行长张荣森均被监管调查，高管频繁变动下，资本市场对其战略方向无法形成清晰认知，也担忧高管的突发变动对日常经营造成扰动。今年 4 月，浙江省委提名原副行长陈海强任行长，陈行长从一线基层成长、业务经验十足，但在陆董事长到龄退休后，市场仍期待新董事长人选尽早落地。更稳定的管理层，更务实清晰的战略，均将是浙商银行估值桎梏解除的有力抓手。

表 2：浙商银行高管变动较为频繁，引发资本市场担忧

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
董事长	张达洋	张达洋	张达洋	张达洋	张达洋	张达洋	张达洋	沈仁康	沈仁康
行长	龚方乐	龚方乐	龚方乐	龚方乐	龚方乐	龚方乐	龚方乐	刘晓春	刘晓春
年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
董事长	沈仁康	沈仁康	沈仁康	沈仁康	沈仁康	沈仁康	张荣森(代)	张荣森	陆建强（退休）
行长	刘晓春	刘晓春	徐仁艳	徐仁艳	徐仁艳	张荣森	张荣森	陆建强	陈海强

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：浙商银行行长及三名副行长均出身一线，具备丰富业务经验

姓名	年龄	职务	履历
陈海强	51	代董事长、行长	曾任国家开发银行浙江省分行副主任科员，招商银行宁波北仑分理处副主任（主持工作）、宁波北仑支行行长、宁波分行行长助理、副行长，浙商银行宁波分行行长，浙商银行行长助理兼杭州分行党委书记、行长，首席风险官、副行长等职务。
景峰	46	副行长	曾任民生银行苏州分行计划财务部总经理，工商企业金融事业部财务专员；浙商银行江苏业务部副总经理，南京分行副行长，财务会计部副总经理（主持工作）、总经理，财务会计部总经理兼资产负债管理部总经理，首席财务官兼计划财务部（资产负债管理部）总经理等，现任总行副行长兼杭州分行行长。
骆峰	46	副行长、董事会秘书	曾任浙商银行资金部金融市场研究中心主管经理助理、业务管理中心主管经理助理，资金部业务管理中心（研究中心）副主管经理、主管经理，资金部风险监控官兼总经理助理、风险管理中心主管经理，资金部副总经理（主持工作），金融市场部总经理，行长助理，副行长、董秘等职务。
林静然	52	副行长	曾历任中国银行南京市花园路分理处副主任、中南分理处主任、玄武支行行长、新港支行副行长(主持工作)；民生银行南京分行党委委员，昆明分行副行长(主持工作)，苏州分行行长，南京分行行长；南京银行行长；南京东南国资投资集团有限责任公司副董事长。现任总行副行长兼上海分行行长。

资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.2 ROE 落后同业，信用成本、息差均有拖累

相较同业，浙商银行 ROA、ROE 表现均不占优。1H25 浙商银行 ROE 为 8.8%，落后股份行平均（10.1%），ROA 仅约 0.46%，为股份行最低（股份行平均为 0.73%）。细拆驱动因子：

1) 依托前期快速扩张，杠杆倍数明显领先行业支撑 ROE 表现；但在资本压力及“规模适度”指引下，后续贡献或将回落。受益前期更高景气的扩表（2019-2024 年总资产 CAGR 为 13.1%，领先股份行平均约 5.5pct，核心驱动是制造业及涉政基建贷款），浙商银行 1H25 杠杆倍数高达 19.1（股份行平均仅 13.8）。

2) 息差落后股份行平均，负债成本偏高是主要压制。1H25 浙商银行息差为 1.52%，落后股份行平均 6bps。由于活期存款占比偏低（1H25 仅 26%，股份行最低），存款成本率高于股份行同业 16bps，拖累息差及 ROE 表现。

3) 短期仍处风险消化阶段，相对较高的信用成本掣肘盈利能力。1H25 浙商银行年化信用成本 0.80%，高于股份行平均约 21bps，高企的信用成本也是前期浙商银行营收高增（2019-2024 年 CAGR 为 7.8%，股份行平均为 1.5%）但业绩释放并不亮眼的核心。客观而言，短期浙商银行仍处风险消化期，叠加拨备基础相对偏弱，预计信用成本计提将继续扰动业绩释放。

表 4：息差、信用成本拖累下浙商银行 ROE、ROA 不占优

ROE拆分 (1H25)	浙商	招行	中信	民生	浦发	兴业	光大	华夏	平安	股份行平均
净利息收入(+)	1.39%	1.72%	1.48%	1.27%	1.23%	1.41%	1.29%	1.38%	1.54%	1.42%
净息差(+)	1.52%	1.88%	1.63%	1.40%	1.41%	1.57%	1.40%	1.55%	1.80%	1.58%
有效资产占比(+)	92%	92%	91%	91%	87%	90%	92%	89%	86%	90%
非息收入(+)	0.31%	0.52%	0.36%	0.30%	0.34%	0.35%	0.29%	0.33%	0.43%	0.37%
非息收入占比(+)	31%	38%	33%	32%	36%	33%	31%	33%	36%	34%
周转率(+)	1.00%	1.37%	1.09%	0.93%	0.95%	1.05%	0.93%	1.02%	1.19%	1.08%
营业支出(-)	0.30%	0.45%	0.31%	0.29%	0.26%	0.28%	0.27%	0.34%	0.34%	0.32%
成本收入比(-)	29%	32%	27%	30%	26%	26%	27%	32%	28%	29%
信用成本(-)	0.80%	0.40%	0.61%	0.68%	0.67%	0.57%	0.45%	0.67%	0.67%	0.58%
其他(-)	0.14%	0.21%	0.22%	0.09%	0.03%	0.15%	0.24%	0.24%	0.18%	0.15%
ROAA	0.46%	1.18%	0.70%	0.51%	0.61%	0.75%	0.63%	0.47%	0.78%	0.73%
杠杆倍数	19.1	11.8	13.9	14.0	14.3	14.1	14.6	14.7	13.5	13.8
ROAE	8.8%	13.8%	9.8%	7.2%	8.7%	10.6%	9.1%	6.9%	10.6%	10.1%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

