

银行

2025 年 10 月 30 日

招商银行 (600036)

——单季营收实现同比正增，优质高股息价值凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 29 日

收盘价 (元) 40.77
一年内最高/最低 (元) 48.55/35.84
市净率 1.0
股息率 (分红/股价) 4.91
流通 A 股市值 (百万元) 841,042
上证指数/深证成指 4,016.33/13,691.38

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 43.21
资产负债率% 89.92
总股本/流通 A 股 (百万) 25,220/20,629
流通 B 股/H 股 (百万) -/4,591

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
liny@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

联系人

冯思远
(8621)23297818×
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：招商银行披露 2025 年三季报，9M25 实现营收 2514 亿元，同比下滑 0.5%，实现归母净利润 1138 亿元，同比增长 0.5%。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 406%。业绩表现符合预期。

- **三季报招行继续实现利润稳定正增，同时能关注到单季营收增速也已企稳转正，利息净收入稳定与中收修复是主要贡献：**9M25 招行营收同比下滑 0.5%（1H25 为下滑 1.7%），其中 3Q25 单季营收同比增长 2.1%；归母净利润同比增长 0.5%（1H25 为增长 0.3%）。从驱动因子来看，① **息差环比渐趋企稳，以量补价实现利息净收入持续正增。**9M25 利息净收入同比增长 1.7%，贡献营收增速 1.1pct，其中规模增长贡献 5pct，息差同比收窄拖累 3.9pct。② **费率下行影响消退，中收恢复正增，对招行而言这是提振营收更有力信号。**9M25 非息收入同比下滑 4.2%，拖累营收增速 1.6pct，主要受债券公允价值相关其他非息收入下行拖累，而中收同比增长 0.9%，其中 3Q25 增长超 7%。③ **资产质量持续稳健，拨备反哺稳业绩，贡献利润增速 1.9pct。**
- **三季报关注点：**① **财富管理收入持续提速，作为中收占比最高的上市银行，财富业务回暖对营收修复的弹性更值得期待。**9M25 财富管理收入同比增长 19%，其中代销基金收入增速近 40%。② **对公接力贡献信贷主要增量，零售端也表现平稳，为继续压降票据留有空间。**单季新增对公、零售分别 577 亿、190 亿，压降票据超 650 亿。③ **低成本存款沉淀优势凸显，支撑息差环比企稳。**3Q25 存款成本低位环比下降 10bps 至 1.13%，9M25 息差仅较 1H25 下降 1bp 至 1.87%。④ **对公不良近乎无生成，房地产不良逐季双降；但零售不良生成仍处高位，主动核销确保资产质量持续较优。**
- **信贷增长总体平稳，对公、零售均保持稳健增长，为持续压降低收益票据、调优结构留有空间。**3Q25 招行集团口径贷款增速环比基本稳定约 5.6%。母行口径，前三季度累计新增贷款 2221 亿，同比少增约 330 亿，其中单三季度新增 110 亿。结构上，单三季度新增对公 577 亿，主要由基建类、以及制造业和批发零售业贡献。零售单季新增 190 亿，在按揭需求偏弱（单季下降 52 亿）、消费等恢复偏慢基础上，小微投放贡献零售主要增量（单季新增 166 亿）。此外更大力度压降票据，单季票据净压降超 650 亿。
- **相较而言，存款增长持续快于贷款，存款立行的优势再凸显。从结构上看，活期存款也优于历史季节性表现：**3Q25 招行存款增速环比回升 0.2pct 至 9%。存款结构上，接近 50% 的活期占比是招行低成本存款壁垒的直接体现。单季来看，三季度活期存款下降超 1300 亿，与过去几年趋势相同，但同比少减超 1100 亿。其中金九银十季节性因素影响下对公活期存款下降是主因（单季下降超 1700 亿），但同比少降近 400 亿；零售活期存款逆势回流，预计也和三季度市场回暖、财富业务改善带来零售客户资金留存有关，单季新增超 350 亿，同比多增近 740 亿。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	339,123.00	337,488.00	338,016.55	347,569.06	363,616.63
营业总收入同比增长率 (%)	(1.64)	(0.48)	0.16	2.83	4.62
资产减值损失 (百万元)	41,469.00	40,819.00	41,258.18	47,576.94	51,462.52
资产减值损失同比增长率 (%)	(27.96)	(1.57)	1.08	15.32	8.17
归母净利润 (百万元)	146,602.00	148,391.00	149,691.54	154,159.17	162,431.24
归母净利润同比增长率 (%)	6.22	1.22	0.88	2.98	5.37
每股收益 (元/股)	5.63	5.66	5.71	5.89	6.22
ROE (%)	16.22	14.49	13.19	12.48	12.09
不良贷款率 (%)	.	.	.	.	.
拨备覆盖率 (%)	437.70	411.98	402.09	400.92	400.85
市盈率	7.24	7.20	7.13	6.92	6.56
市净率	1.11	0.98	0.90	0.83	0.76

