

息差降幅稳定， 财富管理收入趋势向好

核心观点

受其他非息拖累，招行 1Q25 营收、利润小幅收窄，符合预期。消费信贷投放保持边际改善。存款成本压降对冲 LPR 下行、按揭重定价影响，息差降幅保持稳定。财富管理业务重回正增长，带动中收降幅明显收窄。资产质量整体稳健，但对公贷款前瞻性指标出现波动，零售风险仍在暴露，需持续关注。当前宏观形势下股份行经营处于困难模式，2025 年营收增速回正的挑战性依然较大。但凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，预计招行将继续保持利润正增长，ROE 持续领跑同业。当前股息率投资主线下，招行股息率高且扎实，无再融资摊薄风险，是兼具高股息和顺周期属性的攻守兼备品种，配置价值突出。

事件

4月29日，招商银行公布 2025 年一季报：1Q25 年实现营业收入 837.51 亿元，同比减少 3.1%（2024：-0.5%）；归母净利润 372.86 亿元，同比减少 2.1%（2024：1.2%）。1Q25 不良率 0.94%，季度环比下降 1bp；拨备覆盖率季度环比下降 2pct 至 410.0%。

简评

1、一季度债市表现不佳，拖累 1Q25 营收，符合预期。招行 1Q25 营收 837.51 亿元，同比减少 3.1%。在按揭重定价影响息差、债市波动拖累其他非息的情况下，招行营收保持小幅负增长趋势，符合预期。具体来看，1Q25 净利息收入同比实现正增长，趋势向好。主要是 8%左右的大个位数的生息资产规模增长对冲了息差下行的压力。“一体两翼”战略下对公业务贡献稳定信贷增量，在零售信贷需求不足情况下形成补位。非息收入同比下滑 10.6%，主要是其他非息收入拖累，中收降幅明显收窄。1Q25 中收仅同比下降 2.5%，主要是代销费率下调导致去年基数较低。目前随着资本市场逐步回暖，代销理财、基金业务收入触底反弹。其他非息收入方面，受一季度债市低位波动影响，1Q25 其他非息收入同比大幅下降 22%，明显拖累营收。主要是债券及基金投资的公允价值变动损益大幅下降导致的。

营收压力下，利润小幅收窄，符合预期。1Q25 归母净利润同比下降 2.1%，符合预期。在当前零售需求偏弱、息差下行、财富管理业务未见明显改善的情况下，股份行经营压力仍大。业绩归因来看，规模增长、拨备少提分别正向贡献利润 8.7%、1.9%；而息差下滑、其他净收益减少分别负向贡献净利 7.5%、3.7%。1Q25 招行 ROE 较 2024 年基本持平于 14.1%，继续保持领先股份行同业的较高水平。

招商银行 (600036.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2025 年 04 月 30 日

当前股价：42.00 元

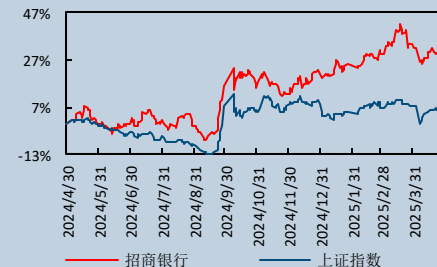
目标价格 6 个月：50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.82/-0.89	3.32/2.21	21.81/15.40
12 月最高/最低价 (元)		46.02/30.08
总股本 (万股)		2,521,984.56
流通 A 股 (万股)		2,062,894.44
总市值 (亿元)		10,561.10
流通市值 (亿元)		8,664.16
近 3 月日均成交量 (万)		5880.96
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		18.06%

股价表现



相关研究报告

展望 2025 年，规模增长方面，随着两会一系列拉动内需、促进消费的政策出台落地，预计 2025 年零售信贷需求有望小幅改善。叠加招行自身在对公信贷等方面的灵活资产配置，招行计划 2025 年贷款实现 7%-8% 的大个位数增长。息差方面，受 LPR 下行、存量按揭重定价影响，净息差将随行业趋势进一步下行。但在目前存贷两端利率同步下调、呵护银行息差的背景下，预计息差降幅有望较 2024 年有所收窄，净利息收入有望保持小幅正增长态势。非息收入方面，中收降幅在 2024 年低基数下有望改善，但其他非息收入受 24 年高基数影响，结合近期债市调整，预计投资收益等其他非息 2025 年或仍持续拖累营收。因此预计 2025 年营收增速回正的挑战性依然较大。凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，预计招行将继续保持利润正增长。

2、受 LPR 下行、按揭贷款重定价影响，1Q25 净息差继续下行。但在存款成本有力管控下，净息差降幅继续保持稳定。1Q25 招行净息差为 1.91%，季度环比小幅下降 3bps，较 2024 年下降 7bps。受到 LPR 持续下调、存量按揭贷款重定价的影响，叠加有效信贷需求仍显不足，招行资产端利率仍然承压，生息资产收益率季度环比下降 12bps 至 3.21%。但同时存款结构的改善，叠加存款挂牌利率的利好逐步显现，存款成本有力压降，带动计息负债成本率季度环比下降 11bps 至 1.39%，托底息差。

资产端结构优化，规模保持 8% 左右稳定增长。1Q25 对公信贷实现有效补位，消费类零售信贷投放保持边际改善。1Q25 招行资产规模同比增长 8.8%，较年初增长 3.1%。其中贷款、债券投资分别同比增长 4.5%、20.2%；较年初增长 3.4%、4.8%。一季度信贷、债券增量占比分别为 63%、46%，同业及存放央行等低收益资产继续压降。信贷投放上看，1Q25 招行对公、零售贷款分别同比增长 10.6%、4.6%，一季度增量占比分别为 80%、6%。在当前零售信贷需求依然偏弱的情况下，招行加大了部分制造业、科技、绿色、普惠小微贷款的投放，“一体两翼”下企金业务实现有效补位。零售信贷方面，消费贷需求逐步改善，按揭贷款保持正增长。母行口径下，招行 1Q25 消费贷款较年初增长 6%，主要是 2024 年下半年以来以旧换新、消费券等拉动居民消费的政策出台一定程度上拉动了消费需求增长，叠加招行部分消费贷利率持续下行至 3% 左右的低位水平，居民消费贷需求延续边际改善。1Q25 按揭贷款较年初增长 1%，主要是存量按揭利率再次下调，缓解了部分按揭提前还款的压力，同时楼市小阳春下居民新增按揭需求存在改善。同时招行继续压降高风险零售贷款，1Q25 信用卡贷款较年初下降 3% 左右。经营贷等小微贷款较年初小幅增长 1%，当前经济弱复苏趋势下，小微客群经营能力未见明显改善，预计招行保持小微贷款的审慎投放。价格方面，1Q25 贷款利率季度环比下降 17bps 至 3.53%，预计主要是按揭贷款重定价和新发贷款利率持续下行拖累。

负债端存款成本持续优化，活期存款延续较好增长势头。招行客群基础扎实，存款增长旺盛。1Q25 总存款规模同比增长 10.4%，季度环比增长 2.5%。结构上看，企业活期存款、零售活期存款分别同比增长 11.7%、7.1%，季度环比增长 1.1%、2.2%。活期存款增长保持较好势头，活期存款占比保持在 52% 的较高水平。预计一方面在于随着资本市场好转，理财需求回暖能够缓解一定的零售存款定期化压力。另一方面，禁止手工补息、规范同业存款等政策出台后，部分银行对公存款明显外流。招行基于自身大财富管理业务优势和综合化服务能力，能够吸引部分对公活期存款流入，进一步扩大了市场份额。在存款结构的持续优化下，招行 1Q25 存款成本季度环比大幅下降 11bps 至 1.29%，有力的缓解息差下行压力。展望 2025 年，预计净息差跟随行业趋势下行，但随着零售信贷边际改善，以及负债端成本优化政策的持续落地，招行息差降幅较 24 年有望收窄。

3、不良生成边际改善，对公贷款前瞻性指标出现波动，零售贷款风险仍在暴露过程中。招行 1Q25 不良率季度环比下降 1bp 至 0.94%，拨备覆盖率季度环比小幅下降 2pct 至 410%，风险抵补能力十分充裕。从不良生成角度来看，1Q25 不良生成率季度环比下降 16bps 至 0.95%。对公、零售、信用卡不良生产额分别为 10、56、100 亿元。经济下行周期内，居民还款能力偏弱，零售、信用卡贷款资产质量压力仍大。从不良处置来看，1Q25 共处置 152 亿元不良，基本较去年同期持平，不良处置力度保持平稳。前瞻性指标上看，1Q25 招行母行口径关注率季度环比上升 7bp 至 1.33%，逾期率季度环比上升 5bps 至 1.37%，主要是对公贷款关注率、逾期率均出现小幅抬升，同时零售信贷资产质量未见明显改善。1Q25 对公、零售贷款关注率分别季度环比上升 10bps、8bps 至

