

沪农商行(601825)

报告日期: 2026年05月21日

营收改善, 分红提升

——沪农商行更新报告

投资要点

□ 26Q1 沪农商行业绩实现双正增长, 2025 年分红率继续提升, 股息优势凸显。

□ 业绩概览

26Q1 沪农商行营业收入、归母净利润同比分别增长 1.2%、0.7%，增速较 25A 提升 4.1pc、0.5pc。26Q1 末沪农商行不良率为 0.96%，环比持平；拨备覆盖率为 303%，环比下降 26pc。

□ 营收同比回正

26Q1 沪农商行营业收入、归母净利润同比分别增长 1.2%、0.7%，增速较 25A 提升 4.1pc、0.5pc。沪农商行 26Q1 营收利润均同比正增，符合市场预期。沪农商行 26Q1 业绩较 25A 改善，改善背后主要驱动因素为：（1）息差拖累改善，26Q1 单季息差同比下降 4bp，息差降幅较 25Q4 收窄 3bp。（2）成本对利润的贡献加大，26Q1 成本收入比为 23%，同比下降 2.3pc。主要拖累因素为：（1）减值对利润的影响从去年的正向贡献转为 26Q1 的负向贡献。26Q1 资产减值损失同比增长 36%，增速较 25A 上升 53pc。（2）其他非息增速转负，26Q1 其他非息同比下降 11%，增速较 25A 放缓 12pc。

展望 2026 年，我们预计沪农商行营收和利润有望维持双正增长，主要考虑沪农商行贷款投放提速，以及息差降幅收窄。

□ 贷款增速提升

26Q1 贷款同比增长 4%，增速较 25Q4 末提升 2pc。从增量结构来看，对公贡献了全部的增量来源；零售贷款判断受提前还款原因，零售贷款余额较年初下降。

□ 息差环比下降

测算 26Q1 单季息差（期初期末口径）较 25Q4 下降 2bp 至 1.26%，主要是资产端收益率降幅大于负债端成本改善幅度。具体来看：①26Q1 生息资产收益率环比下降 12bp 至 2.50%，判断受结构和价格双重影响。一方面收益率更高的零售贷款占比下降，另一方面整体新发贷款收益率还在下降。②付息负债成本率环比下降 10bp 至 1.33%，判断主要是存款成本进一步改善，沪农商行 26Q1 人民币存款付息率较上年末压降 24bp。**展望 2026 年，预计沪农商行息差同比降幅有望大幅收敛，主要考虑存款挂牌利率调降利好持续释放。**

□ 前瞻指标改善

（1）不良前瞻指标改善，26Q1 末沪农商行不良率环比持平于 0.96%，关注率环比下降 21bp 至 1.58%；25Q4 末逾期率较 25Q2 下降 2bp 至 1.40%。（2）不良生成率改善，测算沪农商行 26Q1 真实不良（不良+关注）TTM 生成率较 25A 下降 28bp 至 0.82%。（3）零售领域压力仍存，25Q4 末对公贷款、零售贷款不良率较 25Q2 分别下降 4bp、上升 6bp 至 0.73%、1.56%。（4）拨备环比下降，26Q1 拨备覆盖率环比下降 26pc 至 303%。

□ 分红比例提升

沪农商行 2025 年分红率为 34.07%，较 2024 年（分红率为 33.91%）提升，现价对应 2025 年分红率为 5%。**预计沪农商行未来分红率有望继续提升，主要考虑沪农商行在新三年战略规划中确立了核心一级资本充足率合意区间为 12.5%至 13.5%。只要预期核心一级资本充足率运行在合意区间内，沪农商行将延续积极的分红策略并保持行业前列。**26Q1 末沪农商行核心一级资本充足率为 14.18%，高于合意区间，判断沪农商行有能力有意愿继续提升分红。

□ 盈利预测与估值

我们认为沪农商行 2026 年有望延续营收利润双正增长，分红率继续提升，股息优势凸显，继续看好沪农商行投资价值。预计沪农商行 2026-2028 年归母净利润

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杜秦川

执业证书号: S1230525120002
duqinchuan@stocke.com.cn

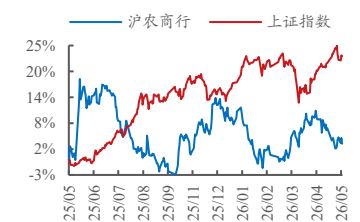
分析师: 徐安妮

执业证书号: S1230523060006
xuanni@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.69
总市值(百万元)	83,810.22
总股本(百万股)	9,644.44

股票走势图



相关报告

- 《股息优势凸显》2025.09.23
- 《扣非业绩维持正增》2025.04.25
- 《业绩小幅改善的高分红股》2024.10.26

增速为 1.20%/2.71%/3.23%，对应 BPS 为 14.14/15.03/15.94 元。给予目标价 10.75 元/股，对应目标估值为 2026 年 0.76x PB，现价空间 24%，维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露，银行经营情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,870	26,230	26,885	27,639
(+/-) (%)	-2.89%	1.39%	2.50%	2.80%
归母净利润	12,313	12,460	12,797	13,211
(+/-) (%)	0.20%	1.20%	2.71%	3.23%
每股净资产(元)	13.26	14.14	15.03	15.94
P/B	0.66	0.61	0.58	0.55

