

公司研究 | 点评报告 | 招商银行（600036.SH）

利息&财富收入正增，存款成本改善 ——2025 年一季报点评

报告要点

招商银行 2025 年一季度营收同比增速-3.1%，归母净利润同比增速-2.1%，利息净收入增速+1.9%，非利息净收入增速 10.6%，其中中收下滑 2.5%，但财富管理手续费收入正增长 10.5% 是核心亮点。负债成本加速下行，Q1 存款付息率环比下降至 1.29%，低负债成本核心优势稳固。Q1 末不良贷款率环比回落 1BP 至 0.94%，拨备覆盖率环比下降 2pct 至 410%，Q1 母行不良新生成率 1.00%，较 2024 全年下降 5BP，主要对公不良生成明显回落。核心一级资本充足率保持行业最高，内生增长优势稳固，配置价值突出。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

招商银行 (600036.SH)

利息&财富收入正增，存款成本改善——2025 年一季报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

招商银行 2025 年一季度营收同比增速-3.1%，归母净利润同比增速-2.1%，利息净收入增速+1.9%。Q1 末不良贷款率环比回落 1BP 至 0.94%，拨备覆盖率环比下降 2pct 至 410%。

事件评论

- **业绩：利息净收入增速转正，中收压力明显改善。** Q1 利息净收入增速转正，一方面去年基数低，同时息差降幅好于预期。非利息净收入同比下降 10.6%，其中中收下滑 2.5%。利润方面，信用减值计提金额同比减少存，但成本收入比、所得税率同比略有上升。
- **规模：对公拉动规模增长，活期存款占比稳定。** Q1 贷款较期初增长 3.4%，主要靠对公、票据增长 6.5%、9.8%拉动。零售增长 0.4%，增速放缓受信用卡规模收缩影响，母行口径下信用卡贷款环比-3.3%，按揭、小微、消费贷保持正增长。存款较期初增长 2.5%，活期占比保持稳定，Q1 活期存款日均余额占比 50.5%，较 2024 全年上升 0.1pct。
- **息差：绝对水平仍有优势，负债成本加速下行。** Q1 净息差 1.91%，单季环比-3BP，较 2024 全年-7BP，降幅好于预期，息差绝对水平及相对降幅在大型银行中具备明显优势。Q1 贷款收益率 3.53%，环比-17BP，一方面反映重定价、新发放贷款利率走低影响，同时新增贷款中，相对高收益率的零售贷款占比下降。存款成本加速改善，Q1 存款付息率环比-11BP 至 1.29%，低负债成本的核心优势对长期维度息差优势形成支撑。
- **非息：财富管理手续费收入增速转正。** Q1 非利息净收入下滑 10.6%，其中中收下滑 2.5%，降幅明显收窄。财富管理收入经过三年调整后增速转正是核心亮点，Q1 财富管理手续费收入增长 10.5%，前期降费影响基本消除，其中代销理财、代销基金、代销信托收入得益于销售规模增加，分别同比增长 39%、28%、32%，不过代销保险收入受销量下降影响下滑 28%。由于资管、银行卡、清结算手续费收入同比下滑，导致中收仍有小幅下滑。投资收益等其他非息收入下滑 22.2%，主要受债市调整影响，公允价值变动损益负增长。
- **资产质量：不良率、不良生成回落，关注零售风险改善节奏。** Q1 末不良率回落，拨备覆盖率总体平稳。Q1 母行不良新生成率 1.00%，较 2024 全年下降 5BP，不良生成回落主要对公不良生成明显下降，Q1 对公不良生成金额 10 亿，同比减少 21 亿。Q1 末母行房地产对公不良率 4.79%，环比小幅回升 5BP，总体平稳。零售不良生成仍在上行，Q1 母行零售贷款不良新生成率 1.75%，较 2024 全年上升 15BP，信用卡、非信用卡不良生成分别上升 11BP、22BP 至 4.29%、0.85%，Q1 末按揭、小微、经营贷不良率环比均有所上升，预计今年上半年行业整体零售风险仍有压力，但零售客群优质，影响预计相对可控。
- **投资建议：内生增长核心优势稳固，配置价值突出。** 资本实力雄厚，没有再融资摊薄压力，Q1 末核心一级资本充足率环比稳定于 14.9%，保持行业最高，2024 年分红比例 35%，预计未来保持稳定。Q1 业绩下滑主要受投资收益拖累，利息净收入、财富管理收入核心业务收入正增长好于预期，预计全年利润和分红维持正增。目前 A/H 股 2025 年 PB 估值为 0.94x/0.91x，对应 2024 年股息率 4.9%/5.1%，持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示

1、经济下行压力加大，净息差继续收窄；2、资产质量波动，不良率明显上升。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	40.74
总股本(万股)	2,521,985
流通A股/B股(万股)	2,062,894/0
每股净资产(元)	42.26
近12月最高/最低价(元)	46.10/29.93

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

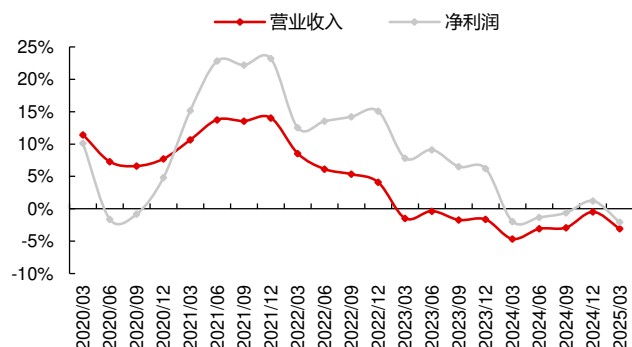
相关研究

- 《业绩增速逐季度上行，负债成本改善——2024 年年报点评》2025-03-26
- 《利润同比转正，单季增长 7.6%——2024 年业绩快报点评》2025-01-15
- 《单季利润同比转正，不良生成保持稳定——2024 年三季报点评》2024-10-31



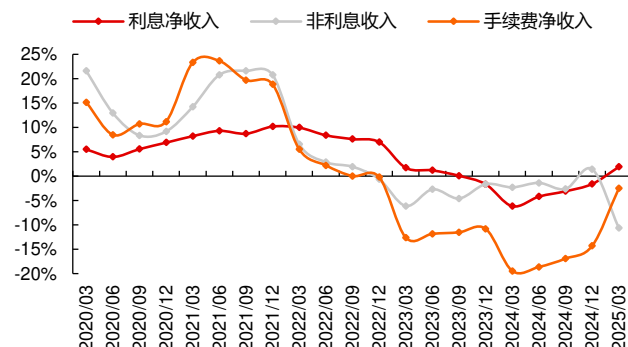
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：招商银行营收、净利润累计同比增速



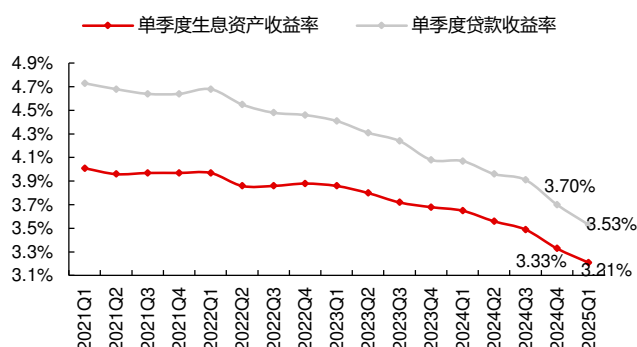
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：招商银行 2025Q1 年利息净收入增速转正



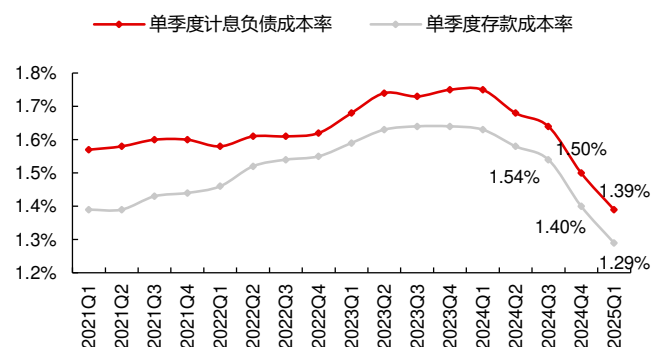
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：招商银行 2025Q1 资产及贷款收益率环比下降



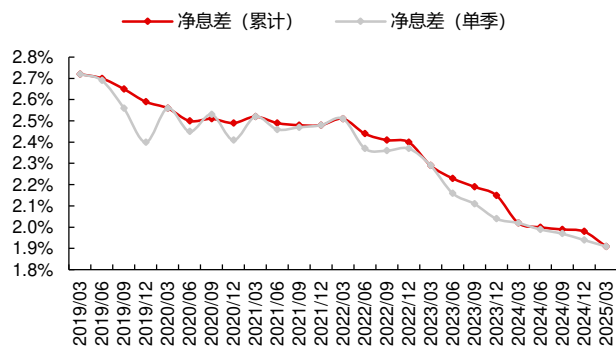
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：招商银行 2025Q1 负债及存款成本率环比下降



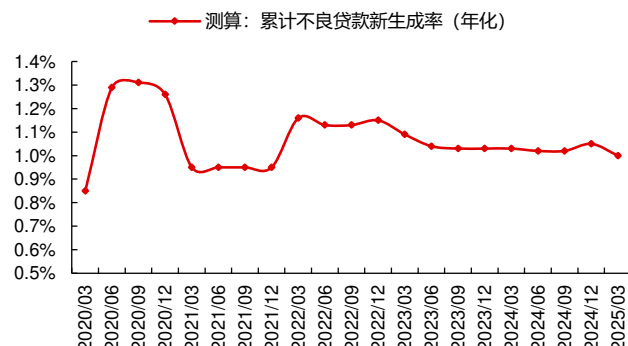
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 5：招商银行 2025Q1 净息差环比小幅下降



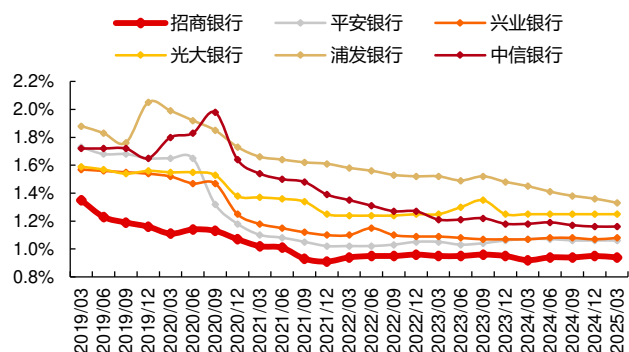
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：招商银行 2025Q1 不良新生成率较 2024 全年下降



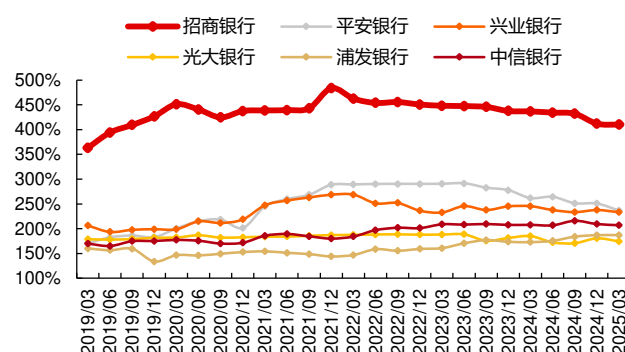
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 7：招商银行不良率继续保持低位



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 8：招商银行拨备覆盖率继续保持高位



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

风险提示

1、经济下行压力加大，净息差继续收窄。当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。假如未来经济下行压力加大，可能会开启新一轮的降息周期，而且银行可能会重新加大让利于实体的力度，导致银行业净息差继续收窄，影响营收和利润增速。

2、资产质量波动，不良率明显上升。房地产风险尚未出清，仍对银行业资产质量存在负面影响；另外，市场担心城投平台风险暴露。假如上述各领域风险集中爆发，将对银行业资产质量带来扰动，导致不良率明显上升，致使银行加大信用减值力度，影响利润增速。

财务报表及预测指标（单位：百万元）

合并资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	12,152,036	13,011,710	13,943,876	14,986,989	营业收入	337,488	340,566	351,295	369,947
现金	16,622	13,971	13,971	13,971	利息净收入	211,277	217,554	232,110	249,054
存放中央银行款项	557,443	613,103	661,473	713,699	手续费及佣金净收入	72,094	72,015	74,982	78,049
发放贷款和垫款	6,632,548	7,102,066	7,619,097	8,136,703	投资收益等其他业务收入	54,117	50,997	44,203	42,844
金融投资					营业支出	158,469	163,201	171,397	181,852
交易性金融资产	617,018	658,262	728,176	770,420	PPOP	219,838	222,665	229,918	242,527
债权投资	1,941,580	2,086,283	2,307,866	2,441,754	信用减值损失	39,976	45,301	50,020	54,432
其他债权投资	1,092,127	1,264,848	1,399,187	1,480,359	营业利润	179,019	177,364	179,897	188,095
其他权益工具投资	22,315	24,238	26,813	28,368	归属于本行股东净利润	148,391	149,932	152,072	158,998
存放同业款项	220,231	130,117	139,439	149,870					
拆出资金	408,955	390,351	418,316	449,610	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
买入返售金融资产	271,329	198,897	69,582	200,999	资产总额增速	10.2%	7.1%	7.2%	7.5%
贵金属	9,415	8,160	8,160	8,160	贷款总额增速	5.8%	7.0%	7.1%	6.8%
长期股权投资	31,015	33,201	35,579	38,241	负债总额增速	9.8%	7.4%	7.1%	7.5%
其他资产合计	331,438	488,215	516,219	554,836	存款总额增速	11.5%	8.7%	7.9%	7.9%
负债合计	10,918,561	11,726,694	12,563,383	13,505,799	营业收入增速	-0.5%	0.9%	3.2%	5.3%
向中央银行借款	189,934	260,234	278,878	224,805	利息净收入增速	-1.6%	3.0%	6.7%	7.3%
同业和其他金融机构存放款项	699,975	650,586	655,362	749,349	非利息净收入增速	1.4%	-2.5%	-3.1%	1.4%
拆入资金	235,376	247,222	264,934	284,753	成本收入比	31.9%	31.5%	31.5%	31.5%
交易性金融负债	67,461	65,059	69,719	74,935	归属于本行股东净利润增速	1.2%	1.0%	1.4%	4.6%
卖出回购金融资产	84,042	130,117	139,439	149,870	EPS	5.66	5.69	5.78	6.05
客户存款	9,195,329	9,975,862	10,762,907	11,612,678	BVPS	41.46	43.47	47.23	51.20
应付债券	222,921	169,152	139,439	149,870	ROE	14.49%	13.41%	12.75%	12.30%
其他负债	223,523	228,461	252,705	259,539	ROA	1.28%	1.19%	1.13%	1.10%
股东权益合计	1,233,475	1,285,017	1,380,494	1,481,190	净息差	1.98%	1.86%	1.85%	1.85%
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	不良贷款率	0.95%	0.94%	0.93%	0.93%
其他权益工具	180,446	180,446	180,446	180,446	拨备覆盖率	412%	407%	396%	395%
资本公积	65,429	65,429	65,429	65,429					
其他综合收益	43,257	26,173	26,173	26,173	估值	2024A	2025E	2026E	2027E
盈余公积	122,652	136,557	150,669	165,452	P/E（A 股）	7.19	7.15	7.05	6.73
一般风险准备	154,932	173,603	192,553	212,403	P/E（H 股）	6.96	6.92	6.82	6.51
未分配利润	634,078	669,290	731,088	796,502	P/B（A 股）	0.98	0.94	0.86	0.80
归属于本行股东的权益	1,226,014	1,276,718	1,371,578	1,471,625	P/B（H 股）	0.95	0.91	0.83	0.77
					股息率（A 股）	4.91%	4.94%	5.01%	5.25%
					股息率（H 股）	5.08%	5.11%	5.18%	5.43%

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所（注：估值基于 2025 年 4 月 30 日收盘价）

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。