

营收增速转正，分红比例继续抬升

——沪农商行 25 年年报暨 26Q1 财报点评

核心观点

- **营收利润增速边际改善，净利息收入和手续费收入为主要贡献。**截至 25 年末/26Q1，营收、PPOP、归母净利润累计同比增速（下同）为-2.9%/+1.2%、-2.5%/+4.6%、+0.2%/+0.7%。截至 26Q1，利息净收入同比+2.3%，增速较 25A+6.2pct，考虑到总资产同比+5.7%，判断净息差或边际企稳。手续费净收入同比增速+16.9%，较 25A+19.0pct。其他非息收入同比增速-10.9%，较 25A 下降 12.3pct，主要是汇兑损益有所波动，公司 AC+OCI 户占比较高，投资收益+公允价值变动损益总体保持稳健增长。营收增速回升，PPOP 和归母净利润增速亦较 25 年改善，减值计提同比+35.8%，信用成本抬升，归母利润增速改善幅度小于营收。
- **信贷增长提速，净息差降幅收窄。**截至 26Q1，总资产、贷款总额同比增速为 5.7%、4.2%，较 25A-1.0pct/+1.9pct，贷款增长提速。其中对公贷款对信贷投放支撑力度进一步增强，预计主要投向城市更新、城中村改造等方向；个人贷款规模较年初有所下降。25 年净息差 1.37%，较 24 年收窄 13BP，较 25H1 收窄 2BP，伴随存款久期结构改善以及重定价，26 年计息负债成本率仍有较为可观的改善空间。
- **资产质量保持平稳，内生增长支撑分红比例继续提升。**截至 26Q1，不良率持平于年初，关注率环比-21BP（25 年末较 25Q3 -2BP），测算不良净生成率 0.97%，同比抬升 40BP+，预计主要是个别对公大额贷款分类下迁所致。截至 25 年末，对公贷款不良率较 25H1 下降 7BP，主要是加大租赁和商务服务业的核销力度，个贷不良率较 25H1 抬升 6BP。截至 26Q1，拨备覆盖率、拨贷比分别较年初下降 25.8pct 和 24BP。25 年全年分红比例（归母净利润口径）同比提升 0.17pct 至 34.07%，核心一级资本充足率优势突出，内生增长稳健。

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 3.1%/3.8%/3.9%，BVPS 为 14.41/15.61/16.85 元（原 26-27 年预测值分别为 15.10 元/16.25 元，主要是调整息差预期），当前股价对应 26/27/28 年 PB 为 0.63X/0.58X/0.54X。采用可比公司估值法，维持 5% 估值溢价，即 26 年 0.69 倍 PB，对应合理价值 9.97 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)	26,641	25,870	26,713	27,656	28,705
同比增长(%)	0.9%	-2.9%	3.3%	3.5%	3.8%
营业利润(百万元)	15,013	15,005	15,737	16,324	16,943
同比增长(%)	5.0%	-0.0%	4.9%	3.7%	3.8%
归属母公司净利润(百万元)	12,288	12,313	12,694	13,176	13,685
同比增长(%)	1.2%	0.2%	3.1%	3.8%	3.9%
每股收益(元)	1.27	1.28	1.32	1.37	1.42
每股净资产(元)	12.84	13.26	14.41	15.61	16.85
总资产收益率(%)	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
平均净资产收益率(%)	10.3%	9.7%	9.5%	9.1%	8.7%
市盈率	7.19	7.13	6.94	6.68	6.43
市净率	0.71	0.69	0.63	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（2026年04月24日）	9.13 元
目标价格	9.97 元
52 周最高价/最低价	10.03/7.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	964,444/937,444
A 股市值（百万元）	88,054
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%	-0.11	2.7	7.54	13.39
相对表现%	-0.97	-3.88	6.12	-12.64
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

业绩改善，拨备覆盖率回升：沪农商行 25Q3 财报点评	2025-11-06
营收增速改善，资产质量平稳：——沪农商行 25H1 财报点评	2025-09-23
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

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	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
江阴银行	4.60	0.58	0.51	0.47	7.96	9.03	9.88	12.0%	20.5%	8.9%
张家港行	4.65	0.61	0.56	0.52	7.58	8.27	8.94	4.0%	4.5%	5.1%
南京银行	11.74	0.80	0.73	0.67	14.66	16.08	17.64	0.0%	7.8%	9.4%
常熟银行	7.41	0.80	0.69	0.62	9.24	10.66	11.99	12.4%	13.0%	11.2%
杭州银行	17.11	0.93	0.80	0.70	18.37	21.46	24.59	0.0%	11.0%	11.3%
可比公司调整平均		0.74	0.66	0.59	11.56	13.10	14.61	5.7%	11.4%	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	20,107	19,317	19,732	20,120	20,569	贷款增速	6.15%	2.35%	6.50%	6.00%	5.50%
利息收入	44,899	41,065	41,895	42,796	44,818	存款增速	5.48%	6.33%	6.30%	6.30%	6.30%
利息支出	24,792	21,748	22,163	22,676	24,249	生息资产增速	6.25%	5.93%	6.36%	6.02%	5.78%
净手续费收入	2,042	2,001	2,201	2,421	2,663	计息负债增速	6.58%	7.57%	6.72%	6.79%	6.87%
营业收入	26,641	25,870	26,713	27,656	28,705	平均生息资产收益率	3.19%	2.75%	2.64%	2.54%	2.52%
营业支出	11,628	10,865	10,976	11,332	11,763	平均计息负债付息率	1.93%	1.58%	1.51%	1.44%	1.44%
税金及附加	305	311	301	311	327	净息差-测算值	1.43%	1.29%	1.25%	1.20%	1.15%
业务及管理费	8,854	8,519	8,281	8,435	8,755	净利差-测算值	1.26%	1.17%	1.14%	1.10%	1.07%
资产减值损失	2,469	2,035	2,394	2,586	2,681	净手续费收入增速	-9.97%	-2.02%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	15,013	15,005	15,737	16,324	16,943	净其他非息收入增速	30.38%	1.33%	5.00%	7.00%	7.00%
利润总额	14,973	14,973	15,703	16,289	16,905	拨备支出/平均贷款	0.34%	0.27%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税	2,366	2,324	2,670	2,769	2,874	不良贷款净生成率	0.73%	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%
净利润	12,608	12,649	13,034	13,520	14,031	成本收入比	33.24%	32.93%	31.00%	30.50%	30.50%
归母净利润	12,288	12,313	12,694	13,176	13,685	实际所得税率	15.80%	15.52%	17.00%	17.00%	17.00%
						风险资产增速	-0.17%	5.16%	4.00%	4.00%	4.00%

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	755,219	773,001	823,246	872,641	920,636	净利息收入	-2.86%	-3.93%	2.15%	1.97%	2.23%
贷款减值准备	25,705	24,346	23,335	22,383	21,266	营业收入	0.86%	-2.89%	3.26%	3.53%	3.79%
贷款净额	731,185	750,433	799,911	850,258	899,370	拨备前利润	-3.60%	-2.49%	6.40%	4.30%	3.77%
投资类资产	524,117	555,856	589,207	618,667	649,601	归母净利润	1.20%	0.20%	3.09%	3.80%	3.86%
存放央行	72,922	72,109	72,711	77,292	82,161	盈利能力					
同业资产	97,466	134,706	148,176	162,994	179,293	ROAA	0.88%	0.82%	0.79%	0.77%	0.75%
其他资产	62,118	74,562	68,035	72,732	77,783	ROAE	10.35%	9.74%	9.51%	9.10%	8.74%
生息资产	1,449,724	1,535,672	1,633,341	1,731,594	1,831,692	RORWA	1.49%	1.46%	1.43%	1.43%	1.43%
资产合计	1,487,809	1,587,666	1,700,878	1,818,290	1,944,585	资本状况					
存款	1,072,141	1,140,032	1,211,854	1,288,201	1,369,358	资本充足率	17.15%	16.81%	17.56%	18.27%	18.96%
向央行借款	48,735	47,888	47,888	47,888	47,888	一级资本充足率	14.76%	14.47%	15.13%	15.76%	16.37%
同业负债	129,573	115,477	121,251	127,314	133,679	核心一级资本充足率	14.73%	14.44%	15.09%	15.72%	16.31%
发行债券	73,589	120,913	139,049	159,907	183,893	资产质量					
计息负债	1,324,038	1,424,310	1,520,043	1,623,310	1,734,818	不良贷款率	0.97%	0.96%	0.96%	0.97%	0.98%
负债合计	1,359,828	1,455,386	1,557,421	1,663,227	1,777,478	拨贷比	3.40%	3.15%	2.83%	2.56%	2.31%
股本	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	拨备覆盖率	352%	329%	297%	265%	236%
其他权益工具	0	0	0	0	0	估值和每股指标					
资本公积	16,548	16,540	16,540	16,540	16,540	P/E (倍)	7.19	7.13	6.94	6.68	6.43
盈余公积	36,745	41,436	46,779	52,322	58,075	P/B (倍)	0.71	0.69	0.63	0.58	0.54
未分配利润	37,150	39,608	45,006	50,334	55,863	EPS (元)	1.27	1.28	1.32	1.37	1.42
股东权益合计	127,982	132,280	143,457	155,063	167,108	BVPS (元)	12.84	13.26	14.41	15.61	16.85
负债和股东权益合计	1,487,809	1,587,666	1,700,878	1,818,290	1,944,585						

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。