

公司研究

存款定期化边际改善，财富管理收入转暖

——招商银行（600036.SH）2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：40.74 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元):	10,274.57
一年最低/最高(元):	29.93/46.1
近 3 月换手率:	28.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.89	1.44	21.28
绝对	-5.89	0.22	25.89

资料来源：Wind

要点

事件：

招商银行发布 2025 年一季度报告，报告期内实现营业收入 837.5 亿，同比下降 3.1%，归母净利润 372.9 亿，同比下降 2.1%。归属普通股股东加权平均净资产收益率 14.13%，同比下降 1.95 个百分点。

点评：

净利息收入同比增速转正，非息收入拖累营收。招商银行 25Q1 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别下降 3.1%、4%、2.1%，降幅较 2024 年分别走阔 2.6、4.6、3.3pct。其中，净利息收入、非息收入同比增速分别为 1.9%、-10.6%，较上年分别变动 3.5、-12.1pct。拆分盈利同比增速结构，规模扩张、拨备为主要贡献分项，分别拉动 11.3、3.7pct；从主要边际变化看，规模扩张拉动作用小幅下降，净息差负向拖累收窄，非息收入由小幅正贡献转为负向拖累 9.6pct，拨备正贡献增强。

扩表速度较上年末下降 1.9pct，1Q 贷款增量中对公占比近 8 成。25Q1 末，招商银行生息资产、贷款同比增速分别为 7.7%、4.5%，增速较上年末分别下降 1.9、1.3pct。1Q 生息资产增量 3393 亿，其中，信贷增加 2372 亿，同比少增 698 亿；金融投资增加 1643 亿，较低基数下同比多增 1559 亿，预估年初政府债发行前置背景下，公司适时加大了债券配置力度。25Q1 末，贷款占生息资产比重较上年末略升 0.3pct 至 60.7%。1Q 信贷增量结构上，对公、零售、票据分别增加 1860 亿、140 亿、372 亿，对公贷款增量占比 78%。

负债规模平稳增长，存款定期化趋势边际改善。25Q1 末，招商银行付息负债、存款分别同比增长 8.7%、10.4%，增速较上年末分别下降 1、1.1pct。**从负债结构来看**，1Q 存款、应付债券、同业负债规模增量分别为 2229 亿、-561 亿、1828 亿，其中，存款、应付债券分别同比少增 618 亿、1911 亿。1Q 存款增量中，零售存款占比 63%。25Q1 活期存款日均余额占客户日均存款余额比例较上年略升 0.12pct 至 50.46%，随着地产、资本市场低迷态势缓和，活期存款占比有所回升。

25Q1 息差较上年收窄 7bp 至 1.91%，降幅同比收窄 6bp。招商银行 25Q1 净息差 1.91%，较 24Q4、2024 年分别下降 3、7bp，同比 24Q1 下降 11bp。**（1）资产端**，25Q1 生息资产收益率为 3.21%，较 24Q4、2024 年分别下滑 12、29bp；其中，贷款收益率为 3.53%，较 24Q4、2024 年分别下滑 17、38bp。LPR 下调及存量按揭调降等因素影响，叠加有效信贷需求不足拖累新发放贷款定价下行，贷款收益率延续承压态势；**（2）负债端**，25Q1 付息负债成本率为 1.39%，较 24Q4、2024 年分别下降 11、25bp；其中，存款成本率 1.29%，较 24Q4、2024 年分别下降 11、25bp。负债成本管控成效部分对冲资产端收益率下行压力。

非息收入同比下降 10.6%，主要受净其他非息收入拖累。25Q1 招商银行非息收入同比下降 10.6%至 307.6 亿，非息收入占营收比重较上年下降 0.7pct 至 36.7%。非息收入主要构成上，**（1）手续费及佣金净收入**同比下降 2.5%至 197 亿，降幅较 2024 年收窄 11.8pct，其中，财富管理手续费同比增长 10.5%至 67.8 亿，主要分项上，代理理财收入 23.7 亿（YoY +39.5%）、代理保险收入 18.3 亿（YoY -27.7%）、代理基金收入 13.1 亿（YoY +27.7%）；**（2）净其他非息收入**同比

下降 22.2%至 110.6 亿，较 2024 年增速大幅下降 56.3pct。1Q 投资收益 117.5 亿，同比多增 22.5 亿；公允价值变动亏损 53.1 亿，24Q1 为正收益 4.2 亿，1Q25 债市波动调整加剧，TPL 账户资产价值重估对非息收入形成一定拖累，或适度增加债券交易流转支撑非息收入表现。

不良率较上年末下降 1bp 至 0.94%，关注率、逾期率等指标较上年末小幅提升，当前不良生成压力仍主要来自零售板块。 25Q1 末，招商银行不良贷款率较上年末下降 1bp 至 0.94%；关注贷款率较上年末提升 7bp 至 1.36%，逾期贷款率较上年末提升 5bp 至 1.38%。逾期 90 天以上贷款占比不良贷款 78.1%，较上季末分别提升 2.5pct。**分业务板块看，母行口径对公不良率较上年末下降 6bp，零售不良率较上年末提升 3bp。** 25Q1 末，招商银行对公不良率 0.95%，较上年末下降 6bp；零售不良率 1.01%，较上年末提升 3bp。零售关注率较上年末提升 8bp 至 1.87%；零售逾期率较上年末下降 2bp 至 1.72%。

从不良生成角度看，25Q1 招商银行新生成不良 166.5 亿，同比增加 3.9 亿；不良生成率（年化）同比下降 3bp 至 1%。其中，（1）公司贷款不良生成额 10 亿，同比减少 20.9 亿；（2）零售贷款（不含信用卡）不良生成额 56.5 亿，同比增加 24.4 亿；信用卡新生成不良贷款 100.1 亿，同比大体持平。

风险抵补能力维持较高水平。25Q1 计提信用减值损失 128.4 亿，同比下降 10%；其中，贷款减值损失 136.3 亿，同比增加 3.6 亿。25Q1 末，拨备覆盖率较上年末下降 1.9pct 至 410%，拨贷比较上年末下降 8bp 至 3.84%。

各级资本充足率涨跌互现，整体水平保持稳定。25Q1 末，招商银行 RWA 同比增长 4.1%，增速较上年末略降 0.1pct。25Q1 末，招商银行核心一级/一级/资本充足率分别为 14.86%、17.43%、19.06%，核心一级资本充足率较上年末持平，一级资本充足率、资本充足率较上年末分别小幅变动-5、1bp。

盈利预测、估值与评级。招商银行以“打造价值银行”为战略目标，零售业务具有较深的护城河，这种护城河在于切实以客户为中心的服务精神，追求极致的客户体验，以及由此带来的更大的客户粘性。截至 25Q1 末，零售客户数 2.12 亿，较年初增长 0.95%，零售 AUM 较年初增长 4.3%至 15.57 万亿，零售底盘不断巩固。维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 6.05/6.33/6.64 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.89/0.82/0.75 倍。维持“买入”评级。

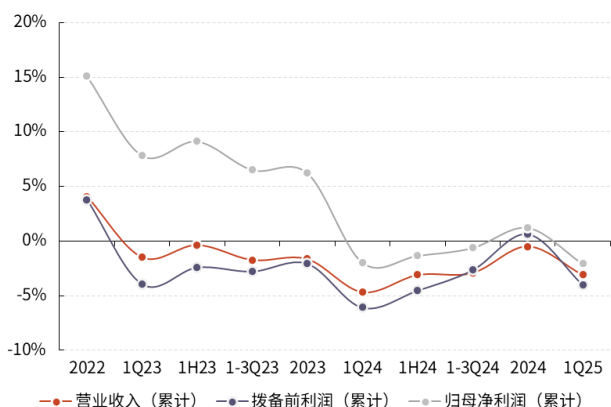
风险提示：（1）全球贸易摩擦加剧背景下，经济复苏势头不及预期，可能对居民就业、收入等产生影响，影响公司零售信贷及财富管理需求；（2）房地产风险释放超预期，拖累资产质量。

表 10：招商银行盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	339,123	337,488	340,693	351,118	363,578
营业收入增长率	-1.6%	-0.5%	0.9%	3.1%	3.5%
净利润（百万元）	146,602	148,391	152,556	159,737	167,531
净利润增长率	6.2%	1.2%	2.8%	4.7%	4.9%
EPS（元）	5.81	5.88	6.05	6.33	6.64
ROE（归属母公司）	16.75%	15.05%	13.91%	13.29%	12.77%
P/E	7.01	6.92	6.73	6.43	6.13
P/B	1.11	0.98	0.89	0.82	0.75

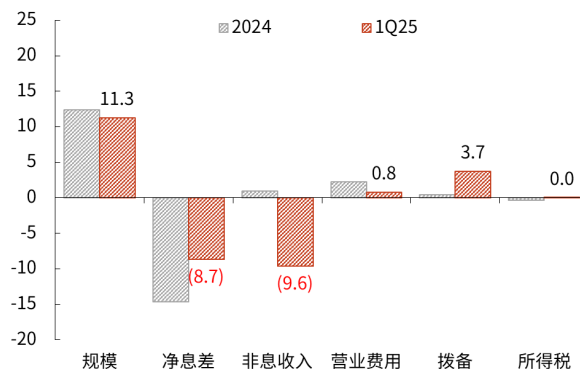
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-30

图 1：招商银行营收及盈利累计增速



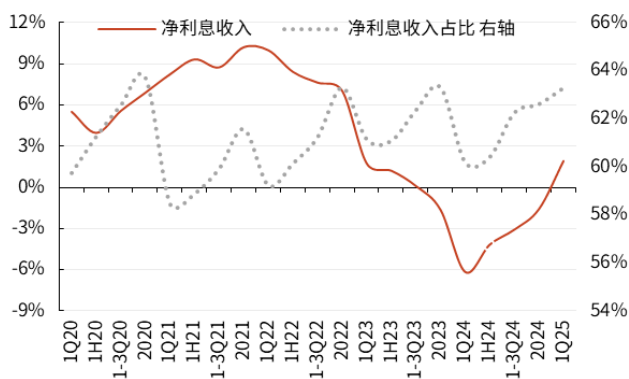
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：招商银行业绩同比增速拆分 (%)



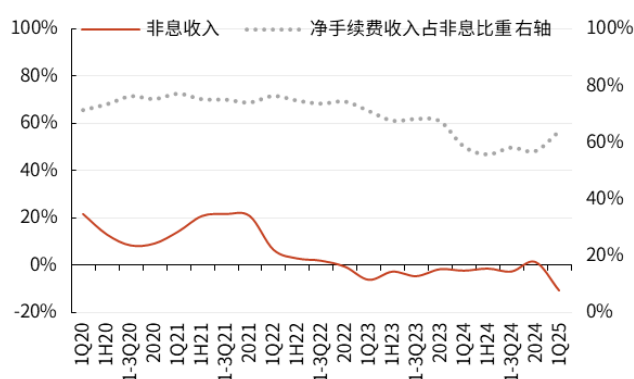
资料来源：公司财报，光大证券研究所；单位：%

图 3：招商银行净利息收入增速及占比



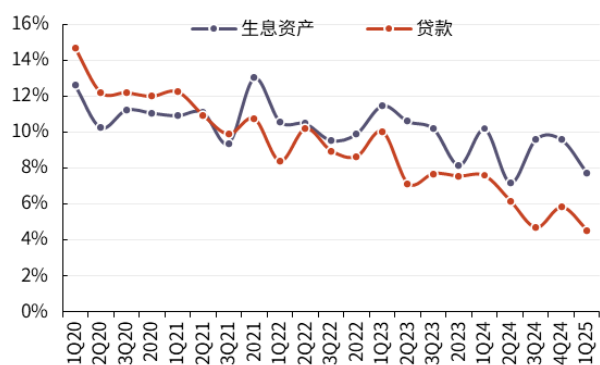
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：招商银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



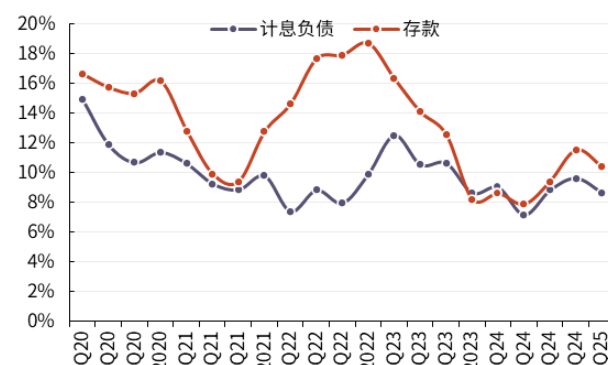
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：招商银行生息资产及贷款增速



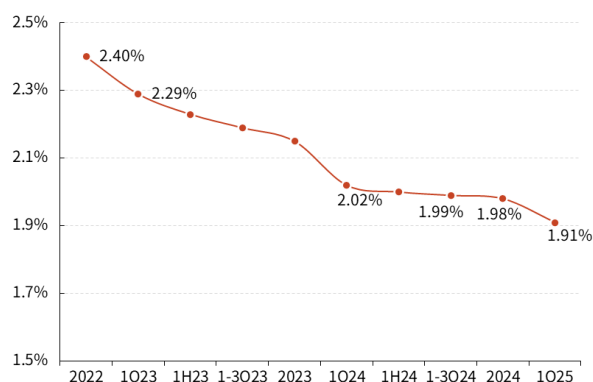
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：招商银行计息负债及存款增速



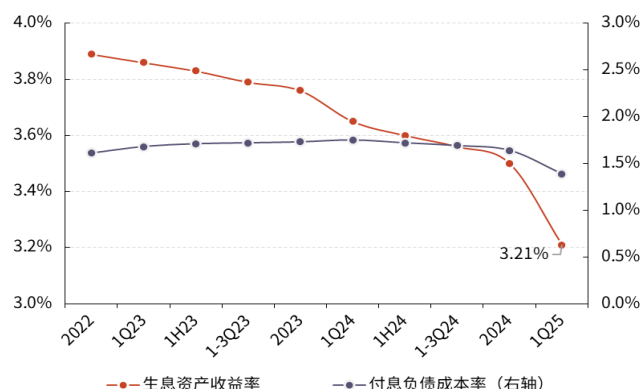
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：招商银行净息差走势（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 8：招商银行生息资产收益率及计息负债成本率（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 2：招商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	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%
较上季变动 (pct)	0.01	(0.01)	0.00	0.01	(0.01)	(0.03)	0.02	0.00	0.01	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	2.17%	2.07%	1.98%	1.97%	2.04%	2.06%	2.17%	2.24%	2.25%	2.30%
较上季变动 (pct)	0.08	(0.10)	(0.09)	(0.01)	0.07	0.02	0.11	0.07	0.00	0.06
逾期90天以上贷款/不良贷款	70.8%	76.9%	77.6%	78.7%	74.4%	78.7%	78.4%	79.4%	75.7%	78.1%
较上季变动 (pct)	(0.61)	6.10	0.64	1.18	(4.33)	4.33	(0.31)	0.94	(3.70)	2.46
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.68%	0.73%	0.74%	0.76%	0.70%	0.72%	0.74%	0.75%	0.72%	0.73%
较上季变动 (pct)	0.00	0.05	0.01	0.02	(0.05)	0.02	0.01	0.01	(0.03)	0.01
拨备覆盖率	450.8%	448.3%	447.6%	445.9%	437.7%	436.8%	434.4%	432.2%	412.0%	410.0%
较上季变动 (pct)	(4.9)	(2.5)	(0.7)	(1.8)	(8.2)	(0.9)	(2.4)	(2.3)	(20.2)	(1.9)
拨贷比	4.32%	4.27%	4.27%	4.27%	4.14%	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%
较上季变动 (pct)	(0.02)	(0.05)	0.00	0.00	(0.13)	(0.13)	0.07	(0.02)	(0.14)	(0.08)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 3：招商银行资本充足率

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25
资本充足率	17.77%	17.39%	17.09%	17.38%	17.88%	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%
较上季变动 (pct)	0.60	(0.38)	(0.30)	0.29	0.50	0.32	(0.25)	0.72	0.38	0.01
一级资本充足率	15.75%	15.34%	14.99%	15.23%	16.01%	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%
较上季变动 (pct)	0.90	(0.41)	(0.35)	0.24	0.78	0.29	(0.21)	0.90	0.49	(0.05)
核心一级资本充足率	13.68%	13.41%	13.09%	13.37%	13.73%	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%
较上季变动 (pct)	0.83	(0.27)	(0.32)	0.28	0.36	0.34	(0.21)	0.87	0.13	0.00
风险加权资产同比增速	5.0%	7.2%	7.2%	7.9%	13.1%	8.1%	6.5%	2.7%	4.2%	4.1%
较上季变动 (pct)	(5.3)	2.2	(0.0)	0.7	5.2	(5.0)	(1.6)	(3.8)	1.5	(0.1)

资料来源：公司财报，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	339,123	337,488	340,693	351,118	363,578
净利息收入	214,669	211,277	217,905	228,112	237,023
非息收入	124,454	126,211	122,788	123,006	126,555
净手续费及佣金收入	84,108	72,094	67,047	65,036	65,686
净其他非息收入	40,346	54,117	55,741	57,970	60,869
营业支出	162,460	158,469	158,366	160,225	162,915
拨备前利润	218,087	219,471	221,084	227,860	237,777
信用及其他减值损失	41,469	40,819	39,123	37,334	37,480
税前利润	176,618	178,652	181,961	190,526	200,296
所得税	28,612	29,093	28,204	29,531	31,446
净利润	148,006	149,559	153,757	160,994	168,850
归属母公司净利润	146,602	148,391	152,556	159,737	167,531

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.75%	3.43%	3.32%	3.29%	3.25%
贷款收益率	4.27%	3.89%	3.82%	3.80%	3.78%
付息负债成本率	1.74%	1.62%	1.60%	1.60%	1.60%
存款成本率	1.64%	1.52%	1.50%	1.51%	1.51%
净息差	2.14%	1.94%	1.84%	1.80%	1.77%
净利差	2.01%	1.82%	1.72%	1.69%	1.65%
RORWA	2.38%	2.22%	2.11%	2.03%	2.01%
ROAA	1.40%	1.29%	1.22%	1.19%	1.17%
ROAE	16.75%	15.05%	13.91%	13.29%	12.77%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.96%
拨备覆盖率	437.7%	412.0%	375.9%	350.9%	332.1%
拨贷比	4.14%	3.92%	3.61%	3.34%	3.20%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	17.88%	19.05%	18.39%	18.69%	19.09%
一级资本充足率	16.01%	17.48%	16.93%	17.25%	17.67%
核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	14.59%	15.04%	15.58%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-30

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	11,028,483	12,152,036	13,074,637	13,993,348	14,864,305
发放贷款和垫款	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,849,579	8,320,554
同业资产	1,228,580	1,457,958	1,627,964	1,771,639	1,921,522
金融投资	2,667,775	3,056,022	3,254,663	3,417,397	3,571,179
生息资产合计	10,405,220	11,402,295	12,253,125	13,038,615	13,813,256
总负债	9,942,754	10,918,561	11,737,042	12,547,316	13,304,452
吸收存款	8,155,438	9,096,587	9,806,121	10,492,549	11,122,102
市场类负债	1,458,629	1,445,026	1,535,691	1,631,426	1,732,398
付息负债合计	9,614,067	10,541,613	11,341,812	12,123,975	12,854,500
股东权益	1,085,729	1,233,475	1,337,596	1,446,032	1,559,852
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	1,076,370	1,226,014	1,328,934	1,436,113	1,548,615

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	8.8%	10.2%	7.6%	7.0%	6.2%
生息资产	8.2%	9.6%	7.5%	6.4%	5.9%
付息负债	8.7%	9.6%	7.6%	6.9%	6.0%
贷款余额	7.6%	5.8%	7.0%	6.5%	6.0%
存款余额	8.2%	11.5%	7.8%	7.0%	6.0%
净利息收入	-1.6%	-1.6%	3.1%	4.7%	3.9%
净手续费及佣金收入	-10.8%	-14.3%	-7.0%	-3.0%	1.0%
营业收入	-1.6%	-0.5%	0.9%	3.1%	3.5%
拨备前利润	-2.1%	0.6%	0.7%	3.1%	4.4%
归母净利润	6.2%	1.2%	2.8%	4.7%	4.9%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	5.81	5.88	6.05	6.33	6.64
PPOPPS (元)	8.65	8.70	8.77	9.03	9.43
BVPS (元)	36.71	41.46	45.54	49.79	54.25
DPS (元)	1.97	2.00	2.12	2.22	2.32
P/E	7.01	6.92	6.73	6.43	6.13
P/PPOP	4.71	4.68	4.65	4.51	4.32
P/B	1.11	0.98	0.89	0.82	0.75

行业及公司评级体系

评级	说明
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都不与，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所载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