

公司研究

营收盈利增速改善，零售业务贡献增强

——招商银行（600036.SH）2025年半年报点评

买入（维持）

当前价：42.89元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元):	10,816.79
一年最低/最高(元):	28.69/46.54
近3月换手率:	31.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.77	-14.07	-1.31
绝对	-3.44	3.03	35.88

资料来源：Wind

要点

事件：

8月29日，招商银行发布2025年半年度报告，上半年实现营业收入1700亿，同比下降1.7%，归母净利润749亿，同比小幅增长0.3%。加权平均净资产收益率13.85%，同比下降1.59pct。

点评：

营收及盈利增速环比改善，零售金融业务贡献占比56.6%。招行上半年营收、PPOP分别同比下降1.7%、2.6%，降幅较1Q均收窄1.4pct。归母净利润同比小幅增长0.3%，增速较1Q提升2.3pct。上半年净利息收入同比增长1.6%，增速较1Q小幅下降0.3pct；非息收入同比下降6.7%，降幅较1Q收窄3.9pct。**分业务条线看**，零售金融、批发金融业务营收分别同比下降0.7%、5.9%，上半年零售金融业务营收、税前利润占比分别为56.6%、58.5%，占比较上年同期分别提升1.1、1.4pct。

扩表速度环比1Q提升1.5pct，主动压控低息票据类资产。截至2Q末，招行生息资产、贷款同比增速分别为9.2%、5.5%，增速较1Q末分别提升1.5、0.9pct。上半年生息资产增量4818亿，其中2Q增量1425亿。2Q单季贷款、金融投资、同业资产增量分别为-89亿、700亿、814亿；从贷款增量结构来看，贷款负增主要是对收益较低的票据类资产进行了大幅压降，2Q单季对公贷款、零售贷款、票据贴现增量分别为400、196、-685亿，信贷资源进一步向实体倾斜。

从贷款结构看，（1）**对公贷款**行业投向相对均衡，上半年增量占比较高的主要为制造业（占比23.2%），电力、热力、燃气及水生产和供应业（占比19.9%），租赁和商务服务业（占比14.7%），信息传输、软件和信息技术服务业（占比11.6%）、批发零售业（占比10%）等领域，同时，房地产贷款仍在压降过程中，2Q末规模较年初下降2.2%；（2）**零售信贷领域**，上半年住房按揭、消费贷款、小微贷款增量分别为209亿、201亿、182亿，信用卡余额减少234亿。截至2Q末，对公贷款、零售贷款同比增速分别为11.5%、3.9%，增速较上季末分别变动+2.2、-0.7pct。

2Q末存款占比提升至86.5%，存款定期化趋势延续。25Q2末，招行计息负债、存款分别同比增长8.5%、8.8%，增速较1Q末分别下降0.2、1.7pct。2Q单季存款增加1029亿，其中，对公、零售存款增量分别为252亿、777亿。截至25Q2末，存款占比较1Q末提升近1pct至86.5%。25Q2末，零售、对公存款分别同比增长11.8%、6.4%，零售存款占总存款的45.1%，较上季末略升0.3pct。期限结构上，活期存款日均余额占客户存款日均余额的50.3%，较上年小幅下降0.8pct。存款定期化趋势延续。

上半年息差较1Q收窄3bp至1.88%；2Q单季净息差1.86%，较1Q下降5bp。从资产负债两端来看，（1）**资产端收益率延续下行态势**。上半年、2Q单季生息资产收益率分别为3.14%、3.08%，环比1Q分别下降7、13bp；2Q单季贷款收益率3.38%，较1Q下降15bp。（2）**负债端成本管控进一步显效**。上半年、2Q单季计息负债成本率为1.35%、1.31%，环比1Q分别下降4、8bp；2Q单季存款成本率1.23%，较1Q下降6bp。公司持续推动低成本核心存款增长，同时灵活安排市场化资金吸收，负债成本实现有效压降。后续伴随存量存款到期滚动重定价，成本管控效果将持续释放。

非息收入降幅较 1Q 收窄 3.9pct，手续费及净其他非息收入增速环比均有改善。招行上半年非息收入同比下降 6.7%至 639 亿，降幅较 1Q 收窄 3.9pct。25H1 招商非息收入占比 37.6%，较上年同期下降 2pct。非息收入主要构成上，(1) **净手续费及佣金收入同比小幅下降 1.9%至 376 亿，降幅较 1Q 收窄 0.6pct。**其中，受代销理财、基金等业务提振，财富管理手续费同比增长 11.9%。结合大财富管理发展业态看，截至 2Q 末，零售客户数较年初增长 2.9%至 2.16 亿户，其中，零售财富产品持仓客户数较上年末增长 4.9%至 6107 万户，零售客户总资产 (AUM) 较上年末增长 7.4%至 16 万亿；手续费其他构成看，资产管理 (YoY-6.9%)、银行卡 (YoY-16.4%)、结算与清算 (YoY-3.3%) 等板块同比增速仍承压。(2) **净其他非息收入同比下降 12.9%至 263 亿，降幅较 1Q 收窄 9.3pct。**其中，投资收益 219 亿 (YoY+12.3%) 为主要收入贡献来源，主要是债券投资收益及非货币基金分红增加；公允价值变动损失 48 亿 (25Q1 为净损失 53 亿，24H1 为净收益 23 亿)，负向拖累环比收窄。

不良率较上季末下降 1bp，拨备覆盖率维持较高水平。截至 2Q 末，招行不良贷款率为 0.93%，较 1Q 末下降 1bp，较年初下降 2bp。上半年公司新生成不良 327 亿，同比小幅增加 7.5 亿，不良贷款生成率 (年化) 0.98%，同比下降 4bp。其中，对公贷款不良生成额 22 亿，同比减少 33 亿；零售贷款 (不含信用卡) 不良生成额 107 亿，同比增加 43 亿；信用卡新生成不良贷款 198 亿，同比略减 2.6 亿。新生成不良压力主要在零售领域，当前银行业零售贷款资产质量压力相对较大，未见拐点，但是整体仍处于可控状态。截至 2Q 末，关注率 1.43%，较 1Q 末提升 7bp；逾期率 1.36%，较 1Q 末下降 2bp；逾期 90 天以上贷款占比不良贷款比例较 1Q 提升 0.3pct 至 78.4%。

招行上半年计提信用减值损失 246 亿，同比少提 23 亿。截至 2Q 末，拨备覆盖率较 1Q 末小幅提升 0.9pct 至 410.9%，拨贷比较 1Q 末微降 1bp 至 3.83%。

RWA 同比增速较 1Q 提升，各级资本充足率环比 1Q 下降。招行 2Q 风险加权资产同比增速 9.5%，较 1Q 末提升 5.4pct。资本消耗较强、分红等因素扰动下，截至 2Q 末，招行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 14%、17.07%、18.56%，分别较 1Q 末分别下降 86、36、50bp。

盈利预测、估值与评级。招商银行以“打造价值银行”为战略目标，零售业务具有较深的护城河，这种护城河在于切实以客户为中心的服务精神，追求极致的客户体验，以及由此带来的更大的客户粘性。上半年公司营收及盈利增速环比 1Q 均有改善，其中，零售业务营收、税前利润占比分别为 56.6%、58.5%，占比较上年同期稳中有升。维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 6.05/6.33/6.64 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.94/0.86/0.79 倍。维持“买入”评级。

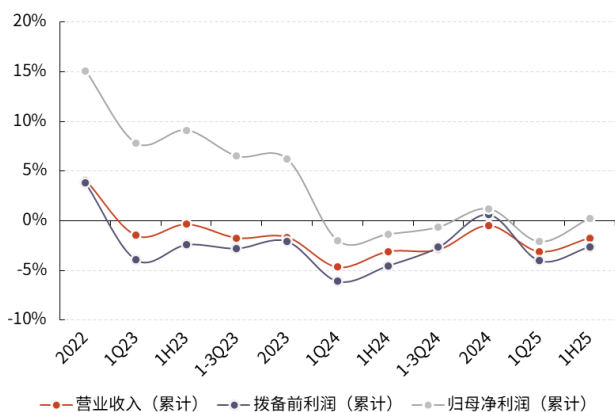
风险提示：(1) 经济复苏势头不及预期，可能对居民就业、收入等产生影响，拖累零售信贷及财富管理需求；(2) 房地产风险释放超预期，拖累资产质量。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	339,123	337,488	340,693	351,118	363,578
营业收入增长率	-1.6%	-0.5%	0.9%	3.1%	3.5%
净利润 (百万元)	146,602	148,391	152,556	159,737	167,531
净利润增长率	6.2%	1.2%	2.8%	4.7%	4.9%
EPS (元)	5.81	5.88	6.05	6.33	6.64
ROE (归属母公司)	16.75%	15.05%	13.91%	13.29%	12.77%
P/E	7.38	7.29	7.09	6.77	6.46
P/B	1.17	1.03	0.94	0.86	0.79

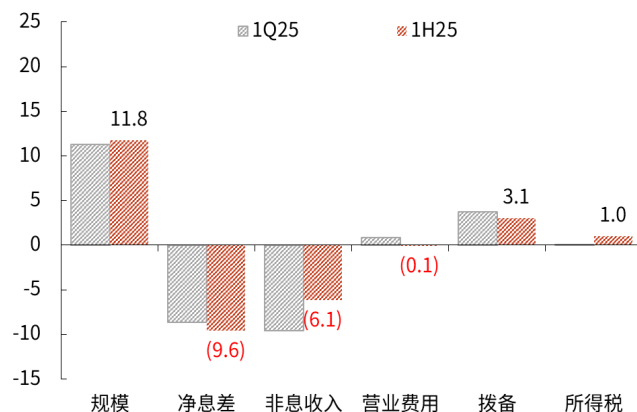
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-8-29

图 1: 招商银行营收及盈利累计增速



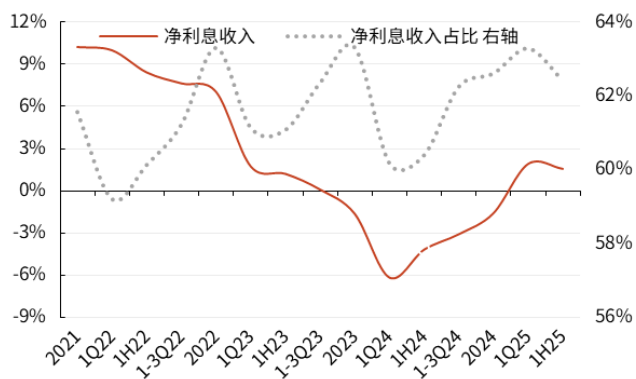
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 招商银行业绩同比增速拆分 (%)



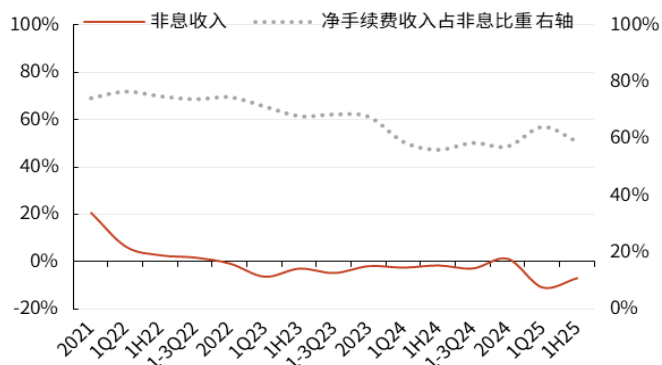
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 单位: %

图 3: 招商银行净利息收入增速及占比



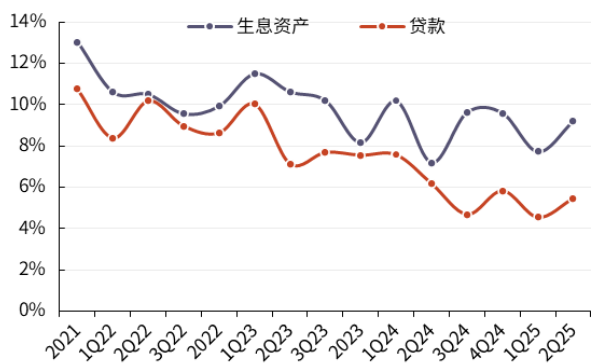
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 招商银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



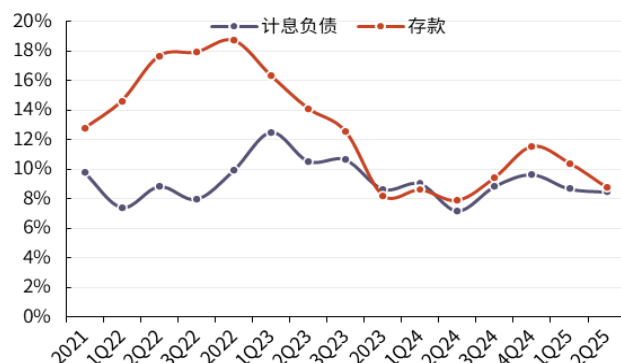
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 招商银行生息资产及贷款增速



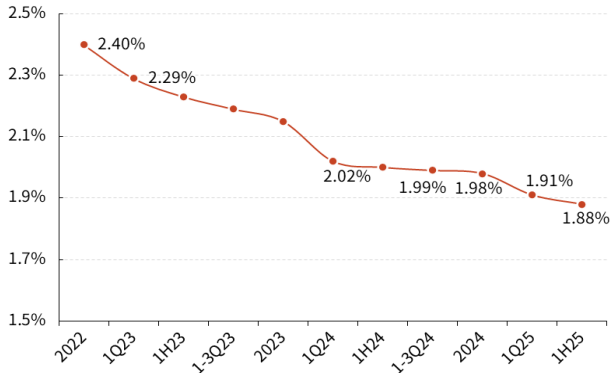
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 招商银行行计息负债及存款增速



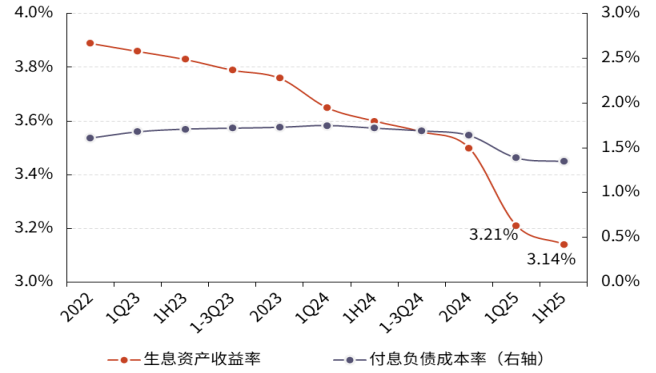
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 7: 招商银行净息差走势 (披露值)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 8: 招商银行生息资产收益率及付息负债成本率 (披露值)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所测算

表 2: 招商银行资产质量主要指标

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25
不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	0.93%
较上季变动 (pct)	0.01	(0.01)	0.00	0.01	(0.01)	(0.03)	0.02	0.00	0.01	(0.01)	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	2.17%	2.07%	1.98%	1.97%	2.04%	2.06%	2.17%	2.24%	2.25%	2.30%	2.36%
较上季变动 (pct)	0.08	(0.10)	(0.09)	(0.01)	0.07	0.02	0.11	0.07	0.00	0.06	0.06
逾期90天以上贷款/不良贷款	70.8%	76.9%	77.6%	78.7%	74.4%	78.7%	78.4%	79.4%	75.7%	78.1%	78.36%
较上季变动 (pct)	(0.61)	6.10	0.64	1.18	(4.33)	4.33	(0.31)	0.94	(3.70)	2.46	0.24
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.68%	0.73%	0.74%	0.76%	0.70%	0.72%	0.74%	0.75%	0.72%	0.73%	0.73%
较上季变动 (pct)	0.00	0.05	0.01	0.02	(0.05)	0.02	0.01	0.01	(0.03)	0.01	(0.00)
拨备覆盖率	450.8%	448.3%	447.6%	445.9%	437.7%	436.8%	434.4%	432.2%	412.0%	410.0%	410.9%
较上季变动 (pct)	(4.9)	(2.5)	(0.7)	(1.8)	(8.2)	(0.9)	(2.4)	(2.3)	(20.2)	(1.9)	0.90
拨贷比	4.32%	4.27%	4.27%	4.27%	4.14%	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	3.83%
较上季变动 (pct)	(0.02)	(0.05)	0.00	0.00	(0.13)	(0.13)	0.07	(0.02)	(0.14)	(0.08)	(0.01)

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 3: 招商银行资本充足率

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25
资本充足率	17.77%	17.39%	17.09%	17.38%	17.88%	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%	18.56%
较上季变动 (pct)	0.60	(0.38)	(0.30)	0.29	0.50	0.32	(0.25)	0.72	0.38	0.01	(0.50)
一级资本充足率	15.75%	15.34%	14.99%	15.23%	16.01%	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%	17.07%
较上季变动 (pct)	0.90	(0.41)	(0.35)	0.24	0.78	0.29	(0.21)	0.90	0.49	(0.05)	(0.36)
核心一级资本充足率	13.68%	13.41%	13.09%	13.37%	13.73%	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%	14.00%
较上季变动 (pct)	0.83	(0.27)	(0.32)	0.28	0.36	0.34	(0.21)	0.87	0.13	0.00	(0.86)
风险加权资产同比增速	5.0%	7.2%	7.2%	7.9%	13.1%	8.1%	6.5%	2.7%	4.2%	4.1%	9.5%
较上季变动 (pct)	(5.3)	2.2	(0.0)	0.7	5.2	(5.0)	(1.6)	(3.8)	1.5	(0.1)	5.4

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	339,123	337,488	340,693	351,118	363,578
净利息收入	214,669	211,277	217,905	228,112	237,023
非息收入	124,454	126,211	122,788	123,006	126,555
净手续费及佣金收入	84,108	72,094	67,047	65,036	65,686
净其他非息收入	40,346	54,117	55,741	57,970	60,869
营业支出	162,460	158,469	158,366	160,225	162,915
拨备前利润	218,087	219,471	221,084	227,860	237,777
信用及其他减值损失	41,469	40,819	39,123	37,334	37,480
税前利润	176,618	178,652	181,961	190,526	200,296
所得税	28,612	29,093	28,204	29,531	31,446
净利润	148,006	149,559	153,757	160,994	168,850
归属母公司净利润	146,602	148,391	152,556	159,737	167,531

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.75%	3.43%	3.32%	3.29%	3.25%
贷款收益率	4.27%	3.89%	3.82%	3.80%	3.78%
付息负债成本率	1.74%	1.62%	1.60%	1.60%	1.60%
存款成本率	1.64%	1.52%	1.50%	1.51%	1.51%
净息差	2.14%	1.94%	1.84%	1.80%	1.77%
净利差	2.01%	1.82%	1.72%	1.69%	1.65%
RORWA	2.38%	2.22%	2.11%	2.03%	2.01%
ROAA	1.40%	1.29%	1.22%	1.19%	1.17%
ROAE	16.75%	15.05%	13.91%	13.29%	12.77%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.96%
拨备覆盖率	437.7%	412.0%	375.9%	350.9%	332.1%
拨贷比	4.14%	3.92%	3.61%	3.34%	3.20%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	17.88%	19.05%	18.39%	18.69%	19.09%
一级资本充足率	16.01%	17.48%	16.93%	17.25%	17.67%
核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	14.59%	15.04%	15.58%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-8-29

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	11,028,483	12,152,036	13,074,637	13,993,348	14,864,305
发放贷款和垫款	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,849,579	8,320,554
同业资产	1,228,580	1,457,958	1,627,964	1,771,639	1,921,522
金融投资	2,667,775	3,056,022	3,254,663	3,417,397	3,571,179
生息资产合计	10,405,220	11,402,295	12,253,125	13,038,615	13,813,256
总负债	9,942,754	10,918,561	11,737,042	12,547,316	13,304,452
吸收存款	8,155,438	9,096,587	9,806,121	10,492,549	11,122,102
市场类负债	1,458,629	1,445,026	1,535,691	1,631,426	1,732,398
付息负债合计	9,614,067	10,541,613	11,341,812	12,123,975	12,854,500
股东权益	1,085,729	1,233,475	1,337,596	1,446,032	1,559,852
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	1,076,370	1,226,014	1,328,934	1,436,113	1,548,615

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	8.8%	10.2%	7.6%	7.0%	6.2%
生息资产	8.2%	9.6%	7.5%	6.4%	5.9%
付息负债	8.7%	9.6%	7.6%	6.9%	6.0%
贷款余额	7.6%	5.8%	7.0%	6.5%	6.0%
存款余额	8.2%	11.5%	7.8%	7.0%	6.0%
净利息收入	-1.6%	-1.6%	3.1%	4.7%	3.9%
净手续费及佣金收入	-10.8%	-14.3%	-7.0%	-3.0%	1.0%
营业收入	-1.6%	-0.5%	0.9%	3.1%	3.5%
拨备前利润	-2.1%	0.6%	0.7%	3.1%	4.4%
归母净利润	6.2%	1.2%	2.8%	4.7%	4.9%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	5.81	5.88	6.05	6.33	6.64
PPOPPS (元)	8.65	8.70	8.77	9.03	9.43
BVPS (元)	36.71	41.46	45.54	49.79	54.25
DPS (元)	1.97	2.00	2.12	2.22	2.32
P/E	7.38	7.29	7.09	6.77	6.46
P/PPOP	4.96	4.93	4.89	4.75	4.55
P/B	1.17	1.03	0.94	0.86	0.79

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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP