

公司研究 | 点评报告 | 招商银行（600036.SH）

财富管理加速+资产质量改善+负债成本再下行 ——2025 年三季度报点评

报告要点

前三季度营收同比-0.5%，归母净利润同比+0.5%，业绩增速上行。利息净收入同比+1.7%，保持正增。财富管理收入同比+18.8%，加速增长拉动中收增速转正。前三季度净息差 1.87%，Q3 单季净息差 1.83%，环比-3BP，降幅收窄，存款成本单季环比明显下降 10BP 至 1.13%。Q3 末不良率 0.94%，拨备覆盖率 406%，核心指标前三季度母行不良生成率降至 0.96%，接近 2021 年水平。母行房地产对公不良率 4.24%，环比-32BP，预计风险基本出清。零售信用卡单季不良生成金额降至 94 亿，Q3 末逾期率环比-10BP 至 3.36%，逾期率连续三个季度下降。

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)

2025-11-02

财富管理加速+资产质量改善+负债成本再下行 ——2025 年三季报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

前三季度营收同比增速-0.5% (上半年同比增速-1.7%, Q3 单季同比增速+2.1%), 归母净利润增速+0.5% (上半年同比增速+0.3%, Q3 单季同比增速+1.0%), 三季度末不良率 0.94%, 较期初下降 1BP, 拨备覆盖率 406%, 较期初-6pct, 仍保持充裕。

事件评论

- **业绩增速上行, 单季营收增速转正好于预期。** 1) 利息净收入增速+1.7% (上半年增速+1.6%), 息差降幅收窄; 2) 非息净收入增速-4.2% (上半年增速-6.7%), 中收增速转正+其他非息降幅收窄。3) 信用成本同比下降释放盈利。
- **票据规模继续压降, 信贷结构优化。** 三季度末总资产较期初增长 4.0%, 其中贷款增长 3.6%, 剔除票据后一般贷款较期初增长 5.2%。1) 零售贷款较期初增长 1.4%, 母行口径下, 房贷/消费贷/小微分别较期初+1.1%/+6.3%/+4.2%, 整体预计优于同业。2) 一般对公贷款较期初增长 10.0%。3) 存款较期初+4.6%, Q3 末活期占比 49.1%, 高于去年同期。
- **息差降幅收窄, 存款成本下行显著。** 前三季度净息差 1.87%, 较去年全年下降 11BP, Q3 单季净息差 1.83%, 环比-3BP, 降幅收窄。1) 资产收益率降幅收窄, Q3 生息资产收益率环比-11BP, 其中贷款收益率环比-13BP 至 3.25%, 主动压降低息票据, 且目前对公收益率已处低位, 预计未来进一步下行空间有限。2) 单季存款成本率环比明显下降 10BP 至 1.13%, 目前存款成本率显著低于同业, 且加速下降, 反映客户粘性和定价能力。
- **财富管理收入加速上行。** 1) 前三季度手续费净收入增长 0.9% (上半年增速-1.9%, Q3 单季增速+7.1%), 中收结束 13 个季度下滑, 核心业务财富管理收入同比+18.8%。前三季度代销基金收入同比+38.8%, Q3 加速增长, 主要权益基金保有规模及销量增加拉动。代理理财/信托同比+18%/+47%, 代理保险同比-7%, 降幅收窄, Q3 单季已转正。2) 投资等其他非息收入同比-11.4%, 降幅收窄; 受债市调整影响公允价值损益亏损, 但预计兑现 OCI 浮盈, Q3 单季投资收益同比增长 62%, OCI 余额环比减少 108 亿至 262 亿。
- **资产质量改善信号明确。** 三季度末不良率 0.94%, 环比+1BP、较期初-1BP, 拨备覆盖率较期初-6pct, 主要反映核销处置力度。核心指标母行不良新生成率前三季度进一步改善至 0.96% (上半年为 0.98%), 已接近 2021 年的低位水平。1) 对公端资产质量显著改善, 前三季度母行对公不良新生成率降至 0.13%, Q3 末房地产贷款不良率 4.24%, 环比-32BP, 预计风险基本出清。2) 零售端信用卡单季不良生成金额降至 94 亿元, Q3 末逾期率环比-10BP 至 3.36%, 连续三个季度下降, 消费贷逾期率环比-23BP, 房贷保持稳定; 小微贷款逾期率+17BP 至 1.35%, 仍需关注房价和收入波动对小微资产质量的影响。
- **投资建议: 业绩加速增长超预期, 资产质量改善信号明确, 财富管理快速回暖带动中收转正。** 长期看, 招商银行依旧是内生增长优势突出的银行, 是银行股中唯一兼具顺周期+红利价值+财富管理业务弹性的标的, Q3 以来跟随板块回调。当前 A/H 股 2025 年 PB 估值 0.95x/1.02x、PE 估值 7.2x/7.8x, 股息率 4.9%/4.5%, 重点推荐, 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。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	41.20
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)	43.21
近12月最高/最低价(元)	48.55/35.84

注: 股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

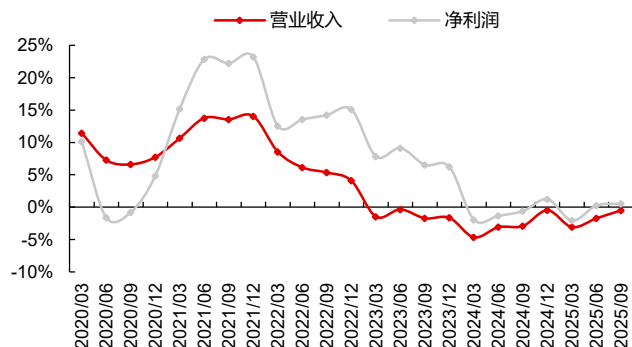
相关研究

- 《利润转正, 不良新生成率降至近年新低——2025 年中报点评》2025-09-05
- 《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



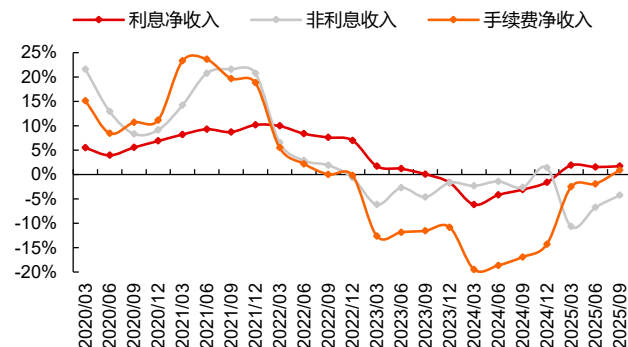
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：招商银行 2025 前三季度营收、净利润累计同比增速回升



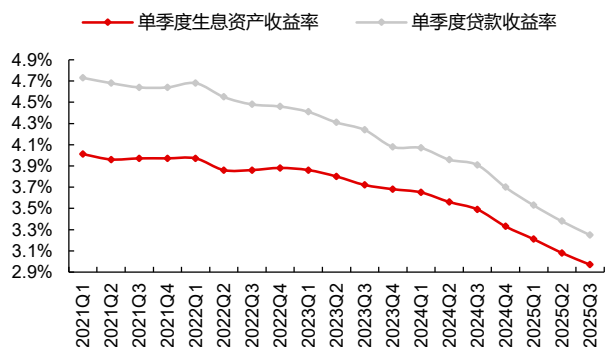
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：招商银行 2025 前三季度手续费净收入增速转正



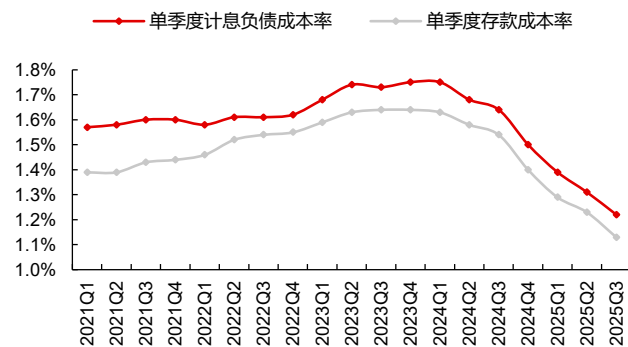
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：招商银行 2025Q3 资产及贷款收益率环比降幅收窄



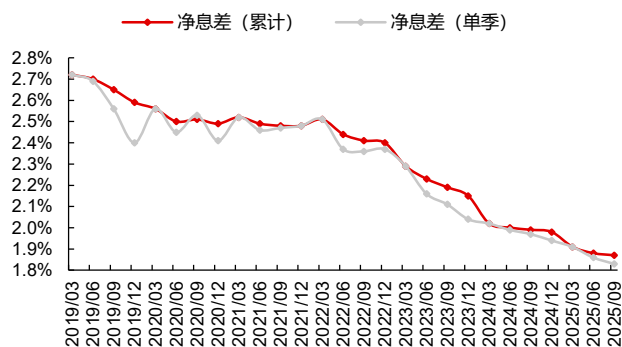
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：招商银行 2025Q3 存款成本率环比明显下降



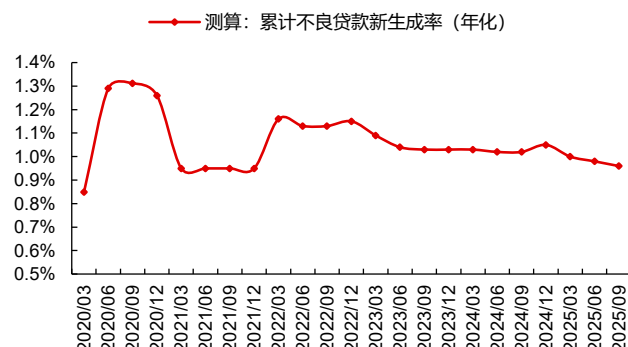
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 5：招商银行 2025Q3 净息差环比降幅收窄



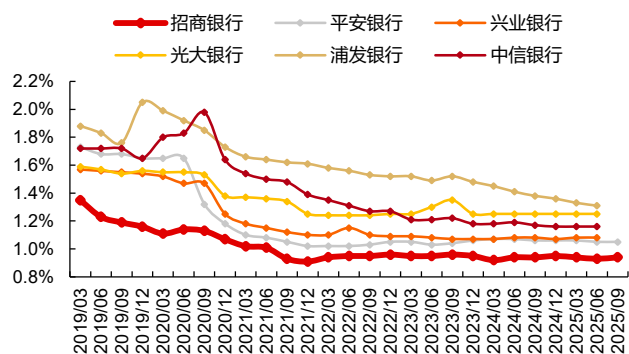
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：招商银行 2025 前三季度不良新生成率继续下降



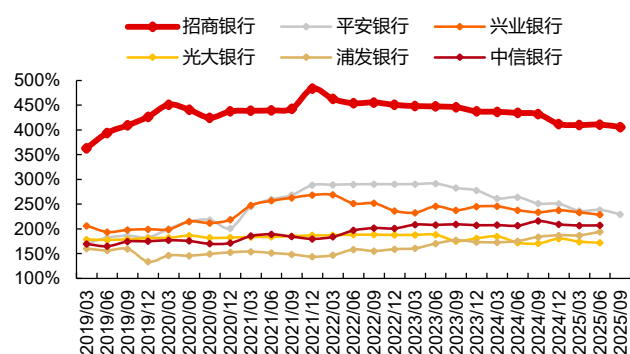
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 7：招商银行不良率保持低位



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 8：招商银行拨备覆盖率保持高位



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（单位：百万元）

合并资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	12,152,036	12,960,177	13,957,068	15,001,168
现金	16,622	14,725	14,725	14,725
存放中央银行款项	557,443	559,074	603,204	650,853
发放贷款和垫款	6,632,548	7,012,728	7,505,562	8,000,615
金融投资				
交易性金融资产	617,018	674,122	744,011	799,669
债权投资	1,941,580	2,131,672	2,352,674	2,528,673
其他债权投资	1,092,127	1,342,834	1,482,052	1,592,922
其他权益工具投资	22,315	24,549	27,095	29,121
存放同业款项	220,231	129,602	139,571	150,012
拆出资金	408,955	492,487	460,583	525,041
买入返售金融资产	271,329	77,196	89,447	132,687
贵金属	9,415	20,736	20,736	20,736
长期股权投资	31,015	33,182	35,735	38,408
其他资产合计	331,438	447,269	481,673	517,706
负债合计	10,918,561	11,679,069	12,580,359	13,527,462
向中央银行借款	189,934	246,243	265,184	285,022
同业和其他金融机构存放款项	699,975	673,929	697,853	750,058
拆入资金	235,376	246,243	279,141	285,022
交易性金融负债	67,461	64,801	69,785	75,006
卖出回购金融资产	84,042	129,602	139,571	150,012
客户存款	9,195,329	9,897,220	10,678,448	11,521,969
应付债券	222,921	194,403	209,356	225,018
其他负债	223,523	226,628	241,021	235,356
股东权益合计	1,233,475	1,281,108	1,376,709	1,473,706
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
其他权益工具	180,446	177,457	177,457	177,457
资本公积	65,429	65,409	65,409	65,409
其他综合收益	43,257	26,179	26,179	26,179
盈余公积	122,652	136,522	150,683	165,056
一般风险准备	154,932	173,557	192,571	211,871
未分配利润	634,078	668,876	730,713	793,439
归属于本行股东的权益	1,226,014	1,273,220	1,368,232	1,464,632

合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,488	336,816	340,562	352,520
利息净收入	211,277	214,197	228,333	244,697
手续费及佣金净收入	72,094	73,196	75,595	79,190
投资收益等其他业务收入	54,117	49,423	36,634	28,633
营业支出	158,469	159,073	160,945	170,483
PPOP	219,838	217,881	222,779	232,296
信用减值损失	39,976	40,138	43,162	50,259
营业利润	179,019	177,743	179,617	182,037
归属于本行股东净利润	148,391	150,157	151,739	153,782
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总额增速	10.2%	6.7%	7.7%	7.5%
贷款总额增速	5.8%	5.7%	6.9%	6.6%
负债总额增速	9.8%	7.0%	7.7%	7.5%
存款总额增速	11.5%	7.8%	7.9%	7.9%
营业收入增速	-0.5%	-0.2%	1.1%	3.5%
利息净收入增速	-1.6%	1.4%	6.6%	7.2%
非利息净收入增速	1.4%	-2.8%	-8.5%	-3.9%
成本收入比	31.9%	32.0%	31.3%	30.9%
归属于本行股东净利润增速	1.2%	1.2%	1.1%	1.3%
EPS	5.66	5.70	5.81	5.89
BVPS	41.46	43.47	47.24	51.06
ROE	14.49%	13.43%	12.80%	11.98%
ROA	1.28%	1.20%	1.13%	1.06%
净息差	1.98%	1.85%	1.82%	1.82%
不良贷款率	0.95%	0.94%	0.93%	0.92%
拨备覆盖率	412%	407%	401%	410%
估值	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (A 股)	7.28	7.22	7.10	7.00
P/E (H 股)	7.82	7.76	7.63	7.52
P/B (A 股)	0.99	0.95	0.87	0.81
P/B (H 股)	1.07	1.02	0.94	0.87
股息率 (A 股)	4.85%	4.89%	4.98%	5.05%
股息率 (H 股)	4.52%	4.55%	4.63%	4.70%

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 10 月 30 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证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。