下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

息差企稳助力业绩改善

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 31 日 | 中国内地/中国香港 全国性股份制银行

招商银行 1-9 月归母净利润、营收、PPOP 分别同比+2.38%、+5.34%、+6.34%，增速较 26H1 分别+0.36pct、+0.51pct、+0.72pct。1-9 月年化 ROA、ROE 分别同比-0.06pct、-0.47pct 至 1.16%、13.49%，系息差同比收窄影响。主要关注点包括：单季息差企稳、成本管控促利润改善；财富管理收入保持增长，中收修复略有放缓，零售风险仍待消化。我们判断招商银行低成本负债及大财富管理优势仍具韧性，维持 A/H 股“买入”/“增持”评级。

对公驱动信贷投放，负债降本稳定息差

9 月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+8.83%、+4.44%、+7.78%，增速较 26H1 分别-0.08pct、-0.29pct、-0.08pct。1-9 月零售/对公/票据贷款净增量占比分别为-24%/175%/-50%，信贷投放主要由对公驱动，票据规模继续压降，零售信贷需求仍待修复。1-9 月净利息收入同比+5.83%，较 26H1+0.23pct，增长继续提速。1-9 月净息差 1.82%，较 26H1-1bp；Q3 单季净息差 1.82%，环比持平。Q3 生息资产收益率、计息负债成本率分别环比-2bp、-2bp 至 2.77%、1.02%，其中存款成本率环比-2bp 至 0.93%。负债降本对冲资产定价压力，支撑息差，零售需求偏弱仍制约收益率改善。

财富中收结构分化，其他非息增长提速

1-9 月非息收入同比+4.48%（26H1：+3.56%），其中中间业务收入同比+4.29%（26H1：+5.99%），Q3 单季同比+0.85%，中收增长有所放缓。1-9 月财富管理手续费收入 235.04 亿元，同比+13.71%（26H1：+26.53%）。其中代销理财、基金、信托分别+8.77%、+31.63%、+32.27%，延续较快增长；受业务节奏及结构变化影响，代理保险同比转负为-7.00%。9 月末零售 AUM 较年初+9.52%至 18.71 万亿元，私行客户数较年初+10.10%，客户基础继续夯实。银行卡手续费收入同比-10.34%，降幅较 26H1 收窄 1.39pct，信用卡业务压力边际缓解。1-9 月其他非息收入同比+4.78%（26H1：+0.08%），其中（投资收益+公允价值变动收益）同比+9.07%，增速较 26H1+7.21pct。成本收入比同比-0.62pct 至 29.24%，经营效率持续优化。

对公地产风险改善，零售不良表现分化

9 月末不良贷款率、拨备覆盖率分别为 0.94%、389%，较 6 月末持平、+4pct，风险抵补能力有所增强。对公、零售贷款不良率分别为 0.73%、1.19%，较 26H1 末持平、+1bp。其中房地产业贷款不良率较 26H1 末-38bp 至 3.89%，地产风险继续改善。信用卡、消费、小微贷款不良率分别较 26H1 末+3bp、-13bp、+5bp 至 1.93%、1.26%、1.39%，消费贷款质量边际改善，信用卡及小微风险仍有压力。个人住房贷款不良率较 26H1 末持平于 0.48%。关注率较 26H1 末+6bp 至 1.59%，前瞻指标略承压。1-9 月信用成本较 26H1+3bp 至 0.72%。9 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 18.65%、14.39%，较 26H1 末均+32bp，资本缓冲进一步夯实。

给予 A/H 股 27 年目标 PB1.10/1.11 倍

鉴于净利息与非息收入均边际向好，我们预测 26-28 年归母净利润为 1544/1613/1697 亿元（较前值+0.09%/+1.49%/+2.04%）。27 年 BVPS 预测值 51.86 元（前值 26 年 47.53 元），A/H 股对应 PB0.84/0.90 倍。近 5 年（截至 10.30）公司 A/H 股 PB（MRQ）均值为 1.06/1.07 倍（前值 1.09/1.10）。公司零售战略具备护城河，给予 A/H 股 27 年目标 PB 1.10/1.11 倍（前值 26 年 1.09/1.10），A/H 股目标价 57.05 元/67.87 港币（汇率 1.179，前值 A/H 股 26 年目标价为 51.81 元/60.93 港币），维持 A/H 股买入/增持评级。

