

息差持续反弹，净利息收入高增

——杭州银行 25 年年报暨 26Q1 财报点评

核心观点

- **净利息收入高增，拨备持续反哺利润。**截至 25 年末/26Q1，营收、PPOP、归母净利润累计同比增速（下同）为+1.1%/+4.3%、+0.1%/+6.4%、+12.1%/+10.1%。截至 26Q1，利息净收入同比增速 20.7%，较 25A 改善 7.9pct，测算净息差边际反弹，对营收贡献转正，同时贷款投放提速。手续费净收入同比增速-11.2%，较 25A 下降 24.3pct。其他非息收入高基数下同比-36.7%，增速较 25A 下降 5.3pct，主要是 25Q1 浮盈兑现力度较大（投资收益实现 41 亿），今年降至 13.7 亿。拨备持续反哺利润，减值计提同比-51.1%，归母净利润仍保持双位数增长。
- **对公压舱石作用凸显，息差强势反弹。**截至 26Q1，总资产、贷款总额同比增速为 9.6%、15.9%，较 25A-2.3pct/+1.5pct，信贷增长延续三季度提速。26Q1 新增信贷 812 亿元，均由对公贷款贡献，25 年对公信贷投放主要聚焦于政信业务等优势领域，房地产贷款余额明显下降，零售贷款余额仍较年初小幅下降。25 年净息差 1.36%，较 24 年仅小幅收窄 5BP，较 25H1 回升 1BP，测算 26Q1 息差延续强势反弹，除了存款到期重定价影响之外，预计资产端收益率降幅显著收窄。
- **资产质量持续优异，拨备反哺利润空间充足。**截至 26Q1，不良率持平于年初，关注率环比-5BP。截至 25 年末，逾期率较 25H1 下降 18BP，对公贷款不良率较 25H1 下降 7BP，个贷不良率较 25H1 抬升 19BP，零售风险加速确认，按揭和经营贷不良率分别上升 25BP 和 24BP。截至 26Q1，拨备覆盖率、拨贷比分别较 25 年末下降 21pct 和 16BP 至 481%和 3.64%，拨备基础厚实，持续有效地反哺利润增长。25 年测算分红比例（归母净利润口径）25.1%，股东层面，除新华保险持股 5%外，26Q1 中国人寿新进前十大股东，持股比例 2.89%。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25A/26Q1 财报数据，预测公司 26/27/28 年归母净利润同比增速为 11.1%/10.8%/10.2%，BVPS 为 20.99/23.90/27.10 元（原 26-27 年预测值分别为 20.20 元/23.24 元，主要是调整息差预期），当前股价对应 26/27/28 年 PB 为 0.81X/0.72X/0.63X。采用可比公司估值法，维持 20%估值溢价，即 26 年 0.91 倍 PB，对应合理价值 19.08 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

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 38,381 | 38,799 | 41,068 | 43,819 | 46,853 |
| 同比增长(%) | 9.6% | 1.1% | 5.9% | 6.7% | 6.9% |
| 营业利润(百万元) | 19,264 | 21,219 | 24,045 | 26,642 | 29,363 |
| 同比增长(%) | 18.2% | 10.1% | 13.3% | 10.8% | 10.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 16,983 | 19,029 | 21,133 | 23,419 | 25,813 |
| 同比增长(%) | 18.1% | 12.1% | 11.1% | 10.8% | 10.2% |
| 每股收益(元) | 2.81 | 2.50 | 2.79 | 3.10 | 3.43 |
| 每股净资产(元) | 17.81 | 18.37 | 20.99 | 23.90 | 27.10 |
| 总资产收益率(%) | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 平均净资产收益率(%) | 16.0% | 14.6% | 14.2% | 13.8% | 13.5% |
| 市盈率 | 6.24 | 6.43 | 6.14 | 5.51 | 4.98 |
| 市净率 | 0.95 | 0.93 | 0.81 | 0.72 | 0.63 |

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

| | |
|-----------------|------------------|
| 股价（2026年04月24日） | 17.11 元 |
| 目标价格 | 19.08 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 17.57/13.9 元 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 724,900/724,900 |
| A 股市值（百万元） | 124,030 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 银行 |
| 报告发布日期 | 2026 年 04 月 28 日 |

股价表现

| | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现% | 0.71 | 4.14 | 11.98 | 22.5 |
| 相对表现% | -0.15 | -2.44 | 10.56 | -3.53 |
| 沪深 300% | 0.86 | 6.58 | 1.42 | 26.03 |



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 |
| 陶明婧 | 执业证书编号：S0860525090006 香港证监会牌照：BXO331 taomingjing@orientsec.com.cn 021-63326320 |

相关报告

| | |
|---------------------------------|------------|
| 利润延续高增，资产质量持续优异：杭州银行 25Q3 财报点评 | 2025-11-06 |
| 利润保持高增，净息差收窄有限：——杭州银行 25H1 财报点评 | 2025-08-28 |
| 存贷两旺，利润保持高增：——杭州银行 25Q1 财报点评 | 2025-05-05 |

表 1：可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 24 日）

| 公司简称 | 收盘价 (元) | PB (倍) | | | 每股净资产 (元) | | | 净利润同比增速 | | |
|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2025A/E | 2026E | 2027E | 2025A/E | 2026E | 2027E | 2025A/E | 2026E | 2027E |
| 江苏银行 | 11.29 | 0.80 | 0.73 | 0.66 | 14.03 | 15.49 | 17.16 | 7.7% | 8.8% | 8.8% |
| 南京银行 | 11.74 | 0.80 | 0.73 | 0.67 | 14.66 | 16.10 | 17.57 | 8.1% | 7.8% | 9.4% |
| 宁波银行 | 32.30 | 0.96 | 0.85 | 0.76 | 33.69 | 38.13 | 42.32 | 8.1% | 8.7% | 10.0% |
| 成都银行 | 18.37 | 0.88 | 0.79 | 0.71 | 20.84 | 23.37 | 26.01 | 3.3% | 5.5% | 6.8% |
| 常熟银行 | 7.41 | 0.80 | 0.69 | 0.62 | 9.24 | 10.66 | 11.99 | 10.7% | 13.0% | 11.2% |
| 可比公司平均 | | 0.85 | 0.76 | 0.68 | 18.50 | 20.75 | 23.01 | 7.6% | 8.7% | 9.2% |

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 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 核心假设 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 净利息收入 | 24,457 | 27,592 | 30,422 | 32,640 | 35,115 | 贷款增速 | 16.16% | 14.33% | 11.00% | 10.00% | 10.00% |
| 利息收入 | 62,868 | 63,169 | 66,760 | 72,144 | 78,258 | 存款增速 | 21.85% | 13.14% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 利息支出 | 38,411 | 35,578 | 36,338 | 39,504 | 43,143 | 生息资产增速 | 14.75% | 11.95% | 9.63% | 9.13% | 9.16% |
| 净手续费收入 | 3,720 | 4,207 | 3,997 | 4,197 | 4,406 | 计息负债增速 | 14.11% | 11.69% | 9.22% | 9.26% | 9.30% |
| 营业收入 | 38,381 | 38,799 | 41,068 | 43,819 | 46,853 | 平均生息资产收益率 | 3.18% | 2.82% | 2.70% | 2.66% | 2.65% |
| 营业支出 | 19,117 | 17,580 | 17,024 | 17,176 | 17,490 | 平均计息负债付息率 | 2.10% | 1.73% | 1.60% | 1.59% | 1.59% |
| 税金及附加 | 385 | 418 | 436 | 473 | 511 | 净息差-测算值 | 1.24% | 1.23% | 1.23% | 1.21% | 1.19% |
| 业务及管理费 | 11,286 | 11,650 | 11,499 | 11,831 | 12,650 | 净利息收入-测算值 | 1.08% | 1.10% | 1.10% | 1.07% | 1.06% |
| 资产减值损失 | 7,446 | 5,511 | 5,089 | 4,872 | 4,329 | 净手续费收入增速 | -7.99% | 13.10% | -5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 营业利润 | 19,264 | 21,219 | 24,045 | 26,642 | 29,363 | 净其他非息收入增速 | 35.34% | -31.40% | -5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 利润总额 | 19,226 | 21,189 | 24,015 | 26,612 | 29,333 | 拨备支出/平均贷款 | 0.85% | 0.55% | 0.45% | 0.39% | 0.32% |
| 所得税 | 2,244 | 2,159 | 2,882 | 3,193 | 3,520 | 不良贷款净生成率 | 0.80% | 0.77% | 0.45% | 0.40% | 0.40% |
| 净利润 | 16,983 | 19,029 | 21,133 | 23,419 | 25,813 | 成本收入比 | 29.41% | 30.03% | 28.00% | 27.00% | 27.00% |
| 归母净利润 | 16,983 | 19,029 | 21,133 | 23,419 | 25,813 | 实际所得税率 | 11.67% | 10.19% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| | | | | | | 风险资产增速 | 6.61% | 12.77% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

| 资产负债表 | | | | | | 业绩增长率 | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 贷款总额 | 937,499 | 1,071,876 | 1,189,783 | 1,308,761 | 1,439,637 | 净利息收入 | 4.37% | 12.82% | 10.26% | 7.29% | 7.58% |
| 贷款减值准备 | 38,517 | 40,797 | 41,824 | 42,698 | 42,686 | 营业收入 | 9.61% | 1.09% | 5.85% | 6.70% | 6.93% |
| 贷款净额 | 900,326 | 1,032,540 | 1,147,959 | 1,266,063 | 1,396,951 | 拨备前利润 | 9.53% | 0.10% | 9.00% | 8.18% | 6.91% |
| 投资类资产 | 971,218 | 1,032,994 | 1,125,964 | 1,227,300 | 1,337,757 | 归母净利润 | 18.07% | 12.05% | 11.06% | 10.82% | 10.22% |
| 存放央行 | 118,888 | 143,779 | 160,490 | 176,539 | 194,193 | 盈利能力 | | | | | |
| 同业资产 | 82,878 | 114,039 | 114,039 | 114,039 | 114,039 | ROAA | 0.86% | 0.85% | 0.85% | 0.86% | 0.87% |
| 其他资产 | 39,045 | 39,452 | 52,073 | 56,980 | 62,365 | ROAE | 16.00% | 14.65% | 14.16% | 13.82% | 13.46% |
| 生息资产 | 2,110,483 | 2,362,689 | 2,590,276 | 2,826,640 | 3,085,627 | RORWA | 1.43% | 1.46% | 1.45% | 1.46% | 1.47% |
| 资产合计 | 2,112,356 | 2,362,806 | 2,603,675 | 2,848,997 | 3,118,258 | 资本状况 | | | | | |
| 存款 | 1,289,515 | 1,458,999 | 1,604,899 | 1,765,389 | 1,941,928 | 资本充足率 | 13.80% | 14.37% | 14.45% | 14.54% | 14.61% |
| 向央行借款 | 60,576 | 98,395 | 98,395 | 98,395 | 98,395 | 一级资本充足率 | 11.05% | 11.76% | 11.94% | 12.11% | 12.27% |
| 同业负债 | 264,457 | 259,854 | 285,839 | 314,423 | 345,866 | 核心一级资本充足率 | 8.85% | 9.59% | 9.97% | 10.32% | 10.64% |
| 发行债券 | 330,810 | 355,485 | 383,923 | 414,637 | 447,808 | 资产质量 | | | | | |
| 计息负债 | 1,945,358 | 2,172,733 | 2,373,057 | 2,592,845 | 2,833,997 | 不良贷款率 | 0.76% | 0.76% | 0.75% | 0.74% | 0.73% |
| 负债合计 | 1,976,308 | 2,199,617 | 2,421,487 | 2,645,760 | 2,891,834 | 拨贷比 | 4.11% | 3.81% | 3.52% | 3.26% | 2.97% |
| 股本 | 6,049 | 7,249 | 7,249 | 7,249 | 7,249 | 拨备覆盖率 | 541% | 502% | 471% | 443% | 405% |
| 其他权益工具 | 28,290 | 30,000 | 30,000 | 30,000 | 30,000 | 估值和每股指标 | | | | | |
| 资本公积 | 16,617 | 30,209 | 30,209 | 30,209 | 30,209 | P/E (倍) | 6.24 | 6.43 | 6.14 | 5.51 | 4.98 |
| 盈余公积 | 10,172 | 11,990 | 14,103 | 16,445 | 19,026 | P/B (倍) | 0.95 | 0.93 | 0.81 | 0.72 | 0.63 |
| 未分配利润 | 44,271 | 51,371 | 70,277 | 86,242 | 103,831 | EPS (元) | 2.81 | 2.50 | 2.79 | 3.10 | 3.43 |
| 股东权益合计 | 136,048 | 163,189 | 182,188 | 203,237 | 226,424 | BVPS (元) | 17.81 | 18.37 | 20.99 | 23.90 | 27.10 |
| 负债和股东权益合计 | 2,112,356 | 2,362,806 | 2,603,675 | 2,848,997 | 3,118,258 | | | | | | |

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。