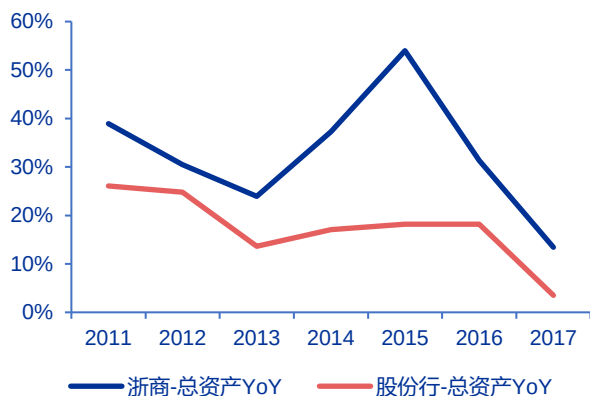
2. 基本面拆解：迈入资产负债优化期，“调结构、化风险”将是主基调

2.1 摒弃规模情结，以深耕浙江为抓手，更注重发展质量

依托非标及同业资产驱动，2010-2016 年间规模实现跨越式增长。区间浙商银行总资产 CAGR 高达 35.7%（股份行平均为 19.6%），总资产规模由 2010 年初的 2173 亿元攀升 6 倍至 2016 年末的 1.35 万亿。拆分来看，金融投资（主要是非标资产）贡献区间总资产增量的 56%，在总资产中占比较 2010 年末提升 36pct 至 49%，而贷款仅贡献 30%，2016 年末在总资产中仅占比 34%。

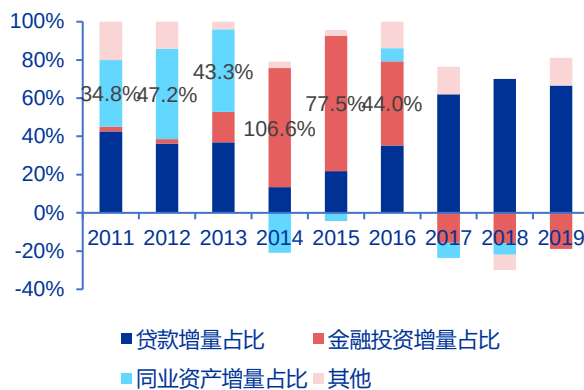
2017-2021 年，“金融去杠杆”背景下高速扩张不再，信贷发力但主要依靠“垒大户”上量。2016 年末至 2021 年末 5 年间浙商银行总资产增速中枢降至约 11%（股份行平均：7.4%）。“金融去杠杆”叠加非标出险背景下，规模扩张主要驱动转向贷款（贡献区间总资产增量的 95%），对公是主要贡献（占 2017-2021 年贷款增量的 59.9%）但“垒大户”现象较为显著，投向以房地产、基建平台为主（合计贡献区间总贷款增量的 35.9%），2021 年末在总贷款中占比分别为 12.6%、24.1%。

图 5：2010-2016 年间，浙商银行实现跨越式增长，总资产增速明显领先同业



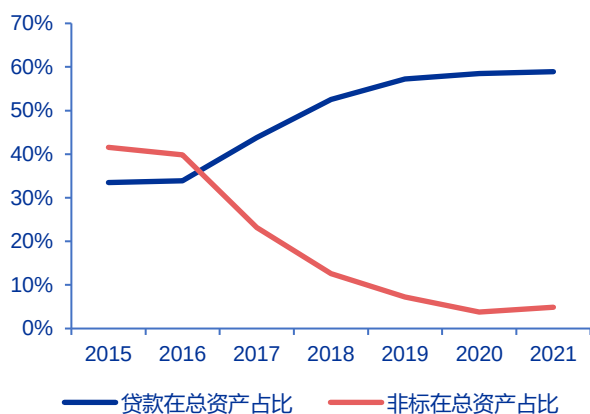
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：从资产增量结构来看，2010-2016 年浙商银行主要依靠金融投资及同业资产实现扩表



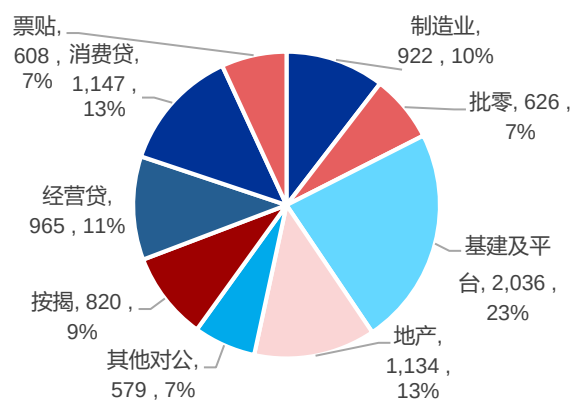
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 7：2017 年后，浙商银行资产投放回归实体，扩表驱动由非标转向贷款



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：非标资产以信托及资产管理计划及表内理财产品衡量。

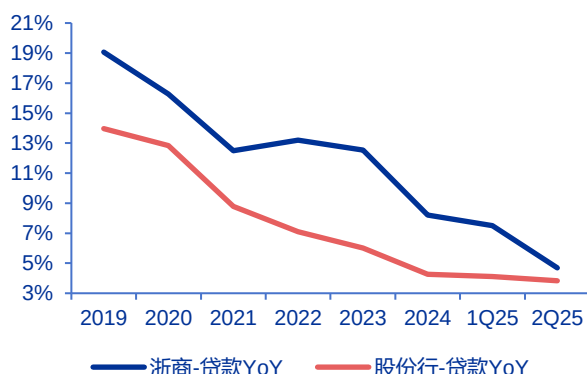
图 8：从 2017-2021 年间贷款行业贡献占比看，地产、基建及平台贡献区间信贷增量近 4 成



资料来源：公司财报，申万宏源研究

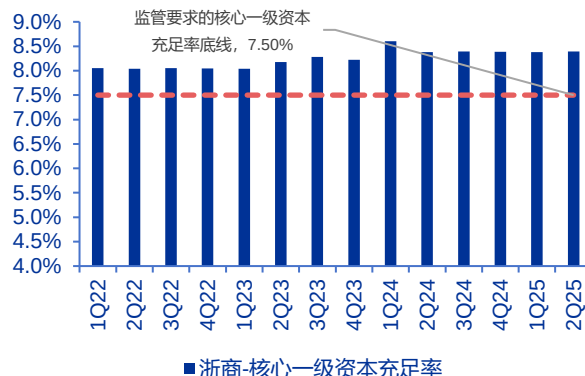
2022 年来，“调结构、化风险”成为主基调，区域重心聚焦浙江，投向集中于“经济周期弱敏感资产”。由于外部需求客观偏弱，叠加自身主动摒弃“速度情结”转向“规模适度”、有序消化存量风险，现阶段浙商银行扩表增速放缓，但资产结构明显优化。一方面，借力本土国资股东及网点优势，“深耕浙江”并收获显著成效（2024 年末浙江地区贷款在总贷款中占比为 33.3%，2022-2024 年间支撑信贷增量的 35%）；另一方面，以“经济周期弱敏感资产”为压舱石（包含小额分散资产、弱周期行业资产、CSA 客户服务总量等），加大基建及平台、制造业等投放（分别贡献 2021-1H25 总贷款增量的 28.3%、19.1%）。零售端保持谨慎，2021-1H25 仅贡献信贷增量的 15.8%，其中按揭保持平稳增长，消费贷、经营贷明显压降（2024 年以来规模分别净减少 319、112 亿）。但也要关注，对公项目快速投放同样快速消耗资本，2023 年虽成功完成配股，但 2Q25 核心一级资本充足率仅 8.39%，距离监管底线仅约 0.9pct，资本补充进展不及预期或将掣肘下阶段信贷投放持续性。

