长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

公司研究 | 点评报告 | 招商银行（600036.SH）

利润转正，不良新生成率降至近年新低
——2025 年中报点评

报告要点

上半年营收增速-1.7%，归母净利润增速+0.3%，利息净收入增速+1.6%，非息净收入增速-6.7%，中收增速-1.9%，其中财富管理收入今年全面转正。资产质量释放积极信号，上半年末不良率0.93%，较期初-2BP，拨备覆盖率 411%，环比回升。上半年母行不良新生成率 0.98%，较 Q1 下降 2BP，反映对公改善+零售风险收敛，其中零售、信用卡不良生成均回落。上半年净息差1.88%，下降主要受资产收益率下降影响，虽然存款成本率显著低于同业，但今年以来降幅依然不低，预计未来仍有下降空间，低负债成本优势突出。

分析师及联系人

马祥云
SAC：S0490521120002
SFC：BUT916

盛悦菲
SAC：S0490524070002

招商银行（600036.SH）

利润转正，不良新生成率降至近年新低
——2025 年中报点评

事件描述

招商银行上半年营收增速-1.7%（Q1 增速-3.1%，Q2 单季增速-0.4%），归母净利润增速+0.3%（Q1 增速-2.1%，Q2 单季增速+2.7%）。上半年末不良率 0.93%，拨备覆盖率 411%。

事件评论

- **利润增速转正优于预期。**1）上半年利息净收入增速+1.6%（Q1 增速+1.9%），今年以来息差降幅收窄推动增速转正。2）非利息净收入增速-6.7%，较 Q1 的-10.6%回升。上半年中收增速-1.9%（Q1 增速-2.5%），下滑主要受银行卡、清结算手续费拖累。财富管理收入同比+11.9%，2022~2024 年连续调整充分后今年全面转正；投资等其他非息收入增速-12.9%（Q1 增速-22.2%）。3）信用成本、所得税率同比下降，推动利润增速转正。
- **零售投放优于同业，对公拉动规模增长。**上半年总资产较期初+4.2%，贷款较期初+3.3%，Q2 环比-0.1%，主要票据规模较期初压降 8.2%，剔除票据的一般贷款较期初+4.0%，去年全年增速 7.8%，预计今年将争取相似增速。1）零售贷款较期初增长 0.9%，主要信用卡规模收缩 2.5%，房贷/消费贷/小微分别较期初正增长 1.5%/5.1%/2.2%。2）一般对公贷款较期初+7.9%，同比多增，基建/制造业为主要投向，房地产贷款继续下降。3）存款较期初增长 3.6%，上半年末活期存款占比 51.0%，环比小幅-0.8pct。
- **资产端拖累息差，低负债成本优势突出。**上半年净息差 1.88%，较 2024 全年下降 10BP，Q2 单季度 1.86%，环比下降 5BP。1）上半年贷款收益率较 2024 全年下降 46BP 至 3.45%，单季环比-15BP，明显受结构影响，低收益对公贷款和消费贷占比上升，信用卡占比下降。上半年对公/零售贷款收益率分别较 2024 全年下降 47BP/50BP，对公贷款收益率已跌破 3.0%，反映目前风险偏好非常保守。2）上半年存款成本率较 2024 全年下降 28BP 至 1.26%，Q2 单季降至 1.23%，虽然存款成本率绝对水平显著低于同业，但降幅依然不低，反映客户粘性和定价能力，目前对公/个人定期存款成本率仍高于挂牌利率，并且财富管理优势显著，如果居民存款活化，存款综合成本具备下降弹性。
- **不良生成率降至近年新低。**上半年末不良率环比-1BP，较期初-2BP。拨备覆盖率环比+1pct，连续 13 个季度回落后首次回升。上半年母行不良新生成率 0.98%，较 Q1 下降 2BP，反映对公改善+零售风险收敛。1）上半年母行零售不良新生成率 1.70%，较 Q1 高点回落 5BP。信用卡不良新生成率较 Q1 回落 7BP 至 4.22%，预计后续不良生成率可能进一步回落。总体零售贷款逾期率也环比下降，未来逾期率、生成率、不良率指标可能依次改善。2）上半年对公不良新生成率稳定于 0.16%的低位，上半年末母行房地产不良率 4.56%，环比-23BP，随着未来持续核销处置，不良率预计延续下降趋势。
- **投资建议：**宣告今年将首次中期分红，明年初派息，根据此前股东大会公告，分红比例 35%，与 2024 全年持平。中报利润增速转正优于预期，更核心的是资产质量改善信号明确，财富管理收入确认转正；长期内生增长能力突出，2024 年以来呈现出稀缺的红利+顺周期双重属性优势，股价底部逐级抬升。作为第一权重银行股，长期受益机构配置比例重构。目前 A/H 股 2025 年 PB 估值 0.98x/1.00x，股息率 4.7%/4.6%，维持“买入”评级。

风险提示

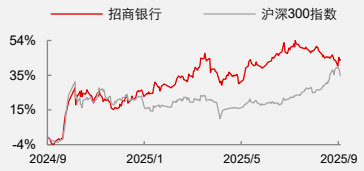
1、信贷规模扩张不及预期；2、资产质量出现明显波动。

公司基础数据

当前股价(元)	43.05
总股本(万股)	2,521,985
流通A股/B股(万股)	2,062,894/0
每股净资产(元)	42.10
近12月最高/最低价(元)	48.55/29.93

注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



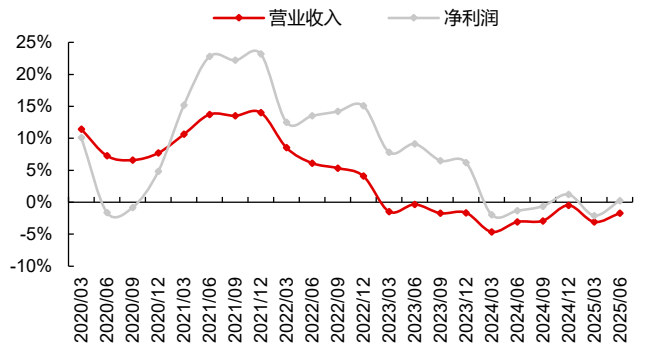
资料来源：Wind

相关研究

- 《利息&财富收入正增，存款成本改善——2025 年一季报点评》2025-05-07
- 《业绩增速逐季度上行，负债成本改善——2024 年年报点评》2025-03-26
- 《利润同比转正，单季增长 7.6%——2024 年业绩快报点评》2025-01-15

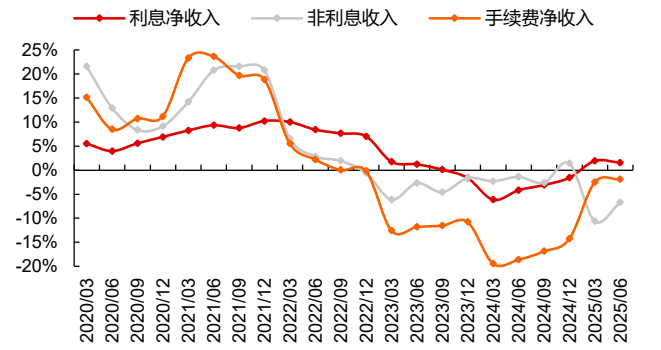
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：招商银行 2025H1 营收、净利润累计同比增速回升



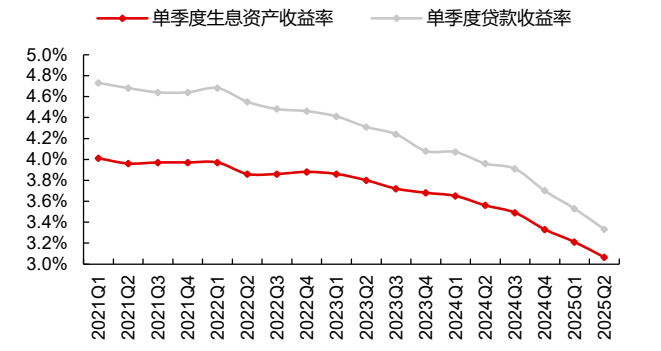
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：招商银行 2025H1 年非息净收入增速回升



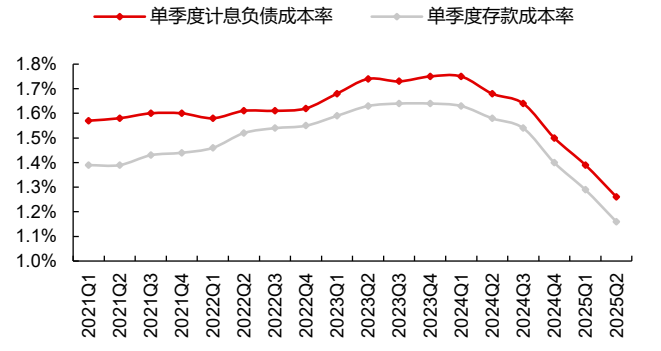
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：招商银行 2025Q2 资产及贷款收益率环比下降



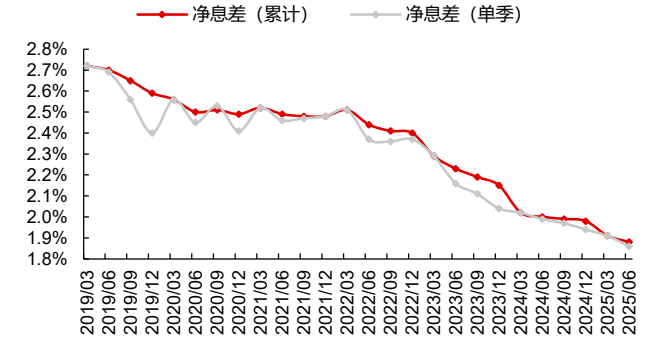
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：招商银行 2025Q2 负债及存款成本率环比下降



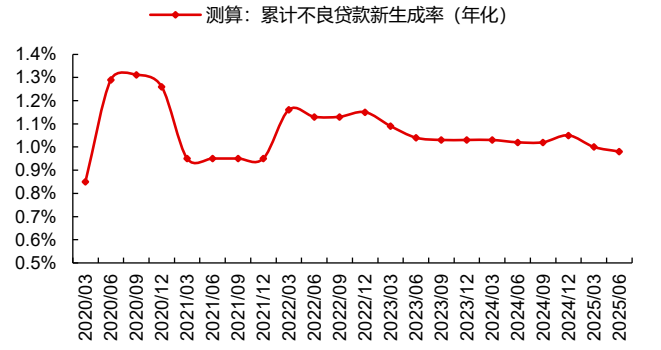
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 5：招商银行 2025Q2 净息差环比下降



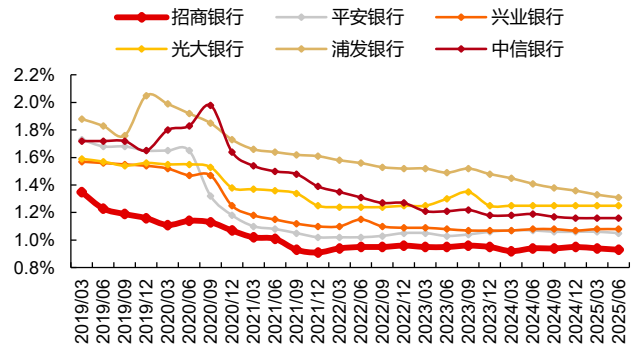
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：招商银行 2025H1 不良新生成率较 2025Q1 下降



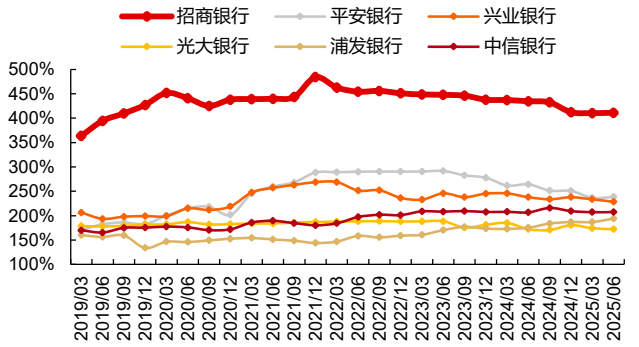
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 7：招商银行 2025Q2 不良率环比回落



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 8：招商银行 2025Q2 拨备覆盖率环比企稳



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

风险提示

1、信贷规模扩张不及预期：公司以利息净收入为主要收入来源，如果信贷需求不足导致投放较差，将导致公司营业收入增速疲弱，从而对业绩造成负面影响。

2、资产质量出现明显波动：当前我国经济仍处于经济复苏早期，假如公司的企业和居民客户面临较大的现金流压力，将可能导致公司不能按时收回贷款的利息和本金，形成坏账，从而影响公司的资产质量以及利润水平。

财务报表及预测指标（百万元）

合并资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	**12,152,036**	**13,103,316**	**14,111,217**	**15,166,848**
现金	16,622	14,421	14,421	14,421
存放中央银行款项	557,443	558,682	602,789	650,413
发放贷款和垫款	6,632,548	7,058,013	7,546,711	8,040,720
金融投资				
交易性金融资产	617,018	690,324	755,224	811,721
债权投资	1,941,580	2,095,941	2,292,987	2,464,521
其他债权投资	1,092,127	1,316,381	1,440,139	1,547,873
其他权益工具投资	22,315	24,898	27,239	29,277
存放同业款项	220,231	131,033	141,112	151,668
拆出资金	408,955	393,099	423,337	455,005
买入返售金融资产	271,329	316,149	325,287	419,881
贵金属	9,415	15,601	15,601	15,601
长期股权投资	31,015	34,213	36,845	39,601
其他资产合计	331,438	454,561	489,525	526,146
负债合计	**10,918,561**	**11,760,755**	**12,670,703**	**13,623,674**
向中央银行借款	189,934	248,963	268,113	288,170
同业和其他金融机构存放款项	699,975	681,372	677,338	758,342
拆入资金	235,376	248,963	282,224	288,170
交易性金融负债	67,461	65,517	70,556	75,834
卖出回购金融资产	84,042	131,033	141,112	151,668
客户存款	9,195,329	9,887,989	10,668,632	11,511,532
应付债券	222,921	196,550	211,668	227,503
其他负债	223,523	300,369	351,059	322,454
股东权益合计	**1,233,475**	**1,342,560**	**1,440,514**	**1,543,174**
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
其他权益工具	180,446	227,446	227,446	227,446
资本公积	65,429	65,420	65,420	65,420
其他综合收益	43,257	36,970	36,970	36,970
盈余公积	122,652	136,586	150,972	166,044
一般风险准备	154,932	173,642	192,959	213,198
未分配利润	634,078	669,381	733,055	799,801
归属于本行股东的权益	1,226,014	1,334,664	1,432,042	1,534,099

合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**337,488**	**338,326**	**355,258**	**375,009**
利息净收入	211,277	217,364	238,286	254,997
手续费及佣金净收入	72,094	72,858	76,063	79,634
投资收益等其他业务收入	54,117	48,104	40,908	40,378
营业支出	158,469	160,568	170,807	182,166
PPOP	**219,838**	**219,389**	**232,526**	**245,878**
信用减值损失	39,976	41,631	48,075	53,035
营业利润	179,019	177,758	184,451	192,843
归属于本行股东净利润	**148,391**	**150,227**	**155,880**	**162,969**

财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总额增速	10.2%	7.8%	7.7%	7.5%
贷款总额增速	5.8%	6.4%	6.8%	6.6%
负债总额增速	9.8%	7.7%	7.7%	7.5%
存款总额增速	11.5%	7.7%	7.9%	7.9%
营业收入增速	-0.5%	0.2%	5.0%	5.6%
利息净收入增速	-1.6%	2.9%	9.6%	7.0%
非利息净收入增速	1.4%	-4.2%	-3.3%	2.6%
成本收入比	31.9%	32.0%	31.5%	31.5%
归属于本行股东净利润增速	**1.2%**	**1.2%**	**3.8%**	**4.5%**
EPS	5.66	5.71	5.89	6.17
BVPS	41.46	43.90	47.76	51.81
ROE	14.49%	13.37%	12.86%	12.40%
ROA	1.28%	1.19%	1.15%	1.11%
净息差	1.98%	1.87%	1.88%	1.87%
不良贷款率	0.95%	0.93%	0.93%	0.93%
拨备覆盖率	411.98%	409.94%	402.83%	402.38%

估值	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E（A 股）	7.60	7.54	7.31	6.97
P/E（H 股）	7.73	7.67	7.43	7.09
P/B（A 股）	1.04	0.98	0.90	0.83
P/B（H 股）	1.06	1.00	0.92	0.84
股息率（A 股）	4.65%	4.68%	4.83%	5.06%
股息率（H 股）	4.57%	4.61%	4.76%	4.98%

资料来源：Wind，上市银行财务报告，长江证券研究所（注：估值截至 2025 年 9 月 4 日收盘价）

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	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
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%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%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。