

全线超预期， 回调即良机

核心观点

摩根大通 4Q25 基本面超预期，净利息收入、非息收入均实现大个位数的较好增长。资产质量稳定，净核销率稳中有降。展望 2026 年，管理层对短期内美国经济韧性和银行业经营环境保持乐观，低成本存款基础+优异信用卡业务支撑下，2026 年净利息收入能保持 8% 左右高增。同时在 AI 等新兴产业旺盛的融资需求+活跃资本市场驱动下，投行、金市、资管业务收入都能继续实现较好增长，贡献显著营收增量。在美国经济软着陆的预期下，预计 ROTCE 仍有进一步提升空间。尚不明确的信用卡利率限制政策对摩根大通实际影响非常有限，短期回调即是买入良机。

事件

1 月 13 日，摩根大通披露 2025 年年报，2025 年实现营业收入（管理口径，下同）1856 亿美元，同比增长 3%，归母净利润 570.5 亿美元，同比减少 2.4%，均超预期。

简评

1、营收表现优异：净利息收入、非息收入均超预期。2025 年摩根大通实现营业收入 1855.8 亿美元，同比增长 3%，其中 4Q25 营收同比增长 7%，均超市场预期。具体来看，4Q25 净利息收入、非息收入均同比增长 7%，均超预期。全年来看，25 年净利息收入 958.7 亿美元，同比增长 3%，非息收入 897.1 亿美元，同比增长 2.5%，均实现稳定增长。净利息收入在降息周期内仍能保持稳定增长，主要得益于强大的存款基础带来的低成本负债优势，以及信用卡、零售贷款等高收益资产业务的领先优势。非息收入方面，剔除去年同期卖出 VISA 股权带来的一次性高基数影响，摩根大通 25 年非息收入实质性同比增长 12%，实现双位数高增，投行、金市、财富管理等核心业务均实现较好增长。非息的优异表现主要受益于全球 AI 资本开支和融资需求的快速增长、以及资本市场走强、汇率波动下带来的交易做市、资产管理需求的旺盛。

利润实质性超预期，ROTCE 保持 20% 以上高位。2025 年摩根大通净利润 570.48 亿美元，同比减少 2.4%，其中 4Q25 净利润同比下降 7%，主要是一次性因素扰动，摩根大通与苹果公司达成合作，成为其苹果信用卡的新发行方。为这项合作，摩根大通在 4Q25 提前计入了一笔 22 亿美元的拨备。剔除该影响后，摩根大通 4Q25 净利润同比增长 8.6%，全年利润增长 1.3%，均超预期。

摩根大通 (JPM. N)

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：2026 年 01 月 14 日

当前股价：310.9 美元

目标价格 6 个月：378 美元

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
2.24/1.65	7.84/0.96	35.28/11.42
12 月最高/最低价 (美元)		334.61/210.28
总股本 (万股)		272,226.23
流通股本 (万股)		272,226.23
总市值 (亿美元)		8,833.47
流通市值 (亿美元)		8,833.47
近 3 月日均成交量 (万)		885.95
主要股东		
The Vanguard Group		9.77%

股价表现



2025 年摩根大通 ROTCE 保持在 20% 的高位，继续领跑行业。ROTCE 同比略有下滑，一方面是因为苹果信用卡拨备计提的一次性扰动，另一方面也在于分母端的提升，随着降息周期开始，此前 OCI 账户因持续加息而产生的浮亏已经明显收窄（由 24 年的 124 亿美元下降至 25 年末的 43 亿美元），带动公司所有者权益上升。AOCI 浮亏减少带动分母端的提升本质上是利好，使得摩根大通 ROTCE 进一步夯实。

2、2026 年全年指引积极，管理层对中短期内银行业经营环境保持乐观，预计未来 ROTCE 仍有望进一步提高。（1）根据公司指引，2026 年净利息收入预计将在 1030 亿美元左右，较 25 年同比增速达 8%。净利息收入的积极预期一方面在于美联储的平缓节奏，逐步的、稳健的向 3% 中性利率靠近的利率环境是最有利于银行业经营的。另一方面，摩根大通在具备显著的低成本负债优势和深厚的客群基础。凭借更高的零售贷款占比、更低的存款成本，摩根大通在资负两端都具备相对优势，在降息周期中息差更容易企稳。（2）需要注意的是，摩根大通作为一家具备广泛客群基础和强大市场优势的商业银行、投行资管一体化的综合金融集团，本身并不是以净利息收入为核心来拓展收益的，贷款只是其综合化服务客户的一部分，甚至仅仅是维护客户的一种方式。而扎实且高粘性的客群往往能在投行、资管、金融市场等更高价值贡献的业务上带来更多收益。正如摩根大通 CEO 所说：“我们并不依靠净利息收入来实现增长，净利息收入往往仅是自然而然的结果体现。”。（3）管理层认为美国经济具备韧性，消费需求继续增长，资本市场保持繁荣，对银行业经营环境有望保持乐观。在经济软着陆的背景下，摩根大通营收、利润均有望实现大个数稳定增长，ROTCE 能够进一步上升。

3、传统商业银行：低成本客户存款持续流入+信用卡业务保持优异，贡献稳定收入。公司零售及社区银行部门 4Q25 营收同比增长 6%，较好的增长主要依靠低成本存款的持续流入和更高的信用卡利息收入。具体来看，存款及财富管理业务收入同比增长 7%，占 CCB 部门的近六成营收，存款业务实现量价双升，deposit margin 同比上升 11bps 至 2.72%，平均存款规模同比增长 0.6%，在降息周期中仍能保持稳定高位的存款端配置息差，彰显了摩根大通显著的低成本存款优势。4Q25 信用卡业务同比增长 5%，尽管因降息导致卡服务收益率同比下降 61bps 至 9.86%，但信用卡同比实现 7% 的高增，消费需求持续增长下实现有效的以量补价。此外，近期特朗普有意将信用卡利率设置 10% 的上限，这项潜在政策风险对摩根大通的影响较小。摩根大通信用卡业务的特征是聚焦高评级优质客群，在拉高整体贷款定价同时不下沉风险。相对于可比同业，摩根大通的信用卡业务占比更高，但利率更低，目前平均利率水平不足 10%，而同业普遍都在 10%-11% 的水平。因此即使特朗普设置 10% 的利率上限，对摩根大通的影响也较小，且反而有助于消除同业的价格竞争。

4、投资银行&金融市场：4Q25 收入环比小幅下降，但仍保持同比高增，符合预期。AI 等新兴产业旺盛的融资需求+持续强劲的资本市场代客做市交易需求，能够有力推动摩根大通投行金市业务持续贡献营收增量。摩根大通 4Q25 企业及投资银行部门营收同比增长 10.1%，实现双位数高增，营收中七成左右都是由投行、支付管理、金融市场的非息收入贡献。具体来看，4Q25 投资银行季度环比下降 5%，同比基本持平。季度环比下行主要是 3Q25 企业融资、银团贷款等投行业务因关税政策扰动减弱而形成爆发增长，产生了较高基数。叠加四季度投行相关业务需求季节性走弱，导致投行业务收入小幅下降。展望 2026 年，随着美国 AI 产业链资本开支的持续旺盛，投行业务需求有望在未来一段时间内持续增长。金融市场方面，4Q25 金融市场及证券服务业务季度环比下降 6%，但同比仍保持 17% 的高增，主要是权益做市业务量有小幅下降，符合市场预期。摩根大通金市业务主要以代客做市为主，赚钱稳定的利差收入，与资本市场波动关系较小，而与交易做市业务量密切相关。在当前逐步降息推动资本市场繁荣、汇率波动的宏观利率环境下，权益、外汇等产品业务量将持续增长。预计 2026 年摩根大通投行及金市业务营业收入能够维持 10% 左右的高增趋势。

5、资产及财富管理：“量价双优”，优质客群基础+全产品、一条龙的服务体系，摩根大通资管业务收入能够保持双位数高增，盈利能力强劲。4Q25 摩根大通资产及财富管理业务同比实现 13% 的增长，其中财富管理、全球私人银行收入分别同比增长 18%、8%。稳定、可持续的资金流入和领先同业的收益率水平能够确保摩根大

通资管业务收入保持高增。2025 年末摩根大通管理 AUM 规模达 4.8 万亿美元，季度环比增长 4.2%，同比高增 18%。其中权益类、固收类资产分别实现 24%、17% 的高速增长。盈利水平上，4Q25 摩根大通财富管理业务税前利润率保持在 38% 左右，同比提高 3pct，常年领跑同业。核心优势在于较强的主动管理能力和优异的客户服务能力，AUM 市占率常年保持在前五，新增客户数和新增 AUM 量屡创新高。展望未来，根据公司指引，摩根大通规划通过主动 ETFs、权益类、私行客户资产规模的增长，未来五年 AUM 整体实现 13% 左右的 CAGR 增速，从而带动资产管理&财富管理业务收入保持双位数高增。

6、资产质量稳健，私人信贷敞口小，且风险不大。截至 4Q25，摩根大通不良率稳定在 0.66%，同比持平。2025 年信用成本率为 1%，主要因四季度苹果信用卡 22 亿美元拨备的一次性计提，剔除该一次性影响后，信用成本率稳定在 0.85% 左右的历史低位，资产质量稳健。具体来看，零售端信用成本主要是信用卡核销贡献，除信用卡外其余零售贷款核销规模较小，不良率环比下降 7bps 至 0.99%，资产质量稳定且拨备规模并未提高。4Q25 信用卡核销率季度环比下降 1bp 至 3.14%，保持稳中有降趋势。前瞻性指标方面，信用卡 30 天、90 天逾期率分别为 2.16%、1.1%，均保持在行业较低水平。商业房地产方面，写字楼等经营性物业贷款仍是主要风险，但压力最大的时期已经过去，写字楼空置率上升幅度已经明显趋缓。摩根大通在商业房地产方面计提拨备充足，预计不会对未来信用成本产生较大扰动。私人信贷（NDFI 贷款）方面，根据公司披露，截至 2025 年末，摩根大通定义口径下的 NDFI 贷款敞口为 1600 亿美元，占总资产比重仅 3.6%，明显小于可比同业平均水平。根据公司披露，摩根大通大部分 NDFI 贷款具备担保或其他增信措施保证，底层资产质量相对优异，目前净核销率仅 0.14% 左右，对信用成本的影响十分有限。

7、投资建议：回调即是买入良机。摩根大通 4Q25 基本面整体超预期，净利息收入、非息收入均实现大个位数的较好增长。资产质量稳定，净核销率保持稳中有降。展望 2026 年，管理层对中短期内美国经济和银行业经营环境保持乐观，低成本存款基础+优异信用卡业务支撑下，2026 年净利息收入能保持 8% 左右高增。同时在 AI 等新兴产业旺盛的融资需求+活跃资本市场驱动下，投行、金市、资管业务收入都能继续实现较好增长，贡献显著营收增量。在美国经济软着陆的大环境下，预计摩根大通 ROTCE 仍有进一步提高空间。

预计 2026-2028 年营收增速分别为 8.2%、4.9%、4.3%，净利润增速分别为 6.4%、9.4%、8.7%。ROTCE 分别为 20.9%、21.5%、21.7%。目前市场对特朗普总统意图推出的限制信用卡利率 10% 上限的潜在政策影响尚不明确，但摩根大通平均信用卡利率水平目前仍在 10% 以下，对其影响应相对有限。估值目标为 3.5 倍 PTB，目标价 378 美元，维持买入评级，短期内舆情造成的回调是买入良机。

8、风险提示：1) 特朗普上台后政策未见成效，未来一段时间出现比当前市场预期更严重的全球经济衰退。2) 美联储加大了降息力度，政策中性利率下降到 3% 以下，甚至更低的位置。极端情况下全球回归零利率环境，将对全球银行业的净息差和经营能力产生巨大的负面影响。3) 预期之外的全球地缘政治紧张局势和风险出现，导致灰犀牛事件的出现。4) 上述所有风险都可能对银行资产质量情况和资本状况产生不利影响。5) 敏感性测算：摩根大通对未来宏观环境及其对应的 ROTE 预设了五大情景：①软着陆：ROTE 可保持在 20%-24% 高位水平。②轻度衰退：ROTE 17%-20% 左右，③高通胀但慢增长，利率 Higher for Longer：ROTE 为 15%-17%。④中度衰退：ROTE 13%-15% 左右。⑤重度衰退：ROTE 10%-13% 左右。

图 1:摩根大通盈利预测简表

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	177,556	182,447	197,437	207,128	216,001
营业收入增长率	12.3%	2.8%	8.2%	4.9%	4.3%
普通股股东净利润 (百万)	56,868	55,681	59,254	64,795	70,401
普通股股东净利润增长率	19.1%	-2.1%	6.4%	9.4%	8.7%
ROTCE (adjusted)	21.1%	19.9%	20.9%	21.5%	21.7%
EPS (元)	19.79	20.03	21.93	24.51	27.22
TBVPS (元)	97.30	107.57	117.87	130.12	145.49
PE	15.7	15.5	14.2	12.7	11.4
PTB	3.20	2.89	2.64	2.39	2.14

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 2:摩根大通财务报表主要数据

Income statement 利润表 (百万美元, USD mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	同比增速 (%)				
						2024	2025	2026E	2027E	2028E
Net interest income 净利息收入	92,583	95,443	103,067	104,970	106,997	3.7%	3.1%	8.0%	1.8%	1.9%
Net interest income excl. markets 调整后净利息收入	92,419	92,591	95,253	99,717	104,514	2.6%	0.2%	2.9%	4.7%	4.8%
Noninterest revenue 非利息收入	84,973	87,004	94,370	102,158	109,003	23.4%	2.4%	8.5%	8.3%	6.7%
Total netrevenue 营业收入	177,556	182,447	197,437	207,128	216,001	12.3%	2.8%	8.2%	4.9%	4.3%
Operating expenses 营业支出	(91,797)	(95,640)	(104,618)	(108,747)	(112,859)	5.3%	4.2%	9.4%	3.9%	3.8%
PPOP 拨备前营业利润	85,759	86,807	92,819	98,381	103,141	20.9%	1.2%	6.9%	6.0%	4.8%
Provision for credit losses 资产减值损失	(10,678)	(14,212)	(15,038)	(13,408)	(10,898)	14.6%	33.1%	5.8%	-10.8%	-18.7%
Profit before taxation 利润总额	75,081	72,595	77,781	84,974	92,244	21.9%	-3.3%	7.1%	9.2%	8.6%
Income tax 所得税	(16,610)	(15,547)	(17,160)	(18,812)	(20,476)	37.7%	-6.4%	10.4%	9.6%	8.8%
Net income 净利润	58,471	57,048	60,621	66,162	71,768	18.0%	-2.4%	6.3%	9.1%	8.5%
AT1 shareholders 优先股股息	1,603	1,367	1,367	1,367	1,367	-10.5%	-14.7%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	56,868	55,681	59,254	64,795	70,401	19.1%	-2.1%	6.4%	9.4%	8.7%
Balance sheet 资产负债表 (百万美元, USD mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Total loans 贷款总额	1,347,988	1,493,429	1,639,919	1,748,062	1,854,465	1.8%	10.8%	9.8%	6.6%	6.1%
Total deposits 存款总额	2,406,032	2,653,117	2,661,055	2,870,520	2,862,219	0.2%	10.3%	0.3%	7.9%	-0.3%
Total assets 资产总额	4,002,814	4,424,900	4,606,519	4,871,224	5,144,129	3.3%	10.5%	4.1%	5.7%	5.6%
Total liabilities 负债总额	3,658,056	4,062,462	4,221,406	4,459,509	4,699,261	3.1%	11.1%	3.9%	5.6%	5.4%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	344,758	362,438	385,113	411,715	444,869	5.1%	5.1%	6.3%	6.9%	8.1%
Tangible common equity 有形净资产	20,050	20,045	20,045	20,045	20,045	-26.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Per share data (Yuan) 每股数据 (美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Common shares issued 普通股股本 (百万股)	4,105	4,105	4,105	4,105	4,105	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Common shares outstanding 流通普通股股本 (百万股)	2,798	2,696	2,640	2,583	2,527	-2.7%	-3.6%	-2.1%	-2.1%	-2.2%
EPS	19.79	20.03	21.93	24.51	27.22	21.8%	1.2%	9.5%	11.7%	11.0%
BVPS	116.07	127.00	138.30	151.63	168.14	11.1%	9.4%	8.9%	9.6%	10.9%
TBVPS	97.30	107.57	117.87	130.12	145.49	13.0%	10.6%	9.6%	10.4%	11.8%
DPS	4.80	5.80	6.35	7.10	6.88	17.1%	20.8%	9.5%	11.7%	-3.0%
Main indicators 主要指标 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
ROA	1.48%	1.35%	1.34%	1.40%	1.43%	0.17%	-0.13%	-0.01%	0.05%	0.04%
ROE	18.19%	16.69%	16.75%	17.12%	17.24%	1.30%	-1.50%	0.06%	0.37%	0.12%
ROTCE	21.11%	19.87%	20.86%	21.53%	21.75%	-2.02%	-1.24%	1.00%	0.67%	0.22%
Cost-to-income ratio 成本收入比	51.70%	52.42%	52.99%	52.50%	52.25%	-3.44%	0.72%	0.57%	-0.49%	-0.25%
Effective tax rate 有效所得税率	22.12%	21.42%	22.06%	22.14%	22.20%	2.55%	-0.71%	0.65%	0.08%	0.06%
LDR 贷存比	56.03%	56.29%	61.63%	60.90%	64.79%	0.89%	0.26%	5.34%	-0.73%	3.89%
Credit cost 信用成本	0.80%	1.00%	0.96%	0.79%	0.60%	0.04%	0.20%	-0.04%	-0.17%	-0.19%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	47.86%	47.69%	47.80%	49.32%	50.46%	4.32%	-0.17%	0.11%	1.52%	1.14%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	15.82%	14.07%	14.65%	15.09%	15.74%	0.81%	-1.74%	0.57%	0.44%	0.65%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.93%	15.01%	15.05%	14.85%	14.67%	0.32%	-1.92%	0.04%	-0.20%	-0.18%
CAR 资本充足率	17.91%	16.05%	16.27%	16.23%	16.22%	0.21%	-1.85%	0.22%	-0.04%	-0.02%

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、中信建投（国际）研究部及全球研究团队负责人、金融行业负责人、银行业首席分析师。英国杜伦大学金融与投资学硕士。十余年金融行业研究经验，兼具广阔的国际视野和深刻的本土洞察，在新财富最佳分析师评选中多年位居前列：第一名（2019年）、第二名（2016-2017年、2020年、2022-2024年）、第三名（2015年、2018年、2025年）。

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