

2026年04月08日

增持（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2026/04/07
收盘价	38.99
总股本(万股)	2,521,985
流通A股/B股(万股)	2,062,894/0
资产负债率(%)	90.20%
市净率(倍)	0.77
净资产收益率(加权)	13.44
12个月内最高/最低价	48.55/37.31



相关研究

招商银行（600036）：息差压力缓解，财富管理修复延续

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**2025年，公司实现营业收入3375.32亿元，同比基本持平；实现归母净利润1501.81亿元，同比增长1.21%。其中，Q4单季实现营业收入861.12亿元，同比增长1.57%；实现归母净利润364.09亿元，同比增长3.41%。
- **规模扩张保持平稳，经营重心寻求量价平衡。**2025年Q4末总资产同比增速较Q3有所回落，主要受金融投资增速放缓拖累，这背后或与债市快速调整后，公司主动控制长久期和交易盘敞口有关。贷款扩张仍慢于总资产，结构上仍以对公贷款和票据贴现为主要增量，零售贷款修复偏缓，反映出在需求偏弱的环境中公司当前更强调客户质量、风险控制和综合回报。今年1-2月，社融总量在企业和政府融资支撑下实现较快增长，居民融资需求修复偏慢。预计2026年招行总资产规模随行业平稳增长，投资与对公强于零售的格局大概率延续。
- **息差边际改善，核心仍是负债端改善快于资产收益率回落。**2025年Q4单季净息差较Q3小幅回升，主要受益于存款利率下调影响继续释放、市场化负债成本回落以及活期存款占比提升。预计2026年净息差仍将收窄，但收窄幅度有望好于2025年。资产端，贷款收益率压力主要集中在上半年浮息贷款重定价阶段，投资收益率大概率仍将延续缓慢下行。负债端，存款方面，招行活期存款占比本就较高，进一步压降负债成本的空间相对有限，这意味着存款成本下降斜率难以简单复制2025年；市场负债方面，今年以来资金利率和同业存单利率明显下降，对负债成本仍有支撑，有望部分对冲存款端压降空间收窄的影响。
- **非息收入修复的主线更加清晰，核心仍在财富管理和客户生态。**2025年Q4手续费及佣金净收入同比增速较Q3明显改善，但内部修复并不均衡：结算与清算、资产管理和托管业务同比增速均较Q3进一步改善，银行卡手续费同比降幅则有所扩大，代理基金、代理理财和代理信托等代销相关收入仍保持较快增长，说明本轮中收修复更多仍是结构性改善，而非全面共振。原因在于，一方面居民资产配置需求较此前有所修复，基金、理财、信托等代销相关业务继续受益；另一方面，信用卡和银行卡业务仍受消费修复偏慢、零售交易活跃度不高等因素拖累。受债市波动影响，Q4投资收益加公允价值变动同比表现较Q3走弱。往前看，当前资本市场交易活跃度仍较高，居民财富配置需求也仍有支撑，财富管理条线仍有望成为非息收入的主要弹性来源；银行卡收入改善则仍需等待消费更明显的复苏信号。债市若延续震荡格局，投资类收入波动仍可能偏大。
- **资产质量整体稳中有进，对公继续改善，零售仍处于结构性出清阶段。**年末不良率保持低位，关注率和逾期率总体平稳，对公资产质量延续改善，地产等重点领域风险继续收敛；零售端仍是主要扰动项，但更偏结构分化，按揭和小微压力仍在，信用卡和消费贷风险总体可控。Q4拨备覆盖率环比有所下降，也反映出在收入端仍有压力的背景下，公司开始更多发挥厚实拨备对利润的缓冲作用。我们延续此前的观点，随着息差压力缓解、收入端率先改善，公司后续核销和处置不良的能力有望进一步增强，风险出清节奏或较此前加快。
- **盈利预测与投资建议：**2025年Q4业绩的支撑点在于息差边际改善、财富管理和托管等非息条线修复较快、对公资产质量继续改善；压力点则仍在投资收益波动和零售风险释放。随着收入端率先改善，后续风险处置有望进一步加快。我们预计2026-2028年公司营业收入分别为3486亿元、3702亿元和3933亿元（2026、2027年原预测为3499、3707亿元），归母净利润分别为1534亿元、1589亿元和1646亿元（2026、2027年原预测为1545、1604

亿元), BVPS分别为47.78元、52.29元和56.96元。当前公司估值仍处低位, 兼具红利与价值属性, 维持“增持”评级。

- **风险提示: 零售贷款资产质量恶化超预期; 净息差下行幅度超预期; 财富管理与银行卡等中收修复不及预期。**

盈利预测与估值简表

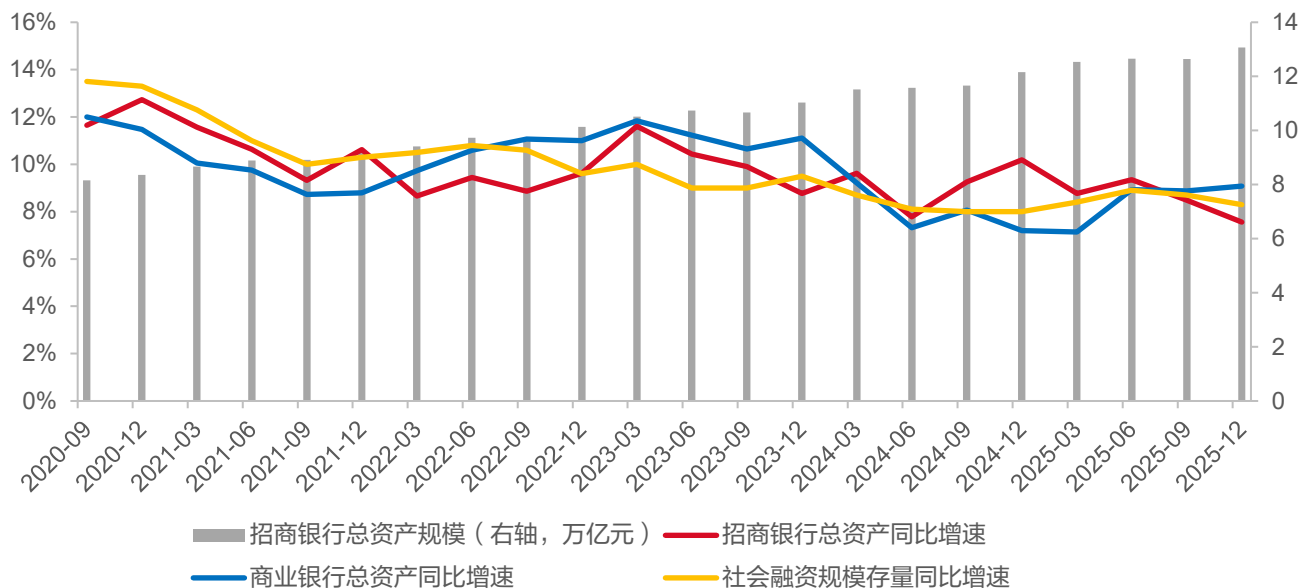
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	3375	3486	3702	3933
同比增速	0.01%	3.28%	6.20%	6.24%
归母净利润 (亿元)	1502	1534	1589	1646
同比增速	1.21%	2.17%	3.54%	3.61%
净息差 (测算值)	1.82%	1.83%	1.80%	1.79%
不良贷款率	0.94%	0.94%	0.94%	0.90%
不良贷款拨备覆盖率	391.79%	368.97%	356.28%	376.45%
ROE	12.02%	11.48%	10.83%	10.25%
每股盈利 (元)	5.95	6.08	6.30	6.53
PE (倍)	6.55	6.41	6.19	5.97
每股净资产 (元)	43.43	47.78	52.29	56.96
PB (倍)	0.90	0.82	0.75	0.68

资料来源: 公司定期报告, iFinD, 东海证券研究所, 截至2026/4/7收盘

图表目录

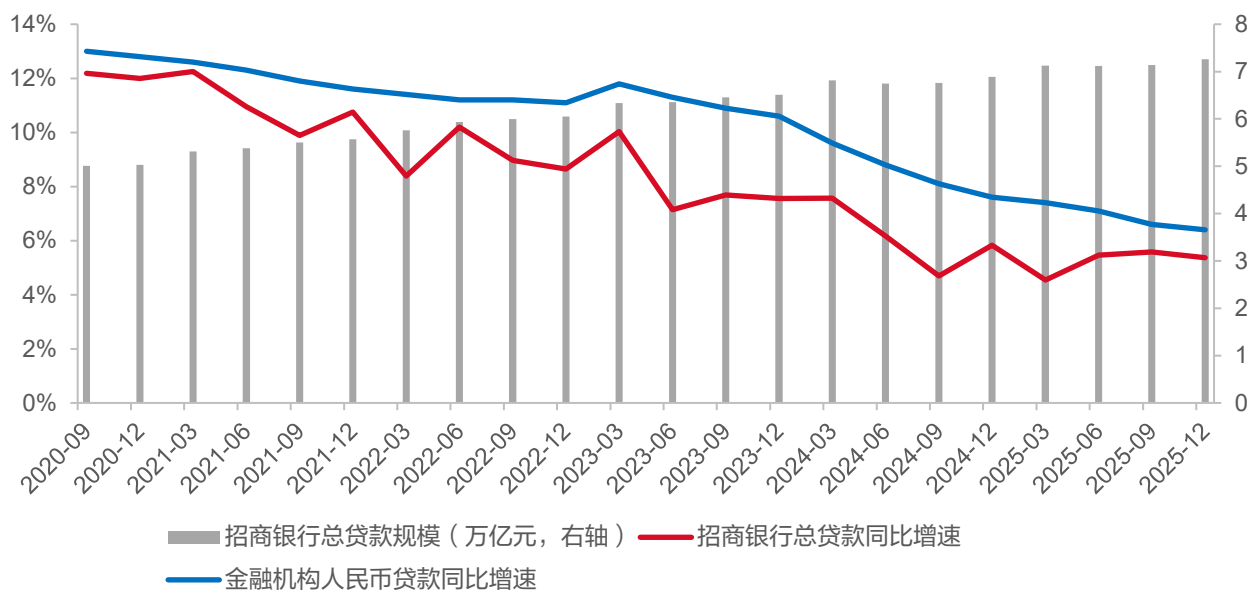
图 1 招商银行总资产规模与同比增速.....	4
图 2 招商银行总贷款规模与增速.....	4
图 3 招商银行历年 Q4 新增贷款规模.....	5
图 4 招商银行金融投资规模与增速.....	5
图 5 招商银行存款规模与增速.....	6
图 6 政策利率、LPR、国债收益率与商业银行净息差走势，单位：%.....	6
图 7 招商银行单季度息差及同比变动.....	7
图 8 招商银行不良贷款率、关注率与逾期率.....	7
图 9 招商银行个人贷款不良率.....	8
图 10 招商银行公司类贷款不良率.....	8
图 11 招商银行单季度手续费及佣金收入，单位：亿元.....	9
图 12 招商银行单季度财富管理业务收入结构，单位：亿元.....	9
图 13 招商银行与国有银行股息率，单位：%.....	10
附录：三大报表预测值.....	11

