

业绩边际改善， 财富管理优势凸显

核心观点

净利息收入稳定增长，中收向上修复，招行 9M25 营收、利润均有所改善，符合预期。存款成本有力管控下，息差降幅有所收窄。低基数效应+资本市场持续向好，财富管理业务实现高增，带动中收回归正增长区间。资产质量整体稳定，对公贷款前瞻性指标环比改善，但零售风险仍在暴露，需持续关注。预计全年营收降幅能进一步收窄，凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，利润继续保持小个位数正增长，ROE 持续领跑同业。当前股息率投资主线下，招行股息率高且扎实，无再融资摊薄风险，是兼具高股息和顺周期属性的攻守兼备品种，配置价值突出。

事件

10月29日，招商银行公布2025年三季报：9M25年实现营业收入2514.20亿元，同比减少0.5%（1H25：-1.7%）；归母净利润1137.72亿元，同比增长0.5%（1H25：0.3%）。3Q25不良率0.94%，季度环比上升1bp；拨备覆盖率季度环比下降5.0pct至405.93%。

简评

1、营收降幅收窄，中收回归正增长区间，符合预期。招行 9M25 实现营业收入 2514.20 亿元，同比减少 0.5%，降幅较 1H25（-1.7%）明显收窄。具体来看，“一体两翼”战略下对公业务贡献稳定信贷增量，在零售信贷需求不足情况下形成补位，贷款规模保持大个位数稳定增长。同时负债端成本持续优化下，息差降幅收窄，9M25 净利息收入同比增长 1.7%，增速环比 1H25 提升 0.1pct。非息收入方面，受益于资本市场的升温，公司财富管理收入持续向好，同比大幅增长 18.8%，带动中收同比增长 0.9%，回到正增长区间。单看三季度，公司核心营收（净利息收入+中收）同比增长 3.3%，增速环比 2Q25 大幅提升 2.7pct，营收质量高。其他非息收入方面，受三季度债市走弱影响，9M25 其他非息收入同比下降 11.4%，明显拖累营收，主要是债券及基金投资的公允价值变动损益大幅下降导致。

业绩归因方面，规模驱动为前三季度业绩提速最主要贡献，息差下滑、其他非息为主要拖累。9M25 实现归母净利润 1137.72 亿元，同比增长 0.5%，增速环比 1H25 提升 0.2pct。业绩归因来看，规模增长、拨备少提分别正向贡献利润 8.7%、1.9%；而息差下滑、其他非息减少分别负向贡献净利 7.6%、1.8%。9M25 招行 ROE 较 1H25 逆势提升 0.1pct 至 13.96%，继续保持领先股份行同业的较高水平。

招商银行(600036.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070014

发布日期：2025年10月30日

当前股价：40.77 元

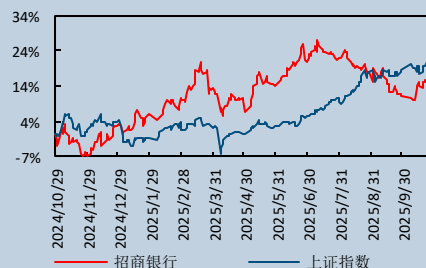
目标价格6个月：50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.07/-4.99	-8.26/-19.89	5.84/-15.05
12 月最高/最低价(元)		48.24/36.22
总股本(万股)		2,521,984.56
流通 A 股(万股)		2,062,894.44
总市值(亿元)		10,495.50
流通市值(亿元)		8,410.42
近 3 月日均成交量(万)		7873.30
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		18.06%

股价表现



展望未来，规模增长方面，随着一系列拉动内需、促进消费的政策出台落地，零售信贷需求或有望小幅改善，叠加招行自身在对公信贷等方面的灵活资产配置，招行计划全年贷款实现大个位数增长。息差方面，受 LPR 下行、同业竞争激烈影响，资产端定价压力仍存，但随着存款挂牌利率下调红利持续释放，负债端成本改善下，预计息差降幅能进一步收窄，净利息收入应能保持小幅正增长态势。非息收入方面，大财富管理趋势向好，预计中收能继续向上修复，其他非息收入受 24 年高基数影响，叠加目前长债利率高位波动，预计全年其他非息仍拖累营收。预计全年营收降幅能进一步收窄，凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，利润继续保持小个位数正增长。

2、资产端定价压力仍存，净息差延续下行趋势，但在存款成本有力管控下，净息差降幅有所收窄。招行 3Q25 净息差为 1.83%，季度环比下降 3bps，同比下降 14bps；9M25 净息差为 1.87%，同比下降 12bps，较 1H25 下降 1bp，降幅有所收窄。受到 LPR 持续下调、存量按揭贷款重定价的影响，叠加有效信贷需求仍显不足，招行资产端利率仍然承压，生息资产收益率季度环比下降 11bps 至 2.97%。但同时存款挂牌利率下调的利好逐步显现，存款成本有力压降，带动计息负债成本率季度环比下降 9bps 至 1.22%，托底息差。

