

# 招商银行（600036.SH）2025 年报点评

## 业绩底部明确，攻守兼备优质标的

优于大市

### 核心观点

**业绩底部明确，营收扭转了过去两年同比下降态势。**公司此前已经披露业绩快报，2025 年实现营收 3375 亿元，同比增长 0.01%；实现归母净利润 1502 亿元，同比增长 1.2%。其中，第四季度营收和归母净利润同比分别增长 1.6% 和 3.4%。公司 2025 年净利息收入和手续费净收入同比分别增长了 2.0% 和 4.4%，扭转了 2024 年下降态势，债市波动下其他非息收入同比下降 14%。

**四季度净息差环比企稳回升，规模扩张稳健。**2025 年净息差 1.87%，同比收窄 11bps，较前三季度持平；其中，第四季度净息差 1.86%，较三季度提升了 3bps，资产负债管理能力优异。期末资产总额 13.07 万亿元，贷款总额 7.26 万亿元，存款总额 9.84 万亿元较年初分别增长 7.56%、5.37% 和 8.13%。

**公司客群优质，大财富管理业务收入恢复高增。**期末零售客户 2.24 亿户，较年初增长 6.67%。其中，金葵花及以上客户 593.15 万户，较年初增长 13.29%；私人银行客户 19.93 万户，较年初增长 17.87%。期末公司管理的额零售 AUM 余额达到 17.08 万亿元，较年初增长 14.44%，其中存款余额 4.27 万亿元，较年初增长 11.49%。高净值客户数量和零售 AUM 持续高增，彰显了公司优质的客群经营能力，这也是公司重要的核心竞争优势。

2025 年大财富管理业务收入 440.1 亿元，同比增长 16.9%，占营收的 13.04%。其中，财富管理业务收入 267 亿元，同比增长 21.39%，除了代理保险业务收入因业务结构变动同比下降 9.4%，代理理财、代理基金、代理信托、证券交易收入同比分别增长 19.0%、40.4%、65.5% 和 62.5%。资产管理业务收入 119.3 亿元，同比增长 10.9%，托管业务收入 53.75 亿元，同比增长 9.9%。

**资产质量稳健，小微零售业务阶段性承压。**期末不良率 0.94%，较 9 月末持平，较年初下降 1bp，加回核销处置后的不良生成率 0.85%，同比下降 3bps。期末拨备覆盖率 392%，较 9 月末下降约 14 个百分点，依然处在高位。其中，公司贷款不良率 0.89%，较年初下降 17bps，较 6 月末下降 4bps；零售贷款不良率 1.06%，较年初提升 10bps，较 6 月末提升 3bps，主要是小微信贷不良率由年初的 0.79% 提升至 1.22%；按揭不良率较年初提升 3bps 至 0.51%，依然处在低位；信用卡不良拐点明确，主要是较早提加强风控和加大处置。

**投资建议：**公司治理机制、文化体系以及优质客群是其重要的护城河，维持 2026-2028 年净利润 1548/1624/1730 亿元的预测，增速 3.1%/4.9%/6.5%，对应 2026-2028 年 PB 值为 0.83x/0.76x/0.70x。维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	337,488	337,532	351,999	376,899	407,280
(+/-%)	-0.5%	0.0%	4.3%	7.1%	8.1%
净利润(百万元)	148,391	150,181	154,801	162,433	173,023
(+/-%)	1.2%	1.2%	3.1%	4.9%	6.5%
摊薄每股收益(元)	5.66	5.70	5.89	6.19	6.61
总资产收益率	1.29%	1.20%	1.15%	1.12%	1.11%
净资产收益率	15.1%	14.0%	13.5%	13.1%	12.8%
市盈率(PE)	6.96	6.91	6.70	6.37	5.97
股息率	5.1%	5.1%	5.5%	5.8%	6.1%
市净率(PB)	0.94	0.90	0.83	0.76	0.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 银行·股份制银行 II

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.44 元
总市值/流通市值	994671/994671 百万元
52 周最高价/最低价	48.55/37.31 元
近 3 个月日均成交额	3862.29 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《招商银行（600036.SH）2025 年业绩快报点评-业绩底部明确，估值具备吸引力》——2026-01-24
- 《招商银行（600036.SH）2025 年三季度报点评-财富管理回暖延续，优质客群优势强化》——2025-10-30
- 《招商银行（600036.SH）2025 年半年报点评-业绩改善，客户优势不断深化》——2025-08-30
- 《招商银行（600036.SH）2025 年一季报点评-净利息收入实现正增长，核心竞争力深化》——2025-04-30
- 《招商银行（600036.SH）2024 年年报点评-客群和风控护城河进一步彰显》——2025-03-26

## 财务预测与估值

每股指标 (元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (十亿元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	5.66	5.70	5.89	6.19	6.61	营业收入	337	338	352	377	407
BVPS	41.75	43.75	47.62	51.65	55.98	其中: 利息净收入	211	216	223	242	261
DPS	2.00	2.02	2.17	2.28	2.42	手续费净收入	72	75	87	95	105
						其他非息收入	54	47	42	40	42
<b>资产负债表 (十亿元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营业支出	158	158	168	184	201
总资产	12,152	13,071	14,090	15,147	16,207	其中: 业务及管理费	108	108	113	121	130
其中: 贷款	6,633	7,004	7,389	7,796	8,225	资产减值损失	40	40	48	56	63
非信贷资产	5,519	6,066	6,701	7,351	7,982	其他支出	11	11	7	8	8
总负债	10,919	11,790	12,710	13,665	14,615	营业利润	179	179	184	193	206
其中: 存款	9,195	9,925	10,719	11,576	12,502	其中: 拨备前利润	219	219	232	249	269
非存款负债	1,723	1,865	1,992	2,089	2,113	营业外净收入	(0)	(0)	0	0	0
所有者权益	1,233	1,281	1,380	1,482	1,592	利润总额	179	179	184	194	206
其中: 总股本	25	25	25	25	25	减: 所得税	29	28	29	30	32
普通股股东净资产	1,053	1,103	1,201	1,303	1,412	净利润	150	151	156	163	174
						归母净利润	148	150	155	162	173
总资产同比	10.2%	7.6%	7.8%	7.5%	7.0%	其中: 普通股股东净利润	143	144	148	156	167
贷款同比	6.1%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	分红总额	50	51	55	57	61
存款同比	11.6%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	营业收入同比	-0.5%	0.0%	4.3%	7.1%	8.1%
贷存比	72%	71%	69%	67%	66%	其中: 利息净收入同比	-7.8%	2.0%	3.6%	8.2%	7.8%
非存款负债/负债	16%	16%	16%	15%	14%	手续费净收入同比	-14.3%	4.4%	15.0%	10.0%	10.0%
权益乘数	9.9	10.2	10.2	10.2	10.2	归母净利润同比	1.2%	1.2%	3.1%	4.9%	6.5%
<b>资产质量指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>业绩增长归因</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
不良贷款率	0.95%	0.94%	0.92%	0.90%	0.89%	生息资产规模	8.8%	7.1%	7.3%	7.6%	7.2%
信用成本率	0.66%	0.61%	0.70%	0.77%	0.82%	净息差 (广义)	-16.6%	-5.0%	-3.6%	0.6%	0.6%
拨备覆盖率	412%	392%	387%	375%	370%	手续费净收入	-1.7%	0.6%	2.9%	0.5%	0.6%
						其他非息收入	9.1%	-2.6%	-2.3%	-1.6%	-0.4%
<b>资本与盈利指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	业务及管理费	1.6%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	1.29%	1.20%	1.15%	1.12%	1.11%	资产减值损失	0.9%	0.2%	-3.7%	-2.0%	-1.3%
ROE	15.1%	14.0%	13.5%	13.1%	12.8%	其他因素	-0.8%	1.2%	2.5%	-0.1%	-0.3%
核心一级资本充足率	14.86%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	归母净利润同比	1.2%	1.2%	3.1%	4.9%	6.5%
一级资本充足率	17.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032