

招商银行（600036.SH）

存款成本改善力度加大，不良率环比下降

事件：招商银行披露 2025 年一季报，2025 年一季度实现营收 838 亿元，同比下降 3.09%，归母净利润 373 亿元，同比下降 2.08%。2025Q1 末不良率、拨备覆盖率分别为 0.94%、410.03%，较上年末分别下降 1bp、下降 2pc。

1、业绩表现：存款成本改善力度明显加大

25Q1 年营业收入、归母净利润增速分别为-3.09%、-2.08%，分别较 24A 降幅扩大 2.6pc、下降 3.3pc，其中息差降幅同比收敛、中收降幅收窄、信用成本下降等对业绩形成正向贡献，具体来看：

1) 利息净收入：同比增长 1.92%，较 24A 增速提升 3.5pc，25Q1 净息差为 1.91%，较 24A 下降 7bps（24Q1 下降 13bps），息差降幅收敛主要得益于计息负债成本明显改善。

A、资产端：生息资产、贷款收益率分别为 3.21%、3.53%，分别较 24A 下降 29bps、下降 38bps，此外金融投资、同业资产收益率亦分别下降 15bps、下降 27bps，贷款收益率下降较多或主要源于一季度按揭贷款集中重定价。

B、负债端：计息负债、存款成本率分别为 1.39%、1.29%，分别较 24A 下降 25bps、下降 25bps，存款成本改善力度明显加大，2024 年 9 月末系列增量政策出台后，随着房地产市场、资本市场低迷态势有所缓和，招行活期存款占比有所回升，25Q1 活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例为 50.46%，较上年全年上升 0.12 个百分点。

2) 手续费及佣金净收入：同比下降 2.51%，较 24A 降幅收窄 12pc，或主要源于上年同期低基数以及代理保险基金费率政策调整影响逐渐减退，具体来看，财富管理业务收入同比增长 10.45%，其中代理基金、理财、信托收入同比增长 27.68%、39.47%、32.47%，而受保险销量下降影响，代理保险收入同比下降 27.65%。

3) 其他非息收入：同比下降 22.19%，较 24A 增速下降 56pc，其中投资净收益同比增长 23.67%，而受一季度债市明显波动影响，公允价值变动损益浮亏 53 亿元。

2、资产质量：个人贷款领域仍有压力

1) 25Q1 不良率（0.94%）、关注率（1.36%）分别较上年末下降 1bp、提升 7bps，拨备覆盖率、拨贷比分别为 410.03%、3.89%，分别较上年末下降 2pc、下降 3bps。

公司口径拆分来看：

A、企业贷款不良率（0.95%）较 24Q4 下降 6bps，主要源于电力、热力、燃气及水生产和供应业不良率（0.11%），水利、环境和公共设施管理业不良率（0.14%）分别下降 3bps、2bps。

B、个人贷款不良率（1.01%）较 24Q4 提升 3bps，主要源于个人住房贷款不良率（0.52%）、个人消费贷不良率（1.14%）、小微贷款不良率（0.83%）分别继续提升 4bps、10bps、4bps。

2) 25Q1 信用成本为 0.76%，同比下降 13bps。公司口径不良生成率为 1.00%，环比下降 5bps。

买入（维持）

股票信息

行业	股份制银行 II
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价（元）	42.00
总市值（百万元）	1,059,233.52
总股本（百万股）	25,219.85
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	63.39

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 陈惠琴

执业证书编号：S0680524010001

邮箱：chenhuiqin@gszq.com

相关研究

- 《招商银行（600036.SH）：全年业绩增速回正，分红比例提升》 2025-03-26
- 《招商银行（600036.SH）：单季度利润增速回正，息差环比仅降 1bp》 2024-10-30
- 《招商银行（600036.SH）：业绩边际改善，负债成本重回下降区间》 2024-08-30

3、资产负债：按揭贷款较上年同比多增

1) 资产：25Q1 末资产、贷款总额分别为 12.5 万亿元、7.1 万亿元，分别同比增长 8.76%、4.54%，分别较 24Q4 下降 1.4pc、下降 1.3pc。25Q1 单季度来看，贷款净增加 2372 亿元，其中企业贷款、个人贷款分别净增 1860 亿元、140 亿元。

公司口径来看，相较上年同期，企业贷款实现多增，招行在制造业、基建等相关领域的信贷投放力度有所加大，个人贷款中住房贷款增长较好，较上年同期实现同比多增，而信用卡贷款余额减少对个人贷款增量形成拖累。

2) 负债：25Q1 末存款总额为 9.3 万亿元，同比增长 10.42%。25Q1 单季度来看，存款净增 2229 亿元，主要由个人存款（1415 亿元）贡献。

投资建议：中长期来看，公司已经形成“低成本-低风险-高 ROE-内生补充资本”良性循环，基本面仍保持同业领先，仍是中长期优秀投资品种，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；消费复苏不及预期；资产质量进一步恶化。

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	339,123	337,488	339,700	343,733	351,608
营收增速	-1.64%	-0.48%	0.66%	1.19%	2.29%
拨备前利润（百万元）	218,087	219,471	222,935	225,358	230,618
拨备前利润增速	-2.06%	0.63%	1.58%	1.09%	2.33%
归母净利润（百万元）	146,602	148,391	150,876	154,249	158,122
归母净利润增速	6.22%	1.22%	1.67%	2.24%	2.51%
每股净收益（元）	5.81	5.88	5.98	6.12	6.27
每股净资产（元）	37.08	41.75	45.75	49.84	54.02
净资产收益率	14.37%	12.80%	11.75%	11.13%	10.61%
总资产收益率	1.39%	1.28%	1.19%	1.11%	1.04%
风险加权资产收益率	2.57%	2.32%	2.09%	1.96%	1.84%
市盈率	7.23	7.14	7.02	6.87	6.70
市净率	1.13	1.01	0.92	0.84	0.78
股息率	4.70%	4.76%	4.84%	4.95%	5.07%

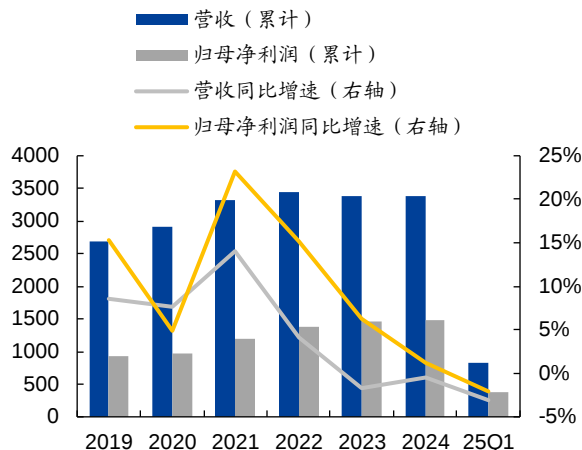
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率（每股指标单位：元，其他未特殊标注单位：百万元）

每股指标（元/股）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	5.81	5.88	5.98	6.12	6.27	净利息收入	214,669	211,277	210,435	216,469	223,903
BVPS	37.08	41.75	45.75	49.84	54.02	净手续费收入	84,108	72,094	63,443	60,271	60,361
每股股利	1.97	2.00	2.03	2.08	2.13	其他非息收入	40,346	54,117	65,822	66,993	67,344
P/E	7.23	7.14	7.02	6.87	6.70	营业收入	339,123	337,488	339,700	343,733	351,608
P/B	1.13	1.01	0.92	0.84	0.78	税金及附加	2,963	2,950	2,744	2,783	2,871
业绩增长率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业务及管理费	111,786	107,616	106,963	108,232	110,712
净利息收入	-1.63%	-1.58%	-0.40%	2.87%	3.43%	营业外净收入	-45	-367	-367	-367	-367
净手续费收入	-10.78%	-14.28%	-12.00%	-5.00%	0.15%	拨备前利润	218,087	219,471	222,935	225,358	230,618
营业收入	-1.64%	-0.48%	0.66%	1.19%	2.29%	资产减值损失	41,469	40,819	41,291	39,653	40,251
拨备前利润	-2.06%	0.63%	1.58%	1.09%	2.33%	税前利润	176,618	178,652	181,644	185,705	190,367
归母净利润	6.22%	1.22%	1.67%	2.24%	2.51%	所得税	28,612	29,093	29,580	30,242	31,001
盈利能力（测算）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	税后利润	148,006	149,559	152,064	155,463	159,366
净息差	2.03%	1.82%	1.65%	1.56%	1.47%	归母净利润	146,602	148,391	150,876	154,249	158,122
生息率	3.57%	3.25%	3.05%	2.95%	2.87%	资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
付息率	1.73%	1.60%	1.57%	1.56%	1.56%	存放央行	682,802	574,065	733,821	747,595	845,645
成本收入比	32.96%	31.89%	31.49%	31.49%	31.49%	同业资产	560,709	900,515	1,692,968	2,468,230	4,067,610
ROAA	1.39%	1.28%	1.19%	1.11%	1.04%	贷款总额	6,508,865	6,888,315	7,267,172	7,652,332	8,050,254
ROAE	14.37%	12.80%	11.75%	11.13%	10.61%	贷款减值准备	269,531	270,300	282,691	293,917	306,936
资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	贷款净额	6,252,755	6,632,548	6,999,813	7,374,561	7,760,302
不良贷款余额	61,579	65,610	68,817	71,605	74,351	证券投资	3,212,653	3,705,573	3,502,999	3,537,727	2,717,933
不良贷款净生成率	0.82%	0.85%	0.64%	0.59%	0.55%	其他资产	319,564	339,335	371,419	405,848	442,140
不良贷款率	0.95%	0.95%	0.95%	0.94%	0.92%	资产合计	11,028,483	12,152,036	13,301,021	14,533,961	15,833,630
拨备覆盖率	437.70%	411.98%	410.79%	410.47%	412.82%	同业负债	890,755	1,019,393	1,060,169	1,104,834	1,188,265
拨贷比	4.14%	3.92%	3.89%	3.84%	3.81%	存款余额	8,240,498	9,195,329	10,101,511	11,069,348	12,064,947
资本状况	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	应付债券	176,578	222,921	292,436	375,853	455,099
资本充足率	17.88%	19.05%	18.74%	18.40%	18.07%	负债合计	9,942,754	10,918,561	11,966,767	13,096,674	14,290,725
一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.31%	17.09%	16.86%	股东权益合计	1,085,729	1,233,475	1,334,254	1,437,287	1,542,906
核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	14.91%	14.90%	14.85%	负债及股东权益合计	11,028,483	12,152,036	13,301,021	14,533,961	15,833,630

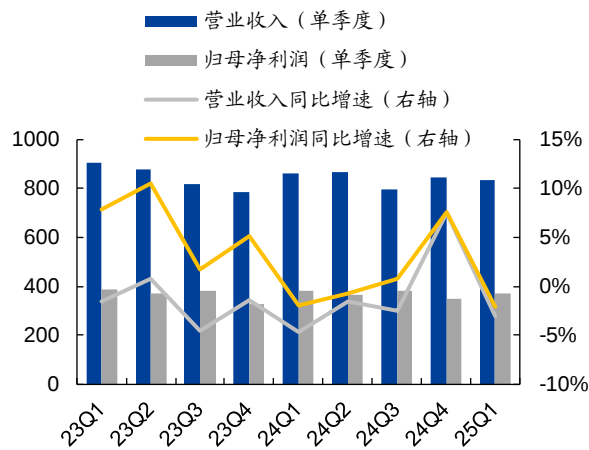
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

图表1: 营收及利润增速 (亿元, 累计同比)



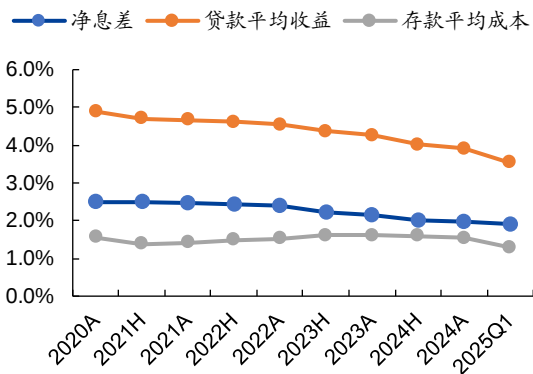
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表2: 营收及利润增速 (亿元, 单季同比)



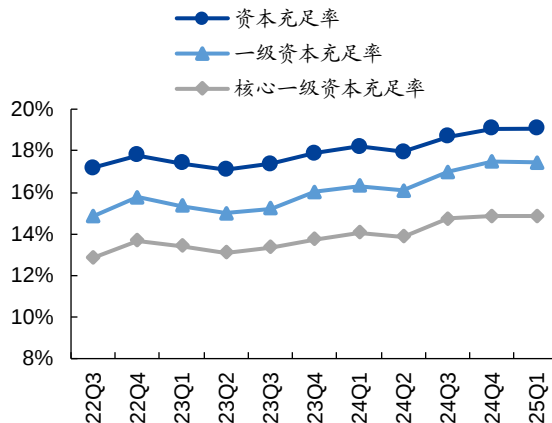
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表3: 净息差



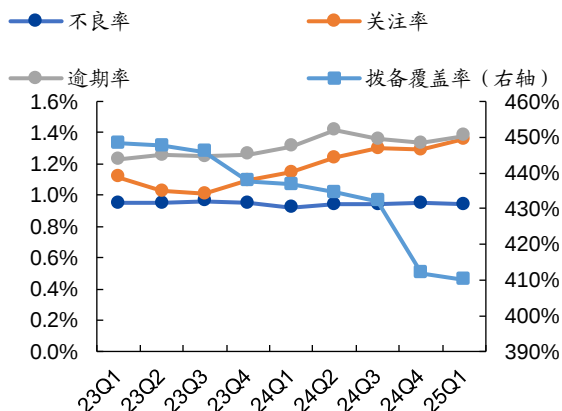
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表4: 各项资本充足率



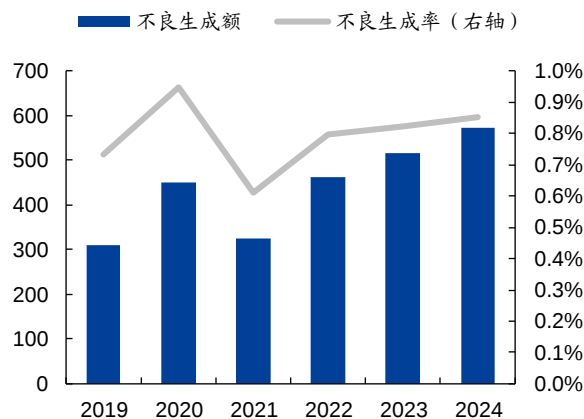
资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表5: 资产质量指标



资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

图表6: 不良生成情况 (亿元)



资料来源: Wind, 公司财报, 国盛证券研究所

注: 此处不良生成=期末不良-期初不良+核销

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com