

公司研究 | 点评报告 | 杭州银行 (600926.SH)

如何理解营收弹性与含金量？

——2025 年年报&2026 年一季报点评

报告要点

杭州银行 2026Q1 营收增速 4.3%，归母净利润增速 10.1%。营收弹性低于可比同业，源于主动消化 2025 年债券投资收益兑现的高基数。一季度营收增长含金量非常高，利息净收入增速显著上行至 20.7%（2025 全年增速 12.8%），在头部城商行中领先，反映息差回升+信贷高速扩表。资产质量优势稳固，拨备覆盖率中期维度内仍将下行，非信贷拨备依然非常充裕。作为战略/治理/股权最稳定的龙头城商行，预计中期维度内 ROE 保持 14%以上，目前 2026 年 PB 估值仅 0.85x，PE 估值仅 6.1x，长期重点推荐，维持“买入”评级。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002



谢金彤

杭州银行 (600926.SH)

2026-05-04

如何理解营收弹性与含金量？

——2025 年年报&2026 年一季报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 年度营收增速 1.1%，归母净利润增速 12.1%；2026Q1 营收增速 4.3%，归母净利润增速 10.1%。2025 年末、2026Q1 末不良率稳定于 0.76%，2025 年末拨备覆盖率 502%，较期初下降 39pct，2026Q1 末拨备覆盖率 481%，环比下降 21pct。

事件评论

- **营收弹性低于可比同业，源于主动消化投资高基数。**2026Q1 营收增速回升，但长三角头部城商行同业普遍实现 10%左右高增长，市场关注营收弹性的差异。我们认为：1) 一季度营收增长含金量非常高，利息净收入增速显著上行至 20.7% (2025 年度增速 12.8%)，在头部城商行中领先，反映息差回升+信贷高速扩表。2) 主动消化过去两年投资收益高基数影响，为未来营收可持续增长留足空间。2026Q1 投资收益+公允价值损益同比下滑 38.8%，手续费在高基数下同比下滑 11.2%。投资端明显减少债券兑现收益，**考虑 2025 年高基数主要集中在上半年 (AC+OCI 合计兑现 19.3 亿元，占全年总额 96%，基于债市判断兑现大概率集中在 2025Q1)，预计二季度起高基数压力将明显减弱。中期维度如果扩表和息差企稳的趋势可持续，预计 2027 年起营收增速将回升至两位数左右高水平。**
- **优质对公贷款放量，预计新五年周期内信贷占比上升。**2025 年度、2026Q1 贷款较期初增速分别高达 14.3%、7.6%，2026Q1 单季增量同比大幅多增并创历史新高，预计中期维度内资产负债表结构稳步调整，贷款占比将持续提高并明显超过金融投资，在浙江省内信贷市占率也将持续上升。政府类对公贷款是当前核心增长点，2025 年度一般对公贷款较期初大幅增长 25.1%，票据贴现压降 32%，2026Q1 对公贷款 (含票据) 较期初增长 11.7%，预计全年增速将达到 20%以上。零售贷款受需求影响 2026Q1 较期初收缩 3.0%。
- **净息差连续回升，中期维度利息净收入高增长可持续。**2025 年度净息差 1.36%，同比下降 5BP，较上半年回升 1BP，测算 2026Q1 净息差升至 1.43%。1) 资产收益率下行趋稳，2025 年度贷款收益率同比降低 60BP 至 3.65%，目前行业自律约束收紧，预计新发贷款利率企稳。2) 2025 年度存款成本率同比降低 37BP，预计 2026 年降幅超过 20BP，且一季度已经体现，是净息差回升的关键。**我们预计中期维度内净息差有望在 1.4%左右企稳，利息净收入今年增速保持 20%左右，未来两年有望维持双位数以上增速。**
- **资产质量优势稳固，拨备覆盖率中期维度内仍将下行。**2025 年度不良净生成率 0.77%，同比降低 4BP，绝对水平依然低于银行同业。随着优质对公贷款占比上升，预计今年将进一步改善。拨备覆盖率目前依然显著高于同业均值，在资产质量优异的情况下，需要保持较低的信用成本以支撑利润增长，**预计三年维度拨备覆盖率将逐步向 350%-400%区间收敛。**非信贷拨备非常充裕，2025 年末 AC 和 OCI 减值余额高达约 122 亿元。
- **投资建议：战略/治理/股权最稳定的龙头城商行。**Q1 末核心一级资本充足率 9.6%，考虑资产增速低于信贷增速，且 ROE 领先，当前阶段资本足够内生增长，再融资需求不紧迫。预计中期维度内 ROE 保持 14%以上，作为稀缺的盈利可持续双位数增长优质城商行，目前 2026 年 PB 估值仅 0.85x，PE 估值仅 6.1x，长期重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、信贷规模扩张不及预期；
- 2、资产质量出现明显波动。

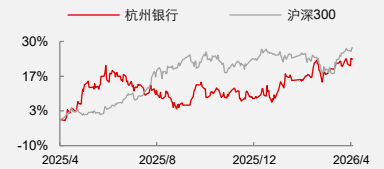
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	17.40
总股本(万股)	724,900
流通A股/B股(万股)	724,900/0
每股净资产(元)	19.32
近12月最高/最低价(元)	17.85/14.58

注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



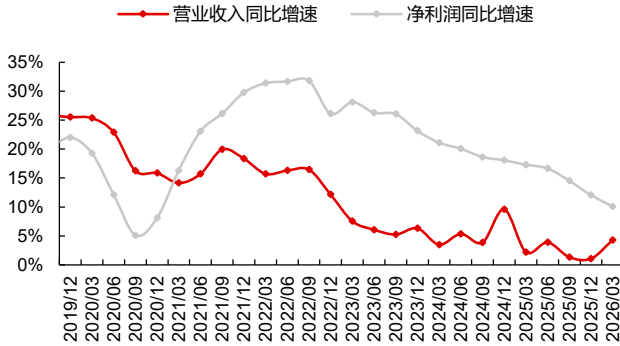
资料来源：Wind

相关研究

- 《新五年战略启动，PB-ROE 显著低估》2025-12-22
- 《息差企稳，利息加速，投资收益波动——2025 年三季报点评》2025-11-07
- 《利息加速上行，盈利&资产质量继续领跑——2025 年中报点评》2025-08-29

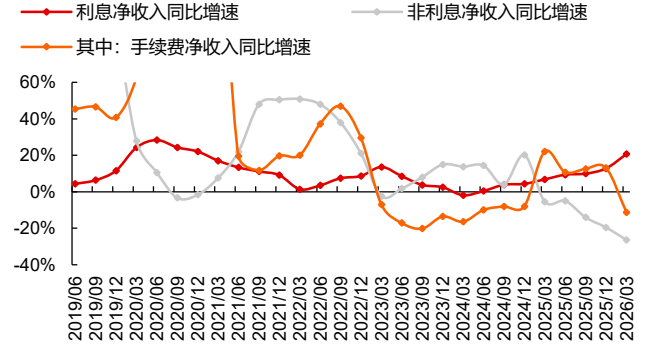

 更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：2026Q1 杭州银行营收同比增速明显回升



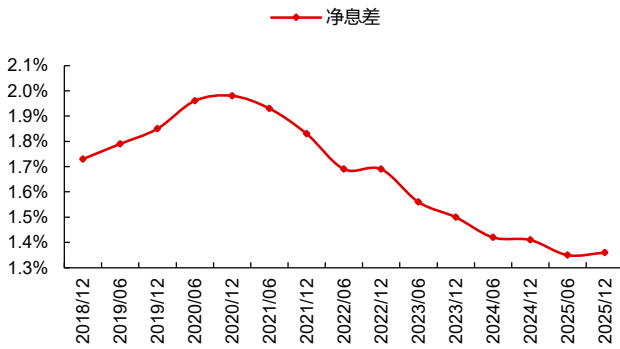
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 2：2026Q1 杭州银行利息净收入显著加速增长



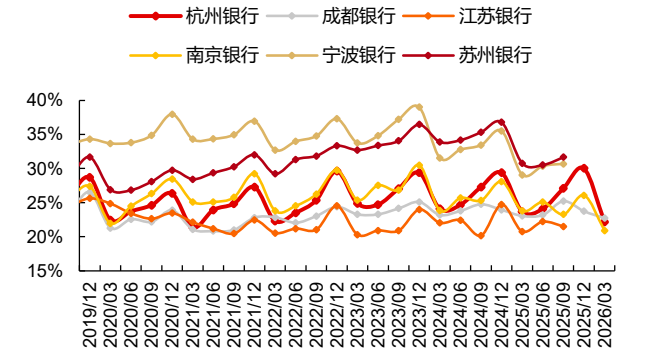
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所（注：部分数值因坐标轴设置未显示）

图 3：杭州银行净息差 2025 年度基本筑底企稳



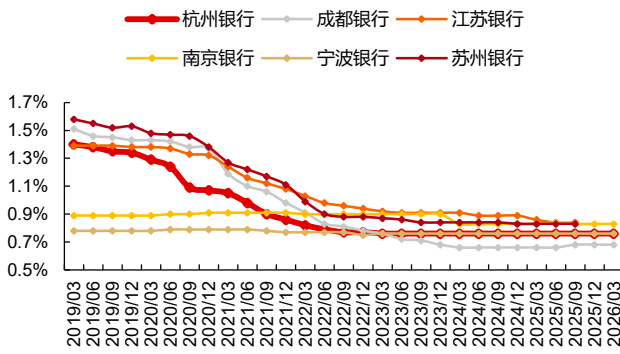
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 4：2026Q1 杭州银行成本收入比同比下降



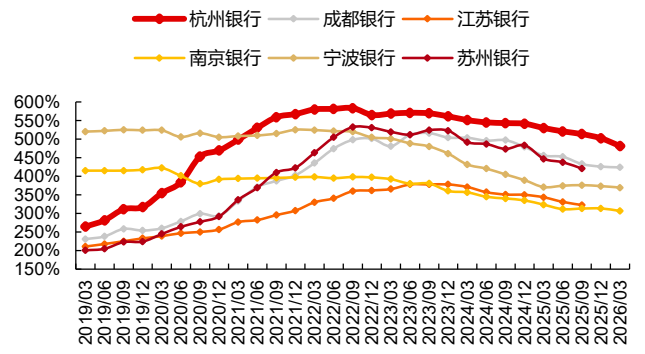
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 5：2026Q1 杭州银行不良率稳定于 0.76%



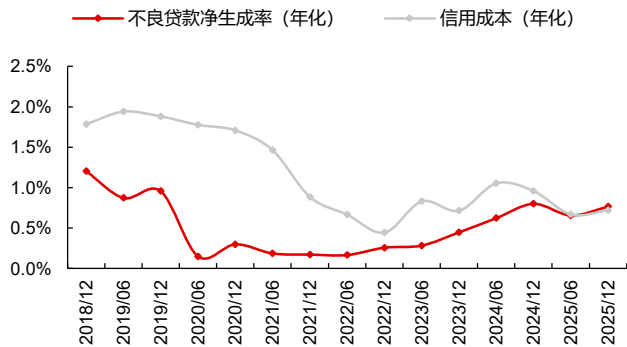
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 6：杭州银行拨备覆盖率继续保持行业领先水平



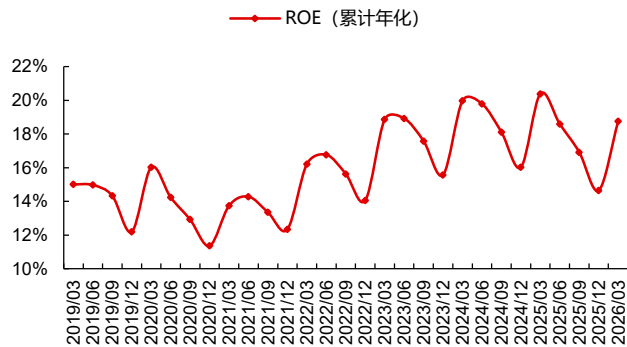
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 7：杭州银行的不良净生成率和信用成本持续低于可比同业



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 8：杭州银行目前年度 ROE 水平依然领先同业



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 9：杭州银行核心指标盈利预测及估值

单位：千元	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12	2026/03	2026/06	2026/09	2026/12	2027/12	2028/12
资产总额	1,616,538,051	1,841,330,802	2,112,355,860	2,362,805,622	2,435,673,214	2,504,573,959	2,551,830,072	2,658,156,325	2,990,425,865	3,364,229,099
增速 (较初期)	16.25%	13.91%	14.72%	11.86%	3.08%	6.00%	8.00%	12.50%	12.50%	12.50%
负债总额	1,517,964,826	1,730,037,592	1,976,307,861	2,199,616,856	2,265,645,478	2,330,558,480	2,373,190,576	2,479,043,651	2,794,213,801	3,149,187,539
增速 (较初期)	16.72%	13.97%	14.23%	11.30%	3.00%	5.95%	7.89%	12.70%	12.71%	12.70%
营业收入	32,931,506	35,015,541	38,381,172	38,798,611	10,405,564	20,993,210	30,488,388	41,018,074	46,129,469	52,066,413
增速 (同比)	12.16%	6.33%	9.61%	1.09%	4.29%	4.48%	5.57%	5.72%	12.46%	12.87%
归属于母公司股东的净利润	11,679,330	14,383,367	16,982,563	19,029,250	6,628,893	12,887,357	17,511,373	21,057,839	23,342,617	25,704,687
增速 (同比)	26.11%	23.15%	18.07%	12.05%	10.09%	10.50%	10.24%	10.66%	10.85%	10.12%
净息差	1.69%	1.50%	1.41%	1.36%	1.43%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
成本收入比	29.64%	29.40%	29.41%	30.03%	22.18%	23.00%	26.00%	29.00%	28.50%	28.50%
不良贷款率	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
拨备覆盖率	565.10%	561.42%	541.45%	502.24%	481.39%	469.60%	462.00%	452.54%	426.42%	395.40%
不良贷款净生成率 (年化)	0.26%	0.45%	0.80%	0.77%		0.60%	0.60%	0.60%	0.55%	0.55%
信用成本 (年化)	0.44%	0.72%	0.96%	0.72%		0.50%	0.45%	0.50%	0.60%	0.50%
ROA	0.78%	0.83%	0.86%	0.85%	1.11%	1.06%	0.95%	0.84%	0.83%	0.81%
ROE	14.06%	15.57%	16.02%	14.65%	18.75%	17.93%	16.13%	14.59%	14.51%	14.37%
核心一级资本充足率	8.08%	8.16%	8.85%	9.59%	9.56%	9.59%	9.71%	9.35%	9.27%	9.17%
一级资本充足率	9.77%	9.64%	11.05%	11.76%	11.62%	11.59%	11.67%	11.24%	10.94%	10.66%
资本充足率	12.89%	12.51%	13.80%	14.37%	14.14%	14.10%	14.15%	13.67%	13.28%	12.89%
EPS (元)	1.83	2.31	2.69	2.50	0.88	1.71	2.35	2.84	3.16	3.48
BVPS (元)	13.76	15.90	18.03	18.37	19.32	19.87	20.50	20.57	22.93	25.53
每股分红 (元)	0.40	0.52	0.65	0.66				0.75	0.83	0.92
P/E	9.49	7.53	6.46	6.97				6.13	5.51	5.00
P/B	1.26	1.09	0.97	0.95				0.85	0.76	0.68
股息率	2.30%	2.99%	3.74%	3.79%				4.32%	4.79%	5.29%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：估值基于 2026 年 4 月 30 日收盘价）

风险提示

- 1、信贷规模扩张不及预期：公司以利息净收入为主要收入来源，如果信贷需求不足导致投放较差，将导致公司营业收入增速疲弱，从而对业绩造成负面影响。
- 2、资产质量出现明显波动：当前我国经济仍处于经济复苏早期，假如公司的企业和居民客户面临较大的现金流压力，将可能导致公司不能按时收回贷款的利息和本金，形成坏账，从而影响公司的资产质量以及利润水平。

财务报表及预测指标 (单位: 千元)

合并资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	合并利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
资产合计	2,362,805,622	2,658,156,325	2,990,425,865	3,364,229,099	营业收入	38,798,611	41,018,074	46,129,469	52,066,413
现金及存放央行款项	143,779,337	133,659,192	149,642,339	167,561,183	利息净收入	27,591,627	32,569,029	36,891,723	41,516,552
发放贷款和垫款	1,032,540,364	1,200,520,886	1,392,865,830	1,602,945,554	手续费及佣金净收入	4,207,046	4,365,302	4,690,695	4,962,806
金融投资	1,032,994,136	1,182,879,565	1,270,930,993	1,396,155,076	投资收益等	6,999,938	4,083,743	4,547,051	5,587,055
交易性金融资产	128,601,345	147,294,261	158,258,581	173,851,706	营业支出	17,589,262	17,336,973	19,881,203	23,164,136
债权投资	444,071,811	515,487,572	553,859,540	608,430,995	信用减值损失	5,511,412	5,065,987	6,312,663	7,850,259
其他债权投资	459,580,075	519,290,452	557,945,500	612,919,542	营业利润	21,209,349	23,681,100	26,248,267	28,902,278
其他权益工具投资	740,905	807,279	867,371	952,833	归母净利润	19,029,250	21,057,839	23,342,617	25,704,687
存放同业款项	15,765,169	18,607,094	20,932,981	23,549,604	经营指标	2025A	2026E	2027E	2028E
拆出资金	36,354,794	42,530,501	47,846,814	53,827,666	资产总额较期初增速	11.86%	12.50%	12.50%	12.50%
买入返售金融资产	61,919,390	33,441,351	57,369,668	62,998,122	贷款总额较期初增速	14.33%	15.84%	15.80%	14.78%
其他资产合计	39,452,432	46,517,736	50,837,240	57,191,895	负债总额较期初增速	11.30%	12.70%	12.71%	12.70%
负债合计	2,199,616,856	2,479,043,651	2,794,213,801	3,149,187,539	存款总额较期初增速	13.20%	12.48%	12.03%	12.04%
向中央银行借款	98,395,027	79,744,690	89,712,776	100,926,873	营业收入同比增速	1.09%	5.72%	12.46%	12.87%
同业存放款项	215,502,438	247,208,538	284,090,457	319,601,764	利息净收入同比增速	12.82%	18.04%	13.27%	12.54%
拆入资金	25,273,012	26,581,563	29,904,259	33,642,291	非利息净收入同比增速	-19.51%	-24.61%	9.33%	14.20%
卖出回购金融资产	19,078,629	26,581,563	29,904,259	33,642,291	成本收入比	30.03%	29.00%	28.50%	28.50%
吸收存款	1,458,999,372	1,638,588,050	1,835,643,662	2,056,564,404	归母净利润	12.05%	10.66%	10.85%	10.12%
应付债券	355,484,517	425,305,012	478,468,138	555,097,801	EPS	2.50	2.84	3.16	3.48
其他负债合计	26,883,861	35,034,234	46,490,250	49,712,114	BVPS	18.37	20.57	22.93	25.53
股东权益合计	163,188,766	179,112,674	196,212,064	215,041,559	ROE	14.65%	14.59%	14.51%	14.37%
股本	7,249,003	7,249,003	7,249,003	7,249,003	ROA	0.85%	0.84%	0.83%	0.81%
其他权益工具	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	净息差	1.36%	1.40%	1.40%	1.40%
优先股					不良贷款率	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
永续债	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000	拨备覆盖率	502%	453%	426%	395%
资本公积	30,208,748	30,208,748	30,208,748	30,208,748	核心一级资本充足率	9.59%	9.35%	9.27%	9.17%
其他综合收益	2,931,375	3,365,452	3,365,452	3,365,452	估值	2025A	2026E	2027E	2028E
盈余公积	11,989,634	14,048,918	16,336,680	18,860,648	P/E	6.97	6.13	5.51	5.00
一般风险准备	29,439,503	33,558,071	38,133,594	43,181,532	P/B	0.95	0.85	0.76	0.68
未分配利润	51,370,503	60,682,482	70,918,587	82,176,176	股息率	3.79%	4.32%	4.79%	5.29%

资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所 (注: 估值对应 2026 年 4 月 30 日收盘价)

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。