

# 沪农商行 (601825)

证券研究报告  
2023年04月30日

## 区位优势得天独厚，小微科创大有可为

### 基本面保持韧性，盈利能力稳中向好

公司披露 2022 年年报，全年营收和归母净利润同比分别增长 6.05%、13.16%，较 22Q1-Q3 分别下降 1.58pct，下降 3.95pct。此外公司披露 2023 年一季报，营收和归母净利润分别同比增长 7.49%、12.44%。从 23Q1 营收拆分来看，利息净收入同比增长 3.77%，增速较 2022 年全年下降 3.37pct，我们认为或受到 2022 年 LPR 下降背景下，年初贷款重定价导致净息差下行影响；手续费及佣金净收入同比增长 9.13%，较 2022 年全年提升 8.56pct。

公司 2022 年和 23Q1 年化加权平均 ROE 分别达 11.22%、13.52%，同比分别下降 0.17pct、提升 0.44pct，盈利能力表现稳中向好。

### 小微科创独具特色，存款延续高增速

2022 年公司净息差为 1.83%，较 22H1 略微下滑 4bp，主要受到生息资产收益率下滑 6bp 影响；计息负债成本率优化至 2.09%，主要系存款成本率稳中有降。公司 22Q4、23Q1 末贷款总额同比增长达 9.30%、8.65%，仍维持稳健增长。从贷款投放结构来看，公司科创金融业务独具特色，2022 年末科技型企业贷款余额达 712.12 亿元，同比增速 35.44%，占对公贷款总额比例超 15%。随着 22 年末以来疫情防控政策和宏观经济预期的边际改善，此前由于疫情影响而被压制的实体信贷需求有望持续释放，未来有望实现价稳量升的良好局面。

负债端来看，公司 22Q4、23Q1 末存款增速分别为 12.57%、10.85%，延续 22Q1-Q3 以来较高增速增长的态势，有望为疫后信贷放量打下坚实的基础。

### 资产质量扎实，拨备安全垫厚

公司 22Q4、23Q1 末不良率分别为 0.94%、0.97%，继续保持低位水平，关注类贷款占比则分别为 0.74%、0.57%，23Q1 末两者合计已经降至 1.54%，为历史较低水平。资产质量扎实的情况下，公司拨备压力明显减轻，23Q1 末达 422.66%，较 22Q4 末下降 22.66pct，仍然维持在 400%+ 的较高水平，风险抵补和利润反哺能力仍然较好。

### 投资建议：区位优势得天独厚，小微科创打开业绩增长空间

沪农商行作为唯一一家深耕于上海的上市农商行，得天独厚的区位优势为其坚守普惠金融，开展特色鲜明小微科创业务打下坚实基础。公司不断探索金融支持科技创新，以“科创更前、科技更全、科研更先”为导向，通过“创投型”金融思维为早中期科技型企业提供融资支持。随着上海产业转型战略逐步发力，沪农商行在上海尤其在市郊地区广泛布局网点，通过持续完善“鑫科贷”产品体系精准服务科创企业，在小微科创业务领域发力为其打开新的增长空间。我们对公司业绩表现持乐观态度，预计公司 2023-2025 年归母净利润同比增长 13.39%、15.30%、17.21%。目前对应公司 PB (MRQ) 0.54 倍，给予 2023 年目标 PB 0.58 倍，对应目标价 6.87 元，维持“增持”评级。

### 风险提示：信贷需求疲弱；信用风险波动；小微业务开展不及预期

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	241.64	256.27	272.68	295.11	319.35
增长率(%)	9.64	6.05	6.40	8.23	8.21
归属母公司股东净利润(亿元)	96.98	109.74	124.44	143.48	168.17
增长率(%)	18.84	13.16	13.39	15.30	17.21
每股收益(元)	1.08	1.14	1.29	1.49	1.74
市盈率(P/E)	5.44	5.16	4.56	3.95	3.37
市净率(P/B)	0.60	0.56	0.50	0.45	0.40

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/农商行 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.91 元
目标价格	6.87 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,644.44
流通 A 股股本(百万股)	4,621.76
A 股总市值(百万元)	56,998.67
流通 A 股市值(百万元)	27,314.62
每股净资产(元)	10.93
资产负债率(%)	91.73
一年内最高/最低(元)	6.75/5.24

### 作者

郭其伟	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030001	
guoqiwei@tfzq.com	
谢文旭	联系人
xiewenxu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《沪农商行-公司点评:资产质量稳中向好，疫后信贷放量可期》  
2023-01-21
- 《沪农商行-首次覆盖报告:借新兴产业东风，小微科创蓄势待发》  
2023-01-13

## 财务预测摘要

人民币亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	194	208	222	244	266	净利润增速	18.8%	13.2%	13.4%	15.3%	17.2%
手续费及佣金	22	22	22	22	23	拨备前利润增速	7.5%	5.2%	6.0%	11.9%	10.5%
其他收入	0	0	0	0	0	税前利润增速	23.0%	12.2%	12.4%	11.9%	17.2%
营业收入	242	256	273	295	319	营业收入增速	9.6%	6.1%	6.4%	8.2%	8.2%
营业税及附加	2.64	2.69	2.74	2.79	2.85	净利息收入增速	8.4%	7.1%	7.0%	9.9%	9.1%
业务管理费	75	81	82	84	86	手续费及佣金增速	-7.1%	-0.5%	2.0%	1.0%	3.0%
拨备前利润	167	175	186	208	230	营业费用增速	13.6%	7.8%	7.3%	0.4%	2.7%
计提拨备	45	39	32	36	28	<b>规模增长</b>					
税前利润	122	137	154	172	202	生息资产增速	9.8%	10.8%	12.5%	10.0%	12.0%
所得税	21	23	25	24	28	贷款增速	15.5%	9.3%	11.7%	12.1%	12.0%
净利润	97	110	124	143	168	同业资产增速	8.9%	-13.1%	15.8%	-1.7%	12.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	1.8%	25.3%	9.7%	10.0%	12.0%
贷款总额	6136	6706	7491	8379	9355	其他资产增速	4.5%	7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	1290	1121	1298	1276	1429	计息负债增速	8.6%	10.2%	12.1%	9.5%	11.6%
证券投资	3222	4036	4428	4871	5455	存款增速	12.0%	12.4%	11.8%	9.5%	11.6%
生息资产	11105	12300	13837	15221	17047	同业负债增速	-5.8%	-1.3%	20.9%	9.5%	11.6%
非生息资产	479	514	540	567	595	股东权益增速	21.0%	8.6%	12.1%	10.6%	11.3%
总资产	11584	12814	14377	15788	17643	<b>存款结构</b>					
客户存款	8554	9614	10751	11778	13147	活期	36.6%	35.6%	35.5%	36.0%	36.2%
其他计息负债	1939	1944	2202	2412	2693	定期	55.7%	56.8%	56.9%	56.5%	56.3%
非计息负债	118	199	239	287	344	其他	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%
总负债	10610	11757	13192	14477	16184	<b>贷款结构</b>					
股东权益	973	1057	1185	1311	1459	企业贷款(不含贴现)	57.0%	57.0%	56.8%	56.7%	56.5%
<b>每股指标</b>						个人贷款	32.4%	31.9%	32.1%	32.2%	32.4%
每股净利润(元)	1.08	1.14	1.29	1.49	1.74	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.73	1.82	1.93	2.16	2.38	不良贷款率	0.95%	0.94%	0.90%	0.88%	0.85%
每股净资产(元)	9.72	10.56	11.85	13.12	14.61	正常	98.58%	98.31%			
每股总资产(元)	120.11	132.86	149.07	163.70	182.93	关注	0.47%	0.74%			
P/E	5.4	5.2	4.6	4.0	3.4	次级	0.51%	0.39%			
P/PPOP	3.4	3.2	3.1	2.7	2.5	可疑	0.29%	0.36%			
P/B	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	损失	0.15%	0.20%			
P/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	拨备覆盖率	442.50%	445.32%	456.29%	465.12%	471.32%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.86%	1.83%	1.76%	1.74%	1.71%	资本充足率	15.28%	15.46%	15.27%	15.38%	15.33%
净利差(Spread)	1.77%	1.71%	1.62%	1.60%	1.56%	核心资本充足率	13.06%	12.96%	12.80%	12.91%	12.86%
贷款利率	6.24%	6.09%	6.09%	6.09%	6.09%	资产负债率	91.60%	91.75%	91.76%	91.70%	91.73%
存款利率	2.27%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.95%	3.79%	3.71%	3.68%	3.66%	总股本(亿)	96.44	96.44	96.44	96.44	96.44
计息负债成本率	2.18%	2.09%	2.08%	2.08%	2.10%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.88%	0.90%	0.92%	0.95%	1.01%						
ROAE	11.34%	11.22%	11.52%	11.92%	12.58%						
拨备前利润率	1.51%	1.44%	1.37%	1.38%	1.37%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com