

沪农商行 (601825.SH)

营收增速转正，分红率进一步提升

核心观点：

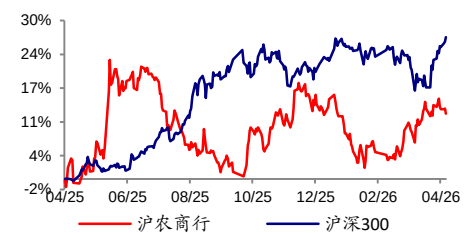
- 沪农商行发布 2025 年报和 2026 年一季报，25 全年营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 -2.89%、-2.49%、0.20%；26Q1 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 1.23%、4.57%、0.73%。**营收同比转正，利润增速稳中有进。**26Q1 业绩驱动看，规模、中收、成本收入比形成正贡献，息差收窄、其他收支、拨备计提、有效税率等因素形成一定拖累。
- **亮点：(1) 信贷增长提速。**25A/26Q1 贷款同比增速分别为 2.4%/4.2%，26Q1 贷款增长 307 亿元，同比多增 148 亿元。分行业来看，25A 对公房地产贷款提供主要增量，预计主要由于城中村改造项目集中落地，开发贷占比比较少。26A 对公贷款仍提供主要增量，预计主要投向城中村改造、大型项目及国有企业客户；个贷规模有所回落，按揭规模相对稳定，预计由于公司持续压降互联网贷款。**(2) 负债成本大幅下降，息差降幅明显收窄。**25A 净息差 1.37%，较 25H1 下降 2bp；测算 26Q1 净息差 1.30%，环比 25Q4 仅回落 2bp。资产端，测算 26Q1 生息资产收益率环比 25Q4 下降 11bp，预计主要由于资产投放结构上更侧重于利率相对更低的大型项目及国有企业客户；负债端，高息存款到期，存款久期预计明显缩短，26Q1 人民币存款付息率较上年末压降 24bp，对息差形成有力支撑。**(3) 中收双位数高增。**26Q1 中收同比增长 16.93%，主要由于保险、理财等代销业务实现较快增长。**(4) 分红率进一步提升。**25A 分红率 34.07%，同比进一步提升 0.16pct，高股息配置价值凸显。
- **关注：(1) 不良生成回升，关注零售贷款风险暴露。**26Q1 末不良率环比 25A 末持平 0.96%，较 25Q3 末回落 1bp；拨备覆盖率 303%，环比下降 25.8pct，拨备余粮较充足。前瞻指标看，26Q1 末关注率 1.58%，较 25A 末回落 21bp；25A 末逾期率 1.40%，较 25Q2 末回落 2bp；但测算 26Q1 不良净生成率 0.97%，同比上升 47bp。分行业看，25A 末对公不良率环比 25H1 回落 7bp 至 0.87%，零售不良率环比回升 6bp 至 1.56%。**(2) 其他非息波动。**26Q1 其他非息同比回落 10.94%，同比少增 130 亿元，预计主要由于人民币升值下，汇兑净损益同比少增了 131 亿元，投资收益+公允价值变动损益合计仍同比增长 2.28%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 26/27 年归母净利润增速分别为 1.58%/2.16%，EPS 分别为 1.30/1.32 元/股，当前股价对应 26/27 年 PE 分别为 6.99X/6.85X，对应 26/27 年 PB 分别为 0.64X/0.60X，综合考虑公司历史 PB (LF) 估值中枢和基本面情况，给予公司最新财报每股净资产 0.80 倍 PB，对应合理价值 10.61 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 宏观经济超预期下行，资产质量大幅恶化。(2) 消费复苏不及预期，存款定期化严重。(3) 市场利率波动，交易账簿浮亏。

公司评级

买入

当前价格	9.07 元
合理价值	10.61 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-23

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师：

杜渐



SAC 执证号：S0260526020003



SFC CE No. BXV349



010-59136690



dujian@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

沪农商行 (601825.SH) : 拨备夯实，业绩增速稳中有进	2025-10-31
沪农商行 (601825.SH) : 非息贡献提升，中期分红落地	2025-08-30
沪农商行 (601825.SH) : 浮盈较厚，分红率大幅提升	2025-04-25

联系人：

李文洁 021-38003644

gfliwenjie@gf.com.cn

图表索引

图 1: 累计营收、PPOP、归母净利润同比增速	4
图 2: 累计同比业绩拆分 (2026Q1)	5
图 3: 累计同比业绩拆分 (2025A)	5
图 4: 单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速	7
图 5: 单季度同比业绩拆分 (2025Q4)	8
图 6: 资本充足率	19
图 7: 风险加权资产增速与内生资本增长	20
图 8: 股东数量与户均持股数量	20

表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元)	3
表 2: 累计业绩同比增速	4
表 3: 累计同比业绩拆分	6
表 4: 累计业绩结构	6
表 5: 单季度业绩同比增速	7
表 6: 单季度同比业绩拆分	8
表 7: 单季度业绩结构	9
表 8: 累计 ROE 拆解	9
表 9: 单季度 ROE 拆解	10
表 10: 净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率	10
表 11: 生息资产分项收益率、计息负债分项成本率、利息收支结构	11
表 12: 生息资产情况 (单位: 百万元)	12
表 13: 计息负债情况 (单位: 百万元)	13
表 14: 贷款情况	14
表 15: 存款情况 (单位: 百万元)	15
表 16: 投资类资产情况 (单位: 百万元)	16
表 17: 非息收入、其他综合收益	16
表 18: 手续费结构	17
表 19: 资产质量关键指标 (单位: 百万元)	17
表 20: 不良贷款情况	18
表 21: 减值损失、拨备余额 (单位: 百万元)	19
表 22: 前十大股东 (2026 年一季度末)	21
表 23: 前十大股东 (2025 年四季度末)	21

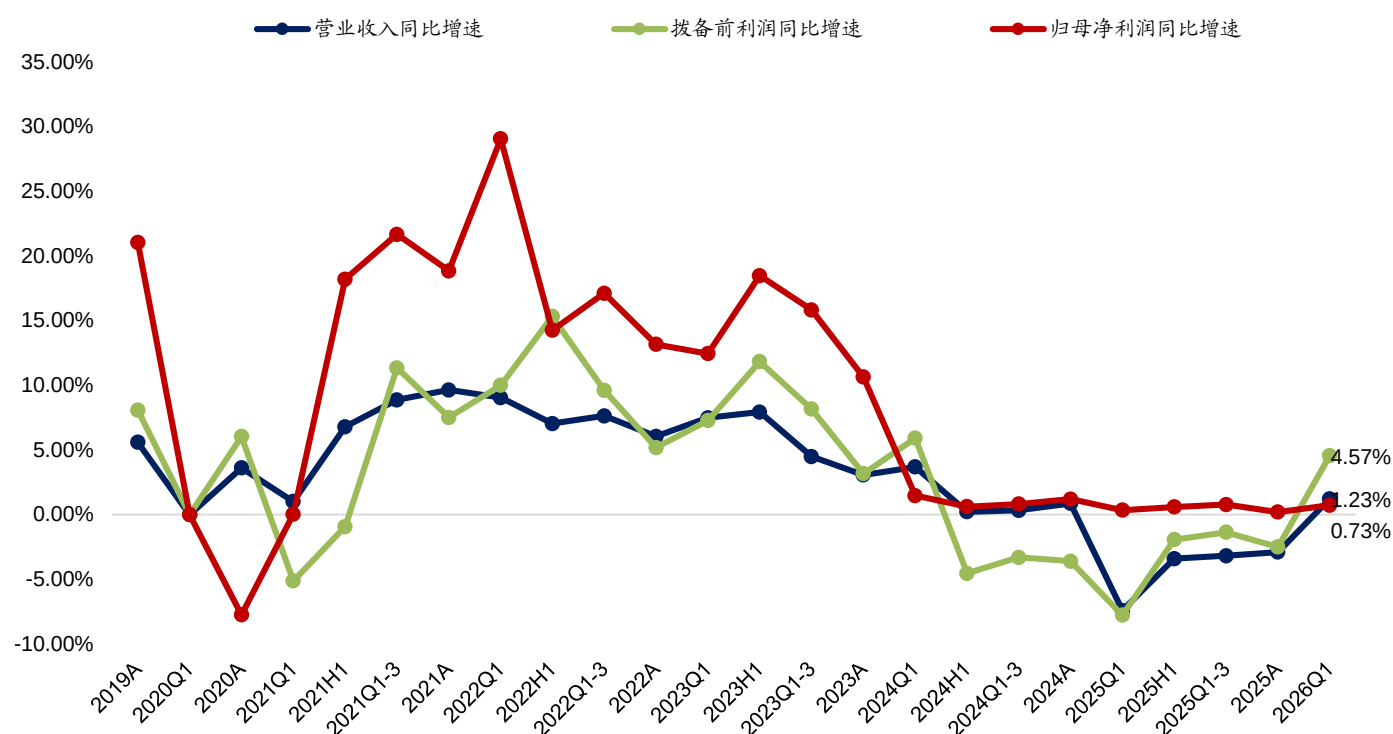
表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元)