图 9：现阶段浙商银行扩表方针聚焦结构优化，已主动放弃“规模情结”



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 10：2Q25 浙商银行核心一级资本充足率仅 8.39%，距离监管底线仅约 0.9pct



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：2022 年来，“调结构、化风险”成为主基调，投向集中于基建、制造业等“经济周期弱敏感资产”

增量-亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	335	-21	11	215	383	424	230	333	38
批零	101	61	19	168	277	405	336	-97	-58
基建及平台	957	193	338	294	253	253	476	404	382
地产	179	454	298	169	35	-19	109	84	-80
其他对公	82	160	97	239	1	-22	260	489	154
对公	1,654	847	764	1,085	949	1,041	1,411	1,214	436
按揭	195	161	85	227	152	164	306	303	133
经营贷	150	186	229	216	184	-104	184	60	-172
消费贷	111	327	429	131	148	13	244	-293	-26
零售	457	675	743	574	484	364	588	19	-126
票贴	23	374	139	15	58	335	-102	170	6
总贷款	2,134	1,895	1,645	1,673	1,491	1,740	1,897	1,403	316
投资	-541	-441	-469	103	1,234	1,000	2,488	548	-83
同业	-270	-162	6	457	-270	-56	851	-163	-223
总资产	1,819	1,099	1,541	2,474	2,385	3,352	5,219	1,817	209
存量占比	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	17.2%	13.2%	11.2%	11.4%	13.0%	14.3%	14.1%	14.8%	14.7%
批零	11.1%	9.4%	8.1%	8.3%	9.5%	11.1%	11.8%	10.4%	9.9%
基建及平台	32.1%	27.3%	26.2%	25.0%	24.1%	23.0%	23.2%	23.7%	25.3%
地产	10.9%	13.7%	14.4%	13.8%	12.6%	11.0%	10.4%	10.1%	9.5%
其他对公	5.8%	6.4%	6.3%	7.4%	6.6%	5.7%	6.6%	8.7%	9.4%
对公	77.1%	70.0%	66.2%	66.0%	65.7%	65.1%	66.1%	67.6%	68.8%
按揭	4.2%	5.2%	5.2%	6.3%	6.8%	7.1%	8.1%	9.1%	9.7%
经营贷	13.1%	12.4%	12.6%	12.7%	12.6%	10.5%	10.4%	9.9%	8.9%
消费贷	2.6%	5.8%	9.1%	8.9%	9.0%	8.1%	8.6%	6.4%	6.1%
零售	19.9%	23.4%	26.8%	27.9%	28.4%	27.5%	27.9%	25.9%	24.8%
票贴	3.0%	6.7%	7.0%	6.1%	5.9%	7.4%	6.0%	6.5%	6.4%
总贷款	43.8%	52.4%	57.0%	58.3%	58.7%	57.9%	54.3%	55.6%	56.1%
投资	39.6%	34.3%	28.8%	25.8%	28.5%	28.7%	31.8%	31.7%	31.3%
同业	4.6%	3.4%	3.1%	5.0%	3.0%	5.9%	4.9%	4.1%	3.4%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：存量占比中，贷款对公零售各行业为占总贷款，总贷款、投资、同业为占总资产。

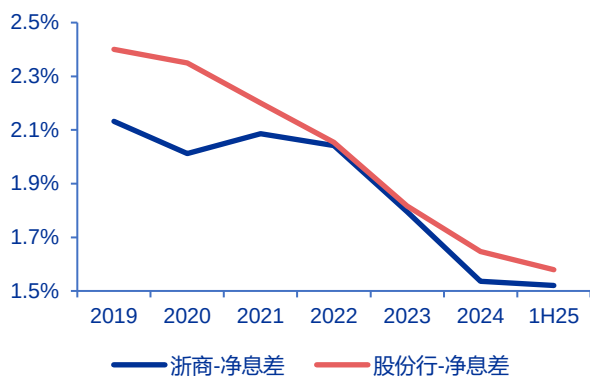
2.2 负债成本拖累息差，稳息差更需扎实经营客群

1H25 浙商银行息差仅 1.52%，落后股份行平均约 6bps (2019-2024 年平均为 1.93%，落后股份行平均 13bps)。拆分资产负债两端：

降息周期叠加自身结构转型，资产定价趋于回落但仍较其他股份行领先。早期浙商银行更凸显“高风险定价覆盖高负债成本”打法，资产端定价相较同业优势明显（2020-2024 年贷款收益率平均为 5.08%，高于同业平均 22bps）；现阶段虽与行业趋同回落，但 1H25 生息资产收益率、贷款收益率分别为 3.47%、4.02%，仍领先同业平均分别 13、28bps。展望后续，由于结构调整期主动收缩风险偏好，后续资产端定价降幅相较同业或将更大，稳息差仍需负债端改善。

受制于相对薄弱的存款基础拖累，负债成本并不占优。早期浙商银行较为依赖同业负债，导致存款基础相对薄弱（1H25 存款在总负债中占比仅 65.7%，落后股份行平均 1pct），且存款内部结构也有进一步优化空间（1H25 活期存款在总存款中占比仅 26%，为股份行最低，落后股份行平均约 13pct，其中零售活期存款占比仅 3.4%），1H25 浙商银行负债成本高达 1.95%，高于股份行平均约 14bps (2020-2024 年相对股份行同业平均高于 21bps)。目前受益存款挂牌利率调降，浙商银行存款成本也已在稳步改善，但考虑到存款基础仍有待夯实，下阶段或更需兼顾降成本与稳存款的平衡，以更强定力扎实经营客群，以精细深耕负债端推动资产结构转型方为破局之道。

图 11：1H25 浙商银行息差仅 1.52%，落后股份行平均约 6bps



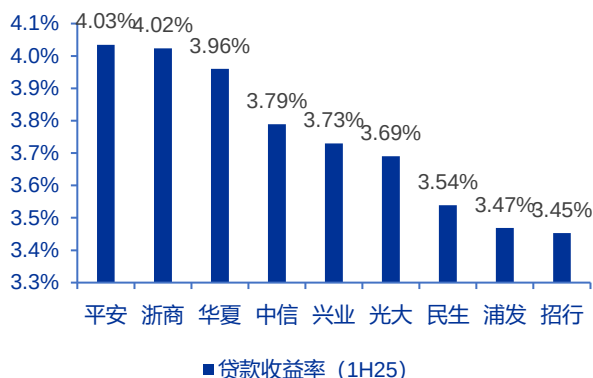
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 12：绝对水平看，浙商银行息差处于同业中下水平



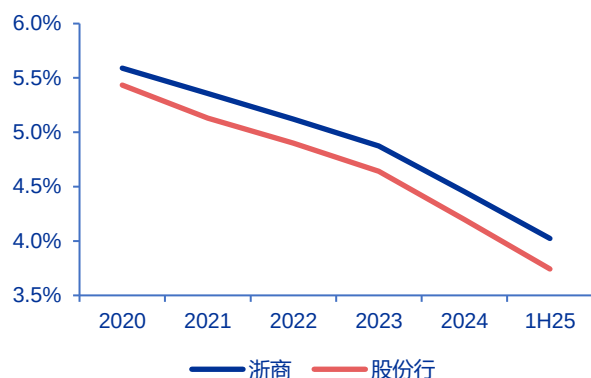
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 13: 1H25 浙商银行贷款收益率 4.02%，仅略低于平安银行位居股份行第二



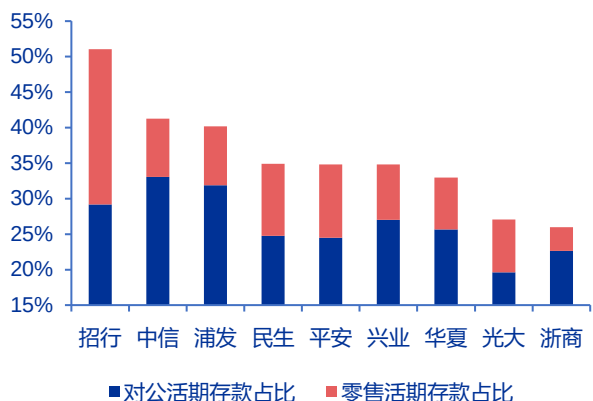
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 14: 从贷款收益率趋势看，浙商银行与股份行同步回落但始终高于同业



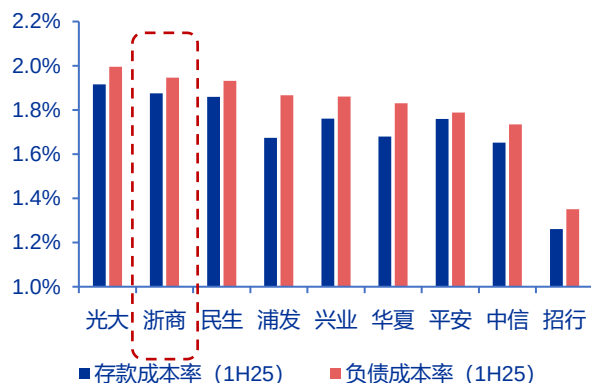
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 15: 截至 1H25，浙商银行活期存款在总存款中占比仅 26%，为同业最低



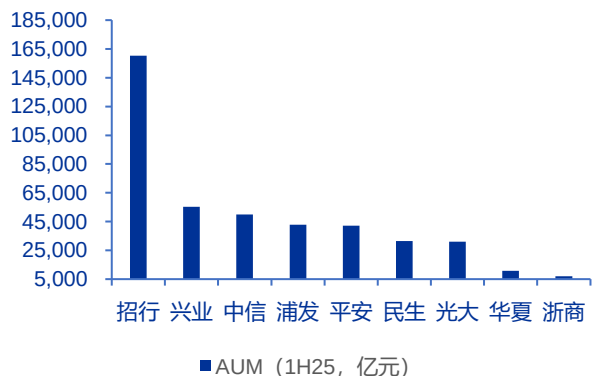
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 16: 浙商银行负债成本、存款成本均明显高于其他股份行同业



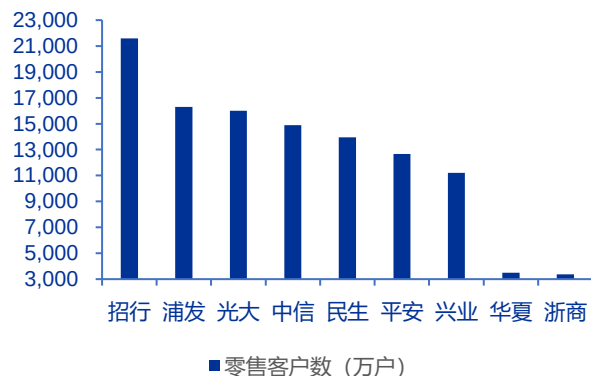
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 17: 截至 1H25，浙商银行零售 AUM 仅约 7050 亿，相较其他股份行仍有夯实空间



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 18: 截至 1H25，浙商银行零售客户数仅约 3367 万，为股份行最低



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：高于同业的负债成本是浙商银行息差的主要拖累

贷款收益率	2021	2022	2023	2024	1H25	生息资产收益率	2021	2022	2023	2024	1H25
浙商	5.36%	5.12%	4.87%	4.45%	4.02%	浙商	4.61%	4.39%	4.16%	3.77%	3.47%
招行	4.67%	4.54%	4.26%	3.91%	3.45%	招行	3.98%	3.89%	3.76%	3.50%	3.14%
中信	4.99%	4.81%	4.56%	4.24%	3.79%	中信	4.24%	4.11%	3.95%	3.73%	3.33%
民生	4.96%	4.53%	4.32%	3.95%	3.54%	民生	4.21%	3.91%	3.80%	3.55%	3.23%
浦发	4.69%	4.55%	4.26%	3.88%	3.47%	浦发	4.06%	3.96%	3.82%	3.57%	3.25%
兴业	5.03%	4.81%	4.57%	4.20%	3.73%	兴业	4.36%	4.14%	4.00%	3.72%	3.37%
光大	5.11%	4.98%	4.75%	4.22%	3.69%	光大	4.42%	4.26%	4.07%	3.73%	3.31%
华夏	5.13%	4.85%	4.74%	4.38%	3.96%	华夏	4.52%	4.28%	4.02%	3.76%	3.42%
平安	6.23%	5.90%	5.43%	4.54%	4.03%	平安	4.95%	4.83%	4.58%	3.97%	3.55%
股份行	5.13%	4.90%	4.64%	4.20%	3.74%	股份行	4.37%	4.20%	4.02%	3.70%	3.34%
存款成本率	2021	2022	2023	2024	1H25	付息负债成本率	2021	2022	2023	2024	1H25
浙商	2.47%	2.29%	2.24%	2.10%	1.88%	浙商	2.54%	2.35%	2.35%	2.25%	1.95%
招行	1.41%	1.52%	1.62%	1.54%	1.26%	招行	1.59%	1.61%	1.73%	1.64%	1.35%
中信	2.00%	2.06%	2.12%	1.89%	1.65%	中信	2.25%	2.19%	2.20%	2.02%	1.73%
民生	2.18%	2.29%	2.31%	2.14%	1.86%	民生	2.40%	2.40%	2.43%	2.27%	1.93%
浦发	2.01%	2.10%	2.16%	1.97%	1.67%	浦发	2.29%	2.24%	2.33%	2.20%	1.87%
兴业	2.22%	2.26%	2.24%	1.98%	1.76%	兴业	2.34%	2.31%	2.34%	2.17%	1.86%
光大	2.22%	2.30%	2.32%	2.18%	1.92%	光大	2.35%	2.33%	2.39%	2.28%	2.00%
华夏	1.90%	2.03%	2.06%	1.96%	1.68%	华夏	2.26%	2.21%	2.25%	2.15%	1.83%
平安	2.04%	2.09%	2.20%	2.07%	1.76%	平安	2.21%	2.16%	2.27%	2.14%	1.79%
股份行	2.05%	2.10%	2.14%	1.98%	1.72%	股份行	2.25%	2.20%	2.25%	2.12%	1.81%

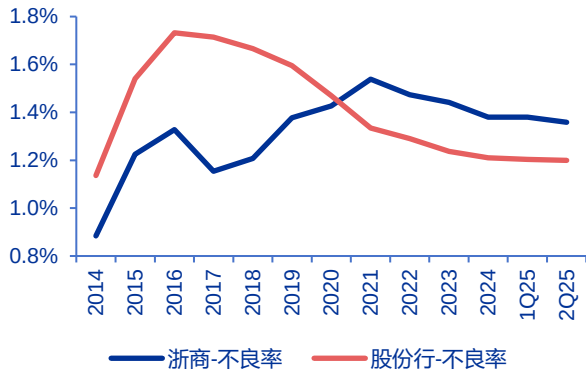
资料来源：公司财报，申万宏源研究

2.3 不良稳中向好，期待更扎实的资产质量

持续大力处置叠加收紧风险偏好，2022 年来浙商银行资产质量呈现平稳改善趋势，但绝对水平看较同业仍相对偏弱。截至 2Q25，浙商银行不良率为 1.36%，较 2021 年高点累计下降 18bps，但仍旧高于股份行平均 16bps。前瞻指标看，2Q25 关注率、逾期率分别为 2.50%、2.12%（股份行平均分别为 1.92%、1.71%），拨备覆盖率为 170%，落后同业平均约 50pct，尚有继续夯实空间。

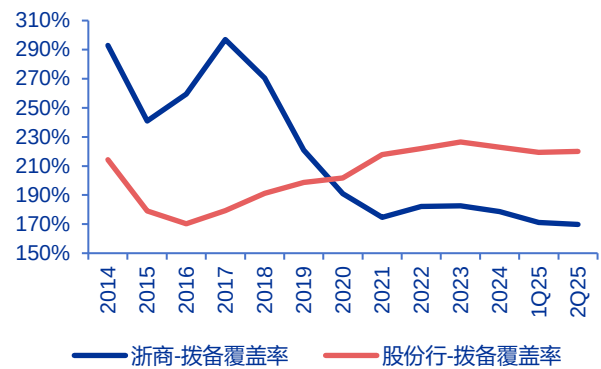
分条线看，对公端风险包袱稳步消化，零售端不良率则与行业趋同翘头。大力核销处置下（2024 年核销规模 129 亿，2018-2023 年均仅 79 亿；1H25 核销近 60 亿，在总贷款中占比保持约 0.6%相对高位），2Q25 对公不良率较年初下降 10bps 至 1.26%（较 2021 年高点累计下降 62bps），具体来看，制造业、房地产均实现不良双降（2Q25 不良率分别较 4Q24 下降 26、69bps 至 1.21%、0.86%，不良贷款余额较年初分别下降 6、14 亿至 34、15 亿）；但批零不良率较年初提升 54bps 至 2.77%，或与中小企业阶段性经营压力相关。2Q25 零售不良率较年初提升 19bps 至 1.97%，主因居民收入承压及个人经营贷处置流程相对偏慢。

图 19：2022 年以来，浙商银行不良率稳步回落，但相较同业仍有改善空间



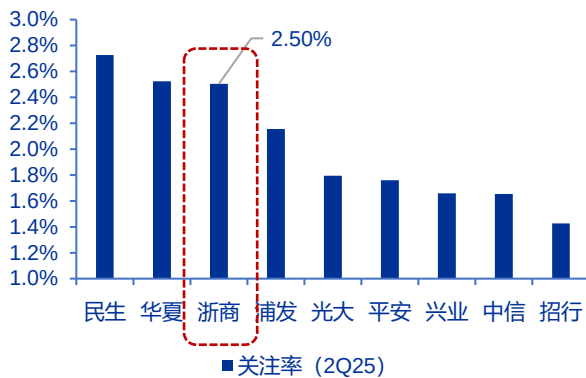
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 20：2Q25 浙商银行拨备覆盖率为 170%，落后同业平均约 50pct



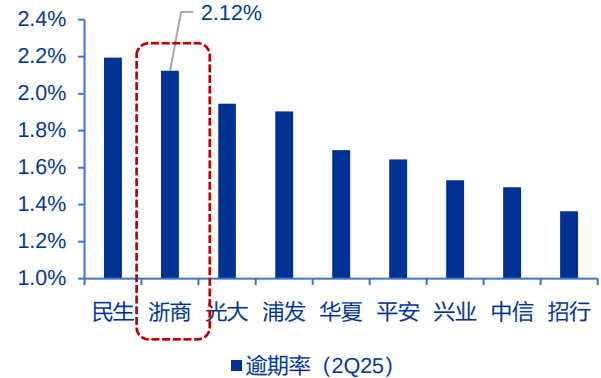
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 21：2Q25 浙商银行关注率为 2.50%，为股份行同业第三高



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 22：2Q25 浙商银行逾期率为 2.12%，仅次于民生银行、为同业第二高



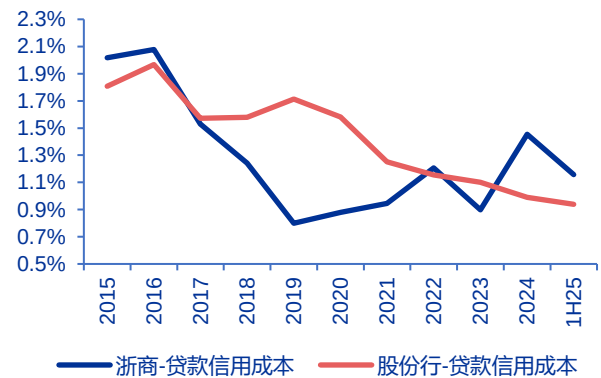
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 23：2019 年来，浙商银行加大贷款核销处置力度



