

JPMorgan Chase & Co. (JPM.N/JPM US)

4Q25 獲利受一次性提存影響，2026F 營運展望略為保守

持有・維持

收盤價 January 13 (US\$)	310.9
3 個月目標價 (US\$)	315.7
12 個月目標價 (US\$)	330.0
前次目標價 (US\$)	315.0
調升 (%)	4.8
上漲空間 (%)	6.1

焦點內容

- 4Q25 EPS 4.63 元，低於市場預期，主要一次性提存影響
- 4Q25 淨利差回升，資產品質穩定
- 2026F 營運展望動能略為保守

交易資料表

市值：(US\$bn)	838.2		
流通在外股數 (百萬股)：	2,696		
機構持有比例 (%)：	78.2		
3M 平均成交量 (百萬股)：	9.0		
52 週股價 (低\高) (US\$)：	202.2-337.3		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.9	7.7	25.6
相對表現 (%)	(1.9)	(3.4)	6.4

市場綜合評等

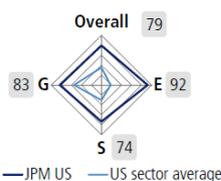
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	280	339	400
潛在報酬 (%)	(9.9)	8.9	28.7

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

摩根大通(JPM)公布 4Q25 每股盈餘 4.63 元，低於市場及凱基預期各 5.3%及 1%，若扣除一次性增提 Apple 信用卡之備抵呆帳，每股盈餘則為 5.23 元。

評論及分析

4Q25 一次性增提呆帳及投資收益下滑。JPM 4Q25 稅後淨利 130.3 億美元，季減 9.5% 及年減 7%，主要一次性增提 Apple 信用卡 22 億美元備抵呆帳及營業費用年增 5%。4Q25 營收季減 1.4%，其中淨利息收入季增 4.3% (信用卡循環餘額上揚及資金成本下降)，抵銷投資收益季減 27%。

4Q25 淨利差回升，資產品質穩定。4Q25 JPM 淨利差季增 9 基點至 2.54%，主要降息帶動資金成本下降 19 基點，加上 4Q25 消金及企金需求持續回溫帶動總放款季增 4%，總存款亦季增 2%。4Q25 普通股權益比率(CET1)季減 30 基點至 14.5%，主要配息、庫藏股影響 62 基點、風險性資產增加影響 36 基點，其中 Apple 信用卡 RWA 影響約 25 基點。4Q25 資產品質改善，整體逾放比季減 0.04%至 0.66%，其中信用卡沖銷率下降至 3.14%，低於原先公司預期 3.3%，但一次性併購 Apple 信用卡 200 億元之增提備呆 22 億元，隱含損失率 11%。

2026F 營運動能展望略為保守。管理層預估 2026F 淨利息收入年增 7.4%至 1,030 億元 (預估 2 次降息)，反映資金成本下降及信用卡餘額、房貸回溫及企業放款成長。然而，管理層預估 2026F 營業費用將成長 10%至 1,050 億美元，主要來自人事、AI 等投資，若 2025F 營收成長未能維持較高成長，意謂連續兩年營運槓桿均下滑。公司預估 2026F 信用卡沖銷率為 3.4%，高於 4Q25 之 3.14%，認為目前消費仍具韌性，但未來信用週期將回歸常態化。另外管理層認為信用卡利率限制 10%上限對銀行及消費者均為負面影響，銀行並未降低放款利潤予消費者，且在風險考量下，若無法支撐較低利率將大幅降低放款。由於 JPM 信用卡放款佔總放款 16%，信用卡放款之利差 10.4%，凱基推估每信用卡放款利率降低 1%影響 2026F 獲利約 4%。

投資建議

目前 JPM 股價交易於約 15 倍本益比(位於過去五年 7-17 倍區間上緣)，及 2.9X 股價淨值比(扣除商譽)，評價相對偏高。雖 2026F 淨利息收入仍維持成長 7%，但 2026F 營業費用及呆帳提存回升，凱基預估 2026F 獲利成長僅低個位數，雖股東權益報酬率仍維持 16-17%高於同業水準，凱基維持摩根大通銀行「持有」投資建議，目標價 330 美元，約 2026F 每股盈餘 16 倍。

投資風險

通膨造成美國聯準會再度升息；美國消費支出趨緩；全球金融市場轉弱。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F
淨收益 (US\$百萬)	128,695	158,104	177,556	182,447	193,238
提存前獲利 (US\$百萬)	56,137	75,194	88,796	86,807	87,915
淨提存 (US\$百萬)	(6,389)	(9,320)	(10,678)	(14,212)	(15,494)
稅後淨利 (US\$百萬)	37,676	49,552	58,471	57,048	57,937
每股盈餘 (US\$)	12.10	16.25	19.79	20.05	20.77
每股淨值 (US\$)	90.29	104.45	116.07	126.99	140.22
每股現金股利 (US\$)	4.00	4.10	4.80	5.80	6.20
每股盈餘成長率 (%)	(21.4)	34.3	21.8	1.3	3.6
稅後純益成長率 (%)	(22.1)	31.5	18.0	(2.4)	1.6
本益比 (x)	25.7	19.1	15.7	15.5	15.0
股價淨值比 (x)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.2
殖利率 (%)	1.3	1.3	1.5	1.9	2.0
股東權益報酬率 (%)	14.0	17.0	18.0	17.1	16.0
平均資產報酬率 (%)	1.0	1.3	1.4	1.4	1.3

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 1: JPM 2025F 及 2026F 獲利預估

百萬元	2025A				2026F			
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
淨利息收益	95,443	94,977	0.5	3.1	103,077	98,520	4.6	8.0
手續費淨收益	53,675	54,240	(1.0)	10.1	58,468	57,848	1.1	8.9
交易淨收益	27,155	27,366	(0.8)	14.3	25,138	25,300	(0.6)	(7.4)
淨收益	182,447	182,447	(0.0)	2.8	193,238	187,897	2.8	5.9
稅後淨利	57,048	57,227	(0.3)	(2.4)	57,937	57,523	0.7	1.6
每股盈餘	20.05	20.32	(1.3)	1.3	20.77	20.42	1.7	3.6

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 2 : 4Q25 JPM 整體營運獲利 & 公司總部獲利; 以部門別來看, CIB(商業和投資銀行)4Q25 稅前獲利季增 5.3%, 主要支付業務與放款收入成長, 抵銷投資銀行收入小幅衰退; AWM(資產和財富管理)獲利季增 9.%, 反映資產管理費收入成長; CCB(消費者和社區銀行)4Q25 獲利季減 27%, 主因 Apple 信用卡增加帶動整體備抵呆帳提列季增 67%

JPM EARNINGS 美元(百萬元)	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)	2025	YoY (%)	CORPORATE 美元(百萬元)	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)	2025	YoY (%)
總營收	45,798	(1.4)	7.1	182,447	2.8	總營收	1,480	(13.1)	(26.0)	7,025	(59.6)
淨利息收入	24,995	4.3	7.0	95,443	3.1	淨利息收入	1,568	11.5	(22.8)	6,114	(37.5)
非利息收入	20,803	(7.4)	7.1	87,004	2.4	非利息收入	(88)	N.A.	N.A.	911	(88.0)
總支出	28,118	(1.8)	7.6	111,187	2.6	總支出	1,169	32.7	71.4	2,498	(63.2)
非利息費用	23,983	(1.2)	5.4	95,640	4.2	非利息費用	648	45.6	17.8	1,825	(54.3)
所得稅費用	4,135	(4.9)	22.7	15,547	(6.4)	所得稅費用	521	19.5	294.7	673	(75.9)
信用成本	4,655	36.8	76.9	14,212	33.1	備抵呆帳提列	4	N.A.	N.A.	7	(30.0)
稅後淨利	13,025	(9.5)	(7.0)	57,048	(2.4)	稅後淨利	307	(62.8)	(77.0)	4,520	(57.4)
每股盈餘	4.64	(8.7)	(3.7)	20.05	89.5	佔JPM整體稅後淨利比重	2%			8%	

資料來源: Bloomberg ; 公司資料 ; 凱基

圖 3 : 4Q25 JPM 消費者和社區銀行部門獲利 & 資產與財富管理部門獲利

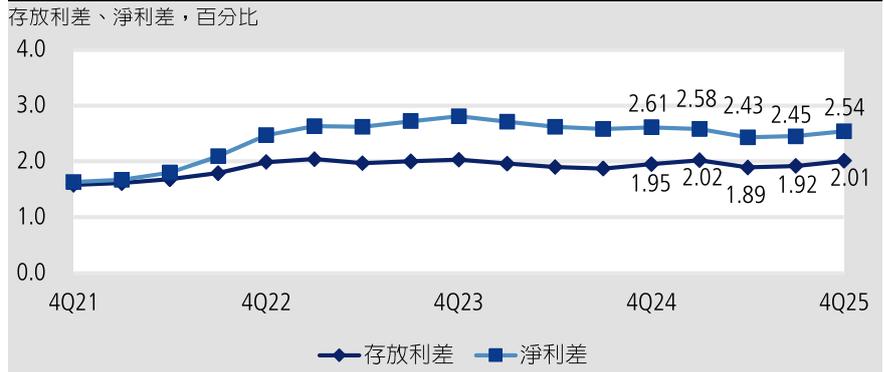
CONSUMER & COMMUNITY BANKING 美元(百萬元)	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)	2025	YoY (%)	ASSET & WEALTH MANAGEMENT 美元(百萬元)	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)	2025	YoY (%)
總營收	19,396	(0.4)	5.6	76,029	6.3	總營收	6,516	7.4	12.8	24,073	11.6
銀行與財富管理	10,870	(1.5)	7.1	42,862	4.7	資產管理	3,408	16.9	18.0	11,700	15.0
房屋貸款	1,249	(0.9)	(3.7)	4,966	(2.6)	全球私人銀行	3,108	(1.3)	7.5	12,373	8.5
信用卡與汽車金融	7,277	1.4	5.3	28,201	10.7	總支出	4,706	8.2	9.5	17,454	7.6
總支出	11,510	(3.5)	2.6	46,291	5.4	非利息費用	4,068	6.5	7.8	15,332	6.4
非利息費用	10,256	(0.4)	5.4	40,267	5.9	所得稅費用	638	20.2	21.8	2,122	17.2
所得稅費用	1,254	(23.1)	(16.1)	6,024	2.2	備抵呆帳提列	2	(96.6)	N.A.	97	N.A.
備抵呆帳提列	4,244	67.2	61.8	11,493	15.2	稅後淨利	1,808	9.0	19.2	6,522	20.3
稅後淨利	3,642	(27.3)	(19.4)	18,245	3.6	佔JPM整體稅後淨利比重	14%			11%	
佔JPM整體稅後淨利比重	28%			32%							

