

银行

2025年08月31日

招商银行 (600036)

——利润正增好于预期，存款优势彰显标杆属性

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025年08月29日
 收盘价(元) 42.89
 一年内最高/最低(元) 48.55/29.93
 市净率 1.0
 股息率(分红/股价) 4.66
 流通A股市值(百万元) 884,775
 上证指数/深证成指 3,857.93/12,696.15
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日
 每股净资产(元) 42.10
 资产负债率% 89.75
 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 A0230525070004
liyuh2@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年中报，1H25实现营收1700亿元，同比下滑1.7%，实现归母净利润749亿元，同比增长0.3%。2Q25不良率季度环比下降1bp至0.93%，拨备覆盖率季度环比提升0.9pct至411%。业绩表现好于预期，资产质量符合预期。

- **营收降幅收窄带动业绩提前实现增速转正，并未大幅兑现投资收益也为后续平滑营收盈利表现留有空间：**1H25 招行营收同比降幅收窄至 1.7% (1Q25 为下滑 3.1%)，符合我们在前瞻中的判断 (下滑约 1%-2%)，归母净利润同比增长 0.3%，好于此前判断 (其中 2Q25 增长 2.7%；前瞻中预期 1H25 下滑 1%，1Q25 为下滑 2.1%)。从驱动因子来看，① **非息收入负贡献收敛是营收降幅收窄主要贡献，但主要源于中收趋稳以及基数影响消化下投资相关其他非息降幅收敛，并未大幅兑现 AC 类债券投资收益。**1H25 非息收入降幅收窄至 6.7% (1Q25 为下滑约 11%)，对营收拖累缩小 1.6pct 至 2.7pct。② **利息净收入平稳正增支撑稳营收基本盘。**1H25 利息净收入同比增长 1.6% (1Q25 为 1.9%)，贡献营收增速 0.9pct。③ **拨备适度反哺，此外免税收入增加下实际税率同比下降贡献利润表现，**拨备、实际税率变化分别贡献利润增速 1.8pct、0.9pct。
- **中报关注点：① 首次推出中期分红，分红率维持约 35%，将于 2026 年 1-2 月派发。② 息差环比延续回落，但资产定价下行或趋缓，同时更低的存款成本优势有望支撑息差维持同业领先。**2Q25 息差 1.86%，季度环比下降 5bps，其中存款成本低位下行 6bps 至 1.23%，为上市银行最低。③ **对公、零售贷款均延续平稳增长，同时继续侧重结构调优，压降低收益票据资产。**2Q25 贷款增速 5.5%，其中母行口径 2Q25 新增对公、零售分别约 320 亿、210 亿，同时单季压降票据超 620 亿。④ **对公资产质量维持优中向好 (不良生成率不到 0.2%)，除信用卡外其他零售贷款不良生成率也趋于回落，零售端信用卡不良生成率高位但边际趋稳。**
- **二季度对公、零售贷款均延续平稳增长，同时更稳定的贷款增长也支撑结构层面继续调优的空间，单季大幅压降低收益票据资产。**2Q25 招行贷款同比增长 5.5% (1Q25 为 4.5%)，母行口径 (下同) 上半年累计新增贷款约 2100 亿，同比少增约 180 亿。结构来看，对公继续支撑信贷投放基本盘，上半年新增对公 2083 亿，同比多增 433 亿，主要侧重制造业、绿色等政策重点支持领域；零售侧重“平稳、低波动”策略，主要投向按揭及小微 (上半年新增零售 335 亿，其中按揭及小微合计新增 380 亿)，同时在消费信贷领域继续调整结构 (上半年信用卡压降 233 亿，但 2Q25 单季增长约 78 亿；上半年新增消费贷约 200 亿，其中 2Q25 主动压降约 40 亿)。此外，继续大力压降低收益票据，上半年累计压降约 310 亿，其中 2Q25 压降超 620 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	1.17	1.03	0.95	0.87	0.80

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- **息差环比延续回落已是预期内，但“反内卷”导向下资产定价下行或趋缓，同时更低的存款成本优势将支撑招行持续领先同业的息差表现：**1H25 招行息差 1.88%，同比下降 12bps，其中 2Q25 息差 1.86%，季度环比下降 5bps。分结构来看，2Q25 贷款利率已降至低位约 3.38%，季度环比下降 15bps(1Q25 为季度环比下降 18bps)，带动生息资产收益率环比下降 13bps 至 3.08%。2Q25 存款成本季度环比下降 6bps 至 1.23%，存款成本率已居上市银行最低，带动付息负债成本率环比下降 8bps 至 1.31%。
- **对公资产质量维持优中向好的良好趋势，零售端除信用卡外其他零售贷款不良生成率也趋于回落，信用卡不良生成率维持高位，但在“平稳、低波动”结构调优策略下，零售风险有望趋稳：**2Q25 招行不良率季度环比下降 1bp 至 0.93%，拨备覆盖率季度环比提升 0.9pct 至 411%。母行口径分行业来看，对公不良生成维持极优水平（年化不良生成率不到 0.2%），带动 2Q25 对公不良率季度环比下降 9bps 至 0.87%，其中对公房地产不良率季度环比下降 23bps 至 4.56%、对公房地产广义风险敞口占集团总资产比重已不到 3%。零售不良整体平稳、环比略升，2Q25 零售不良率环比小幅上升 3bps 至 1.04%，其中 2Q25 除信用卡外其他零售贷款年化不良生成率季度环比下降 9bps 至 0.76%，信用卡不良生成率维持约 4.2%但环比平稳。
- **投资分析意见：中报招行继续体现标杆银行的盈利稳、风险稳、分红优出色属性，利息净收入稳定正增是营收企稳的基石，扎实的客户基础也赋予复苏环境中更好于同业的扩表结构优化以及非息收入增长空间，看好全年招行业绩稳步回暖，维持“买入”评级。**维持盈利增速预测，预计 2025-2027 年归母净利润同比增速分别 0.9%、3%、5.4%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.95 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 1：非息收入改善以及利息净收入持续稳定助力营收降幅收敛，也赋予业绩增速平稳改善空间

招商银行	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	1H25
营业收入同比增长	7.7%	14.0%	4.1%	-1.6%	-0.5%	-3.1%	-1.7%
利息净收入贡献	4.4%	6.5%	4.3%	-1.0%	-1.0%	1.2%	0.9%
其中：平均生息资产规模贡献	6.9%	6.6%	6.3%	5.6%	4.1%	4.5%	4.6%
其中：息差变动贡献	-2.5%	-0.1%	-1.9%	-6.7%	-5.1%	-3.3%	-3.6%
手续费净收入贡献	3.0%	5.2%	-0.1%	-2.9%	-3.5%	-0.6%	-0.4%
其他净收益贡献	0.3%	2.4%	-0.2%	2.3%	4.1%	-3.6%	-2.2%
营业支出贡献（成本收入比）	-2.4%	0.2%	-0.2%	-0.4%	1.3%	-0.9%	-0.9%
拨备贡献利润	-0.6%	6.6%	7.6%	9.0%	0.5%	1.9%	1.8%
信贷拨备贡献利润	5.7%	11.6%	-1.6%	0.8%	1.6%	-1.1%	1.6%
非信贷拨备贡献利润	-6.3%	-5.1%	9.2%	8.2%	-1.1%	3.0%	0.1%
营业外收支贡献	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
实际税率等变化贡献	0.3%	2.3%	3.8%	-0.7%	-0.1%	-0.3%	0.9%
少数股东权益贡献	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
归母净利润同比增长	4.8%	23.2%	15.1%	6.2%	1.2%	-2.1%	0.3%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：二季度对公、零售延续平稳增长，同时继续压降低收益票据调优结构

增量 (亿元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
小微	487	310	260	145	427	136	73	105	64	114
按揭	(148)	42	(101)	176	(149)	13	80	325	140	61
信用卡	(25)	238	140	160	(192)	27	76	208	(311)	78
消费贷	452	249	257	34	529	233	136	48	240	(39)
零售贷款	754	831	547	507	606	400	359	679	127	208
制造业	649	155	(29)	338	463	(218)	319	301	434	65
批零	163	(110)	(38)	167	177	(64)	14	173	158	56
房地产	16	(203)	(155)	(88)	202	(70)	(97)	(78)	9	(70)
租赁及商业服务业	111	71	51	(9)	82	66	(85)	93	154	181
基建类	451	(47)	(63)	272	572	90	(39)	231	559	163
其他对公	287	184	42	31	295	57	36	171	451	(76)
公司贷款	1,676	49	(191)	711	1,790	(140)	148	890	1,765	319
票据贴现	94	(777)	750	(494)	275	(638)	(245)	(309)	316	(623)
总贷款	2,524	103	1,105	724	2,671	(379)	261	1,260	2,208	(96)
同比增速	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
零售贷款	7.0%	7.5%	6.8%	8.5%	7.8%	6.3%	5.6%	6.1%	4.6%	3.9%
公司贷款	15.6%	12.2%	12.1%	10.7%	10.4%	9.6%	11.1%	11.6%	10.6%	12.6%
票据贴现	7.4%	-16.3%	-3.6%	-8.3%	-4.7%	-2.4%	-21.2%	-19.5%	-17.6%	-19.8%
总贷款	10.2%	6.9%	7.7%	7.8%	7.7%	6.9%	5.4%	6.2%	5.2%	5.7%
存量 (占比)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
小微	21.3%	21.7%	22.1%	22.2%	23.1%	23.2%	23.2%	23.0%	23.1%	23.3%
按揭	42.9%	41.9%	40.9%	40.8%	39.7%	39.2%	39.1%	39.2%	39.5%	39.4%
信用卡	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	26.7%	26.5%	26.4%	26.5%	25.5%	25.6%
消费贷	7.8%	8.3%	9.0%	8.9%	10.3%	10.9%	11.1%	11.1%	11.7%	11.5%
零售贷款	53.3%	54.6%	54.5%	54.7%	53.4%	54.3%	54.7%	54.6%	53.0%	53.4%
制造业	22.5%	23.1%	23.2%	23.9%	24.0%	23.3%	24.4%	24.8%	24.8%	24.7%
批零	8.5%	8.0%	7.9%	8.3%	8.5%	8.2%	8.3%	8.6%	8.7%	8.8%
房地产	14.8%	13.9%	13.3%	12.5%	12.4%	12.2%	11.8%	11.1%	10.4%	10.0%
租赁及商业服务业	6.8%	7.1%	7.4%	7.1%	7.0%	7.3%	6.9%	7.0%	7.1%	7.7%
基建类	34.6%	34.3%	34.3%	34.4%	34.3%	34.8%	34.5%	34.2%	34.0%	34.2%
其他对公	12.8%	13.6%	13.9%	13.6%	13.8%	14.1%	14.2%	14.4%	15.1%	14.6%
公司贷款	37.9%	37.9%	36.9%	37.6%	38.9%	38.9%	39.0%	39.6%	40.9%	41.4%
票据贴现	8.8%	7.4%	8.5%	7.6%	7.8%	6.8%	6.4%	5.8%	6.1%	5.2%
总贷款	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：贷款利率下行拖累息差，但进一步大幅下降空间或也有限，在此基础上招行存款低成本优势有望支撑持续领先同业的息差表现

招商银行-季度收益率/成本率	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
净息差	2.29%	2.16%	2.11%	2.04%	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%	1.86%
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%	3.38%
投资	3.27%	3.22%	3.18%	3.21%	3.17%	3.12%	3.06%	2.99%	2.93%	2.85%
存放央行	1.65%	1.67%	1.72%	1.75%	1.70%	1.67%	1.70%	1.61%	1.66%	1.68%
同业资产	2.75%	2.85%	2.37%	3.23%	3.09%	2.92%	2.66%	2.62%	2.53%	2.21%
生息资产	3.86%	3.80%	3.72%	3.68%	3.65%	3.56%	3.49%	3.33%	3.21%	3.08%
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%	1.23%
同业负债	1.97%	2.16%	1.99%	2.24%	2.26%	2.15%	2.04%	1.87%	1.76%	1.58%
应付债券	3.07%	3.12%	3.35%	3.45%	3.19%	2.90%	3.03%	3.05%	3.08%	3.20%
央行借款	2.12%	2.18%	2.16%	2.15%	2.18%	2.17%	2.17%	1.99%	1.82%	1.80%
其他	4.11%	3.69%	3.57%	3.73%	3.81%	3.72%	3.50%	3.20%	3.65%	3.31%
付息负债	1.68%	1.74%	1.73%	1.75%	1.75%	1.68%	1.64%	1.50%	1.39%	1.31%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：2Q25 招行对公不良率延续优中向好，零售端不良平稳微升，但不良生成边际趋稳

母行口径	不良贷款余额 (亿元)							不良率 (%)						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ
公司贷款	272	268	264	261	264	243	-7.9%	1.09	1.08	1.05	1.01	0.95	0.87	-9 bps
房地产	150	145	141	136	138	128	-7.1%	4.82	4.78	4.80	4.74	4.79	4.56	-23 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	311	319	329	350	361	376	4.0%	0.91	0.92	0.94	0.98	1.01	1.04	3 bps
小微	48	51	53	65	69	81	16.2%	0.60	0.63	0.65	0.79	0.83	0.96	12 bps
按揭	52	54	63	68	74	65	-11.8%	0.38	0.40	0.46	0.48	0.52	0.46	-6 bps
信用卡	163	164	164	166	160	162	0.7%	1.78	1.78	1.77	1.75	1.75	1.75	0 bps
消费贷	37	39	39	41	48	59	23.0%	1.03	1.04	0.99	1.04	1.14	1.41	27 bps
其他	11	11	11	10	10	10	-1.5%	12.96	14.07	15.02	15.83	17.15	19.04	189 bps
总贷款	583	587	593	611	626	619	-1.0%	0.91	0.92	0.92	0.93	0.92	0.92	-1 bps
母行口径	关注贷款余额 (亿元)							关注率 (%)						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ
公司贷款	201	209	213	186	226	239	5.9%	0.81	0.84	0.85	0.72	0.82	0.85	4 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	515	547	600	639	673	699	3.9%	1.50	1.58	1.71	1.79	1.87	1.93	6 bps
小微	29	34	39	40	44	48	9.4%	0.36	0.43	0.49	0.49	0.53	0.57	4 bps
按揭	144	158	175	179	189	202	6.7%	1.06	1.16	1.27	1.28	1.33	1.42	9 bps
信用卡	323	335	363	396	414	425	2.5%	3.53	3.64	3.91	4.17	4.52	4.60	7 bps
消费贷	18	20	23	23	25	24	-4.7%	0.52	0.54	0.58	0.58	0.60	0.58	-2 bps
其他	0	0	0	0	0	0	-9.7%	0.54	0.62	0.62	0.70	0.54	0.55	1 bps
总贷款	717	756	813	825	899	938	4.4%	1.11	1.18	1.27	1.26	1.33	1.39	6 bps
母行口径	逾期贷款余额 (亿元)							逾期率 (%)						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ
公司贷款	263	296	247	244	308	284	-7.9%	1.05	1.19	0.99	0.94	1.11	1.01	-10 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
零售贷款	519	558	601	623	617	619	0.3%	1.51	1.61	1.71	1.74	1.72	1.71	0 bps
小微	56	63	69	80	80	100	24.2%	0.71	0.78	0.84	0.97	0.97	1.18	22 bps
按揭	82	94	112	114	114	118	4.0%	0.60	0.69	0.81	0.81	0.80	0.83	3 bps
信用卡	324	339	358	419	367	320	-12.7%	3.53	3.69	3.86	4.42	4.00	3.46	-54 bps
消费贷	46	50	51	52	52	71	36.6%	1.30	1.33	1.31	1.31	1.24	1.70	47 bps
其他	11	11	11	10	10	10	-4.9%	12.94	14.25	15.26	16.20	17.91	19.19	129 bps
总贷款	736	854	847	867	867	903	4.2%	1.14	1.33	1.32	1.32	1.28	1.34	6 bps
不良生成-累计、年化	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	0M24	2024	1Q25	1H25				
	1.10%	1.04%	1.03%	1.03%	1.03%	1.02%	1.02%	1.05%	1.00%	0.98%				
总贷款	0.56%	0.52%	0.56%	0.59%	0.51%	0.46%	0.43%	0.46%	0.15%	0.16%				
对公	0.44%	0.38%	0.38%	0.39%	0.52%	0.52%	0.57%	0.64%	0.85%	0.81%				
零售 (不含信用卡)	4.75%	4.57%	4.39%	4.25%	4.31%	4.32%	4.26%	4.18%	4.29%	4.22%				
信用卡	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25				
不良生成-当季、年化	1.10%	0.97%	0.99%	1.01%	1.03%	0.98%	1.01%	1.14%	1.00%	0.95%				
总贷款	0.56%	0.46%	0.62%	0.69%	0.51%	0.39%	0.36%	0.55%	0.15%	0.18%				
对公	0.44%	0.33%	0.37%	0.43%	0.52%	0.51%	0.67%	0.83%	0.85%	0.76%				
零售 (不含信用卡)	4.75%	4.46%	4.06%	3.88%	4.31%	4.38%	4.21%	4.11%	4.29%	4.24%				
信用卡	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25				
招商银行-母行口径-亿元	4,632	4,361	4,147	3,990	4,173	4,041	3,879	3,741	3,709	3,610				
房地产广义口径风险业务余额	3,353	3,150	2,995	2,907	3,109	3,039	2,942	2,864	2,873	2,803				
其中：境内公司贷款余额	5.61%	5.26%	4.92%	4.71%	4.83%	4.75%	4.58%	4.37%	4.24%	4.15%				
占贷款和垫款总额比例	4.55%	5.45%	5.31%	5.01%	4.82%	4.78%	4.80%	4.74%	4.79%	4.56%				
不良贷款率	2,738	2,475	2,569	2,494	2,446	2,418	2,339	2,229	2,873	1,943				
理财等不承担信用风险的业务余额	105,088	107,398	106,680	110,285	115,202	115,748	116,548	121,520	125,298	126,572				
表内总资产	4.4%	4.1%	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%				
房地产广义风险敞口占表内总资产														

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5: 中收短期延续负增但降幅收敛, 财富管理相关收入恢复平稳正增

亿元	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25
营业收入	906	1,785	2,603	3,391	864	1,729	2,527	3,375	838	1,700
非利息净收入	352	695	980	1,245	344	685	954	1,262	308	639
净手续费及佣金收入	251	471	670	841	202	383	557	721	197	376
财富管理手续费及佣金收入	91	169	240	285	61	114	174	220	68	128
代理基金收入	15.2	28.6	40.8	51.8	10.3	21.3	30.0	41.7	13.1	24.4
代理理财收入	13.5	25.9	40.3	54.2	17.0	36.4	59.4	78.6	23.7	45.9
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	15.6
代理保险收入	50.8	92.6	126.1	135.9	25.2	39.5	57.3	64.3	18.3	32.1
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	8.2
托管费收入	14	29	41	53	12	25	37	49	13	26
资产管理手续费及佣金收入	33	60	87	115	31	59	81	108	26	55
同口径同比										
营业收入	-1.5%	-0.4%	-1.7%	-1.6%	-4.7%	-3.1%	-2.9%	-0.5%	-3.1%	-1.7%
非利息净收入	-6.1%	-2.7%	-4.6%	-1.7%	-2.3%	-1.4%	-2.6%	-1.4%	-0.6%	-6.7%
净手续费及佣金收入	-2.6%	-1.8%	-1.5%	-0.8%	-19.4%	-8.6%	-6.9%	-4.3%	-2.5%	-1.9%
财富管理手续费及佣金收入	-3.3%	-0.2%	-6.0%	-7.9%	-32.6%	-32.5%	-27.6%	-22.7%	-0.5%	-1.9%
代理基金收入	-11.8%	-17.8%	-22.8%	-21.5%	-32.7%	-25.4%	-26.5%	-19.6%	27.7%	14.4%
代理理财收入	-23.5%	-25.9%	-24.3%	-18.4%	25.8%	40.4%	47.4%	44.8%	39.5%	26.3%
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%	46.9%
代理保险收入	-7.2%	3.1%	16.9%	9.3%	-50.3%	-57.3%	-54.6%	-52.7%	-27.7%	-18.8%
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%	66.9%
托管费收入	-11.6%	-5.3%	-6.8%	-8.0%	-15.8%	-13.9%	-10.7%	-8.2%	5.8%	5.0%
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%	-6.9%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 6: 招商银行 1H25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	52,996	53,089	0.2%	1.2%	104,449	106,085	-0.7%	1.6%	214,669	211,277	-1.6%
Non-interest income 非利息收入	30,755	33,129	7.7%	-2.8%	68,496	63,884	10.7%	-6.7%	124,454	126,211	1.4%
Net fee income 净手续费收入	19,696	17,906	-9.1%	-1.2%	38,328	37,602	11.4%	-1.9%	84,108	72,094	-14.3%
Operating income 营业收入	83,751	86,218	2.9%	-0.4%	172,945	169,969	3.3%	-1.7%	339,123	337,488	-0.5%
Operating expenses 营业支出	(26,652)	(29,731)	11.6%	1.2%	(56,345)	(56,383)	-8.0%	0.1%	(120,991)	(117,650)	-2.8%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(805)	(686)	-14.8%	-5.4%	(1,507)	(1,491)	3.3%	-1.1%	(2,963)	(2,950)	-0.4%
PPOP 拨备前营业利润	57,099	56,487	-1.1%	-1.2%	116,600	113,586	10.0%	-2.6%	218,132	219,838	0.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(12,837)	(11,797)	-8.1%	-6.9%	(26,936)	(24,634)	77.4%	-8.5%	(41,469)	(40,819)	-1.6%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(13,630)	(9,711)	-28.8%	-20.2%	(25,433)	(23,341)	28.4%	-8.2%	(46,635)	(43,608)	-6.5%
Operating profit 营业利润	44,262	44,690	1.0%	0.5%	89,664	88,952	-0.5%	-0.8%	176,663	179,019	1.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(20)	(26)	30.0%	0.0%	(23)	(46)	-86.6%	100.0%	(45)	(367)	715.6%
Profit before taxation 利润总额	44,242	44,664	1.0%	0.5%	89,641	88,906	-0.1%	-0.8%	176,618	178,652	1.2%
Income tax 所得税费用	(6,729)	(6,772)	0.6%	-9.9%	(14,262)	(13,501)	-9.0%	-5.3%	(28,612)	(29,093)	1.7%
Net profit 净利润	37,513	37,892	1.0%	2.6%	75,379	75,405	1.7%	0.0%	148,006	149,559	1.0%
Minority interest 少数股东权益	(227)	(248)	9.3%	-8.5%	(636)	(475)	-10.7%	-25.3%	(1,404)	(1,168)	-16.8%
NPAT 归属股东净利润	37,286	37,644	1.0%	2.7%	74,743	74,930	1.7%	0.3%	146,602	148,391	1.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	1,975	na	0.0%	1,975	1,975	-45.2%	0.0%	4,558	5,581	22.4%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	37,286	35,669	-4.3%	2.8%	72,768	72,955	4.2%	0.3%	142,044	142,810	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)											
Total loans 贷款总额	7,125,479	7,116,616	-0.1%	5.5%	6,747,804	7,116,616	3.3%	5.5%	6,508,865	6,888,315	5.8%
Total deposits 存款总额	9,319,462	9,422,379	1.1%	8.8%	8,662,886	9,422,379	3.6%	8.8%	8,155,438	9,096,587	11.5%
NPLs 不良贷款余额	66,743	66,185	-0.8%	4.3%	63,427	66,185	0.9%	4.3%	61,579	66,610	6.5%
Loan provisions 贷款损失准备	273,666	271,972	-0.6%	-1.3%	275,539	271,972	0.6%	-1.3%	269,534	270,301	0.3%
Total assets 资产总额	12,529,792	12,657,151	1.0%	9.4%	11,574,783	12,657,151	4.2%	9.4%	11,028,483	12,152,036	10.2%
Total liabilities 负债总额	11,275,928	11,360,291	0.7%	8.6%	10,457,758	11,360,291	4.0%	8.6%	9,942,754	10,918,561	9.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,246,207	1,289,233	3.5%	16.1%	1,110,213	1,289,233	5.2%	16.1%	1,076,370	1,226,014	13.9%
Other equity instruments 优先股及其他	180,446	227,446	26.0%	51.2%	150,446	227,446	26.0%	51.2%	150,446	180,446	19.9%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	11,264,198	11,451,988	1.7%	7.9%	10,490,023	11,358,612	4.4%	8.3%	9,987,796	10,686,141	7.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)											
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.48	1.41	-4.3%	2.8%	2.89	2.89	-2.1%	0.3%	5.63	5.66	0.5%
BVPS	42.26	42.10	-0.4%	10.6%	38.06	42.10	1.6%	10.6%	36.71	41.46	12.9%
DPS	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	-100.0%	#DIV/0!	1.97	2.00	1.4%
PPOP/sh	2.26	2.24	-1.1%	-1.2%	4.62	4.50	10.0%	-2.6%	8.65	8.72	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)											
ROA	1.22%	1.20%	0.0pct	-0.1pct	1.33%	1.22%	0.0pct	-0.1pct	1.40%	1.29%	-0.1pct
ROE	14.13%	13.41%	-0.7pct	-1.0pct	15.44%	13.85%	-0.1pct	-1.6pct	16.22%	14.49%	-1.7pct
NIM 净息差	1.91%	1.86%	-5bps	-13bps	2.00%	1.88%	-6bps	-12bps	2.15%	1.98%	-17bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.86%	33.69%	2.8pct	0.6pct	31.71%	32.30%	-4.1pct	0.6pct	34.80%	33.99%	-0.8pct
Effective tax rate 有效所得税率	15.21%	15.16%	0.0pct	-1.7pct	15.91%	15.19%	-1.5pct	-0.7pct	16.20%	16.28%	0.1pct
LDR 贷存比	76.46%	75.53%	-0.9pct	-2.4pct	77.89%	75.53%	-0.2pct	-2.4pct	79.81%	75.72%	-4.1pct
NPL ratio 不良率	0.94%	0.93%	-1bps	-1bps	0.94%	0.93%	-2bps	-1bps	0.95%	0.95%	1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	410.03%	410.93%	0.9pct	-23.5pct	434.42%	410.93%	-1.1pct	-23.5pct	437.70%	411.98%	-25.7pct
Provision ratio 拨贷比	3.84%	3.82%	-2bps	-26bps	4.08%	3.82%	-10bps	-26bps	4.14%	3.92%	-22bps
Credit cost 信用成本	0.19%	0.14%	-6bps	-4bps	0.38%	0.33%	7bps	-5bps	0.74%	0.65%	-9bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.72%	38.42%	1.7pct	-1.0pct	39.61%	37.59%	2.5pct	-2.0pct	36.70%	37.40%	0.7pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	23.52%	20.77%	-2.7pct	-0.2pct	22.16%	22.12%	1.6pct	0.0pct	24.80%	21.36%	-3.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.86%	14.00%	-0.9pct	0.1pct	13.86%	14.00%	-0.9pct	0.1pct	13.73%	14.86%	1.1pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	17.43%	17.07%	-0.4pct	1.0pct	16.09%	17.07%	-0.4pct	1.0pct	16.01%	17.48%	1.5pct
CAR 资本充足率	19.06%	18.56%	-0.5pct	0.6pct	17.95%	18.56%	-0.5pct	0.6pct	17.88%	19.05%	1.2pct

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 7: 招商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	同比增速 (%)				
						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)	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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
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 8：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 8 月 29 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.43	20,032	7.62	7.38	0.68	0.64	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	4.1%	4.1%
建设银行	601939.SH	9.00	1,906	7.27	7.05	0.69	0.65	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.3%	4.2%
农业银行	601288.SH	7.02	22,411	8.87	8.39	0.88	0.82	10.3%	10.2%	0.66%	0.63%	3.4%	3.6%
中国银行	601988.SH	5.52	13,170	7.78	7.37	0.69	0.64	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	4.0%	4.1%
邮储银行	601658.SH	6.04	6,054	8.91	8.53	0.80	0.75	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.6%	3.6%
招商银行	600036.SH	42.89	8,848	7.51	7.28	0.95	0.87	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.7%	4.7%
中信银行	601998.SH	7.90	3,220	6.74	6.51	0.60	0.56	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.5%	4.5%
民生银行	600016.SH	4.60	1,631	7.32	7.40	0.36	0.34	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.2%	4.1%
浦发银行	600000.SH	13.63	4,157	9.19	8.23	0.61	0.60	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.0%	3.3%
兴业银行	601166.SH	22.41	4,743	6.39	6.08	0.58	0.54	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	4.7%	4.7%
光大银行	601818.SH	3.78	1,754	5.84	5.55	0.44	0.41	7.7%	7.7%	0.62%	0.63%	5.0%	5.2%
华夏银行	600015.SH	7.57	1,205	6.05	6.70	0.38	0.37	6.5%	5.6%	0.50%	0.44%	5.4%	4.1%
平安银行	000001.SZ	12.05	2,338	5.67	5.63	0.51	0.48	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.0%	5.0%
南京银行	601009.SH	11.12	1,375	6.63	6.04	0.75	0.69	12.1%	11.9%	0.80%	0.79%	4.7%	5.0%
宁波银行	002142.SZ	28.22	1,864	6.55	5.90	0.81	0.73	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.2%	3.5%
江苏银行	600919.SH	10.83	1,987	6.00	5.47	0.76	0.68	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.8%	5.2%
上海银行	601229.SH	9.54	1,356	5.16	5.12	0.53	0.49	10.7%	10.0%	0.81%	0.77%	5.2%	6.1%
杭州银行	600926.SH	15.87	1,150	6.10	5.37	0.83	0.73	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.5%	3.3%
苏州银行	002966.SZ	8.12	363	6.97	6.44	0.70	0.65	10.9%	10.5%	0.77%	0.74%	4.5%	4.9%
成都银行	601838.SH	18.47	783	5.87	5.41	0.87	0.78	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	4.8%	5.1%
重庆银行	601963.SH	9.84	187	6.60	6.05	0.59	0.55	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	4.2%	4.5%
齐鲁银行	601665.SH	5.57	343	6.34	5.66	0.75	0.70	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.7%	4.4%
厦门银行	601187.SH	6.70	177	6.58	6.66	0.64	0.60	10.1%	9.3%	0.74%	0.70%	4.6%	5.3%
无锡银行	600908.SH	6.10	134	6.00	5.68	0.58	0.53	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.8%	3.9%
常熟银行	601128.SH	7.52	249	5.40	4.76	0.71	0.63	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.3%	3.3%
江阴银行	002807.SZ	4.80	118	5.55	5.25	0.58	0.54	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.2%	4.4%
苏农银行	603323.SH	5.29	107	4.68	4.37	0.49	0.45	11.0%	10.7%	0.93%	0.92%	3.4%	3.6%
张家港行	002839.SZ	4.52	110	6.12	5.79	0.58	0.54	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.4%	4.5%
瑞丰银行	601528.SH	5.61	110	5.44	5.12	0.53	0.49	10.2%	10.0%	0.88%	0.85%	3.6%	3.8%
紫金银行	601860.SH	2.98	109	7.58	7.43	0.49	0.44	6.8%	6.2%	0.50%	0.45%	3.4%	3.0%
沪农商行	601825.SH	8.70	839	6.77	6.53	0.64	0.60	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	5.0%	5.0%
渝农商行	601077.SH	6.29	556	5.94	5.59	0.54	0.50	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.8%	5.1%
A 股板块平均				7.00	6.67	0.69	0.64	10.3%	10.0%	0.78%	0.76%	4.1%	4.2%

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@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.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，任何人均无权在任何情况下使用他们。