0.82%、1.87%。对公贷款逾期率大幅上升 17bps 至 1.11%。预计主要是经济环境偏弱的情况下，部分中小企业经营现金流存在压力，后续趋势需继续关注。

对公房地产不良小幅波动，风险敞口继续压降。母行口径下，1Q25 招行对公房地产不良贷款余额季度环比小幅提高 1.4%至 1.38 亿元，对公房地产不良率季度环比提高 5bps 至 4.79%，预计主要是部分存量风险进一步出清。随着地产保主体的融资端政策不断落实深化，不良生成的高峰期应已经过去。风险敞口来看，表内对公房地产敞口季度环比下降 1%至 3709 亿元，其中贷款季度环比基本持平于 2873 亿元，债券投资及非标季度环比下降 4.8%至 836 亿元。表外不承担信用风险房地产敞口季度环比下降 7.4%至 2064 亿元。

零售贷款不良率、关注率延续环比上行态势，零售资产质量需继续关注。母行口径下，招行 1Q25 零售贷款不良率季度环比小幅提升 3bps 至 1.01%。其中小微贷款、消费贷款不良率分别环比上升 4bps、10bps 至 0.83%、1.14%。经营贷及消费贷的资产质量压力仍大。此外，按揭贷款不良率季度环比仍小幅上升 4bps 至 0.52%，按揭贷款不良率持续上行与近两年房价持续下跌趋势有关，但整体仍处于可控区间。从前瞻性指标来看，零售贷款的资产质量季度环比上升 8bps 至 1.87%，已处于近年来的较高水平。其中信用卡关注率季度环比大幅上升 35bps 至 4.52%；小微、按揭、消费贷款关注率也分别季度环比小幅上升 4bps、5bps、2bps。目前零售贷款资产质量存在行业性、周期性压力，不良仍处于稳步暴露态势，无明显走坏但也未见趋势性改善。行业大势下预计招行也难“独善其身”，消费贷、信用卡、经营贷资产质量短期内或延续边际恶化趋势。

4、代销理财、基金业务低基数下触底反弹，大财富管理业务重回正增长，零售客群增长扎实稳健，为未来打下坚实基础。招行 1Q25 大财富管理收入 107 亿元，同比增长 2%。主要是财富管理业务在去年同期低基数下触底反弹。代销业务中，随着理财规模有所回暖，招行代销理财收入同比延续 39.5%的较高增长。同时代销基金、代销信托业务也是近两年来首次实现同比正增长，同比增速分别达 28%、33%。但费率下调对保险业务的影响仍在持续，代销保险收入同比继续大幅下降 28%。代销基金、理财业务回暖的带动下，招行 1Q25 财富管理业务同比增长 10.5%。客群方面，当前面对经济下行、居民财富全球化配置趋势的挑战下，招行客户增长仍扎实稳定，为未来储备了更大的向上增长弹性。目前招行零售客户 2.12 亿户，同比增长 6.5%，增速十分稳定。其中基础客户数 2.06 亿户，同比增长 6.4%。金葵花及以上客户 547.5 万户，同比增长 12.4%，私行客户 17.66 万户，同比增长 15.3%，高层级客户增长较快。AUM 方面，零售总 AUM 达 15.57 万亿，同比实现 12.3%的双位数高增。轻资本业务的领先优势在中长期上仍将是招行领跑同业的护城河。

5、投资建议与盈利预测：一季度债市表现不佳，受其他非息拖累，招行 1Q25 营收、利润小幅收窄，符合预期。信贷投放上对公有效补位，消费类零售信贷投放保持边际改善。受 LPR 下行、按揭贷款重定价影响，1Q25 净息差下行，但在存款成本有力管控下，降幅继续保持稳定。低基数效应+资产市场边际向好，财富管理业务重回正增长，带动中收降幅明显收窄。资产质量整体稳定，但对公贷款前瞻性指标出现波动，零售风险仍在暴露，需持续关注。展望 2025 年，零售需求边际回暖，招行计划 25 年贷款增速提高至 7%-8%，息差压力仍存但降幅收窄，低基数下中收表现好于去年。但近期债市调整拖累其他非息收入，预计 2025 年营收增速回正的挑战性依然较大。凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，预计招行将继续保持利润正增长，ROE 持续领跑同业。

