

招商银行(600036)

报告日期: 2025 年 04 月 30 日

核心营收改善

——招商银行 2025 年一季报点评

投资要点

- 招商银行核心营收改善, 息差降幅收窄, 不良生成稳定。
- 数据概览
25Q1 营收同比负增 3.1%, 增速较 24A 放缓 2.6pc; 25Q1 归母净利润同比负增 2.1%, 增速较 24A 放缓 3.3pc。25Q1 末不良率环比下降 2bp 至 0.94%; 25Q1 末拨备覆盖率环比下降 2pc 至 410%。
- 核心营收改善
招行 25Q1 利润表现略低于市场预期, 25Q1 招商银行营收同比负增 3.1%, 增速较 24A 放缓 2.6pc; 归母净利润同比负增 2.1%, 增速较 24A 放缓 3.3pc。招行业绩放缓主要受其他非息收入波动影响。
扣除其他非息影响, 招商银行核心营收环比改善: ①利息净收入表现好于预期, 25Q1 利息净收入增速转正 (同比增长 2%)。招行利息净收入增速改善, 主要得益于息差同比降幅收窄, 25Q1 息差同比降幅为 11bp, 降幅较 24A 收窄 6bp。②中收降幅收窄, 其中财富管理收入恢复正增, 25Q1 财富管理手续费收入同比增长 10%, 主要得益于代销理财、代销基金、代销信托收入同比高增。
展望未来, 考虑到息差压力前大后小和资产质量稳定性, 我们认为招商银行全年利润仍有望实现同比稳定。
- 息差环比下降
25Q1 招行单季息差 (期初期末) 较 24Q4 下降 9bp 至 1.83%, 息差降幅基本符合预期, 息差环比下降主要受资产收益率降幅大于负债成本率影响。①25Q1 招行资产收益率较 24Q4 下降 23bp 至 3.07%, 判断受价格和结构双重作用。一方面贷款新发利率和债券收益率仍在下行; 另一方面新增贷款中, 个人贷款增量贡献占比下降, 25Q1 个人贷款增量占单季贷款增量的 6%, 占比较 24Q4 下降 49pc, 反映整体零售需求仍然偏弱。②25Q1 招行负债成本率较 24Q4 下降 15bp 至 1.35%, 判断主要得益于存款付息率改善。此外招行披露 25Q1 日均活期存款占比较 2024 年全年上升 0.12pc, 日均活期存款占比稳定。
- 不良生成稳定
招行不良前瞻指标波动, 25Q1 不良率、关注率、逾期率分别环比-2bp、+7bp、+5bp 至 0.94%、1.36%、1.38%。但招行不良生成整体稳定, 测算 25Q1 真实不良 TTM 生成率较 24A 下降 1bp 至 1.14%。
- 盈利预测与估值
预计招商银行 2025-2027 年归母净利润同比增长 1.32%/3.46%/5.31%, 对应 BPS 44.52/48.44/52.61 元/股。现价对应 2025-2027 年 PB 估值 0.92/0.84/0.77 倍。目标价为 52.00 元/股, 对应 25 年 PB1.17 倍, 现价空间 28%, 维持“买入”评级。
风险提示: 宏观经济失速, 不良大幅暴露。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,488	335,657	345,250	360,319
(+/-) (%)	-0.48%	-0.54%	2.86%	4.36%
归母净利润	148,391	150,350	155,556	163,812
(+/-) (%)	1.22%	1.32%	3.46%	5.31%
每股净资产(元)	41.46	44.52	48.44	52.61
P/B	0.98	0.92	0.84	0.77

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 梁凤洁
执业证书号: S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@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 ¥ 40.74
总市值(百万元) 1,027,456.51
总股本(百万股) 25,219.85

股票走势图



相关报告

- 《经营表现稳健, 中期分红落地》 2025.03.26
- 《高股息顺周期龙头》 2025.01.14
- 《盈利动能改善》 2024.10.30

表1: 招商银行 2025 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	24Q1	24A	25Q1	环比变化	同比变化	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	QoQ
利润指标												
ROE (年化)		16.08%	14.49%	14.13%	-0.4pc	-195bp	13.9%	12.4%	13.6%	10.6%	12.1%	1.4pc
ROA (年化)		1.35%	1.28%	1.21%	-7bp	-14bp	1.35%	1.27%	1.32%	1.18%	1.21%	3bp
拨备前利润		59,455	219,471	57,079		-4.0%	59,455	57,122	53,854	49,040	57,079	16.4%
同比增速		-6.1%	0.6%	-4.0%	-4.6pc	2.1pc	-6.1%	-2.8%	1.6%	14.0%	-4.0%	-18.0pc
归母净利润		38,077	148,391	37,286		-2.1%	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	5.9%
同比增速		-2.0%	1.2%	-2.1%	-3.3pc	-0.1pc	-2.0%	-0.7%	0.8%	7.6%	-2.1%	-9.7pc
EPS (未年化)		1.51	5.66	1.48		-2.1%	1.51	1.45	1.52	1.40	1.48	5.9%
BVPS (未年化)		38.40	41.46	42.26	1.9%	10.0%	38.40	38.06	39.73	41.46	42.26	1.9%
收入拆分												
营业收入		86,417	337,488	83,751		-3.1%	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	-1.2%
同比增速		-4.7%	-0.5%	-3.1%	-2.6pc	1.6pc	-4.7%	-1.5%	-2.5%	7.5%	-3.1%	-10.6pc
利息净收入		52,000	211,277	52,996		1.9%	52,000	52,449	52,849	53,979	52,996	-1.8%
生息资产 (期初期末平均, 注1)		10,668,299	10,946,715	11,587,248	5.9%	8.6%	10,668,299	10,907,763	10,975,440	11,235,359	11,587,248	3.1%
净息差 (日均余额口径)		2.02%	1.98%	1.91%	-7bp	-11bp	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%	-3bp
净息差 (期初期末口径)		1.95%	1.93%	1.83%	-10bp	-12bp	1.95%	1.92%	1.93%	1.92%	1.83%	-9bp
生息资产收益率 (期初期末口径)		3.53%	3.42%	3.07%	-34bp	-45bp	3.53%	3.44%	3.41%	3.30%	3.07%	-23bp
付息负债成本率 (期初期末口径)		1.72%	1.62%	1.35%	-27bp	-37bp	1.72%	1.65%	1.62%	1.50%	1.35%	-15bp
非利息净收入		34,417	126,211	30,755		-10.6%	34,417	34,079	26,915	30,800	30,755	-0.1%
手续费净收入		20,204	72,094	19,696		-2.5%	20,204	18,124	17,374	16,392	19,696	20.2%
其他非息收入		14,213	54,117	11,059		-22.2%	14,213	15,955	9,541	14,408	11,059	-23.2%
业务及管理费		24,502	107,616	23,988		-2.1%	24,502	26,936	23,309	32,869	23,988	-27.0%
成本收入比		28.35%	31.89%	28.64%	-3.2pc	0.3pc	28.35%	31.13%	29.22%	38.77%	28.64%	-10.1pc
资产减值损失		14,267	40,819	12,837		-10.0%	14,267	12,669	9,421	4,462	12,837	187.7%
贷款减值损失		13,271	43,608	13,630		2.7%	13,271	12,162	10,837	7,338	13,630	85.7%
信用成本		0.80%	0.65%	0.78%	13bp	-2bp	0.80%	0.72%	0.64%	0.43%	0.78%	35bp
所得税费用		6,746	29,093	6,729		-0.3%	6,746	7,516	5,773	9,058	6,729	-25.7%
有效税率		14.93%	16.28%	15.21%	-1.1pc	0.3pc	14.93%	16.91%	12.99%	20.32%	15.21%	-5.1pc
规模增长												
总资产		11,520,226	12,152,036	12,529,792	3.1%	8.8%	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	3.1%
生息资产余额		10,916,446	11,418,917	11,755,579	2.9%	7.7%	10,916,446	10,899,079	11,051,801	11,418,917	11,755,579	2.9%
贷款总额		6,815,827	6,888,315	7,125,479	3.4%	4.5%	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	7,125,479	3.4%
对公贷款		3,315,579	3,243,690	3,466,901	6.9%	4.6%	3,315,579	3,206,650	3,184,918	3,243,690	3,466,901	6.9%
个人贷款		3,500,248	3,644,625	3,658,578	0.4%	4.5%	3,500,248	3,541,154	3,573,833	3,644,625	3,658,578	0.4%
同业资产		611,103	900,515	833,709	-7.4%	36.4%	611,103	800,711	816,758	900,515	833,709	-7.4%
金融投资		3,200,862	3,673,040	3,848,378	4.8%	20.2%	3,200,862	3,330,274	3,348,908	3,673,040	3,848,378	4.8%
存放央行		813,340	574,065	576,043	0.3%	-29.2%	813,340	599,520	629,471	574,065	576,043	0.3%
总负债		10,394,735	10,918,561	11,275,928	3.3%	8.5%	10,394,735	10,457,758	10,495,128	10,918,561	11,275,928	3.3%
付息负债余额		10,008,297	10,528,835	10,878,465	3.3%	8.7%	10,008,297	10,027,420	10,111,547	10,528,835	10,878,465	3.3%
吸收存款		8,440,100	9,096,587	9,319,462	2.5%	10.4%	8,440,100	8,662,886	8,732,681	9,096,587	9,319,462	2.5%
企业活期		n.a	2,772,365	2,802,836	1.1%	n.a		2,682,219	2,471,736	2,772,365	2,802,836	1.1%
个人活期		n.a	1,980,251	2,024,646	2.2%	n.a		1,819,467	1,781,079	1,980,251	2,024,646	2.2%
企业定期		n.a	2,291,188	2,342,119	2.2%	n.a		2,175,946	2,414,647	2,291,188	2,342,119	2.2%
个人定期		n.a	2,052,783	2,149,862	4.7%	n.a		1,985,254	2,065,218	2,052,783	2,149,862	4.7%
同业负债		1,002,367	1,019,393	1,153,946	13.2%	15.1%	1,002,367	862,811	880,142	1,019,393	1,153,946	13.2%
发行债券		311,560	222,921	166,843	-25.2%	-46.4%	311,560	276,327	236,214	222,921	166,843	-25.2%
向央行借款		254,270	189,934	238,214	25.4%	-6.3%	254,270	225,396	262,510	189,934	238,214	25.4%
所有者权益		1,118,965	1,226,014	1,246,207	1.6%	11.4%	1,118,965	1,110,213	1,152,527	1,226,014	1,246,207	1.6%
总股本		25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%
资产质量												
不良贷款		62,630	65,610	66,743	1.7%	6.6%	62,630	63,427	63,557	65,610	66,743	1.7%
不良率		0.92%	0.95%	0.94%	-2bp	2bp	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	-2bp
关注贷款		78,017	89,080	97,195	9.1%	24.6%	78,017	83,337	88,131	89,080	97,195	9.1%
关注率		1.14%	1.29%	1.36%	7bp	22bp	1.14%	1.24%	1.30%	1.29%	1.36%	7bp
逾期贷款		89,300	91,875	98,325	7.0%	10.1%	89,300	95,577	91,950	91,875	98,325	7.0%
逾期率		1.31%	1.33%	1.38%	5bp	7bp	1.31%	1.42%	1.36%	1.33%	1.38%	5bp
不良生成额		12,612	57,185	13,976	-75.6%	10.8%	12,612	13,809	14,417	16,347	13,976	-14.5%
不良生成率		0.78%	0.88%	0.81%	-7bp	4bp	0.78%	0.81%	0.85%	0.97%	0.81%	-16bp
核销转出额		11,561	53,154	12,843	-75.8%	11.1%	11,561	13,012	14,287	14,294	12,843	-10.2%
核销转出率		75.10%	86.32%	78.30%	-8.0pc	3.2pc	75.10%	83.10%	90.10%	89.96%	78.30%	-11.7pc
逾期90+偏离度		n.a	75.7%	n.a	n.a	n.a	n.a	78.4%	n.a	75.7%	n.a	n.a
拨备覆盖率		436.8%	412.0%	410.0%	-2.0pc	-26.8pc	436.8%	434.4%	432.2%	412.0%	410.0%	-2.0pc
拨贷比		4.01%	3.92%	3.84%	-8bp	-17bp	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	-8bp
资本情况												
核心一级资本充足率		14.07%	14.86%	14.86%	0bp	79bp	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%	0bp
一级资本充足率		16.30%	17.48%	17.43%	-5bp	113bp	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%	-5bp
资本充足率		18.20%	19.05%	19.06%	1bp	86bp	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%	1bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注1: 以24H1举例, 24Q2单季生息资产平均余额为期初期末平均, 24H1生息资产平均余额为24Q1、24Q2平均余额的平均值。“环比变化”指25Q1环比24A的指标变化情况, “同比变化”指25Q1同比24Q1的指标变化情况, 右侧QoQ指25Q1环比24Q4指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	574,065	916,936	962,783	1,010,922
同业资产	900,515	954,546	1,011,819	1,072,528
贷款总额	6,888,315	7,301,614	7,739,711	8,204,093
贷款减值准备	(266,347)	(261,977)	(265,630)	(267,869)
贷款净额	6,632,548	7,039,637	7,474,081	7,936,225
证券投资	3,673,040	4,043,594	4,186,965	4,332,379
其他资产	371,868	496,855	522,971	550,448
资产合计	12,152,036	13,451,567	14,158,619	14,902,501
同业负债	1,209,327	1,281,887	1,345,981	1,413,280
存款余额	9,096,587	10,188,177	10,697,586	11,232,466
应付债券	222,921	236,296	248,111	260,517
其他负债	389,726	433,312	454,978	477,727
负债合计	10,918,561	12,139,673	12,746,656	13,383,989
股东权益合计	1,233,475	1,311,895	1,411,962	1,518,512

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	211,277	217,564	224,856	237,510
净手续费收入	72,094	72,094	72,094	72,094
其他非息收入	54,117	45,999	48,299	50,714
营业收入	337,488	335,657	345,250	360,319
税金及附加	(2,950)	(2,965)	(3,030)	(3,173)
业务及管理费	(107,616)	(107,032)	(110,091)	(114,896)
营业外净收入	(367)	0	0	0
拨备前利润	219,471	218,614	224,882	234,686
资产减值损失	(40,819)	(37,603)	(37,603)	(37,468)
税前利润	178,652	181,011	187,278	197,218
所得税	(29,093)	(29,477)	(30,498)	(32,116)
税后利润	149,559	151,534	156,781	165,102
归属母公司净利润	148,391	150,350	155,556	163,812
归属母公司普通股股东净利润	142,810	144,769	149,975	158,231

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	(1.58%)	2.98%	3.35%	5.63%
手续费净增速	(14.28%)	0.00%	0.00%	0.00%
非息净收入增速	1.41%	(6.43%)	1.95%	2.01%
拨备前利润增速	0.63%	(0.39%)	2.87%	4.36%
归属母公司净利润增速	1.22%	1.32%	3.46%	5.31%
盈利能力				
ROAE	14.49%	13.35%	12.79%	12.42%
ROAA	1.28%	1.17%	1.13%	1.13%
RORWA	2.20%	2.00%	1.86%	1.86%
生息率	3.42%	3.29%	3.21%	3.21%
付息率	1.62%	1.58%	1.58%	1.58%
净利差	1.80%	1.71%	1.63%	1.63%
净息差	1.93%	1.82%	1.75%	1.75%
成本收入比	31.89%	31.89%	31.89%	31.89%
资本状况				
资本充足率	19.05%	17.26%	17.63%	17.99%
核心资本充足率	17.48%	15.68%	16.07%	16.44%
风险加权系数	56.66%	60.70%	60.70%	60.70%
股息支付率	35.32%	35.32%	35.32%	35.32%

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	65,610	67,901	70,459	73,928
不良贷款净生成率	0.88%	0.70%	0.50%	0.50%
不良贷款率	0.95%	0.93%	0.91%	0.90%
拨备覆盖率	412%	386%	377%	362%
拨贷比	3.92%	3.59%	3.43%	3.27%
流动性				
贷存比	75.72%	71.67%	72.35%	73.04%
贷款/总资产	56.68%	54.28%	54.66%	55.05%
平均生息资产/平均总资产	94.21%	93.57%	93.21%	93.22%
每股指标 (元)				
EPS	5.66	5.74	5.95	6.27
BVPS	41.46	44.52	48.44	52.61
每股股利	2.00	2.03	2.10	2.22
估值指标				
P/E	7.19	7.10	6.85	6.49
P/B	0.98	0.92	0.84	0.77
P/POP	4.68	4.70	4.57	4.38
股息收益率	4.91%	4.98%	5.16%	5.44%

数据来源: 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>