

招商银行（600036）

证券研究报告
2025 年 05 月 01 日

净息差保持韧性，资产质量稳健

事件：

4 月 29 日，招商银行发布 2025 年一季度报告。2025Q1 公司实现营收 838 亿元，YoY-3.09%；归母净利润 373 亿元，YoY-2.08%；年化 ROE 同比下降 1.95pct 至 14.13%。

点评：

信贷增长放缓，净息差韧性较强。2025Q1 净利息收入同比增长 1.9%，而 2024 年同比增长-1.6%，净利息收入回归正增轨道。

规模方面，2025Q1 末总资产同比增长 8.8%，其中贷款总额、金融投资分别同比增长 4.5%、20.2%，信贷需求疲弱下公司加大债券配置力度。

净息差方面，2025Q1 净息差为 1.91%，较 2024Q4 仅下降 3bp，韧性较强。资产端，2025Q1 生息资产收益率环比下降 12bp 至 3.21%，LPR 和存量房贷利率下调，叠加有效需求不足导致的贷款利率自发式下行，贷款收益持续承压。负债端，2025Q1 计息负债成本率环比下降 11bp 至 1.39%。我们认为，存款挂牌利率下调红利加速释放，负债成本压力缓解是支撑净息差的核心原因。

中收降幅收窄，其他非息负增长。2025Q1 净手续费及佣金收入同比增长-2.5%，而 2024 年同比增长-14.3%。拆分业务来看，受益于资本市场回暖，2025Q1 财富管理手续费及佣金收入同比增长 10.5%，较 2024 年的同比下降 22.7%明显改善。2025Q1 净其他非息收入同比增长-22.2%，主要受一季度债市利率快速上行影响，债券和基金投资公允价值下降，2025Q1 公允价值变动损益同比减少 57 亿至-53 亿。

资产质量整体改善。2025Q1 末，公司不良率环比下降 1bp 至 0.94%，低位水平继续改善。其中，公司口径下对公不良率环比下降 6bp 至 0.95%，支撑资产质量稳中向好，但零售端各类资产风险持续暴露，不良率环比上升 3bp 至 1.01%。

2025Q1 年化不良生成率较 2024 年下降 5bp 至 1.00%，新生成不良压力减轻。但 2025Q1 末公司口径关注率环比上升 7bp 至 1.33%，逾期率环比上升 5bp 至 1.37%，潜在不良压力有所上升。

2025Q1 末拨备覆盖率环比下降 1.95pct 至 410.03%，排名股份行第一，风险抵御能力充足。

盈利预测与估值：

零售龙头银行，公司低负债成本护城河深厚。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润同比增长为 0.81%、3.65%、4.11%，对应 BPS 分别为 47.15、51.98、55.64 元，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大量暴露，息差下行压力加大

投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	40.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	840,423.20
流通 A 股市值(百万元)	840,423.20
每股净资产(元)	42.26
资产负债率(%)	89.99
一年内最高/最低(元)	46.10/29.93

作者

刘杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002	
liujiea@tfzq.com	
曹旭冉	联系人
caoxuran@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《招商银行-年报点评报告:营收修复，利润转正》 2025-03-27
- 2 《招商银行-公司点评:营收修复，利润正增》 2025-02-10
- 3 《招商银行-季报点评:息差企稳，盈利向上修复，拨备维持高位。》 2024-10-31

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3,391	3,375	3,405	3,493	3,615
增长率（%）	-1.64	-0.48	0.89	2.60	3.48
归属母公司股东净利润（亿元）	1,466	1,484	1,496	1,550	1,614
增长率（%）	6.22	1.22	0.81	3.65	4.11
每股收益（元）	5.81	5.88	5.88	6.10	6.35
市盈率(P/E)	7.23	7.14	7.14	6.88	6.61
市净率(P/B)	1.14	1.01	0.89	0.81	0.75

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	2,147	2,113	2,125	2,163	2,218	净利润增速	6.22%	1.22%	0.81%	3.65%	4.11%
手续费及佣金	841	721	685	705	741	拨备前利润增速	-2.06%	3.88%	1.05%	2.58%	3.46%
其他收入	403	541	595	625	656	税前利润增速	6.97%	1.15%	2.11%	3.65%	4.11%
营业收入	3,391	3,375	3,405	3,493	3,615	营业收入增速	-1.64%	-0.48%	0.89%	2.60%	3.48%
营业税金及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	-1.63%	-1.58%	0.57%	1.79%	2.54%
业务管理费	-1,118	-1,076	-1,086	-1,114	-1,153	手续费及佣金增速	-10.78%	-14.28%	-5.00%	3.00%	5.00%
拨备前利润	2,181	2,266	2,289	2,348	2,430	营业费用增速	-1.40%	-3.65%	0.91%	2.63%	3.50%
计提拨备	-415	-479	-465	-457	-461	规模增长					
税前利润	1,766	1,787	1,824	1,891	1,969	生息资产增速	8.84%	10.10%	8.28%	7.24%	6.53%
所得税	-286	-291	-328	-340	-354	贷款增速	7.56%	5.83%	4.50%	4.00%	4.00%
净利润	1,466	1,484	1,496	1,550	1,614	同业资产增速	-11.22%	60.60%	10.00%	10.00%	8.00%
资产负债表						证券投资增速	15.19%	15.00%	15.00%	12.00%	10.00%
贷款总额	65,089	68,883	71,983	74,862	77,857	其他资产增速	0.88%	0.96%	2.00%	2.50%	3.20%
同业资产	5,607	9,005	9,906	10,896	11,768	计息负债增速	8.96%	9.72%	9.44%	8.77%	7.98%
证券投资	31,939	36,730	42,240	47,309	52,040	存款增速	8.56%	11.59%	9.50%	9.00%	8.50%
生息资产	109,314	120,359	130,328	139,763	148,896	同业负债增速	18.04%	-4.73%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	971	1,161	2,660	3,584	4,922	股东权益增速	13.78%	13.90%	11.64%	8.85%	6.16%
总资产	110,285	121,520	132,988	143,347	153,818	存款结构					
客户存款	82,405	91,953	100,689	109,751	119,080	活期	54.3%	51.7%	50.0%	50.0%	50.0%
其他计息负债	14,460	14,322	15,621	16,755	17,521	定期	44.7%	47.2%	49.0%	49.0%	49.0%
非计息负债	2,563	2,910	2,982	1,926	1,380	其他	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
总负债	99,428	109,186	119,292	128,432	137,980	贷款结构					
股东权益	10,857	12,335	13,696	14,915	15,838	企业贷款(不含贴现)	39.9%	41.6%	42.0%	42.0%	42.0%
每股指标						个人贷款	52.8%	52.9%	52.5%	52.5%	52.5%
每股净利润(元)	5.81	5.88	5.88	6.10	6.35	资产质量					
每股拨备前利润(元)	8.65	8.98	9.08	9.31	9.63	不良贷款率	0.95%	0.95%	0.93%	0.93%	0.93%
每股净资产(元)	36.71	41.46	47.15	51.98	55.64	正常	97.96%	97.75%	97.75%	97.75%	97.75%
每股总资产(元)	437.29	481.84	527.31	568.39	609.90	关注	1.10%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
P/E	7.23	7.14	7.14	6.88	6.61	次级	0.25%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
P/PPOP	4.86	4.68	4.63	4.51	4.36	可疑	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
P/B	1.14	1.01	0.89	0.81	0.75	损失	0.36%	0.37%	0.36%	0.36%	0.36%
P/A	0.10	0.09	0.08	0.07	0.07	拨备覆盖率	437.7%	404.5%	406.3%	407.8%	405.1%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.05%	1.84%	1.70%	1.60%	1.54%	资本充足率	17.88%	19.05%	15.58%	15.70%	15.65%
净利差(Spread)	1.85%	1.65%	1.53%	1.45%	1.41%	核心资本充足率	13.73%	14.86%	14.90%	14.95%	15.03%
贷款利率	4.27%	3.89%	3.70%	3.58%	3.52%	资产负债率	110.92%	111.30%	111.48%	111.61%	111.48%
存款利率	1.63%	1.50%	1.45%	1.43%	1.40%	其他数据					
生息资产收益率	3.58%	3.26%	3.02%	2.91%	2.84%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.73%	1.60%	1.49%	1.46%	1.43%						
盈利能力											
ROAA	1.39%	1.28%	1.17%	1.11%	1.08%						
ROAE	14.37%	12.80%	11.37%	10.70%	10.37%						
拨备前利润率	2.06%	1.95%	1.80%	1.70%	1.64%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com