

公司研究

非息增长提速稳营收，县域业务护城河深厚

——农业银行（601288.SH）2025年一季报点评

买入（维持）

当前价：5.42元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

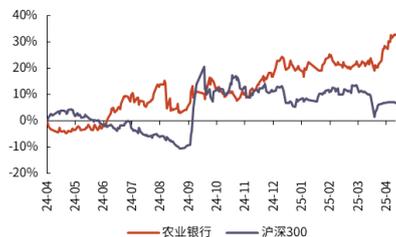
010-57378030

zhaochenyang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,499.83
总市值(亿元):	18655.34
一年最低/最高(元):	3.99/5.65
近3月换手率:	13.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.80	9.43	32.40
绝对	7.92	8.33	37.13

资料来源：Wind

要点

事件：

4月29日，农业银行发布2025年一季报，一季度公司实现营收1867亿，同比增速0.4%，归母净利润719亿，同比增速2.2%。年化加权平均净资产收益率（ROAE）10.82%，同比下降0.6pct。

点评：

息差降幅趋缓、非息增长提速，营收盈利维持正增长。1Q25农业银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为0.4%、-0.3%、2.2%，增速较2024年分别下降1.9、1.8、2.5pct。1Q公司净利息收入、非息收入增速分别为-2.7%、11.1%，较2024年分别变动-4.3、+5.6pct。1Q公司成本收入比、信用减值损失/营收分别为25.6%、30.6%，同比分别上升0.2、0.7pct。**拆分盈利增速结构：**规模、非息、所得税为主要贡献分项，分别拉动业绩增速14.1、6.3、4.3pct；**从边际变化看**，提振因素包括息差降幅趋缓对业绩拖累程度减轻，非息收入增长提速，所得税正向贡献提升，营业费用负向影响弱化；拖累因素包括规模扩张节奏趋缓，拨备正向贡献转负。

规模稳步扩张，县域等重点领域贷款维持高增。1Q25末，农业银行生息资产、贷款同比增速分别为6.3%、9.8%，增速较上年末分别下降2、0.4pct。**从生息资产增量结构来看**，季内贷款、金融投资、同业资产规模分别新增1.3、0.2、0.02万亿，同比分别多增364亿、少增1.1万亿、多增4409亿，季末贷款占生息资产比重59%，较上年末提升1pct。金融投资项在去年较高基数上同比负增幅度较大，年初以来资源主要向信贷投放倾斜。

贷款方面，1Q25单季对公、零售、票据分别新增1.08万亿、4595亿、-2537亿，同比分别少增3199、833亿、少减4597亿，年初贷款投放延续“对公先行、零售跟进”的季节性模式。**投向层面**，（1）“五篇大文章”相关领域贷款投放保持较高景气度，1Q季末公司战略性新兴产业贷款、制造业贷款、绿色贷款、民营企业贷款较年初增幅分别达24%、14%、12%、11%，均高于各项贷款/对公贷款（不含贴现）增幅5.1%/7.6%，重点领域信贷投放维持高增。（2）**县域业务延续高增态势**。1Q季内公司县域存、贷款分别新增7261、8485亿，占新增存、贷款比重分别为57%、48%，季末县域存、贷款同比增速达12.6%、6%，明显高于全行存、贷款增速3%、9.8%，县域业务护城河较厚，对公司规模扩张形成较强支撑。

存款延续低速增长，定期化趋势延续，客群基础扎实。1Q25季末农业银行付息负债、存款同比增速分别为6.3%、3%，分别较上年末下降1.9、1.7pct。季内存款新增1.75万亿，同比少增4272亿，季末存款占付息负债比重较上年末提升1.2pct至78%，同业活期纳入自律机制管理、前期挂牌利率调降加剧存款“搬家”等因素影响下，年初以来大行核心负债增长相对承压。**分期限结构看**，季内定期、活期存款分别新增1.4万亿、4823亿，同比分别少增577、3403亿，季末定期存款占比57%，较上年末提升1.4pct。**从日均余额看**，公司季内境内日均存款新增1.8万亿，增速6.3%，增量、增速均居可比同业首位，客群基础较为扎实。存款偏离度2.35%，同比下降1.08pct，为可比同业最优，核心负债增长稳定。