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

表1: 沪农商行 2026 年一季度业绩概览

维度	单位: 百万元	25Q1	25A	26Q1	环比变化	同比变化	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.46%	9.74%	11.06%	1.3pc	-0.4pc	11.5%	11.0%	11.3%	5.5%	11.1%	5.6pc
	ROA (年化)	0.96%	0.82%	0.91%	9bp	-5bp	0.94%	0.89%	0.92%	0.44%	0.89%	45bp
	拨备前利润	4,820	17,008	5,040		4.6%	4,820	4,700	4,662	2,827	5,040	78.3%
	同比增长	-7.8%	-2.5%	4.6%	7.1pc	n.a	-7.8%	4.9%	-0.2%	-7.8%	4.6%	12.4pc
	归母净利润	3,564	12,313	3,590		0.7%	3,564	3,448	3,555	1,745	3,590	105.7%
	同比增长	0.3%	0.2%	0.7%	0.5pc	0.4pc	0.3%	0.9%	1.2%	-3.2%	0.7%	3.9pc
	EPS (未年化)	0.37	1.28	0.37		0.7%	0.37	0.36	0.37	0.18	0.37	105.7%
BVPS (未年化)	12.95	13.26	13.65	3.0%	5.5%	12.95	13.15	13.06	13.26	13.65	3.0%	
特色指标	真实利润TTM	1,258	5,539	3,172		152.1%	7,408	5,936	7,301	5,539	7,453	34.5%
	真实利润TTM对应ROE						6.14%	4.84%	5.86%	4.40%	5.86%	1.5pc
	不含债真实利润TTM	570	3,150	2,535		345.0%	5,062	3,331	4,697	3,150	5,115	62.4%
	不含债真实利润TTM对应ROE						4.2%	2.7%	3.8%	2.5%	4.0%	1.5pc
	存贷利差 (半年度)		1.64%			n.a		1.66%		1.64%		
	存贷利差-不良生成 (半年度)		1.09%			n.a		1.14%		1.09%		
存贷利差-真实不良生成 (半年度)		0.54%			n.a		0.06%		0.54%			
收入拆分	营业收入	6,560	25,870	6,641		1.2%	6,560	6,884	6,387	6,039	6,641	10.0%
	同比增长	-7.4%	-2.9%	1.2%	4.1pc		-7.4%	0.8%	-2.7%	-1.9%	1.2%	3.2pc
	利息净收入	4,766	19,317	4,875		2.3%	4,766	4,859	4,837	4,855	4,875	0.4%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	1,459,688	1,486,150	1,544,404	3.9%	5.8%	1,459,688	1,483,799	1,491,751	1,509,363	1,544,404	2.3%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	1.37%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.31%	1.30%	1.26%	-4bp	-4bp	1.31%	1.31%	1.30%	1.29%	1.26%	-2bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	2.87%	2.76%	2.50%	-26bp	-37bp	2.87%	2.83%	2.74%	2.62%	2.50%	-12bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.69%	1.57%	1.33%	-25bp	-37bp	1.69%	1.64%	1.54%	1.42%	1.33%	-10bp
	非利息净收入	1,794	6,553	1,766		-1.6%	1,794	2,025	1,551	1,184	1,766	49.2%
	手续费净收入	604	2,001	706		16.9%	604	591	460	346	706	104.2%
	其他非息收入	1,190	4,552	1,060		-10.9%	1,190	1,434	1,090	838	1,060	26.5%
	业务及管理费	1,666	8,519	1,534		-7.9%	1,666	2,077	1,635	3,142	1,534	-51.2%
	成本收入比	25.39%	32.93%	23.09%	-9.8pc	-2.3pc	25.39%	30.17%	25.60%	52.02%	23.09%	-28.9pc
	资产减值损失	431	2,035	586		35.8%	431	437	315	853	586	-31.3%
	贷款减值损失	372	1,358	391		5.0%	372	440	295	251	391	-96%
	信用成本	0.20%	0.18%	0.20%	2bp	0bp	0.20%	0.23%	0.15%	0.13%	0.20%	-62bp
	所得税费用	749	2,324	786		5.0%	749	731	706	138	786	468.8%
	有效税率	17.06%	15.52%	17.64%	2.1pc	0.6pc	17.06%	17.15%	16.24%	7.00%	17.64%	10.6pc
	规模增长	总资产	1,539,929	1,587,666	1,627,400	2.5%	5.7%	1,539,929	1,549,419	1,558,094	1,587,666	1,627,400
生息资产余额		1,481,780	1,521,042	1,567,766	3.1%	5.8%	1,481,780	1,485,818	1,497,684	1,521,042	1,567,766	3.1%
贷款总额		771,127	773,001	803,742	4.0%	4.2%	771,127	774,164	767,304	773,001	803,742	4.0%
对公贷款		559,106	561,779	597,575	6.4%	6.9%	559,106	564,077	557,661	561,779	597,575	6.4%
个人贷款		212,021	211,222	206,166	-2.4%	-2.8%	212,021	210,087	209,643	211,222	206,166	-2.4%
同业资产		105,415	134,706	124,991	-7.2%	18.6%	105,415	94,004	125,328	134,706	124,991	-7.2%
金融投资		546,731	555,856	571,652	2.8%	4.6%	546,731	563,545	548,179	555,856	571,652	2.8%
存放央行		69,080	72,109	70,508	-2.2%	2.1%	69,080	67,956	68,884	72,109	70,508	-2.2%
总负债		1,410,839	1,455,386	1,491,282	2.5%	5.7%	1,410,839	1,418,402	1,427,882	1,455,386	1,491,282	2.5%
付息负债余额		1,378,051	1,424,310	1,460,260	2.5%	6.0%	1,378,051	1,384,112	1,394,291	1,424,310	1,460,260	2.5%
吸收存款		1,081,521	1,140,032	1,162,860	2.0%	7.5%	1,081,521	1,109,017	1,137,617	1,140,032	1,162,860	2.0%
企业活期		n.a	267,707	n.a		n.a		267,356		267,707		
个人活期		n.a	88,022	n.a		n.a		81,300		88,022		
企业定期		n.a	220,408	n.a		n.a		192,432		220,408		
个人定期		n.a	537,062	n.a		n.a		523,649		537,062		
同业负债		168,676	115,477	124,191	7.5%	-26.4%	168,676	131,605	121,818	115,477	124,191	7.5%
发行债券		76,623	120,913	123,423	2.1%	61.1%	76,623	94,275	83,370	120,913	123,423	2.1%
向央行借款		51,231	47,888	49,785	4.0%	-2.8%	51,231	49,214	51,486	47,888	49,785	4.0%
所有者权益		124,868	127,906	131,685	3.0%	5.5%	124,868	126,815	125,924	127,906	131,685	3.0%
总股本	9,644	9,644	9,644	0.0%	0.0%	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644	0.0%	
资产质量	不良贷款	7,482	7,403	7,710	4.2%	3.1%	7,482	7,498	7,480	7,403	7,710	4.2%
	不良率	0.97%	0.96%	0.96%	0bp	-1bp	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.96%	0bp
	关注贷款	11,524	13,845	12,709	-8.2%	10.3%	11,524	13,721	13,905	13,845	12,709	-8.2%
	关注率	1.49%	1.79%	1.58%	-21bp	9bp	1.49%	1.77%	1.81%	1.79%	1.58%	-21bp
	逾期贷款	n.a	10,832	n.a		n.a		10,966	n.a	10,832	n.a	
	逾期率	n.a	1.40%	n.a		n.a		1.42%	n.a	1.40%	n.a	
	不良生成额TTM	974	4,095	1,994		104.7%	4,548	4,531	4,141	4,095	5,114	24.9%
	不良生成率TTM	0.52%	0.54%	1.03%	52bp	0.63%	0.62%	0.56%	0.54%	0.66%	12bp	
	真实不良生成额TTM	2,856	8,298	857		-70.0%	6,909	9,236	7,971	8,298	6,299	-24.1%
	真实不良生成率TTM	0.50%	1.10%	0.15%	-36bp	0.96%	1.26%	1.07%	1.10%	0.82%	-28bp	
	逾期生成额TTM	n.a	3,839	n.a		n.a		5,519		3,839		
	逾期生成率TTM	n.a	0.51%	n.a		n.a		0.75%		0.51%		
	核销转出额	787	3,987	1,686	-57.7%	114.2%	787	944	313	1,942	-2,301	-218.5%
	核销转出率	43.16%	54.65%	91.11%	36.5pc	47.9pc	43.16%	50.49%	16.71%	103.86%	-124.33%	-228.2pc
逾期90+偏离度	n.a	93.6%	n.a		n.a		90.8%	n.a	93.6%	n.a		
拨备覆盖率	339%	329%	303%	-26pc	-36.2pc	339.3%	336.6%	340.1%	328.9%	303.1%	-25.8pc	
拨贷比	3.29%	3.15%	2.91%	-24bp	-38bp	3.29%	3.26%	3.32%	3.15%	2.91%	-24bp	
资本情况	RWA	876,804	890,556	935,649	5.1%	6.7%	876,804	881,162	874,805	890,556	935,649	5.1%
	核心一级资本充足率	14.36%	14.44%	14.18%	-26bp	-18bp	14.36%	14.52%	14.49%	14.44%	14.18%	-26bp
	一级资本充足率	14.39%	14.47%	14.21%	-26bp	-19bp	14.39%	14.55%	14.52%	14.47%	14.21%	-26bp
	资本充足率	16.74%	16.81%	16.50%	-31bp	-25bp	16.74%	16.90%	16.87%	16.81%	16.50%	-31bp
分红	分红金额	0	4,195	0				2,324		4,195		
	DPS	0	0.44	0		0.00		0.24		0.44		

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 25A 举例, 25Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 25A 生息资产平均余额为 25Q1、25Q2、25Q3、25Q4 平均余额的平均值。“环比变化”指 26Q1 环比 25A 的指标变化情况, “同比变化”指 26Q1 同比 25Q1 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 26Q1 环比 25Q4 指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
存放央行	72,109	231,769	246,834	261,644
同业资产	134,706	141,441	148,513	155,939
贷款总额	773,001	827,111	880,873	933,726
贷款减值准备	(23,831)	(23,215)	(22,135)	(21,180)
贷款净额	750,433	803,896	858,738	912,546
证券投资	555,856	429,756	462,862	497,857
其他资产	74,562	63,448	67,678	71,944
资产合计	1,587,666	1,714,820	1,829,134	1,944,439
同业负债	163,365	179,702	197,672	217,439
存款余额	1,140,032	1,219,834	1,299,124	1,377,071
应付债券	120,913	127,163	132,326	137,699
其他负债	31,076	47,218	50,385	53,573
负债合计	1,455,386	1,573,917	1,679,507	1,785,783
股东权益合计	132,280	140,903	149,627	158,655

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利息收入	19,317	19,755	20,510	21,347
净手续费收入	2,001	2,241	2,353	2,471
其他非息收入	4,552	4,234	4,022	3,821
营业收入	25,870	26,230	26,885	27,639
税金及附加	(311)	(213)	(222)	(232)
业务及管理费	(8,519)	(7,869)	(8,066)	(8,292)
营业外净收入	(16)	0	0	0
拨备前利润	17,008	18,148	18,598	19,115
资产减值损失	(2,035)	(3,200)	(3,245)	(3,266)
税前利润	14,973	14,948	15,352	15,849
所得税	(2,324)	(2,320)	(2,383)	(2,460)
税后利润	12,649	12,628	12,970	13,389
归属母公司净利润	12,313	12,460	12,797	13,211
归属母公司普通股股东净利润	12,313	12,460	12,797	13,211

主要财务比率

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
业绩增长				
利息净收入增速	(3.93%)	2.27%	3.82%	4.08%
手续费净增速	(2.02%)	12.00%	5.00%	5.00%
非息净收入增速	0.29%	(1.20%)	(1.54%)	(1.31%)
拨备前利润增速	(2.49%)	6.70%	2.48%	2.78%
归属母公司净利润增速	0.20%	1.20%	2.71%	3.23%
盈利能力				
ROAE	9.78%	9.43%	9.10%	8.85%
ROAA	0.80%	0.75%	0.72%	0.70%
风险加权资产收益率	1.42%	1.17%	1.00%	0.97%
生息率	2.76%	2.73%	2.62%	2.59%
付息率	1.57%	1.58%	1.50%	1.49%
净利差	1.19%	1.15%	1.13%	1.10%
净息差	1.30%	1.25%	1.22%	1.19%
成本收入比	32.93%	30.00%	30.00%	30.00%
资本状况				
资本充足率	16.81%	13.19%	12.96%	12.75%
核心资本充足率	14.44%	11.13%	11.10%	11.08%
风险加权系数	56.09%	72.00%	72.00%	72.00%
股息支付率	34.07%	34.07%	34.07%	34.07%

主要财务比率

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
资产质量				
不良贷款余额	7,403	7,865	7,675	7,858
不良贷款净生成率	0.54%	0.62%	0.50%	0.50%
不良贷款率	0.96%	0.95%	0.87%	0.84%
拨备覆盖率	329%	295%	288%	270%
拨贷比	3.15%	2.81%	2.51%	2.27%
流动性				
贷存比	67.81%	67.81%	67.81%	67.81%
贷款/总资产	48.69%	48.23%	48.16%	48.02%
平均生息资产/平均总资产	96.20%	95.38%	94.90%	94.74%
每股指标 (元)				
EPS	1.28	1.29	1.33	1.37
BVPS	13.26	14.14	15.03	15.94
每股股利	0.44	0.44	0.45	0.47
估值指标				
P/E	6.81	6.73	6.55	6.34
P/B	0.66	0.61	0.58	0.55
P/PPOP	4.93	4.62	4.51	4.38
股息收益率	5.01%	5.07%	5.20%	5.37%

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>