資料來源: Bloomberg ; 公司資料 ; 凱基

圖 4 : 4Q25 JPM 商業和投資銀行部門獲利

COMMERCIAL & INVESTMENT BANK 美元(百萬元)	4Q25	QoQ (%)	YoY (%)	2025	YoY (%)
總營收	19,375	(2.5)	10.1	78,454	11.9
銀行與支付業務合計收入	9,651	1.8	4.1	37,136	5.3
投資銀行收入	2,552	(5.3)	(1.9)	10,198	5.8
支付業務收入	5,114	4.0	8.7	19,331	6.9
放款收入	1,985	6.0	3.6	7,601	1.8
其他收入		N.A.	N.A.	6	(92.1)
市場與證券服務合計收入	9,724	(6.5)	16.7	41,318	18.6
固定收益市場	5,380	(4.2)	7.5	22,532	12.3
股票市場	2,859	(14.2)	39.9	13,250	33.3
證券服務	1,489	4.6	13.3	5,599	10.1
信用調整與其他項目	(4)	N.A.	N.A.	(63)	N.A.
總支出	11,702	(3.8)	7.3	48,078	8.0
非利息費用	9,011	(7.3)	3.4	38,216	8.1
所得稅費用	2,691	10.0	22.9	9,862	7.7
備抵呆帳提列	405	(49.9)	563.9	2,615	243.2
稅後淨利	7,268	5.3	9.5	27,761	11.7
佔JPM整體稅後淨利比重	56%			49%	

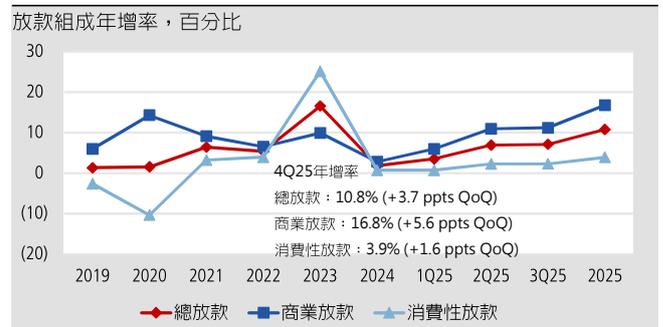
資料來源: Bloomberg ; 公司資料 ; 凱基

圖 5：JPM 4Q25 淨利差季增 9 基點至 2.54%


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 6：JPM 放款組成

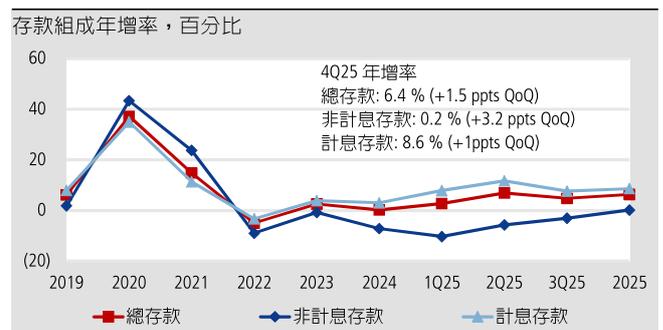

資料來源：公司資料，凱基

圖 7：4Q25 總放款季增 4.1%，年增 10.8%，主要商業放款年成長 16.8%，相較消費性放款年增率僅 3.9%，其中信用卡放款年成長減緩至 6.3%


資料來源：公司資料，凱基

圖 8：JPM 存款組成

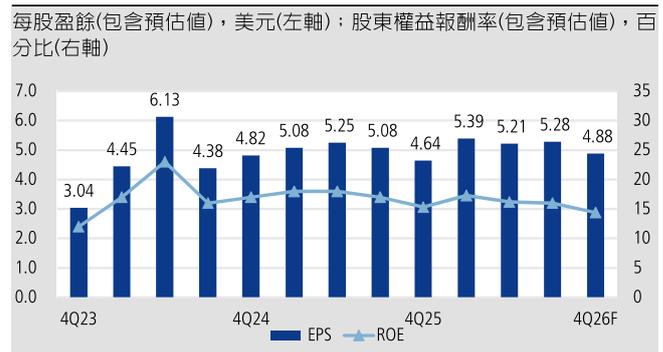

資料來源：公司資料，凱基

圖 9：4Q25 總存款季增 0.4%，年增 6.4%，非計息存款年減 0.2%，計息存款年成長 8.6%，意謂美國降息帶動存款轉向定存意願提高


資料來源：公司資料，凱基

圖 10：凱基預估 2026F EPS 為 20.77 元


資料來源：公司資料，凱基預估

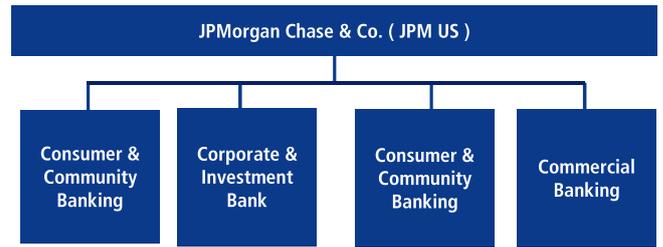
圖 11：凱基預估 1Q26-4Q26F EPS


資料來源：公司資料，凱基預估

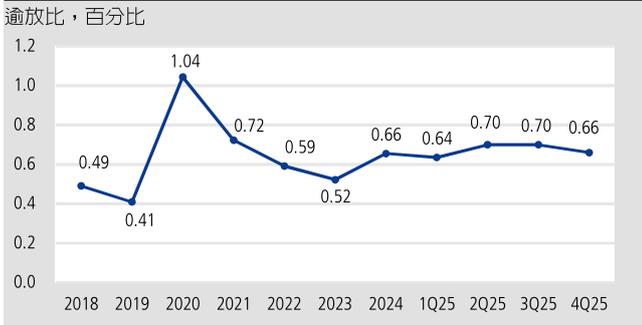
圖 12：公司概況

摩根大通 (JPMorgan Chase & Co.) 成立於 1871 年，總部位於美國紐約，業務涵蓋投資銀行、商業銀行、資產管理和財富管理。公司於 2000 年由摩根大通與大通銀行合併而成，在全球 100 多個國家提供金融服務。摩根大通在華爾街擁有強大影響力，為企業、政府和個人提供投資、貸款、支付和風險管理等服務。其品牌包括「J.P. Morgan」和「Chase」，前者主要負責投資銀行和資產管理業務，後者則專注於個人及商業銀行業務。作為美國最大銀行之一，摩根大通在全球擁有超過 31.7 萬名員工，4Q25 資產規模達 4.42 兆美元。

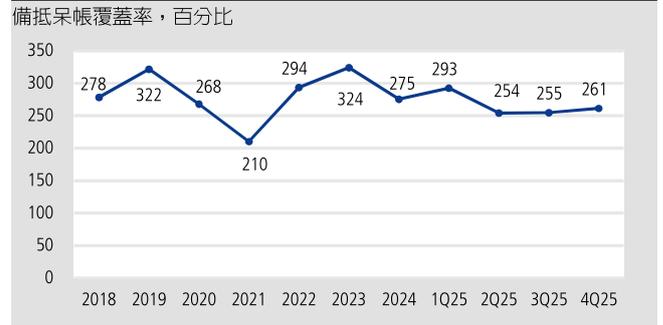
資料來源：公司資料，凱基

圖 13：JPM 組織架構圖


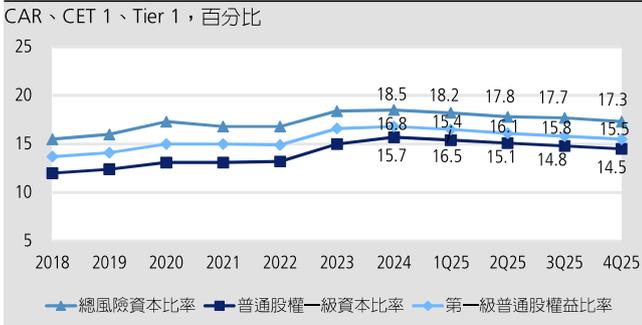
資料來源：公司資料，凱基

圖 14：逾放比 (Nonaccrual Loans Ratio)


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 15：備抵呆帳覆蓋率


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 16：JPM 資本水準強健


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 17：未來 12 個月預估本益比區間


資料來源：彭博，凱基

圖 18：JPM 資本品質


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 19：未來 12 個月預估股價淨值比區間


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 20 : ESG 整體分數

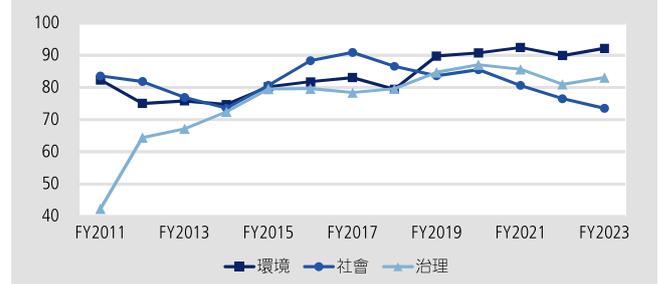
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : ESG 各項分數

ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : 能源消耗

能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : 再生能源採購總量

再生能源採購總量, 噸 (左軸) ; 再生能源採購年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : 二氧化碳排放量

約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 25 : 性別多樣性

女性主管與員工比例, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 26 : 董事性別多樣性

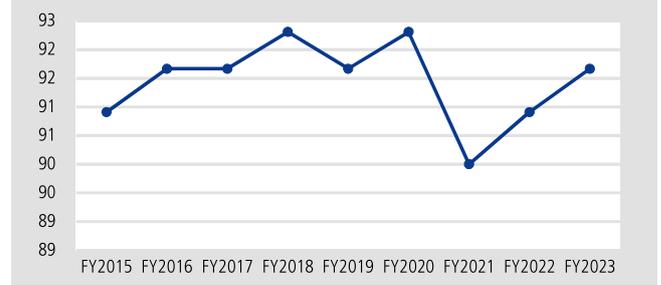
女性董事比例, 百分比



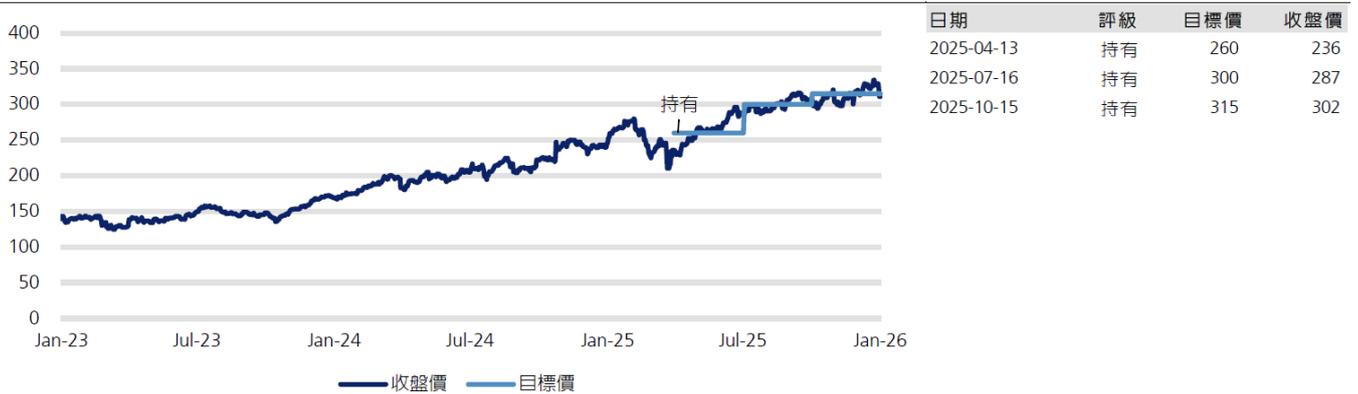
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 27 : 獨立董事

獨立董事佔比, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

JPMorgan Chase & Co. – 以往評級及目標價


資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。