风险提示：政策推进力度不及预期；经济修复力度不及预期。

	600036 CH	3968 HK
投资评级：	买入(维持)	增持(维持)
目标价：	人民币：57.05	港币：67.87

沈娟 研究员
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +(86) 755 2395 2763

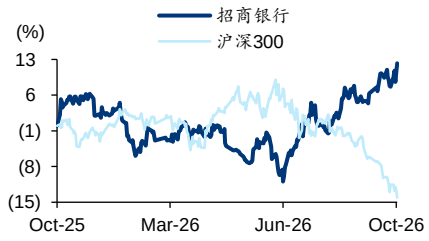
贺雅亭 研究员
SAC No. S0570524070008 heyating@htsc.com
SFC No. BUB018 +(86) 10 6321 1166

沈世原* 联系人
SAC No. S0570126040036 shenshiyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	600036 CH	3968 HK
收盘价 (截至 10 月 30 日)	43.55	54.55
市值 (百万)	1,098,324	1,375,743
6 个月平均日成交额 (百万)	3,328	608.61
52 周价格范围	35.50-43.55	43.34-54.80

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

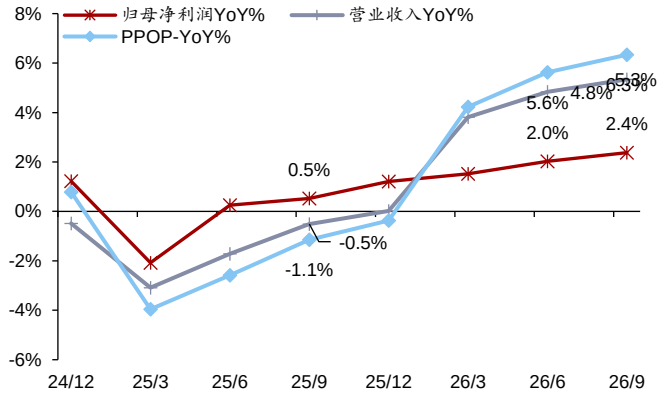
会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	337,532	355,595	372,810	392,382
+/-%	0.01	5.35	4.84	5.25
归母净利润 (百万)	150,181	154,428	161,331	169,736
+/-%	1.21	2.83	4.47	5.21
不良贷款率 (%)	0.94	0.94	0.94	0.94
核心一级资本充足率 (%)	15.50	16.05	16.25	16.40
ROE (%)	13.54	13.01	12.45	12.05
EPS	0.00	5.92	6.19	6.52
PE (倍)	NA	7.36	7.04	6.68
PB (倍)	1.00	0.92	0.84	0.77
股息率 (%)	4.64	4.77	4.98	5.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

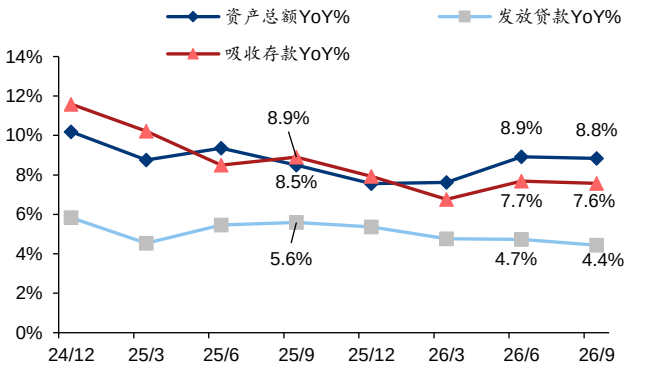
下载日志已记录，仅供内部参考

图表1： 累计归母净利润、营业收入、PPOP 同比增速



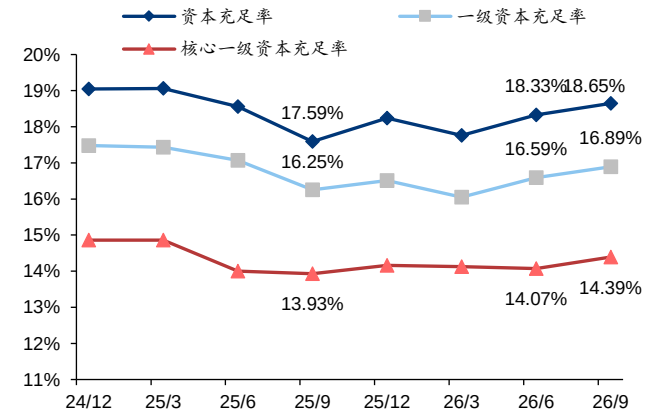
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2： 资产、贷款、存款规模同比增速



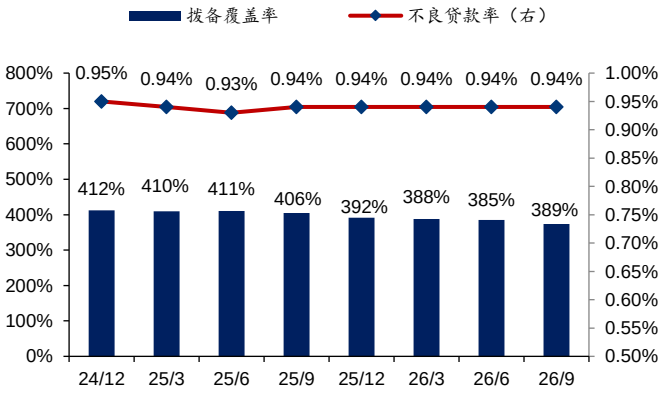
资料来源：公司财报，华泰研究

图表3： 三级资本充足率



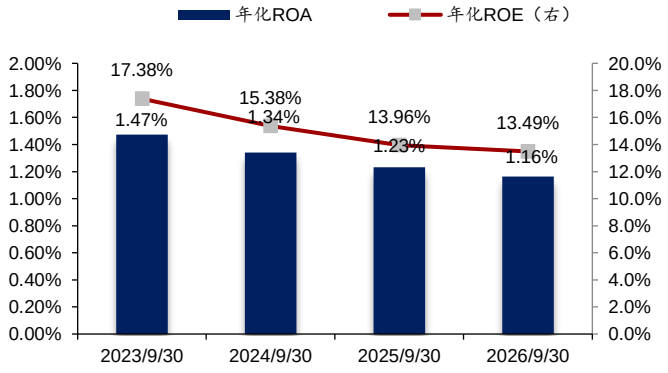
资料来源：公司财报，华泰研究

图表4： 不良贷款率及拨备覆盖率



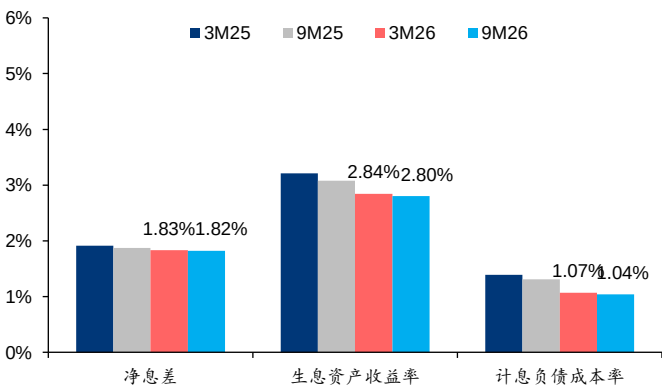
资料来源：公司财报，华泰研究

图表5： 年化 ROA、ROE



资料来源：公司财报，华泰研究

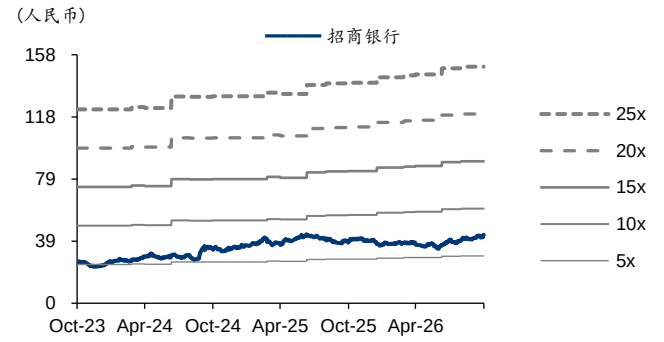
图表6： 单季度息差、生息资产收益率、计息负债成本率变化趋势



资料来源：公司财报，华泰研究

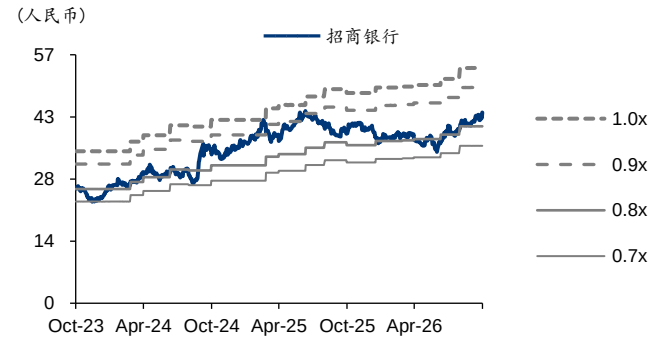
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7： 招商银行 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8： 招商银行 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	337,488	337,532	355,595	372,810	392,382
利息收入净额	211,277	215,593	228,960	244,987	263,361
手续费收入净额	72,094	75,258	79,021	79,732	80,450
总营业费用	117,650	118,505	122,448	128,855	134,520
拨备前利润	219,838	219,027	233,147	243,955	257,862
所得税费用	29,093	27,867	27,472	28,700	30,195
减值损失	40,819	39,775	49,730	52,337	56,263
归母净利润	148,391	150,181	154,428	161,331	169,736

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	12,152,036	13,070,523	14,175,261	15,278,490	16,469,242
贷款净额	6,632,548	7,004,238	7,476,782	8,037,540	8,640,356
投资	3,056,022	3,487,325	3,492,614	3,754,560	4,036,152
总负债	10,918,561	11,789,624	12,742,379	13,705,727	14,780,418
总存款	9,195,329	9,924,558	10,923,183	11,821,278	12,821,381
银行间负债	1,209,327	1,368,887	1,427,461	1,544,826	1,675,521
权益合计	1,233,475	1,280,899	1,418,318	1,565,475	1,689,923

估值指标

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (倍)	7.67	NA	7.36	7.04	6.68
PB (倍)	1.05	1.00	0.92	0.84	0.77
EPS (人民币)	5.68	0.00	5.92	6.19	6.52
BVPS (人民币)	41.46	43.43	47.54	51.86	56.42
每股股利 (人民币)	2.00	2.02	2.08	2.17	2.28
股息率 (%)	4.59	4.64	4.77	4.98	5.24

业绩指标

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
贷款	6.07	5.60	6.75	7.50	7.50
存款	11.59	7.93	10.06	8.22	8.46
利息收入净额	(1.58)	2.04	6.20	7.00	7.50
手续费收入净额	(14.28)	4.39	5.00	0.90	0.90
总营业费用	(2.76)	0.73	3.33	5.23	4.40
归母净利润	1.22	1.21	2.83	4.47	5.21
盈利能力比率 (%)					
ROA	1.28	1.19	1.13	1.10	1.07
ROE	14.52	13.54	13.01	12.45	12.05
成本收入比	31.89	31.98	31.20	31.20	30.80
营业收入结构 (%)					
净利息收入/营业收入	62.60	63.87	64.39	65.71	67.12
净手续费收入/营业收入	21.36	22.30	22.22	21.39	20.50
成本收入比	31.89	31.98	31.20	31.20	30.80
减值损失/营业收入	12.09	11.78	13.99	14.04	14.34
资产质量 (人民币百万)					
贷款减值准备	270,301	267,222	269,409	279,920	292,479
不良贷款	63,009	65,840	70,282	75,553	81,219
不良贷款率 (%)	0.95	0.94	0.94	0.94	0.94
不良贷款拨备覆盖率 (%)	413.06	391.67	383.33	370.50	360.11
贷款拨备率 (%)	4.08	3.82	3.60	3.48	3.39
信用成本 (%)	0.65	0.60	0.71	0.70	0.70
资本 (人民币百万)					
核心一级资本净额	1,023,048	1,067,560	1,198,901	1,307,848	1,422,857
一级资本净额	1,203,494	1,245,017	1,376,358	1,485,305	1,600,314
资本净额	1,311,742	1,375,031	1,469,483	1,582,258	1,701,368
RWA	6,885,783	6,885,783	7,467,779	8,048,979	8,676,288
核心一级资本充足率 (%)	14.86	15.50	16.05	16.25	16.40
一级资本充足率 (%)	17.48	18.08	18.43	18.45	18.44
资本充足率 (%)	19.05	19.97	19.68	19.66	19.61

资料来源：公司公告、华泰研究预测



下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、贺雅亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 招商银行（3968 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、贺雅亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招商银行（600036 CH）、招商银行（3968 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 招商银行（600036 CH）、招商银行（3968 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 招商银行（3968 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

下载日志已记录，仅供内部参考



评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司