

招商银行(600036.SH)

息差边际企稳，财富管理持续回暖

强烈推荐（维持）

股价：40.77 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)	10,495
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	
资产负债率(%)	89.9

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)*半年报点评*盈利增速稳健，财富管理回暖持续*强烈推荐20250902

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

研究助理

李灵琇	一般证券从业资格编号 S1060124070021 LILINGXIU785@pingan.com.cn
-----	--



事项：

招商银行发布 2025 年三季报，公司前 3 季度实现营业收入 2514 亿元，同比负增 0.5%，实现归母净利润 1138 亿元，同比正增 0.5%。截至 2025 年 3 季度末，公司总资产规模同比增长 8.5%，其中贷款规模同比增长 5.6%，存款规模同比增长 9.0%。

平安观点：

■ **盈利增速稳健，财富管理业务修复明显。**招商银行 2025 年前 3 季度归母净利润同比增长 0.5% (+0.3%，25H1)，盈利增长保持稳健。从营收端来看，公司前 3 季度营收负增缺口较半年度收敛 1.2pct 至 0.5%，利差业务企稳和中收业务修复均带来正贡献。从利差业务来看，公司前 3 季度利息净收入同比增长 1.7% (+1.6%，25H1)，息差边际企稳支撑利差业务小幅修复。非息收入方面，公司前 3 季度整体非息收入同比负增 4.2% (-6.7%，25H1)，其中债券投资相关其他非息收入前 3 季度同比负增 11.4% (-12.9%，25H1)。中收业务修复较为明显，前 3 季度手续费及佣金净收入同比增长 0.9% (-1.9%，25H1)，其中财富管理手续费及佣金收入增速较半年度上升 6.9pct 至 18.8%，居民财富管理需求的回暖推动中收业务修复。

■ **息差边际企稳，扩表速度稳健。**招商银行 3 季度末净息差水平为 1.87% (1.88%，25H1)，3 季度单季度净息差环比 2 季度下降 3BP 至 1.83%，环比降幅明显收窄。分开来看，公司 3 季度单季度贷款收益率环比 2 季度下降 13BP 至 3.25%，环比降幅收窄 2BP，负债端成本红利持续释放，公司 3 季度单季度存款成本率较 2 季度下降 10BP 至 1.13%。规模方面，公司 3 季度末总资产规模同比增长 8.5% (+9.4%，25H1)，其中贷款规模同比增长 5.6% (+5.5%，25H1)，负债端，3 季度末存款同比增长 9.0% (+8.8%，25H1)，扩表速度保持稳健。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业净收入(百万元)	32,881	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)	7.0	6.9	6.8	6.5	6.2
P/B(倍)	1.11	0.98	0.93	0.86	0.79

资料来源：wind、平安证券研究所

- **不良率环比上升,拨备水平夯实无虞。**招商银行 3 季度末不良率环比半年末上升 1BP 至 0.94%,年化不良贷款生成率为 0.96% (0.98%, 25H1),小微业务资产质量波动一定程度拖累整体资产质量表现,3 季度末零售贷款不良率环比半年末上行 1BP 至 1.05%,其中小微贷款不良率环比半年末上升 15BP 至 1.11%。个人消费贷资产质量略有好转,3 季度末个人消费贷不良率环比半年末下降 8BP 至 1.56%。前瞻性指标方面,公司 3 季度末关注率环比持平半年末于 1.43%,逾期率环比半年末下降 2BP 至 1.34%。综合来看,虽然公司重点领域资产质量出现一定波动,但影响相对可控,核心资产质量指标仍处低位,资产质量整体保持优异。拨备方面,公司 3 季度末拨备覆盖率和拨贷比环比半年末变化-5.0pct/+1BP 至 406%/3.84%,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,营收能力优异,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 0.93x/0.86x/0.79x,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 年三季报核心指标

	百万元	2024Q1	2024H1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025H1	2025Q3
利润表 (累计)	营业收入	86,417	172,945	252,709	337,488	83,751	169,969	251,420
	YoY	-4.7%	-3.1%	-2.91%	-0.48%	-3.1%	-1.7%	-0.5%
	利息净收入	52,000	104,449	157,298	211,277	52,996	106,085	160,042
	YoY	-6.2%	-4.2%	-3.1%	-1.6%	1.9%	1.6%	1.7%
	中收收入	20,204	38,328	55,702	72,094	19,696	37,602	56,202
	YoY	-19.4%	-18.6%	-16.9%	-14.3%	-2.5%	-1.9%	0.9%
	信用减值损失	14,267	26,936	36,357	40,819	12,837	24,634	33,360
	YoY	-13.1%	-13.7%	-8.5%	-1.6%	-10.0%	-8.5%	-8.2%
	拨备前利润	59,452	116,577	170,537	219,471	57,099	113,540	168,449
	YoY	-6.1%	-4.5%	-2.5%	0.6%	-4.0%	-2.6%	-1.2%
利润表 (单季)	归母净利润	38,077	74,743	113,184	148,391	37,286	74,930	113,772
	YoY	-2.0%	-1.3%	-0.6%	1.2%	-2.1%	0.3%	0.5%
	营业收入	86,417	86,528	79,764	84,779	83,751	86,218	81,451
资产负债表	YoY	-4.7%	-1.5%	-2.5%	7.5%	-3.1%	-0.4%	-2.1%
	归母净利润	38,077	36,666	38,441	35,207	37,286	37,644	38,842
	YoY	-2.0%	-0.7%	0.8%	7.6%	-2.1%	2.7%	1.0%
	总资产	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,036	12,529,792	12,657,151	12,644,075
	YoY	9.6%	7.8%	9.2%	10.2%	8.8%	9.4%	8.5%
	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
	YoY	7.6%	6.2%	4.7%	5.8%	4.5%	5.5%	5.6%
	公司贷款	2,791,882	2,771,833	2,774,000	2,863,740	3,049,711	3,068,691	3,150,344
	占比	41%	41%	41%	42%	43%	43%	44%
	零售贷款	3,500,248	3,541,154	3,573,833	3,644,625	3,658,578	3,678,188	3,696,619
	占比	51%	52%	53%	53%	51%	52%	52%
	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
	YoY	8.6%	7.9%	9.4%	11.5%	10.4%	8.8%	9.0%
财务比率 (%)	活期存款		4,501,686		4,752,616		4,808,438	4,671,776
	占比		52%		52%		51%	49%
	定期存款		4,161,200		4,343,971		4,613,941	4,846,921
	占比		48%		48%		49%	51%
	净息差 (公布值)	2.02	2.00	1.99	1.98	1.91	1.88	1.87
资产质量指标 (%)	贷款收益率	4.07	4.02	3.98	3.91	3.53	3.45	3.38
	存款成本率	1.63	1.60	1.58	1.54	1.29	1.26	1.22
	成本收入比	28.35	29.74	29.58	31.89	28.64	30.11	29.85
	ROE (年化)	16.08	15.44	15.38	14.49	14.13	13.85	13.96
	不良率	0.92	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93	0.94
资本充足指标 (高级法, %)	关注率	1.14	1.24	1.30	1.29	1.36	1.43	1.43
	拨备覆盖率	436.82	434.42	432.15	411.98	420.54	410.93	405.93
	拨贷比	4.01	4.08	4.06	3.92	3.89	3.83	3.84
业务指标 (亿元)	核心一级资本充足率	14.07	13.86	14.73	14.86	14.86	14.00	13.93
	一级资本充足率	16.30	16.09	16.99	17.48	17.43	17.07	16.25
	资本充足率	18.20	17.95	18.67	19.05	19.06	18.56	17.59
	零售AUM	138,572	142,031	143,449	149,267	155,683	160,294	165,975
业务指标 (亿元)	YoY	10.5%	13.3%	11.7%	14.1%	16.9%	15.7%	16.9%
	私人银行客户数 (户)	153,167	158,434	159,581	169,100	176,588	182,740	191,418
	YoY	10.5%	10.7%	9.2%	13.6%	15.3%	15.3%	20.0%
	理财产品余额	24,000	24,400	24,400	24,700	23,600	24,600	25,400
	YoY	-2.4%	-3.6%	-5.4%	-3.1%	-1.7%	0.8%	4.1%

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。

免责条款：

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