

上海银行（601229.SH）

扎根上海，立足长三角

优于大市

核心观点

上海银行扎根上海，立足长三角。上海银行资产规模居上市城商行第四位，也是我国系统重要性银行之一，2026年一季度末总资产达到3.38万亿元。上海银行明确“扎根上海、精耕细作，立足长三角、做深做透”区域定位，2025年末长三角地区贷款余额占全部贷款余额的比重达78%，其中上海市占比45%。

上海银行区域位置优越，公司加快培育特色业务。（1）上海市以及长三角地区区域经济发达，2025年长三角地区GDP总量占全国的四分之一，上海市新兴产业稳步增长，人均GDP、人均可支配收入居全国前列。公司区域位置优越，发达的区域经济为上海银行对公及零售业务拓展提供了坚实的基础。

（2）公司加快培育业务特色。对公方面，上海银行打造科技金融、普惠金融、绿色金融三大特色；零售方面，上海银行表内存贷款增速下降，重点打造财富管理、养老金融等业务，致力成为面向城市居民的财富管理和养老金融服务专家。

上海银行资产扩张慢，负债成本低，后续关注公司不良生成率是否回落。上海银行近几年资产规模、收入及利润增速均低于同业整体水平，盈利能力则与城商行平均水平接近。公司客户基础优异，资产增速较低，因此负债成本、存款成本较低，优势明显，但较低的生息资产收益率拖累公司盈利能力。公司不良贷款率及拨备覆盖率弱于同业，不良生成率也较高，主要跟零售业务风险暴露有关，后续走势需要关注。

盈利预测与估值：我们预计公司2026-2028年归母净利润243/244/245亿港元，同比增长0.3%/0.6%/0.6%，EPS分别为1.71/1.72/1.73元，对应PE为5.3/5.3/5.3倍，PB为0.48/0.45/0.42倍。综合考虑绝对估值和相对估值，我们认为公司合理股价在11.71-12.78元。综合考虑估值水平，以及公司区域位置优越，整体规模及归母净利润保持平稳且当前股息率居上市银行前列，我们给予其“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、政策风险、财务风险以及市场风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	52,986	54,761	55,821	56,951	57,940
(+/-%)	4.8%	3.4%	1.9%	2.0%	1.7%
归母净利润(百万元)	23,560	24,193	24,268	24,402	24,540
(+/-%)	4.5%	2.7%	0.3%	0.6%	0.6%
摊薄每股收益(元)	1.66	1.70	1.71	1.72	1.73
总资产收益率	0.74%	0.74%	0.72%	0.71%	0.69%
净资产收益率	10.4%	10.0%	9.2%	8.7%	8.2%
市盈率(PE)	5.5	5.4	5.3	5.3	5.3
股息率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
市净率(PB)	0.55	0.51	0.48	0.45	0.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·城商行 II

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：张绪政
021-60875166
zhangxuzheng@guosen.com.cn
S0980525040003

证券分析师：陈俊良
021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

证券分析师：刘睿玲
021-60375484
liurailing@guosen.com.cn
S0980525040002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	11.71 - 12.78 元
收盘价	9.13 元
总市值/流通市值	129728/129728 百万元
52周最高价/最低价	11.47/8.86 元
近3个月日均成交额	421.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

扎根上海，立足长三角	4
经营区域经济发达	6
加快培育业务特色	9
财务分析：资产扩张慢，负债成本低	12
盈利预测	17
假设前提	17
未来三年业绩预测简表	17
盈利预测的敏感性分析	18
估值与投资建议	18
绝对估值	18
相对估值	19
投资建议	20
风险提示	20
附表：财务预测与估值	22

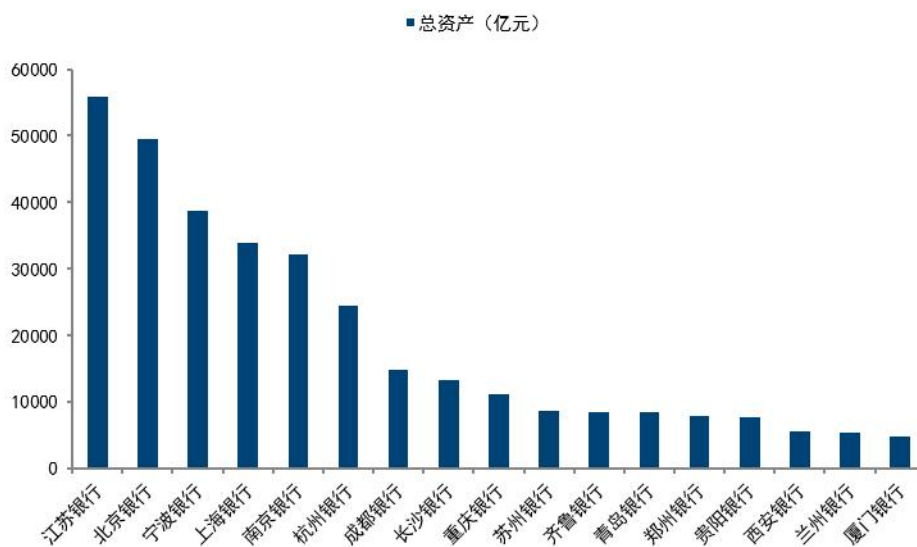
图表目录

图 1: 2026 年一季度末上海银行资产总额居上市城商行第四	4
图 2: 2025 年末上海银行网点布局	5
图 3: 2025 年末上海银行贷款主要投向长三角地区	5
图 4: 长三角地区 GDP 增速高于全国 GDP 增速	7
图 5: 2025 年上海高新技术企业数量达 2.5 万家	8
图 6: 上海市工业和服务业战略性新兴产业产值稳定增加	8
图 7: 上海市人均可支配收入超过全国平均水平	9
图 8: 上海银行科技贷款、普惠贷款、绿色贷款余额持续增长	10
图 9: 上海银行零售存贷款增速放缓	10
图 10: 上海银行 AUM 增长情况	11
图 11: 上海银行养老金客户 AUM 持续增长	11
图 12: 上海银行总资产同比增速低于同业	12
图 13: 上海银行营业收入同比增速低于同业	12
图 14: 上海银行归母净利润同比增速低于同业	13
图 15: 上海银行 ROA 高于同业平均水平	13
图 16: 上海银行 ROE 略低于同业平均水平	14
图 17: 上海银行 vs 上市城商行杜邦分析对比	14
图 18: 上海银行负债成本较低	15
图 19: 上海银行存款成本较低	15
图 20: 上海银行不良贷款率高于同业	16
图 21: 上海银行拨备覆盖率低于同业	16
图 22: 上海银行不良生成率略高于同业	17
图 23: 上市银行估值情况	19
图 24: 上海银行 2025 年静态股息率居上市银行前列	20
表 1: 2025 年末上海银行前十大股东情况	6
表 2: 上海银行执行董事、高管及其他重要人员情况	6
表 3: 未来三年业绩预测简表（单位：百万元）	18
表 4: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析	18
表 5: 一、二阶段假设（百万元）	18
表 6: 折现率假设	19
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	19

扎根上海，立足长三角

上海银行于 1996 年由原上海市 98 家城市信用社及上海市城市信用合作社联社整合改制设立，1999 年和 2001 年上海银行引入境外金融机构参股投资，创新实现外资机构投资多元化的全新模式。2016 年上海银行在上海证券交易所主板挂牌上市。2023 年上海银行被认定为系统重要性银行，标志着其行业地位与金融影响力迈上新台阶。截至 2026 年一季度末，上海银行资产总额达 33786 亿元，资产规模在上市城商行中排名第四。上海银行在英国《银行家》杂志“2024 年全球银行 1000 强”榜单中，按一级资本排名第 66 位。