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

- **存款成本低位再降凸显负债护城河，支撑息差环比企稳**：9M25 招行息差 1.87%，较 1H25 仅微降 1bp，其中 3Q25 息差 1.83%，季度环比下降 3bps。资产端，定价下行压力仍存但幅度趋缓，3Q25 贷款利率/生息资产收益率分别季度环比下降 13bps/11bps 至 3.25%/2.97%（2Q25 分别环比下降 15bps/13bps），存款成本/付息负债成本率分别季度环比下降 10bps/9bps 至 1.13%/1.22%（2Q25 分别环比下降 6bps/8bps）。
- **对公不良近乎单季无生成，房地产不良逐季双降，零售不良生成已趋稳，但回落偏缓，主动核销确保不良率低位稳定**：3Q25 招行不良率季度环比微升 1bp 至 0.94%（母行口径则为环比下降 1bp 至 0.91%）。分行业来看，3Q25 对公单季年化不良生成率仅 0.05%，对公不良率环比下降 5bps 至 0.82%，其中房地产不良余额环比下降 7%、不良率环比下降 32bps 至 4.24%。零售不含信用卡、信用卡单季年化不良生成率分别维持约 0.82%、4.05%，高位趋稳也并未再度上行；前瞻指标关注率、逾期率也基本稳定。风险抵补能力来看，3Q25 拨备覆盖率环比回落 5pct 至 406%，拨备覆盖率仍是当前少有的“400+”银行。
- **投资分析意见：招行三季报利息净收入、手续费净收入两大营收引擎开始企稳改善，这是值得重点关注的积极信号。在此基础上，“强客群基础-低成本负债沉淀-高于同业的息差和中收贡献”是招行 ROE 稳定且优于同业的护城河，当前股价对应股息率近 5%，性价比依然凸出，维持“买入”评级。**维持盈利增速预测，预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 0.9%、3%、5.4%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.90 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：经济复苏低于预期，息差持续承压；尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 1：利息净收入持续正增以及中收低位恢复，助力营收表现企稳回暖

招商银行	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25	1H25	9M25
营业收入同比增长	7.7%	14.0%	4.1%	-1.6%	-0.5%	-3.1%	-1.7%	-0.5%
利息净收入贡献	4.4%	6.5%	4.3%	-1.0%	-1.0%	1.2%	0.9%	1.1%
其中：平均生息资产规模贡献	6.9%	6.6%	6.3%	5.6%	4.1%	4.5%	4.6%	5.0%
其中：息差变动贡献	-2.5%	-0.1%	-1.9%	-6.7%	-5.1%	-3.3%	-3.6%	-3.9%
手续费净收入贡献	3.0%	5.2%	-0.1%	-2.9%	-3.5%	-0.6%	-0.4%	0.2%
其他净收益贡献	0.3%	2.4%	-0.2%	2.3%	4.1%	-3.6%	-2.2%	-1.8%
营业支出贡献（成本收入比）	-2.4%	0.2%	-0.2%	-0.4%	1.3%	-0.9%	-0.9%	-0.6%
拨备贡献利润	-0.6%	6.6%	7.6%	9.0%	0.5%	1.9%	1.8%	1.9%
信贷拨备贡献利润	5.7%	11.6%	-1.6%	0.8%	1.6%	-1.1%	1.6%	0.8%
非信贷拨备贡献利润	-6.3%	-5.1%	9.2%	8.2%	-1.1%	3.0%	0.1%	1.1%
营业外收支贡献	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
实际税率等变化贡献	0.3%	2.3%	3.8%	-0.7%	-0.1%	-0.3%	0.9%	-0.3%
少数股东权益贡献	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
归母净利润同比增长	4.8%	23.2%	15.1%	6.2%	1.2%	-2.1%	0.3%	0.5%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：对公、零售投放平稳，也为继续压降低收益票据、调优结构留足空间

增量 (亿元, 母行口径)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
小微	487	310	260	145	427	136	73	105	64	114	166
按揭	(148)	42	(101)	176	(149)	13	80	325	140	61	(52)
信用卡	(25)	238	140	160	(192)	27	76	208	(311)	78	32
消费贷	452	249	257	34	529	233	136	48	240	(39)	47
零售贷款	754	831	547	507	606	400	359	679	127	208	190
制造业	649	155	(29)	338	463	(218)	319	301	434	65	91
批零	163	(110)	(38)	167	177	(64)	14	173	158	56	122
房地产	16	(203)	(155)	(88)	202	(70)	(97)	(78)	9	(70)	3
租赁及商业服务业	111	71	51	(9)	82	66	(85)	93	154	181	86
基建类	451	(47)	(63)	272	572	90	(39)	231	559	163	206
其他对公	287	184	42	31	295	57	36	171	451	(76)	70
公司贷款	1,676	49	(191)	711	1,790	(140)	148	890	1,765	319	577
票据贴现	94	(777)	750	(494)	275	(638)	(245)	(309)	316	(623)	(657)
总贷款	2,524	103	1,105	724	2,671	(379)	261	1,260	2,208	(96)	110
同比增速 (母行口径)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
零售贷款	7.0%	7.5%	6.8%	8.5%	7.8%	6.3%	5.6%	6.1%	4.6%	3.9%	3.4%
公司贷款	15.6%	12.2%	12.1%	10.7%	10.4%	9.6%	11.1%	11.6%	10.6%	12.6%	14.2%
票据贴现	7.4%	-16.3%	-3.6%	-8.3%	-4.7%	-2.4%	-21.2%	-19.5%	-17.6%	-19.8%	-31.0%
总贷款	10.2%	6.9%	7.7%	7.8%	7.7%	6.9%	5.4%	6.2%	5.2%	5.7%	5.4%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：招行活期存款占比维持近 50%，三季度活期存款表现也好于季节性

增量-亿元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q25	2Q25
活期存款	-751	295	-2,736	475	-745	1,019	-2,489	4,998	749	-190	-1,367
公司活期	-87	436	-1,836	307	-1,346	1,721	-2,105	3,006	305	-549	-1,719
零售活期	-664	-141	-901	168	601	-703	-384	1,992	444	358	353
定期存款	3,113	2,288	2,239	1,274	3,591	1,209	3,187	-1,359	1,480	1,220	2,330
公司定期	1,418	1,076	822	155	2,265	-664	2,387	-1,235	509	801	2,097
零售定期	1,695	1,213	1,417	1,120	1,326	1,873	800	-124	971	419	233
总存款	2,361	2,584	-497	1,749	2,847	2,228	698	3,639	2,229	1,029	963
存款-占比	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q25	2Q25
活期存款	60.1%	58.5%	55.5%	54.9%	52.1%	52.0%	48.7%	52.2%	51.8%	51.0%	49.1%
公司活期	35.4%	34.8%	32.8%	32.4%	29.7%	31.0%	28.3%	30.5%	30.1%	29.2%	27.1%
零售活期	24.7%	23.7%	22.7%	22.4%	22.4%	21.0%	20.4%	21.8%	21.7%	21.9%	22.0%
定期存款	39.9%	41.5%	44.5%	45.1%	47.9%	48.0%	51.3%	47.8%	48.2%	49.0%	50.9%
公司定期	23.3%	23.9%	25.1%	24.7%	26.6%	25.1%	27.7%	25.2%	25.1%	25.7%	27.6%
零售定期	16.6%	17.6%	19.5%	20.4%	21.3%	22.9%	23.6%	22.6%	23.1%	23.3%	23.3%
总存款	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：存款成本低位再降，助力息差趋稳

招商银行-季度收益率/成本率	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
净息差	2.29%	2.16%	2.11%	2.04%	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%	1.91%	1.86%	1.83%
生息资产收益率											
总贷款	4.41%	4.31%	4.24%	4.08%	4.07%	3.96%	3.91%	3.70%	3.53%	3.38%	3.25%
投资	3.27%	3.22%	3.18%	3.21%	3.17%	3.12%	3.06%	2.99%	2.93%	2.85%	2.78%
存放央行	1.65%	1.67%	1.72%	1.75%	1.70%	1.67%	1.70%	1.61%	1.66%	1.68%	1.61%
同业资产	2.75%	2.85%	2.37%	3.23%	3.09%	2.92%	2.66%	2.62%	2.53%	2.21%	2.20%
生息资产	3.86%	3.80%	3.72%	3.68%	3.65%	3.56%	3.49%	3.33%	3.21%	3.08%	2.97%
付息负债成本率											
总存款	1.59%	1.63%	1.64%	1.64%	1.63%	1.58%	1.54%	1.40%	1.29%	1.23%	1.13%
同业负债	1.97%	2.16%	1.99%	2.24%	2.26%	2.15%	2.04%	1.87%	1.76%	1.58%	1.51%
应付债券	3.07%	3.12%	3.35%	3.45%	3.19%	2.90%	3.03%	3.05%	3.08%	3.20%	3.25%
央行借款	2.12%	2.18%	2.16%	2.15%	2.18%	2.17%	2.17%	1.99%	1.82%	1.80%	1.76%
其他	4.11%	3.69%	3.57%	3.73%	3.81%	3.72%	3.50%	3.20%	3.65%	3.31%	3.43%
付息负债	1.68%	1.74%	1.73%	1.75%	1.75%	1.68%	1.64%	1.50%	1.39%	1.31%	1.22%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：三季度招行对公近乎无不良生成，零售不良生成则仍延续高位，但边际趋于回落

母行口径	不良贷款余额 (亿元)					不良率 (%)				
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ
公司贷款	261	264	243	234	-3.8%	1.01	0.95	0.87	0.82	-5 bps
房地产	136	138	128	119	-6.9%	4.74	4.79	4.56	4.24	-32 bps
票据贴现	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	350	361	376	380	1.2%	0.98	1.01	1.04	1.05	1 bps
小微	65	69	81	96	18.7%	0.79	0.83	0.96	1.11	16 bps
按揭	68	74	65	64	-1.9%	0.48	0.52	0.46	0.45	-1 bps
信用卡	166	160	162	162	0.2%	1.75	1.75	1.75	1.74	0 bps
消费贷	41	48	59	49	-16.2%	1.04	1.14	1.41	1.17	-24 bps
其他	10	10	10	10	-2.7%	15.83	17.15	19.04	19.90	87 bps
总贷款	611	626	619	614	-0.8%	0.93	0.92	0.92	0.91	-1 bps
母行口径	关注贷款余额 (亿元)					关注率 (%)				
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ
公司贷款	186	226	239	234	-2.1%	0.72	0.82	0.85	0.82	-4 bps
票据贴现	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	639	673	699	717	2.7%	1.79	1.87	1.93	1.98	4 bps
小微	40	44	48	50	5.3%	0.49	0.53	0.57	0.59	2 bps
按揭	179	189	202	212	4.9%	1.28	1.33	1.42	1.42	0 bps
信用卡	396	414	425	430	1.2%	4.17	4.52	4.60	4.63	4 bps
消费贷	23	25	24	25	4.3%	0.58	0.60	0.58	0.60	2 bps
其他	0	0	0	0	-10.7%	0.70	0.54	0.55	0.52	-2 bps
总贷款	825	899	938	951	1.4%	1.26	1.33	1.39	1.41	2 bps
母行口径	逾期贷款余额 (亿元)					逾期率 (%)				
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ
公司贷款	244	308	284	268	-5.4%	0.94	1.11	1.01	0.94	-7 bps
票据贴现	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	-
零售贷款	623	617	619	617	-0.3%	1.74	1.72	1.71	1.70	-1 bps
小微	80	80	100	116	16.2%	0.97	0.97	1.18	1.35	17 bps
按揭	114	114	118	118	-0.1%	0.81	0.80	0.83	0.83	0 bps
信用卡	419	367	320	312	-2.7%	4.42	4.00	3.46	3.36	-10 bps
消费贷	52	52	71	62	-12.8%	1.31	1.24	1.70	1.47	-24 bps
其他	10	10	10	10	-3.2%	16.20	17.91	19.19	19.95	75 bps
总贷款	867	867	903	885	-1.9%	1.32	1.28	1.34	1.31	-3 bps
不良生成-累计、年化	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25	9M25		
总贷款	1.03%	1.03%	1.02%	1.02%	1.05%	1.00%	0.98%	0.96%		
对公	0.59%	0.51%	0.46%	0.43%	0.46%	0.15%	0.16%	0.13%		
零售 (不含信用卡)	0.39%	0.52%	0.52%	0.57%	0.64%	0.85%	0.81%	0.81%		
信用卡	4.25%	4.31%	4.32%	4.26%	4.18%	4.29%	4.22%	4.15%		
不良生成-当季、年化	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25		
总贷款	1.01%	1.03%	0.98%	1.01%	1.14%	1.00%	0.95%	0.90%		
对公	0.69%	0.51%	0.39%	0.36%	0.55%	0.15%	0.18%	0.05%		
零售 (不含信用卡)	0.43%	0.52%	0.51%	0.67%	0.83%	0.85%	0.76%	0.82%		
信用卡	3.88%	4.31%	4.38%	4.21%	4.11%	4.29%	4.24%	4.05%		
招商银行-母行口径-亿元	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25		
房地产广义口径风险业务余额	3,990	4,173	4,041	3,879	3,741	3,709	3,610	3,564		
其中：境内公司贷款余额	2,907	3,109	3,039	2,942	2,864	2,873	2,803	2,806		
占贷款和垫款总额比例	4.71%	4.83%	4.75%	4.58%	4.37%	4.24%	4.15%	4.15%		
不良贷款率	5.01%	4.82%	4.78%	4.80%	4.74%	4.79%	4.56%	4.24%		
理财等不承担信用风险的业务余额	2,494	2,446	2,418	2,339	2,229	2,873	1,943	1,794		
表内总资产	110,285	115,202	115,748	116,548	121,520	125,298	126,572	126,441		
房地产广义风险敞口占表内总资产	3.6%	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%		

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：三季度财富管理收入延续回升，代销基金收入同比增速近 40%

亿元	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25	9M25
营业收入	3,391	864	1,729	2,527	3,375	838	1,700	2,514
非利息净收入	1,245	344	685	954	1,262	308	639	914
净手续费及佣金收入	841	202	383	557	721	197	376	562
财富管理手续费及佣金收入	285	61	114	174	220	68	128	207
代理基金收入	51.8	10.3	21.3	30.0	41.7	13.1	24.4	41.7
代理理财收入	54.2	17.0	36.4	59.4	78.6	23.7	45.9	70.1
代理信托计划收入	32.1	5.8	10.6	17.2	21.3	7.7	15.6	25.2
代理保险收入	135.9	25.2	39.5	57.3	64.3	18.3	32.1	53.3
代理证券交易收入	7.3	2.3	4.9	7.7	11.1	4.2	8.2	13.8
托管费收入	53	12	25	37	49	13	26	39
资产管理手续费及佣金收入	115	31	59	81	108	26	55	80
同口径同比	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25	1H25	9M25
营业收入	1.6%	4.7%	3.1%	2.9%	0.5%	3.1%	1.7%	0.5%
非利息净收入	1.7%	2.3%	1.4%	2.6%	1.4%	0.6%	6.7%	4.2%
净手续费及佣金收入	10.8%	19.4%	18.6%	16.9%	4.3%	2.5%	1.9%	0.9%
财富管理手续费及佣金收入	7.9%	32.6%	32.5%	27.6%	22.7%	10.5%	1.9%	18.8%
代理基金收入	-21.5%	-32.7%	-25.4%	-26.5%	-19.6%	27.7%	14.4%	38.8%
代理理财收入	-18.4%	25.8%	40.4%	47.4%	44.8%	39.5%	26.3%	18.1%
代理信托计划收入	-19.4%	-32.5%	-37.5%	-31.4%	-33.7%	32.5%	46.9%	46.8%
代理保险收入	9.3%	-50.3%	-57.3%	-54.6%	-52.7%	-27.7%	-18.8%	-7.1%
代理证券交易收入	-19.0%	7.9%	31.8%	34.0%	51.6%	81.5%	66.9%	78.5%
托管费收入	-8.0%	-15.8%	-13.9%	-10.7%	-8.2%	5.8%	5.0%	6.7%
资产管理手续费及佣金收入	-7.9%	-6.3%	-2.6%	-6.2%	-6.3%	-16.6%	-6.9%	-1.9%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：招商银行 3Q25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	52,996	53,089	53,957	1.6%	2.1%	104,449	106,085	-0.7%	1.6%	157,298	160,042	1.7%	214,669	211,277	-1.6%
Non-interest income 非利息收入	30,755	33,129	27,494	-17.0%	2.2%	68,496	63,884	10.7%	-6.7%	95,411	91,378	-4.2%	124,454	126,211	1.4%
Net fee income 净手续费收入	19,696	17,906	18,600	3.9%	7.1%	38,328	37,602	11.4%	-1.9%	55,702	56,202	0.9%	84,108	72,094	-14.3%
Operating income 营业收入	83,751	86,218	81,451	-5.5%	2.1%	172,945	169,969	3.3%	-1.7%	252,709	251,420	-0.5%	339,123	337,488	-0.5%
Operating expenses 营业支出	(26,652)	(29,731)	(26,450)	-11.0%	2.4%	(56,345)	(56,383)	-8.0%	0.1%	(82,172)	(82,833)	0.8%	(120,991)	(117,650)	-2.8%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(805)	(686)	(755)	10.1%	6.2%	(1,507)	(1,491)	3.3%	-1.1%	(2,218)	(2,246)	1.3%	(2,963)	(2,950)	-0.4%
PPOP 拨备前营业利润	57,099	56,487	55,001	-2.6%	2.0%	116,600	113,586	10.0%	-2.6%	170,537	168,587	-1.1%	218,132	219,838	0.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(12,837)	(11,797)	(8,726)	-26.0%	-7.4%	(26,936)	(24,634)	77.4%	-8.5%	(36,357)	(33,360)	-8.2%	(41,469)	(40,819)	-1.6%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(13,630)	(9,711)	(11,764)	21.1%	8.6%	(25,433)	(23,341)	28.4%	-8.2%	(36,270)	(35,105)	-3.2%	(46,635)	(43,608)	-6.5%
Operating profit 营业利润	44,262	44,690	46,275	3.5%	4.0%	89,664	88,952	-0.5%	-0.8%	134,180	135,227	0.8%	176,663	179,019	1.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(20)	(26)	(92)	253.8%	10.8%	(23)	(46)	-86.6%	100.0%	(106)	(138)	30.2%	(45)	(367)	715.6%
Profit before taxation 利润总额	44,242	44,664	46,183	3.4%	3.9%	89,641	88,906	-0.1%	-0.8%	134,074	135,089	0.8%	176,618	178,652	1.2%
Income tax 所得税费用	(6,729)	(6,772)	(7,051)	4.1%	22.1%	(14,262)	(13,501)	-9.0%	-5.3%	(20,035)	(20,552)	2.6%	(28,612)	(29,093)	1.7%
Net profit 净利润	37,513	37,892	39,132	3.3%	1.2%	75,379	75,405	1.7%	0.0%	114,039	114,537	0.4%	148,006	149,559	1.0%
Minority interest 少数股东权益	(227)	(248)	(290)	16.9%	32.4%	(636)	(475)	-10.7%	-25.3%	(855)	(765)	-10.5%	(1,404)	(1,168)	-16.8%
NPAT 归属股东净利润	37,286	37,644	38,842	3.2%	1.0%	74,743	74,930	1.7%	0.3%	113,184	113,772	0.5%	146,602	148,391	1.2%
AT1 shareholders 优先股股息	0	1,975	0	na	na	1,975	1,975	-45.2%	0.0%	1,975	1,975	0.0%	4,558	5,581	22.4%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	37,286	35,669	38,842	8.9%	1.0%	72,768	72,955	4.2%	0.3%	111,209	111,797	0.5%	142,044	142,810	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	7,125,479	7,116,616	7,136,285	0.3%	5.6%	6,747,804	7,116,616	3.3%	5.5%	6,758,751	7,136,285	5.6%	6,508,865	6,888,315	5.8%
Total deposits 存款总额	9,319,462	9,422,379	9,518,697	1.0%	9.0%	8,662,886	9,422,379	3.6%	8.8%	8,732,681	9,518,697	9.0%	8,155,438	9,096,587	11.5%
NPLs 不良贷款余额	66,743	66,185	67,425	1.9%	6.1%	63,427	66,185	0.9%	4.3%	63,557	67,425	6.1%	61,579	65,610	6.5%
Loan provisions 贷款损失准备	273,666	271,972	273,698	0.6%	-0.4%	275,539	271,972	0.6%	-1.3%	274,662	273,698	-0.4%	269,534	270,301	0.3%
Total assets 资产总额	12,529,792	12,657,151	12,644,075	-0.1%	8.5%	11,574,783	12,657,151	4.2%	9.4%	11,654,763	12,644,075	8.5%	11,028,483	12,152,036	10.2%
Total liabilities 负债总额	11,275,928	11,360,291	11,368,939	0.1%	8.3%	10,457,758	11,360,291	4.0%	8.6%	10,495,128	11,368,939	8.3%	9,942,754	10,918,561	9.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,246,207	1,289,233	1,267,285	-1.7%	10.0%	1,110,213	1,289,233	5.2%	16.1%	1,152,527	1,267,285	10.0%	1,076,370	1,226,014	13.9%
Other equity instruments 优先股及其他	180,446	227,446	177,457	-22.0%	18.0%	150,446	227,446	26.0%	51.2%	150,446	177,457	18.0%	150,446	180,446	19.9%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	11,264,198	11,451,988	11,676,132	2.0%	9.4%	10,490,023	11,358,612	4.4%	8.3%	10,551,347	11,464,452	8.7%	9,987,796	10,886,141	7.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.48	1.41	1.54	8.9%	1.0%	2.89	2.89	-2.1%	0.3%	4.41	4.43	0.5%	5.63	5.66	0.5%
BVPS	42.26	42.10	43.21	2.6%	8.8%	38.06	42.10	1.6%	10.6%	39.73	43.21	8.8%	36.71	41.46	12.9%
DPS	0.00	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	na	1.97	2.00	1.4%
PPOP/sh	2.26	2.24	2.18	-2.6%	2.0%	4.62	4.50	10.0%	-2.6%	6.76	6.68	-1.1%	8.65	8.72	0.8%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
ROA	1.22%	1.20%	1.24%	0.0pct	-0.1pct	1.33%	1.22%	0.0pct	-0.1pct	1.34%	1.23%	-0.1pct	1.40%	1.29%	-0.1pct
ROE	14.13%	13.41%	14.44%	1.0pct	-1.2pct	15.44%	13.85%	-0.1pct	-1.6pct	15.38%	13.96%	-1.4pct	16.22%	14.49%	-1.7pct
NIM 净息差	1.91%	1.86%	1.83%	-3bps	-14bps	2.00%	1.88%	-6bps	-12bps	1.99%	1.87%	-12bps	2.15%	1.98%	-17bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.86%	33.69%	31.55%	-2.1pct	0.1pct	31.71%	32.30%	-4.1pct	0.6pct	31.64%	32.05%	0.4pct	34.80%	33.99%	-0.8pct
Effective tax rate 有效所得税率	15.21%	15.16%	15.27%	0.1pct	2.3pct	15.91%	15.19%	-1.5pct	-0.7pct	14.94%	15.21%	0.3pct	16.20%	16.28%	0.1pct
LDR 贷存比	76.46%	75.53%	74.97%	-0.6pct	-2.4pct	77.89%	75.53%	-0.2pct	-2.4pct	77.40%	74.97%	-2.4pct	79.81%	75.72%	-4.1pct
NPL ratio 不良率	0.94%	0.93%	0.94%	1bps	0bps	0.94%	0.93%	-2bps	-1bps	0.94%	0.94%	0bps	0.95%	0.95%	1bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	410.03%	410.93%	405.93%	-5.0pct	-26.2pct	434.42%	410.93%	-1.1pct	-23.5pct	432.15%	405.93%	-26.2pct	437.70%	411.98%	-25.7pct
Provision ratio 拨贷比	3.84%	3.82%	3.84%	1bps	-23bps	4.08%	3.82%	-10bps	-26bps	4.06%	3.84%	-23bps	4.14%	3.92%	-22bps
Credit cost 信用成本	0.19%	0.14%	0.17%	3bps	0bps	0.38%	0.33%	7bps	-5bps	0.55%	0.50%	-5bps	0.74%	0.65%	-9bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.72%	38.42%	33.76%	-4.7pct	0.0pct	39.61%	37.59%	2.5pct	-2.0pct	37.76%	36.34%	-1.4pct	36.70%	37.40%	0.7pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	23.52%	20.77%	22.84%	2.1pct	1.1pct	22.16%	22.12%	1.6pct	0.0pct	22.04%	22.35%	0.3pct	24.80%	21.36%	-3.4pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	14.86%	14.00%	13.93%	-0.1pct	-0.8pct	13.86%	14.00%	-0.9pct	0.1pct	14.73%	13.93%	-0.8pct	13.73%	14.86%	1.1pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	17.43%	17.07%	16.29%	-0.8pct	-0.7pct	16.09%	17.07%	-0.4pct	1.0pct	16.99%	16.25%	-0.7pct	16.01%	17.48%	1.5pct
CAR 资本充足率	19.06%	18.56%	17.59%	-1.0pct	-1.1pct	17.95%	18.56%	-0.5pct	0.6pct	18.67%	17.59%	-1.1pct	17.88%	19.05%	1.2pct

