



# 招商银行 (600036.SH): 4Q25 息差企稳回升, 核心营收增速改善

——2025 年年报点评

2026 年 4 月 7 日

强烈推荐/维持

招商银行

公司报告

**事件:** 3月27日, 招商银行公布2025年年报, 公司全年实现营收、归母净利润3,375.3亿、1,501.8亿, 分别同比+0.01%、+1.21%; ROE为13.44%, 同比下降1.05pct。4Q25不良率0.94%, 环比持平、同比下降1bp; 拨备覆盖率391.79%, 环比下降14.14pct、同比下降20.19pct。

## ■ 盈利表现

**营收增速转正, 财富管理业务表现亮眼。**2025年招行营收同比+0.01%, 较前三季度改善0.5pct; 为2023年基本面承压以来首次回正, 主要得益于净利息收入和中收改善。具体来看, 1) 净利息收入同比+2.04%, 较前三季度改善0.3pct。主要得益于息差拖累减小, 2025年净息差降幅收窄至11bp。2) 手续费及佣金净收入同比+4.39%, 较前三季度改善3.5pct。主要是在资本市场保持活跃、前期保险和资管降费影响逐渐淡化下, 公司财富管理、资产管理业务手续费收入高增长。其中, 财富管理收入同比+21.4%、资产管理收入同比+10.9%。3) 其他非息收入同比-13.74%, 降幅较前三季度扩大2.33pct, 主要由于上年同期高基数。

**成本管控及税收节约下, 净利润增速环比小幅改善。**成本端, 公司坚持费用精细化管理, 2025年管理费用同比+0.31%、较前三季度下降0.08pct; 成本收入比与上年基本持平。信用减值损失同比-2.56%、较前三季度提升5.69pct, 拨备反哺力度边际减弱。所得税同比-4.21%, 较前三季度下降6.79pct。在成本管控、税收节约之下, 2025年归母净利润同比+1.21%, 较前三季度改善0.8pct。

## ■ 核心指标

**4Q25 单季度净息差企稳回升, 负债成本改善明显。**2025年净息差1.87%, 同比下降11bp, 较前三季度收窄1bp。其中, 4Q25单季净息差1.86%, 环比上升3bp; 主要得益于负债成本下降(计息负债付息率环比下降9bp至1.13%), 以及资产收益率下降趋缓(生息资产收益率环比下降5bp至2.92%, 降幅较前三个季度明显收窄)。展望26年, 考虑央行降息预期、实体经济有效信贷需求偏弱、债券投资收益率下降等因素, 资产端收益率或仍呈下行趋势; 但负债端, 存款重定价、同业存款利率自律升级有望推动负债成本持续下降, 预计净息差降幅进一步收窄。

**贷款投放保持平稳, 零售偏弱、对公补位。**2025年末招行贷款、债券投资、总资产同比增速分别为+5.4%、+12.6%、+7.6%, 信贷增速整体平稳, 债券投资和总资产增速有所放缓。对公贷款同比+12.3%, 零售贷款同比+2.1%; 在零售需求偏弱的市场环境下, 对公投放保持一定强度。

**资产质量总体稳健, 零售风险仍在暴露。**4Q25末招商银行不良率0.94%, 环比持平、同比下降1bp。从不良生成来看, 2025年不良生成率为1.03%, 同比下降2bp; 其中, 零售不良生成额占比约九成, 零售风险仍然承压。具体来看: 1) **零售:** 4Q25末母行口径零售贷款不良率1.08%, 环比上升3bp、同比上升10bp。消费信贷不良率1.52%, 环比下降4bp; 小微贷款不良率1.22%, 环比上升11bp; 个人住房贷款不良率0.51%, 环比上升6bp。零售贷款前瞻性指标关注率、逾期率环比有所上升, 潜在风险压力仍存, 未来趋势需关注房地产市场企稳和居民就业收入修复情况。2) **对公:** 整体不良改善, 房地产不

## 公司简介:

招商银行于1987年成立于中国改革开放的最前沿——深圳蛇口, 是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行, 也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。成立35年来, 招商银行已成为沪港两地上市, 拥有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行、消费金融、理财子公司等金融牌照的银行集团, 在全球具有鲜明的发展特色和重要的市场影响力。

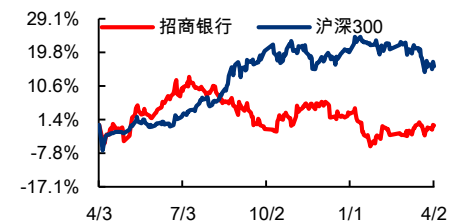
资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(元)	48.24-37.5
总市值(亿元)	10,027.41
流通市值(亿元)	8,202.07
总股本/流通A股(万股)	2,521,985/2,062,894
流通B股/H股(万股)	-/459,090
52周日均换手率	0.82

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 林瑾璐

021-25102905

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070002

## 分析师: 田馨宇

010-66554013

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521070003

**良率波动。**4Q25 末母行口径对公贷款不良率 0.84%，环比下降 2bp、同比下降 17bp。其中，房地产行业不良率 4.64%，环比上升 40bp、同比下降 10bp；地产风险仍在暴露处置中。拨备方面，4Q25 末拨备覆盖率 391.79%，环比下降 14.14pct、同比下降 20.19pct。在经济增速放缓、部分领域资产质量承压下，银行拨备反哺机制将继续发挥作用，当前招行拨备覆盖率仍保持在行业前列，风险抵补能力充足。

**投资建议：**招商银行 2025 年盈利增速改善符合预期。核心营收增速提升，财富管理收入实现高增长；资产规模稳健增长，单季度息差环比回升，资产质量局部波动、整体稳健。展望来看，预计随着负债成本持续改善、降息节奏趋缓，净息差降幅有望进一步收窄；“适度宽松货币政策+积极财政政策”组合下，总资产规模有望平稳增长，净利息收入或延续改善趋势；依托稳定高质量的零售客群基础，财富管理中等收有望继续改善；其他非息不存在高基数压力。随着宏观经济复苏，零售不良生成有望逐步见顶，信用成本对盈利拖累可控。综合来看，预计 2026-2028 年归母净利润增速分别为 2.7%、4.0%、5.2%，对应 BVPS 分别为 49.58、55.97、62.70 元/股。4 月 2 日收盘价对应 2026 年 0.8 倍 PB 估值。2025 年公司分红率维持在 35% 以上的较高水平，A、H 股对应 2026E 股息率为 5.2%、4.7%，高股息配置价值突出。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

### 财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	3,374.9	3,375.3	3,490.9	3,624.7	3,785.9
增长率 (%)	(0.5)	0.0	3.4	3.8	4.4
净利润 (亿元)	1,483.9	1,501.8	1,542.0	1,603.8	1,687.2
增长率 (%)	1.2	1.2	2.7	4.0	5.2
净资产收益率 (%)	15.1	14.0	13.1	12.0	11.3
每股收益 (元)	5.9	6.0	6.1	6.4	6.7
PE	6.8	6.7	6.5	6.3	5.9
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026	2027	2028
<b>利润表 (亿元)</b>											
净利息收入	2,113	2,156	2,229	2,312	2,421	<b>收入增长</b>					
手续费及佣金	721	753	783	814	847	净利润增速	1.2%	1.2%	2.7%	4.0%	5.2%
其他收入	541	467	479	499	519	拨备前利润增速	1.1%	-0.2%	4.6%	4.9%	5.5%
营业收入	3,375	3,375	3,491	3,625	3,786	税前利润增速	1.2%	0.2%	2.1%	4.2%	5.4%
营业税及附加	(30)	(31)	(31)	(32)	(35)	营业收入增速	-0.5%	0.0%	3.4%	3.8%	4.4%
业务管理费	(1,076)	(1,080)	(1,090)	(1,107)	(1,129)	净利息收入增速	-1.6%	2.0%	3.4%	3.7%	4.7%
拨备前利润	2,269	2,265	2,370	2,486	2,622	手续费及佣金增	-14.3	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
计提拨备	(408)	(398)	(457)	(489)	(514)	营业费用增速	-3.7%	0.3%	1.0%	1.5%	2.0%
税前利润	1,787	1,790	1,828	1,904	2,007						
所得税	(291)	(279)	(274)	(286)	(301)	<b>规模增长</b>					
归母净利润	1,484	1,502	1,542	1,604	1,687	生息资产增速	9.8%	7.6%	6.6%	6.0%	6.0%
<b>资产负债表 (亿元)</b>						贷款增速	5.8%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
贷款总额	68,883	72,581	76,210	80,020	84,021	同业资产增速	60.6%	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	9,005	9,665	10,149	10,656	11,189	证券投资增速	15.0%	12.6%	10.0%	8.0%	8.0%
证券投资	36,730	41,351	45,486	49,125	53,055	其他资产增速	13.7%	0.3%	-0.3%	18.3%	15.9%
生息资产	119,992	129,135	137,659	145,907	154,676	计息负债增速	9.7%	7.8%	5.7%	5.7%	5.7%
非生息资产	4,231	4,242	4,230	5,006	5,803	存款增速	11.5%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%
总资产	121,520	130,705	139,186	148,105	157,588	同业负债增速	14.4%	23.4%	10.0%	10.0%	10.0%
客户存款	90,966	98,361	103,279	108,443	113,865	股东权益增速	13.6%	3.8%	12.1%	11.3%	10.6%
其他计息负债	14,322	15,124	16,692	18,346	20,171						
非计息负债	3,897	4,411	4,852	5,338	5,871	<b>存款结构</b>					
总负债	109,186	117,896	124,823	132,127	139,908	活期	52.2%	50.8%	50.79	50.79	50.79
股东权益	12,335	12,809	14,363	15,979	17,680	定期	47.8%	49.2%	49.21	49.21	49.21
<b>每股指标</b>						其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
每股净利润(元)	5.88	5.95	6.11	6.36	6.69	<b>贷款结构</b>					
每股拨备前利润(元)	9.00	8.98	9.40	9.86	10.40	企业贷款(不含贴)	41.6%	44.3%	44.31	44.31	44.31
每股净资产(元)	41.46	43.43	49.58	55.97	62.70	个人贷款	52.9%	51.3%	51.26	51.26	51.26
每股总资产(元)	481.84	518.26	551.89	587.25	624.85	<b>贷款质量</b>					
P/E	6.76	6.68	6.50	6.25	5.94	不良贷款率	0.95%	0.94%	0.93%	0.92%	0.92%
P/PPOP	4.42	4.43	4.23	4.03	3.82	正常	97.75	97.63	97.64	97.65	97.65
P/B	0.96	0.92	0.80	0.71	0.63	关注	1.29%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%
P/A	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	次级	0.24%	0.22%			
<b>利率指标</b>						可疑	0.33%	0.27%			
净息差(NIM)	1.84%	1.73%	1.67%	1.63%	1.61%	损失	0.37%	0.44%			
净利差(Spread)	1.86%	1.78%	1.80%	1.82%	1.84%	拨备覆盖率	411.9	391.7	381.0	379.7	373.2
贷款利率	3.91%	3.34%	3.39%	3.44%	3.49%						
存款利率	1.54%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%	<b>资本状况</b>					
生息资产收益率	3.50%	3.04%	3.06%	3.08%	3.10%	资本充足率	19.05	18.24	18.48	18.69	18.87
计息负债成本率	1.64%	1.26%	1.28%	1.30%	1.32%	核心一级资本充	14.86	14.16	14.63	15.06	15.45
<b>盈利能力</b>						资产负债率	89.85	90.20	89.68	89.21	88.78
ROAA	1.29%	1.20%	1.15%	1.13%	1.12%						
ROAE	15.05%	14.03%	13.15%	12.05%	11.27%	<b>其他数据</b>					
拨备前利润率	1.96%	1.80%	1.76%	1.73%	1.72%	总股本(亿)	252.2	252.2	252.2	252.2	252.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行业: 企业贷款同比多增, M1 增速环比上升—2 月社融金融数据点评	2026-03-17
行业普通报告	银行业: 宏观政策保持积极, 行业基本面预期稳健—2026 年政府工作报告点评	2026-03-06
行业普通报告	银行业: 净利润增速环比提升, 净息差企稳—2025 年银行业监管数据点评	2026-02-27
行业普通报告	银行业: 主动基金重仓比例微升, 北向资金和被动基金有所减持—25Q4 基金持仓分析	2026-01-28
行业普通报告	银行业: 对公中长贷同比多增, 居民存款流向非银仍不明显—2025 年 12 月社融金融数据点评	2026-01-16
行业深度报告	银行业 2026 年投资策略: 盈利改善与资金驱动共振, 看好行业配置价值	2025-12-19
行业普通报告	银行业: 社融增速继续下降, 非银存款延期高增—10 月社融金融数据点评	2025-11-18
行业普通报告	银行业: 公募业绩基准改革引导配置均衡化, 银行板块较受益	2025-11-12
公司普通报告	招商银行 (600036.SH): 利润增速回正, 资产质量整体稳健—2024 年年报点评	2025-03-26
公司普通报告	招商银行 (600036.SH): 扩表速度环比提升, 全年净利润增速回正—2024 年业绩快报点评	2025-01-16

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所, 负责银行业股票分析和固定收益研究。

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所, 从事银行业和固收研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：  
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526