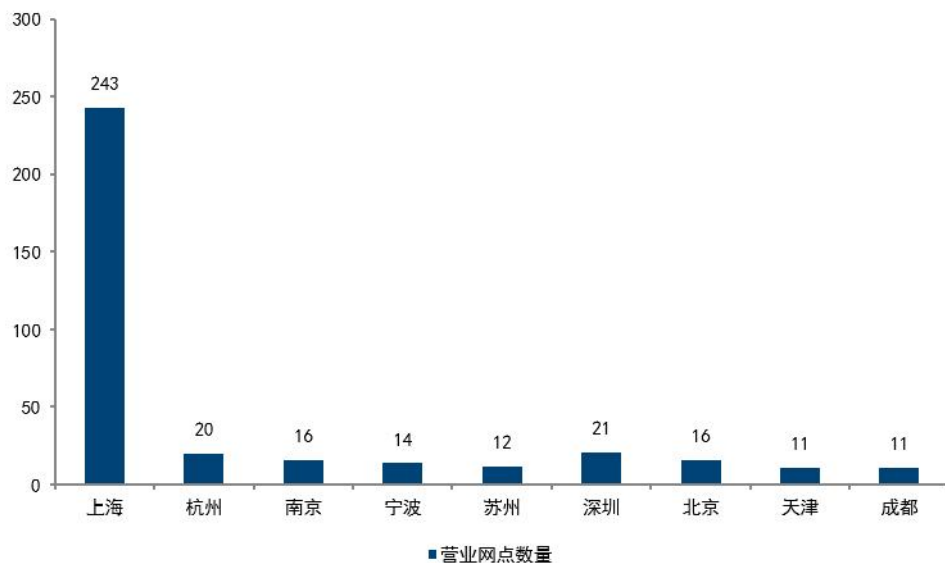
图1：2026 年一季度末上海银行资产总额居上市城商行第四



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

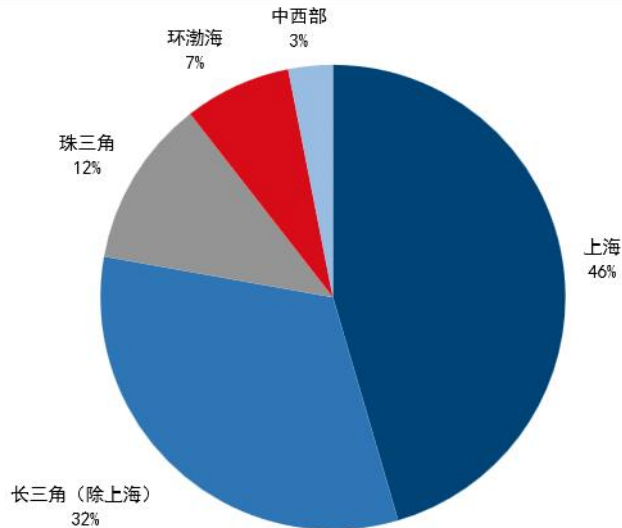
公司扎根上海，立足长三角。上海银行明确“扎根上海、精耕细作，立足长三角、做深做透”区域定位，2025 年末公司长三角地区贷款和垫款余额占全部贷款余额比重达 78%。截至 2025 年末，公司共有 364 家分支机构，设有 389 家自助服务点，覆盖上海市各区及宁波、南京、北京、成都等重要城市，服务网络辐射长三角、珠三角和环渤海三大经济圈，其中长三角地区机构占比超过三分之二。从 2025 年末上海银行贷款余额区域分布看，上海地区贷款余额占 45.47%，长三角地区占 32.34%，珠三角地区占 11.66%。

图2：2025 年末上海银行网点布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2025 年末上海银行贷款主要投向长三角地区



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上海银行股权结构较为分散，且股东结构多元化。从股东构成看，前十大股东中包含 6 家国有法人或国家机构，也包括外资股东、民营企业等。

表1: 2025 年末上海银行前十大股东情况

股东名称	期末持股数量(股)	比例(%)	股东性质
上海联和投资有限公司	2,092,800,328	14.73	国有法人
上海国际港务(集团)股份有限公司	1,213,781,943	8.54	国有法人
西班牙桑坦德银行有限公司 (BANCO SANTANDER, S. A.)	929,137,290	6.54	境外法人
TCL 科技集团股份有限公司	817,892,166	5.76	境内非国有法人
中国建银投资有限公司	687,322,763	4.84	国有法人
中船国际贸易有限公司	579,764,799	4.08	国有法人
香港中央结算有限公司	470,453,887	3.31	境外法人
上海商业银行有限公司	426,211,240	3.00	境外法人
上海市静安区财政局	291,619,246	2.05	国家
上海企顺建创资产经营有限公司	275,340,146	1.94	国有法人

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司管理层具有丰富的从业经验, 且持有一定股份。顾建忠现任上海银行党委书记、董事长。曾任上海银行公司金融部副总经理兼营销经理部、港台业务部总经理, 公司金融部总经理、授信审批中心总经理、营业部总经理; 上海市金融服务办公室综合协调处副处长(挂职)、金融机构处处长(挂职); 上海银行党委委员、纪委副书记、人力资源总监、人力资源部总经理; 上海国际集团党委委员、副总经理、董事; 上海农商银行党委副书记、副董事长、执行董事、行长。施红敏现任上海银行党委副书记、副董事长、行长兼首席财务官。曾任中国建设银行计划财务部财务处副处长、综合处副处长, 中国建设银行股份制改革领导小组办公室财务组副处长, 中国建设银行计划财务部政策制度处高级经理, 中国建设银行上海市分行第一支行副行长, 中国建设银行信用卡中心会计结算部高级经理, 中国建设银行信用卡中心党委委员、总经理助理、副总经理, 上银基金管理有限公司董事, 上海尚诚消费金融股份有限公司董事长, 中国银联股份有限公司董事, 上海银行副行长等职务。

表2: 上海银行执行董事、高管及其他重要人员情况

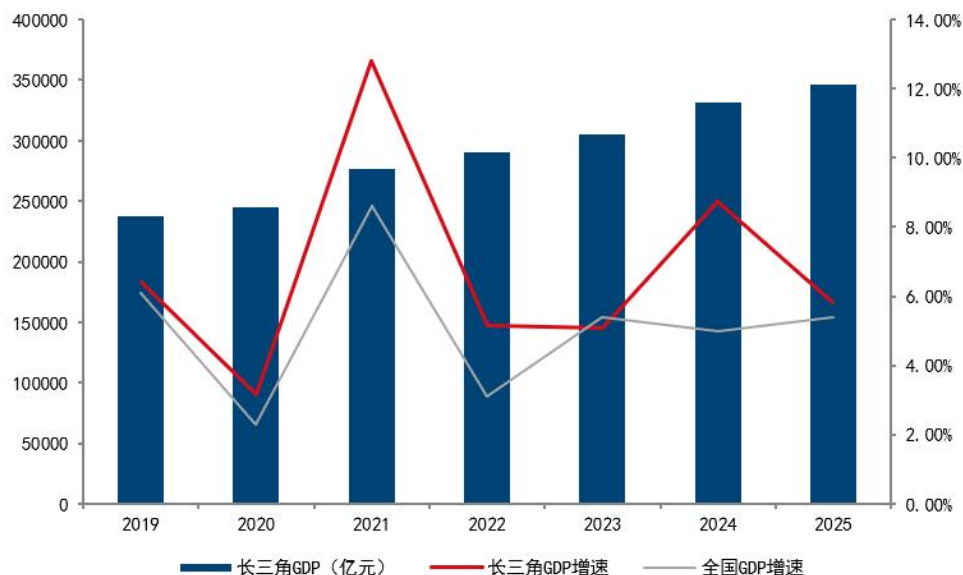
姓名	职务	出生年份	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
顾建忠	董事长	1974	77.15	10
施红敏	副董事长, 行长, 首席财务官, 首席合规官	1968	101.38	56
胡德斌	副行长, 首席信息官	1968	90.13	54
俞敏华	副行长	1976	93.88	8
陈雷	副行长	1978	35.55	4
李晓红	董事会秘书	1969	104.57	17
周宁	人力资源总监	1969	-	-
刘方	总审计师	1981	20.77	0
朱守元	业务总监	1971	104.75	7
武俊	业务总监	1969	104.80	9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营区域经济发达

