

2025 年 05 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

非息收入亮眼，资产质量改善

—农业银行（601288.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：罗云峰 S1050524060001

luoyf2@cfsc.com.cn

分析师：黄海澜 S1050523050002

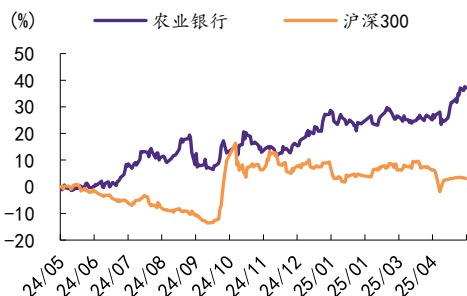
huanghl@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-30

当前股价（元）	5.42
总市值（亿元）	18969
总股本（百万股）	349983
流通股本（百万股）	319244
52 周价格范围（元）	4.16-5.61
日均成交额（百万元）	2127.13

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

农业银行发布 2024 年年报及 25Q1 季报，2024/25Q1 实现营业收入 7105.6/1866.7 亿元，同比+2.26%/+0.35%；归母净利润 2820.8/719.3 亿元，同比+4.73%/+2.2%。25Q1 不良率较年初下降 0.02pct 至 1.28%，拨备覆盖率环比下降 1.8pct 至 297.8%。

投资要点

■ 盈利增速放缓但息差降幅收窄

公司 25Q1 营收同比增长 0.35%，增速较 24A 放缓 1.91pct；归母净利润同比增长 2.2%，增速较 24A 放缓 2.53pct，盈利增速小幅放缓。主要归因：息差拖累、减值计提增加。①息差拖累加剧。25Q1 息差环比下降 8bp 至 1.34%，同比降幅 10BP，较去年全年明显收窄。②减值计提加大。25Q1 减值损失同比增长 2.6%，较 24A 扩大 6.15pct。

■ 存贷增长稳健

25Q1 总资产同比增长 6.3%至 44.8 万亿元，增速较 24A 回落 2.1pct。其中存款同比增长 3.1%至 32 万亿元，贷款总额同比增长 9.7%至 26.2 万亿元。从增量来看，一季度新增贷款 1.28 万亿元，较去年同期多增 0.03 万亿元。

■ 息差环比企稳

25Q1 公司息差环比下降 8bp 至 1.34%，主要源于资产端收益率的降幅，大于负债端成本改善幅度。资负两端来看：25Q1 估算资产收益率环比下降 30BP 至 2.8%，受到贷款利率行业性下行，LPR 重定价影响。25Q1 估算负债成本率环比下降 20BP 至 1.6%，定期存款占比较 24 年年底上升 1.5pct 至 56.2%。

■ 非息收入增速回升

25Q1 非息收入同比+11.1%（较 24A 提高 5.6pct），主要由于其他非息增长韧性较强，投资收益、汇兑损益收入高增长，公允价值变动损益收入降幅较小。中收同比-3.5%，降幅较 2024 年收窄 2.1pct。25Q1 成本收入比同比+0.2pct 至 25.6%，维持较优水平。25Q1 公司有效税率降至 7.1%，同比下降 3.7pct。

■ 不良延续下行，资本保持优异

25Q1 不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.28%、298%，环比-2bp、-2pct，资产质量持续改善。公司一季度末核心一级资本充足率 11.23%，一级资本充足率 13.36%，资本充足率 17.79%。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2773、2921、3073 亿元，EPS 分别为 0.79、0.83、0.88 元，当前股价对应 PB 分别为 0.68、0.62、0.56 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济环境波动、息差压力上升、不良加速暴露。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	7,106	7,308	7,749	8,202
增长率(%)	2.3%	2.8%	6.0%	5.8%
归母净利润(亿元)	2,821	2,773	2,921	3,073
增长率(%)	4.7%	-1.7%	5.4%	5.2%
EPS(元)	0.81	0.79	0.83	0.88
股息率(%)	4.5%	4.4%	4.6%	4.9%
市盈率(P/E)	6.72	6.84	6.49	6.17
市净率(P/B)	0.73	0.68	0.62	0.56

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (亿元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	20,672	20,672	20,672	20,672	净利息收入	5,807	5,944	6,317	6,698
同业资产	24,733	24,733	24,733	24,733	手续费及佣金	756	733	711	690
贷款总额	249,062	272,723	297,268	322,536	其他收入	543	631	721	814
贷款减值准备	9,292	9,127	8,321	7,396	营业收入	7,106	7,308	7,749	8,202
贷款净额	239,770	263,596	288,947	315,140	税金及附加	-75	-73	-77	-82
证券投资	138,491	149,570	161,536	174,459	业务及管理费	-2,444	-2,518	-2,593	-2,671
其他资产	8,715	9,077	12,230	18,694	营业支出	-2,520	-2,591	-2,671	-2,753
资产合计	432,381	467,648	508,118	553,698	拨备前利润	4,586	4,717	5,079	5,449
同业负债	56,473	67,768	81,321	97,585	资产减值损失	-1,311	-1,520	-1,739	-1,966
存款余额	303,054	318,206	334,117	350,822	税前利润	3,192	3,111	3,249	3,389
应付债券	26,785	32,142	38,571	46,285	所得税费用	-365	-332	-321	-308
其他负债	6,624	7,286	8,015	8,816	税后利润	2,827	2,779	2,928	3,081
负债合计	303,054	318,206	334,117	350,822	少数股东损益	6	6	7	8
股东权益	30,973	32,926	35,843	38,912	归母净利润	2,821	2,773	2,921	3,073

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (元/股)					收入和规模增速				
每股净利润(元)	0.81	0.79	0.83	0.88	总资产	8.4%	8.2%	8.7%	9.0%
每股拨备前利润(元)	1.31	1.35	1.45	1.56	生息资产	8.0%	8.0%	7.8%	7.6%
每股净资产(元)	7.40	7.96	8.79	9.67	付息负债	8.3%	8.3%	8.6%	9.0%
每股总资产(元)	123.54	133.62	145.18	158.21	贷款余额	10.1%	9.5%	9.0%	8.5%
P/E	6.7	6.8	6.5	6.2	存款余额	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
P/PPOP	4.1	4.0	3.7	3.5	净利息收入	1.6%	2.4%	6.3%	6.0%
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	净手续费及佣金收入	-5.7%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
P/A	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	2.3%	2.8%	6.0%	5.8%
盈利能力					拨备前利润	1.4%	2.9%	7.7%	7.3%
生息资产收益率	3.12%	2.90%	2.88%	2.86%	归母净利润	4.7%	-1.7%	5.4%	5.2%
贷款收益率	3.41%	3.11%	3.01%	2.91%	资产质量				
付息负债成本率	1.85%	1.74%	1.74%	1.74%	不良贷款率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
存款成本率	1.63%	1.48%	1.44%	1.40%	拨备覆盖率	299.6%	251.2%	208.6%	170.8%
净息差	1.42%	1.32%	1.30%	1.28%	拨贷比	3.7%	3.3%	2.8%	2.3%
净利差	1.27%	1.16%	1.14%	1.12%	资本				
ROAA	0.68%	0.62%	0.60%	0.58%	资本充足率	18.2%	18.0%	17.8%	17.6%
ROAE	11.28%	10.31%	9.96%	9.51%	一级资本充足率	13.6%	13.7%	13.7%	13.7%
拨备前利润率	1.10%	1.05%	1.04%	1.03%	核心一级资本充足率	11.4%	11.6%	11.7%	11.9%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ 固定收益组介绍

罗云峰：华鑫证券研究所所长助理/固收&大类资产配置首席分析师。南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。曾先后就职于国家发展改革委系统和多家券商研究所，政学商逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。新财富最佳分析师、21 世纪金牌分析师、万得金牌分析师、亚洲本币债券最佳卖方从业人员、2020 年“远见杯”中国经济年度预测第一名。

黄海澜：7 年固定收益研究经验，从事固定收益和大类资产配置研究，万得金牌分析师，2023 年 5 月加入华鑫证券研究所。

杨斐然：3 年总量和固定收益研究经验，从事转债研究。上海交通大学学士，南洋理工大学硕士，2024 年 7 月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。