

招商银行(600036.SH)

盈利增速稳健，财富管理回暖持续

强烈推荐（维持）

股价：41.98元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.06%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通A股(百万股)	20,629
流通B/H股(百万股)	4,591
总市值(亿元)	10,629
流通A股市值(亿元)	8,660
每股净资产(元)	42.10
资产负债率(%)	89.8

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)*季报点评*存款扩张积极，非息拖累营收负增*强烈推荐20250430

证券分析师

袁喆奇

投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

许淼

投资咨询资格编号
S1060525020001
XUMIAO533@pingan.com.cn



事项：

招商银行发布 2025 年半年报，公司上半年实现营业收入 1670 亿元，同比负增 1.7%，实现归母净利润 749 亿元，同比增长 0.3%。截至 2025 年半年末，公司总资产规模同比增长 9.4%，贷款规模同比增长 5.5%，存款规模同比增长 8.8%。

平安观点：

■ **非息修复支撑营收回暖，盈利增速保持稳健。**招商银行 2025 年上半年归母净利润同比增长 0.3% (-2.1%，25Q1)，营收修复推动盈利增速上行，上半年营收同比增长 1.7% (-3.1%，25Q1)，利差业务企稳叠加非息收入修复推动营收增速回暖。公司上半年净利息收入同比增长 1.6% (+1.9%，25Q1)，保持相对稳健。上半年非息收入同比负增 6.7% (-10.6%，25Q1)，其中投资相关的其他非息收入同比负增 12.9% (-22.9%，25Q1)。上半年中收收入虽仍同比负增 1.9% (-2.5%，25Q1)，但公司财富管理手续费同比增长 11.89% (10.45%，25Q1)，资产管理手续费负增缺口同样较 1 季度收敛 9.69pct 至 6.91%，居民财富管理需求有望在资本市场活跃背景下延续修复态势。

■ **息差小幅下行，扩表速度稳健。**招商银行半年末净息差水平 1.88% (1.91%，25Q1)，2 季度单季度年化净息差环比 1 季度下降 5BP 至 1.86%，主要是受到资产端定价下行的拖累，公司半年末贷款收益率较年初下降 46BP 至 3.45%，2 季度单季度贷款年化收益率环比 1 季度下降 15BP 至 3.38%，零售贷款收益率降幅相对更大，半年末零售贷款年化贷款收益率较年初下降 50BP 至 4.08%。负债端延续改善趋势，公司半年末存款成本率较年初下降 28BP 至 1.26%，2 季度单季度年化存款成本率环比 1 季度下降 6BP 至 1.23%。规模方面，公司半年末总资产同比增长 9.4% (8.8%，25Q1)，其中贷款规模同比增长 5.5% (+4.5%，25Q1)，贷款投放保持相对稳健。负债端方面，公司半年末存款同比增长 8.8% (+10.4%，25Q1)，定期化趋势仍在持续，公司活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例为 49.72%，较上年全年下降 0.62 个百分点。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业净收入(百万元)	332,881	330,404	330,438	338,682	357,323
YOY(%)	-1.8	-0.7	0.0	2.5	5.5
归母净利润(百万元)	146,602	148,391	151,698	157,657	165,022
YOY(%)	6.2	1.2	2.2	3.9	4.7
ROE(%)	16.7	15.1	14.1	13.7	13.1
EPS(摊薄/元)	5.81	5.88	6.01	6.25	6.54
P/E(倍)	7.2	7.1	7.0	6.7	6.4
P/B(倍)	1.14	1.01	0.96	0.88	0.81

资料来源：wind、平安证券研究所

- **不良率环比下降，拨备水平夯实无虞。**招商银行半年末不良率环比 1 季度末下降 1BP 至 0.93%，绝对水平预计处于同业较优位置，公司年化不良贷款生成率 0.98%（1.00%，25Q1），但公司零售贷款不良率环比 1 季度末上升 3BP 至 1.04%，其中小微贷款不良率环比 1 季度末上升 13BP 至 0.96%，消费贷不良率环比 1 季度末上升至 27BP 至 1.41%，信用卡不良率环比持平 1 季度末于 1.75%。前瞻性指标方面，公司半年末关注率环比 1 季度末上升 7BP 至 1.43%，逾期率环比 1 季度末下降 2BP 至 1.36%，综合各项指标来看，虽然零售业务资产质量出现一定波动，但公司核心资产质量指标仍处地位，资产质量预计仍保持在同业较优位置。拨备方面，公司半年末拨备覆盖率和拨贷比环比 1 季度末下降 9.61pct/6BP 至 411%/3.83%，风险抵补能力保持稳定。
- **投资建议：短期承压不改业务韧性，关注股息配置价值。**公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大，但长期角度下的竞争优势依然稳固，营收能力绝对水平仍位于同业领先地位，长期价值依然可期。我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年 EPS 分别为 6.01/6.25/6.54 元，对应盈利增速分别为 2.2%/3.9%/4.7%，当前公司股价对应 25-27 年 PB 分别为 0.96x/0.88x/0.81x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 招商银行 2025 年半年报核心指标

	百万元	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025H1
利润表 (累计)	营业收入	86,417	172,945	252,709	337,488	83,751	169,969
	YoY	-4.7%	-3.1%	-2.91%	-0.48%	-3.1%	-1.7%
	利息净收入	52,000	104,449	157,298	211,277	52,996	106,085
	YoY	-6.2%	-4.2%	-3.1%	-1.6%	1.9%	1.6%
	中收收入	20,204	38,328	55,702	72,094	19,696	37,602
	YoY	-19.4%	-18.6%	-16.9%	-14.3%	-2.5%	-1.9%
	信用减值损失	14,267	26,936	36,357	40,819	12,837	24,634
	YoY	-13.1%	-13.7%	-8.5%	-1.6%	-10.0%	-8.5%
	拨备前利润	59,452	116,577	170,537	219,471	57,099	113,540
	YoY	-6.1%	-4.5%	-2.5%	0.6%	-4.0%	-2.6%
归母净利润	38,077	74,743	113,184	148,391	37,286	74,930	
YoY	-2.0%	-1.3%	-0.6%	1.2%	-2.1%	-0.3%	
利润表 (单季)	营业收入	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	86,218
	YoY	-4.7%	-1.5%	-2.5%	7.5%	-3.1%	-0.4%
	归母净利润	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	37,644
	YoY	-2.0%	-0.7%	0.8%	7.6%	-2.1%	-2.7%
资产负债表	总资产	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	12,657,151
	YoY	9.6%	7.8%	9.2%	10.2%	8.8%	9.4%
	贷款总额	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	7,125,479	7,116,616
	YoY	7.6%	6.2%	4.7%	5.8%	4.5%	5.5%
	公司贷款	2,791,882	2,771,833	2,774,000	2,863,740	3,049,711	3,068,691
	占比	41%	41%	41%	42%	43%	43%
	零售贷款	3,500,248	3,541,154	3,573,833	3,644,625	3,658,578	3,678,188
	占比	51%	52%	53%	53%	51%	52%
	票据贴现	523,697	434,817	410,918	379,950	411,037	348,737
	占比	8%	6%	6%	6%	6%	5%
存款总额	8,440,100	8,662,886	8,732,681	9,096,587	9,319,462	9,422,379	
YoY	8.6%	7.9%	9.4%	11.5%	10.4%	8.8%	
活期存款		4,501,686		4,752,616		4,808,438	
占比		52%		52%		51%	
定期存款		4,161,200		4,343,971		4,613,941	
占比		48%		48%		49%	
财务比率 (%)	净息差 (公布值)	2.02	2.00	1.99	1.98	1.91	1.88
	贷款收益率	4.07	4.02	3.98	3.91	3.53	3.45
	存款成本率	1.63	1.60	1.58	1.54	1.29	1.26
	成本收入比	28.35	29.74	29.58	31.89	28.64	30.11
	ROE (年化)	16.08	15.44	15.38	14.49	14.13	13.85
资产质量指标 (%)	不良率	0.92	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93
	关注率	1.14	1.24	1.30	1.29	1.36	1.43
	拨备覆盖率	436.82	434.42	432.15	411.98	420.54	410.93
	拨贷比	4.01	4.08	4.06	3.92	3.89	3.83
资本充足指标 (高级法, %)	核心一级资本充足率	14.07	13.86	14.73	14.86	14.86	14.00
	一级资本充足率	16.30	16.09	16.99	17.48	17.43	17.07
	资本充足率	18.20	17.95	18.67	19.05	19.06	18.56
业务指标 (亿元)	零售AUM	138,572	142,031	143,449	149,267	155,683	160,294
	YoY	10.5%	13.3%	11.7%	14.1%	16.9%	15.7%
	私人银行客户数 (户)	153,167	158,434	159,581	169,100	176,588	182,740
	YoY	10.5%	10.7%	9.2%	13.6%	15.3%	15.3%
	理财产品余额	24,000	24,400	24,400	24,700	23,600	24,600
YoY	-2.4%	-3.6%	-5.4%	-3.1%	-1.7%	0.8%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	6,902,848	7,317,019	7,756,040	8,221,403
证券投资	3,673,040	4,150,535	4,690,105	5,299,818
应收金融机构的款	900,515	1,080,618	1,296,742	1,556,090
生息资产总额	11,780,168	12,914,811	14,183,350	15,596,734
资产合计	12,152,036	13,322,497	14,631,080	16,089,081
客户存款	9,195,329	10,298,768	11,534,621	12,918,775
计息负债总额	10,627,577	11,742,163	12,989,718	14,386,161
负债合计	10,918,561	12,033,827	13,239,817	14,590,432
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	1,226,014	1,280,875	1,382,847	1,489,584
股东权益合计	1,233,475	1,288,670	1,391,263	1,498,649
负债和股东权益合	12,152,036	13,322,497	14,631,080	16,089,081

资产质量

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
NPLratio	0.95%	0.94%	0.92%	0.91%
NPLs	65,610	68,780	71,356	74,815
拨备覆盖率	412%	402%	392%	384%
拨贷比	3.91%	3.78%	3.61%	3.49%
一般准备/风险加权资	3.29%	3.06%	2.82%	2.64%
不良贷款生成率	0.64%	0.50%	0.50%	0.50%
不良贷款核销率	-0.58%	-0.46%	-0.47%	-0.46%

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	211,277	216,949	225,193	240,410
净手续费及佣金收入	72,094	68,489	68,489	71,914
营业净收入	330,404	330,438	338,682	357,323
营业税金及附加	-2,950	-3,304	-3,387	-3,573
拨备前利润	219,471	221,027	228,244	242,613
计提拨备	-39,976	-38,394	-38,436	-43,938
税前利润	178,652	182,633	189,807	198,675
净利润	149,559	152,892	158,898	166,321
归母净利润	148,391	151,698	157,657	165,022

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营管理				
贷款增长率	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
生息资产增长率	10.2%	9.6%	9.8%	10.0%
总资产增长率	10.2%	9.6%	9.8%	10.0%
存款增长率	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
付息负债增长率	9.7%	10.5%	10.6%	10.8%
净利息收入增长率	-1.6%	2.7%	3.8%	6.8%
手续费及佣金净收入增长	-14.3%	-5.0%	0.0%	5.0%
营业净收入增长率	-0.7%	0.0%	2.5%	5.5%
拨备前利润增长率	0.6%	0.7%	3.3%	6.3%
税前利润增长率	1.2%	2.2%	3.9%	4.7%
归母净利润增长率	1.2%	2.2%	3.9%	4.7%
非息收入占比	21.8%	20.7%	20.2%	20.1%
成本收入比	32.6%	32.0%	31.5%	31.0%
信贷成本	0.60%	0.54%	0.51%	0.55%
所得税率	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
盈利能力				
NIM	1.98%	1.85%	1.75%	1.70%
拨备前 ROAA	1.89%	1.74%	1.63%	1.58%
拨备前 ROAE	19.1%	17.6%	17.1%	16.9%
ROAA	1.28%	1.19%	1.13%	1.07%
ROAE	15.1%	14.1%	13.7%	13.1%
流动性				
贷存比	75.07%	71.05%	67.24%	63.64%
贷款/总资产	56.80%	54.92%	53.01%	51.10%
债券投资/总资产	30.23%	31.15%	32.06%	32.94%
银行同业/总资产	7.41%	8.11%	8.86%	9.67%
资本状况				
核心一级资本充足率	14.86%	12.43%	12.35%	12.21%
资本充足率(权重法)	15.73%	15.43%	15.08%	14.69%
加权风险资产(¥,mn)	8,227,390	9,019,836	9,905,797	10,892,919
RWA/总资产	67.7%	67.7%	67.7%	67.7%

资料来源：wind、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层