



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月03日

相关研究

【兴证银行】招商银行：核心营收正增长，不良生成下行——招商银行 2025 年一季报点评-2025.04.30

【兴证银行】招商银行：盈利回正，分红提升——招商银行 2024 年年报点评-2025.03.26

【兴证银行】资产质量稳定，单季利润增速回正——招商银行 2024 年三季报点评-2024.10.30

分析师：陈绍兴

S0190517070003
chenshaox@xyzq.com.cn

分析师：王尘

S0190520060001
wangchenyj@xyzq.com.cn

分析师：曹欣童

S0190522060001
caoxintong@xyzq.com.cn

分析师：陶明婧

S0190525060002
taomingjing@xyzq.com.cn

分析师：刘子健

S0190525080002
liuzijian@xyzq.com.cn

招商银行(600036.SH)

首次中期分红，利润增速回正

——招商银行 2025 年中报点评

投资要点

- **招商银行披露 2025 年半年报，2025 年上半年实现营收 1700 亿元，同比增长 -1.7%，实现归母净利润 749 亿元，同比增长 0.3%。**
 - **业绩超预期，利润增速回正。**2025H1 营收同比-1.7%，归母净利润同比+0.3%，Q2 单季度营收同比-0.4%，利润同比+2.7%，利润增速转正，营收降幅收窄。拆分 2025 上半年来看：1) 净利息收入同比+1.6% (25Q1: +1.9%)，核心营收保持正增长，贷款边际提速，息差仍有下行压力。2) 手续费收入同比-1.9% (25Q1: -2.5%)，降幅进一步收窄，财富管理收入恢复正增长，资产管理、银行卡、结算清算收入仍尚未回正。3) 投资相关收入同比-21.9% (25Q1: -31.2%)，其中投资收益同比+12%，主要是债券投资收益及非货币基金分红增加，公允价值浮亏拖累投资表现。4) 减值损失同比-8.5%，信用成本同比-8bp 至 0.41%。
 - **财富管理收入回暖。**截至 2025H1，零售客户数同比+6.9%，其中金葵花以上客户同比+12.7%。零售 AUM 同比+12.9%，增速均边际上行。财富管理手续费收入同比+11.9%，今年以来财富管理收入增速持续回升，其中代理理财、代理基金、代理保险分别同比+26.27%/+14.35%/-18.76%。
 - **规模扩张提速，对公政信类贡献提升。**2025H1 总资产同比+9.4%，贷款同比+5.7%，规模扩张提速。其中：对公/零售贷款增速分别为+11.5%/+3.9%。从信贷增量来看，2025 上半年新增贷款约 2283 亿元，同比少增 106 亿元。其中，对公端较年初新增 2260 亿元，其中制造业贡献增量的 23%，政信类贡献 44%；零售端较年初新增 336 亿元，按揭贷款延续回暖正增，信用卡余额压降，消费贷和经营贷均实现正增长。
 - **息差仍有下行压力。**2025H1 净息差 1.88%，同比-12bp，较 2025Q1 净息差-3bp。其中：①贷款收益率较 2025Q1 下降 8bp，较去年全年-46bp，受上年存量房贷利率下调、LPR 下降及有效信贷需求不足影响，新发放贷款定价持续下行。②存款成本较 2025Q1 下降 3bp，较去年全年-28bp，存款成本降幅不及贷款收益率降幅。
 - **不良生成率下行，零售不良趋势好于同业。**不良率环比-1bp 至 0.93%，不良生成率 0.98%，同比-4bp，其中对公贷款不良生成下降，零售 (不含信用卡) 不良生成有所上升。拨备覆盖率环比+0.9pct 至 411%，拨贷比环比-1bp 至 3.83%。
- 分行业来看：①对公不良率较去年末-14bp 至 0.93%。其中：对公房地产贷款不良率较去年末-20bp 至 4.74%。②零售不良率较去年末+6bp 至 1.03%，其中：按揭不良率较去年末-2bp 至 0.46%，消费贷不良率较去年末+37bp 至 1.41%，信用卡不良率持平 1.75%，经营贷不良率较去年末+16bp 至 0.95%。

- **分红：首次实施中期分红，2025 年中期分红率（归属普通股股东净利润口径）为 35%，预计现金分红时间为 2026 年 1-2 月之间。**
- **盈利预测：**我们小幅调整盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 5.75/5.95/6.19 元，BVPS 分别为 45.26/49.22/53.36 元，以 2025 年 9 月 1 日收盘价计算，对应 2025 年末 PB 为 0.93 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：规模扩张速度不及预期，资产质量超预期波动。**

表1、资产负债表预测 (百万元)

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,028,483	12,152,036	13,029,594	13,968,041	14,992,090
生息资产	10,708,919	11,812,701	12,638,466	13,559,158	14,551,583
贷款	6,252,755	6,632,548	7,030,501	7,452,331	7,899,471
占比	58%	56%	56%	55%	54%
现金和准备金	682,802	574,065	586,294	630,266	677,536
占比	6%	5%	5%	5%	5%
存放同业	560,709	900,515	945,541	992,818	1,042,459
占比	5%	8%	7%	7%	7%
债券投资	3,212,653	3,705,573	4,076,130	4,483,743	4,932,118
占比	30%	31%	32%	33%	34%
总负债	9,942,754	10,918,561	11,700,337	12,538,695	13,458,453
付息负债	9,747,853	10,726,621	11,466,331	12,287,921	13,189,284
同业存放	1,269,376	1,209,327	1,245,607	1,307,887	1,399,439
占比	13%	11%	11%	11%	11%
存款	8,240,498	9,195,329	9,930,955	10,675,777	11,476,460
占比	85%	86%	87%	87%	87%
应付债券	237,979	321,965	289,769	304,257	313,385
占比	2%	3%	3%	2%	2%
总权益	1,085,729	1,233,475	1,329,257	1,429,346	1,533,637
总母公司权益	1,076,370	1,226,014	1,321,796	1,421,885	1,526,176

数据来源：公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、利润表预测 (百万元)

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	339,123	337,488	336,059	343,961	355,917
净利息收入	214,669	211,277	214,992	218,909	226,668
手续费净收入	84,108	72,094	73,536	75,007	76,507
投资相关收入	28,154	39,991	31,993	32,953	33,941
其他收入	12,192	14,126	15,539	17,092	18,802
营业总支出	162,460	158,469	154,360	156,210	161,092
营业税金	2,963	2,950	2,938	3,007	3,111
业务及管理费	111,786	107,616	104,178	103,188	106,775
资产减值损失	41,469	40,819	39,452	41,443	41,777
营业利润	176,663	179,019	181,699	187,752	194,825
营业外收支合计	-45	-367	-367	-367	-367
利润总额	176,618	178,652	181,332	187,385	194,458
所得税	28,612	29,093	29,529	30,515	31,667
净利润	148,006	149,559	151,803	156,869	162,791
归属母公司净利润	146,602	148,391	150,626	155,683	161,596
EPS (元)	5.63	5.66	5.75	5.95	6.19
BVPS (元)	36.71	41.46	45.26	49.22	53.36
ROAE	16.22%	14.49%	13.26%	12.60%	12.06%
ROAA	1.37%	1.26%	1.21%	1.16%	1.12%

数据来源：公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn