

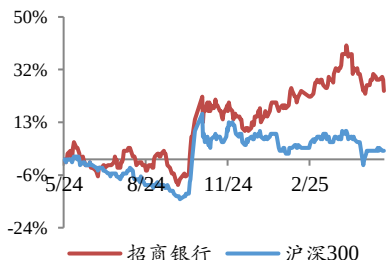
财富管理开局良好，其他非息拖累营收

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-02

收盘价（元） 40.74
近 12 个月最高/最低（元） 46.10/29.93
总股本（百万股） 25,220
流通股本（百万股） 20,629
流通股比例（%） 81.80
总市值（亿元） 10,275
流通市值（亿元） 8,404

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘锦慧

执业证书号：S0010524110001

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

相关报告

1.深耕零售“因您而变”，价值再造与日俱新 2025-04-01

主要观点：

● 利息净收入增速转正，财富管理业务开局良好

2025 年一季度末，招商银行营收、归母净利润分别同比下降 3.08%、2.08%，分别较 2024A 增速边际下降 2.6、3.3pcts。其中，利息净收入同比+1.92%，占比营收提升至 63.28%，利息收入和利息支出同比分别下降 5.38%、14.38%，负债成本节约效果显著带动利息净收入增速回正。中收净收入同比下降 2.51%，降幅较 2024A 大幅收窄。中收结构来看，占比最高的财富管理手续费及佣金收入同比增长+10.45%，其中代销规模增长和产品结构优化带动代销理财收入同比大幅增长+39.47%，代销基金收入同比增长+27.68%，**财富管理业务实现良好开局**。资产管理手续费及佣金收入、银行卡手续费、结算与清算手续费分别同比下降 16.6%、7.83%、6.68%，主要由于交易量下降影响。一季度债市调整下其他非息收入同比下降 22.19%，其中公允价值变动净收益同比-1354.37%，投资净收益同比+23.67%，其他综合收益浮盈回落至 2024 上半年左右水平。进入二季度以来债市回暖，未来其他非息收入有望触底回升。

● 对公贷款投放拉动规模增长，存款活化率提升

2025 年一季度末，招商银行总资产、贷款、金融投资规模分别同比增长 +8.76%、+4.72%、+20.23%，扩表速度较 2024A 小幅放缓，金融投资占比上升。贷款结构来看，一季度零售、对公贷款分别净新增 140、1860 亿元，招商银行把握经济复苏节奏，适当收紧零售贷款投放偏好，开门红新增投放主要由对公贷款拉动。2025 年一季度末，招商银行总负债、存款规模分别同比增长+8.48%、+10.22%，存款增速高于贷款规模增速，客户存款增长和留存较好。存款结构来看，一季度对公、个人存款分别净新增 815、1416 亿元，新增存款主要由个人存款贡献。期限结构来看，1Q25 活期存款日均余额占比较 2024A 提升 0.12pct 至 50.46%，存款活化率提升，主要为 2024 年底增量政策出台后积极影响。招商银行核心客户指标持续修复，2025 年一季度末零售客户 AUM 较 2024A 增长 4.3%，金葵花客户数较 2024A 增长 4.43%。招商银行“准私行”客群基数庞大，核心客群基本盘稳固。当前业绩受到经济复苏进程影响阶段性承压，未来则有望受益于财富市场转暖分享经济复苏弹性。

● 净息差小幅下降，负债端成本节约显著

2025 年一季度末，招商银行净息差 1.91%，环比 2024A 下降 7bps。资产端来看，1Q25 生息资产收益率较 2024A 环比下降 29bps 至 3.21%，主要为 2024 年 LPR 下调、存量房贷利率调整等因素在 2025 年体现，叠加有效需求不足，新发贷款收益率仍在下行通道，1Q25 贷款收益率较 2024A 环比下降 38bps。负债端来看，1Q25 计息负债成本率、

存款成本率均较 2024A 环比下降 25bps，招商银行通过调整存款挂牌利率、引导负债结构和久期改善等措施推动负债成本稳步下行，负债端成本节约效果显著，能够部分抵消资产端收益率下行带来的不利影响。存款活化率提升也将进一步巩固招商银行低成本负债优势。

● 风险抵补能力保持领先，地产、个贷风险小幅波动

2025 年一季度末，招商银行不良率 0.94%，较 2024A 环比下降 1bp，资产质量改善。不良贷款结构来看，1Q25 不良抬升主要集中在对公房地产业贷款和零售贷款，不良率分别上升 5bps、3bps 至 4.79%、1.01%。招商银行房地产开发贷区域结构较优，85%以上分布在一二线城市，按照房地产融资协调机制要求进行有序管控和化解处置，风险整体可控。拨备覆盖率 410.03%，较 2024A 环比仅降 1.95pcts，风险抵补能力仍保持稳健，领先全国性银行同业。资产质量前瞻指标呈现小幅波动，关注率 1.36%较 2024A 环比上升 7bps，逾期率 1.38%较 2024A 环比上升 5bps。不良生成率环比改善，较 2024A 下降 3bps 至 1%，其中公司贷款不良生成改善幅度较大，同比大幅减少 20.9 亿元；零售贷款（不含信用卡）不良生成仍处在上升通道，同比增加 24.4 亿元；信用卡贷款不良生成同比微增 0.35 亿元。招商银行风险分类认定审慎，拨备计提充分，不良资产出清力度较大，不良生成高峰期已过，资产质量波动主要集中在个别领域，预计整体影响可控。

● 投资建议

招商银行是当前市场稀缺的兼具经济复苏弹性+股息韧性的投资标的。面对当前经济结构转型、银行业竞争加剧，招商银行着力打造“马利克曲线”和构建“堡垒式资产负债表”。近两年改革成效来看，资产端结构调优，核心客户基本盘持续扩大，风险计提稳健审慎，金融科技赋能成本节约，带动营收、利润稳健增长。作为财富客户首选银行，更有望受益于宏观经济修复。分红率提升至 35%后 2024 年继续维持，拨备及资本安全垫厚，股息率高且稳定，也具备较高的绝对收益配置价值。2025 年一季报核心客群基本盘进一步修复，**未来投资价值有望沿着从客群到资产、从资产到经营效益，从经营效益到投资收益的路径逐步兑现。**我们维持盈利预测假设，预计公司 2025-2027 年营业收入分别同比增长 -1.84%/1.4%/3.15%，归母净利润分别同比增长 0.27%/1.5%/3.23%，维持“买入”评级。

● 风险提示

利率风险：市场利率持续下行，优质客群竞争加剧，息差收窄。

经营风险：融资需求下降拖累信贷增速，代销费率持续下降。

市场风险：经济大幅下行，地产风险集中爆发，资产质量大幅恶化。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,488	331,284	335,933	346,528
收入同比 (%)	-0.48	-1.84	1.40	3.15
归属母公司净利润	148,391	148,784	151,014	155,890
净利润同比 (%)	1.22	0.27	1.50	3.23
ROAE	14.49%	13.73%	12.92%	12.32%
ROAA	1.20%	1.17%	1.10%	1.06%
每股收益 (元)	5.88	5.90	5.99	6.18
P/E	6.92	6.91	6.80	6.59
P/B	0.98	0.92	0.85	0.78

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	6,888,315	7,267,172	7,637,798	7,992,956	净利息收入	211,277	202,988	204,367	207,903
贷款减值准备	270,301	268,238	264,563	265,469	净手续费收入	72,094	69,376	70,243	73,896
金融投资	3,663,490	3,868,645	4,158,794	4,490,666	其他非息收入	54,117	58,920	61,322	64,729
存放央行	574,065	790,394	846,489	900,310	营业收入	337,488	331,284	335,933	346,528
同业资产	900,515	1,063,997	1,177,025	1,248,626	税金及附加	(2,950)	(3,776)	(3,829)	(3,938)
资产总额	12,152,036	13,173,858	14,262,333	15,265,879	业务及管理费	(107,616)	(99,385)	(98,630)	(101,221)
吸收存款	9,195,329	10,133,253	11,079,698	11,877,437	营业外净收入	(367)	-	-	-
同业负债	1,209,327	1,250,440	1,325,517	1,411,031	拨备前利润	219,471	221,961	227,259	234,958
发行债券	222,921	231,129	225,329	243,162	资产减值损失	(40,819)	(43,125)	(45,851)	(48,072)
负债总额	10,918,561	11,861,576	12,886,725	13,790,987	税前利润	178,652	178,836	181,408	186,886
股东权益	1,233,475	1,312,282	1,375,609	1,474,892	税后利润	149,559	149,954	152,201	157,115
					归属母行净利润	148,391	148,784	151,014	155,890

盈利及杜邦分析					业绩增长率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	1.82%	1.60%	1.49%	1.41%	净利息收入	(1.58%)	(3.92%)	0.68%	1.73%
净非利息收入	1.09%	1.01%	0.96%	0.94%	净手续费收入	(14.28%)	(3.77%)	1.25%	5.20%
营业收入	2.91%	2.62%	2.45%	2.35%	营业收入	(0.48%)	(1.84%)	1.40%	3.15%
营业支出	0.95%	0.81%	0.75%	0.71%	拨备前利润	0.63%	1.13%	2.39%	3.39%
拨备前利润	1.89%	1.75%	1.66%	1.59%	归属母行净利润	1.22%	0.27%	1.50%	3.23%
资产减值损失	0.35%	0.34%	0.33%	0.33%					
税前利润	1.54%	1.41%	1.32%	1.27%					
税收	0.25%	0.23%	0.21%	0.20%					
ROAA	1.20%	1.17%	1.10%	1.06%					
ROAE	14.49%	13.73%	12.92%	12.32%					

资本状况					驱动性因素				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
核心一级资本充足率	14.86%	15.17%	15.27%	15.61%	生息资产增长	9.87%	8.01%	6.39%	5.88%
一级资本充足率	17.48%	17.65%	17.19%	17.43%	贷款增长	5.83%	5.50%	5.10%	4.65%
资本充足率	19.05%	19.15%	18.76%	18.97%	存款增长	11.59%	10.20%	9.34%	7.20%
风险加权系数	56.66%	55.13%	54.89%	54.32%	净手续费收入/营收	21.36%	20.93%	21.05%	21.32%
					成本收入比	31.89%	30.00%	29.36%	29.21%
					实际所得税税率	16.28%	16.15%	16.10%	15.93%

每股指标				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
PE	6.92	6.91	6.80	6.59
PB	0.98	0.92	0.85	0.78
EPS	5.88	5.90	5.99	6.18
BVPS	41.46	44.51	48.21	52.14
每股拨备前利润	8.70	8.80	9.01	9.32

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。