关键财务指标	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
营业收入同比增速	0.23%	0.34%	0.86%	-7.41%	-3.40%	-3.18%	-2.89%	1.23%	4.12pct
拨备前利润同比增速	-4.54%	-3.31%	-3.60%	-7.77%	-1.93%	-1.36%	-2.49%	4.57%	7.06pct
归母净利润同比增速	0.62%	0.81%	1.20%	0.34%	0.60%	0.78%	0.20%	0.73%	0.52pct
ROE (年化)	11.89%	11.87%	10.35%	11.46%	11.11%	11.15%	9.74%	11.06%	1.32pct
ROA (年化)	1.00%	1.00%	0.88%	0.96%	0.94%	0.95%	0.82%	0.91%	0.09pct
净息差	1.56%		1.50%		1.39%		1.37%		
净利差	1.50%		1.45%		1.35%		1.33%		
成本收入比	29.06%	28.62%	33.24%	25.39%	27.84%	27.12%	32.93%	23.09%	-9.84pct
总资产同比增速	7.02%	7.91%	6.87%	6.82%	6.49%	5.51%	6.71%	5.68%	-1.03pct
贷款同比增速	5.65%	6.02%	6.15%	6.60%	5.20%	3.23%	2.35%	4.23%	1.87pct
存款同比增速	6.94%	8.86%	5.48%	5.90%	5.88%	6.98%	6.33%	7.52%	1.19pct
贷款/生息资产	51.97%	51.72%	52.09%	51.67%	51.62%	50.83%	50.34%	51.16%	0.83pct
存款/计息负债	80.74%	80.73%	80.98%	78.48%	80.12%	81.59%	80.04%	79.63%	-0.41pct
贷款较年初增量	24,393	31,834	43,735	15,908	18,945	12,085	17,782	30,741	12,959
存款较年初增量	30,977	46,982	55,729	9,380	36,876	65,476	67,891	22,828	-45,063
不良贷款余额	7,127	7,197	7,295	7,482	7,498	7,480	7,403	7,710	307
不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.96%	0.00pct
拨备覆盖率	372.42%	364.98%	352.35%	339.27%	336.55%	340.10%	328.87%	303.07%	-25.80pct
关注贷款率	1.23%	1.36%	1.28%	1.49%	1.77%	1.81%	1.79%	1.58%	-0.21pct
逾期贷款率	1.31%		1.45%		1.42%		1.40%		
逾期 90 天以上/不良	94.94%		92.06%		90.83%		93.57%		
逾期 1 年以上/损失	106.55%		90.41%		90.17%		91.79%		
逾期/不良	134.80%		150.50%		146.26%		146.32%		
(重组+逾期)/不良	181.95%		187.09%		237.58%		263.15%		
不良净新生成率	0.74%	0.66%	0.73%	0.50%	0.51%	0.29%	0.54%	0.97%	0.43pct
不良核销转出率	70.01%	62.23%	70.07%	41.23%	47.47%	26.48%	54.65%	84.49%	29.84pct
核心一级资本充足率	14.68%	14.51%	14.73%	14.36%	14.52%	14.49%	14.44%	14.18%	-0.26pct
资本充足率	17.15%	16.95%	17.15%	16.74%	16.90%	16.87%	16.81%	16.50%	-0.31pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

备注: 营业收入、拨备前利润、归母净利润、ROE (年化)、ROA (年化)、净息差、净利差、不良新生成率为当年累计数据。

图 1：累计营收、PPOP、归母净利润同比增速



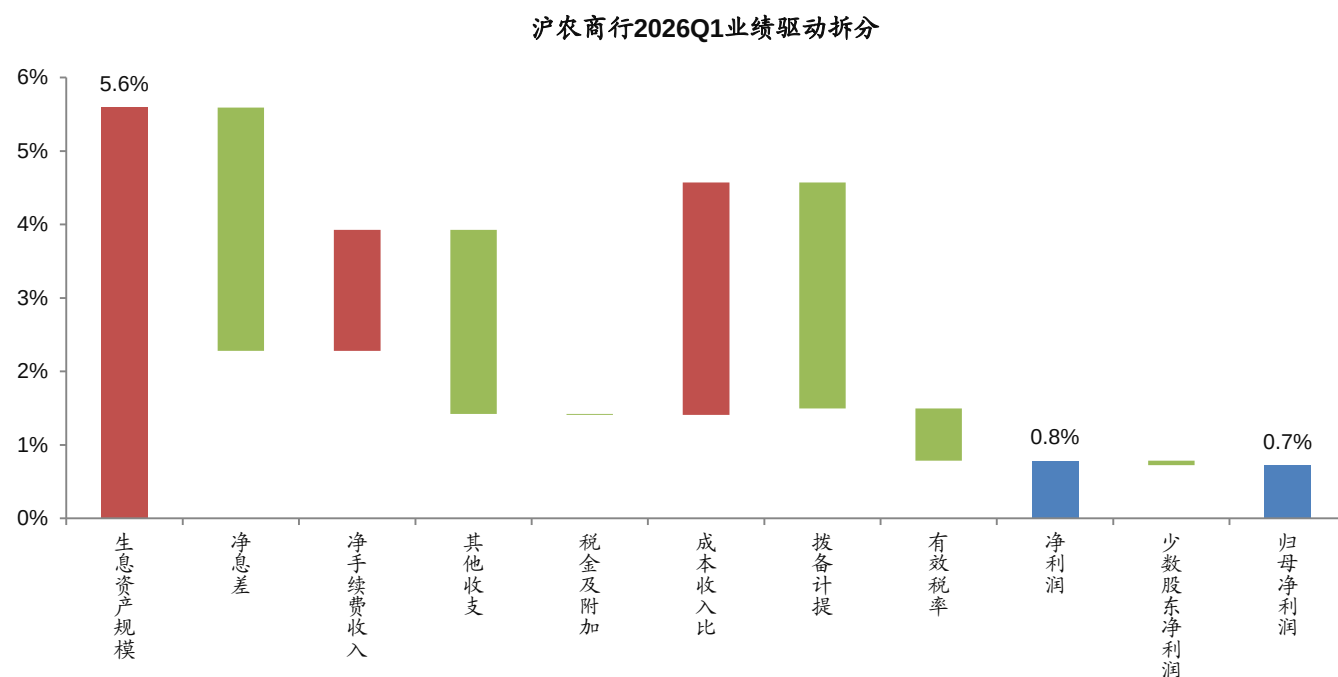
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 2：累计业绩同比增速

累计业绩同比增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
营业收入同比增速	0.2%	0.3%	0.9%	-7.4%	-3.4%	-3.2%	-2.9%	1.2%	4.12pct
净利息收入同比增速	-2.6%	-3.1%	-2.9%	-5.6%	-5.5%	-5.1%	-3.9%	2.3%	6.21pct
非息收入同比增速	8.9%	11.8%	14.4%	-11.8%	2.2%	2.2%	0.3%	-1.6%	-1.84pct
净手续费收入同比增速	-17.4%	-16.4%	-10.0%	-6.3%	-4.1%	-1.2%	-2.0%	16.9%	18.95pct
其他非息收入同比增速	29.4%	32.7%	30.4%	-14.4%	5.3%	3.9%	1.3%	-10.9%	-12.27pct
营业支出同比增速	-7.9%	-5.4%	-4.1%	-19.4%	-9.5%	-9.8%	-6.6%	1.1%	7.68pct
拨备前利润同比增速	-4.5%	-3.3%	-3.6%	-7.8%	-1.9%	-1.4%	-2.5%	4.6%	7.06pct
利润总额同比增速	0.4%	0.1%	0.6%	0.0%	0.3%	0.6%	0.0%	1.5%	1.50pct
净利润同比增速	-0.1%	0.1%	1.0%	0.1%	0.4%	0.9%	0.3%	0.8%	0.46pct
归母净利润同比增速	0.6%	0.8%	1.2%	0.3%	0.6%	0.8%	0.2%	0.7%	0.52pct

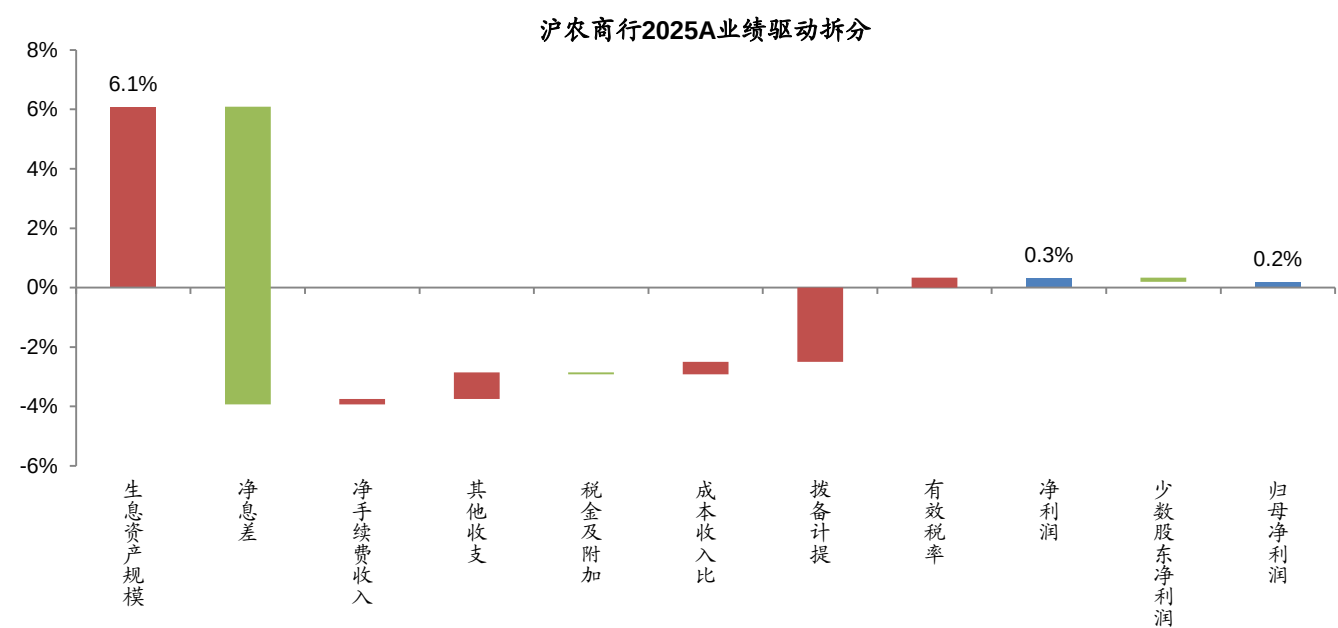
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 2：累计同比业绩拆分（2026Q1）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 3：累计同比业绩拆分（2025A）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 3：累计同比业绩拆分

累计业绩驱动	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
生息资产规模	7.4%	7.9%	7.4%	6.1%	6.1%	5.6%	6.1%	5.6%	-0.50pct
净息差	-10.0%	-11.0%	-10.2%	-11.8%	-11.5%	-10.7%	-10.0%	-3.3%	6.70pct
净手续费收入	-1.9%	-1.5%	-0.7%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	1.6%	1.47pct
其他收支	0.2%	1.6%	0.9%	-1.6%	1.9%	1.4%	0.9%	-2.5%	-3.40pct
税金及附加	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.04pct
成本收入比	-0.4%	-0.4%	-1.0%	-0.4%	1.6%	2.0%	0.4%	3.2%	2.74pct
拨备计提	4.9%	3.4%	4.2%	7.8%	2.2%	1.9%	2.5%	-3.1%	-5.56pct
有效税率	-0.5%	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	-0.7%	-1.04pct
净利润	-0.1%	0.1%	1.0%	0.1%	0.4%	0.9%	0.3%	0.8%	0.46pct
少数股东净利润	0.7%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.07pct
归母净利润	0.6%	0.8%	1.2%	0.3%	0.6%	0.8%	0.2%	0.7%	0.52pct

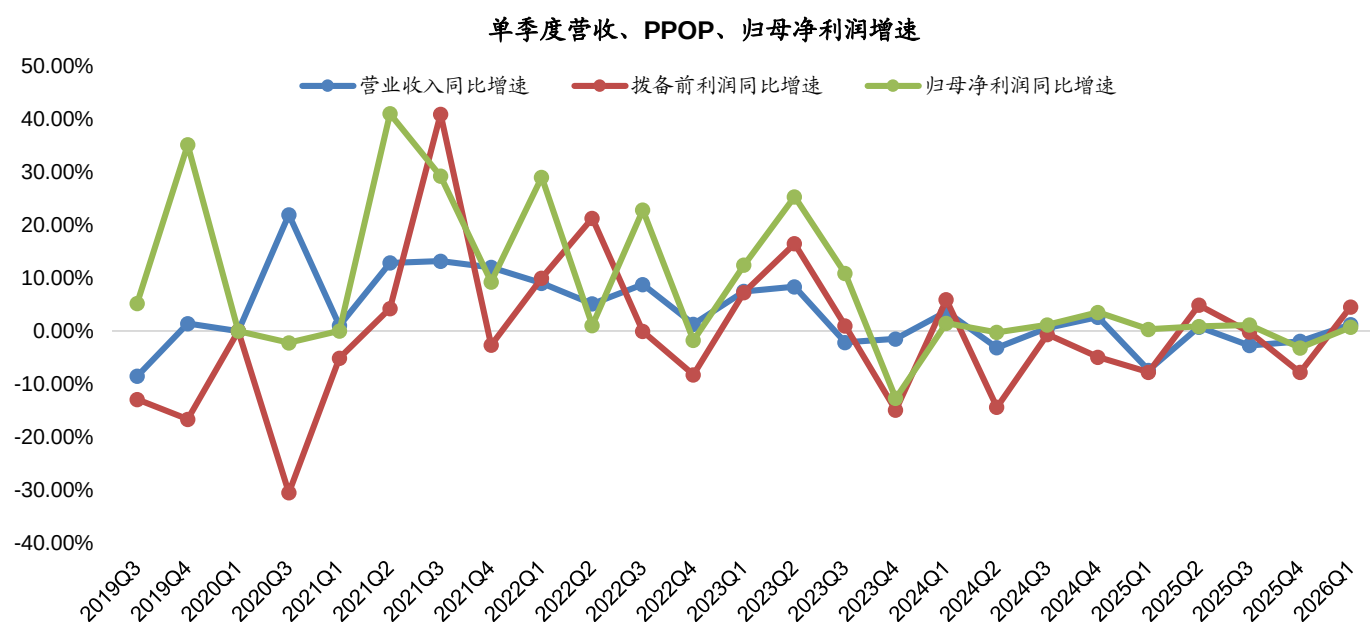
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 4：累计业绩结构

累计业绩占比(总营收)	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
净利息收入	73.1%	74.4%	75.5%	72.7%	71.6%	72.9%	74.7%	73.4%	-1.26pct
利息收入	163.0%	166.0%	168.5%	159.9%	156.1%	157.3%	158.7%	145.4%	-13.34pct
利息支出	89.8%	91.7%	93.1%	87.2%	84.5%	84.4%	84.1%	72.0%	-12.08pct
非息收入	26.9%	25.6%	24.5%	27.3%	28.4%	27.1%	25.3%	26.6%	1.26pct
净手续费收入	8.9%	8.2%	7.7%	9.2%	8.9%	8.3%	7.7%	10.6%	2.90pct
其他非息收入	17.9%	17.5%	16.9%	18.1%	19.5%	18.7%	17.6%	16.0%	-1.64pct
营业支出	37.9%	36.8%	43.6%	33.1%	35.5%	34.3%	42.0%	33.1%	-8.91pct
业务及管理费	29.1%	28.6%	33.2%	25.4%	27.8%	27.1%	32.9%	23.1%	-9.84pct
减值损失	7.8%	7.1%	9.3%	6.6%	6.5%	6.0%	7.9%	8.8%	0.95pct
拨备前利润	69.8%	70.2%	65.5%	73.5%	70.8%	71.5%	65.7%	75.9%	10.16pct
利润总额	62.0%	63.1%	56.2%	66.9%	64.4%	65.5%	57.9%	67.1%	9.20pct
净利润	51.3%	52.3%	47.3%	55.5%	53.3%	54.5%	48.9%	55.2%	6.35pct
归母净利润	50.1%	51.2%	46.1%	54.3%	52.2%	53.3%	47.6%	54.1%	6.47pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 4：单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 5：单季度业绩同比增速

单季度业绩同比增速	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
营业收入同比增速	-3.1%	0.6%	2.6%	-7.4%	0.8%	-2.7%	-1.9%	1.2%	3.16pct
净利息收入同比增速	-3.2%	-4.0%	-2.2%	-5.6%	-5.3%	-4.3%	-0.4%	2.3%	2.68pct
非息收入同比增速	-2.8%	19.6%	26.4%	-11.8%	19.0%	2.3%	-7.7%	-1.6%	6.15pct
净手续费收入同比增速	-9.3%	-13.6%	39.3%	-6.3%	-1.7%	7.1%	-5.7%	16.9%	22.63pct
其他非息收入同比增速	1.2%	41.1%	21.9%	-14.4%	30.2%	0.5%	-8.5%	-10.9%	-2.43pct
营业支出同比增速	-23.0%	1.1%	-1.5%	-19.4%	0.7%	-10.4%	-0.6%	1.1%	1.71pct
拨备前利润同比增速	-14.4%	-0.6%	-4.9%	-7.8%	4.9%	-0.2%	-7.8%	4.6%	12.37pct
利润总额同比增速	2.2%	-0.5%	4.0%	0.0%	0.6%	1.1%	-3.6%	1.5%	5.06pct
净利润同比增速	-1.2%	0.5%	6.1%	0.1%	0.7%	2.0%	-3.0%	0.8%	3.82pct
归母净利润同比增速	-0.2%	1.2%	3.5%	0.3%	0.9%	1.2%	-3.2%	0.7%	3.92pct

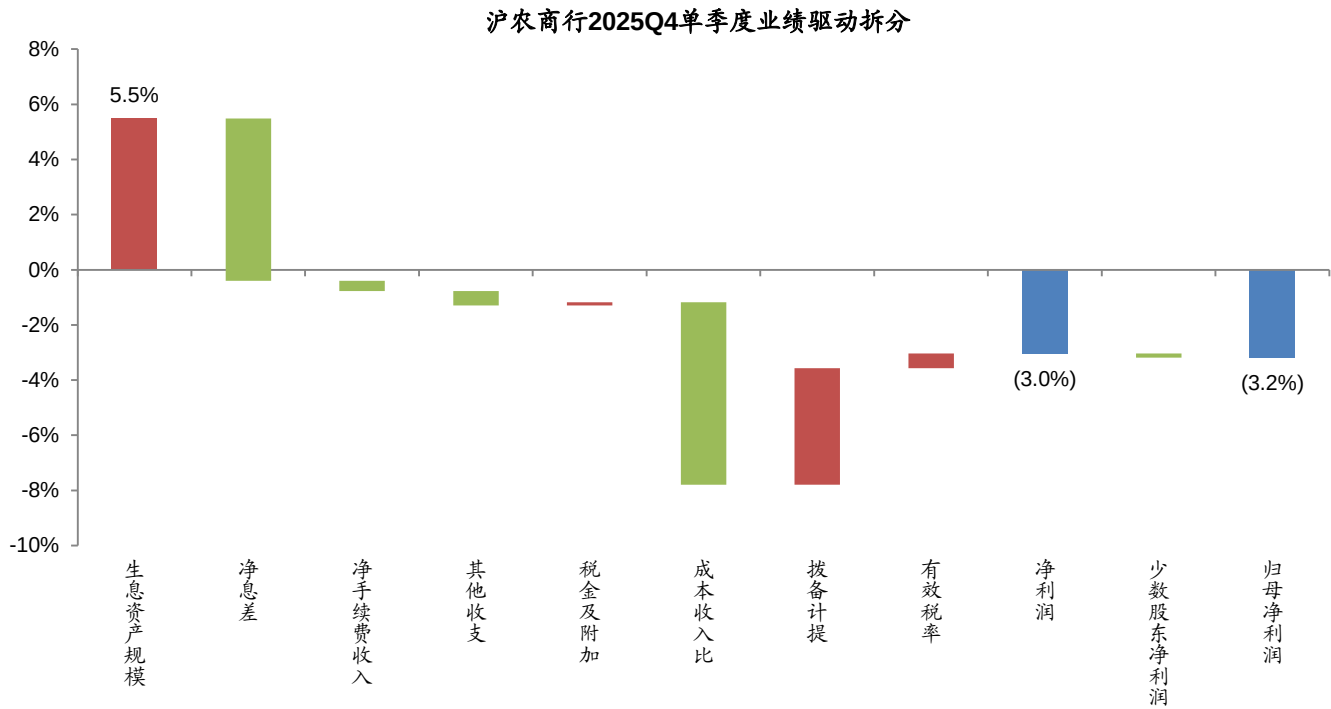
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 6：单季度同比业绩拆分

单季度业绩驱动	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
生息资产规模	7.7%	6.8%	6.8%	6.1%	6.0%	5.5%	5.5%	5.6%	0.10pct
净息差	-10.9%	-10.8%	-9.0%	-11.8%	-11.2%	-9.7%	-5.9%	-3.3%	2.58pct
净手续费收入	-0.7%	-0.8%	2.1%	-0.1%	0.4%	0.9%	-0.4%	1.6%	2.02pct
其他收支	-7.5%	4.7%	-1.6%	-1.6%	5.5%	0.4%	-0.5%	-2.5%	-1.98pct
增值税及附加	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.13pct
成本收入比	-3.1%	-0.4%	-3.3%	-0.4%	4.5%	2.8%	-6.6%	3.2%	9.78pct
拨备计提	16.6%	0.1%	8.9%	7.8%	-4.2%	1.2%	4.2%	-3.1%	-7.31pct
有效税率	-3.3%	1.0%	2.1%	0.1%	0.0%	0.9%	0.5%	-0.7%	-1.24pct
净利润	-1.2%	0.5%	6.1%	0.1%	0.7%	2.0%	-3.0%	0.8%	3.82pct
少数股东净利润	0.9%	0.7%	-2.6%	0.2%	0.2%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	0.10pct
归母净利润	-0.2%	1.2%	3.5%	0.3%	0.9%	1.2%	-3.2%	0.7%	3.92pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 5：单季度同比业绩拆分（2025Q4）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 7：单季度业绩结构

单季度业绩占比(占总营收)	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
净利息收入	75.1%	76.9%	79.2%	72.7%	70.6%	75.7%	80.4%	73.4%	-6.99pct
利息收入	166.0%	172.4%	176.9%	159.9%	152.6%	159.7%	163.5%	145.4%	-18.08pct
利息支出	90.9%	95.5%	97.7%	87.2%	82.0%	84.0%	83.1%	72.0%	-11.09pct
非息收入	24.9%	23.1%	20.8%	27.3%	29.4%	24.3%	19.6%	26.6%	6.99pct
净手续费收入	8.8%	6.5%	6.0%	9.2%	8.6%	7.2%	5.7%	10.6%	4.91pct
其他非息收入	16.1%	16.5%	14.9%	18.1%	20.8%	17.1%	13.9%	16.0%	2.09pct
营业支出	37.9%	34.5%	66.3%	33.1%	37.8%	31.8%	67.2%	33.1%	-34.13pct
业务及管理费	33.2%	27.7%	48.6%	25.4%	30.2%	25.6%	52.0%	23.1%	-28.93pct
减值损失	3.6%	5.6%	16.5%	6.6%	6.3%	4.9%	14.1%	8.8%	-5.30pct
拨备前利润	65.6%	71.1%	49.8%	73.5%	68.3%	73.0%	46.8%	75.9%	29.10pct
利润总额	62.0%	65.5%	33.2%	66.9%	61.9%	68.1%	32.7%	67.1%	34.40pct
净利润	51.3%	54.4%	30.7%	55.5%	51.3%	57.0%	30.4%	55.2%	24.85pct
归母净利润	50.0%	53.5%	29.3%	54.3%	50.1%	55.7%	28.9%	54.1%	25.16pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 8：累计ROE拆解

累计 ROE 拆分	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
营业收入	1.96%	1.90%	1.85%	1.73%	1.77%	1.74%	1.68%	1.65%	-0.03pct
净利息收入	1.43%	1.42%	1.40%	1.26%	1.27%	1.27%	1.26%	1.21%	-0.04pct
净手续费收入	0.17%	0.16%	0.14%	0.16%	0.16%	0.14%	0.13%	0.18%	0.05pct
其他非息收入	0.35%	0.33%	0.31%	0.31%	0.35%	0.33%	0.30%	0.26%	-0.03pct
营业支出	-0.74%	-0.70%	-0.81%	-0.57%	-0.63%	-0.60%	-0.71%	-0.55%	0.16pct
税金及附加	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	0.00pct
业务及管理费	-0.57%	-0.54%	-0.61%	-0.44%	-0.49%	-0.47%	-0.55%	-0.38%	0.17pct
减值损失	-0.15%	-0.13%	-0.17%	-0.11%	-0.11%	-0.10%	-0.13%	-0.15%	-0.01pct
营业利润	1.21%	1.20%	1.04%	1.16%	1.14%	1.14%	0.98%	1.11%	0.13pct
营业外净收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00pct
利润总额	1.21%	1.20%	1.04%	1.16%	1.14%	1.14%	0.97%	1.11%	0.13pct
所得税	-0.21%	-0.21%	-0.16%	-0.20%	-0.19%	-0.19%	-0.15%	-0.20%	-0.04pct
年化 ROA	1.00%	1.00%	0.88%	0.96%	0.94%	0.95%	0.82%	0.91%	0.09pct
杠杆率	11.85	11.92	11.76	11.94	11.76	11.78	11.88	12.15	0.28
年化 ROE	11.89%	11.87%	10.30%	11.48%	11.11%	11.15%	9.77%	11.10%	1.32pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：杠杆率同比变化的单位为“倍”。

表 9：单季度ROE拆解

单季度 ROE 拆分	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
营业收入	1.92%	1.83%	1.71%	1.73%	1.81%	1.68%	1.57%	1.65%	0.08pct
净利息收入	1.44%	1.41%	1.35%	1.26%	1.28%	1.27%	1.26%	1.21%	-0.05pct
净手续费收入	0.17%	0.12%	0.10%	0.16%	0.16%	0.12%	0.09%	0.18%	0.09pct
其他非息收入	0.31%	0.30%	0.25%	0.31%	0.38%	0.29%	0.22%	0.26%	0.05pct
营业支出	0.73%	0.63%	1.13%	0.57%	0.69%	0.53%	1.06%	0.55%	-0.51pct
税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00pct
业务及管理费	0.64%	0.51%	0.83%	0.44%	0.55%	0.43%	0.82%	0.38%	-0.44pct
减值损失	0.07%	0.10%	0.28%	0.11%	0.11%	0.08%	0.22%	0.15%	-0.08pct
营业利润	1.19%	1.20%	0.58%	1.16%	1.13%	1.14%	0.52%	1.11%	0.59pct
营业外净收入	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00pct
利润总额	1.19%	1.20%	0.57%	1.16%	1.12%	1.14%	0.51%	1.11%	0.60pct
所得税	0.20%	0.20%	0.04%	0.20%	0.19%	0.19%	0.04%	0.20%	0.16pct
年化 ROA	0.99%	1.00%	0.53%	0.96%	0.93%	0.96%	0.48%	0.91%	0.44pct
杠杆率	11.85	11.92	11.76	11.94	11.76	11.78	11.88	12.15	0.28
年化 ROE	11.68%	11.87%	6.18%	11.48%	10.94%	11.26%	5.67%	11.10%	5.42pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：杠杆率同比变化的单位为“倍”。

表 10：净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率

累计（披露值）	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
净息差	1.56%		1.50%		1.39%		1.37%		
净利差	1.50%		1.45%		1.35%		1.33%		
生息资产收益率	3.48%		3.36%		3.04%		2.91%		
计息负债成本率	1.98%		1.91%		1.69%		1.58%		
单季度（测算值）	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
净息差	1.51%	1.47%	1.40%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%	1.30%	-0.02pct
净利差	1.42%	1.38%	1.31%	1.27%	1.29%	1.28%	1.27%	1.26%	-0.02pct
生息资产收益率	3.34%	3.30%	3.14%	2.96%	2.93%	2.83%	2.70%	2.58%	-0.11pct
计息负债成本率	1.92%	1.92%	1.82%	1.69%	1.64%	1.54%	1.42%	1.33%	-0.10pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：单季度测算时生息资产剔除交易性金融资产以及其他权益工具投资。

表 11：生息资产分项收益率、计息负债分项成本率、利息收支结构

生息资产平均收益率	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
发放贷款	4.59%	4.53%	4.38%	4.24%	3.93%	3.77%	3.32%	3.18%	-0.59pct
投资类资产	3.43%	3.35%	3.19%	3.17%	3.06%	3.00%	2.81%	2.72%	-0.28pct
存放央行	1.40%	1.42%	1.48%	1.46%	1.41%	1.41%	1.41%	1.43%	0.02pct
同业资产	2.22%	2.14%	2.35%	2.40%	2.60%	2.44%	2.29%	2.10%	-0.34pct
计息负债平均付息率	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
存款	2.03%	2.01%	1.98%	1.95%	1.83%	1.78%	1.57%	1.47%	-0.31pct
向央行借款	2.44%	2.40%	2.30%	2.29%	2.24%	2.15%	1.86%	1.80%	-0.35pct
同业负债	2.20%	2.12%	2.26%	2.29%	2.64%	2.51%	2.18%	2.04%	-0.47pct
发行债券	2.97%	2.76%	2.59%	2.60%	2.54%	2.43%	2.22%	2.14%	-0.29pct
利息收入结构	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
发放贷款	65.4%	65.1%	63.6%	62.8%	60.7%	60.1%	58.4%	57.9%	-2.20pct
投资类资产	20.7%	21.3%	23.2%	24.1%	26.0%	26.5%	27.9%	28.3%	1.82pct
存放央行	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	0.28pct
同业资产	6.7%	6.6%	6.7%	6.6%	6.7%	6.5%	6.2%	6.5%	-0.07pct
利息支出结构	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
存款	77.3%	76.9%	76.2%	75.8%	74.0%	74.7%	73.5%	74.2%	-0.47pct
向央行借款	4.4%	4.2%	3.3%	3.6%	4.4%	4.4%	4.0%	4.0%	-0.31pct
同业负债	8.9%	8.8%	10.5%	10.5%	12.7%	12.4%	14.5%	13.4%	0.94pct
发行债券	9.4%	10.0%	9.9%	10.1%	9.0%	8.6%	8.0%	8.4%	-0.17pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 12: 生息资产情况 (单位: 百万元)

余额结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
贷款	52.0%	51.7%	52.1%	51.7%	51.6%	50.8%	50.3%	51.2%	-0.51pct
投资类资产	36.6%	36.2%	36.2%	36.6%	37.6%	36.3%	36.2%	36.4%	-0.25pct
存放央行	4.8%	4.8%	5.0%	4.6%	4.5%	4.6%	4.7%	4.5%	-0.14pct
同业资产	6.6%	7.2%	6.7%	7.1%	6.3%	8.3%	8.8%	8.0%	0.89pct
同比增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总生息资产	6.2%	7.3%	6.3%	6.0%	5.9%	5.0%	5.9%	5.3%	-0.75pct
贷款	5.7%	6.0%	6.1%	6.6%	5.2%	3.2%	2.4%	4.2%	-2.37pct
投资类资产	10.6%	7.8%	6.1%	8.7%	8.7%	5.2%	6.1%	4.6%	-4.17pct
存放央行	-1.6%	4.2%	4.9%	3.3%	0.2%	0.1%	-1.1%	2.1%	-1.23pct
同业资产	-5.5%	16.7%	9.1%	-8.0%	0.2%	20.3%	38.2%	18.6%	26.58pct
较年初增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总生息资产	3.8%	5.3%	6.3%	2.9%	3.4%	4.1%	5.9%	2.3%	-0.65pct
贷款	3.4%	4.5%	6.1%	2.1%	2.5%	1.6%	2.4%	4.0%	1.87pct
投资类资产	4.9%	5.4%	6.1%	4.3%	7.5%	4.6%	6.1%	2.8%	-1.47pct
存放央行	-2.5%	-1.1%	4.9%	-5.3%	-6.8%	-5.5%	-1.1%	-2.2%	3.05pct
同业资产	5.0%	16.6%	9.1%	8.2%	-3.6%	28.6%	38.2%	-7.2%	-15.37pct
较年初增量	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总生息资产	51,435	72,821	85,327	42,629	49,945	59,970	85,947	35,221	-7,409
贷款	24,393	31,834	43,735	15,908	18,945	12,085	17,782	30,741	14,833
投资类资产	24,272	26,888	30,039	22,614	39,428	24,062	31,739	15,796	-6,819
存放央行	-1,737	-752	3,389	-3,842	-4,966	-4,039	-813	-1,601	2,241
同业资产	4,507	14,850	8,165	7,949	-3,462	27,861	37,239	-9,715	-17,664
较年初增量结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
贷款	47.4%	43.7%	51.3%	37.3%	37.9%	20.2%	20.7%	87.3%	49.96pct
投资类资产	47.2%	36.9%	35.2%	53.0%	78.9%	40.1%	36.9%	44.8%	-8.20pct
存放央行	-3.4%	-1.0%	4.0%	-9.0%	-9.9%	-6.7%	-0.9%	-4.5%	4.47pct
同业资产	8.8%	20.4%	9.6%	18.6%	-6.9%	46.5%	43.3%	-27.6%	-46.23pct
单季增量	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
总生息资产	8,153	21,385	12,507	42,629	7,316	10,025	25,977	35,221	-7,409
贷款	12,501	7,441	11,902	15,908	3,037	-6,860	5,697	30,741	14,833
投资类资产	15,512	2,617	3,150	22,614	16,814	-15,366	7,676	15,796	-6,819
存放央行	921	985	4,140	-3,842	-1,124	928	3,226	-1,601	2,241
同业资产	-20,782	10,343	-6,686	7,949	-11,411	31,323	9,378	-9,715	-17,664
单季增量/期末余额	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
贷款	0.9%	0.5%	0.8%	1.1%	0.2%	-0.5%	0.4%	2.0%	0.89pct
投资类资产	1.1%	0.2%	0.2%	1.5%	1.1%	-1.0%	0.5%	1.0%	-0.51pct
存放央行	0.1%	0.1%	0.3%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.16pct
同业资产	-1.5%	0.7%	-0.5%	0.5%	-0.8%	2.1%	0.6%	-0.6%	-1.15pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 13: 计息负债情况 (单位: 百万元)

余额结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
存款	80.74%	80.73%	80.98%	78.48%	80.12%	81.59%	80.04%	79.63%	1.15pct
向央行借款	4.10%	3.84%	3.68%	3.72%	3.56%	3.69%	3.36%	3.41%	-0.31pct
同业负债	8.18%	8.22%	9.79%	12.24%	9.51%	8.74%	8.11%	8.50%	-3.74pct
发行债券	6.98%	7.22%	5.56%	5.56%	6.81%	5.98%	8.49%	8.45%	2.89pct
同比增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总计息负债	6.5%	7.8%	6.6%	7.1%	6.7%	5.8%	7.6%	6.0%	-1.13pct
存款	6.9%	8.9%	5.5%	5.9%	5.9%	7.0%	6.3%	7.5%	1.62pct
向央行借款	56.0%	16.7%	-2.9%	4.3%	-7.5%	1.7%	-1.7%	-2.8%	-7.17pct
同业负债	-5.1%	6.8%	55.1%	30.0%	24.0%	12.5%	-10.9%	-26.4%	-56.40pct
发行债券	-1.9%	-5.4%	-20.1%	-11.5%	4.2%	-12.3%	64.3%	61.1%	72.57pct
较年初增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总计息负债	4.4%	6.0%	6.6%	4.1%	4.5%	5.3%	7.6%	2.5%	-1.56pct
存款	3.0%	4.6%	5.5%	0.9%	3.4%	6.1%	6.3%	2.0%	1.13pct
向央行借款	5.9%	0.8%	-2.9%	5.1%	1.0%	5.6%	-1.7%	4.0%	-1.16pct
同业负债	27.1%	29.6%	55.1%	30.2%	1.6%	-6.0%	-10.9%	7.5%	-22.63pct
发行债券	-1.8%	3.2%	-20.1%	4.1%	28.1%	13.3%	64.3%	2.1%	-2.05pct
较年初增量	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
总计息负债	54,943	75,007	81,750	54,013	60,074	70,253	100,272	35,950	-18,063
存款	30,977	46,982	55,729	9,380	36,876	65,476	67,891	22,828	13,448
向央行借款	2,962	393	-1,480	2,496	480	2,751	-847	1,897	-599
同业负债	22,627	24,703	46,032	39,103	2,032	-7,755	-14,096	8,714	-30,389
发行债券	-1,623	2,929	-18,531	3,034	20,686	9,781	47,323	2,511	-524
较年初增量结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
存款	56.4%	62.6%	68.2%	17.4%	61.4%	93.2%	67.7%	63.5%	46.13pct
向央行借款	5.4%	0.5%	-1.8%	4.6%	0.8%	3.9%	-0.8%	5.3%	0.66pct
同业负债	41.2%	32.9%	56.3%	72.4%	3.4%	-11.0%	-14.1%	24.2%	-48.16pct
发行债券	-3.0%	3.9%	-22.7%	5.6%	34.4%	13.9%	47.2%	7.0%	1.37pct
单季增量	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
总计息负债	10,535	20,064	6,743	54,013	6,061	10,179	30,019	35,950	-18,063
存款	26,094	16,005	8,747	9,380	27,497	28,600	2,415	22,828	13,448
向央行借款	4,079	-2,569	-1,873	2,496	-2,017	2,272	-3,598	1,897	-599
同业负债	-23,558	2,075	21,329	39,103	-37,071	-9,788	-6,341	8,714	-30,389
发行债券	3,920	4,552	-21,460	3,034	17,652	-10,905	37,542	2,511	-524
单季增量/期末余额	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
存款	2.0%	1.2%	0.7%	0.7%	2.0%	2.1%	0.2%	1.6%	0.88pct
向央行借款	0.3%	-0.2%	-0.1%	0.2%	-0.1%	0.2%	-0.3%	0.1%	-0.05pct
同业负债	-1.8%	0.2%	1.6%	2.8%	-2.7%	-0.7%	-0.4%	0.6%	-2.24pct
发行债券	0.3%	0.3%	-1.6%	0.2%	1.3%	-0.8%	2.6%	0.2%	-0.05pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 14：贷款情况

余额结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
个人贷款	28.1%	28.1%	28.3%	27.5%	27.1%	27.3%	27.3%	25.7%	-1.84pct
个人住房贷款	14.0%		14.3%		14.2%		14.6%		
个人消费贷款	5.8%		5.7%		5.3%		5.5%		
经营性贷款	7.8%		8.0%		7.4%		7.0%		
信用卡应收账款	0.4%		0.3%		0.2%		0.2%		
其他	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		
票据贴现	13.9%	14.3%	13.7%	13.8%	13.3%	13.2%	11.7%	13.5%	-0.32pct
对公贷款	58.1%	57.7%	58.0%	58.7%	59.5%	59.5%	61.0%	60.9%	2.17pct
制造业	11.2%		11.2%		11.3%		11.3%		
批发和零售业	5.0%		5.0%		4.6%		4.8%		
基建	2.4%		2.3%		2.0%		2.7%		
房地产业	14.8%		15.5%		17.8%		18.5%		
租赁和商务服务业	12.0%		11.7%		10.5%		10.5%		
建筑业	1.7%		1.7%		1.8%		2.0%		
其他行业	11.1%		10.7%		11.5%		11.2%		
余额增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
个人贷款	-3.1%	-1.5%	1.3%	3.3%	1.8%	0.5%	-1.2%	-2.8%	-6.04pct
个人住房贷款	-5.4%		1.2%		6.4%		4.6%		
个人消费贷款	9.3%		1.9%		-4.0%		-0.6%		
经营性贷款	-4.3%		3.3%		-0.3%		-10.5%		
信用卡应收账款	-37.2%		-36.4%		-38.4%		-38.8%		
其他	-23.3%		215.5%		148.1%		139.3%		
票据贴现	31.5%	30.7%	20.6%	10.4%	1.3%	-4.7%	-12.2%	1.8%	-8.57pct
对公贷款	5.3%	5.0%	5.6%	7.4%	7.8%	6.5%	7.5%	8.1%	0.72pct
制造业	1.3%		1.0%		6.3%		3.6%		
批发和零售业	15.0%		12.8%		-2.6%		-2.4%		
基建	14.8%		12.7%		-10.6%		18.9%		
房地产业	3.9%		11.5%		26.9%		22.6%		
租赁和商务服务业	-4.7%		-6.8%		-8.0%		-8.0%		
建筑业	0.9%		10.1%		12.6%		23.2%		
其他行业	19.8%		13.4%		8.9%		6.3%		
较年初增量占比	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
个人贷款	-18.5%	-7.5%	6.3%	-10.5%	-19.0%	-33.5%	-13.9%	-16.4%	-5.95pct
个人住房贷款	-13.3%		2.9%		10.7%		27.9%		
个人消费贷款	2.3%		1.8%		-10.2%		-1.5%		
经营性贷款	-4.5%		4.5%		-16.9%		-35.9%		
信用卡应收账款	-3.0%		-3.0%		-2.7%		-5.0%		
其他	0.0%		0.1%		0.0%		0.5%		
票据贴现	67.5%	64.3%	40.4%	21.4%	0.6%	-17.7%	-70.6%	58.1%	36.77pct
对公贷款	51.0%	43.2%	53.4%	89.1%	118.4%	151.1%	184.5%	58.3%	-30.82pct
制造业	-6.5%		1.8%		14.6%		17.3%		
批发和零售业	13.3%		9.8%		-10.6%		-5.0%		
基建	8.4%		4.4%		-9.2%		18.4%		
房地产业	17.4%		27.6%		113.1%		148.4%		
租赁和商务服务业	-27.1%		-14.8%		-37.8%		-39.8%		
建筑业	4.0%		2.6%		7.3%		16.3%		
其他行业	41.5%		21.9%		41.0%		28.9%		

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 15: 存款情况 (单位: 百万元)

余额结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
公司存款	40.1%	39.4%	39.4%	38.6%	41.5%	42.0%	42.8%	41.6%	3.05pct
定期	17.4%		16.4%		17.4%		19.3%		
活期	22.8%		23.0%		24.1%		23.5%		
个人存款	53.2%	53.7%	54.5%	55.3%	54.5%	54.0%	54.8%	54.8%	-0.56pct
定期	45.9%		47.0%		47.2%		47.1%		
活期	7.3%		7.5%		7.3%		7.7%		
余额增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
公司存款	2.4%	5.5%	0.3%	1.4%	9.4%	14.0%	15.4%	16.0%	14.62pct
定期	16.8%		10.1%		5.8%		25.3%		
活期	-6.3%		-5.6%		12.1%		8.4%		
个人存款	10.1%	10.0%	9.7%	9.5%	8.5%	7.5%	6.9%	6.4%	-3.11pct
定期	11.1%		10.5%		8.9%		6.6%		
活期	4.3%		5.0%		6.0%		9.0%		
较年初增量	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
公司存款	-1,127	-2,219	1,419	-5,395	36,955	55,244	65,281	-3,827	1,568
定期	22,027		16,103		16,537		44,513		
活期	-23,154		-14,684		20,418		20,768		
个人存款	25,085	38,431	51,907	13,981	20,475	29,432	40,609	11,876	-2,105
定期	25,288		48,067		19,945		33,357		
活期	-202		3,840		530		7,252		
较年初增量结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
公司存款	-3.6%	-4.7%	2.5%	-57.5%	100.2%	84.4%	96.2%	-16.8%	40.75pct
定期	71.1%		28.9%		44.8%		65.6%		
活期	-74.7%		-26.3%		55.4%		30.6%		
个人存款	81.0%	81.8%	93.1%	149.1%	55.5%	45.0%	59.8%	52.0%	-97.03pct
定期	81.6%		86.3%		54.1%		49.1%		
活期	-0.7%		6.9%		1.4%		10.7%		

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 16: 投资类资产情况 (单位: 百万元)

余额结构	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
FVTPL	10.3%	10.7%	9.9%	10.5%	11.2%	10.4%	10.6%	9.7%	-0.81pct
AC	36.7%	35.9%	35.6%	36.1%	37.1%	37.4%	37.0%	35.9%	-0.23pct
FVOCI	53.0%	53.3%	54.6%	53.3%	51.8%	52.2%	52.3%	54.4%	1.04pct
余额增速	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
FVTPL	-9.3%	-7.0%	-12.8%	6.1%	18.4%	2.0%	14.5%	-3.5%	-9.63pct
AC	19.4%	12.8%	7.3%	8.0%	9.8%	9.6%	10.3%	3.9%	-4.11pct
FVOCI	9.8%	8.1%	9.6%	9.8%	6.1%	2.9%	1.8%	6.6%	-3.16pct
较年初增量	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
FVTPL	-6,029	-3,351	-7,609	5,963	11,362	5,367	7,505	-3,553	-9,516
AC	16,363	13,287	12,681	11,021	22,309	18,646	19,224	-522	-11,543
FVOCI	13,938	16,953	24,967	5,631	5,757	49	5,009	19,871	14,240
较年初增量/期末余额	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	同比变化
FVTPL	-1.2%	-0.6%	-1.5%	1.1%	2.0%	1.0%	1.4%	-0.6%	-1.71pct
AC	3.2%	2.6%	2.4%	2.0%	4.0%	3.4%	3.5%	-0.1%	-2.11pct
FVOCI	2.7%	3.3%	4.8%	1.0%	1.0%	0.0%	0.9%	3.5%	2.45pct
单季增量	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
FVTPL	-1,051	2,678	-4,257	5,963	5,400	-5,995	2,138	-3,553	-9,516
AC	7,285	-3,077	-605	11,021	11,288	-3,663	579	-522	-11,543
FVOCI	9,278	3,016	8,013	5,631	126	-5,708	4,960	19,871	14,240
单季增量/期末余额	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	同比变化
FVTPL	-0.2%	0.5%	-0.8%	1.1%	1.0%	-1.1%	0.4%	-0.6%	-1.71pct
AC	1.4%	-0.6%	-0.1%	2.0%	2.0%	-0.7%	0.1%	-0.1%	-2.11pct
FVOCI	1.8%	0.6%	1.5%	1.0%	0.0%	-1.0%	0.9%	3.5%	2.45pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

备注: FVTPL 为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产; AC 为以摊余成本计量的金融资产或者债权投资; FVOCI 为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产或者 (其他债权投资+其他权益工具投资)。

表 17: 非息收入、其他综合收益

累计占比 (/营收)	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
净手续费及佣金收入	8.9%	8.2%	7.7%	9.2%	8.9%	8.3%	7.7%	10.6%	2.90pct
投资收益	10.2%	9.8%	9.2%	11.2%	15.3%	17.4%	13.1%	12.0%	-1.06pct
公允价值变动损益	3.7%	4.3%	4.3%	3.1%	1.2%	-1.5%	1.1%	2.4%	1.29pct
汇兑净损益	-0.3%	0.3%	0.8%	3.2%	2.6%	2.0%	1.6%	1.2%	-0.43pct
其他业务收入	4.3%	3.1%	2.6%	0.6%	0.5%	0.7%	1.7%	0.3%	-1.44pct
其他综合收益	19.1%	12.8%	19.1%	-38.6%	-16.1%	-21.6%	-15.7%	2.9%	18.52pct
单季度占比 (/营收)	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	环比变化
净手续费及佣金收入	8.8%	6.5%	6.0%	9.2%	8.6%	7.2%	5.7%	10.6%	4.91pct
投资收益	8.4%	9.0%	7.1%	11.2%	19.2%	22.0%	-1.2%	12.0%	13.21pct
公允价值变动损益	7.8%	5.5%	4.3%	3.1%	-0.7%	-7.1%	9.7%	2.4%	-7.27pct
汇兑净损益	-0.4%	1.4%	2.6%	3.2%	1.9%	1.0%	0.4%	1.2%	0.84pct
其他业务收入	0.4%	0.7%	0.9%	0.6%	0.4%	1.2%	5.0%	0.3%	-4.70pct
其他综合收益	20.1%	-0.5%	40.0%	-38.6%	5.3%	-33.2%	4.0%	2.9%	-1.12pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 18: 手续费结构

手续费结构 (I净收入)	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
手续费及佣金收入	108.8%	113.6%	107.3%	110.8%	109.0%	111.7%	109.5%	111.7%	0.07pct
代理业务	70.8%	74.9%	78.1%	78.1%	70.5%	72.1%	74.9%	74.4%	2.24pct
支付结算业务	14.7%	14.1%	11.9%	15.0%	17.2%	19.3%	16.7%	19.3%	-0.08pct
咨询顾问业务	16.9%	14.1%	12.0%	11.3%	14.4%	12.7%	12.7%	12.3%	-0.36pct
担保承诺业务	1.3%	1.6%	1.9%	2.4%	2.6%	3.2%	2.0%	2.2%	-0.94pct
银行卡业务	1.5%	3.0%	1.8%	2.3%	2.7%	2.6%	1.8%	1.5%	-1.08pct
其他	3.6%	5.8%	1.5%	1.8%	1.6%	1.7%	1.4%	2.0%	0.30pct
手续费及佣金支出	-8.8%	-13.6%	-7.3%	-10.8%	-9.0%	-11.7%	-9.5%	-11.7%	-0.07pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 19: 资产质量关键指标 (单位: 百万元)

质	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	2025A	2026Q1	环比变化
不良贷款率	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.96%	0.00pct
拨备覆盖率	372.42%	364.98%	352.35%	339.27%	336.55%	340.10%	328.87%	303.07%	-25.80pct
关注贷款率	1.23%	1.36%	1.28%	1.49%	1.77%	1.81%	1.79%	1.58%	-0.21pct
逾期贷款率	1.31%		1.45%		1.42%		1.40%		
逾期 90 天以上/不良	94.94%		92.06%		90.83%		93.57%		
逾期 1 年以上/损失	106.55%		90.41%		90.17%		91.79%		
逾期/不良	134.80%		150.50%		146.26%		146.32%		
(重组+逾期)/不良	181.95%		187.09%		237.58%		263.15%		
不良净新生成率 (测算值)	0.74%	0.66%	0.73%	0.50%	0.51%	0.29%	0.54%	0.97%	0.43pct
不良核销转出率 (测算值)	70.01%	62.23%	70.07%	41.23%	47.47%	26.48%	54.65%	84.49%	29.84pct
不良贷款余额	7,127	7,197	7,295	7,482	7,498	7,480	7,403	7,710	307
关注类贷款余额	9,016	10,075	9,641	11,524	13,721	13,905	13,845	12,709	-1,137
损失类贷款余额	2,112	3,421	3,611	3,825	3,536	4,420	3,914	3,157	-757
逾期贷款余额	9,607		10,980		10,966		10,832		
逾期 90 天以上贷款余额	6,766		6,716		6,811		6,927		
逾期 1Y 以上贷款余额	2,250		3,265		3,188		3,593		
重组贷款余额	3,361		2,669		6,847		8,649		

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心



表 20：不良贷款情况

不良贷款结构	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	环比变化
个人贷款	23.7%	26.7%	30.3%	34.0%	38.3%	38.7%	42.0%	44.6%	2.56pct
对公贷款	76.1%	73.3%	69.6%	65.9%	61.7%	61.3%	58.0%	55.4%	-2.56pct
制造业	7.1%	7.3%	8.5%	6.2%	7.8%	8.1%	11.1%	10.3%	-0.75pct
批发和零售业	15.6%	12.4%	7.4%	6.7%	12.5%	12.7%	11.3%	11.6%	0.30pct
基建	8.4%	8.3%	1.2%	0.5%	2.3%	2.3%	2.4%	3.8%	1.34pct
房地产业	22.2%	22.0%	28.3%	33.0%	26.4%	18.4%	15.6%	18.9%	3.28pct
租赁和商务服务业	3.2%	3.7%	5.5%	7.8%	4.4%	10.1%	9.8%	2.2%	-7.59pct
建筑业	2.0%	2.2%	2.2%	1.9%	3.9%	4.1%	2.6%	4.0%	1.37pct
其他行业	17.7%	17.4%	16.6%	9.7%	4.4%	5.7%	5.2%	4.7%	-0.50pct
不良率	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	环比变化
个人贷款	0.72%	0.79%	0.94%	1.12%	1.32%	1.32%	1.50%	1.56%	0.06pct
对公贷款	1.29%	1.22%	1.13%	1.10%	1.03%	1.02%	0.94%	0.87%	-0.07pct
制造业	0.61%	0.62%	0.69%	0.51%	0.68%	0.70%	0.95%	0.87%	-0.08pct
批发和零售业	3.34%	2.71%	1.53%	1.39%	2.43%	2.46%	2.37%	2.33%	-0.04pct
基建	3.53%	3.87%	0.54%	0.24%	0.94%	0.98%	1.18%	1.36%	0.18pct
房地产业	1.32%	1.39%	1.78%	2.18%	1.73%	1.15%	0.85%	0.98%	0.13pct
租赁和商务服务业	0.24%	0.27%	0.39%	0.57%	0.36%	0.83%	0.90%	0.20%	-0.70pct
建筑业	1.16%	1.22%	1.19%	1.19%	2.26%	2.40%	1.43%	1.93%	0.50pct
其他行业	2.06%	1.70%	1.61%	0.94%	0.38%	0.51%	0.44%	0.40%	-0.04pct
较年初增量占比	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
个人贷款	75.5%	89.8%	115.3%	112.5%	186.6%	128.0%	161.3%	442.7%	314.69pct
对公贷款	24.5%	11.8%	-18.1%	-13.8%	-82.9%	-26.0%	-61.3%	-342.7%	-316.67pct
制造业	30.7%	23.5%	37.4%	-5.4%	64.1%	42.7%	119.8%	164.5%	121.83pct
批发和零售业	-54.7%	-64.6%	-110.5%	-54.6%	213.5%	125.4%	-40.1%	-64.8%	-190.16pct
基建	14.4%	11.1%	-164.5%	-82.9%	63.2%	35.7%	6.9%	103.0%	67.24pct
房地产业	0.5%	6.8%	174.9%	150.8%	-201.2%	-255.7%	-84.6%	52.8%	308.47pct
租赁和商务服务业	-146.6%	-75.9%	46.1%	52.0%	-114.0%	51.6%	-0.3%	-532.3%	-583.91pct
建筑业	2.2%	4.3%	2.3%	-0.7%	72.0%	44.8%	-50.3%	-2.8%	-47.60pct
其他行业	177.8%	106.6%	-3.8%	-73.0%	-180.5%	-70.5%	-12.7%	-63.1%	7.46pct

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

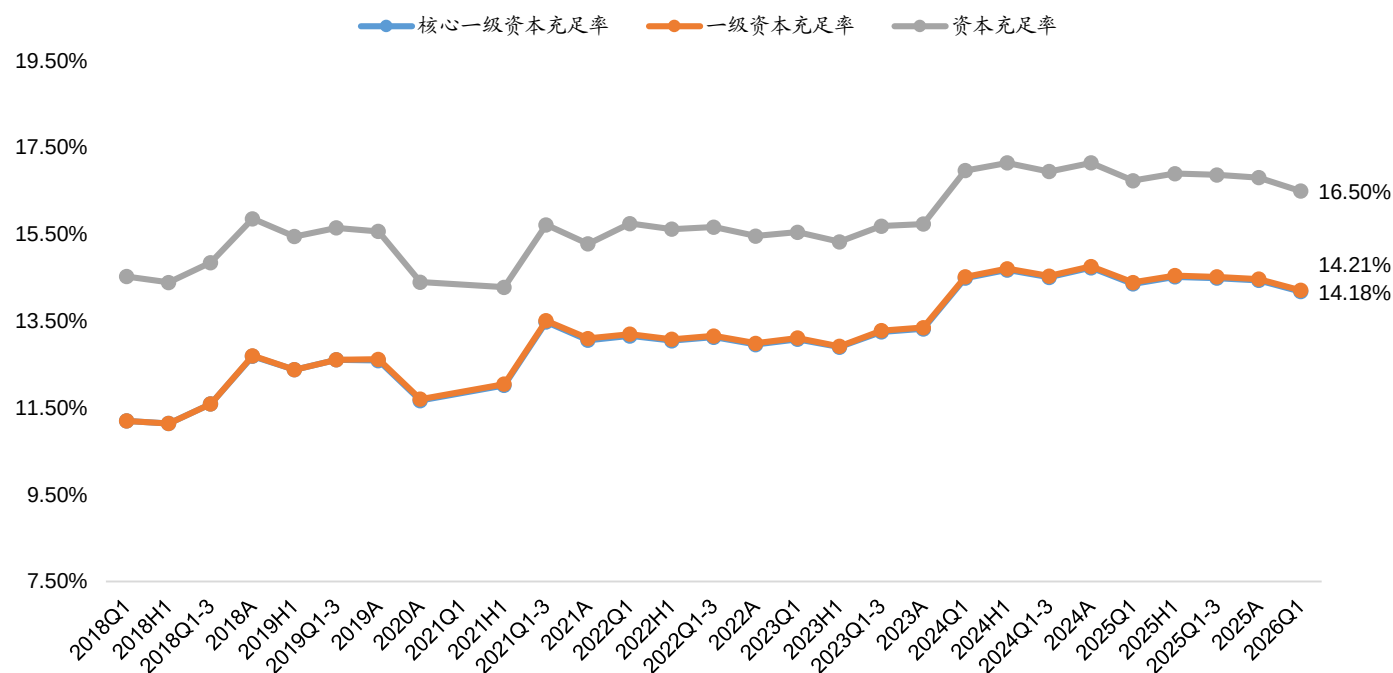
表 21: 减值损失、拨备余额 (单位: 百万元)

信用减值损失	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
总资产	1,755	3,869	1,574	3,207	1,082	2,469	868	2,035	-434
贷款	1,106	3,336	1,387	2,303	727	2,134	813	1,358	-775
金融投资	384	-139	8	450	38	12	-26	247	234
其他	265	671	179	454	317	323	80	430	107
信用减值损失/资产平均余额	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
总资产	0.30%	0.32%	0.24%	0.24%	0.15%	0.17%	0.11%	0.13%	-0.04pct
贷款	0.35%	0.52%	0.41%	0.33%	0.20%	0.29%	0.21%	0.18%	-0.11pct
金融投资	0.23%	-0.04%	0.00%	0.10%	0.02%	0.00%	-0.01%	0.05%	0.04pct
其他	0.25%	0.31%	0.18%	0.23%	0.33%	0.16%	0.08%	0.18%	0.02pct
拨备余额	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
总资产	29,639	31,026	31,334	31,388	29,903	29,143	28,554	27,920	-1,223
贷款	26,505	28,215	28,546	28,050	26,541	25,705	25,234	24,346	-1,360
金融投资	776	254	261	704	743	717	487	759	42
其他	2,358	2,557	2,527	2,635	2,620	2,721	2,834	2,816	95
拨备余额/资产余额	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	2025A	同比变化
总资产	2.47%	2.42%	2.30%	2.25%	2.06%	1.96%	1.84%	1.76%	-0.20pct
贷款	4.17%	4.21%	4.10%	3.94%	3.61%	3.40%	3.26%	3.15%	-0.25pct
金融投资	0.22%	0.06%	0.06%	0.14%	0.14%	0.14%	0.09%	0.14%	0.00pct
其他	1.15%	1.23%	1.30%	1.41%	1.31%	1.31%	1.34%	1.09%	-0.22pct

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

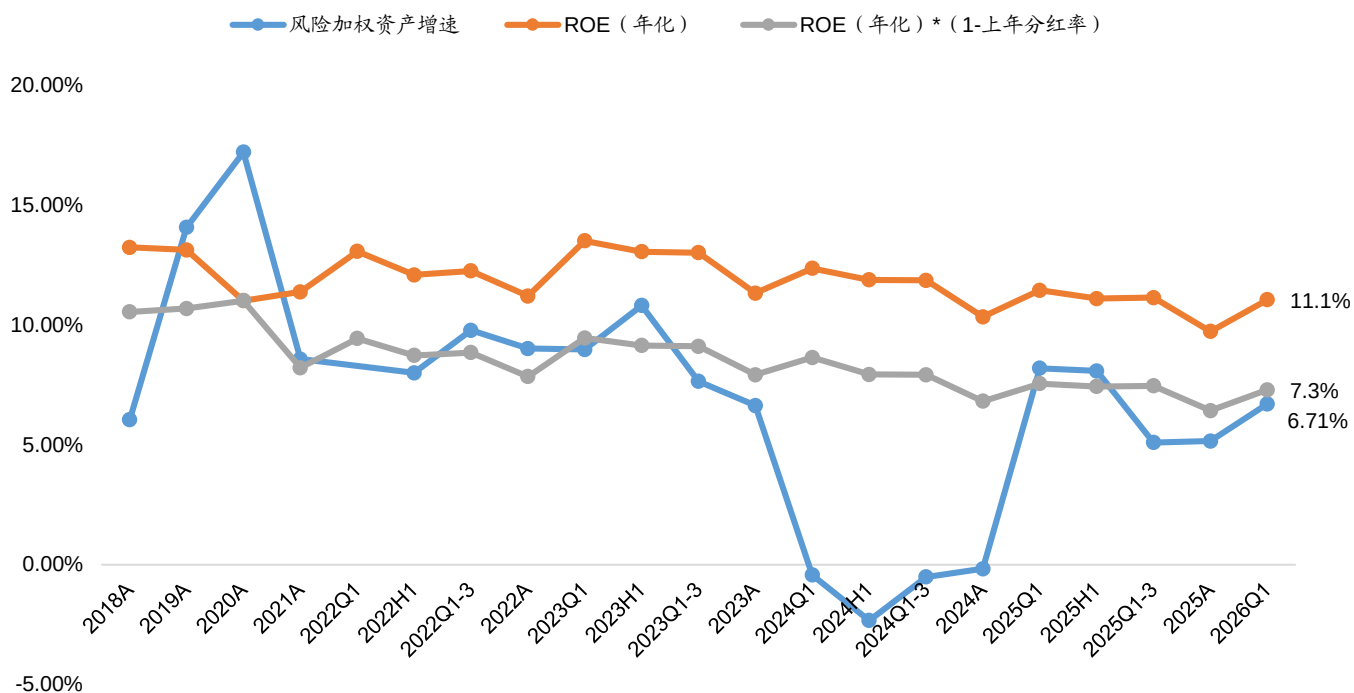
备注: 其他包括表外项目、应收同业和其他金融机构款项等。

图 6: 资本充足率



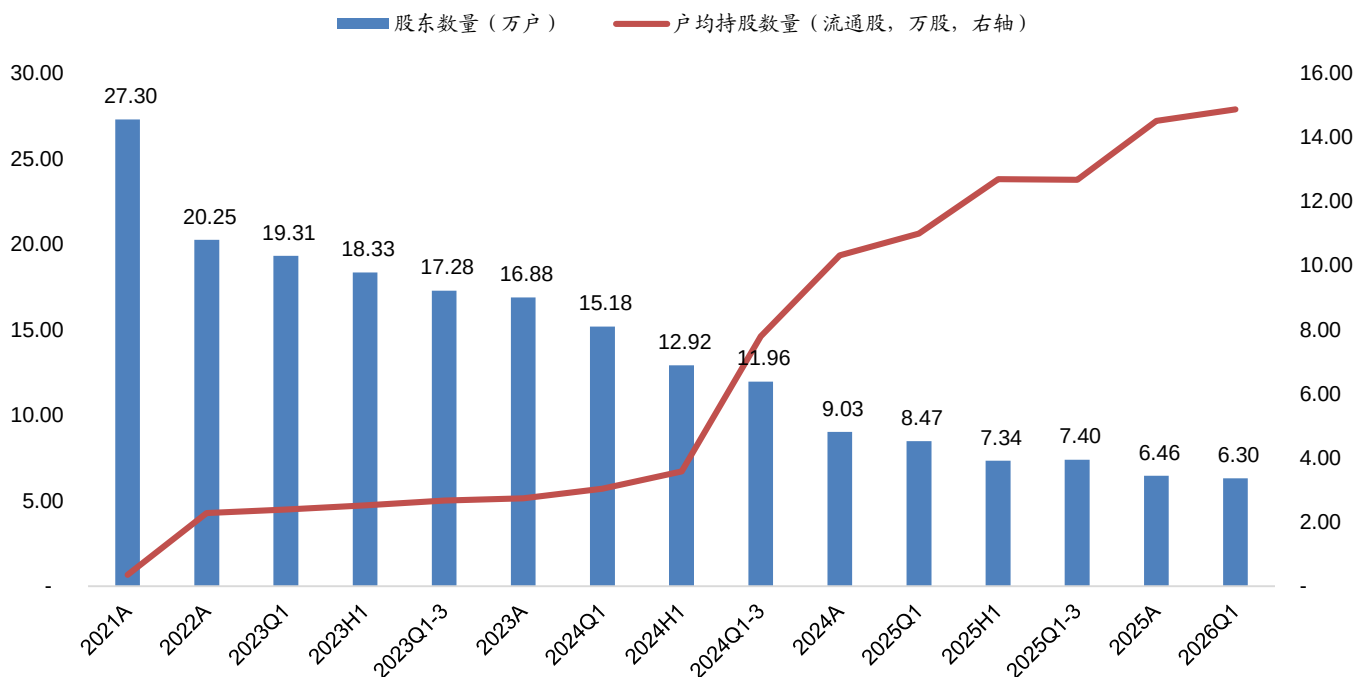
数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

图 7：风险加权资产增速与内生资本增长



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 8：股东数量与户均持股数量



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表 22: 前十大股东 (2026年一季度末)

	股东名称	持股比例	股本性质	股东性质
1	上海国有资产经营有限公司	9.3%	流通 A 股	国有法人
2	中国远洋海运集团有限公司	8.3%	流通 A 股	国有法人
3	宝山钢铁股份有限公司	8.3%	流通 A 股	国有法人
4	上海久事(集团)有限公司	7.8%	流通 A 股	国有法人
5	中国太平洋人寿保险股份有限公司	5.8%	流通 A 股	国有法人
6	上海国盛集团资产有限公司	5.0%	流通 A 股	国有法人
7	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	5.0%	流通 A 股	国有法人
8	太平人寿保险有限公司	4.3%	流通 A 股	国有法人
9	上海申迪(集团)有限公司	3.7%	流通 A 股	国有法人
10	建元信托股份有限公司	3.0%	流通 A 股	国有法人
	合计	60.4%		

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

表 23: 前十大股东 (2025年四季度末)

	股本性质	股东性质	所属行业	股东性质
1	上海国有资产经营有限公司	9.3%	流通 A 股	国有法人
2	中国远洋海运集团有限公司	8.3%	流通 A 股	国有法人
3	宝山钢铁股份有限公司	8.3%	流通 A 股	国有法人
4	上海久事(集团)有限公司	7.8%	流通 A 股	国有法人
5	中国太平洋人寿保险股份有限公司	5.8%	流通 A 股	国有法人
6	上海国盛集团资产有限公司	5.0%	流通 A 股	国有法人
7	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	5.0%	流通 A 股	国有法人
8	太平人寿保险有限公司	4.3%	流通 A 股	国有法人
9	上海申迪(集团)有限公司	3.7%	流通 A 股	国有法人
10	览海控股(集团)有限公司	1.9%	流通 A 股	境内非国有法人
	合计	59.4%		

数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

附表：沪农商行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	7.14	7.09	6.99	6.85	6.63	净利息收入	20,107	19,317	19,819	21,280	22,844
P/B	0.71	0.68	0.64	0.60	0.57	利息收入	44,899	41,065	39,327	42,362	45,804
P/PPOP	5.01	5.14	4.99	4.75	4.48	利息支出	24,792	21,748	19,508	21,082	22,960
每股指标						净手续费收入	2,042	2,001	2,301	2,416	2,537
EPS	1.27	1.28	1.30	1.32	1.37	净其他非息收入	4,493	4,552	4,325	4,109	4,109
BVPS	12.84	13.26	14.15	15.06	16.00	营业收入	26,641	25,870	26,445	27,805	29,489
PPOPPS	1.81	1.76	1.82	1.91	2.02	营业支出	11,628	10,865	11,108	12,131	13,300
DPS	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	税金及附加	305	311	279	296	317
股息支付率	34.02%	33.98%	33.98%	33.98%	33.98%	业务及管理费	8,854	8,519	8,595	9,037	9,584
股息收益率	4.76%	4.80%	4.86%	4.96%	5.13%	营业利润	15,013	15,005	15,337	15,674	16,189
驱动性因素						营业外净收入	-39	-32	-42	-55	-71
贷款增长	6.15%	2.35%	6.50%	6.00%	5.00%	拨备前利润	17,443	17,008	17,529	18,418	19,517
存款增长	5.48%	6.33%	7.50%	7.00%	6.00%	资产减值损失	2,469	2,035	2,235	2,798	3,399
生息资产增长	6.25%	5.93%	7.36%	6.77%	5.87%	利润总额	14,973	14,973	15,295	15,620	16,118
计息负债增长	6.58%	7.57%	7.50%	7.11%	6.33%	所得税	2,366	2,324	2,447	2,499	2,579
平均贷款收益率	3.68%	3.11%	2.75%	2.75%	2.80%	净利润	12,608	12,649	12,847	13,120	13,539
平均生息资产收益率	3.19%	2.75%	2.47%	2.49%	2.53%	归母净利润	12,288	12,313	12,507	12,777	13,193
平均存款付息率	1.77%	1.46%	1.15%	1.15%	1.17%	资产负债表					
平均计息负债付息率	1.93%	1.58%	1.32%	1.33%	1.36%	贷款总额	755,219	773,001	823,246	872,641	916,273
净息差(NIM)-测算值	1.43%	1.29%	1.24%	1.25%	1.26%	贷款减值准备	25,705	24,346	22,805	22,373	22,765
净利差(NIS)-测算值	1.26%	1.17%	1.15%	1.16%	1.17%	贷款净额	731,185	750,433	800,441	850,268	893,508
净手续费收入增速	-9.97%	-2.02%	15.00%	5.00%	5.00%	投资类资产	524,117	555,856	597,545	639,373	677,735
净非息收入/营收	24.53%	25.33%	25.06%	23.47%	22.54%	存放央行	72,922	72,109	79,660	85,236	90,350
成本收入比	33.24%	32.93%	32.50%	32.50%	32.50%	同业资产	97,466	134,706	148,176	162,994	179,293
拨备支出/平均贷款	0.34%	0.27%	0.28%	0.33%	0.38%	其他资产	62,118	74,562	68,784	73,636	78,295
实际所得税率	15.80%	15.52%	16.00%	16.00%	16.00%	生息资产	1,449,724	1,535,672	1,648,627	1,760,244	1,863,652
业绩年增长率						资产合计	1,487,809	1,587,666	1,719,588	1,840,888	1,957,366
净利息收入	-2.9%	-3.9%	2.6%	7.4%	7.3%	存款	1,072,141	1,140,032	1,225,535	1,311,322	1,390,001
净手续费收入	-10.0%	-2.0%	15.0%	5.0%	5.0%	向央行借款	48,735	47,888	47,888	47,888	47,888
营业收入	0.9%	-2.9%	2.2%	5.1%	6.1%	同业负债	129,573	115,477	124,716	137,187	150,906
营业支出	-4.1%	-6.6%	2.2%	9.2%	9.6%	发行债券	73,589	120,913	133,004	143,644	155,136
拨备前利润	-3.6%	-2.5%	3.1%	5.1%	6.0%	计息负债	1,324,038	1,424,310	1,531,142	1,640,041	1,743,931
利润总额	0.6%	0.0%	2.1%	2.1%	3.2%	负债合计	1,359,828	1,455,386	1,578,497	1,690,764	1,797,867
净利润	0.96%	0.33%	1.6%	2.1%	3.2%	股东权益合计	127,982	132,280	141,091	150,124	159,499
归母净利润	1.2%	0.2%	1.6%	2.2%	3.3%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	7,296	7,403	7,879	8,353	8,837
ROAA	0.88%	0.82%	0.78%	0.74%	0.71%	不良贷款率	0.97%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
ROAE	10.35%	9.74%	9.46%	9.07%	8.81%	不良净生成率	0.73%	0.54%	0.55%	0.45%	0.40%
RORWA	1.49%	1.46%	1.39%	1.31%	1.25%	拨备覆盖率	352%	329%	289%	268%	258%
资本状况						拨贷比	3.40%	3.15%	2.77%	2.56%	2.48%
资本充足率	17.15%	16.81%	16.62%	16.40%	16.15%	流动性					
一级资本充足率	14.76%	14.47%	14.32%	14.14%	13.93%	存贷比	70.44%	67.81%	67.17%	66.55%	65.92%
核心一级资本充足率	14.73%	14.44%	14.29%	14.10%	13.89%	贷款/总资产	50.76%	48.69%	47.87%	47.40%	46.81%
加权风险资产	846,842	890,556	961,800	1,038,744	1,121,844	投资类资产/总资产	35.23%	35.01%	34.75%	34.73%	34.62%
风险加权系数	56.92%	56.09%	55.93%	56.43%	57.31%	同业资产/总资产	6.55%	8.48%	8.62%	8.85%	9.16%

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李文洁：高级研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

王 宇：高级研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

刘婉琴：银行研究员，北京大学经济学硕士，2025 年 7 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。