资产端结构优化，规模保持 8% 左右稳定增长。3Q25 对公信贷实现有效补位，消费贷投放保持边际改善。3Q25 招行资产规模同比增长 8.5%，季度环比减少 0.1%，其中贷款、债券投资分别同比增长 5.6%、20.5%；季度环比增长 0.3%、2.1%，同业及存放央行等低收益资产继续压降，资产端结构持续优化。信贷投放上看，3Q25 招行对公、零售贷款分别同比增长 14.2%、3.4%，在当前零售信贷需求依然偏弱的环境下，招行加大了部分制造业、科技、绿色、普惠小微贷款的投放，“一体两翼”下企金业务实现有效补位。零售信贷方面，促消费政策下，消费贷边际改善，但信用卡等高风险零售贷款仍在压降。母行口径下，招行 3Q25 消费贷款较年初增长 6.3%，主要是国补、消费贷贴息等一揽子促消费政策落地一定程度上拉动了消费需求增长，居民消费贷需求延续边际改善。3Q25 按揭贷款较年初增长 1.1%，主要是存量按揭利率下调，缓解了部分按揭提前还款的压力，同时多地楼市政策优化下居民新增按揭需求存在改善。同时招行继续压降高风险零售贷款，3Q25 信用卡贷款较年初下降 2.1%。经营贷等小微贷款较年初小幅增长 4.2%，当前经济弱复苏趋势下，小微客群经营能力未见明显改善，预计招行后续小微贷款投放会更加审慎。价格方面，3Q25 贷款利率季度环比下降 13bps 至 3.25%，预计主要是按揭贷款重定价和新发贷款利率持续下行拖累。

零售活期存款增长强劲，负债端存款成本持续优化。招行客群基础扎实，存款增长旺盛。3Q25 总存款规模同比增长 9.0%，季度环比增长 1.0%。结构上看，伴随资本市场慢牛行情，居民理财需求明显提升，带动零售活期存款同比高增 17.7%，同时企业活期存款同比增长 4.2%，活期存款增长保持较好势头，活期存款占比保持在 49.1% 的较高水平，日均活期存款占比 49.5%，较上年末小幅下行 0.9pct。价格方面，得益于存款利率市场化下调及公司持续加强负债成本管控的效果持续显现，招行 3Q25 存款成本季度环比大幅下降 10bps 至 1.13%，有力对冲了资产端定价压力，助力息差降幅收窄。展望全年，预计净息差跟随行业趋势下行，但随着存款挂牌利率下调红利持续释放，招行息差降幅有望进一步收窄。

3、不良生成边际改善，对公贷款前瞻性指标环比改善，零售贷款风险仍在暴露过程中。招行 3Q25 不良率季度环比上升 1bp 至 0.94%，拨备覆盖率季度环比下降 5pct 至 405.93%，风险抵补能力十分充裕。从不良生成角度来看，3Q25 不良生成率季度环比下降 4bps 至 0.86%。对公、零售、信用卡不良生产额分别为 4、55、94 亿元，经济下行周期内，居民还款能力相对偏弱，零售、信用卡贷款资产质量压力仍大。从不良处置来看，3Q25 共处置 158 亿元不良，基本较去年同期持平，不良处置力度保持平稳。前瞻性指标上看，3Q25 招行母行口径关注率季度环比上升 2bps 至 1.41%，逾期率季度环比下降 3bps 至 1.31%，潜在风险可控。3Q25 对公贷款关注率、逾期率分别季度环比下降 3bps、7bps 至 0.82%、0.94%，零售贷款关注率环比提升 5bps 至 1.98%，预计主要是经济环境偏弱的情况下，部分中小企业经营现金流存在压力，后续趋势需继续关注。

对公房地产不良率、风险敞口持续压降。母行口径下，3Q25 招行对公房地产不良贷款余额季度环比压降 6.9%

至 1.19 亿元，对公房地产不良率季度环比大幅下行 32bps 至 4.24%，预计主要是部分存量风险进一步出清。随着地产保主体的融资端政策不断落实深化，不良生成的高峰期应已经过去。风险敞口来看，表内对公房地产敞口季度环比下降 1.3%至 3564 亿元，其中贷款季度环比基本持平于 2806 亿元，债券投资及非标季度环比下降 6.1%至 757 亿元。表外不承担信用风险房地产敞口季度环比下降 7.6%至 1794 亿元。