投资建议上，在当前银行业实际经营和预期的底部进一步夯实情况下，以底线思维、高置信度、高胜率为核心诉求的配置型需求安全边际进一步提升。短期内板块投资仍以股息率策略为主。招行是兼具扎实高股息率和顺周期属性的攻守兼备品种：一方面，招行 35%分红率全行业最高，且将分红率写入公司章程，确定性最强。此外，招行核心一级资本充足率高，内生增长能力强，无再融资需求，股息率较高且扎实，红利属性强。另一方面，招行基本面稳定优于同业，基本面向上弹性大。一旦经济预期出现明显拐点，零售需求复苏、房地产风险率先出清的利好能先一步带动招行基本面改善和修复。预计 2025-2027 年营收增速为-0.9%、2.2%、2.4%，利润增速为 1.5%、2.4%、3.0%。当前招行股价对应 0.9 倍 25 年 PB，2025 年预计股息率为 5%左右，兼具高股息和顺周期属性标的，配置价值突出。维持买入评级和银行板块首推。

7. 风险提示：（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

图表1： 招商银行盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	339,123	337,488	334,412	341,755	350,058
营业收入增长率	-1.6%	-0.5%	-0.9%	2.2%	2.4%
归母净利润（百万）	146,602	148,391	150,616	154,249	158,818
归母净利润增长率	6.2%	1.2%	1.5%	2.4%	3.0%
EPS（元）	5.63	5.66	5.75	5.89	6.08
BVPS（元）	36.71	41.46	46.64	52.65	59.56
PE	7.5	7.4	7.3	7.1	6.9
PB	1.14	1.01	0.90	0.80	0.71

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2： 招商银行房地产敞口情况

亿元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
承担信用风险：贷款、自营债券投资、自营非标	4,173	4,041	3,879	3,741	3,709
QoQ	4.6%	-3.2%	-4.0%	-3.5%	-0.9%
对公房地产贷款	3,109	3,039	2,942	2,864	2,873
QoQ	6.9%	-2.3%	-3.2%	-2.7%	0.3%
对公房地产贷款不良率	4.82%	4.78%	4.80%	4.74%	4.79%
QoQ	-0.19%	-0.04%	0.02%	-0.06%	0.05%
自营非标、债券投资等	1,063	1,002	937	877	836
QoQ	-1.8%	-5.7%	-6.5%	-6.4%	-4.8%
不承担信用风险：理财、委托贷款、代销、发债	2,446	2,418	2,339	2,229	2,064
QoQ	-1.9%	-1.2%	-3.3%	-4.7%	-7.4%

资料来源：公司财报，中信建投

图表3： 招商银行母行口径季度资产质量情况

母行口径	不良贷款余额 (百万元)							不良率 (%)						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY
公司贷款	27,176	26,823	26,368	26,132	26,419	1.1%	-2.8%	1.09	1.08	1.05	1.01	0.95	-0.06	-0.14
房地产	14,998	14,527	14,121	13,574	13,762	1.4%	-8.2%	4.82	4.78	4.80	4.74	4.79	0.05	-0.03
票据贴现	0	0	11	0	10	na	na	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
零售贷款	31,112	31,925	32,933	34,985	36,125	3.3%	16.1%	0.91	0.92	0.94	0.98	1.01	0.03	0.10
小微	4,772	5,062	5,265	6,538	6,929	6.0%	45.2%	0.60	0.63	0.65	0.79	0.83	0.04	0.23
按揭	5,212	5,448	6,255	6,761	7,396	9.4%	41.9%	0.38	0.40	0.46	0.48	0.52	0.04	0.14
信用卡	16,345	16,391	16,448	16,557	16,038	-3.1%	-1.9%	1.78	1.78	1.77	1.75	1.75	0.00	-0.03
消费贷	3,655	3,930	3,893	4,116	4,769	15.9%	30.5%	1.03	1.04	0.99	1.04	1.14	0.10	0.11
其他	1,128	1,094	1,072	1,013	993	-2.0%	-12.0%	12.96	14.07	15.02	15.83	17.15	1.32	4.19
总贷款	58,288	58,748	59,312	61,117	62,554	2.4%	7.3%	0.91	0.92	0.92	0.93	0.92	-0.01	0.01
母行口径	关注贷款余额 (百万元)					关注率 (%)								
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY
公司贷款	20,141	20,868	21,329	18,562	22,598	21.7%	12.2%	0.81	0.84	0.85	0.72	0.82	0.10	0.01
票据贴现	61	1	6	42	0	-100.0%	-100.0%	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01	-0.01
零售贷款	51,458	54,730	59,990	63,891	67,263	5.3%	30.7%	1.50	1.58	1.71	1.79	1.87	0.08	0.37
小微	2,883	3,433	3,948	4,038	4,371	8.2%	51.6%	0.36	0.43	0.49	0.49	0.53	0.04	0.17
按揭	14,381	15,754	17,479	17,933	18,889	5.3%	31.3%	1.06	1.16	1.27	1.28	1.33	0.05	0.27
信用卡	32,313	33,459	36,261	39,564	41,435	4.7%	28.2%	3.53	3.64	3.91	4.17	4.52	0.35	0.99
消费贷	1,834	2,036	2,258	2,311	2,537	9.8%	38.3%	0.52	0.54	0.58	0.58	0.60	0.02	0.08
其他	47	48	44	45	31	-31.1%	-34.0%	0.54	0.62	0.62	0.70	0.54	-0.16	0.00
总贷款	71,660	75,599	81,325	82,495	89,861	8.9%	25.4%	1.11	1.18	1.27	1.26	1.33	0.07	0.22
母行口径	逾期贷款余额 (百万元)					逾期率 (%)								
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY
公司贷款	26,285	29,578	24,696	24,375	30,811	26.4%	17.2%	1.05	1.19	0.99	0.94	1.11	0.17	0.06
票据贴现	0	0	0	0	0	na	na	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
零售贷款	51,856	55,779	60,053	62,291	61,678	-1.0%	18.9%	1.51	1.61	1.71	1.74	1.72	-0.02	0.21
小微	5,589	6,313	6,873	8,016	8,484	5.8%	51.8%	0.71	0.78	0.84	0.97	1.02	0.05	0.31
按揭	8,159	9,443	11,161	11,383	12,131	6.6%	48.7%	0.60	0.69	0.81	0.81	0.86	0.05	0.26
信用卡	32,384	33,893	35,818	36,663	33,916	-7.5%	4.7%	3.53	3.69	3.86	3.87	3.70	-0.17	0.17
消费贷	4,598	5,022	5,112	5,192	6,144	18.3%	33.6%	1.30	1.33	1.31	1.31	1.46	0.15	0.16
其他	1,126	1,108	1,089	1,037	1,003	-3.3%	-10.9%	12.94	14.25	15.26	16.20	17.32	1.12	4.38
总贷款	78,141	85,357	84,749	86,666	92,489	6.7%	18.4%	1.21	1.33	1.32	1.32	1.37	0.05	0.16

资料来源：公司财报，中信建投

图表4： 招商银行零售客户与 AUM 情况

	4Q22	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售客户数 (万户)	18,400	19,700	19,900	20,200	20,600	21,000	21,200
YoY	6.4%	7.1%	6.4%	6.3%	6.2%	6.6%	6.5%
基础客户数 (万户)	17,986	19,236	19,413	19,700	20,093	20,476	20,653
YoY	6.2%	7.0%	6.3%	6.2%	6.1%	6.4%	6.4%
金葵花及以上客户数 (万户)	414.3	464.1	486.9	499.6	506.6	523.6	547.5
YoY	12.8%	12.0%	12.5%	12.5%	11.8%	12.8%	12.4%
私行客户数 (万户)	13.48	14.88	15.32	15.84	15.96	16.91	17.66
YoY	10.4%	10.4%	10.5%	10.7%	9.2%	13.6%	15.3%
零售AUM (亿元)	121,230	133,211	138,572	142,031	143,449	149,267	155,683
YoY	12.7%	9.9%	10.5%	10.6%	9.7%	12.1%	12.3%
金葵花及以上AUM (亿元)	98,666	108,197	112,431	115,804	117,017	122,243	na
YoY	11.7%	9.7%	10.3%	10.6%	9.7%	13.0%	na
私行AUM (亿元)	37,924	na	na	na	na	na	na
YoY	11.7%	na	na	na	na	na	na
基础客户户均AUM (万元)	1.25	1.30	1.35	1.33	1.32	1.32	na
YoY	10.5%	3.7%	4.9%	4.2%	3.1%	1.5%	na
金葵花及以上户均AUM (万元)	238	233	231	232	231	233	na
YoY	-1.0%	-2.1%	-1.9%	-1.7%	-1.9%	0.1%	na
私行户均AUM (万元)	2,813	na	na	na	na	na	na
YoY	1.2%	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司财报，中信建投

图表5： 招商银行大财富管理收入情况

亿元	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25
资产管理	33	60	87	115	31	59	81	108	26
YoY	2.6%	-5.1%	-8.1%	-7.9%	-6.3%	-2.6%	-6.2%	-6.3%	-16.6%
财富管理	91	169	240	285	61	114	174	202	68
YoY	-13.3%	-10.2%	-6.0%	-7.9%	-32.6%	-32.5%	-27.6%	-29.1%	10.5%
代理理财收入	14	26	40	54	17	36	59	75	24
YoY	-23.5%	-25.9%	-24.3%	-18.4%	25.8%	40.4%	47.4%	38.6%	39.5%
代理基金收入	15	29	41	52	10	21	30	44	13
YoY	-11.8%	-17.8%	-22.8%	-21.5%	-32.7%	-25.4%	-26.5%	-14.3%	27.7%
代理信托计划收入	9	17	25	32	6	11	17	21	8
YoY	-29.8%	-25.5%	-22.1%	-19.4%	-32.5%	-37.5%	-31.4%	-34.2%	32.5%
代理保险收入	51	93	126	136	25	40	57	58	18
YoY	-7.2%	3.1%	16.9%	9.3%	-50.3%	-57.3%	-54.6%	-57.3%	-27.7%
代理证券交易收入	2	4	6	7	2	5	8	3	4
托管	14	29	41	53	12	25	37	49	13
大财富管理收入合计	139	258	369	453	105	198	292	358	107
YoY	-10%	-9%	-7%	-8%	-25%	-23%	-21%	-21%	2%
占营收比重	15%	14%	14%	13%	12%	11%	12%	11%	13%
占净手续费收入比重	55%	55%	55%	54%	52%	52%	52%	50%	54%
占总手续费收入比重	51%	50%	50%	49%	47%	46%	47%	44%	49%

数据来源：公司财报，中信建投证券

图表6： 招商银行 1Q25 业绩

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	52,000	52,449	52,849	53,979	52,996	-1.8%	1.9%	214,669	211,277	-1.6%
Non-interest income 非利息收入	34,417	34,079	26,915	30,800	30,755	-0.1%	-10.6%	124,454	126,211	1.4%
Net fee income 净手续费收入	20,204	18,124	17,374	16,392	19,696	20.2%	-2.5%	84,108	72,094	-14.3%
Operating income 营业收入	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	-1.2%	-3.1%	339,123	337,488	-0.5%
Operating expenses 营业支出	(26,965)	(29,380)	(25,827)	(35,478)	(26,652)	-24.9%	-1.2%	(120,991)	(117,650)	-2.8%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(728)	(779)	(711)	(732)	(805)	10.6%	10.6%	(2,963)	(2,950)	-0.4%
PPOP 拨备前营业利润	59,452	57,148	53,937	49,301	57,099	15.0%	-4.0%	218,132	219,838	0.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(14,267)	(12,669)	(9,421)	(4,462)	(12,837)	187.7%	-10.0%	(41,469)	(40,819)	-1.6%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(13,271)	(12,162)	(10,837)	(7,338)	(13,630)	85.7%	2.7%	(46,635)	(43,608)	-6.5%
Operating profit 营业利润	45,185	44,479	44,516	44,839	44,262	-1.3%	-2.0%	176,663	179,019	1.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	3	(26)	(83)	(261)	(20)	-92.3%	-766.7%	(45)	(367)	715.6%
Profit before taxation 利润总额	45,188	44,453	44,433	44,578	44,242	-0.8%	-2.1%	176,618	178,652	1.2%
Income tax 所得税费用	(6,746)	(7,516)	(5,773)	(9,058)	(6,729)	-25.7%	-0.3%	(28,612)	(29,093)	1.7%
Net profit 净利润	38,442	36,937	38,660	35,520	37,513	5.6%	-2.4%	148,006	149,559	1.0%
Minority interest 少数股东权益	(365)	(271)	(219)	(313)	(227)	-27.5%	-37.8%	(1,404)	(1,168)	-16.8%
NPAT 归属股东净利润	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	5.9%	-2.1%	146,602	148,391	1.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	1,975	0	3,606	0	na	na	4,558	5,581	22.4%
NPAT-Ordinary shareholders 普通股股东净利润	38,077	34,691	38,441	31,601	37,286	18.0%	-2.1%	142,044	142,810	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	7,125,479	3.4%	4.5%	6,508,866	6,888,315	5.8%
Total deposits 存款总额	8,440,100	8,662,886	8,732,681	9,096,587	9,319,462	2.5%	10.4%	8,155,438	9,096,587	11.5%
NPLs 不良贷款余额	62,630	63,427	63,557	65,610	66,743	1.7%	6.6%	61,579	65,610	6.5%
Loan provisions 贷款损失准备	273,580	275,539	274,662	270,301	273,666	1.2%	0.0%	269,534	270,301	0.3%
Total assets 资产总额	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	3.1%	8.8%	11,028,483	12,152,036	10.2%
Total liabilities 负债总额	10,394,735	10,457,758	10,495,128	10,918,561	11,275,928	3.3%	8.5%	9,942,754	10,918,561	9.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,118,965	1,110,213	1,152,527	1,226,014	1,246,207	1.6%	11.4%	1,076,370	1,226,014	13.9%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	150,446	150,446	180,446	180,446	na	na	150,446	180,446	19.9%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	10,362,883	10,617,163	10,672,662	11,087,588	11,264,198	1.6%	8.7%	9,987,796	10,866,141	7.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.51	1.38	1.52	1.25	1.48	18.0%	-2.1%	5.63	5.66	0.5%
BVPS	38.40	38.06	39.73	41.46	42.26	1.9%	10.0%	36.71	41.46	12.9%
DPS	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00	na	na	1.97	2.00	1.4%
PPOP/sh	2.36	2.27	2.14	1.95	2.26	15.8%	-4.0%	8.65	8.72	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
RCA	1.36%	1.28%	1.33%	1.19%	1.22%	0.0pct	-0.1pct	1.39%	1.28%	-0.1pct
ROE	16.08%	14.39%	15.68%	12.35%	14.13%	1.8pct	-2.0pct	16.22%	14.49%	-1.7pct
NIM 净息差	2.02%	1.99%	1.97%	1.91%	1.91%	-3bps	-11bps	2.15%	1.98%	-17bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.36%	33.05%	31.49%	40.98%	30.86%	-10.1pct	0.5pct	34.80%	33.98%	-0.8pct
Effective tax rate 有效所得税率	14.93%	16.91%	12.99%	20.32%	15.21%	-5.1pct	0.3pct	16.20%	16.28%	0.1pct
LDR 贷存比	80.76%	77.89%	77.40%	75.72%	76.46%	0.7pct	-4.3pct	79.81%	75.72%	-4.1pct
NPL ratio 不良率	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	-1bps	2bps	0.95%	0.95%	1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	436.82%	434.42%	432.15%	411.98%	410.03%	-2.0pct	-26.8pct	437.70%	411.98%	-25.7pct
Provision ratio 拨贷比	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	-8bps	-17bps	4.14%	3.92%	-22bps
Credit cost 信用成本	0.20%	0.18%	0.16%	0.11%	0.19%	9bps	0bps	0.74%	0.65%	-9bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	39.83%	39.38%	33.74%	36.33%	36.72%	0.4pct	-3.1pct	36.70%	37.40%	0.7pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	23.38%	20.95%	21.78%	19.33%	23.52%	4.2pct	0.1pct	24.80%	21.36%	-3.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%	0.0pct	0.8pct	13.73%	14.86%	1.1pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%	0.0pct	1.1pct	16.01%	17.48%	1.5pct
CAR 资本充足率	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%	0.0pct	0.9pct	17.88%	19.05%	1.2pct

资料来源：公司财报，中信建投

图表7： 招商银行盈利预测

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	214,669	211,277	214,511	225,451	237,244	-1.6%	-1.6%	1.5%	5.1%	5.2%
Non-interest income 非利息收入	124,454	126,211	119,900	116,303	112,814	-1.7%	1.4%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
Net fee income 净手续费收入	84,108	72,094	68,489	71,914	75,509	-10.8%	-14.3%	-5.0%	5.0%	5.0%
Operating income 营业收入	339,123	337,488	334,412	341,755	350,058	-1.6%	-0.5%	-0.9%	2.2%	2.4%
Operating expenses 营业支出	-120,991	-117,650	-120,003	-123,603	-127,311	-0.9%	-2.8%	2.0%	3.0%	3.0%
Taxes and surcharges 营业税	-2,963	-2,950	-2,843	-2,905	-2,975	-1.4%	-0.4%	-3.6%	2.2%	2.4%
PPOP 拨备前营业利润	218,132	219,838	214,409	218,152	222,747	-2.1%	0.8%	-2.5%	1.7%	2.1%
Impairment losses on assets 资产减值损失	-41,469	-40,819	-36,430	-35,833	-34,989	-28.0%	-1.6%	-10.8%	-1.6%	-2.4%
Loan impairment charges 贷款减值损失	-46,635	-43,608	-41,450	-45,874	-48,041	3.3%	-6.5%	-4.9%	10.7%	4.7%
Operating profit 营业利润	176,663	179,019	177,979	182,319	187,759	7.0%	1.3%	-0.6%	2.4%	3.0%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	-45	-367	-385	-405	-425	4.7%	715.6%	5.0%	5.0%	5.0%
Profit before taxation 利润总额	176,618	178,652	177,593	181,914	187,334	7.0%	1.2%	-0.6%	2.4%	3.0%
Income tax 所得税	-28,612	-29,093	-25,751	-26,378	-27,163	10.8%	1.7%	-11.5%	2.4%	3.0%
Net profit 净利润	148,006	149,559	151,842	155,536	160,170	6.3%	1.0%	1.5%	2.4%	3.0%
Minority interest 少数股东权益	-1,404	-1,168	-1,226	-1,288	-1,352	9.5%	-16.8%	5.0%	5.0%	5.0%
NPAT 归属股东净利润	146,602	148,391	150,616	154,249	158,818	6.2%	1.2%	1.5%	2.4%	3.0%
AT1 shareholders 优先股股息	4,558	5,581	5,581	5,581	5,581	-13.0%	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	142,044	142,810	145,035	148,668	153,237	7.0%	0.5%	1.6%	2.5%	3.1%

Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	6,508,865	6,888,315	7,404,939	7,886,260	8,398,867	7.6%	5.8%	7.5%	6.5%	6.5%
Total deposits 存款总额	8,155,438	9,096,587	9,751,541	10,434,149	11,164,540	8.2%	11.5%	7.2%	7.0%	7.0%
NPLs 不良贷款余额	61,579	65,610	69,898	74,485	79,371	6.2%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
Loan provisions 贷款损失准备	269,534	270,301	287,453	307,332	327,688	3.1%	0.3%	6.3%	6.9%	6.6%
Total assets 资产总额	11,028,483	12,152,036	13,012,826	13,947,504	14,959,260	8.8%	10.2%	7.1%	7.2%	7.3%
Total liabilities 负债总额	9,942,754	10,918,561	11,648,183	12,430,954	13,268,044	8.3%	9.8%	6.7%	6.7%	6.7%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,076,370	1,226,014	1,356,809	1,508,324	1,682,579	13.8%	13.9%	10.7%	11.2%	11.6%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	180,446	180,446	180,446	180,446	24.9%	19.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	9,987,796	10,686,141	11,434,165	12,302,260	13,170,740	10.0%	7.0%	7.0%	7.6%	7.1%

Per share data (Yuan) 每股数据 (元)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	5.63	5.66	5.75	5.89	6.08	7.0%	0.5%	1.6%	2.5%	3.1%
BVPS	36.71	41.46	46.64	52.65	59.56	12.2%	12.9%	12.5%	12.9%	13.1%
DPS	1.97	2.00	2.03	2.08	2.15	13.5%	1.4%	1.6%	2.5%	3.1%
PPOP/sh	8.65	8.72	8.50	8.65	8.83	-2.1%	0.8%	-2.5%	1.7%	2.1%

Main indicators 主要指标 (%)						2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.40%	1.29%	1.21%	1.15%	1.11%	-0.04%	-0.11%	-0.08%	-0.05%	-0.05%
ROE	16.22%	14.49%	13.05%	11.87%	10.83%	-0.83%	-1.74%	-1.43%	-1.18%	-1.04%
NIM 净息差	2.15%	1.98%	1.88%	1.83%	1.80%	-0.25%	-0.17%	-0.10%	-0.04%	-0.03%
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.80%	33.99%	35.03%	35.32%	35.52%	0.27%	-0.82%	1.05%	0.28%	0.20%
Effective tax rate 有效所得税率	16.20%	16.28%	14.50%	14.50%	14.50%	0.56%	0.08%	-1.78%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	79.81%	75.72%	75.94%	75.58%	75.23%	-0.49%	-4.09%	0.21%	-0.35%	-0.35%
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%	0.95%	-0.01%	0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	437.70%	411.98%	411.25%	412.61%	412.86%	-13.09%	-25.72%	-0.74%	1.36%	0.25%
Provision ratio 拨贷比	4.14%	3.92%	3.88%	3.90%	3.90%	-0.18%	-0.22%	-0.04%	0.02%	0.00%
Credit cost 信用成本	0.74%	0.65%	0.58%	0.60%	0.59%	-0.03%	-0.09%	-0.07%	0.02%	-0.01%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.70%	37.40%	35.85%	34.03%	32.23%	0.00%	0.70%	-1.54%	-1.82%	-1.80%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	24.80%	21.36%	20.48%	21.04%	21.57%	-2.54%	-3.44%	-0.88%	0.56%	0.53%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	15.24%	15.25%	15.28%	0.05%	1.13%	0.39%	0.00%	0.03%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.57%	17.31%	17.11%	0.26%	1.47%	0.09%	-0.26%	-0.20%
CAR 资本充足率	17.88%	19.05%	18.65%	18.39%	18.20%	0.11%	1.17%	-0.40%	-0.26%	-0.20%

资料来源：公司财报，中信建投

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk