

公司研究 | 点评报告 | 招商银行 (600036.SH)

营收增速转正，拨备以丰补歉 ——2025 年业绩快报点评

报告要点

2025 全年营收增速+0.01%(前三季度增速-0.5%, Q4 单季增速+1.6%), 归母净利润增速+1.2% (前三季度增速+0.5%, Q4 单季增速+3.4%)。全年利息净收入增速+2.0% (前三季度增速+1.7%), Q4 加速增长主要规模加速增长+息差环比降幅预计收窄。全年非息净收入增速-3.4%, 手续费净收入预计保持平稳, 财富管理收入受益市场回暖预计增长良好。全年总资产增速 7.6%, 其中贷款增速 5.4%, Q4 单季环比+1.7%加速增长, 预计提前释放部分 2026 年开门红储备。年末不良率环比持平于 0.94%, 拨备覆盖率 392%, 环比-14pct, 预计零售风险仍有扰动。

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)

2026-01-27

营收增速转正，拨备以丰补歉

——2025 年业绩快报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 全年营收增速+0.01%(前三季度增速-0.5%,Q4 单季增速+1.6%),归母净利润增速+1.2%(前三季度增速+0.5%,Q4 单季增速+3.4%)。全年利息净收入增速+2.0%(前三季度增速+1.7%)。年末不良率环比持平于 0.94%，拨备覆盖率 392%，环比-14pct。

事件评论

- 业绩：全年营收增速转正，利息净收入加速增长。**1) 全年利息净收入增速 2.0% (前三季度增速+1.7%，Q4 单季增速+2.9%)，主要 Q4 规模加速增长+预计 Q4 净息差环比降幅收窄。2) 非息净收入增速-3.4% (前三季度增速-4.2%，Q4 单季增速-0.8%)，预计手续费净收入保持平稳增长 (前三季度增速+0.9%)，预计主要财富管理业务收入受益资本市场回暖预计增长良好，其他非息受债市影响拖累。3) 拨备以丰补歉释放盈利。
- 规模：Q4 存贷款规模加速增长。**2025 全年总资产增速 7.6%，Q4 单季环比+3.4%；全年贷款增速 5.4%，Q4 单季环比+1.7%，2026 年“十五五”开局之年，预计规模增速预算偏积极。1) 2025Q3 末对公贷款较期初增长 10.0%，预计 Q4 提前释放部分 2026 年开门红信贷储备。2025Q3 末零售贷款较期初增速 1.4%，预计 Q4 仍然较疲弱。2) 2025 全年存款增长 8.1%，Q4 单季环比增长 3.3%，预计存款搬家影响总体有限。
- 息差：预计 Q4 净息差环比降幅收窄，负债成本继续改善。**2025 年前三季度净息差 1.87%，较上半年下降 1BP，其中 Q3 单季环比下降 3BP 至 1.83%，预计 Q4 净息差环比降幅收窄，推动利息净收入加速增长。1) 资产收益率预计降幅收窄，2025Q3 贷款收益率已经收敛至 3.25%，2025H1 对公贷款收益率降至 3%以内，预计未来下降空间有限；同时下半年市场利率回升，预计金融投资收益率总体平稳。2) 预计负债成本率继续下降，2025Q3 存款成本率环比下降 10BP 至 1.13%，存款成本显著低于同业，且加速下降，反映客户粘性和定价能力，2025H1 对公定期、个人定期存款利率仍在 2%以上，考虑到 2026 年仍有部分定期存款到期，预计未来存款成本率仍存在改善空间。
- 资产质量：总体平稳，拨备覆盖率回落预计反映零售风险波动。**年末不良率稳定于 0.94%，拨备覆盖率 392%，环比-14pct，较期初-20pct，Q4 环比降幅扩大，预计零售风险仍有扰动。1) 2025Q3 末零售端信用卡逾期率连续三个季度环比下降，不良新生成率连续两个季度回落，预计目前风险指标企稳；其他零售贷款中，预计小微风险仍有波动，反映小微主体风险压力、房价加速下跌影响，房贷、消费贷预计相对平稳。2) Q3 房地产对公不良率环比-32BP，预计风险处于平稳消化过程中，行业风险对总体资产质量影响有限。
- 投资建议：超跌后股息率价值清晰。**2025 全年业绩符合预期，营收增速转正，利息净收入、中收稳定增长。2025Q4 以来股价受银行指数基金持续净流出、地产风险预期扰动等因素影响回调，且作为在沪深 300、上证 50 等指数权重最高银行股，近两周受沪深 300、上证 50ETF 大规模净流出影响明显，目前 2025/2026 年 A 股 PB 估值 0.88x/0.81x、H 股估值 0.96x/0.89x，当前 A 股估值存在超跌，2025/2026 年 A 股预期股息率回升至 5.3%/5.4%，H 股预期股息率 4.8%/4.9%，红利价值清晰，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

- 信贷规模扩张不及预期；
- 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)	38.02
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)	48.55/37.31

注：股价为 2026 年 1 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

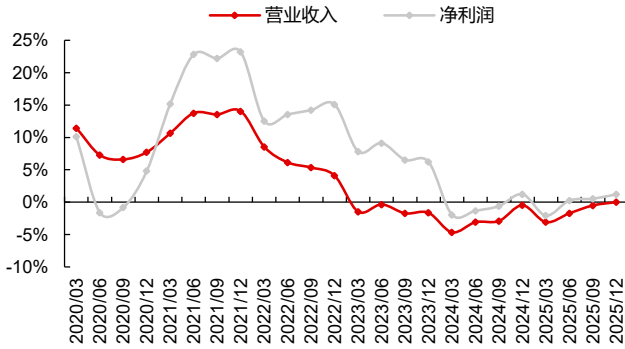
相关研究

- 《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》2025-11-02
- 《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



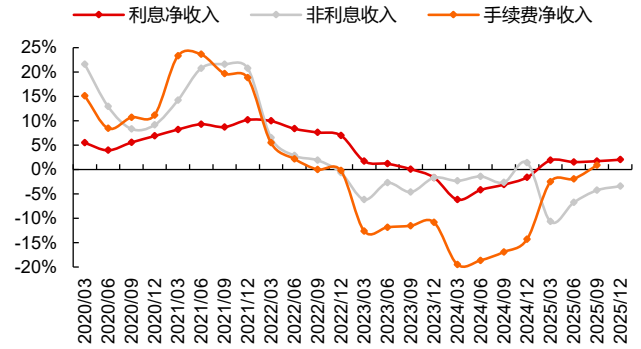
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：招商银行 2025 年全年营收增速转正，净利润增速上行



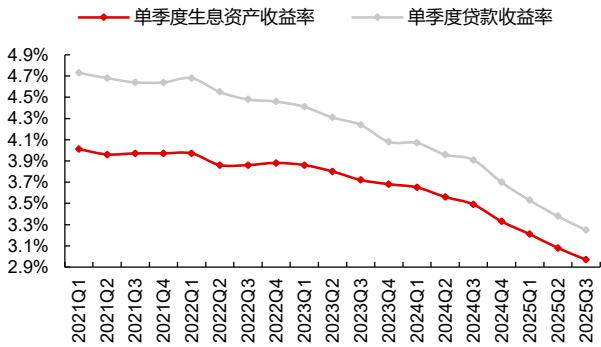
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：招商银行 2025 年全年利息净收入平稳增长



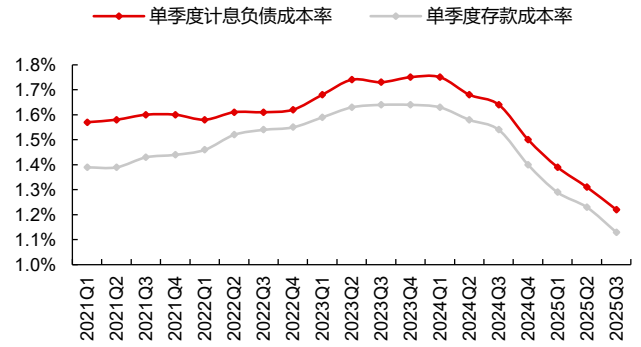
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：招商银行 2025Q3 资产及贷款收益率环比降幅收窄



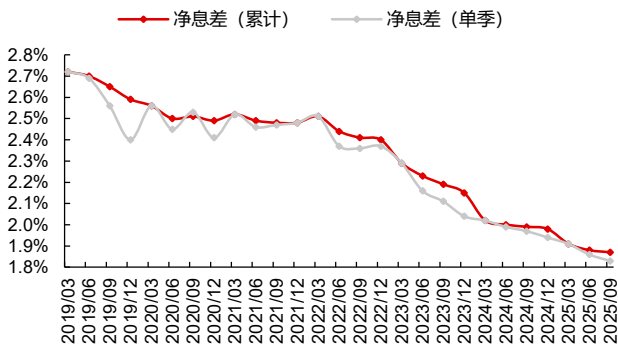
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：招商银行 2025Q3 存款成本率环比明显下降



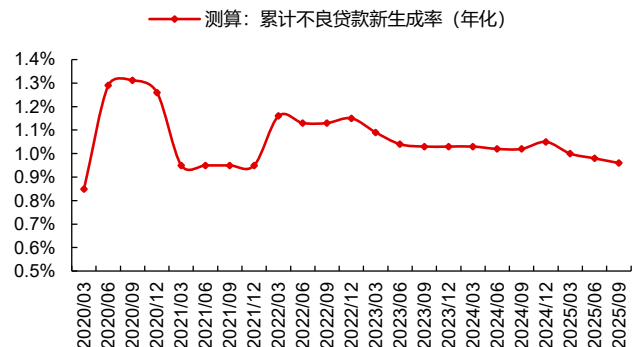
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 5：招商银行 2025Q3 净息差环比降幅收窄



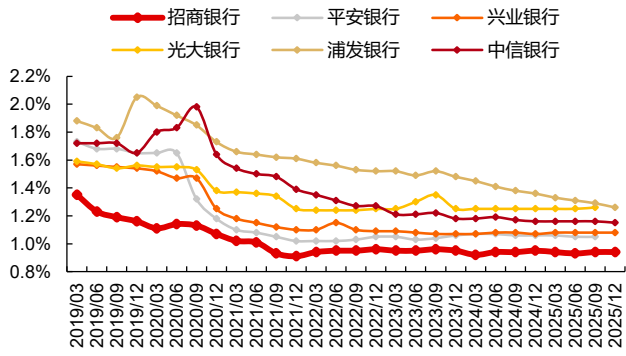
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：招商银行 2025 前三季度不良新生成率继续下降



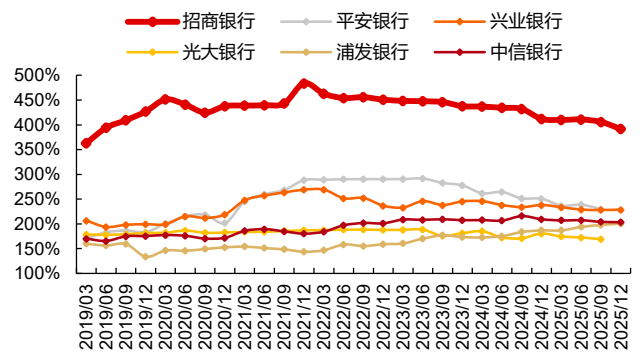
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

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	13,070,523	14,007,902	14,938,917
现金	16,622	14,725	14,725	14,725
存放中央银行款项	557,443	560,892	605,164	652,966
发放贷款和垫款	6,632,548	7,001,682	7,433,312	7,845,631
金融投资				
交易性金融资产	617,018	679,861	746,721	820,483
债权投资	1,941,580	2,149,822	2,361,243	2,594,488
其他债权投资	1,092,127	1,354,267	1,487,450	1,634,382
其他权益工具投资	22,315	24,758	27,193	29,879
存放同业款项	220,231	130,705	140,079	149,389
拆出资金	408,955	496,680	462,261	522,862
买入返售金融资产	271,329	151,853	189,726	99,570
贵金属	9,415	20,736	20,736	20,736
长期股权投资	31,015	33,465	35,865	38,249
其他资产合计	331,438	451,078	483,428	515,558
负债合计	10,918,561	11,789,624	12,631,267	13,465,238
向中央银行借款	189,934	248,340	266,150	283,839
同业和其他金融机构存放款项	699,975	784,231	742,419	672,251
拆入资金	235,376	248,340	280,158	283,839
交易性金融负债	67,461	65,353	70,040	74,695
卖出回购金融资产	84,042	130,705	140,079	149,389
客户存款	9,195,329	9,929,394	10,713,137	11,559,372
应付债券	222,921	196,058	210,119	224,084
其他负债	223,523	187,203	209,166	217,767
股东权益合计	1,233,475	1,280,899	1,376,636	1,473,680
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	25,240	25,240	25,240
盈余公积	122,652	136,581	150,764	165,146
一般风险准备	154,932	173,636	192,680	211,991
未分配利润	634,078	669,332	731,241	793,985
归属于本行股东的权益	1,226,014	1,272,875	1,368,012	1,464,448

合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,488	337,532	338,035	340,826
利息净收入	211,277	215,593	223,319	233,323
手续费及佣金净收入	72,094	73,202	73,595	76,792
投资收益等其他业务收入	54,117	48,737	41,121	30,711
营业支出	158,469	158,280	158,337	158,701
PPOP	219,838	217,315	221,065	224,321
信用减值损失	39,976	38,063	41,367	42,196
营业利润	179,019	179,252	179,698	182,125
归属于本行股东净利润	148,391	150,181	151,808	153,856
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总额增速	10.2%	7.6%	7.2%	6.6%
贷款总额增速	5.8%	5.4%	6.1%	5.4%
负债总额增速	9.8%	8.0%	7.1%	6.6%
存款总额增速	11.5%	8.1%	7.9%	7.9%
营业收入增速	-0.5%	0.0%	0.1%	0.8%
利息净收入增速	-1.6%	2.0%	3.6%	4.5%
非利息净收入增速	1.4%	-3.4%	-5.9%	-6.3%
成本收入比	31.9%	32.3%	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	43.43	47.21	51.03
ROE	14.49%	13.44%	12.82%	11.99%
ROA	1.28%	1.19%	1.12%	1.06%
净息差	1.98%	1.86%	1.78%	1.74%
不良贷款率	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%
拨备覆盖率	412%	392%	382%	372%
估值	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (A 股)	6.71	6.66	6.55	6.46
P/E (H 股)	7.38	7.32	7.19	7.09
P/B (A 股)	0.92	0.88	0.81	0.75
P/B (H 股)	1.01	0.96	0.89	0.82
股息率 (A 股)	5.26%	5.30%	5.40%	5.47%
股息率 (H 股)	4.79%	4.82%	4.91%	4.98%

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 2026 年 1 月 26 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情形范围内，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。