上海市以及长三角地区区域经济发达。2025 年, 上海市 GDP 总量为 5.67 万亿元, 比上年增长 5.4%, 长三角地区 GDP 总量 34.66 万亿元, 增速 5.8%, 长三角地区 GDP 增速近七年内有六年超过全国 GDP 增速。长三角地区 GDP 总量占全国的四分之一, 发达的区域经济为上海银行对公及零售业务拓展提供了坚实的基础。

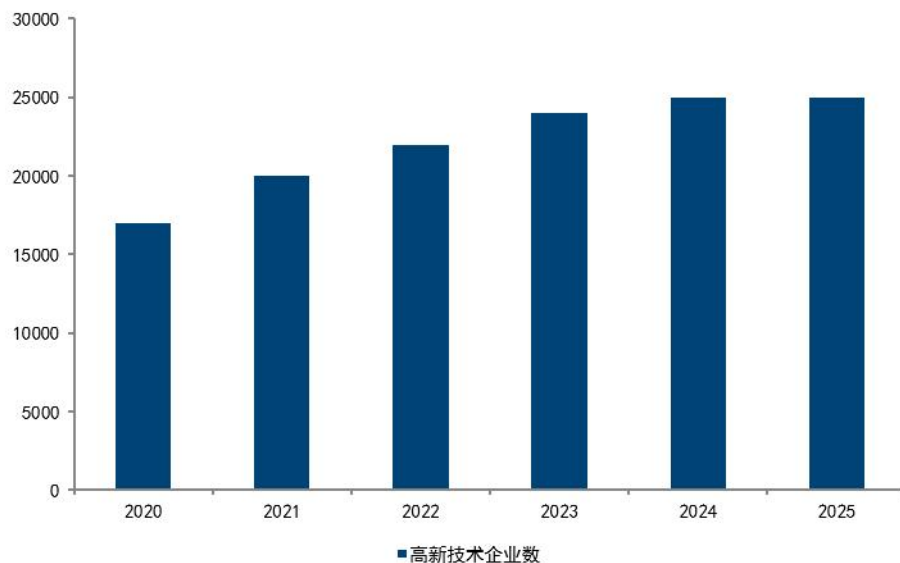
图4：长三角地区 GDP 增速高于全国 GDP 增速



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

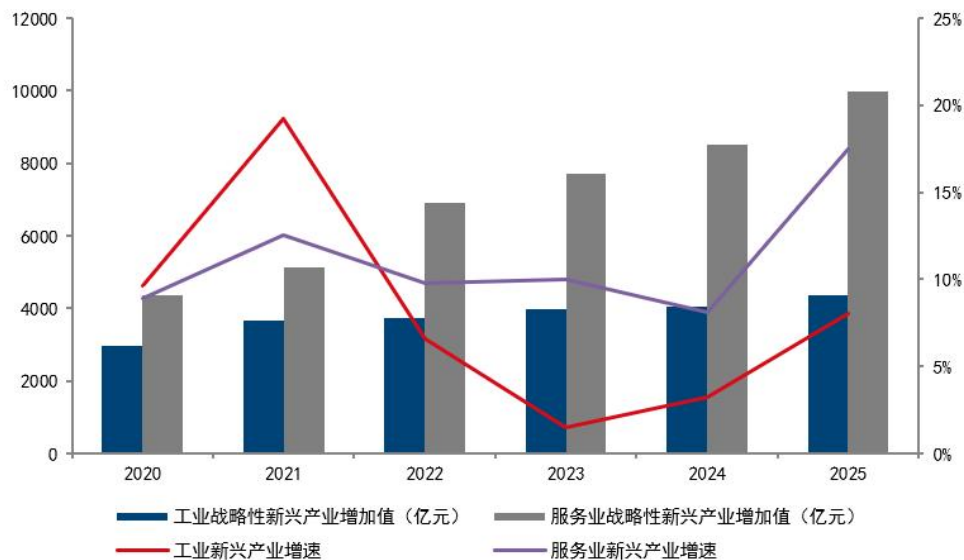
上海银行布局区域的高新技术企业数量众多，工业、服务业新兴产业稳增。（1）上海银行深耕上海，立足长三角，布局我国科技创新活跃区域。2020年12月，科技部印发《长三角科技创新共同体建设发展规划》，2021年9月，国家发改委与上海市政府联合发布《上海市建设具有全球影响力的科技创新中心“十四五”规划》，2022年11月人民银行等八部委印发《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，长三角及上海科创企业和科创金融发展的政策支撑体系持续完善。上海银行深耕上海、立足长三角，精准把握这一系列政策红利带来的发展机遇，深度融入区域创新经济发展格局。（2）受益于政策支持、地区经济水平高、人力资本雄厚等因素，上海银行科创金融领域布局的区域高新技术企业数量多且逐年增长，形成了高新技术产业集群。2025年末上海各类高新技术企业达到2.5万家，2025年日均诞生科技企业320家，创新生态展现出活跃发展动能。同时，2021年《上海市战略性新兴产业和先导产业发展“十四五”规划》明确要求促进工业服务业新兴产业创新发展，其中工业战略性新兴产业产值近两年增速加快，服务业战略性新兴产业产值近5年均保持7%以上增速。科创产业等新兴产业的发展为上海银行科创金融等领域业务提供了优质土壤。

图5: 2025 年上海高新技术企业数量达 2.5 万家



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

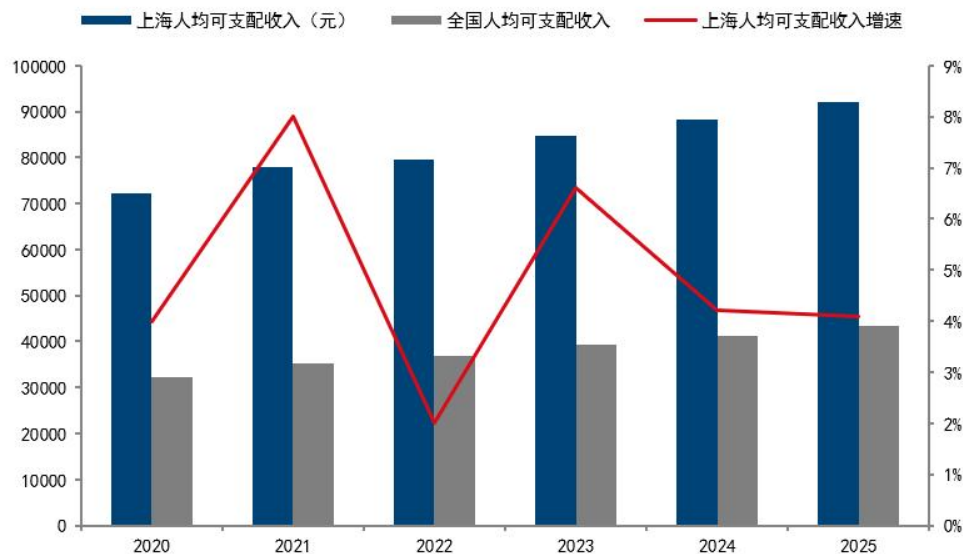
图6: 上海市工业和服务业战略性新兴产业产值稳定增加



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

上海市人均 GDP、人均可支配收入均居于全国前列。2025 年，上海市人均 GDP 在全国各省级行政区中排名第二。上海市居民人均可支配收入高，超出全国人均可支配收入。地区较高的人均 GDP、人均收入为上海银行零售业务提供广阔的市场空间。

图7：上海市人均可支配收入超过全国平均水平

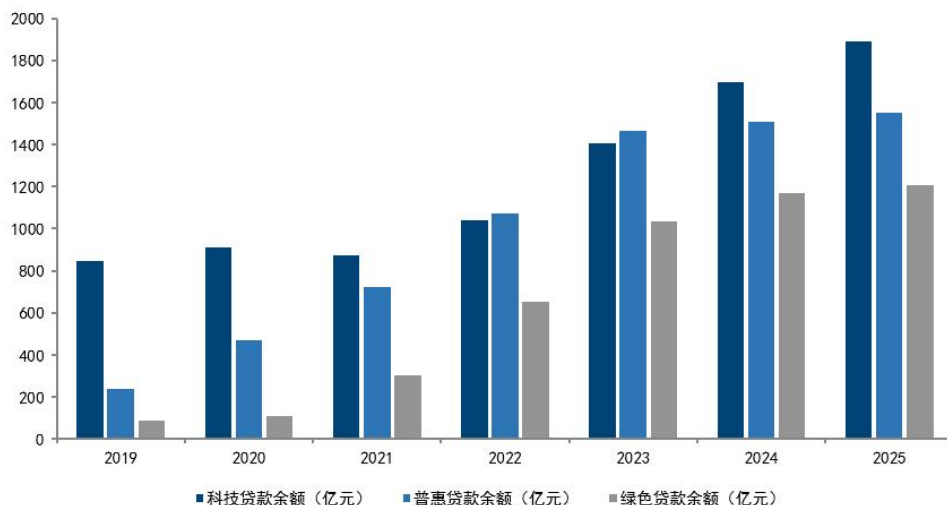


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

加快培育业务特色

上海银行在对公方面打造科技金融、普惠金融、绿色金融三大特色。2025 年末上海银行人民币公司贷款和垫款余额 8085.54 亿元，贷款余额较年初略有减少，但科技贷款、普惠贷款、绿色贷款余额分别为 1888.86 亿元、1551.70 亿元、1205.62 亿元，同比分别增长 11.20%、2.95%、3.13%，均超过公司贷款和垫款总体增幅。其中：（1）科技金融领域方面，2025 年公司深耕科创重点渠道与投资平台，服务上海国资平台被投资企业超 800 家，提供信贷支持近 400 亿元，在“2025 上海硬核科技企业 TOP100 榜单”中服务企业覆盖超六成，科技贷款投放金额 2124.49 亿元，同比增长 28.32%。（2）普惠金融领域，公司精准滴灌小微企业，深耕细分领域客群，2025 年公司普惠贷款投放金额 1996.23 亿元，同比增长 2.41%。（3）绿色金融领域，公司以经济社会绿色低碳转型需求为导向，持续优化绿色金融产品与服务，助力绿色低碳产业发展，2025 年绿色贷款投放金额 761.68 亿元，绿色债券投资余额 159.46 亿元，当年新承销绿色债务融资工具（含碳中和债券）10.60 亿元。

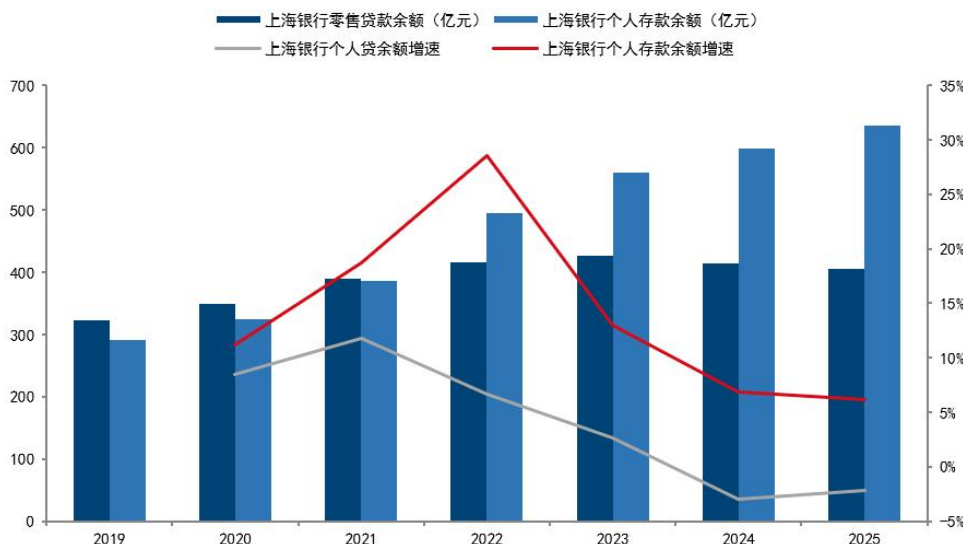
图8: 上海银行科技贷款、普惠贷款、绿色贷款余额持续增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

零售方面, 上海银行表内存贷款增速下降。2025 年上海银行人民币个人存款余额 6295.91 亿元, 较上年末增长 6.33%; 人民币个人贷款和垫款余额 4036.63 亿元, 较上年减少 1.84%。贷款结构中, 住房按揭贷款余额 1634.16 亿元, 占零售贷款比重 40.35%, 个人经营贷、消费贷占比分别为 23%、29%。

图9: 上海银行零售存贷款增速放缓

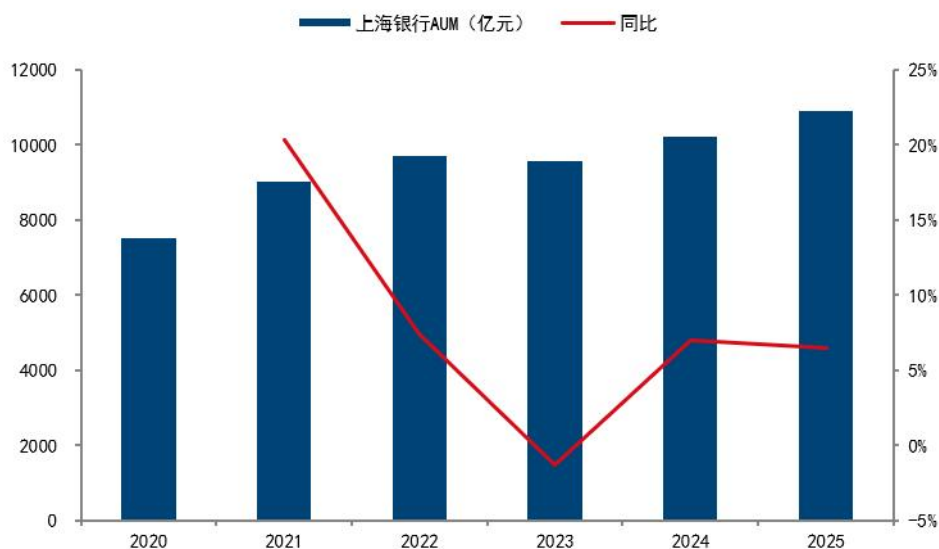


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上海银行重点打造财富管理、养老金融等业务, 致力成为面向城市居民的财富管理和养老金融服务专家。(1) 2025 年末上海银行管理零售客户综合资产 (AUM) 10878.80 亿元, 较上年末增长 6.45%。2025 年上海银行财富管理业务中间业务收入同比增长 7.27%, 其中代销理财中收同比增长 7.24%, 代销保险中收同比增长 11.66%。上海银行精细客群分层分类, 月日均 AUM30 万元及以上的客户 94.86 万户, AUM 规模 9274.15 亿元, 分别较上年末增长 6.67%、7.59%, 月日均 AUM800

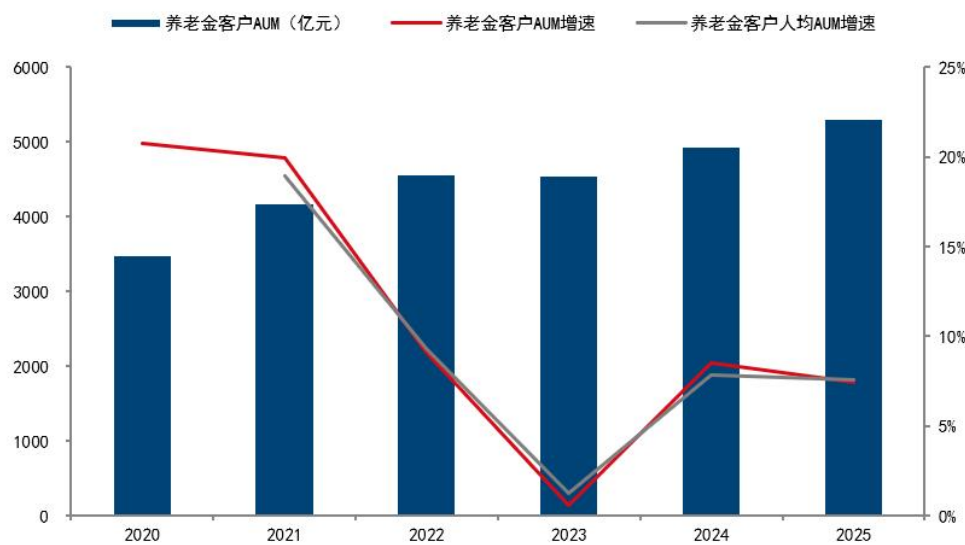
万元及以上私行客户数和 AUM 规模分别较上年末增长 10.11%、7.07%。(2) 上海银行持续巩固其养老金融的优势，2025 年养老金代发客户 159.34 万户，保持上海地区市场份额第一；管理养老金客户 AUM5295.65 亿元，同比增长 7.43%，主要由人均 AUM 增长驱动。

图10: 上海银行 AUM 增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 上海银行养老金客户 AUM 持续增长

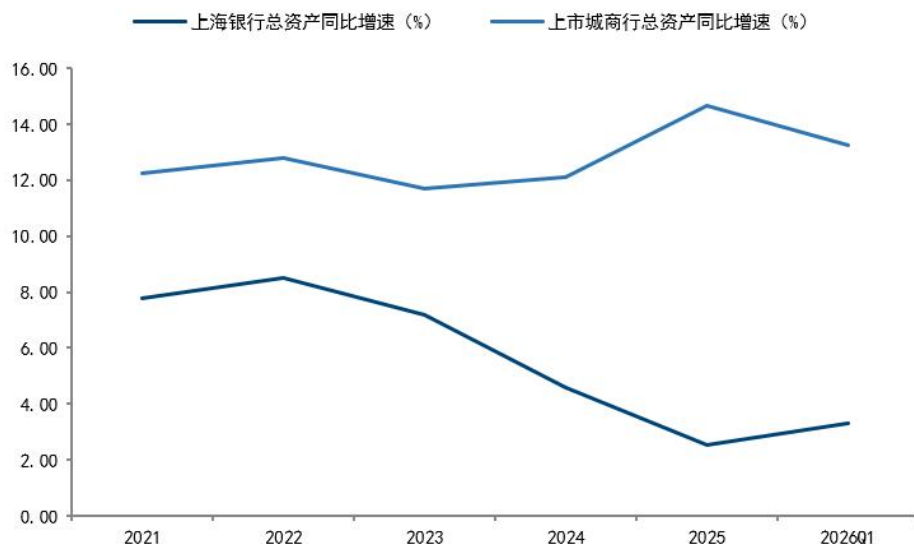


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：资产扩张慢，负债成本低

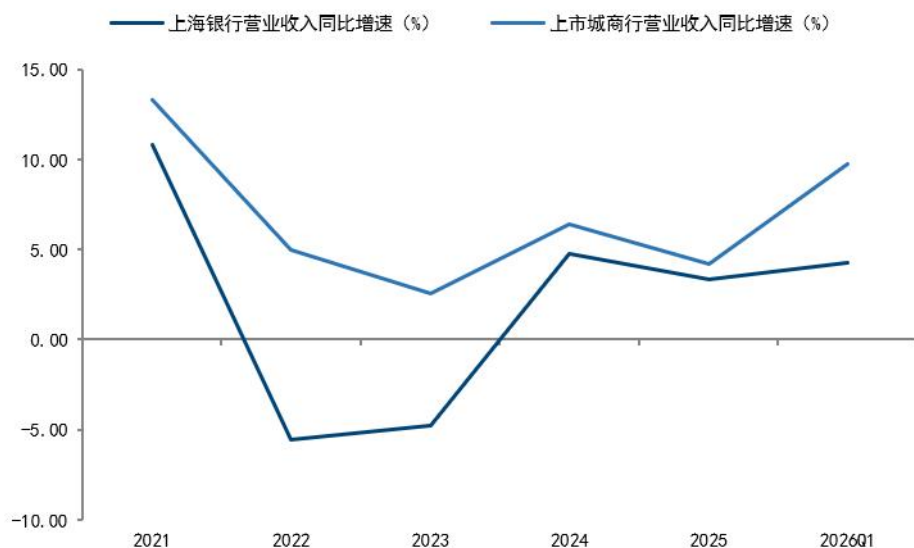
上海银行资产规模、收入及利润增速均低于同业。其中，上海银行 2021-2025 年的总资产年化复合增速为 6.09%，营业收入年化复合增速为 1.53%，归母净利润年化复合增速为 2.98%，均低于上市城商行整体增速，主要是规模扩张速度相对较慢导致。

图12：上海银行总资产同比增速低于同业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：上海银行营业收入同比增速低于同业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

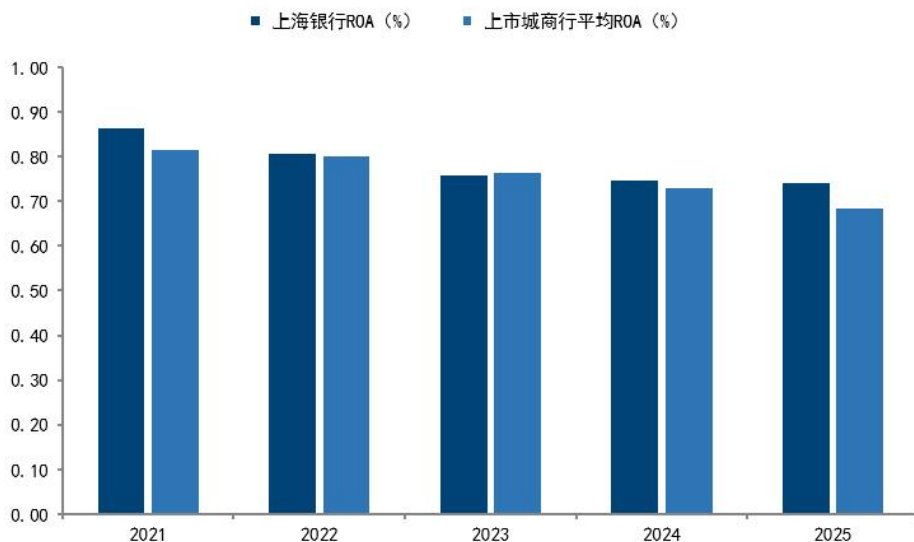
图14: 上海银行归母净利润同比增速低于同业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

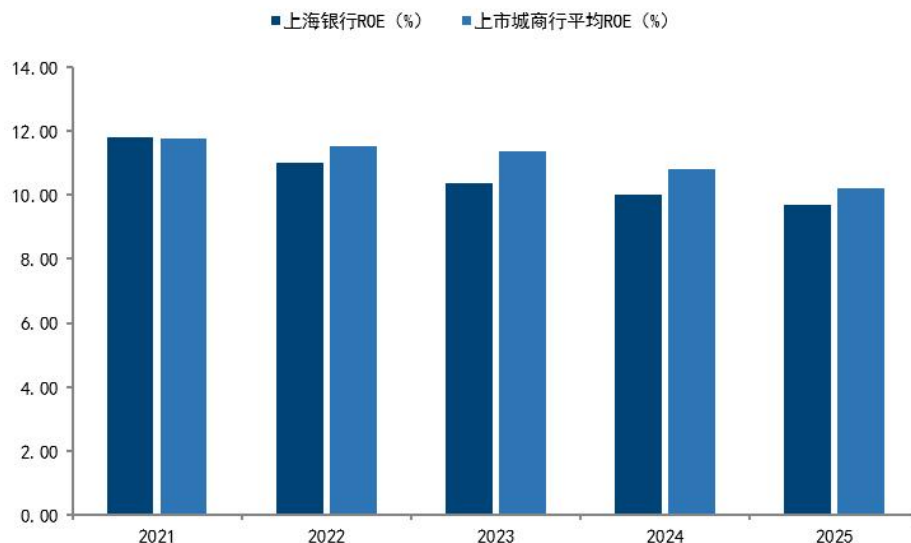
上海银行盈利能力居城商行平均水平附近。其中, 上银行 2025 年 ROA 为 0.74%, 较上市城商行平均水平高出 0.06 个百分点, 2025 年加权 ROE 为 9.69%, 较上市城商行平均水平低 0.53 个百分点。总的来看, 上海银行的盈利能力处于行业平均水平附近。

图15: 上海银行 ROA 高于同业平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

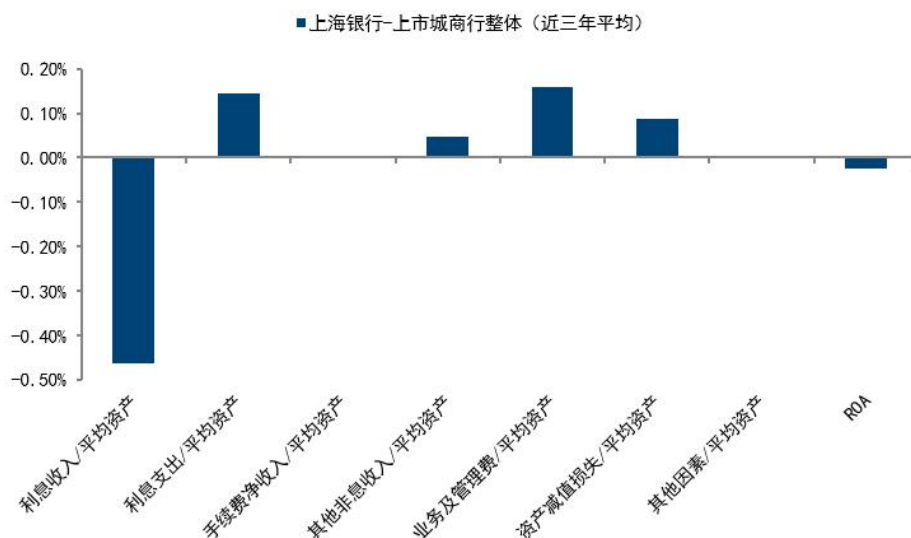
图16: 上海银行 ROE 略低于同业平均水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从杜邦分析来看, 上海银行的优势是负债成本低, 以及成本管控良好, 但公司生息资产收益率相对偏低, 影响公司盈利能力。其中, 较低的“利息收入/平均资产”和相对较低的“业务及管理费/平均资产”说明公司的客群结构偏向于规模较大的企业, 同时也跟上海地区激烈的信贷市场竞争有关。

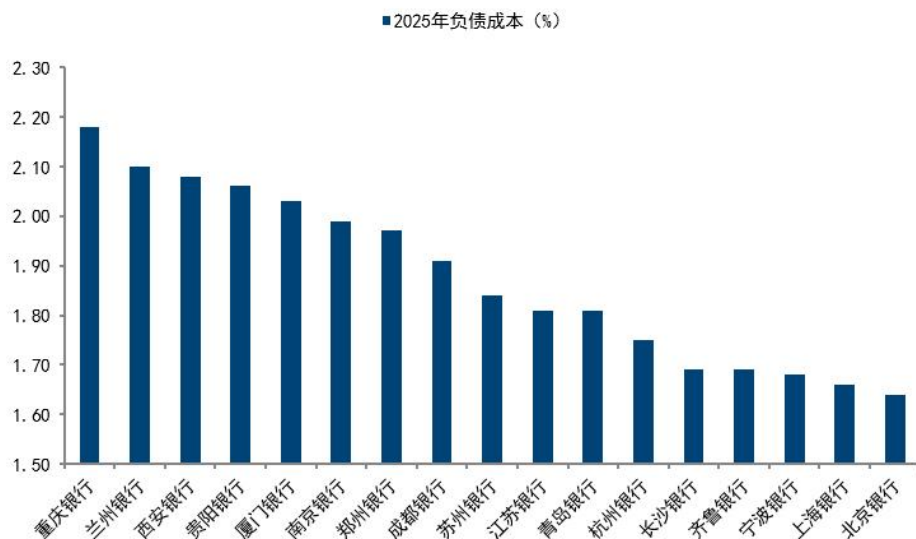
图17: 上海银行 vs 上市城商行杜邦分析对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 图中柱子位于线上表示公司在该指标方面表现优于行业整体值, 位于线下则相反。

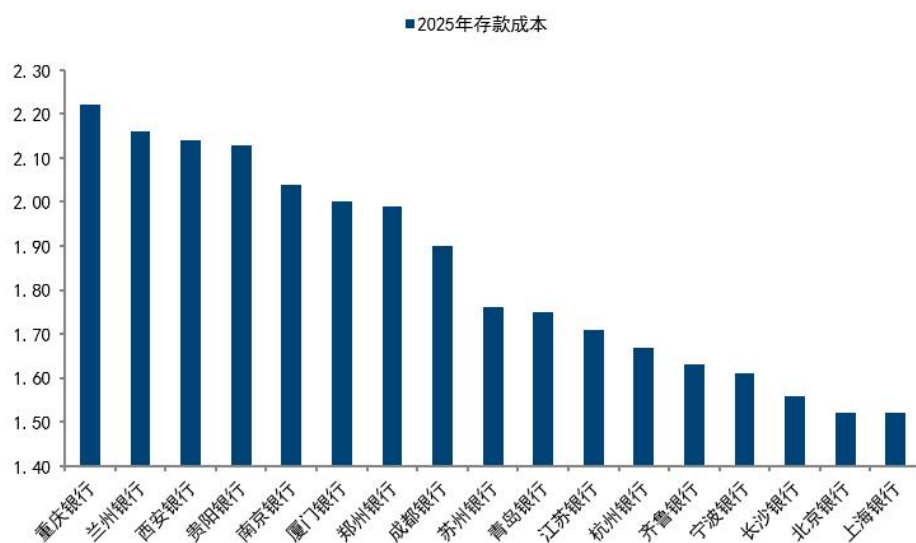
上海银行的一项优势是负债成本较低, 这主要得益于公司较低的存款成本。公司在上海以及长三角这样金融业务竞争激烈的地区获得较低的负债成本, 体现出公司优异的客户基础, 同时也跟公司保持较低的资产规模增速有关。

图18: 上海银行负债成本较低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 上海银行存款成本较低



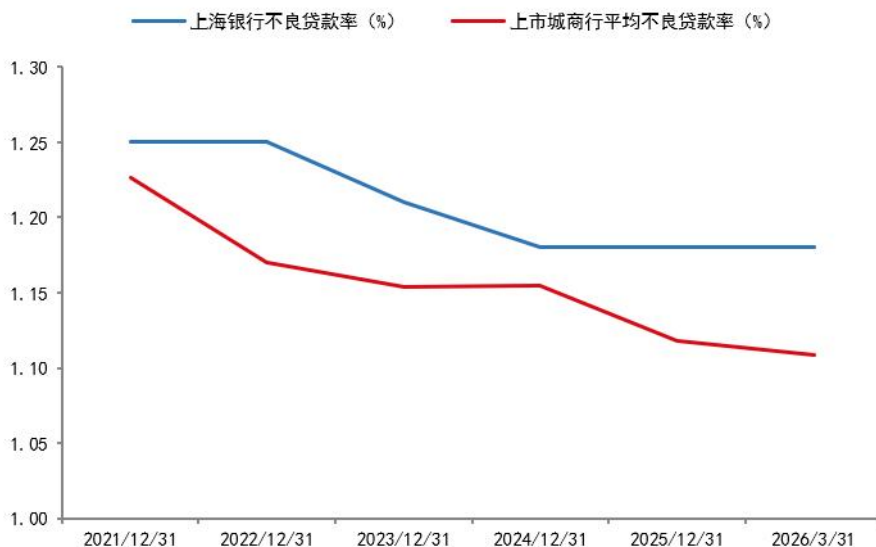
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上海银行资产质量边际承压，零售贷款不良压力相对较大。资产质量方面，近几年上海银行不良贷款率高于同业，拨备覆盖率低于同业，其中 2026 年一季度末上海银行不良贷款率 1.18%，拨备覆盖率 241%。公司近几年不良生成率也高于同业，且呈上升趋势，资产质量边际承压，公司后续资产质量走势需要进一步关注。

结合 2025 年报数据细分来看，目前上海银行的零售贷款不良率上升明显，与行业整体趋势一致，其中个人经营性贷款、住房按揭贷款和信用卡贷款不良率上升，个人消费贷款不良率有所下降。上海银行的对公贷款不良率整体平稳，但房地产

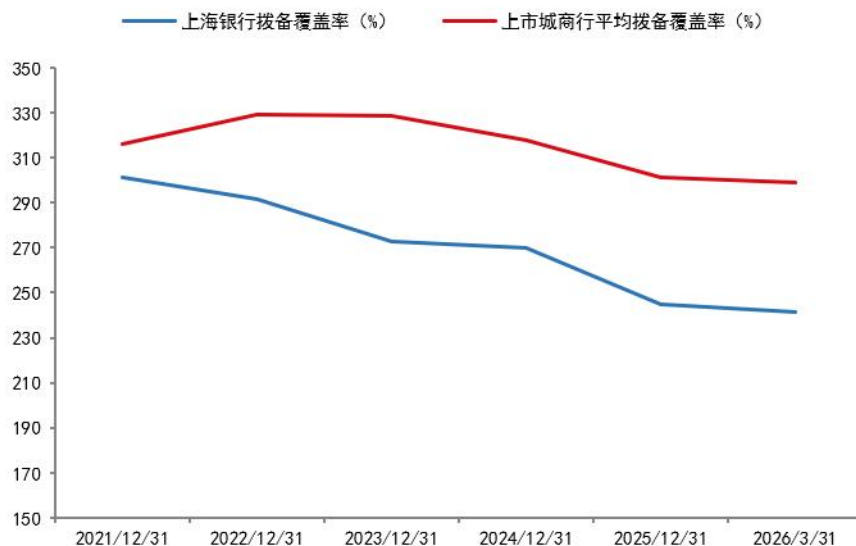
开发贷不良率在 2025 年上升明显。公司年报中披露其目前涉及三项重大诉讼，涉案本金金额分别为约 26 亿元、74 亿元、38 亿元，均与房地产有关，不过公司发布了关于诉讼事项进展的公告，称三项诉讼进展不会对公司的本期利润或期后利润造成重大影响。

图20: 上海银行不良贷款率高于同业



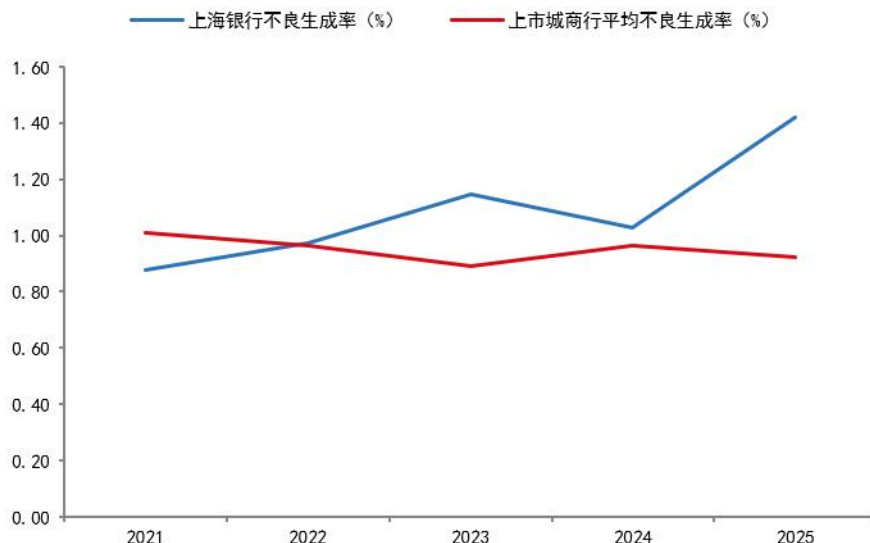
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 上海银行拨备覆盖率低于同业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 上海银行不良生成率略高于同业



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动。公司当前资产增速低于行业, 考虑到公司当期规模已经很大, 预计未来增速也将保持在较低水平, 假设公司 2026-2028 年总资产同比增长 3.0%/2.5%/2.0%;

(2) 净息差: 受益于存量存款重定价以及政策呵护净息差, 行业整体净息差企稳, 我们预计上海银行净息差也将随行就市企稳。我们假设公司 2026-2028 年基于期初期末平均余额测算的净息差稳定在 1.15%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 可能存在较大误差, 我们在后文中对净息差做了敏感性分析;

(3) 信用成本: 考虑到宏观经济整体稳定以及零售不良已经持续暴露, 我们预计公司后续资产质量能够维持稳定, 我们假设公司 2026-2028 年信用成本基本稳定, 分别为 0.98%/0.99%/1.00%。

未来三年业绩预测简表

按上述假设, 我们得到公司 2026-2028 年归母净利润 243/244/245 亿元, 归母净利润年增速分别为 0.3%/0.6%/0.6%。摊薄每股收益分别为 1.71/1.72/1.73 元。

表3: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	52,986	54,761	55,821	56,951	57,940
其中: 利息净收入	32,486	33,344	34,404	35,349	36,143
手续费净收入	3,959	3,707	3,707	3,892	4,087
其他非息收入	16,541	17,710	17,710	17,710	17,710
营业支出	25,683	26,367	27,450	28,424	29,251
其中: 业务及管理费	12,622	12,765	13,012	13,276	13,506
资产减值损失	12,447	12,951	13,774	14,471	15,056
其他支出	615	651	664	677	689
营业利润	27,302	28,394	28,371	28,527	28,689
营业外净收入	-282	-110	0	0	0
利润总额	27,021	28,284	28,371	28,527	28,689
减: 所得税	3,460	4,111	4,124	4,147	4,170
净利润	23,560	24,172	24,247	24,380	24,519
其中: 归母净利润	23,560	24,193	24,268	24,402	24,540

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表4: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2025A	2026E	2027E	2028E
净息差 (逐年+5bps)	2.7%	4.3%	4.6%	4.5%
基准情形	2.7%	0.3%	0.6%	0.6%
净息差 (逐年-5bps)	2.7%	-3.7%	-3.8%	-4.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表5: 一、二阶段假设 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E
净资产	256526	273384	290352	307419	324955	338529	352375	366498	380903	395596	410583	425870	441463	457367
摊薄 ROE	9.4%	8.9%	8.4%	8.0%	7.7%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	6.6%	6.5%
归母净利润	24193	24268	24402	24540	25031	25532	26042	26563	27094	27636	28189	28753	29328	29914
同比	2.7%	0.3%	0.6%	0.6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
分红率	31%	31%	31%	31%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
股利	7389	7411	7452	7495	11957	12196	12440	12689	12943	13202	13466	13735	14010	14290

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 折现率假设

无风险收益率	2.0%	第二阶段增长率	2%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	48%
β	1.00	永续增长率	2%
COE	9.0%	永续分红率	65%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件, 采用三阶段 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 10.96-12.21 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

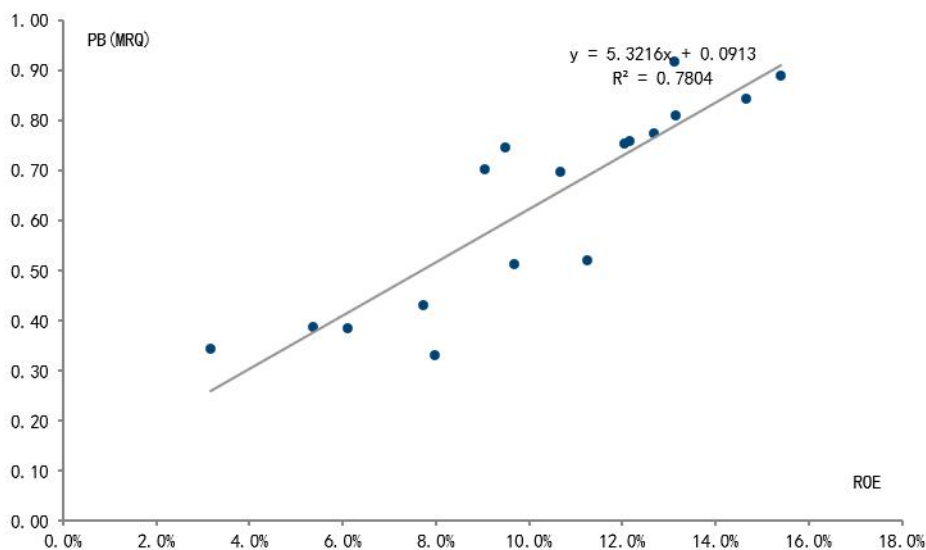
		折现率变化				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
永续 增长 率变 化	1.50%	12.92	11.99	11.19	10.48	9.86
	1.75%	13.19	12.21	11.37	10.63	9.99
	2.00%	13.48	12.44	11.56	10.79	10.12
	2.25%	13.79	12.70	11.77	10.96	10.26
	2.50%	14.13	12.97	11.99	11.15	10.42

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将上海银行与其他城商行放在一起横向比较。按照 PB(MRQ) 以及 2025 年 ROE, 公司静态 ROE 对应 0.70-0.75 倍 PB(MRQ) 的理论估值, 据此计算其合理价值为 12.47-13.36 元。

图23: 上市银行估值情况

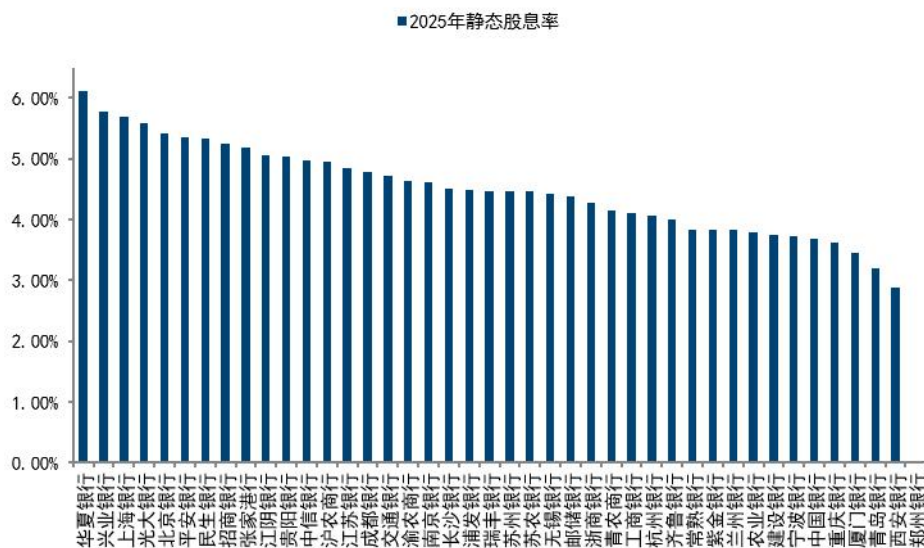


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 2026 年 6 月 9 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算，绝对估值在 10.96-12.21 元，相对估值在 12.47-13.36 元，取平均值，我们认为公司合理股价在 11.71-12.78 元，相较于当前（2026 年 6 月 9 日收盘）9.13 元的股价有大约 28%-40%溢价空间。综合考虑估值水平，以及公司区域位置优越，整体规模及归母净利润保持平稳且当前股息率居上市银行前列，我们给予其“优于大市”评级。

图24：上海银行 2025 年静态股息率居上市银行前列



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：按 2026 年 6 月 9 日收盘价计算。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频

繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响。此外，受生息资产收益率较低影响，公司净息差水平较低，若市场利率超预期下行，公司可能面临较大的净息差管理压力；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离及压力，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

公司当前仍有约 200 亿元到期日为明年 1 月份的可转债未转股，未来存在可转债转股导致存量股权被稀释的风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标（元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表（十亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1.66	1.70	1.71	1.72	1.73	营业收入	53.0	54.8	55.8	57.0	57.9
BVPS	16.49	18.03	19.22	20.41	21.62	其中：利息净收入	32.5	33.3	34.4	35.3	36.1
DPS	0.50	0.52	0.52	0.52	0.53	手续费净收入	4.0	3.7	3.7	3.9	4.1
						其他非息收入	16.5	17.7	17.7	17.7	17.7
资产负债表（十亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	营业支出	25.7	26.4	27.5	28.4	29.3
总资产	3,227	3,309	3,408	3,493	3,563	其中：业务及管理费	12.6	12.8	13.0	13.3	13.5
其中：贷款	1,367	1,405	1,462	1,506	1,536	资产减值损失	12.4	13.0	13.8	14.5	15.1
非信贷资产	1,860	1,903	1,946	1,988	2,027	其他支出	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
总负债	2,972	3,052	3,135	3,203	3,256	营业利润	27.3	28.4	28.4	28.5	28.7
其中：存款	1,741	1,758	1,811	1,856	1,893	其中：拨备前利润	39.7	41.3	42.1	43.0	43.7
非存款负债	1,231	1,294	1,324	1,347	1,363	营业外净收入	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
所有者权益	255	257	273	290	307	利润总额	27.0	28.3	28.4	28.5	28.7
其中：总股本	14	14	14	14	14	减：所得税	3.5	4.1	4.1	4.1	4.2
普通股净资产	234	256	273	290	307	净利润	23.6	24.2	24.2	24.4	24.5
						归母净利润	23.6	24.2	24.3	24.4	24.5
总资产同比	4.6%	2.5%	3.0%	2.5%	2.0%	其中：普通股东净利润	23.6	24.2	24.3	24.4	24.5
贷款同比	2.1%	2.8%	4.0%	3.0%	2.0%	分红总额	7.1	7.4	7.4	7.5	7.5
存款同比	4.1%	1.0%	3.0%	2.5%	2.0%						
贷存比	79%	80%	81%	81%	81%	营业收入同比	4.8%	3.4%	1.9%	2.0%	1.7%
非存款负债/负债	41%	42%	42%	42%	42%	其中：利息净收入同比	-7.6%	2.6%	3.2%	2.7%	2.2%
权益乘数	12.7	12.9	12.5	12.0	11.6	手续费净收入同比	-19.5%	-6.4%	0.0%	5.0%	5.0%
						归母净利润同比	4.5%	2.7%	0.3%	0.6%	0.6%
资产质量指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	业绩增长归因	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
不良贷款率	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	生息资产规模	7.6%	4.5%	4.2%	1.5%	2.2%
信用成本率	0.90%	0.92%	0.98%	0.99%	1.00%	净息差	-15.2%	-1.9%	-1.0%	1.2%	0.0%
拨备覆盖率	270%	245%	225%	212%	206%	手续费	-1.5%	-1.0%	-0.3%	0.2%	0.3%
						其他非息收入	13.9%	1.7%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
资本与盈利指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	业务及管理费	1.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.74%	0.74%	0.72%	0.71%	0.69%	信用减值	-1.3%	-0.0%	-2.0%	-1.4%	-1.1%
ROE	10.4%	10.0%	9.2%	8.7%	8.2%	其他因素	-0.1%	-1.4%	0.3%	-0.0%	-0.0%
核心一级资本充足率	10.35%	10.65%	11.02%	11.42%	11.86%	归母净利润同比	4.5%	2.7%	0.3%	0.6%	0.6%
一级资本充足率	11.24%	11.09%	11.46%	11.86%	12.30%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032