息差仍在下行通道，降幅同比收窄。1Q25 公司 NIM 为 1.34%，较 2024 年下行 8bp，降幅同比收窄 8bp，息差仍处在下行通道但降幅低于去年同期。测算结果显示，公司 1Q25 生息资产收益率 2.74%，环比 2024 年下行 32bp，存量贷款滚动重定价、需求不振新发放利率走低等因素影响下，资产端定价下行较明显。测得 1Q25 付息负债成本率 1.58%，较 2024 年下行 25bp，前期多轮挂牌利率下调、同业活期自律管理等成本管控举措效果显现，综合负债成本下行部分缓释息差收窄压力。

手续费收入负增幅度收窄，其他非息延续高增。1Q25 农行非息收入 461 亿 (YoY+11%)，增速较 2024 年提升 5.6pct，占营收比重较 2024 年提升 6.4pct 至 25%。其中，(1) 手续费及佣金净收入 280 亿 (YoY-3.5%)，降幅环比 2024 年收窄 2.1pct，占非息收入比重较 2024 年提升 2.6pct 至 61%。监管降费对基数的影响消散，预计年内手续费收入同比增速逐步改善。(2) 净其他非息收入 181 亿 (YoY+45%)，增速环比上年走阔 19pct。其中，季内投资收益、公允价值变动收益分别为 72、39 亿，同比多增 35 亿、少增 3 亿。1Q25 债市波动调整加剧，TPL 账户金融资产价值重估对非息收入增长形成一定拖累；公司季内适度增加债券交易流转，1Q25 季内公司 OCI 户规模减少 1055 亿，同比少增 1.3 万亿，配置户资产浮盈变现带动其他非息收入增长进一步提速。

不良率进一步下行，风险抵补能力稳健。1Q25 末，农业银行不良率为 1.28%，较上年末下降 2bp，创历史新低。季末不良余额 3346 亿，较年初增 125 亿，增量同比下降 21 亿。从行业趋势看，年初以来零售贷款增长相对承压，持续关注消费贷、经营贷等特定领域潜在风险形势演化。1Q 农行信用减值损失 571 亿，同比多增 14.5 亿，信用减值损失/营收比例为 30.6%，同比提升 0.7pct，拨备计提强度不减。季末公司拨贷比、拨备覆盖率分别为 3.81%、297.8%，环比 2024 年分别下降 7bp、1.8pct，风险抵补能力较强。

资本安全边际厚。1Q25 季末农业银行核心一级/一级/资本充足率分别为 11.2%、13.4%、17.8%，较上年末分别下降 19bp、27bp、40bp。季末风险加权资产增速 8.2%，环比上年末提升 7pct，公司扩表强度较高，对资本消耗程度加大。

盈利预测、估值与评级。农业银行县域金融业务发展态势良好，具有稳定低成本存款拓展优势，后伴随线上+线下渠道整合协同，县域业务发展有望带动公司贷款增户扩面。在经济复苏不确定性升高、信贷有效需求尚待提振背景下，公司资产端稳步扩张，重点领域信贷投放维持较高景气度，县域“三农”业务稳步增长，营收贡献度持续提升。综合公司一季报情况，我们维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 0.83、0.85、0.87 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.68、0.63、0.59 倍，对应 PE 估值分别为 6.5、6.35、6.24 倍。维持“买入”评级。

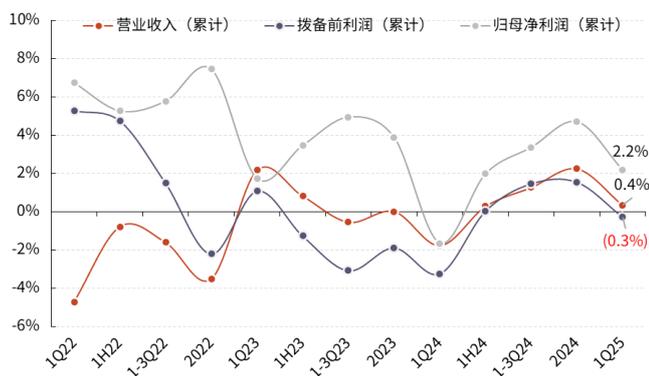
风险提示：经济复苏景气度不及预期，贷款利率下行压力加大；若后续降低存量按揭利率，NIM 或持续承压。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	694,828	710,555	725,788	734,510	737,828
营业收入增长率	0.0%	2.3%	2.1%	1.2%	0.5%
净利润 (百万元)	269,356	282,083	291,923	298,629	304,059
净利润增长率	3.9%	4.7%	3.5%	2.3%	1.8%
EPS (元)	0.77	0.81	0.83	0.85	0.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.62%	11.28%	10.83%	10.28%	9.75%
P/E	7.04	6.72	6.50	6.35	6.24
P/B	0.79	0.73	0.68	0.63	0.59

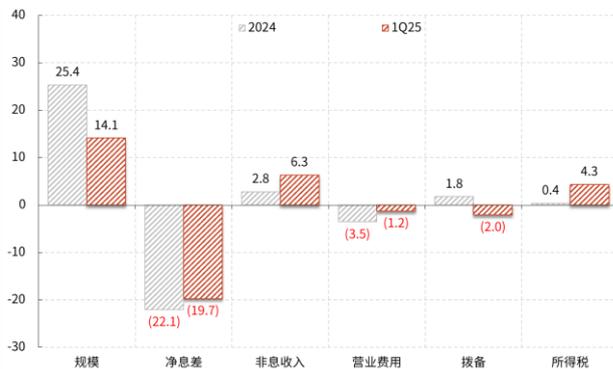
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025 年 4 月 30 日

图 1: 农业银行营收及盈利累计增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 农业银行业绩同比增速拆分 (%)



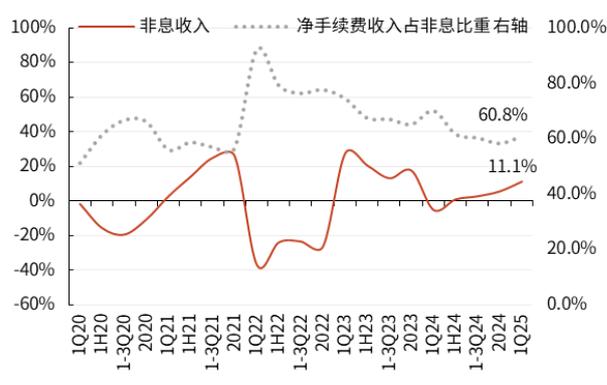
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 农业银行净利息收入增速及占比



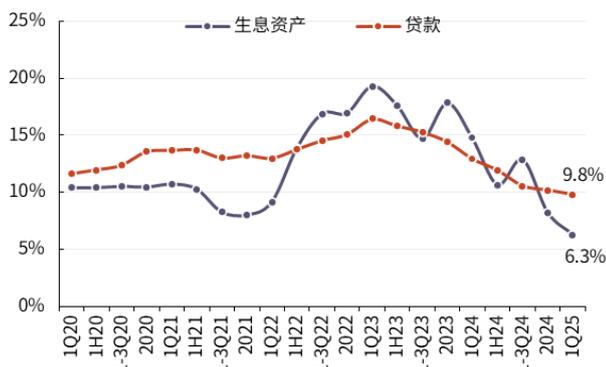
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 农业银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 农业银行生息资产、贷款增速



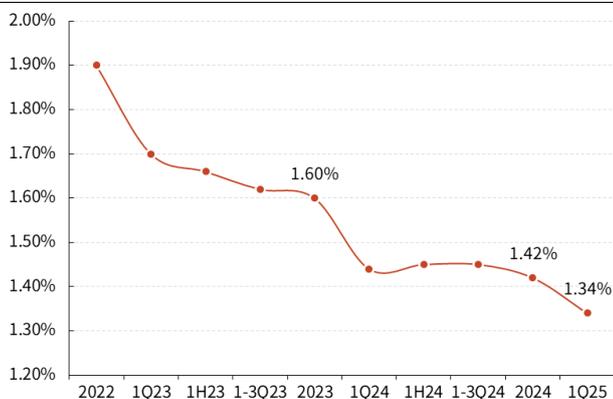
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 农业银行计息负债、存款增速



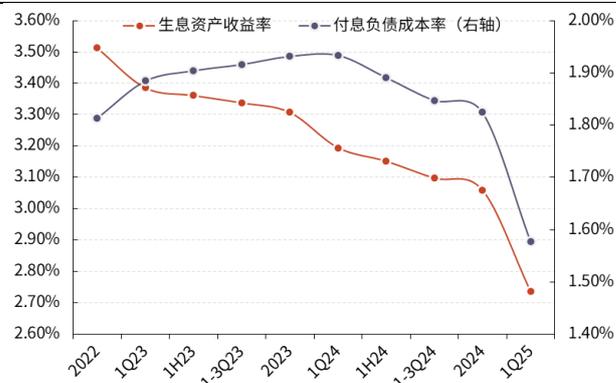
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 7: 农业银行净息差 (公布值) 走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 8: 农业银行生息资产收益率及计息负债成本率 (测算值)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 2: 农业银行资产质量主要指标

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25
不良贷款率	1.37%	1.37%	1.35%	1.35%	1.33%	1.32%	1.32%	1.32%	1.30%	1.28%
较上季变动 (pct)	(0.03)	0.00	(0.02)	0.00	(0.02)	(0.01)	0.00	0.00	(0.02)	(0.02)
(关注+不良)/贷款总额	2.83%	N/A	2.79%	N/A	2.75%	N/A	2.74%	2.74%	2.69%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	0.00	(0.04)	N/A						
逾期90天以上贷款/不良贷款	40.4%	N/A	43.1%	N/A	44.4%	N/A	52.3%	N/A	59.9%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A									
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.56%	N/A	0.58%	N/A	0.59%	N/A	0.69%	N/A	0.78%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A									
拨备覆盖率	302.6%	302.6%	304.7%	304.1%	303.9%	303.2%	303.9%	302.4%	299.6%	297.8%
较上季变动 (pct)	(0.05)	0.01	2.06	(0.55)	(0.25)	(0.65)	0.72	(1.58)	(2.75)	(1.80)
拨贷比	4.16%	4.13%	4.13%	4.09%	4.05%	4.02%	4.00%	3.99%	3.88%	3.81%
较上季变动 (pct)	(0.06)	(0.03)	(0.00)	(0.04)	(0.04)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.11)	(0.07)

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3：农业银行资本充足率

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25
资本充足率	17.20%	16.80%	16.25%	16.62%	17.14%	18.40%	18.45%	18.05%	18.19%	17.79%
较上季变动 (pct)	(0.26)	(0.40)	(0.55)	0.37	0.52	1.26	0.05	(0.40)	0.14	(0.40)
一级资本充足率	13.37%	12.76%	12.42%	12.60%	12.87%	13.77%	13.76%	13.48%	13.63%	13.36%
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.61)	(0.34)	0.18	0.27	0.90	(0.01)	(0.28)	0.15	(0.27)
核心一级资本充足率	11.15%	10.70%	10.40%	10.44%	10.72%	11.37%	11.13%	11.42%	11.42%	11.23%
较上季变动 (pct)	0.03	(0.46)	(0.30)	0.04	0.28	0.65	(0.24)	0.29	0.00	(0.19)
风险加权资产同比增速	11.3%	15.3%	15.1%	14.3%	12.5%	1.6%	1.7%	-0.2%	1.2%	8.2%
较上季变动 (pct)	1.71	4.00	(0.14)	(0.82)	(1.85)	(10.84)	0.09	(1.90)	1.38	7.00