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 8：招商银行盈利预测表

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	218,116	225,271	241,318	-1.6%	-1.6%	3.2%	3.3%	7.1%
Non-interest income 非利息收入	124,454	126,211	119,900	122,298	122,298	-1.7%	1.4%	-5.0%	2.0%	0.0%
Net fee income 净手续费收入	84,108	72,094	69,210	72,671	76,304	-10.8%	-14.3%	-4.0%	5.0%	5.0%
Operating income 营业收入	339,123	337,488	338,017	347,569	363,617	-1.6%	-0.5%	0.2%	2.8%	4.6%
Operating expenses 营业支出	(120,991)	(117,650)	(116,709)	(116,709)	(119,043)	-0.9%	-2.8%	-0.8%	0.0%	2.0%
Taxes and surcharges 营业税	(2,963)	(2,950)	(2,873)	(2,954)	(3,091)	-1.4%	-0.4%	-2.6%	2.8%	4.6%
PPOP 拨备前营业利润	218,132	219,838	221,308	230,860	244,574	-2.1%	0.8%	0.7%	4.3%	5.9%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(41,469)	(40,819)	(41,258)	(47,577)	(51,463)	-28.0%	-1.6%	1.1%	15.3%	8.2%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(46,635)	(43,608)	(43,489)	(49,585)	(53,872)	3.3%	-6.5%	-0.3%	14.0%	8.6%
Operating profit 营业利润	176,663	179,019	180,050	183,283	193,111	7.0%	1.3%	0.6%	1.8%	5.4%
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	179,664	182,879	192,686	7.0%	1.2%	0.6%	1.8%	5.4%
Income tax 所得税	(28,612)	(29,093)	(28,764)	(27,432)	(28,903)	10.8%	1.7%	-1.2%	-4.6%	5.4%
Net profit 净利润	148,006	149,559	150,918	155,447	163,783	6.3%	1.0%	0.9%	3.0%	5.4%
Minority interest 少数股东权益	(1,404)	(1,168)	(1,226)	(1,288)	(1,352)	na	na	na	na	na
NPAT 归属股东净利润	146,602	148,391	149,692	154,159	162,431	6.2%	1.2%	0.9%	3.0%	5.4%
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	144,111	148,578	156,850	7.0%	0.5%	0.9%	3.1%	5.6%

Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,886,432	8,438,482	7.6%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%
Total deposits 存款总额	8,155,438	9,096,587	9,778,831	10,512,243	11,300,662	8.2%	11.5%	7.5%	7.5%	7.5%
NPLs 不良贷款余额	61,579	65,610	69,175	74,515	80,228	6.2%	6.5%	5.4%	7.7%	7.7%
Loan provisions 贷款损失准备	269,534	270,301	278,144	298,741	321,595	3.1%	0.3%	2.9%	7.4%	7.7%
Total assets 资产总额	11,028,483	12,152,036	13,017,791	13,946,760	14,944,983	8.8%	10.2%	7.1%	7.1%	7.2%
Total liabilities 负债总额	9,942,754	10,918,561	11,689,677	12,516,568	13,403,313	8.3%	9.8%	7.1%	7.1%	7.1%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,076,370	1,226,014	1,320,279	1,421,966	1,533,033	13.8%	13.9%	7.7%	7.7%	7.8%
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	11,715,691	12,513,174	13,461,663	10.0%	7.0%	9.6%	6.8%	7.6%

Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
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	5.71	5.89	6.22	7.0%	0.5%	0.9%	3.1%	5.6%
BVPS	36.71	41.46	45.20	49.23	53.63	12.2%	12.9%	9.0%	8.9%	8.9%
DPS	1.97	2.00	2.02	2.08	2.20	13.5%	1.4%	0.9%	3.1%	5.6%
PPOP/sh	8.65	8.72	8.78	9.15	9.70	-2.1%	0.8%	0.7%	4.3%	5.9%

Main indicators 主要指标 (%)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.40%	1.29%	1.20%	1.15%	1.13%	-0.04%	-0.11%	-0.09%	-0.05%	-0.02%
ROE	16.2%	14.5%	13.2%	12.5%	12.1%	-0.83%	-1.74%	-1.30%	-0.71%	-0.39%
NIM 净息差	2.15%	1.98%	1.86%	1.80%	1.79%	-0.25%	-0.17%	-0.12%	-0.06%	-0.01%
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.80%	33.99%	33.68%	32.73%	31.89%	0.27%	-0.82%	-0.31%	-0.95%	-0.84%
Effective tax rate 有效所得税率	16.20%	16.28%	16.00%	15.00%	15.00%	0.56%	0.08%	-0.28%	-1.00%	0.00%
LDR 贷存比	79.81%	75.72%	75.37%	75.02%	74.67%	-0.49%	-4.09%	-0.35%	-0.35%	-0.35%
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%	0.95%	-0.01%	0.01%	-0.01%	0.01%	0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	437.70%	411.98%	402.09%	400.92%	400.85%	-13.09%	-25.72%	-9.89%	-1.17%	-0.07%
Provision ratio 拨贷比	4.14%	3.92%	3.77%	3.79%	3.81%	-0.18%	-0.22%	-0.15%	0.01%	0.02%
Credit cost 信用成本	0.74%	0.65%	0.61%	0.65%	0.66%	-0.03%	-0.09%	-0.04%	0.04%	0.01%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.70%	37.40%	35.47%	35.19%	33.63%	0.00%	0.70%	-1.93%	-0.28%	-1.55%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	24.80%	21.36%	20.48%	20.91%	20.98%	-2.54%	-3.44%	-0.89%	0.43%	0.08%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	15.15%	15.00%	14.85%	0.05%	1.13%	0.29%	-0.15%	-0.15%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.53%	17.17%	16.82%	0.26%	1.47%	0.06%	-0.37%	-0.34%
CAR 资本充足率	17.88%	19.05%	18.62%	18.25%	17.91%	0.11%	1.17%	-0.43%	-0.37%	-0.34%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 9：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 10 月 29 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	601398.SH	7.83	21,111	8.03	7.77	0.72	0.68	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	3.9%	3.9%
建设银行	601939.SH	9.23	1,955	7.46	7.23	0.71	0.66	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.2%	4.1%
农业银行	601288.SH	8.15	26,018	10.52	10.14	1.03	0.96	10.1%	9.8%	0.64%	0.61%	3.0%	3.1%
中国银行	601988.SH	5.60	13,361	7.89	7.48	0.70	0.65	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	4.0%	4.1%
邮储银行	601658.SH	5.94	5,954	8.76	8.39	0.79	0.74	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.6%	3.7%
招商银行	600036.SH	40.77	8,410	7.13	6.92	0.90	0.83	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.9%	5.0%
中信银行	601998.SH	7.72	3,147	6.58	6.36	0.59	0.55	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.6%	4.6%
民生银行	600016.SH	3.97	1,408	6.32	6.38	0.31	0.30	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.8%	4.8%
浦发银行	600000.SH	11.81	3,933	8.76	7.85	0.58	0.57	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.1%	3.4%
兴业银行	601166.SH	20.01	4,235	5.70	5.43	0.52	0.48	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	5.3%	5.3%
光大银行	601818.SH	3.44	1,596	5.44	5.30	0.40	0.38	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.5%	5.6%
华夏银行	600015.SH	6.82	1,085	4.71	4.55	0.34	0.32	7.4%	7.3%	0.57%	0.57%	5.9%	5.3%
平安银行	000001.SZ	11.39	2,210	5.36	5.32	0.49	0.46	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.3%	5.3%
浙商银行	601916.SH	3.02	651	5.91	5.86	0.45	0.42	7.8%	7.5%	0.45%	0.43%	5.5%	5.5%
南京银行	601009.SH	11.14	1,377	6.65	6.12	0.75	0.69	12.1%	11.8%	0.79%	0.75%	4.7%	5.0%
宁波银行	002142.SZ	27.60	1,823	6.41	5.77	0.79	0.71	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.3%	3.6%
江苏银行	600919.SH	10.52	1,931	5.82	5.31	0.74	0.66	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.9%	5.4%
上海银行	601229.SH	9.33	1,326	5.70	5.51	0.53	0.49	9.6%	9.3%	0.72%	0.70%	5.4%	5.5%
杭州银行	600926.SH	15.70	1,138	6.03	5.31	0.82	0.73	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.5%	3.4%
苏州银行	002966.SZ	8.17	365	7.01	6.48	0.71	0.66	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.5%	4.9%
成都银行	601838.SH	17.07	724	5.43	5.00	0.80	0.72	15.7%	15.1%	1.02%	0.97%	5.2%	5.5%
重庆银行	601963.SH	10.76	204	7.21	6.62	0.64	0.60	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	3.8%	4.2%
齐鲁银行	601665.SH	5.90	363	6.72	5.99	0.80	0.74	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.4%	4.1%
厦门银行	601187.SH	6.80	179	8.02	7.89	0.66	0.63	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.6%	4.4%
无锡银行	600908.SH	6.05	133	5.95	5.63	0.58	0.53	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.8%	3.9%
常熟银行	601128.SH	6.92	230	4.97	4.38	0.65	0.58	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.6%	3.6%
江阴银行	002807.SZ	4.80	118	5.55	5.25	0.58	0.54	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.2%	4.4%
苏农银行	603323.SH	5.17	104	5.04	4.70	0.52	0.48	10.9%	10.6%	0.93%	0.91%	3.5%	3.4%
张家港行	002839.SZ	4.42	108	5.98	5.67	0.57	0.53	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.5%	4.6%
瑞丰银行	601528.SH	5.51	108	5.35	5.07	0.52	0.48	10.2%	9.9%	0.88%	0.85%	3.6%	3.8%
紫金银行	601860.SH	2.87	105	6.47	6.39	0.47	0.42	7.7%	6.9%	0.57%	0.51%	3.5%	3.5%
沪农商行	601825.SH	8.52	822	6.63	6.40	0.62	0.58	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	5.1%	5.1%
渝农商行	601077.SH	6.86	607	6.48	6.10	0.59	0.55	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.4%	4.7%
A 股板块平均				6.98	6.66	0.69	0.64	10.3%	10.0%	0.79%	0.76%	4.0%	4.1%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。