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：1H25 核销规模在总贷款中占比已年化处理。

图 24：2024 年来，浙商银行贷款信用成本始终明显高于股份行同业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：浙商银行对公端风险包袱稳步消化，零售端不良率则与行业趋同翘头

分行业不良率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
制造业	2.97%	3.69%	5.41%	6.01%	3.97%	2.59%	0.82%	1.47%	1.21%
房地产	1.29%	0.62%	0.29%	0.09%	0.62%	1.66%	2.48%	1.55%	0.86%
批发零售	2.17%	2.97%	2.77%	1.50%	1.29%	0.88%	0.96%	2.23%	2.77%
租赁及商业服务业	0.10%	0.31%	0.43%	0.78%	1.36%	2.46%	2.00%	1.11%	1.06%
交运仓储	1.25%	3.28%	2.86%	0.80%	0.56%	0.30%	6.79%	6.36%	6.00%
建筑业	1.12%	0.68%	1.83%	1.19%	1.33%	1.13%	1.19%	0.88%	0.80%
电力、燃气及水的生产	0.98%	2.61%	3.92%	0.40%	0.25%	0.26%	0.29%	0.61%	0.66%
公用事业	0.00%	0.01%	0.09%	0.01%	0.53%	0.02%	0.02%	0.06%	0.06%
其他	0.46%	1.09%	0.83%	3.21%	3.61%	0.45%	0.54%	0.70%	0.86%
公司贷款合计	1.34%	1.51%	1.71%	1.86%	1.88%	1.63%	1.37%	1.36%	1.26%
零售贷款合计	0.60%	0.61%	0.90%	0.72%	1.07%	1.50%	1.91%	1.78%	1.97%
贷款合计	1.15%	1.20%	1.37%	1.42%	1.53%	1.47%	1.44%	1.38%	1.36%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

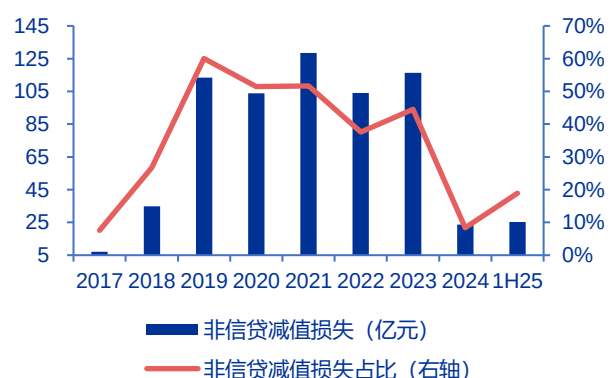
非标已完成全额回表、规模也明显压降；但需关注，第三阶段金融资产仍有约 260 亿减值计提缺口，或将拖累信用成本。过去市场高度关注浙商银行表外非标风险，但 2017 年资管新规出台后，浙商银行一方面大力压降非标资产规模（以信托及资产管理计划及表内理财产品衡量，1H25 规模仅约 940 亿，较 2016 年高点下降超 80%，在总资产中占比仅约 3%，较 2015 年峰值下降约 40pct），另一方面则加速回表进程（根据公司披露，2024 年已完成全额回表），浙商银行也同步加大减值资源倾斜予以处置（2019-2023 年，非信贷减值损失在总减值损失中占比高达 48%）。但客观而言，截至 1H25 浙商银行第三阶段金融投资较已计提拨备仍有约 260 亿缺口，考虑到《商业银行金融资产风险分类办法》要求到 2025 年 12 月 31 日，不良贷款余额与阶段三贷款余额趋同，阶段三金融投资拨备覆盖率提足 100%，后续补提压力或仍将掣肘信用成本表现。

图 25：截至 1H25，浙商银行非标余额仅约 940 亿，规模及占比均较峰值明显降低



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 26：2019-2023 年间，浙商银行集中加大非信贷减值损失计提力度



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3. 投资分析意见：新战略方向明确，高股息优势突出，给予“增持”评级

站在“十五五”起点，浙商银行已然转向“质量优先、规模适度”的新发展思路，一方面依托深耕浙江沃土，实现“低风险、均收益”的资产结构转型；另一方面则集中精力消化存量包袱，做实资产质量家底。短期结构优化期 ROE 或阶段性承压，中期层面若风险出清卓有成效带动信用成本改善、结构有效转型后息差触底，也可预期盈利能力拐点向上修复。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.2%、0.8%、3.6%。

前期由于资产质量隐忧、ROE 不占优势，浙商银行股价表现并不突出、估值相较同业也存在明显折价（截至 9 月 23 日，收盘价仅对应 0.45 倍 25 年 PB，相较股份行同业存在约 12%折价）。随着“低风险、均收益”的发展路径落地，阶段性战略方向已明确，叠加自身高股息优势（2024 年分红率 30.1%，当前 A 股对应 25 年股息率为 5.5%），有望催化估值折价持续修复；中期层面，若风险出清卓有成效带动信用成本改善、结构有效转型后息差触底，也可期待 ROE 拐点向上修复。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.2%、0.8%、3.6%，给予浙商银行 0.52 倍 25 年 PB，对应 15.2%上升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 9 月 23 日）

上市银行	代码	股价	归母净利润-YoY				ROE			
		2025/9/23	2022	2023	2024	1H25	2022	2023	2024	1H25
招商银行	600036.SH	41.55	15.1%	6.2%	1.2%	0.3%	17.1%	16.2%	14.5%	13.8%
中信银行	601998.SH	7.46	11.6%	7.9%	2.3%	2.8%	10.8%	10.8%	9.9%	9.8%
兴业银行	601166.SH	20.41	10.5%	-15.6%	0.1%	0.2%	13.9%	10.6%	9.9%	10.6%
浦发银行	600000.SH	12.45	-3.5%	-28.3%	23.3%	10.2%	8.0%	5.2%	6.3%	8.7%
民生银行	600016.SH	4.09	2.6%	1.6%	-9.8%	-4.9%	6.3%	6.1%	5.2%	7.2%
光大银行	601818.SH	3.48	3.2%	-9.0%	2.2%	0.6%	10.3%	8.5%	7.9%	9.1%
华夏银行	600015.SH	6.84	6.4%	5.3%	5.0%	-7.9%	8.9%	8.7%	8.9%	6.9%
平安银行	000001.SZ	11.52	25.3%	2.1%	-4.2%	-3.9%	12.4%	11.4%	10.1%	10.6%
平均			9.9%	-3.3%	1.8%	0.4%	10.9%	9.7%	9.1%	9.6%
浙商银行	601916.SH	3.05	7.7%	10.5%	0.9%	-4.2%	9.0%	9.4%	8.5%	8.8%

上市银行	代码	股价	不良率			拨备覆盖率			PB		股息率	
		2025/9/23	2023	2024	2Q25	2023	2024	2Q25	2025E	2026E	2025E	2026E
招商银行	600036.SH	41.55	0.95%	0.95%	0.93%	437.7%	412.0%	410.9%	0.92	0.84	4.8%	4.9%
中信银行	601998.SH	7.46	1.18%	1.16%	1.16%	207.6%	209.4%	207.5%	0.57	0.53	4.8%	4.8%
兴业银行	601166.SH	20.41	1.07%	1.07%	1.08%	245.2%	237.8%	228.5%	0.53	0.49	5.2%	5.2%
浦发银行	600000.SH	12.45	1.48%	1.36%	1.31%	173.5%	187.0%	193.9%	0.56	0.55	3.3%	3.6%
民生银行	600016.SH	4.09	1.48%	1.47%	1.48%	149.7%	141.9%	145.1%	0.32	0.31	4.7%	4.6%
光大银行	601818.SH	3.48	1.25%	1.25%	1.25%	181.3%	180.6%	172.5%	0.40	0.38	5.4%	5.5%
华夏银行	600015.SH	6.84	1.67%	1.60%	1.60%	160.1%	161.9%	156.7%	0.34	0.32	5.9%	5.3%
平安银行	000001.SZ	11.52	1.06%	1.06%	1.05%	277.6%	250.7%	238.5%	0.49	0.46	5.3%	5.2%
平均			1.23%	1.20%	1.19%	228.9%	225.3%	222.7%	0.52	0.49	4.9%	4.9%
浙商银行	601916.SH	3.05	1.44%	1.38%	1.36%	182.6%	178.7%	169.8%	0.45	0.43	5.5%	5.4%

资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

4. 风险提示

- 1) **经济复苏显著低于预期**：若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；
- 2) **息差压力加大，全年降幅超预期**：若息差降幅超预期，将直接影响银行营收及业绩稳定性表现；
- 3) **核心管理层超预期变动**：若核心管理层变动，公司战略偏移，或对日常经营及基本面稳定性产生扰动。
- 4) **若再融资重启，或阶段性压制股价**：再融资启动后，基于摊薄盈利及股息率的预期，或对股价造成阶段性影响。

表 9：浙商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	47,528	45,157	44,374	43,772	45,108	1.0%	-5.0%	-1.7%	-1.4%	3.1%
Non-interest income 非利息收入	16,176	22,493	20,244	21,053	21,896	15.4%	39.1%	-10.0%	4.0%	4.0%
Net fee income 净手续费收入	5,040	4,487	3,814	3,928	4,125	5.2%	-11.0%	-15.0%	3.0%	5.0%
Operating income 营业收入	63,704	67,650	64,618	64,825	67,003	4.3%	6.2%	-4.5%	0.3%	3.4%
Operating expenses 营业支出	(20,068)	(21,810)	(23,664)	(24,729)	(26,336)	14.1%	8.7%	8.5%	4.5%	6.5%
Taxes and surcharges 营业税	(755)	(835)	(877)	(921)	(967)	10.2%	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
PPOP 拨备前营业利润	43,636	45,840	40,954	40,097	40,667	0.3%	5.1%	-10.7%	-2.1%	1.4%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(26,113)	(28,195)	(22,967)	(22,081)	(21,917)	-5.6%	8.0%	-18.5%	-3.9%	-0.7%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(14,482)	(25,829)	(20,364)	(19,218)	(18,768)	-16.0%	78.4%	-21.2%	-5.6%	-2.3%
Operating profit 营业利润	17,523	17,645	17,987	18,016	18,750	10.6%	0.7%	1.9%	0.2%	4.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(31)	(66)	(66)	(66)	(66)	93.8%	112.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Profit before taxation 利润总额	17,492	17,579	17,921	17,950	18,684	10.5%	0.5%	1.9%	0.2%	4.1%
Income tax 所得税	(1,999)	(1,886)	(2,330)	(2,154)	(2,242)	8.5%	-5.7%	23.5%	-7.5%	4.1%
Net profit 净利润	15,493	15,693	15,591	15,796	16,442	10.8%	1.3%	-0.6%	1.3%	4.1%
Minority interest 少数股东权益	(445)	(507)	(583)	(671)	(771)	19.9%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
NPAT 归属股东净利润	15,048	15,186	15,008	15,125	15,671	10.5%	0.9%	-1.2%	0.8%	3.6%
AT1 shareholders 优先股股息	963	963	963	963	963	na	na	na	na	na
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	14,085	14,223	14,045	14,162	14,708	19.2%	1.0%	-1.2%	0.8%	3.8%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)										
Total loans 贷款总额	1,708,474	1,848,621	1,922,566	1,999,468	2,089,445	12.4%	8.2%	4.0%	4.0%	4.5%
Total deposits 存款总额	1,868,659	1,922,289	2,047,238	2,180,308	2,332,930	11.1%	2.9%	6.5%	6.5%	7.0%
NPLs 不良贷款余额	24,596	25,494	26,060	27,236	28,259	10.0%	3.7%	2.2%	4.5%	3.8%
Loan provisions 贷款损失准备	44,910	45,551	45,174	50,077	54,534	10.3%	1.4%	-0.8%	10.9%	8.9%
Total assets 资产总额	3,143,879	3,325,539	3,541,524	3,772,264	4,030,430	19.9%	5.8%	6.5%	6.5%	6.8%
Total liabilities 负债总额	2,954,302	3,122,796	3,327,480	3,546,953	3,793,243	20.3%	5.7%	6.6%	6.6%	6.9%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	186,245	198,903	209,627	220,232	231,347	14.3%	6.8%	5.4%	5.1%	5.0%
Other equity instruments 优先股及其他	24,995	24,995	24,995	24,995	24,995	na	na	na	na	na
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	2,647,964	2,939,883	3,133,128	3,254,163	3,442,423	13.4%	11.0%	6.6%	3.9%	5.8%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
Shares 普通股股本 (百万)	27,464	27,464	27,464	27,464	27,464	29.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.51	0.52	0.51	0.52	0.54	-7.7%	1.0%	-1.2%	0.8%	3.8%
BVPS	5.87	6.33	6.72	7.11	7.51	-9.5%	7.8%	6.2%	5.7%	5.7%
DPS	0.18	0.17	0.16	0.17	0.17	na	na	na	na	na
PPOP/sh	1.59	1.67	1.49	1.46	1.48	-22.3%	5.1%	-10.7%	-2.1%	1.4%
Main indicators 主要指标 (%)										
ROA	0.54%	0.49%	0.45%	0.43%	0.42%	-0.03%	-0.05%	-0.03%	-0.02%	-0.01%
ROE	9.42%	8.49%	7.83%	7.46%	7.32%	0.40%	-0.93%	-0.65%	-0.38%	-0.13%
NIM 净息差	1.79%	1.54%	1.42%	1.35%	1.31%	-0.22%	-0.26%	-0.12%	-0.07%	-0.03%
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.32%	31.01%	35.26%	36.73%	37.86%	2.65%	0.69%	4.26%	1.46%	1.14%
Effective tax rate 有效所得税率	11.43%	10.73%	13.00%	12.00%	12.00%	-0.21%	-0.70%	2.27%	-1.00%	0.00%
LDR 贷存比	91.43%	96.17%	93.91%	91.71%	89.56%	1.03%	4.74%	-2.26%	-2.20%	-2.14%
NPL ratio 不良率	1.44%	1.38%	1.36%	1.36%	1.35%	-0.03%	-0.06%	-0.02%	0.01%	-0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	182.59%	178.67%	173.35%	183.86%	192.98%	0.40%	-3.92%	-5.33%	10.51%	9.12%
Provision ratio 拨贷比	2.63%	2.46%	2.35%	2.50%	2.61%	-0.05%	-0.16%	-0.11%	0.15%	0.11%
Credit cost 信用成本	0.90%	1.45%	1.08%	0.98%	0.92%	-0.31%	0.56%	-0.37%	-0.10%	-0.06%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	25.39%	33.25%	31.33%	32.48%	32.68%	2.44%	7.86%	-1.92%	1.15%	0.20%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	7.91%	6.63%	5.90%	6.06%	6.16%	0.07%	-1.28%	-0.73%	0.16%	0.10%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	8.22%	8.38%	8.32%	8.02%	7.72%	0.18%	0.16%	-0.06%	-0.31%	-0.30%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	9.52%	9.61%	9.44%	9.03%	8.65%	-0.02%	0.09%	-0.17%	-0.41%	-0.39%
CAR 资本充足率	12.19%	12.61%	12.44%	12.03%	11.64%	0.60%	0.42%	-0.17%	-0.41%	-0.39%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 10：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 9 月 23 日）

上市银行	代码	收盘价（元）	自由流通市值(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	7.40	19,951	7.59	7.35	0.68	0.64	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	4.2%	4.1%
建设银行	601939.SH	8.85	1,875	7.15	6.93	0.68	0.64	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.4%	4.3%
农业银行	601288.SH	6.65	21,230	8.58	8.28	0.84	0.78	10.1%	9.8%	0.64%	0.61%	3.6%	3.8%
中国银行	601988.SH	5.30	12,645	7.47	7.08	0.66	0.62	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	4.2%	4.3%
邮储银行	601658.SH	6.05	6,064	8.93	8.54	0.80	0.75	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.6%	3.6%
招商银行	600036.SH	41.55	8,571	7.27	7.05	0.92	0.84	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.8%	4.9%
中信银行	601998.SH	7.46	3,041	6.36	6.14	0.57	0.53	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.8%	4.8%
民生银行	600016.SH	4.09	1,450	6.51	6.58	0.32	0.31	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.7%	4.6%
浦发银行	600000.SH	12.45	3,797	8.46	7.58	0.56	0.55	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.3%	3.6%
兴业银行	601166.SH	20.41	4,319	5.82	5.54	0.53	0.49	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	5.2%	5.2%
光大银行	601818.SH	3.48	1,615	5.50	5.36	0.40	0.38	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.4%	5.5%
华夏银行	600015.SH	6.84	1,089	4.73	4.56	0.34	0.32	7.4%	7.3%	0.57%	0.57%	5.9%	5.3%
平安银行	000001.SZ	11.52	2,236	5.42	5.38	0.49	0.46	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.3%	5.2%
浙商银行	601916.SH	3.05	657	5.96	5.91	0.45	0.43	7.8%	7.5%	0.45%	0.43%	5.5%	5.4%
南京银行	601009.SH	10.96	1,355	6.55	5.97	0.74	0.68	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.7%	5.1%
宁波银行	002142.SZ	26.49	1,749	6.15	5.54	0.76	0.68	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.4%	3.7%
江苏银行	600919.SH	10.21	1,874	5.65	5.16	0.72	0.64	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	5.1%	5.6%
上海银行	601229.SH	9.07	1,289	5.59	5.44	0.51	0.48	9.5%	9.1%	0.72%	0.69%	5.5%	5.6%
杭州银行	600926.SH	15.22	1,103	5.85	5.15	0.79	0.70	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.6%	3.5%
苏州银行	002966.SZ	8.23	368	7.07	6.53	0.72	0.67	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.5%	4.8%
成都银行	601838.SH	17.40	737	5.53	5.10	0.82	0.73	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	5.1%	5.4%
重庆银行	601963.SH	9.16	174	6.14	5.63	0.55	0.51	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	4.5%	4.9%
齐鲁银行	601665.SH	5.77	355	6.57	5.86	0.78	0.72	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.5%	4.2%
厦门银行	601187.SH	6.54	173	7.71	7.59	0.64	0.60	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.7%	4.5%
无锡银行	600908.SH	5.89	129	5.80	5.48	0.56	0.51	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.9%	4.0%
常熟银行	601128.SH	7.00	232	5.03	4.43	0.66	0.59	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.6%	3.6%
江阴银行	002807.SZ	4.54	112	5.25	4.96	0.55	0.51	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.4%	4.6%
苏农银行	603323.SH	5.01	101	4.88	4.55	0.51	0.46	10.9%	10.6%	0.93%	0.91%	3.6%	3.5%
张家港行	002839.SZ	4.34	106	5.88	5.56	0.56	0.52	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.6%	4.7%
瑞丰银行	601528.SH	5.35	105	5.19	4.88	0.51	0.47	10.2%	10.0%	0.88%	0.85%	3.7%	3.9%
紫金银行	601860.SH	2.87	105	6.47	6.39	0.47	0.42	7.7%	6.9%	0.57%	0.51%	3.5%	3.5%
沪农商行	601825.SH	8.61	830	6.70	6.46	0.63	0.59	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	5.0%	5.1%
渝农商行	601077.SH	6.42	568	6.06	5.71	0.55	0.51	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.7%	5.0%
A 股板块平均				6.72	6.41	0.67	0.62	10.4%	10.0%	0.79%	0.77%	4.3%	4.3%

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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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”）在中华人民共和国境内（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。

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，任何人均无权在任何情况下使用他们。