图1 招商银行总资产规模与同比增速



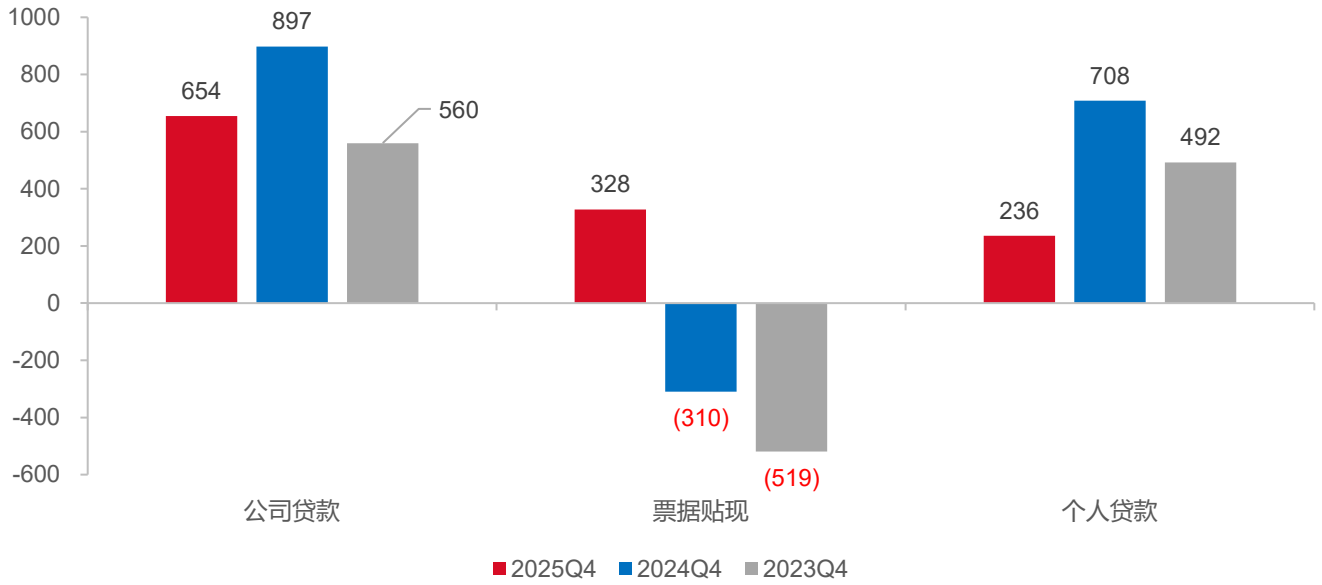
资料来源：招商银行定期报告，中国人民银行，国家金融监督管理总局，东海证券研究所

图2 招商银行总贷款规模与增速



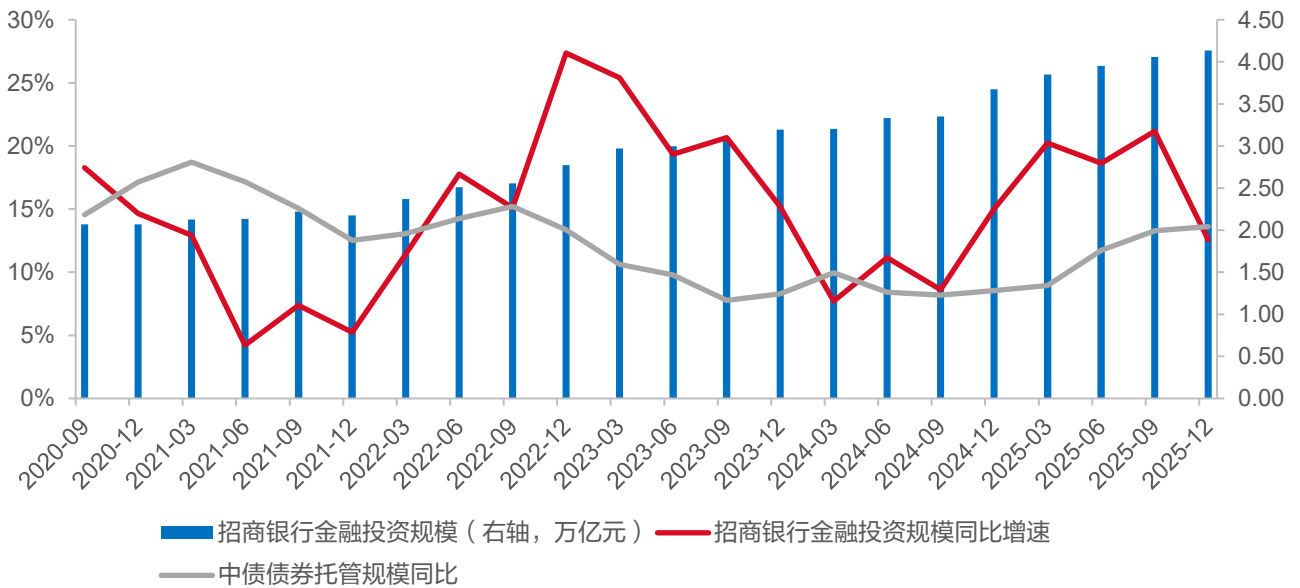
资料来源：招商银行定期报告，中国人民银行，东海证券研究所

图3 招商银行历年 Q4 新增贷款规模



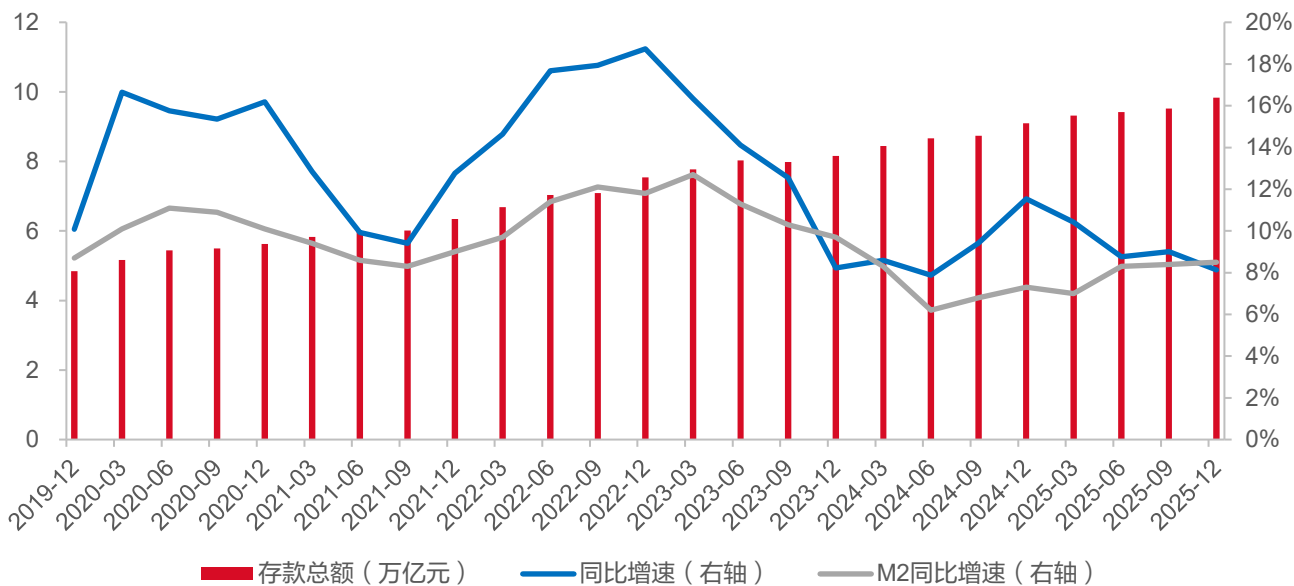
资料来源：招商银行定期报告，中国人民银行，东海证券研究所

图4 招商银行金融投资规模与增速



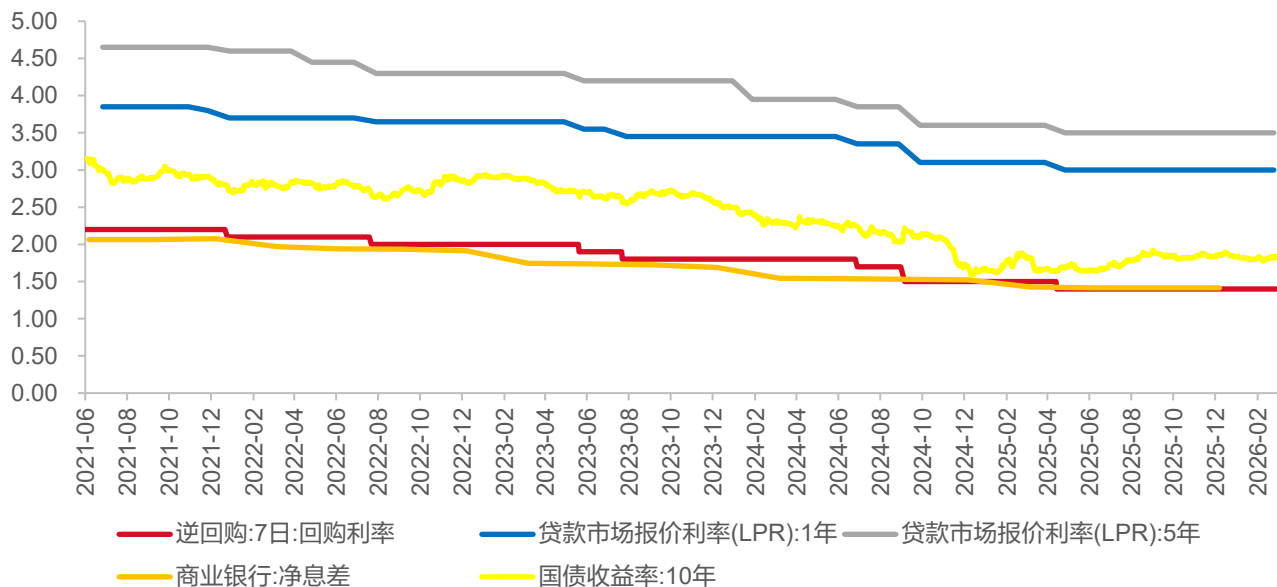
资料来源：招商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 招商银行存款规模与增速



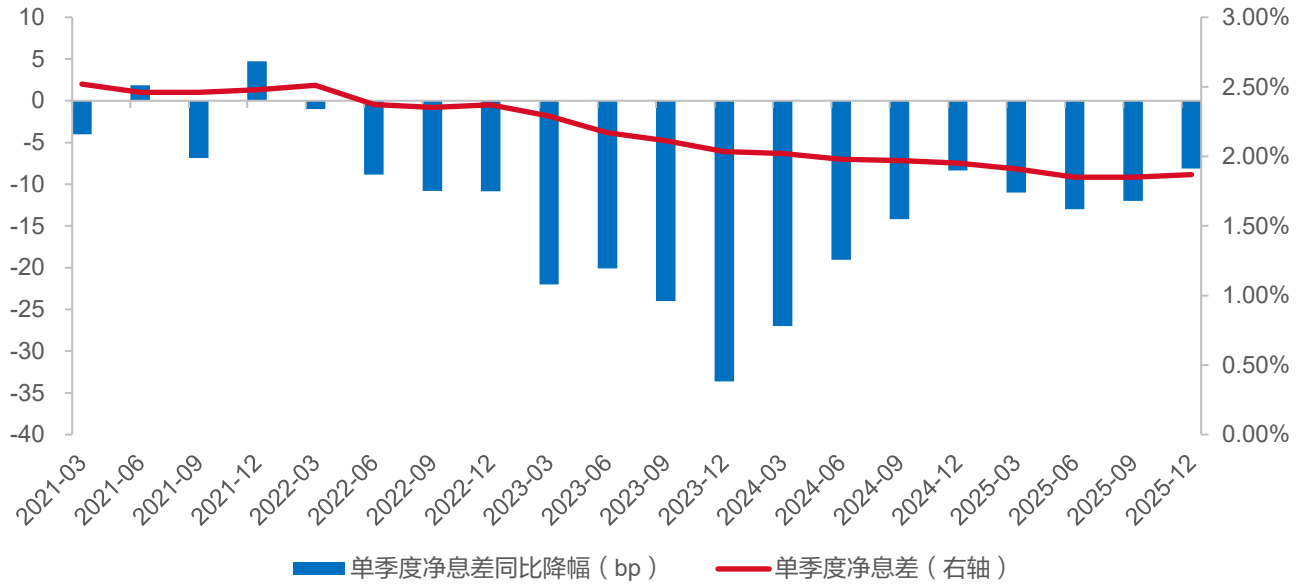
资料来源：招商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 政策利率、LPR、国债收益率与商业银行净息差走势，单位：%



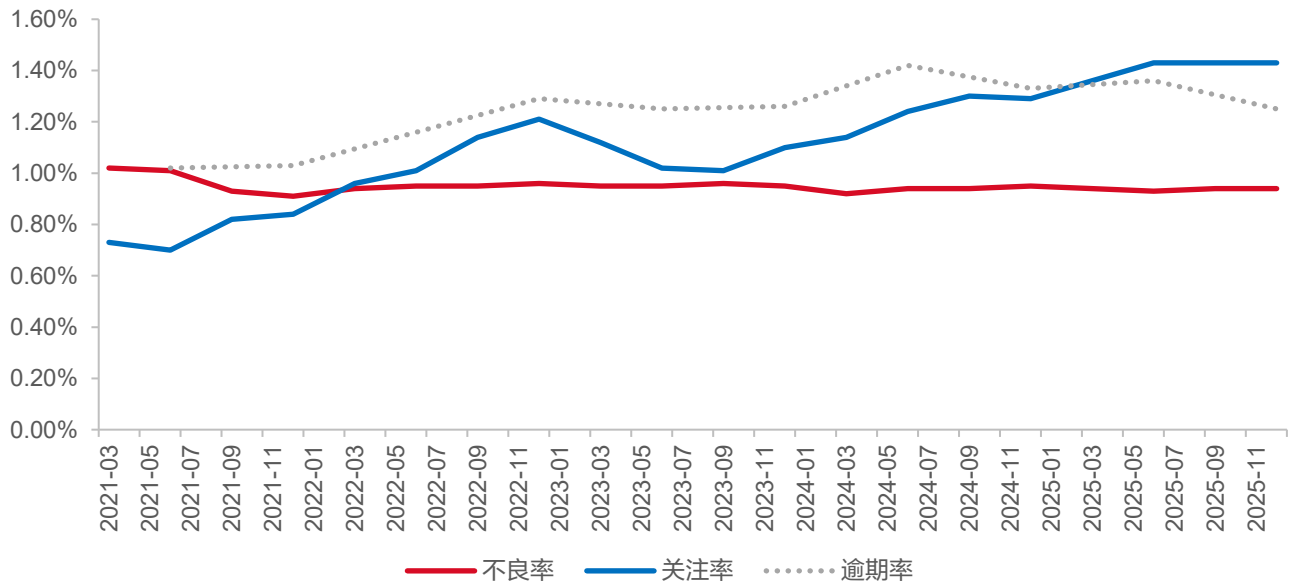
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图7 招商银行单季度息差及同比变动



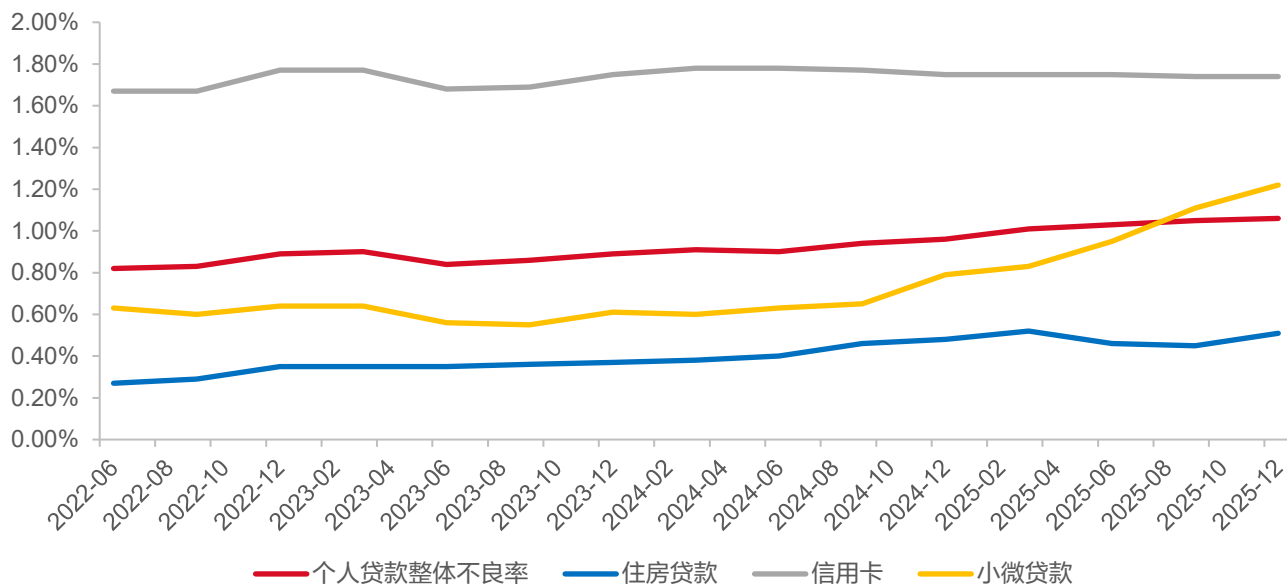
资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

图8 招商银行不良贷款率、关注率与逾期率



资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

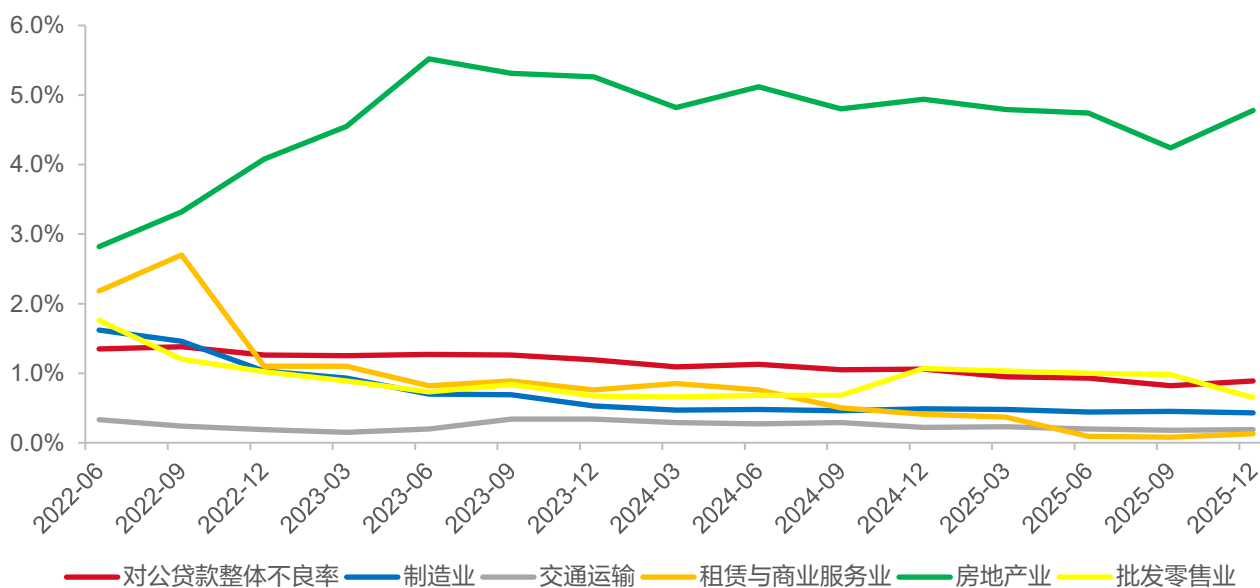
图9 招商银行个人贷款不良率



资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

注：一季度、三季度末数据为公司口径，半年度、年度数据为集团口径

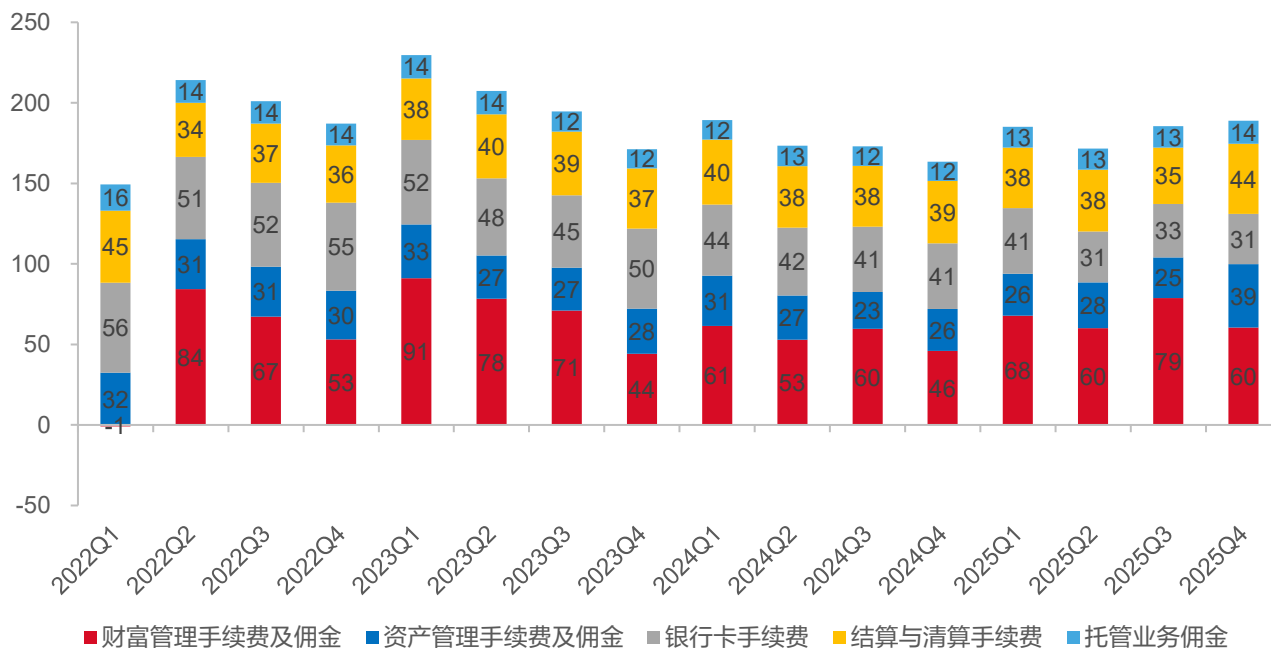
图10 招商银行公司类贷款不良率



资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

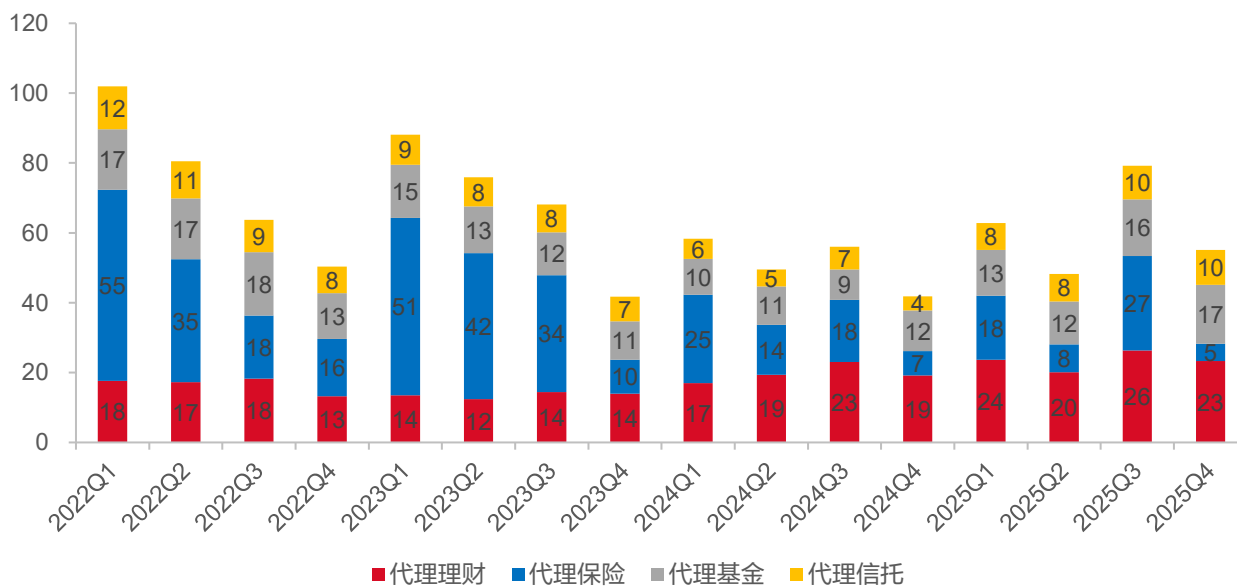
注：一季度、三季度末数据为公司口径，半年度、年度数据为集团口径

图11 招商银行单季度手续费及佣金收入，单位：亿元



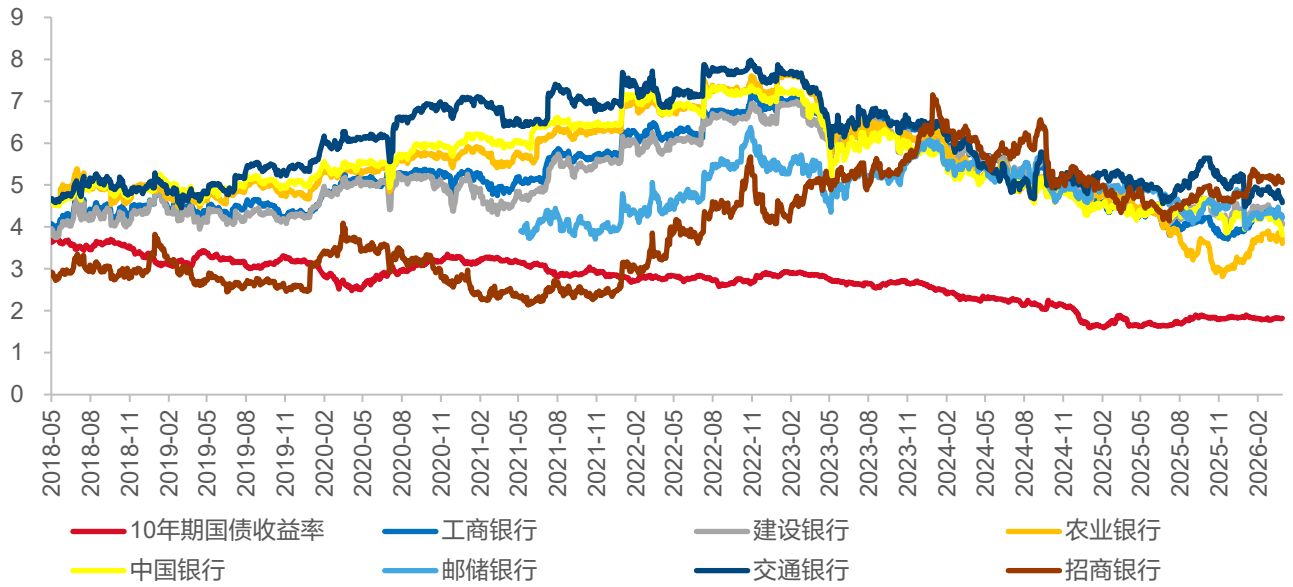
资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

图12 招商银行单季度财富管理业务收入结构，单位：亿元



资料来源：招商银行定期报告，东海证券研究所

图13 招商银行与国有银行股息率，单位：%



资料来源：上市公司定期报告，Wind，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(摊薄)	5.95	6.08	6.30	6.53
BVPS (元)	43.43	47.78	52.29	56.96
P/E (倍)	6.55	6.41	6.19	5.97
P/B (倍)	0.90	0.82	0.75	0.68

盈利能力	2025A	2026E	2027E	2028E
ROAA	1.20%	1.14%	1.10%	1.07%
ROAE	12.02%	11.48%	10.83%	10.25%
净利差 (SPREAD)	1.73%	1.78%	1.76%	1.75%
净息差 (NIM)	1.82%	1.83%	1.80%	1.79%
信贷成本	0.56%	0.68%	0.78%	0.85%
成本收入比	31.98%	31.99%	31.48%	31.11%
所得税有效税率	15.57%	15.57%	15.58%	15.58%

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利息收入	3514	3546	3690	3917
利息支出	1358	1266	1310	1394
利息净收入	2156	2279	2380	2523
手续费净收入	753	811	879	942
其他非息收入	392	396	444	468
营业收入	3375	3486	3702	3933
营业费用与税金	1110	1150	1202	1263
资产减值损失	398	510	612	716
营业利润	1793	1826	1888	1955
所得税	279	284	294	304
净利润	1511	1540	1592	1648
母公司所有者利润	1502	1534	1589	1646

业绩增长率	2025A	2026E	2027E	2028E
利息净收入	2.04%	5.73%	4.41%	6.00%
手续费及佣金净收入	4.39%	7.75%	8.36%	7.23%
营业收入	0.01%	3.28%	6.20%	6.24%
拨备前利润	-0.37%	6.67%	7.01%	6.82%
归母净利润	1.21%	2.17%	3.54%	3.61%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应 2026/4/7 收盘价

资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及存放央行	5750	6097	6457	6837
同业资产	9665	7782	8241	8726
金融投资	41351	45114	48335	51782
贷款总额	72581	76240	80727	85631
贷款损失准备	2672	2647	2696	2895
贷款净额	70042	73587	78024	82729
生息资产总额	122869	128167	136187	144864
总资产	130705	139593	148667	158330
同业负债	12578	14061	15509	17082
存款	99246	105240	111439	118002
应付债券	1435	1604	1769	1949
付息负债	114369	122146	130086	138541
总负债	117896	125504	133253	141546
少数股东权益	80	85	87	89
母公司所有者权益	12729	14005	15326	16695

规模指标	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产增速	7.56%	6.80%	6.50%	6.50%
总贷款增速	5.37%	5.04%	5.88%	6.08%
贷款净额增速	5.60%	5.06%	6.03%	6.03%
存款增速	7.93%	6.04%	5.89%	5.89%
贷存比	73.13%	72.44%	72.44%	72.57%

资产质量	2025A	2026E	2027E	2028E
不良贷款率	0.94%	0.94%	0.94%	0.90%
不良贷款毛生成率	0.82%	0.93%	0.93%	0.80%
不良贷款净生成率	0.04%	0.05%	0.05%	0.01%
拨备覆盖率	391.79%	368.97%	356.28%	376.45%
拨备/贷款总额	3.68%	3.47%	3.34%	3.38%

资本	2025A	2026E	2027E	2028E
资本充足率	18.24%	18.70%	19.16%	19.54%
核心一级资本充足率	14.16%	14.84%	15.48%	16.03%
杠杆倍数	10.20	9.91	9.65	9.43

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089