

公司研究

营收增速中枢上移，财富管理细水长流

——招商银行（600036.SH/3968.HK）2026年一季报点评

A股：买入（维持）

当前价：38.50元

H股：增持（首次）

当前价：47.98港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：刘源

执业证书编号：S0930526040002

021-52523659

liuyuan17@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元)	9,709.64
一年最低/最高(元)	37.31/45.37
近3月换手率	37.5%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.6	-0.1	-29.3
绝对	-2.5	1.9	-1.9

资料来源：Wind

要点

事件：

招商银行公布2026年一季报，26Q1实现营业收入869.4亿元，归母净利润378.5亿元，同比分别增长3.8%、1.5%。26Q1年化ROE 13.48%，同比下降0.65pct，期末核心一级资本充足率14.13%，较年初微降3bp。

点评：

营收及归母净利润增速回升，财富管理收入可预测性增强。26Q1招商银行营收、PPOP、归母净利润分别同比增长3.8%、4.3%、1.5%，增速符合预期。生息资产规模增长、管理费用和所得税费下降是主要正向驱动，息差同比收窄、其他非息负增拖累营收，同时公司加大减值计提力度及时处置风险，压实资产质量。展望全年，预计营收增速或有回落，但利润增速有望保持平稳。

规模扩张保持韧性，零售信贷需求低迷下，依托对公及非信贷类资产补位。26Q1招商银行生息资产日均余额同比增长9.2%，增速较2025年提升1pct，其中贷款、证券投资、同业资产分别同比增长5.0%、16.4%、28.7%，贷款占生息资产的比例降至59%。从时点值看，26Q1末招商银行总资产增速持平于25Q4末为7.6%，贷款增速较25Q4下降0.6pct至4.8%。26Q1单季新增贷款2,063亿元、同比少增308亿元，其中：1)一般对公贷款新增2,244亿、同比多增385亿，票据贴现新增190亿、同比少增182亿。投向上（公司口径），制造业、广义基建、批发零售分别贡献了增量贷款的32.5%、31.5%、18%。2)零售贷款余额自2023年以来首次下降，较年初减少了372亿，住房按揭和信用卡贷款规模下降是主要拖累，消费贷和经营贷也同比少增，整体零售信贷需求仍较为低迷。负债端，26Q1末招商银行存款同比增速较2025年末下降1.3pct至6.9%，Q1新增存款1,231亿元、同比少增998亿元，主要是对公活期下降以及零售定期同比少增，考虑到26Q1存款日均余额同比增速较25Q4提升1.4pct至9.1%，前者或主因时点值波动，后者则部分体现存款搬家影响。

26Q1息差同比-8bp、环比-3bp至1.83%，下半年有望环比企稳。资产端，生息资产和贷款收益率分别环比25Q4下降8bp至2.84%、3.13%，接近2025年LPR降幅，已充分消化重定价影响。负债端，整体负债成本和存款付息率分别环比25Q4下降6bp至1.07%、0.99%，存款付息率同比下降30bp，预计全年通过到期重定价还有部分改善空间。同时，招商银行日均余额口径活期存款占比已开始回升，26Q1较2025A提升11bp至49.51%，叠加26Q2起同业定期存款定价自律加强，预计下半年息差有望环比企稳。

财富管理收入连续五个季度保持两位数增长，零售非存 AUM 增速较 2025 年提升 0.9pct 至 16.4%。26Q1 招商银行非息收入同比增长 1.8%，具体看：1) 手续费及佣金净收入同比增长 4.9%、贡献了营收的 23.8%，其中大财富管理收入同比增长 18.9%，贡献了手续费存量的 54.9%、增量的 154.9%。代理销售端，26Q1 财富管理收入同比增长 25.4%，其中代理基金、信托、贵金属收入同比高增 55.1%、42.7%、95.2%，持续受益于资本市场热度延续；代理理财收入增速放缓至 7.1%，或与 26Q1 理财规模下降有关；代理保险收入同比增长 16.7%，弹性略低于同业，或与收入确认规则有关。26Q1 末，招商银行零售 AUM 同比增速较 2025 年上升 0.3pct 至 14.7%，零售非存 AUM 同比增速较 2025 年上升 0.9pct 至 16.4%，客群优势进一步深化。此外，银行卡收入和结算与清算收入分别对应线下、线上交易，此消彼长，综合后 26Q1 同比负增 2.8%、降幅已显著收窄。2) 其他非息收入降幅收窄至-3.8%，主要得益于利率低位下公允价值变动损益扭亏为盈、同比多增 73 亿元。

资产质量基本平稳，对公保持优异水平，零售风险暴露略有反复，但尚在可控范围内。26Q1 末招商银行不良率持平于 0.94%，关注率、逾期率分别较年初+5bp、+4bp 至 1.48%、1.29%，单季不良生成率较 2025 年上升 5bp 至 1.08%。26Q1 对公不良生成率已降至 0.16%，但零售不良生成率增至 1.95%，其中信用卡不良生成率再度回升至 5%以上。26Q1 处置不良 172 亿元、年化不良处置率为 107.5%，在贷款减值计提同比增长 9.0%、信用成本上升 3bp 至 0.45%背景下，期末拨备覆盖率较年初下降 4pct 至 388%，拨贷比下降 5bp 至 3.63%，整体拨备计提仍较为充足，稳健可依。

盈利预测、估值与评级。招商银行坚定执行价值银行战略，巩固堡垒式风险合规管理体系，稳健经营韧性持续强化。2026 年受益于息差降幅收窄和财富管理收入长坡厚雪，营收增速中枢上移，估值空间也有望打开。考虑到零售信贷风险承压，小幅下调 2026-2028 年净利润增速预测为 2.0%、3.2%、4.0%（较前次预测分别-1.5pct、-1.5pct、-1.3pct），对应 2026-2028 年 BVPS 为 47.52、51.69、56.04 元/股，现价对应 2026 年 PB(A 股)估值为 0.81xe、PB(H 股)估值为 0.88xe，维持 A 股“买入”评级，首次覆盖 H 股给予“增持”评级。

风险提示：经济修复斜率或低于预期，零售信贷需求滞留底部；结构性风险暴露或超出预期，侵蚀存量拨备或拖累利润增速。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	337,488	337,532	348,445	362,039	377,513
营业收入增长率	-0.5%	0.0%	3.2%	3.9%	4.3%
归母净利润 (百万元)	148,391	150,181	153,201	158,125	164,512
归母净利润增长率	1.2%	1.2%	2.0%	3.2%	4.0%
EPS (元)	5.88	5.95	6.07	6.27	6.52
BVPS (元)	41.46	43.43	47.52	51.69	56.04
ROE	14.49%	13.44%	12.89%	12.22%	11.72%
P/E (A)	6.54	6.47	6.34	6.14	5.90
P/B (A)	0.93	0.89	0.81	0.74	0.69
P/B (H)	1.01	0.97	0.88	0.81	0.75

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-4-29，P/B(H)换算汇率为 HKD/CNY=0.88。

港股相对估值：

招商银行是国内规模最大的股份行，也是零售型银行龙头，先发优势突出，并持续创新迭代，已建成零售闭环生态圈。2026Q1 末公司零售客户数达 2.27 亿户，奠基存量经营时代高起点。财富管理业务无论是平台、产品，还是投顾服务均领跑行业，26Q1 末管理零售 AUM 17.86 万亿元、零售非存 AUM 13.27 万亿元，不仅贡献了丰厚的中收，还使客户保持高度黏性留在招行生态体系内不断正向循环、巩固护城河。招商银行零售占优又不仅限于零售，通过公私联动、科技支持、灵活经营等将优势向对公和同业条线延展，已构筑一张堡垒式资产负债表，体现为更低的负债成本、韧性更强的息差水平、更高的中收占比和更稳健的资产质量，最终实现长期优于行业的 ROE、ROA，可持续的资本内生能力和较高的分红率。

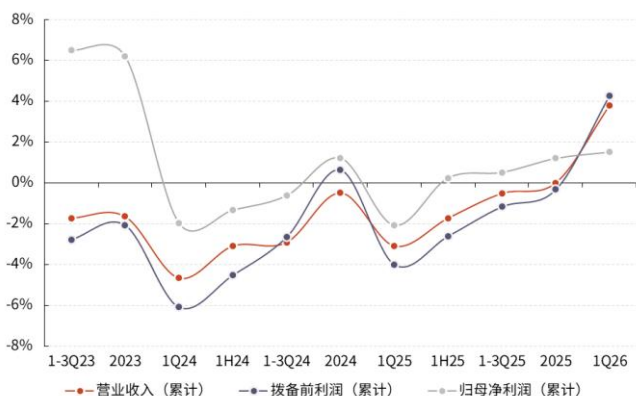
我们选取汇丰控股（全球经营，近年来聚焦亚洲和财富管理业务）、渣打集团（全球经营综合化银行，聚焦大型跨国企业及金融机构，近年来通过分红、回购持续强化股东回报）、中银香港（深耕中国香港、布局东南亚的国资背景银行，业务聚焦跨境对公和财富管理两大主线）作为可比公司，招商银行 H 股 2026 年 PB 估值低于可比公司平均水平，但考虑到国内零售信贷需求低迷、资产质量阶段性承压，或负向拖累短期业绩表现，在估值上应有所折价，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：港股可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿HKD)	收盘价(HKD)	归母净利润(亿HKD)				PB			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
0005.HK	汇丰控股	24,229	141.00	1,734	2,131	2,327	2,450	1.57	1.54	1.48	1.36
2888.HK	渣打集团	4,164	187.20	396	440	499	572	1.19	1.00	0.90	0.78
2388.HK	中银香港	4,660	44.08	401	409	435	488	1.30	1.26	1.20	1.11
	可比公司均值							1.35	1.27	1.19	1.08
3968.HK	招商银行	12,100	47.98	1,663	1,750	1,806	1,879	0.94	0.88	0.81	0.75

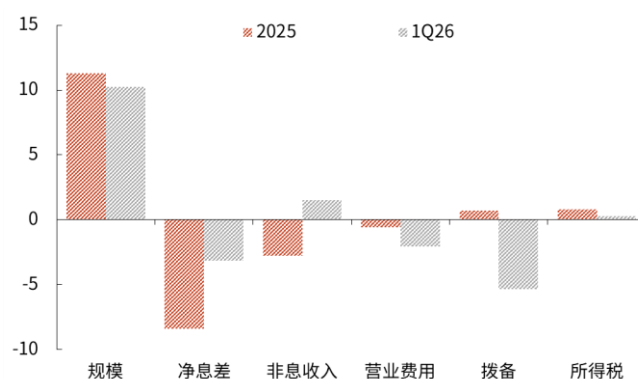
资料来源：wind，光大证券研究所。数据说明：1) 可比公司盈利预测采用 wind 一致预测均值，招商银行为光大证券研究所预测；2) 表中股价和相关币种换算汇率适用时间为 2026-4-29，2025 年估值为 PB(MRQ)，HKD/CNY=0.88，USD/HKD=7.84。

图 1：招商银行营收及盈利累计增速



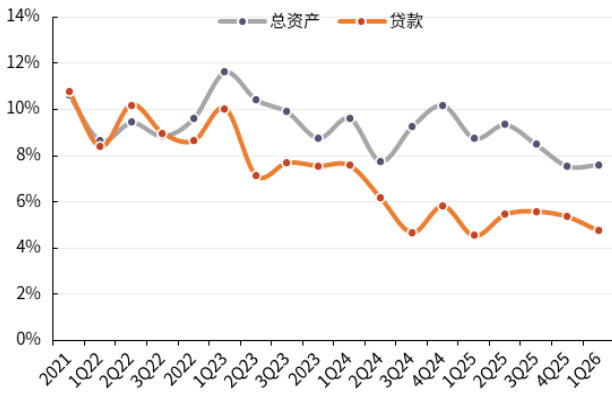
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：招商银行业绩同比增速拆分 (%)



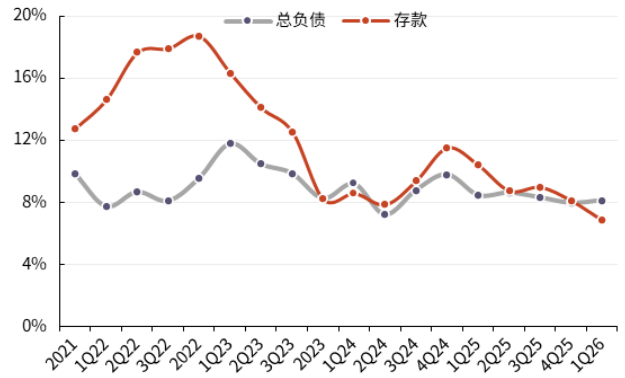
资料来源：公司财报，光大证券研究所；单位：%

图 3: 招商银行总资产及贷款增速



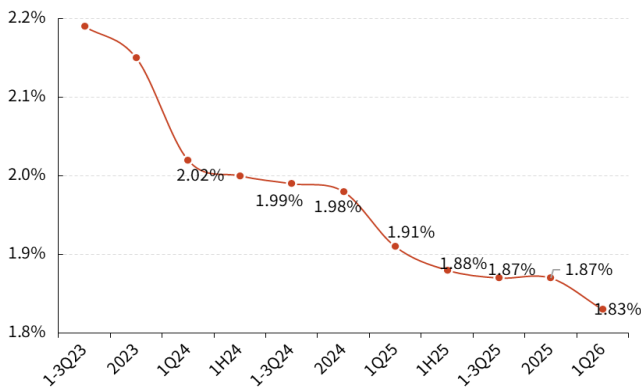
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 招商银行总负债及存款增速



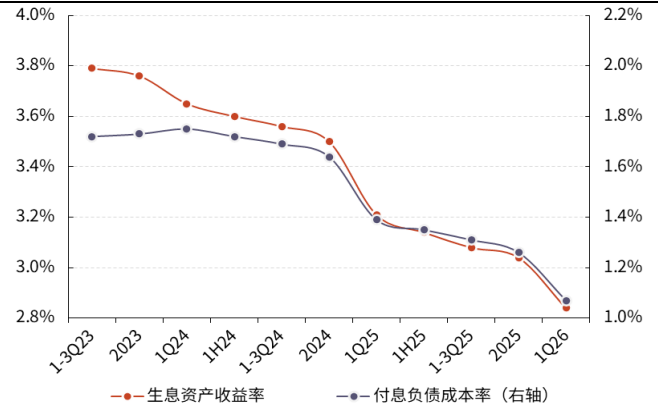
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 招商银行净息差走势



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 6: 招商银行生息资产收益率及付息负债成本率



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 3: 招商银行资产质量主要指标

	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	2025	1Q26
不良贷款率	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	0.93%	0.94%	0.94%	0.94%
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.03)	0.02	0.00	0.01	(0.01)	(0.01)	0.01	0.00	(0.00)
(关注+不良)/贷款总额	2.04%	2.06%	2.17%	2.24%	2.25%	2.30%	2.36%	2.37%	2.37%	2.41%
较上季变动 (pct)	0.07	0.02	0.11	0.07	0.00	0.06	0.06	0.01	(0.00)	0.04
逾期90天以上贷款/不良贷款	74.4%	78.7%	78.4%	79.4%	75.7%	78.1%	78.4%	81.3%	76.4%	78.7%
较上季变动 (pct)	(4.3)	4.3	(0.3)	0.9	(3.7)	2.5	0.2	2.9	(4.9)	2.4
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.70%	0.72%	0.74%	0.75%	0.72%	0.73%	0.73%	0.76%	0.72%	0.74%
较上季变动 (pct)	(0.05)	0.02	0.01	0.01	(0.03)	0.01	(0.00)	0.03	(0.05)	0.02
拨备覆盖率	437.7%	436.8%	434.4%	432.2%	412.0%	410.0%	410.9%	405.9%	391.8%	387.8%
较上季变动 (pct)	(8.2)	(0.9)	(2.4)	(2.3)	(20.2)	(1.9)	0.9	(5.0)	(14.1)	(4.0)
拨贷比	4.14%	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	3.83%	3.84%	3.68%	3.63%
较上季变动 (pct)	(0.13)	(0.13)	0.07	(0.02)	(0.14)	(0.08)	(0.01)	0.01	(0.16)	(0.05)

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	337,488	337,532	348,445	362,039	377,513
净利息收入	211,277	215,593	224,272	235,184	245,153
非息收入	126,211	121,939	124,173	126,856	132,361
净手续费及佣金收入	72,094	75,258	80,526	84,955	89,203
净其他非息收入	54,117	46,681	43,647	41,901	43,158
营业支出	158,469	158,280	165,742	173,473	181,341
拨备前利润	219,471	218,768	226,230	235,067	245,125
信用及其他减值损失	40,819	39,775	43,786	46,759	49,211
税前利润	178,652	178,993	182,444	188,307	195,913
所得税	29,093	27,867	28,279	29,188	30,367
净利润	149,559	151,126	154,165	159,120	165,547
归属母公司净利润	148,391	150,181	153,201	158,125	164,512

盈利能力(测算值)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生息资产收益率	3.43%	2.97%	2.77%	2.68%	2.60%
贷款收益率	3.89%	3.30%	3.11%	3.05%	2.95%
付息负债成本率	1.62%	1.24%	1.08%	1.02%	0.96%
存款成本率	1.52%	1.14%	1.00%	0.95%	0.90%
净息差	1.94%	1.82%	1.77%	1.74%	1.71%
净利差	1.82%	1.73%	1.69%	1.67%	1.64%
RORWA	2.22%	2.10%	1.97%	1.90%	1.86%
ROAA	1.29%	1.20%	1.14%	1.10%	1.08%
ROAE	14.49%	13.44%	12.89%	12.22%	11.72%

资产质量	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
不良贷款率	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
拨备覆盖率	412.0%	391.8%	378.1%	373.1%	374.3%
拨贷比	3.92%	3.68%	3.56%	3.49%	3.52%

资本	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
资本充足率	19.05%	18.24%	18.29%	18.38%	18.51%
一级资本充足率	17.48%	16.51%	16.64%	16.79%	16.97%
核心一级资本充足率	14.86%	14.16%	14.45%	14.74%	15.04%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2026-4-29

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	12,152,036	13,070,523	13,958,408	14,906,559	15,858,796
发放贷款和垫款	6,888,315	7,258,058	7,584,671	8,001,827	8,401,919
同业资产	1,457,958	1,526,753	1,726,254	1,901,511	2,066,042
金融投资	3,056,022	3,487,325	3,783,748	4,029,691	4,311,770
生息资产合计	11,402,295	12,272,136	13,094,672	13,933,029	14,779,731
总负债	10,918,561	11,789,624	12,573,543	13,415,537	14,256,883
吸收存款	9,096,587	9,836,130	10,524,659	11,261,385	11,993,375
市场类负债	1,445,026	1,523,627	1,603,210	1,678,004	1,756,578
付息负债合计	10,541,613	11,359,757	12,127,869	12,939,389	13,749,953
股东权益	1,233,475	1,280,899	1,384,865	1,491,022	1,601,912
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	1,226,014	1,272,875	1,375,877	1,481,039	1,590,894

业绩规模与增长	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	10.2%	7.6%	6.8%	6.8%	6.4%
生息资产	9.6%	7.6%	6.7%	6.4%	6.1%
付息负债	9.6%	7.8%	6.8%	6.7%	6.3%
贷款余额	5.8%	5.4%	4.5%	5.5%	5.0%
存款余额	11.5%	8.1%	7.0%	7.0%	6.5%
净利息收入	-1.6%	2.0%	4.0%	4.9%	4.2%
净手续费及佣金收入	-14.3%	4.4%	7.0%	5.5%	5.0%
营业收入	-0.5%	0.0%	3.2%	3.9%	4.3%
拨备前利润	0.6%	-0.3%	3.4%	3.9%	4.3%
归母净利润	1.2%	1.2%	2.0%	3.2%	4.0%

每股盈利及估值(A)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS (元)	5.88	5.95	6.07	6.27	6.52
PPOPPS (元)	8.70	8.67	8.97	9.32	9.72
BVPS (元)	41.46	43.43	47.52	51.69	56.04
DPS (元)	2.00	2.02	2.05	2.12	2.21
P/E	6.50	6.43	6.30	6.10	5.87
P/PPOP	4.40	4.41	4.27	4.11	3.94
P/B	0.92	0.88	0.81	0.74	0.68

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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