零售贷款不良率、关注率延续环比上行态势，零售资产质量需继续关注。母行口径下，招行 3Q25 零售贷款不良率季度环比小幅提升 3bps 至 1.01%。其中小微贷款不良率环比上升 15bps 至 1.11%，经营贷的资产质量压力仍大，预计主要是经济弱复苏下部分中小企业现金流压力较大。按揭、信用卡、消费贷不良率分别季度环比下行 1bp、1bp、24bps 至 0.45%、1.74%、1.11%，整体处于可控区间。从前瞻性指标来看，零售贷款的关注率季度环比上升 5bps 至 1.98%，已处于近年来的较高水平。其中信用卡、小微、按揭、消费贷款关注率分别季度环比上升 3bps、2bps、7bps、2bps 至 4.63%、0.59%、1.49%、0.60%。目前零售贷款资产质量存在行业性、周期性压力，不良仍处于稳步暴露态势，无明显走坏但也未见趋势性改善。行业大势下预计招行也难“独善其身”，经营贷资产质量短期内或延续边际恶化趋势。

4、大财富管理业务实现双位数增长，财富管理优势进一步凸显。零售客群增长扎实稳健，为未来打下坚实基础。招行 3Q25 大财富管理收入 326 亿元，同比增长 11%。主要是财富管理业务在资本市场持续升温叠加去年同期低基数下触底反弹，招行财富管理优势进一步凸显。代销业务中，伴随股市慢牛行情，居民理财需求明显提升，代销基金、代销理财、代销信托业务均实现较高增长，同比增速分别达 18.1%、38.8%、46.8%，但费率下调对保险业务的影响仍在持续，代销保险收入同比继续下降 7.1%。在代销基金、理财、信托业务高增的带动下，招行 3Q25 财富管理业务同比增长 18.8%。客群方面，当前面对经济下行、居民财富全球化配置趋势的挑战下，招行客户增长仍扎实稳定，为未来储备了更大的向上增长弹性。目前招行零售客户 2.2 亿户，同比增长 6.8%，增速十分稳定。其中基础客户数 2.14 亿户，同比增长 6.6%。金葵花及以上客户 578.1 万户，同比增长 14.1%，私行客户 19.14 万户，同比增长 20%，高层级客户增长较快。AUM 方面，零售总 AUM 达 16.6 万亿，同比实现 15.7%的双位数高增。轻资本业务的领先优势在中长期上仍将是招行领跑同业的护城河。

5、投资建议与盈利预测：净利息收入稳定增长，中收向上修复，招行 9M25 营收、利润均有所改善，符合预期。信贷投放上对公有效补位，消费类零售信贷投放保持边际改善。受到 LPR 持续下调、有效信贷需求仍显不足等因素影响，3Q25 净息差延续下行趋势，但在存款成本有力管控下，降幅有所收窄。低基数效应+资本市场持续向好，财富管理业务实现高增，带动中收回归正增长区间。资产质量整体稳定，对公贷款前瞻性指标环比改善，但零售风险仍在暴露，需持续关注。展望全年，招行计划 25 年贷款增速实现 7%-8%大个位数增长，息差压力仍存但降幅收窄，低基数下中收表现明显改善。但目前长债利率高位波动下，其他非息或将拖累营收，预计全年营收降幅能进一步收窄，凭借较为稳健的资产质量与扎实的拨备基础，利润继续保持小个位数正增长，ROE 持续领跑同业。

投资建议上，在当前银行业实际经营和预期的底部进一步夯实情况下，以底线思维、高置信度、高胜率为核心诉求的配置型需求安全边际进一步提升。短期内板块投资仍以股息率策略为主。招行是兼具扎实高股息率和顺周期属性的攻守兼备品种：一方面，招行 35%分红率全行业最高，且将分红率写入公司章程，确定性最强。此外，招行核心一级资本充足率高，内生增长能力强，无再融资需求，股息率较高且扎实，红利属性强。另一方面，招行基本面稳定优于同业，基本面向上弹性大。一旦经济预期出现明显拐点，零售需求复苏、房地产风险率先出清的利好能先一步带动招行基本面改善和修复。预计 2025-2027 年营收增速为-0.2%、3.4%、5.3%，利润增速为 1.0%、1.2%、5.2%。当前招行股价对应 0.87 倍 25 年 PB，2025 年预计股息率为 5%左右，兼具高股息和顺周期属性的标的，配置价值突出。维持买入评级和银行板块首推。

6. 风险提示：（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中

暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

图表1： 招商银行盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	339,123	337,488	336,678	348,230	366,808
营业收入增长率	-1.6%	-0.5%	-0.2%	3.4%	5.3%
归母净利润（百万）	146,602	148,391	149,881	151,732	159,562
归母净利润增长率	6.2%	1.2%	1.0%	1.2%	5.2%
EPS（元）	5.63	5.66	5.72	5.80	6.11
BVPS（元）	36.71	41.46	46.61	52.56	59.63
PE	7.24	7.20	7.13	7.04	6.68
PB	1.11	0.98	0.87	0.78	0.68

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2： 招商银行房地产敞口情况

亿元	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
承担信用风险：贷款、自营债券投资、自营非标	3,879	3,741	3,709	3,610	3,564
QoQ	-4.0%	-3.5%	-0.9%	-2.7%	-1.3%
对公房地产贷款	2,942	2,864	2,873	2,803	2,806
QoQ	-3.2%	-2.7%	0.3%	-2.4%	0.1%
对公房地产贷款不良率	4.80%	4.74%	4.79%	4.56%	4.24%
QoQ	0.02%	-0.06%	0.05%	-0.23%	-0.32%
自营非标、债券投资等	937	877	836	807	757
QoQ	-6.5%	-6.4%	-4.8%	-3.5%	-6.1%
不承担信用风险：理财、委托贷款、代销、发债	2,339	2,229	2,064	1,943	1,794
QoQ	-3.3%	-4.7%	-7.4%	-5.9%	-7.6%

资料来源：公司财报，中信建投

图表3： 招商银行母行口径季度资产质量情况

母行口径	不良贷款余额 (百万元)							不良率 (%)										
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY
公司贷款	27,176	26,823	26,368	26,132	26,419	24,346	23,402	-3.9%	-11.2%	1.09	1.08	1.05	1.01	0.95	0.87	0.82	-0.05	-0.23
房地产	14,998	14,527	14,121	13,574	13,762	12,782	11,898	-6.9%	-15.7%	4.82	4.78	4.80	4.74	4.79	4.56	4.24	-0.32	-0.56
票据贴现	0	0	11	0	10	9	0	na	na	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
零售贷款	31,112	31,925	32,933	34,985	36,125	37,568	38,001	1.2%	15.4%	0.91	0.92	0.94	0.98	1.01	1.04	1.05	0.01	0.11
小微	4,772	5,062	5,265	6,538	6,929	8,050	9,555	18.7%	81.5%	0.60	0.63	0.65	0.79	0.83	0.96	1.11	0.15	0.46
按揭	5,212	5,448	6,255	6,761	7,396	6,522	6,398	-1.9%	2.3%	0.38	0.40	0.46	0.48	0.52	0.46	0.45	-0.01	-0.01
信用卡	16,345	16,391	16,448	16,557	16,038	16,153	16,184	0.2%	-1.6%	1.78	1.78	1.77	1.75	1.75	1.75	1.74	-0.01	-0.03
消费贷	3,655	3,930	3,893	4,116	4,769	5,865	4,912	-16.2%	26.2%	1.03	1.04	0.99	1.04	1.14	1.41	1.17	-0.24	0.18
其他	1,128	1,094	1,072	1,013	993	978	952	-2.7%	-11.2%	12.96	14.07	15.02	15.83	17.15	19.04	19.90	0.86	4.88
总贷款	58,288	58,748	59,312	61,117	62,554	61,923	61,403	-0.8%	3.5%	0.91	0.92	0.92	0.93	0.92	0.92	0.91	-0.01	-0.01
母行口径	关注贷款余额 (百万元)							关注率 (%)										
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY
公司贷款	20,141	20,868	21,329	18,562	22,598	23,923	23,414	-2.1%	9.8%	0.81	0.84	0.85	0.72	0.82	0.85	0.82	-0.03	-0.03
票据贴现	61	1	6	42	0	20	0	na	na	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	-0.01	0.00
零售贷款	51,458	54,730	59,990	63,891	67,263	69,867	71,721	2.7%	19.6%	1.50	1.58	1.71	1.79	1.87	1.93	1.98	0.05	0.27
小微	2,883	3,433	3,948	4,038	4,371	4,784	5,039	5.3%	27.6%	0.36	0.43	0.49	0.49	0.53	0.57	0.59	0.02	0.10
按揭	14,381	15,754	17,479	17,933	18,889	20,157	21,150	4.9%	21.0%	1.06	1.16	1.27	1.28	1.33	1.42	1.49	0.07	0.22
信用卡	32,313	33,459	36,261	39,564	41,435	42,479	42,985	1.2%	18.5%	3.53	3.64	3.91	4.17	4.52	4.60	4.63	0.03	0.72
消费贷	1,834	2,036	2,258	2,311	2,537	2,419	2,522	4.3%	11.7%	0.52	0.54	0.58	0.58	0.60	0.58	0.60	0.02	0.02
其他	47	48	44	45	31	28	25	-10.7%	-43.2%	0.54	0.62	0.62	0.70	0.54	0.55	0.52	-0.03	-0.10
总贷款	71,660	75,599	81,325	82,495	89,861	93,810	95,135	1.4%	17.0%	1.11	1.18	1.27	1.26	1.33	1.39	1.41	0.02	0.14
母行口径	逾期贷款余额 (百万元)							逾期率 (%)										
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY
公司贷款	26,285	29,578	24,696	24,375	30,811	28,386	26,839	-5.4%	8.7%	1.05	1.19	0.99	0.94	1.11	1.01	0.94	-0.07	-0.05
票据贴现	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
零售贷款	51,856	55,779	60,053	62,291	61,678	61,887	61,687	-0.3%	2.7%	1.51	1.61	1.71	1.74	1.72	1.71	1.70	-0.01	-0.01
小微	5,589	6,313	6,873	8,016	8,484	9,956	11,572	16.2%	68.4%	0.71	0.78	0.84	0.97	1.02	1.18	1.35	0.17	0.51
按揭	8,159	9,443	11,161	11,383	12,131	11,841	11,826	-0.1%	6.0%	0.60	0.69	0.81	0.81	0.86	0.83	0.83	0.00	0.02
信用卡	32,384	33,893	35,818	36,663	33,916	32,011	31,152	-2.7%	-13.0%	3.53	3.69	3.86	3.87	3.70	3.46	3.36	-0.10	-0.50
消费贷	4,598	5,022	5,112	5,192	6,144	7,093	6,183	-12.8%	21.0%	1.30	1.33	1.31	1.31	1.46	1.70	1.47	-0.23	0.16
其他	1,126	1,108	1,089	1,037	1,003	986	954	-3.2%	-12.4%	12.94	14.25	15.26	16.20	17.32	19.19	19.95	0.76	4.69
总贷款	78,141	85,357	84,749	86,666	92,489	90,273	88,526	-1.9%	4.5%	1.21	1.33	1.32	1.32	1.37	1.34	1.31	-0.03	-0.01

资料来源：公司财报，中信建投

图表4： 招商银行零售客户与 AUM 情况

	4Q22	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
零售客户数 (万户)	18,400	19,700	19,900	20,200	20,600	21,000	21,200	21,600	22,000
YoY	6.4%	7.1%	6.4%	6.3%	6.2%	6.6%	6.5%	6.9%	6.8%
基础客户数 (万户)	17,986	19,236	19,413	19,700	20,093	20,476	20,653	21,037	21,422
YoY	6.2%	7.0%	6.3%	6.2%	6.1%	6.4%	6.4%	6.8%	6.6%
金葵花及以上客户数 (万户)	414.3	464.1	486.9	499.6	506.6	523.6	547.5	563.2	578.1
YoY	12.8%	12.0%	12.5%	12.5%	11.8%	12.8%	12.4%	12.7%	14.1%
私行客户数 (万户)	13.48	14.88	15.32	15.84	15.96	16.91	17.66	18.27	19.14
YoY	10.4%	10.4%	10.5%	10.7%	9.2%	13.6%	15.3%	15.3%	20.0%
零售AUM (亿元)	121,230	133,211	138,572	142,031	143,449	149,267	155,683	160,294	165,975
YoY	12.7%	9.9%	10.5%	10.6%	9.7%	12.1%	12.3%	12.9%	15.7%
金葵花及以上AUM (亿元)	98,666	108,197	112,431	115,804	117,017	122,243	na	na	na
YoY	11.7%	9.7%	10.3%	10.6%	9.7%	13.0%	na	na	na
私行AUM (亿元)	37,924	na	na	na	na	na	na	na	na
YoY	11.7%	na	na	na	na	na	na	na	na
基础客户户均AUM (万元)	1.25	1.30	1.35	1.33	1.32	1.32	na	na	na
YoY	10.5%	3.7%	4.9%	4.2%	3.1%	1.5%	na	na	na
金葵花及以上户均AUM (万元)	238	233	231	232	231	233	na	na	na
YoY	-1.0%	-2.1%	-1.9%	-1.7%	-1.9%	0.1%	na	na	na
私行户均AUM (万元)	2,813	na	na	na	na	na	na	na	na
YoY	1.2%	na	na	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司财报，中信建投

图表5： 招商银行大财富管理收入情况

亿元	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25	9M25
资产管理	31	59	81	108	26	55	80
YoY	-6.3%	-2.6%	-6.2%	-6.3%	-16.6%	-6.9%	-1.9%
财富管理	61	114	174	202	68	128	207
YoY	-32.6%	-32.5%	-27.6%	-29.1%	10.5%	11.9%	18.8%
代理理财收入	17	36	59	75	24	46	70
YoY	25.8%	40.4%	47.4%	38.6%	39.5%	26.3%	18.1%
代理基金收入	10	21	30	44	13	24	42
YoY	-32.7%	-25.4%	-26.5%	-14.3%	27.7%	14.4%	38.8%
代理信托计划收入	6	11	17	21	8	16	25
YoY	-32.5%	-37.5%	-31.4%	-34.2%	32.5%	46.9%	46.8%
代理保险收入	25	40	57	58	18	32	53
YoY	-50.3%	-57.3%	-54.6%	-57.3%	-27.7%	-18.8%	-7.1%
托管	12	25	37	49	13	26	39
大财富管理收入合计	105	198	292	358	107	209	326
YoY	-25%	-23%	-21%	-21%	2%	5%	11%
占营收比重	12%	11%	12%	11%	13%	12%	13%
占净手续费收入比重	52%	52%	52%	50%	54%	55%	58%
占总手续费收入比重	47%	46%	47%	44%	49%	50%	52%

数据来源：公司财报，中信建投证券

图表6： 招商银行 9M25 业绩

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Net interest income 净利息收入	52,000	52,449	52,849	53,979	52,996	53,089	53,957	1.6%	2.1%	157,298	160,042	1.7%
Non-interest income 非利息收入	34,417	34,079	26,915	30,800	30,755	33,129	27,494	-17.0%	2.2%	95,411	91,378	-4.2%
Net fee income 净手续费收入	20,204	18,124	17,374	16,392	19,696	17,906	18,600	3.9%	7.1%	55,702	56,202	0.9%
Operating income 营业收入	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	86,218	81,451	-5.5%	2.1%	252,709	251,420	-0.5%
Operating expenses 营业支出	(26,965)	(29,380)	(25,827)	(35,478)	(26,652)	(29,731)	(26,450)	-11.0%	2.4%	(82,172)	(82,833)	0.8%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(728)	(779)	(711)	(732)	(805)	(686)	(755)	10.1%	6.2%	(2,218)	(2,246)	1.3%
PPOP 拨备前营业利润	59,452	57,148	53,937	49,301	57,099	56,487	55,001	-2.6%	2.0%	170,537	168,587	-1.1%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(14,267)	(12,669)	(9,421)	(4,462)	(12,837)	(11,797)	(8,726)	-26.0%	-7.4%	(36,357)	(33,360)	-8.2%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(13,271)	(12,162)	(10,837)	(7,338)	(13,630)	(9,711)	(11,764)	21.1%	8.6%	(36,270)	(35,105)	-3.2%
Operating profit 营业利润	45,185	44,479	44,516	44,839	44,262	44,690	46,275	3.5%	4.0%	134,180	135,227	0.8%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	3	(26)	(83)	(261)	(20)	(26)	(92)	253.8%	10.8%	(106)	(138)	30.2%
Profit before taxation 利润总额	45,188	44,453	44,433	44,578	44,242	44,664	46,183	3.4%	3.9%	134,074	135,089	0.8%
Income tax 所得税费用	(6,746)	(7,516)	(5,773)	(9,058)	(6,729)	(6,772)	(7,051)	4.1%	22.1%	(20,035)	(20,552)	2.6%
Net profit 净利润	38,442	36,937	38,660	35,520	37,513	37,892	39,132	3.3%	1.2%	114,039	114,537	0.4%
Minority interest 少数股东权益	(365)	(271)	(219)	(313)	(227)	(248)	(290)	na	na	(855)	(765)	na
NPAT 归属股东净利润	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	37,644	38,842	3.2%	1.0%	113,184	113,772	0.5%
AT1 shareholders 优先股股息	0	1,975	0	3,606	0	1,975	0	na	na	1,975	1,975	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	38,077	34,691	38,441	31,601	37,286	35,669	38,842	8.9%	1.0%	111,209	111,797	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Total loans 贷款总额	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	7,125,479	7,116,616	7,136,285	0.3%	5.6%	6,758,751	7,136,285	5.6%
Total deposits 存款总额	8,440,100	8,662,886	8,732,681	9,096,587	9,319,462	9,422,379	9,518,697	1.0%	9.0%	8,732,681	9,518,697	9.0%
NPLs 不良贷款余额	62,630	63,427	63,557	65,610	66,743	66,370	67,425	1.6%	6.1%	63,557	67,425	6.1%
Loan provisions 贷款损失准备	273,580	275,539	274,662	270,301	273,666	272,733	273,698	0.4%	-0.4%	274,662	273,698	-0.4%
Total assets 资产总额	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	12,657,151	12,644,075	-0.1%	8.5%	11,654,763	12,644,075	8.5%
Total liabilities 负债总额	10,394,735	10,457,758	10,495,128	10,918,561	11,275,928	11,360,291	11,368,939	0.1%	8.3%	10,495,128	11,368,939	8.3%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,118,965	1,110,213	1,152,527	1,226,014	1,246,207	1,289,233	1,267,285	-1.7%	10.0%	1,152,527	1,267,285	10.0%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	150,446	150,446	180,446	180,446	227,446	177,457	-22.0%	18.0%	150,446	177,457	18.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	10,362,863	10,617,163	10,672,662	11,087,588	11,264,198	11,451,988	11,672,682	1.9%	9.4%	10,551,347	11,464,452	8.7%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.51	1.38	1.52	1.25	1.48	1.41	1.54	8.9%	1.0%	4.41	4.43	0.5%
BVPS	38.40	38.06	39.73	41.46	42.26	42.10	43.21	2.6%	8.8%	39.73	43.21	8.8%
DPS	0.00	0.00	0.00	2.00	0.00	1.01	0.00	na	na	0.00	1.01	na
PPOP/sh	2.36	2.27	2.14	1.95	2.26	2.24	2.18	-2.6%	2.0%	6.76	6.68	-1.1%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	9M24	9M25	YoY
ROA	1.36%	1.28%	1.33%	1.19%	1.22%	1.20%	1.24%	0.0pct	-0.1pct	1.34%	1.23%	-0.1pct
ROE	16.08%	14.39%	15.68%	12.35%	14.13%	13.41%	14.44%	1.0pct	-1.2pct	15.38%	13.96%	-1.4pct
NIM 净息差	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%	1.86%	1.83%	-3bps	-14bps	1.99%	1.87%	-12bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.36%	33.05%	31.49%	40.98%	30.86%	33.69%	31.55%	-2.1pct	0.1pct	31.64%	32.05%	0.4pct
Effective tax rate 有效所得税率	14.93%	16.91%	12.99%	20.32%	15.21%	15.16%	15.27%	0.1pct	2.3pct	14.94%	15.21%	0.3pct
LDR 贷存比	80.76%	77.89%	77.40%	75.72%	76.46%	75.53%	74.97%	-0.6pct	-2.4pct	77.40%	74.97%	-2.4pct
NPL ratio 不良率	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	0.94%	0.93%	0.94%	1bps	0bps	0.94%	0.94%	0bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	436.82%	434.42%	432.15%	411.98%	410.03%	410.93%	405.93%	-5.0pct	-26.2pct	432.15%	405.93%	-26.2pct
Provision ratio 拨贷比	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	3.84%	3.83%	3.84%	0bps	-23bps	4.06%	3.84%	-23bps
Credit cost 信用成本	0.20%	0.18%	0.16%	0.11%	0.19%	0.14%	0.17%	3bps	0bps	0.55%	0.50%	-5bps
Non-interest income/operating income 非利息收入占比	39.83%	39.38%	33.74%	36.33%	36.72%	38.42%	33.76%	-4.7pct	0.0pct	37.76%	36.34%	-1.4pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	23.38%	20.95%	21.78%	19.33%	23.52%	20.77%	22.84%	2.1pct	1.1pct	22.04%	22.35%	0.3pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.07%	13.86%	14.73%	14.86%	14.86%	14.00%	13.93%	-0.1pct	-0.8pct	14.73%	13.93%	-0.8pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.30%	16.09%	16.99%	17.48%	17.43%	17.07%	16.25%	-0.8pct	-0.7pct	16.99%	16.25%	-0.7pct
CAR 资本充足率	18.20%	17.95%	18.67%	19.05%	19.06%	18.56%	17.59%	-1.0pct	-1.1pct	18.67%	17.59%	-1.1pct
NPL formation ratio 加回核销后不良生成率	62bps	65bps	70bps	81bps	65bps	58bps	67bps	9bps	-4bps	67bps	64bps	-3bps

资料来源：公司财报，中信建投

图表7： 招商银行盈利预测

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	214,669	211,277	214,253	222,132	236,928	-1.6%	-1.6%	1.4%	3.7%	6.7%
Non-interest income 非利息收入	124,454	126,211	122,425	126,097	129,880	-1.7%	1.4%	-3.0%	3.0%	3.0%
Net fee income 净手续费收入	84,108	72,094	72,094	74,257	77,970	-10.8%	-14.3%	0.0%	3.0%	5.0%
Operating income 营业收入	339,123	337,488	336,678	348,230	366,808	-1.6%	-0.5%	-0.2%	3.4%	5.3%
Operating expenses 营业支出	-120,991	-117,650	-117,650	-120,003	-123,603	-0.9%	-2.8%	0.0%	2.0%	3.0%
Taxes and surcharges 营业税	-2,963	-2,950	-2,862	-2,960	-3,118	-1.4%	-0.4%	-3.0%	3.4%	5.3%
PPOP 拨备前营业利润	218,132	219,838	219,028	228,227	243,205	-2.1%	0.8%	-0.4%	4.2%	6.6%
Impairment losses on assets 资产减值损失	-41,469	-40,819	-41,909	-48,852	-54,577	-28.0%	-1.6%	2.7%	16.6%	11.7%
Loan impairment charges 贷款减值损失	-46,635	-43,608	-44,698	-51,641	-57,366	3.3%	-6.5%	2.5%	15.5%	11.1%
Operating profit 营业利润	176,663	179,019	177,119	179,375	188,628	7.0%	1.3%	-1.1%	1.3%	5.2%
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	176,734	178,970	188,203	7.0%	1.2%	-1.1%	1.3%	5.2%
Income tax 所得税	-28,612	-29,093	-25,626	-25,951	-27,289	10.8%	1.7%	-11.9%	1.3%	5.2%
Net profit 净利润	148,006	149,559	151,107	153,020	160,914	6.3%	1.0%	1.0%	1.3%	5.2%
Minority interest 少数股东权益	-1,404	-1,168	-1,226	-1,288	-1,352	9.5%	-16.8%	5.0%	5.0%	5.0%
NPAT 归属股东净利润	146,602	148,391	149,881	151,732	159,562	6.2%	1.2%	1.0%	1.2%	5.2%
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	144,300	146,151	153,981	7.0%	0.5%	1.0%	1.3%	5.4%
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	7,301,614	7,666,695	8,050,029	7.6%	5.8%	6.0%	5.0%	5.0%
Total deposits 存款总额	8,155,438	9,096,587	9,824,314	10,512,016	11,142,737	8.2%	11.5%	8.0%	7.0%	6.0%
NPLs 不良贷款余额	61,579	65,610	67,738	71,481	73,838	6.2%	6.5%	3.2%	5.5%	3.3%
Loan provisions 贷款损失准备	269,534	270,301	274,558	286,533	303,036	3.1%	0.3%	1.6%	4.4%	5.8%
Total assets 资产总额	11,028,483	12,152,036	13,183,940	14,126,589	15,047,168	8.8%	10.2%	8.5%	7.1%	6.5%
Total liabilities 负债总额	9,942,754	10,918,561	11,820,032	12,612,297	13,354,320	8.3%	9.8%	8.3%	6.7%	5.9%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,076,370	1,226,014	1,356,074	1,506,067	1,684,211	13.8%	13.9%	10.6%	11.1%	11.8%
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	11,517,325	12,475,864	13,294,778	10.0%	7.0%	7.8%	8.3%	6.6%
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	5.72	5.80	6.11	7.0%	0.5%	1.0%	1.3%	5.4%
BVPS	36.71	41.46	46.61	52.56	59.63	12.2%	12.9%	12.4%	12.8%	13.4%
DPS	1.97	2.00	2.02	2.05	2.16	13.5%	1.4%	1.0%	1.3%	5.4%
PPOP/sh	8.65	8.72	8.68	9.05	9.64	-2.1%	0.8%	-0.4%	4.2%	6.6%
Main indicators 主要指标 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.40%	1.29%	1.19%	1.12%	1.10%	-0.04%	-0.11%	-0.10%	-0.07%	-0.02%
ROE	16.22%	14.49%	12.99%	11.69%	10.88%	-0.83%	-1.74%	-1.49%	-1.31%	-0.80%
NIM 净息差	2.15%	1.98%	1.86%	1.78%	1.78%	-0.25%	-0.17%	-0.12%	-0.08%	0.00%
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.80%	33.99%	34.09%	33.61%	32.85%	0.27%	-0.82%	0.11%	-0.48%	-0.76%
Effective tax rate 有效所得税率	16.20%	16.28%	14.50%	14.50%	14.50%	0.56%	0.08%	-1.78%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	79.81%	75.72%	74.32%	72.93%	72.24%	-0.49%	-4.09%	-1.40%	-1.39%	-0.69%
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.93%	0.93%	0.92%	-0.01%	0.01%	-0.02%	0.00%	-0.02%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	437.70%	411.98%	405.32%	400.85%	410.41%	-13.09%	-25.72%	-6.66%	-4.47%	9.55%
Provision ratio 拨贷比	4.14%	3.92%	3.76%	3.74%	3.76%	-0.18%	-0.22%	-0.16%	-0.02%	0.03%
Credit cost 信用成本	0.74%	0.65%	0.63%	0.69%	0.73%	-0.03%	-0.09%	-0.02%	0.06%	0.04%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.70%	37.40%	36.36%	36.21%	35.41%	0.00%	0.70%	-1.03%	-0.15%	-0.80%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	24.80%	21.36%	21.41%	21.32%	21.26%	-2.54%	-3.44%	0.05%	-0.09%	-0.07%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	15.24%	15.22%	15.30%	0.05%	1.13%	0.38%	-0.01%	0.08%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.56%	17.28%	17.12%	0.26%	1.47%	0.08%	-0.28%	-0.16%
CAR 资本充足率	17.88%	19.05%	18.64%	18.37%	18.21%	0.11%	1.17%	-0.41%	-0.28%	-0.16%

资料来源：公司财报，中信建投

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投证券董事总经理、研委会副主任、金融组组长、银行业首席分析师。英国杜伦大学金融与投资学硕士。近 20 年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，在新财富等最佳分析师评选中多年位居前列。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

王欣宇

中国人民大学金融学学士，新加坡国立大学理学硕士，银行业分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk