

银行

2025 年 04 月 30 日

招商银行 (600036)

——非息拖累营收，高拨备优势稳固

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 29 日

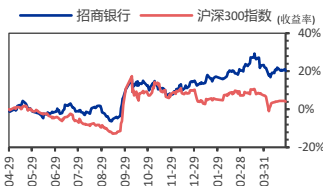
收盘价 (元) 42.00
一年内最高/最低 (元) 46.10/29.93
市净率 1.0
股息率 (分红/股价) 4.70
流通 A 股市值 (百万元) 866,416
上证指数/深证成指 3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 42.26
资产负债率% 89.99
总股本/流通 A 股(百万) 25,220/20,629
流通 B 股/H 股 (百万) -/4,591

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230123070008
liyh2@swsresearch.com

联系人

冯思远
(8621)23297818×
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：招商银行披露 2025 年一季报，1Q25 实现营收 838 亿元，同比下滑 3.1%，实现归母净利润 373 亿元，同比下滑 2.1%。1Q25 不良率季度环比下降 2bps 至 0.94%，拨备覆盖率季度环比下降 2pct 至 410%。

- **预期内的非息基数压力拖累营收，相对积极的是利息净收入延续正增，拨备小幅反哺下利润降幅小于营收：**1Q25 招商银行营收同比下滑 3.1%（2024 年为下滑 0.5%），归母净利润同比下滑 2.1%（2024 年为增长 1.2%）。从驱动因子来看，① **投资相关其他非息预期内下滑，中收依然承压，非息收入下行拖累营收负增。**1Q25 非息收入下滑 10.6%，拖累营收增速 4.2pct，其中其他非息下滑 22%，拖累 3.6pct，中收下滑 2.5%，拖累 0.6pct。② **得益于息差降幅收敛，利息净收入延续正增。**去年四季度单季利息净收入增速转正，1Q25 延续同比正增 1.9%，贡献营收增速 1.2pct，其中规模增长贡献 4.5pct，息差收窄拖累 3.3pct（2024 年为拖累 5.1pct）。③ **非信贷拨备转回部分弥补利润下行压力，拨备反哺利润增速 1.9pct，其中贷款拨备同比多提拖累 1.1pct，受益金融投资资产清收带来拨备转回，非信贷拨备反哺利润增速 3pct。**
- **一季报关注点：① 零售投放再度趋缓，依托客群优势更为审慎地投放将是现阶段重点，对公多元发力支撑信贷稳增。**1Q25 对公增量超 1700 亿，同比基本持平，主要投向制造业、批零、基建类、信息技术服务等行业。零售客户数延续平稳增长，但 1Q25 零售贷款则同比少增近 500 亿，结构上小微投放趋缓、信用卡大幅压降，新增投放向按揭和自营消费贷侧重。② **存款成本表现超预期，支撑息差仅环比微降。**1Q25 息差季度环比下降 3bps 至 1.91%，其中存款成本环比下降 11bps 至仅 1.29%。③ **零售不良生成延续高位，而对公端已“无忧”。**1Q25 年化不良生成率约 1%，其中对公不良生成率仅 0.15%，零售（不含信用卡）/信用卡不良生成分别 0.85%/4.29%。
- **对公多点发力支撑信贷增长，零售投放则再度趋缓、更侧重于结构调优：**母行口径 1Q25 招商银行贷款同比增长 5.2%（4Q24 为 6.2%），单季新增贷款约 2200 亿，同比少增约 460 亿，主要拖累来自零售端。1Q25 零售新增 127 亿，同比少增约 480 亿，其中小微投放趋缓（单季新增 64 亿，同比少增超 360 亿）、消费类向更低风险的自营消费贷调整（信用卡压降超 310 亿，自营消费贷则增长达 240 亿），同时按揭平稳增长约 140 亿。对公端则多点开花，单季新增超 1700 亿，同比基本持平，结构上租赁商服和基建类、制造业、信息科技、批零等合计贡献超 8 成，分别新增 713 亿、434 亿、219 亿和 158 亿。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	339,123.00	337,488.00	338,016.55	347,569.06	363,616.63
营业总收入同比增长率 (%)	(1.64)	(0.48)	0.16	2.83	4.62
资产减值损失 (百万元)	41,469.00	40,819.00	41,258.18	47,576.94	51,462.52
资产减值损失同比增长率 (%)	(27.96)	(1.57)	1.08	15.32	8.17
归母净利润 (百万元)	146,602.00	148,391.00	149,691.54	154,159.17	162,431.24
归母净利润同比增长率 (%)	6.22	1.22	0.88	2.98	5.37
每股收益 (元/股)	5.63	5.66	5.71	5.89	6.22
ROE (%)	16.22	14.49	13.19	12.48	12.09
不良贷款率 (%)	0.95	0.95	0.94	0.94	0.95
拨备覆盖率 (%)	437.70	411.98	402.09	400.92	400.85
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	1.14	1.01	0.93	0.85	0.78

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- **存款成本低位下行表现突出，支撑息差环比仅微降：**1Q25 招商银行息差 1.91%，继续位居国股行前列，同时季度环比仅微降 3bps。从资产负债两端来看，资产收益率延续下行，主要源自降息和存量按揭利率调降等影响逐步显现，1Q25 生息资产收益率 3.21%，季度环比下降 12bps，其中贷款利率 3.53%，季度环比下降 18bps。负债成本低位再降凸显存款优势，1Q25 付息负债成本率 1.39%，季度环比下降 11bps，其中存款成本仅 1.29%，季度环比下降 11bps。
- **零售不良生成维持高位、对公端则已“无忧”，下阶段聚焦零售风险化解：**母行口径 1Q25 招商银行不良率 0.92%，季度环比下降 1bp，其中对公不良率下降 5bps 至 0.95%，零售不良率上升 3bps 至 1.01%。从不良生成情况来看，1Q25 不良生成率 1%，与 2024 年基本持平，其中对公不良生成率仅 0.15%（2024 年为 0.46%），零售（不含信用卡）、信用卡不良生成率分别 0.85% 和 4.29%（2024 年分别约 0.64% 和 4.18%）。分行业不良率来看，1Q25 对公不良率 0.95%，季度环比下降 5bps，其中房地产不良率高位微升 5bps 至 4.79%，其他各行业均呈现不良率下行趋势。零售不良率 1.01%，季度环比上升 3bps，其中信用卡不良率持平 1.75%，消费贷、小微、按揭不良率分别上升 10bps、4bps、4bps 至 1.14%、0.83%、0.52%。从风险抵补能力来看，1Q25 招商银行拨备覆盖率 410%，季度环比微降 2pct，仍维持较高水平。
- **投资分析意见：一季报招行继续凸显低成本带来的息差优势，以及对公及零售客群基础赋予的更灵活的信贷摆布空间。消化非息阶段性影响后，利息净收入改善决定招行有望更早实现营收企稳回暖，看好 2025 年招行业绩稳步修复，维持“买入”评级。**基于审慎考虑下调 2025-2027 年盈利增速预测，调低非息收入、上调信用成本，预计 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为 0.9%、3%、5.4%（原预测分别为 3.3%、5.2%、9.6%），当前股价对应 2025 年 PB 为 0.93 倍，股息率 4.76%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；零售等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 1：非息收入拖累营收，相对积极的是利息净收入延续改善；非信贷拨备反哺支撑利润降幅好于营收

招商银行	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25
营业收入同比增长	7.7%	14.0%	4.1%	-1.6%	-4.7%	-3.1%	-2.9%	-0.5%	-3.1%
利息净收入贡献	4.4%	6.5%	4.3%	-1.0%	-3.8%	-2.5%	-1.9%	-1.0%	1.2%
其中：平均生息资产规模贡献	6.9%	6.6%	6.3%	5.6%	3.7%	3.7%	3.7%	4.1%	4.5%
其中：息差变动贡献	-2.5%	-0.1%	-1.9%	-6.7%	-7.4%	-6.2%	-5.6%	-5.1%	-3.3%
手续费净收入贡献	3.0%	5.2%	-0.1%	-2.9%	-5.4%	-4.9%	-4.4%	-3.5%	-0.6%
其他净收益贡献	0.3%	2.4%	-0.2%	2.3%	4.5%	4.4%	3.4%	4.1%	-3.6%
营业支出贡献（成本收入比）	-2.4%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-1.4%	-1.4%	0.3%	1.3%	-0.9%
拨备贡献利润	-0.6%	6.6%	7.6%	9.0%	2.5%	3.2%	1.8%	0.5%	1.9%
信贷拨备贡献利润	5.7%	11.6%	-1.6%	0.8%	4.2%	1.3%	2.7%	1.6%	-1.1%
非信贷拨备贡献利润	-6.3%	-5.1%	9.2%	8.2%	-1.8%	1.9%	-0.9%	-1.1%	3.0%
营业外收支贡献	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
实际税率等变化贡献	0.3%	2.3%	3.8%	-0.7%	1.6%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.3%
少数股东权益贡献	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
归母净利润同比增长	4.8%	23.2%	15.1%	6.2%	-2.0%	-1.3%	-0.6%	1.2%	-2.1%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：零售投放放缓侧重结构调优，对公端则多点开花支撑总体信贷稳增

增量 (亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
小微	302	177	176	36	487	310	260	145	427	136	73	105	64
按揭	97	41	51	(36)	(148)	42	(101)	176	(149)	13	80	325	140
信用卡	(165)	307	370	(71)	(25)	238	140	160	(192)	27	76	208	(311)
消费贷	151	128	129	55	452	249	257	34	529	233	136	48	240
其他	(24)	(12)	(12)	(12)	(13)	(8)	(9)	(9)	(10)	(9)	(6)	(7)	(6)
零售贷款	360	641	714	(27)	754	831	547	507	606	400	359	679	127
制造业	187	248	241	562	649	155	(29)	338	463	(218)	319	301	434
批零	97	88	(82)	226	163	(110)	(38)	167	177	(64)	14	173	158
房地产	93	(101)	(82)	(133)	16	(203)	(155)	(88)	202	(70)	(97)	(78)	9
租赁及商业服务业	39	(4)	(116)	(70)	111	71	51	(9)	82	66	(85)	93	154
基建类	186	90	18	218	451	(47)	(63)	272	572	90	(39)	231	559
其他对公	160	319	(131)	96	287	184	42	31	295	57	36	171	451
公司贷款	762	640	(151)	899	1,676	49	(191)	711	1,790	(140)	148	890	1,765
票据贴现	591	450	75	(259)	94	(777)	750	(494)	275	(638)	(245)	(309)	316
总贷款	1,703	1,731	638	613	2,524	103	1,105	724	2,671	(379)	261	1,260	2,208
同比增速	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售贷款	8.1%	7.7%	7.1%	5.7%	7.0%	7.5%	6.8%	8.5%	7.8%	6.3%	5.6%	6.1%	4.6%
公司贷款	3.7%	11.4%	10.5%	11.4%	15.6%	12.2%	12.1%	10.7%	10.4%	9.6%	11.1%	11.6%	10.6%
票据贴现	47.2%	26.8%	18.2%	20.0%	7.4%	-16.3%	-3.6%	-8.3%	-4.7%	-2.4%	-21.2%	-19.5%	-17.6%
总贷款	9.0%	10.6%	9.3%	8.9%	10.2%	6.9%	7.7%	7.8%	7.7%	6.9%	5.4%	6.2%	5.2%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：负债成本低位下降驱动息差环比微降

招商银行-季度收益率/成本率	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
净息差	2.29%	2.16%	2.11%	2.04%	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%
生息资产收益率									
总贷款	4.41%	4.31%	4.24%	4.08%	4.07%	3.96%	3.91%	3.70%	3.53%
投资	3.27%	3.22%	3.18%	3.21%	3.17%	3.12%	3.06%	2.99%	2.93%
存放央行	1.65%	1.67%	1.72%	1.75%	1.70%	1.67%	1.70%	1.61%	1.66%
同业资产	2.75%	2.85%	2.37%	3.23%	3.09%	2.92%	2.66%	2.62%	2.53%
生息资产	3.86%	3.80%	3.72%	3.68%	3.65%	3.56%	3.49%	3.33%	3.21%
付息负债成本率									
总存款	1.59%	1.63%	1.64%	1.64%	1.63%	1.58%	1.54%	1.40%	1.29%
同业负债	1.97%	2.16%	1.99%	2.24%	2.26%	2.15%	2.04%	1.87%	1.76%
应付债券	3.07%	3.12%	3.35%	3.45%	3.19%	2.90%	3.03%	3.05%	3.08%
央行借款	2.12%	2.18%	2.16%	2.15%	2.18%	2.17%	2.17%	1.99%	1.82%
其他	4.11%	3.69%	3.57%	3.73%	3.81%	3.72%	3.50%	3.20%	3.65%
付息负债	1.68%	1.74%	1.73%	1.75%	1.75%	1.68%	1.64%	1.50%	1.39%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：1Q25 零售不良生成维持高位，对公端则已“无忧”，下阶段关注零售风险消化节奏

母行口径	不良贷款余额 (亿元)						不良率 (%)					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ
公司贷款	272	268	264	261	264	1.1%	1.09	1.08	1.05	1.01	0.95	-5 bps
制造业	28		28	32	33	-	0.47	-	0.46	0.50	0.48	-2 bps
房地产	150	145	141	136	138	1.3%	4.82	4.78	4.80	4.74	4.79	5 bps
批发零售	14		14	24	25	1.8%	0.66	-	0.68	1.09	1.03	-5 bps
租赁及商务服务	15		9	7	7	0.4%	0.85	-	0.50	0.40	0.37	-3 bps
交运仓储	13		13	11	11	0.8%	0.29	-	0.29	0.23	0.23	-1 bps
建筑业	8		14	13	14	2.5%	0.60	-	1.13	1.26	1.08	-18 bps
电力、燃气及热力	4		5	4	3	-13.1%	0.17	-	0.20	0.14	0.11	-3 bps
公用事业	1		1	1	0	-9.6%	0.22	-	0.36	0.16	0.14	-2 bps
采掘业	6		6	6	5	-4.7%	1.20	-	1.13	1.09	0.94	-15 bps
其他	33		32	28	28	1.1%	1.11	-	1.06	0.87	0.78	-9 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	311	319	329	350	361	3.3%	0.91	0.92	0.94	0.98	1.01	3 bps
小微	48	51	53	65	69	6.0%	0.60	0.63	0.65	0.79	0.83	4 bps
按揭	52	54	63	68	74	9.4%	0.38	0.40	0.46	0.48	0.52	4 bps
信用卡	163	164	164	166	160	-3.1%	1.78	1.78	1.77	1.75	1.75	0 bps
消费贷	37	39	39	41	48	15.9%	1.03	1.04	0.99	1.04	1.14	10 bps
其他	11	11	11	10	10	-2.0%	12.96	14.07	15.02	15.83	17.15	132 bps
总贷款	583	587	593	611	626	2.4%	0.91	0.92	0.92	0.93	0.92	-1 bps
母行口径	关注贷款余额 (亿元)						关注率 (%)					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ
公司贷款	201	209	213	186	226	21.7%	0.81	0.84	0.85	0.72	0.82	10 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	515	547	600	639	673	5.3%	1.50	1.58	1.71	1.79	1.87	9 bps
小微	29	34	39	40	44	8.2%	0.36	0.43	0.49	0.49	0.53	4 bps
按揭	144	158	175	179	189	5.3%	1.06	1.16	1.27	1.28	1.33	5 bps
信用卡	323	335	363	396	414	4.7%	3.53	3.64	3.91	4.17	4.52	35 bps
消费贷	18	20	23	23	25	9.8%	0.52	0.54	0.58	0.58	0.60	2 bps
其他	0	0	0	0	0	-31.1%	0.54	0.62	0.62	0.70	0.54	-17 bps
总贷款	717	756	813	825	899	8.9%	1.11	1.18	1.27	1.26	1.33	7 bps
母行口径	逾期贷款余额 (亿元)						逾期率 (%)					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ
公司贷款	263	296	247	244	308	26.4%	1.05	1.19	0.99	0.94	1.11	17 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
零售贷款	519	558	601	623	617	-1.0%	1.51	1.61	1.71	1.74	1.72	-2 bps
小微	56	63	69	80	80	0.0%	0.71	0.78	0.84	0.97	0.97	-1 bps
按揭	82	94	112	114	114	0.0%	0.60	0.69	0.81	0.81	0.80	-1 bps
信用卡	324	339	358	419	367	-12.4%	3.53	3.69	3.86	4.42	4.00	-42 bps
消费贷	46	50	51	52	52	0.0%	1.30	1.33	1.31	1.31	1.24	-7 bps
其他	11	11	11	10	10	0.0%	12.94	14.25	15.26	16.20	17.91	171 bps
总贷款	736	854	847	867	867	0.0%	1.14	1.33	1.32	1.32	1.28	-4 bps
不良生成-累计、年化	1Q23				1Q24				1Q25			
	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25	9M25	2025
总贷款	1.10%	1.04%	1.03%	1.03%	1.03%	1.02%	1.02%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
对公	0.56%	0.52%	0.56%	0.59%	0.51%	0.46%	0.43%	0.46%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
零售 (不含信用卡)	0.44%	0.38%	0.38%	0.39%	0.52%	0.52%	0.57%	0.64%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
信用卡	4.75%	4.57%	4.39%	4.25%	4.31%	4.32%	4.26%	4.18%	4.29%	4.29%	4.29%	4.29%
不良生成-当季、年化	1Q23				1Q24				1Q25			
	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
总贷款	1.10%	0.97%	0.99%	1.01%	1.03%	0.98%	1.01%	1.14%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
对公	0.56%	0.46%	0.62%	0.69%	0.51%	0.39%	0.36%	0.55%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
零售 (不含信用卡)	0.44%	0.33%	0.37%	0.43%	0.52%	0.51%	0.67%	0.83%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
信用卡	4.75%	4.46%	4.06%	3.88%	4.31%	4.38%	4.21%	4.11%	4.29%	4.29%	4.29%	4.29%
招商银行-母行口径-亿元												
房地产广义口径风险业务余额												
	4,632	4,361	4,147	3,990	4,173	4,041	3,879	3,741	3,709	3,709	3,709	3,709
其中：境内公司贷款余额	3,353	3,150	2,995	2,907	3,109	3,039	2,942	2,864	2,873	2,873	2,873	2,873
占贷款和垫款总额比例	5.61%	5.26%	4.92%	4.71%	4.83%	4.75%	4.58%	4.37%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
不良贷款率	4.55%	5.45%	5.31%	5.01%	4.82%	4.78%	4.80%	4.74%	4.79%	4.79%	4.79%	4.79%
理财等不承担信用风险的业务余额												
	2,738	2,475	2,569	2,494	2,446	2,418	2,339	2,229	2,873	2,873	2,873	2,873
表内总资产	105,088	107,398	106,680	110,285	115,202	115,748	116,548	121,520	125,298	125,298	125,298	125,298
房地产广义风险敞口占表内总资产	4.4%	4.1%	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：短期来看，中收依然面临压力，财富管理类中收则在低基数下有所回暖

亿元	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25
营业收入	906	1,785	2,603	3,391	864	1,729	2,527	3,375	838
非利息净收入	352	695	980	1,245	344	685	954	1,262	308
净手续费及佣金收入	251	471	670	841	202	383	557	721	197
财富管理手续费及佣金收入	91	169	240	285	61	114	174	220	68
代理基金收入	15.2	28.6	40.8	51.8	10.3	21.3	30.0	41.7	13.1
代理理财收入	13.5	25.9	40.3	54.2	17.0	36.4	59.4	78.6	23.7
代理信托计划收入	8.6	17.0	25.0	32.1	5.8	10.6	17.2	21.3	7.7
代理保险收入	50.8	92.6	126.1	135.9	25.2	39.5	57.3	64.3	18.3
代理证券交易收入	2.2	3.7	5.8	7.3	2.3	4.9	7.7	11.1	4.2
托管费收入	14	29	41	53	12	25	37	49	13
资产管理手续费及佣金收入	33	60	87	115	31	59	81	108	26
同口径同比	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25
营业收入	-1.5%	-0.4%	-1.7%	-1.6%	-4.7%	-3.1%	-2.9%	-0.5%	-3.1%
非利息净收入	-6.1%	-2.7%	-4.6%	-1.7%	-2.3%	-1.4%	-2.6%	-1.4%	-10.6%
净手续费及佣金收入	-12.6%	-11.8%	-15.5%	-0.8%	-19.4%	-18.6%	-16.9%	-14.3%	-2.5%
财富管理手续费及佣金收入	-13.3%	-10.2%	-16.0%	-7.9%	-32.6%	-32.5%	-27.6%	-22.7%	-10.5%
代理基金收入	-11.8%	-17.8%	-22.8%	-21.5%	-32.7%	-25.4%	-26.5%	-19.6%	27.7%
代理理财收入	-23.5%	-25.9%	-24.3%	-18.4%	25.8%	40.4%	47.4%	44.8%	39.5%
代理信托计划收入	-29.8%	-25.5%	-22.1%	-19.4%	-32.5%	-37.5%	-31.4%	-33.7%	32.5%
代理保险收入	-7.2%	3.1%	16.9%	9.3%	-50.3%	-57.3%	-54.6%	-52.7%	-27.7%
代理证券交易收入	-8.9%	-20.1%	-20.1%	-19.0%	7.9%	31.8%	34.0%	51.6%	81.5%
托管费收入	-11.6%	-5.3%	-6.8%	-8.0%	-15.8%	-13.9%	-10.7%	-8.2%	5.8%
资产管理手续费及佣金收入	2.7%	-5.1%	-8.1%	-7.9%	-6.3%	-2.6%	-6.2%	-6.3%	-16.6%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：招行客户数维持平稳增长，零售客户基础持续夯实

AUM (亿元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售AUM	125,354	128,400	130,804	133,211	138,572	142,031	143,449	149,267	155,683
金葵花及以上客户AUM	101,895	104,682	106,638	108,197	112,431	115,804	117,017	122,243	na
其中：私行客户	38,864	40,158	41,144	-	-	-	-	-	-
零售AUM-YoY	10.5%	9.6%	9.4%	9.9%	10.5%	10.6%	9.7%	12.1%	12.3%
金葵花及以上客户AUM-YoY	10.1%	9.4%	9.3%	9.7%	10.3%	10.6%	9.7%	13.0%	0.0%
其中：私行客户-YoY	11.0%	10.1%	10.0%	-	na	na	na	0.0%	0.0%
金葵花及以上客户AUM占比	81.3%	81.5%	81.5%	81.2%	81.1%	81.5%	81.6%	81.9%	-
私行客户占比	31.0%	31.3%	31.5%	-	-	-	-	-	-
客户数 (万户)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售客户数	18,700	19,000	19,400	19,700	19,900	20,200	20,600	21,000	21,200
金葵花及以上客户数	433.0	444.2	452.9	464.1	486.9	499.6	506.6	523.6	547.5
其中：私行客户	13.9	14.3	14.6	14.9	15.3	15.8	16.0	16.9	17.7
客户增量 (万户)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售客户数	300	300	400	300	200	300	400	400	200
金葵花及以上客户数	18.6	11.2	8.8	11.1	22.9	12.7	6.9	17.0	23.9
其中：私行客户	0.38	0.46	0.29	0.27	0.43	0.53	0.11	0.95	0.75
户均AUM (万元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
零售客户	6.70	6.76	6.74	6.76	6.96	7.03	6.96	7.11	7.34
基础客户	1.28	1.28	1.28	1.30	1.35	1.33	1.32	1.32	-
金葵花及以上客户	235	236	235	233	231	232	231	233	-
其中：私行客户	2,804	2,805	2,816	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：招商银行 1Q25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	52,000	52,449	52,849	53,979	52,996	-1.8%	1.9%	214,669	211,277	-1.6%
Non-interest income 非利息收入	34,417	34,079	26,915	30,800	30,755	-0.1%	-10.6%	124,454	126,211	1.4%
Net fee income 净手续费收入	20,204	18,124	17,374	16,392	19,696	20.2%	-2.5%	84,108	72,094	-14.3%
Operating income 营业收入	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	-1.2%	-3.1%	339,123	337,488	-0.5%
Operating expenses 营业支出	(26,965)	(29,380)	(25,827)	(35,478)	(26,652)	-24.9%	-1.2%	(120,991)	(117,650)	-2.8%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(782)	(725)	(711)	(732)	(805)	10.0%	2.9%	(2,963)	(2,950)	-0.4%
PPOP 拨备前营业利润	59,452	57,148	53,937	49,301	57,099	15.8%	-4.0%	218,132	219,838	0.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(14,267)	(12,669)	(9,421)	(4,462)	(12,837)	187.7%	-10.0%	(41,469)	(40,819)	-1.6%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(13,271)	(12,162)	(10,837)	(7,338)	(13,630)	85.7%	2.7%	(46,635)	(43,608)	-6.5%
Operating profit 营业利润	45,185	44,479	44,516	44,839	44,262	-1.3%	-2.0%	176,663	179,019	1.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	3	(26)	(83)	(261)	(20)	-92.3%	-766.7%	(45)	(367)	715.6%
Profit before taxation 利润总额	45,188	44,453	44,433	44,578	44,242	-0.8%	-2.1%	176,618	178,652	1.2%
Income tax 所得税费用	(6,746)	(7,516)	(5,773)	(9,058)	(6,729)	-25.7%	-0.3%	(28,612)	(29,093)	1.7%
Net profit 净利润	38,442	36,937	38,660	35,520	37,513	5.6%	-2.4%	148,006	149,559	1.0%
Minority interest 少数股东权益	(365)	(271)	(219)	(313)	(227)	-27.5%	-37.8%	(1,404)	(1,168)	-16.8%
NPAT 归属股东净利润	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	5.9%	-2.1%	146,602	148,391	1.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	1,975	0	3,606	0	na	na	4,558	5,581	22.4%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	38,077	34,691	38,441	31,601	37,286	18.0%	-2.1%	142,044	142,810	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	7,125,479	3.4%	4.5%	6,508,865	6,888,315	5.8%
Total deposits 存款总额	8,440,100	8,662,886	8,732,681	9,096,587	9,319,462	2.5%	10.4%	8,155,438	9,096,587	11.5%
NPLs 不良贷款余额	62,630	63,427	63,557	65,610	66,743	1.7%	6.6%	61,579	65,610	6.5%
Loan provisions 贷款损失准备	273,580	275,539	274,662	270,301	273,666	1.2%	0.0%	269,534	270,301	0.3%
Total assets 资产总额	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	3.1%	8.8%	11,028,483	12,152,036	10.2%
Total liabilities 负债总额	10,394,735	10,457,758	10,495,128	10,918,561	11,275,928	3.3%	8.5%	9,942,754	10,918,561	9.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,118,965	1,110,213	1,152,527	1,226,014	1,246,207	1.6%	11.4%	1,076,370	1,226,014	13.9%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	150,446	150,446	180,446	180,446	0.0%	19.9%	150,446	180,446	19.9%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	10,362,883	10,617,163	10,672,662	11,087,588	11,264,198	1.6%	8.7%	9,987,796	10,686,141	7.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.51	1.38	1.52	1.25	1.48	18.0%	-2.1%	5.63	5.66	0.5%
BVPS	38.40	38.06	39.73	41.46	42.26	1.9%	10.0%	36.71	41.46	12.9%
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	na	na	1.97	2.00	1.4%
PPOP/sh	2.36	2.27	2.14	1.95	2.26	15.8%	-4.0%	8.65	8.72	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROA	1.36%	1.28%	1.33%	1.19%	1.22%	0.0pct	-0.1pct	1.40%	1.29%	-0.1pct
ROE	16.08%	14.39%	15.68%	12.35%	14.13%	1.8pct	-2.0pct	16.22%	14.49%	-1.7pct
NIM 净息差	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%	-3bps	-11bps	2.15%	1.98%	-17bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.30%	33.12%	31.49%	40.98%	30.86%	-10.1pct	0.6pct	34.80%	33.99%	-0.8pct
Effective tax rate 有效所得税率	14.93%	16.91%	12.99%	20.32%	15.21%	-5.1pct	0.3pct	16.20%	16.28%	0.1pct
LDR 贷存比	80.76%	77.89%	77.40%	75.72%	76.46%	0.7pct	-4.3pct	79.81%	75.72%	-4.1pct
NPL ratio 不良率	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	-2bps	2bps	0.95%	0.95%	1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	436.82%	434.42%	432.15%	411.98%	410.03%	-2.0pct	-26.8pct	437.70%	411.98%	-25.7pct
Provision ratio 拨贷比	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	-8bps	-17bps	4.14%	3.92%	-22bps
Credit cost 信用成本	0.20%	0.18%	0.16%	0.11%	0.19%	9bps	0bps	0.74%	0.65%	-9bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	39.83%	39.38%	33.74%	36.33%	36.72%	0.4pct	-3.1pct	36.70%	37.40%	0.7pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	23.38%	20.95%	21.78%	19.33%	23.52%	4.2pct	0.1pct	24.80%	21.36%	-3.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%	0.0pct	0.8pct	13.73%	14.86%	1.1pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%	0.0pct	1.1pct	16.01%	17.48%	1.5pct
CAR 资本充足率	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%	0.0pct	0.9pct	17.88%	19.05%	1.2pct

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 8：招商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	214,669	211,277	218,116	225,271	241,318	-1.6%	-1.6%	3.2%	3.3%	7.1%
Non-interest income 非利息收入	124,454	126,211	119,900	122,298	122,298	-1.7%	1.4%	-5.0%	2.0%	0.0%
Net fee income 净手续费收入	84,108	72,094	69,210	72,671	76,304	-10.8%	-14.3%	-4.0%	5.0%	5.0%
Operating income 营业收入	339,123	337,488	338,017	347,569	363,617	-1.6%	-0.5%	0.2%	2.8%	4.6%
Operating expenses 营业支出	(120,991)	(117,650)	(116,709)	(116,709)	(119,043)	-0.9%	-2.8%	-0.8%	0.0%	2.0%
Taxes and surcharges 营业税	(2,963)	(2,950)	(2,873)	(2,954)	(3,091)	-1.4%	-0.4%	-2.6%	2.8%	4.6%
PPOP 拨备前营业利润	218,132	219,838	221,308	230,860	244,574	-2.1%	0.8%	0.7%	4.3%	5.9%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(41,469)	(40,819)	(41,258)	(47,577)	(51,463)	-28.0%	-1.6%	1.1%	15.3%	8.2%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(46,635)	(43,608)	(43,489)	(49,585)	(53,872)	3.3%	-6.5%	-0.3%	14.0%	8.6%
Operating profit 营业利润	176,663	179,019	180,050	183,283	193,111	7.0%	1.3%	0.6%	1.8%	5.4%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(45)	(367)	(385)	(405)	(425)	4.7%	715.6%	5.0%	5.0%	5.0%
Profit before taxation 利润总额	176,618	178,652	179,664	182,879	192,686	7.0%	1.2%	0.6%	1.8%	5.4%
Income tax 所得税	(28,612)	(29,093)	(28,746)	(27,432)	(28,903)	10.8%	1.7%	-1.2%	-4.6%	5.4%
Net profit 净利润	148,006	149,559	150,918	155,447	163,783	6.3%	1.0%	0.9%	3.0%	5.4%
Minority interest 少数股东权益	(1,404)	(1,168)	(1,226)	(1,288)	(1,352)	na	na	na	na	na
NPAT 归属股东净利润	146,602	148,391	149,692	154,159	162,431	6.2%	1.2%	0.9%	3.0%	5.4%
AT1 shareholders 优先股股息	4,558	5,581	5,581	5,581	5,581	-13.0%	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	142,044	142,810	144,111	148,578	156,850	7.0%	0.5%	0.9%	3.1%	5.6%

Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,886,432	8,438,482	7.6%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%
Total deposits 存款总额	8,155,438	9,096,587	9,778,831	10,512,243	11,300,662	8.2%	11.5%	7.5%	7.5%	7.5%
NPLs 不良贷款余额	61,579	65,610	69,175	74,515	80,228	6.2%	6.5%	5.4%	7.7%	7.7%
Loan provisions 贷款损失准备	269,534	270,301	278,144	298,741	321,595	3.1%	0.3%	2.9%	7.4%	7.7%
Total assets 资产总额	11,028,483	12,152,036	13,017,791	13,946,760	14,944,983	8.8%	10.2%	7.1%	7.1%	7.2%
Total liabilities 负债总额	9,942,754	10,918,561	11,689,677	12,516,568	13,403,313	8.3%	9.8%	7.1%	7.1%	7.1%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,076,370	1,226,014	1,320,279	1,421,966	1,533,033	13.8%	13.9%	7.7%	7.7%	7.8%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	180,446	180,446	180,446	180,446	24.9%	19.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	9,987,796	10,686,141	11,715,691	12,513,174	13,461,663	10.0%	7.0%	9.6%	6.8%	7.6%

Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	5.63	5.66	5.71	5.89	6.22	7.0%	0.5%	0.9%	3.1%	5.6%
BVPS	36.71	41.46	45.20	49.23	53.63	12.2%	12.9%	9.0%	8.9%	8.9%
DPS	1.97	2.00	2.02	2.08	2.20	13.5%	1.4%	0.9%	3.1%	5.6%
PPOP/sh	8.65	8.72	8.78	9.15	9.70	-2.1%	0.8%	0.7%	4.3%	5.9%

Main indicators 主要指标 (%)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.40%	1.29%	1.20%	1.15%	1.13%	-0.04%	-0.11%	-0.09%	-0.05%	-0.02%
ROE	16.2%	14.5%	13.2%	12.5%	12.1%	-0.83%	-1.74%	-1.30%	-0.71%	-0.39%
NIM 净息差	2.15%	1.98%	1.86%	1.80%	1.79%	-0.25%	-0.17%	-0.12%	-0.06%	-0.01%
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.80%	33.99%	33.68%	32.73%	31.89%	0.27%	-0.82%	-0.31%	-0.95%	-0.84%
Effective tax rate 有效所得税率	16.20%	16.28%	16.00%	15.00%	15.00%	0.56%	0.08%	-0.28%	-1.00%	0.00%
LDR 贷存比	79.81%	75.72%	75.37%	75.02%	74.67%	-0.49%	-4.09%	-0.35%	-0.35%	-0.35%
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%	0.95%	-0.01%	0.01%	-0.01%	0.01%	0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	437.70%	411.98%	402.09%	400.92%	400.85%	-13.09%	-25.72%	-9.89%	-1.17%	-0.07%
Provision ratio 拨贷比	4.14%	3.92%	3.77%	3.79%	3.81%	-0.18%	-0.22%	-0.15%	0.01%	0.02%
Credit cost 信用成本	0.74%	0.65%	0.61%	0.65%	0.66%	-0.03%	-0.09%	-0.04%	0.04%	0.01%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.70%	37.40%	35.47%	35.19%	33.63%	0.00%	0.70%	-1.93%	-0.28%	-1.55%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	24.80%	21.36%	20.48%	20.91%	20.98%	-2.54%	-3.44%	-0.89%	0.43%	0.08%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	15.15%	15.00%	14.85%	0.05%	1.13%	0.29%	-0.15%	-0.15%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.53%	17.17%	16.82%	0.26%	1.47%	0.06%	-0.37%	-0.34%
CAR 资本充足率	17.88%	19.05%	18.62%	18.25%	17.91%	0.11%	1.17%	-0.43%	-0.37%	-0.34%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 9：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 4 月 29 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	自由流通市值 (亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				24A/E	25E	24A/E	25E	24A/E	25E	24A/E	25E	24A/E	25E
工商银行	601398.SH	7.27	2,517	7.38	7.19	0.71	0.67	10.0%	9.6%	0.78%	0.74%	4.2%	4.2%
建设银行	601939.SH	9.36	647	7.12	6.99	0.74	0.69	10.7%	10.2%	0.85%	0.82%	4.3%	4.3%
农业银行	601288.SH	5.59	1,773	7.44	7.06	0.76	0.70	10.5%	10.3%	0.68%	0.66%	4.1%	4.3%
中国银行	601988.SH	5.70	1,252	7.57	7.34	0.70	0.65	9.6%	9.2%	0.75%	0.71%	4.1%	4.3%
邮储银行	601658.SH	5.35	553	6.62	6.52	0.64	0.60	9.9%	9.5%	0.53%	0.49%	4.9%	4.9%
招商银行	600036.SH	42.00	5,136	7.42	7.35	1.01	0.93	14.5%	13.2%	1.29%	1.20%	4.7%	4.8%
中信银行	601998.SH	7.20	354	6.14	6.00	0.57	0.55	9.9%	9.4%	0.75%	0.74%	4.9%	5.0%
民生银行	600016.SH	3.97	890	6.21	5.31	0.32	0.30	5.2%	5.9%	0.42%	0.47%	5.4%	4.8%
浦发银行	600000.SH	10.83	1,423	7.97	7.08	0.48	0.47	6.3%	6.7%	0.50%	0.52%	3.0%	3.8%
兴业银行	601166.SH	21.02	3,395	5.98	5.88	0.57	0.53	9.9%	9.4%	0.75%	0.73%	4.9%	5.0%
光大银行	601818.SH	3.89	624	6.23	6.01	0.48	0.45	7.9%	7.7%	0.61%	0.62%	4.4%	4.9%
华夏银行	600015.SH	7.95	405	4.92	6.35	0.42	0.40	8.9%	6.5%	0.65%	0.50%	4.8%	5.1%
平安银行	000001.SZ	10.98	896	5.11	5.16	0.50	0.47	10.1%	9.4%	0.78%	0.75%	6.5%	5.5%
南京银行	601009.SH	10.53	585	6.11	5.64	0.73	0.67	12.8%	12.5%	0.83%	0.80%	5.4%	5.5%
宁波银行	002142.SZ	24.25	820	6.13	5.80	0.77	0.70	13.6%	12.6%	0.93%	0.86%	2.5%	3.7%
江苏银行	600919.SH	10.37	1,374	6.28	5.74	0.81	0.73	13.7%	13.4%	0.91%	0.87%	4.5%	5.0%
上海银行	601229.SH	10.56	971	6.59	5.71	0.64	0.58	10.0%	10.7%	0.75%	0.81%	4.4%	4.7%
杭州银行	600926.SH	14.81	515	5.74	4.96	0.86	0.75	16.0%	16.1%	0.86%	0.88%	3.3%	4.3%
苏州银行	002966.SZ	8.24	249	7.62	7.08	0.84	0.71	11.6%	10.9%	0.81%	0.77%	4.7%	4.5%
成都银行	601838.SH	17.26	391	5.82	5.49	0.92	0.81	17.8%	15.7%	1.10%	1.02%	4.7%	5.2%
重庆银行	601963.SH	10.73	66	7.78	7.19	0.69	0.64	9.2%	9.2%	0.68%	0.66%	3.8%	3.9%
厦门银行	601187.SH	5.92	70	6.69	5.81	0.61	0.57	9.4%	10.1%	0.68%	0.74%	5.2%	5.2%
无锡银行	600908.SH	5.61	86	5.72	5.52	0.58	0.53	10.7%	10.1%	0.92%	0.87%	3.8%	4.1%
常熟银行	601128.SH	7.40	189	5.85	5.31	0.78	0.70	14.1%	13.8%	1.16%	1.16%	3.4%	3.4%
江阴银行	002807.SZ	4.42	102	5.34	5.11	0.59	0.54	11.8%	11.0%	1.05%	1.01%	4.3%	4.5%
苏农银行	603323.SH	5.24	83	4.99	4.55	0.54	0.50	11.4%	11.4%	0.96%	0.97%	3.4%	3.7%
张家港行	002839.SZ	4.23	82	5.80	5.73	0.58	0.54	10.9%	9.8%	0.88%	0.83%	4.7%	4.7%
瑞丰银行	601528.SH	5.23	86	5.34	4.88	0.54	0.50	10.8%	10.6%	0.93%	0.92%	3.4%	3.8%
紫金银行	601860.SH	2.74	75	6.18	6.97	0.50	0.45	8.5%	6.8%	0.63%	0.50%	3.6%	3.6%
沪农商行	601825.SH	8.76	483	6.88	6.81	0.68	0.64	10.4%	9.7%	0.88%	0.83%	4.3%	4.9%
渝农商行	601077.SH	6.90	407	6.90	6.52	0.62	0.59	9.4%	9.3%	0.80%	0.79%	4.2%	4.4%
A 股板块平均				6.70	6.44	0.70	0.64	10.9%	10.4%	0.83%	0.80%	4.5%	4.7%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

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、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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。