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	694,828	710,555	725,788	734,510	737,828
净利息收入	571,750	580,692	589,432	584,518	572,837
非息收入	123,078	129,863	136,356	149,992	164,991
净手续费及佣金收入	80,093	75,567	79,345	87,280	96,008
净其他非息收入	42,985	54,296	57,011	62,712	68,983
营业支出	386,035	390,774	394,872	396,006	393,179
拨备前利润	443,352	450,308	471,182	476,851	479,008
信用及其他减值损失	135,933	131,107	140,847	138,927	134,939
税前利润	307,419	319,201	330,336	337,924	344,069
所得税	37,599	36,530	37,804	38,673	39,376
净利润	269,820	282,671	292,531	299,251	304,693
归属母公司净利润	269,356	282,083	291,923	298,629	304,059

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.35%	3.10%	3.03%	2.93%	2.91%
贷款收益率	3.82%	3.44%	3.30%	3.20%	3.10%
付息负债成本率	1.97%	1.85%	1.90%	1.89%	1.93%
存款成本率	1.79%	1.61%	1.68%	1.64%	1.61%
净息差	1.57%	1.41%	1.30%	1.17%	1.06%
净利差	1.39%	1.25%	1.13%	1.03%	0.97%
RORWA	1.28%	1.26%	1.18%	1.05%	0.96%
ROAA	0.73%	0.68%	0.64%	0.59%	0.54%
ROAE	11.62%	11.28%	10.83%	10.28%	9.75%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.33%	1.30%	1.27%	1.27%	1.27%
拨备覆盖率	303.9%	288.4%	290.6%	294.5%	303.4%
拨贷比	4.05%	3.74%	3.70%	3.75%	3.86%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	17.14%	18.19%	16.18%	15.25%	14.32%
一级资本充足率	12.87%	13.63%	12.25%	11.67%	11.05%
核心一级资本充足率	10.72%	11.42%	10.39%	10.00%	9.57%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2025年4月30日

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	39,872,989	43,238,135	47,911,950	53,543,043	59,982,918
发放贷款和垫款	22,564,269	24,856,251	27,093,314	29,260,779	31,601,641
同业资产	6,256,723	4,540,538	5,971,889	6,523,637	7,111,858
金融投资	10,666,306	13,335,797	14,669,377	16,136,314	17,749,946
生息资产合计	39,487,298	42,732,586	47,734,580	51,920,730	56,463,444
总负债	36,976,122	40,140,862	44,606,375	50,025,358	56,249,686
吸收存款	28,439,295	29,786,679	31,276,013	32,527,053	33,502,865
市场类负债	7,559,298	9,173,141	12,180,231	16,251,305	21,396,874
付息负债合计	35,998,593	38,959,820	43,456,244	48,778,359	54,899,739
股东权益	2,896,867	3,097,273	3,305,575	3,517,685	3,733,232
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
归属母公司权益	2,889,248	3,090,808	3,298,502	3,509,989	3,724,902

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	17.5%	8.4%	10.8%	11.8%	12.0%
生息资产	17.8%	8.2%	11.7%	8.8%	8.7%
付息负债	18.6%	8.2%	11.5%	12.2%	12.5%
贷款余额	14.4%	10.2%	9.0%	8.0%	8.0%
存款余额	15.0%	4.7%	5.0%	4.0%	3.0%
净利息收入	-3.1%	1.6%	1.5%	-0.8%	-2.0%
净手续费及佣金收入	-1.5%	-5.7%	5.0%	10.0%	10.0%
营业收入	0.0%	2.3%	2.1%	1.2%	0.5%
拨备前利润	-1.9%	1.6%	4.6%	1.2%	0.5%
归母净利润	3.9%	4.7%	3.5%	2.3%	1.8%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	0.77	0.81	0.83	0.85	0.87
PPOPPS (元)	1.27	1.29	1.35	1.36	1.37
BVPS (元)	6.88	7.40	8.00	8.60	9.21
DPS (元)	0.23	0.24	0.25	0.26	0.26
P/E	7.04	6.72	6.50	6.35	6.24
P/PPOP	4.28	4.21	4.03	3.98	3.96
P/B	0.79	0.73	0.68	0.63	0.59

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP