

招商银行 (600036. SH) 2025 年半年报点评

业绩改善，客户优势不断深化

优于大市

核心观点

营收增速降幅收窄，净利润增速由负转正。2025年上半年实现营收 1700 亿元，同比下降 1.7%，较一季度降幅收窄 1.4 个百分点。归母净利润 749 亿元，同比增长 0.3%，一季度同比下降 2.1%，业绩增速由负转正。年化后 ROAA 和 ROAE 分别为 1.21% 和 13.85%，同比分别下降 0.11 个和 1.59 个百分点。

净利息收入小幅正增长，手续费净收入和其他非息收入降幅都有所收窄。上半年净利息收入同比增长 1.6%；手续费净收入和其他非息收入同比分别下降 1.9% 和 13%，较一季度降幅分别收窄 0.6 个和 9.3 个百分点。

净息差依然承压，公司积极加强资产负债组合精细化管控。上半年净息差 1.88%，同比下降 12bps，第二季度净息差 1.86%，较一季度下降 5bps。资产端，受上年存量房贷利率下调、LPR 下降、有效信贷需求不足以及市场竞争加剧等影响，上半年生息资产平均收益率 3.14%，同比下降 46bps，公司不断加强低收益资产的流转速度。负债端，受益于存款挂牌利率下降，上半年计息负债成本率 1.35%，同比下降 37bps。不过企业和居民资金活化依然不足，期末活期存款占比为 51.0%，较年初下降 1.2 个百分点，依然给负债管理带来了一定压力，公司持续推动低成本核心存款增长保持负债成本优势。

规模扩张稳健，客群优势依然是公司最重要护城河。期末资产总额 12.66 万亿元，贷款总额 7.12 万亿元，存款总额 9.42 万亿元，较年初分别增长了 4.2%、3.3% 和 3.6%。对公贷款和零售贷款分别增长了 7.9% 和 0.9%，零售信贷需求依然疲软，同时也与公司积极主动降低风险偏好有关，信用卡余额较年初下降 2.5%。期末贷款余额较 3 月末微降 89 亿元，主要是票据余额压降了 685 亿元，对公贷款和零售贷款均实现了扩张。

期末管理零售 AUM 达 16.03 万亿元，较年初增长 7.4%，零售客户 2.16 亿户，其中金葵花及以上客户 563.2 万户，私人银行客户 18.27 万户，较年初分别增长 2.86%、7.57% 和 8.07%，客群结构持续优化。上半年零售财富管理手续费及佣金收入同比增长 6.00%。

资产质量稳健，拨备覆盖率稳定在高位。期末不良率 0.93%，较 3 月末下降 1bp，较年初下降 2bps，加回核销处置后的不良生成率同比下降 3bps 至 0.78%；其中，对公不良率较年初下降 13bps 至 0.93%，零售贷款不良率较年初提升 7bps 至 1.03%，主要是小微和消费贷不良仍在暴露，信用卡由于处置较早不良率已企稳，按揭不良率较年初下降了 2bps。

受益于不良率下降，拨备计提压力下降。上半年信用减值损失同比下降了 8.56%，其中年化贷款信用成本同比下降 10bps 至 0.68%；期末拨备覆盖率 411%，较 3 月末提升了 0.9 百分点。

投资建议：维持 2025-2027 年净利润 1508/1581/1691 亿元的预测，对应同比增速为 1.6%/4.9%/7.0%。当前股价对应 2025-2027PB 值为 0.95x/0.87x/0.80x。公司经营稳健，业绩改善，其治理机制、文化体系以及优质客群是其重要的护城河。伴随经济稳步复苏，大零售业务溢价也将逐步显现，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

公司研究 · 财报点评

银行 · 股份制银行 II

证券分析师：田维韦 021-60875161 tianweiwei@guosen.com.cn
证券分析师：王剑 021-60875165 cnwangjian@guosen.com.cn
S0980520030002 S0980518070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.89 元
总市值/流通市值	1081679/1081679 百万元
52 周最高价/最低价	48.55/29.93 元
近 3 个月日均成交额	2876.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商银行 (600036. SH) 2025 年一季报点评-净利息收入实现正增长，核心竞争力深化》——2025-04-30
- 《招商银行 (600036. SH) 2024 年年报点评-客群和风控护城河进一步彰显》——2025-03-26
- 《招商银行 (600036. SH) 2024 年三季报点评-业绩回暖，大零售曙光初现》——2024-10-29
- 《招商银行 (600036. SH) 2024 年半年报点评-业绩寻底，静待大零售回暖》——2024-08-30
- 《招商银行 (600036. SH) 2024 年一季度点评-业绩阶段性承压，静待大零售回暖》——2024-04-30

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	339,123	337,488	343,245	361,277	386,622
(+/-%)	-1.6%	-0.5%	1.7%	5.3%	7.0%
净利润(百万元)	146,602	148,391	150,756	158,083	169,076
(+/-%)	6.2%	1.2%	1.6%	4.9%	7.0%
摊薄每股收益(元)	5.63	5.66	5.76	6.05	6.48
总资产收益率	1.39%	1.29%	1.50%	1.15%	1.14%
净资产收益率	16.8%	15.1%	14.0%	13.3%	13.1%
市盈率(PE)	7.64	7.60	7.48	7.12	6.64
股息率	4.6%	4.6%	4.9%	5.1%	5.5%
市净率(PB)	1.16	1.03	0.95	0.87	0.80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

财务预测与估值

每股指标(元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(十亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	5.63	5.66	5.76	6.05	6.48	营业收入	339	337	343	361	387
BVPS	37.08	41.75	45.51	49.45	53.71	其中：利息净收入	215	211	220	240	262
DPS	1.97	2.00	2.11	2.21	2.37	手续费净收入	84	72	66	70	73
						其他非息收入	40	54	57	51	51
资产负债表(十亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业支出	162	158	162	171	183
总资产	11,028	12,152	13,306	14,371	15,521	其中：业务及管理费	112	108	109	115	123
其中：贷款	6,253	6,633	7,031	7,487	7,974	资产减值损失	41	40	44	49	52
非信贷资产	4,776	5,519	6,276	6,884	7,547	其他支出	9	11	9	7	8
总负债	9,943	10,919	11,977	12,941	13,982	营业利润	177	179	181	190	204
其中：存款	8,240	9,195	10,161	11,279	12,519	其中：拨备前利润	218	219	225	239	256
非存款负债	1,702	1,723	1,816	1,663	1,463	营业外净收入	(0)	(0)	0	0	0
所有者权益	1,086	1,233	1,329	1,430	1,539	利润总额	177	179	181	190	204
其中：总股本	25	25	25	25	25	减：所得税	29	29	30	31	33
普通股东净资产	935	1,053	1,148	1,247	1,355	净利润	148	150	152	159	170
						归母净利润	147	148	151	158	169
总资产同比	8.8%	10.2%	9.5%	8.0%	8.0%	其中：普通股东净利润	142	143	145	153	163
贷款同比	7.7%	6.1%	6.0%	6.5%	6.5%	分红总额	50	50	53	56	60
存款同比	8.6%	11.6%	10.5%	11.0%	11.0%	营业收入同比	-1.6%	-0.5%	1.7%	5.3%	7.0%
贷存比	76%	72%	69%	66%	64%	其中：利息净收入同比	-0.6%	-7.8%	4.2%	9.3%	9.1%
非存款负债/负债	17%	16%	15%	13%	10%	手续费净收入同比	-10.8%	-14.3%	-8.0%	5.0%	5.0%
权益乘数	10.2	9.9	10.0	10.1	10.1	归母净利润同比	6.2%	1.2%	1.6%	4.9%	7.0%
资产质量指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	业绩增长归因	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%	生息资产规模	9.6%	8.8%	8.0%	9.8%	8.0%
信用成本率	0.75%	0.66%	0.72%	0.74%	0.70%	净息差(广义)	-10.3%	-16.6%	-3.8%	-0.5%	1.1%
拨备覆盖率	438%	412%	401%	392%	389%	手续费净收入	-2.9%	-1.7%	-3.1%	-1.0%	-0.9%
资本与盈利指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	其他非息收入	1.9%	9.1%	0.6%	-3.0%	-1.2%
ROA	1.39%	1.29%	1.50%	1.15%	1.14%	业务及管理费	-0.1%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	16.8%	15.1%	14.0%	13.3%	13.1%	资产减值损失	8.3%	0.9%	-1.6%	-1.3%	-0.1%
核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	14.79%	14.88%	14.97%	其他因素	-0.3%	-0.8%	1.5%	0.9%	-0.0%
一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.41%	17.50%	17.59%	归母净利润同比	6.2%	1.2%	1.6%	4.9%	7.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032