

招商银行(600036)

报告日期: 2023年04月27日

## 资产质量是最大亮点

### ——招商银行 2023 年一季报点评

#### 投资要点

- 招商银行 23Q1 营收、归母净利润增速符合预期，资产质量好转超预期。
- 数据概览  
 23Q1 归母净利润同比+7.8%，增速较 22A 下降 7.3pc；营收同比-1.5%，增速较 22A 下降 5.6pc；年化 ROE 同比-81bp 至 18.43%。23Q1 末不良率环比 22Q4 末-1bp 至 0.95%，关注率环比-9bp 至 1.12%，拨备覆盖率环比-2pc 至 448%。

#### 核心观点

**1. 营收与利润符合预期。** 23Q1 归母净利润同比+7.8%，营收同比-1.5%，符合我们此前预测，预计处于全国性银行较优水平。

**拖累因素来自：**①**手续费**，23Q1 手续费收入同比-12.6%，除资产管理收入同比+2.7%外，财富、托管、结算等领域手续费收入均-10%以上。②**息差**，23Q1 单季净息差（日均口径，下同）环比 22Q4 下降 8bp 至 2.29%，其中生息资产收益率环比-2bp 至 3.86%，主要受 LPR 重定价及新发放贷款定价下行影响；付息负债成本率环比+6bp 至 1.68%，存款定期化及市场融资成本上行均构成压力。③**费用**，业务费用同比+7%，使得成本收入比同比+1.5pc 至 27.6%，主要是加大了对金融科技基础设施及人员的投入，需关注后续走势。

**支撑性因素来自：**①**规模**，生息资产日均同比+11.3%，较 22A 加快 0.8pc，以量补价对利息净收入形成一定支撑。②**其他非息**同比+14.9%，主要受益于去年末在市场利率高位主动加大债券资产配置。③**拨备**对利润的正贡献达 9.6%，较 22A 扩大 2pc，系主动释放一部分非信贷拨备，支撑利润增长。

**展望未来**，营收增速有望呈逐季修复态势，驱动因素来自息差基数逐季走低，以及零售信贷需求恢复带来的贷款投放结构改善。

**2. 财富中收超预期承压。** 财富管理手续费收入同比-13.3%，代理理财、基金、信托、保险收入分别同比-23%、-12%、-33%、-7%。零售 AUM 同比+10.6%，其中，基础客户户均 AUM 增加 300 元，而金葵花以上户均 AUM 减少 3 万元，推测当前财富产品需求以存款、理财等产品为主，高端客户偏好的大额存单产品市场竞争激烈，导致户均 AUM 下降。**展望未来**，随着财富管理收入基数下降，以及居民投资意愿修复，预计财富管理收入增速将边际回暖。

**3. 资产质量好转超预期。** **对公方面**，23Q1 新生成不良贷款规模环比 22Q4 减少 12.9 亿元至 30.7 亿元，有效推动 TTM 真实不良净生成率环比-24bp 至 1.07%；**零售方面**，23Q1 加大了对零售不良贷款的处置力度，实现不良率环比 22Q4 末-1bp，更为重要的是，作为前瞻指标的关注率和逾期率分别环比-11bp、-19bp，零售资产质量先于同业迎来拐点，显示招行零售客户质量较优。**展望未来**，预计房地产对资产质量的拖累将持续边际改善，零售不良生成压力将边际缓解，整体资产质量表现将保持较优水平。

#### 盈利预测与估值

预计招商银行 2023、2024、2025 年归母净利润同比增长 12.44%、12.97%、13.78%，对应 BPS36.93、41.81、47.38 元/股。现价对应 2023 年 PB 估值 0.92 倍。目标价 44.52 元/股，对应 2023 年 PB 1.21 倍，现价空间 32%。

#### 风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露。

#### 投资评级：买入(维持)

分析师: 梁凤洁

执业证书号: S1230520100001  
 021-80108037  
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师: 邱冠华

执业证书号: S1230520010003  
 02180105900  
 qiuguanhua@stocke.com.cn

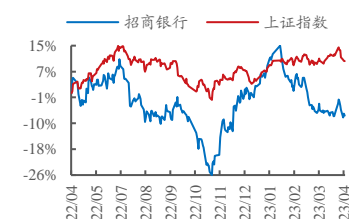
研究助理: 赵洋

zhaoyang03@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 33.82    |
| 总市值(百万元) | 852,935.18 |
| 总股本(百万股) | 25,219.85  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《财富管理综合优势凸显》  
2023.03.26
- 2 《利润韧性足，营收仍承压》  
2023.01.14
- 3 《息差有韧性，风险有压力——招商银行 2022 年三季报点评》  
2022.10.30

## 财务摘要

| (百万元)     | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 344,783 | 358,638 | 388,441 | 422,391 |
| (+/-) (%) | 4.08%   | 4.02%   | 8.31%   | 8.74%   |
| 归母净利润     | 138,012 | 155,184 | 175,312 | 199,469 |
| (+/-) (%) | 15.08%  | 12.44%  | 12.97%  | 13.78%  |
| 每股净资产(元)  | 32.71   | 36.93   | 41.81   | 47.38   |
| P/B       | 1.03    | 0.92    | 0.81    | 0.71    |

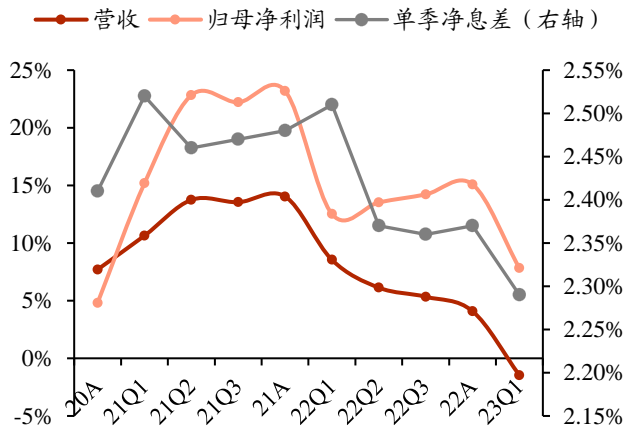
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图1: 招商银行 2023 年一季度业绩概览

| 维度         | 单位: 百万元          | 22Q1      | 22A        | 23Q1       | 环比变化    | 同比变化    | 22Q1      | 22Q2      | 22Q3      | 22Q4       | 23Q1       | QoQ     |
|------------|------------------|-----------|------------|------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|---------|
| 利润指标       | ROE (年化)         | 19.24%    | 17.06%     | 18.43%     | 1.4pc   | -81bp   | 16.4%     | 14.1%     | 16.4%     | 12.8%      | 16.1%      | 3.3pc   |
|            | ROA (年化)         | 1.54%     | 1.42%      | 1.50%      | 8bp     | -4bp    | 1.54%     | 1.40%     | 1.54%     | 1.25%      | 1.50%      | 25bp    |
|            | 拨备前利润            | 65,890    | 222,679    | 63,302     |         | -3.9%   | 65,890    | 59,211    | 54,972    | 42,606     | 63,302     | 48.6%   |
|            | 同比增速             | 8.7%      | 3.8%       | -3.9%      | -7.7pc  | -12.6pc | 8.7%      | 2.9%      | 0.5%      | 2.4%       | -3.9%      | -6.3pc  |
|            | 归母净利润            | 36,022    | 138,012    | 38,839     |         | 7.8%    | 36,022    | 33,398    | 37,502    | 31,090     | 38,839     | 24.9%   |
|            | 同比增速             | 12.5%     | 15.1%      | 7.8%       | -7.3pc  | -4.7pc  | 12.5%     | 14.6%     | 15.5%     | 18.2%      | 7.8%       | -10.4pc |
|            | EPS (未年化)        | 1.43      | 5.33       | 1.54       |         | 7.8%    | 1.43      | 1.32      | 1.49      | 1.23       | 1.54       | 24.9%   |
| BVPS (未年化) | 30.39            | 32.71     | 34.13      | 4.3%       | 12.3%   | 30.39   | 30.17     | 31.69     | 32.71     | 34.13      | 4.3%       |         |
| 收入拆分       | 营业收入             | 91,990    | 344,783    | 90,636     |         | -1.5%   | 91,990    | 87,101    | 85,742    | 79,950     | 90,636     | 13.4%   |
|            | 同比增速             | 8.5%      | 4.1%       | -1.5%      | -5.6pc  | -10.0pc | 8.5%      | 3.7%      | 3.7%      | 0.1%       | -1.5%      | -1.6pc  |
|            | 利息净收入            | 54,464    | 218,235    | 55,409     |         | 1.7%    | 54,464    | 53,228    | 54,438    | 56,105     | 55,409     | -1.2%   |
|            | 生息资产(期初期末平均, 注1) | 8,826,096 | 9,107,015  | 9,770,903  | 7.3%    | 10.7%   | 8,826,096 | 9,039,380 | 9,170,479 | 9,392,104  | 9,770,903  | 4.0%    |
|            | 净息差(日均余额口径)      | 2.51%     | 2.40%      | 2.29%      | -11bp   | -22bp   | 2.51%     | 2.37%     | 2.36%     | 2.37%      | 2.29%      | -8bp    |
|            | 净息差(期初期末口径)      | 2.47%     | 2.40%      | 2.27%      | -13bp   | -20bp   | 2.47%     | 2.36%     | 2.37%     | 2.39%      | 2.27%      | -12bp   |
|            | 生息资产收益率(期初期末口径)  | 3.91%     | 3.88%      | 3.82%      | -6bp    | -9bp    | 3.91%     | 3.83%     | 3.88%     | 3.90%      | 3.82%      | -8bp    |
|            | 付息负债成本率(期初期末口径)  | 1.57%     | 1.62%      | 1.68%      | 7bp     | 11bp    | 1.57%     | 1.61%     | 1.64%     | 1.65%      | 1.68%      | 4bp     |
|            | 非利息净收入           | 37,526    | 126,548    | 35,227     |         | -6.1%   | 37,526    | 33,873    | 31,304    | 23,845     | 35,227     | 47.7%   |
|            | 手续费净收入           | 28,695    | 94,275     | 25,079     |         | -12.6%  | 28,695    | 24,710    | 22,347    | 18,523     | 25,079     | 35.4%   |
|            | 其他非息收入           | 8,831     | 32,273     | 10,148     |         | 14.9%   | 8,831     | 9,163     | 8,957     | 5,322      | 10,148     | 90.7%   |
|            | 业务及管理费           | 24,013    | 113,375    | 25,003     |         | 4.1%    | 24,013    | 25,697    | 28,579    | 35,086     | 25,003     | -28.7%  |
|            | 成本收入比            | 26.10%    | 32.88%     | 27.59%     | -5.3pc  | 1.5pc   | 26.10%    | 29.50%    | 33.33%    | 43.88%     | 27.59%     | -16.3pc |
|            | 资产减值损失           | 21,523    | 57,566     | 16,421     |         | -23.7%  | 21,523    | 19,954    | 9,212     | 6,877      | 16,421     | 138.8%  |
|            | 贷款减值损失           | 11,060    | 45,157     | 16,550     |         | 49.6%   | 11,060    | 11,735    | 11,249    | 11,113     | 16,550     | 48.9%   |
|            | 信用成本             | 0.78%     | 0.78%      | 1.07%      | 29bp    | 29bp    | 0.78%     | 0.80%     | 0.75%     | 0.74%      | 1.07%      | 33bp    |
|            | 所得税费用            | 8,058     | 25,819     | 7,655      |         | -5.0%   | 8,058     | 5,564     | 7,783     | 4,414      | 7,655      | 73.4%   |
| 有效税率       | 18.16%           | 15.64%    | 16.33%     | 0.7pc      | -1.8pc  | 18.16%  | 14.17%    | 17.01%    | 12.35%    | 16.33%     | 4.0pc      |         |
| 规模增长       | 总资产              | 9,415,379 | 10,138,912 | 10,508,752 | 3.6%    | 11.6%   | 9,415,379 | 9,724,996 | 9,707,111 | 10,138,912 | 10,508,752 | 3.6%    |
|            | 生息资产余额           | 8,886,703 | 9,635,306  | 9,906,499  | 2.8%    | 11.5%   | 8,886,703 | 9,192,057 | 9,148,901 | 9,635,306  | 9,906,499  | 2.8%    |
|            | 贷款总额             | 5,758,105 | 6,051,459  | 6,335,975  | 4.7%    | 10.0%   | 5,758,105 | 5,931,807 | 5,994,374 | 6,051,459  | 6,335,975  | 4.7%    |
|            | 对公贷款             | 2,732,644 | 2,889,670  | 3,098,531  | 7.2%    | 13.4%   | 2,732,644 | 2,841,433 | 2,830,705 | 2,889,670  | 3,098,531  | 7.2%    |
|            | 个人贷款             | 3,025,461 | 3,161,789  | 3,237,444  | 2.4%    | 7.0%    | 3,025,461 | 3,090,374 | 3,163,669 | 3,161,789  | 3,237,444  | 2.4%    |
|            | 同业资产             | 586,772   | 631,598    | 521,814    | -17.4%  | -11.1%  | 586,772   | 588,358   | 472,909   | 631,598    | 521,814    | -17.4%  |
|            | 金融投资             | 2,369,515 | 2,772,689  | 2,971,729  | 7.2%    | 25.4%   | 2,369,515 | 2,510,459 | 2,555,392 | 2,772,689  | 2,971,729  | 7.2%    |
|            | 存放央行             | 615,099   | 603,027    | 597,640    | -0.9%   | -2.8%   | 615,099   | 585,102   | 598,478   | 603,027    | 597,640    | -0.9%   |
|            | 总负债              | 8,514,645 | 9,184,674  | 9,518,990  | 3.6%    | 11.8%   | 8,514,645 | 8,829,330 | 8,779,344 | 9,184,674  | 9,518,990  | 3.6%    |
|            | 付息负债余额           | 8,154,509 | 8,834,932  | 9,178,657  | 3.9%    | 12.6%   | 8,154,509 | 8,460,005 | 8,392,504 | 8,834,932  | 9,178,657  | 3.9%    |
|            | 吸收存款             | 6,680,094 | 7,535,742  | 7,771,878  | 3.1%    | 16.3%   | 6,680,094 | 7,037,185 | 7,090,067 | 7,535,742  | 7,771,878  | 3.1%    |
|            | 企业活期             | 2,661,252 | 2,762,671  | n.a        | n.a     | n.a     | 2,661,252 | 2,804,113 | 2,620,874 | 2,762,671  | n.a        | n.a     |
|            | 个人活期             | 1,590,628 | 1,983,364  | n.a        | n.a     | n.a     | 1,590,628 | 1,670,011 | 1,711,866 | 1,983,364  | n.a        | n.a     |
|            | 企业定期             | 1,583,924 | 1,668,882  | n.a        | n.a     | n.a     | 1,583,924 | 1,644,872 | 1,767,447 | 1,668,882  | n.a        | n.a     |
|            | 个人定期             | 844,290   | 1,120,825  | n.a        | n.a     | n.a     | 844,290   | 918,189   | 989,880   | 1,120,825  | n.a        | n.a     |
|            | 同业负债             | 927,170   | 945,624    | 946,185    | 0.1%    | 2.1%    | 927,170   | 941,917   | 919,029   | 945,624    | 946,185    | 0.1%    |
|            | 发行债券             | 377,879   | 223,821    | 265,472    | 18.6%   | -29.7%  | 377,879   | 338,152   | 235,789   | 223,821    | 265,472    | 18.6%   |
| 向央行借款      | 169,366          | 129,745   | 195,122    | 50.4%      | 15.2%   | 169,366 | 142,751   | 147,619   | 129,745   | 195,122    | 50.4%      |         |
| 所有者权益      | 893,494          | 945,503   | 981,087    | 3.8%       | 9.8%    | 893,494 | 888,032   | 919,582   | 945,503   | 981,087    | 3.8%       |         |
| 总股本        | 25,220           | 25,220    | 25,220     | 0.0%       | 0.0%    | 25,220  | 25,220    | 25,220    | 25,220    | 25,220     | 0.0%       |         |
| 资产质量       | 不良贷款             | 54,138    | 58,004     | 60,302     | 4.0%    | 11.4%   | 54,138    | 56,386    | 57,088    | 58,004     | 60,302     | 4.0%    |
|            | 不良率              | 0.94%     | 0.96%      | 0.95%      | -1bp    | 1bp     | 0.94%     | 0.95%     | 0.95%     | 0.96%      | 0.95%      | -1bp    |
|            | 关注贷款             | 55,165    | 73,470     | 70,748     | -3.7%   | 28.2%   | 55,165    | 59,784    | 68,315    | 73,470     | 70,748     | -3.7%   |
|            | 关注率              | 0.96%     | 1.21%      | 1.12%      | -10bp   | 16bp    | 0.96%     | 1.01%     | 1.14%     | 1.21%      | 1.12%      | -9bp    |
|            | 逾期贷款             | 62,647    | 78,285     | 77,870     | -0.5%   | 24.3%   | 62,647    | 68,811    | 72,292    | 78,285     | 77,870     | -0.5%   |
|            | 逾期率              | 1.09%     | 1.29%      | 1.23%      | -6bp    | 14bp    | 1.09%     | 1.16%     | 1.21%     | 1.29%      | 1.23%      | -6bp    |
|            | 不良生成额            | 12,336    | 46,229     | 12,304     | -73.4%  | -0.3%   | 12,336    | 11,636    | 10,633    | 11,624     | 12,304     | 5.8%    |
|            | 不良生成率            | 0.89%     | 0.83%      | 0.81%      | -2bp    | -7bp    | 0.89%     | 0.81%     | 0.72%     | 0.78%      | 0.81%      | 4bp     |
|            | 核销转出额            | 9,060     | 39,087     | 10,006     | -74.4%  | 10.4%   | 9,060     | 9,388     | 9,931     | 10,708     | 10,006     | -6.6%   |
|            | 核销转出率            | 71.25%    | 76.85%     | 69.00%     | -7.8pc  | -2.2pc  | 71.25%    | 69.37%    | 70.45%    | 75.03%     | 69.00%     | -6.0pc  |
| 逾期90+偏离度   | n.a              | 70.8%     | n.a        | n.a        | n.a     | n.a     | 65.4%     | n.a       | 70.8%     | n.a        | n.a        |         |
| 拨备覆盖率      | 463%             | 451%      | 448%       | -2.5pc     | -14.4pc | 462.7%  | 454.1%    | 455.7%    | 450.8%    | 448.3%     | -2.5pc     |         |
| 拨贷比        | 4.35%            | 4.32%     | 4.27%      | -5bp       | -8bp    | 4.35%   | 4.32%     | 4.34%     | 4.32%     | 4.27%      | -5bp       |         |
| 资本情况       | 核心一级资本充足率        | 12.71%    | 13.68%     | 13.41%     | -27bp   | 70bp    | 12.71%    | 12.32%    | 12.85%    | 13.68%     | 13.41%     | -27bp   |
|            | 一级资本充足率          | 14.89%    | 15.75%     | 15.34%     | -41bp   | 45bp    | 14.89%    | 14.46%    | 14.85%    | 15.75%     | 15.34%     | -41bp   |
|            | 资本充足率            | 17.29%    | 17.77%     | 17.39%     | -38bp   | 10bp    | 17.29%    | 16.80%    | 17.17%    | 17.77%     | 17.39%     | -38bp   |

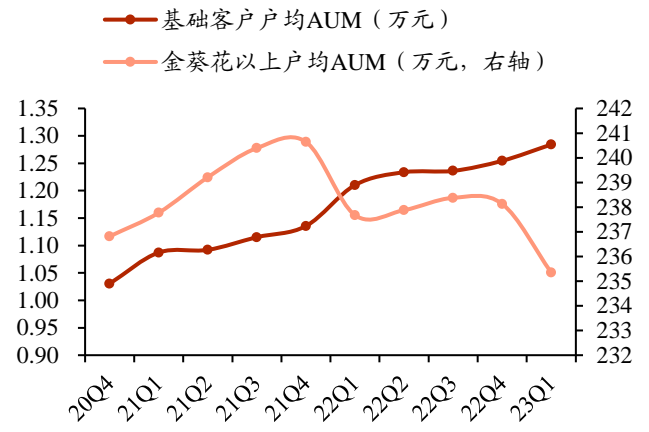
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注1: 以 22Q1-3 举例, 22Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22Q1-3 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3 平均余额的平均值。QoQ 指 22Q1-3 环比 22H1 的指标变化情况, YoY 指 22Q1-3 同比 22Q1-3 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 22Q3 环比 22Q2 指标变化情况。

图2: 招商银行 23Q1 营收、归母净利润增速符合预期



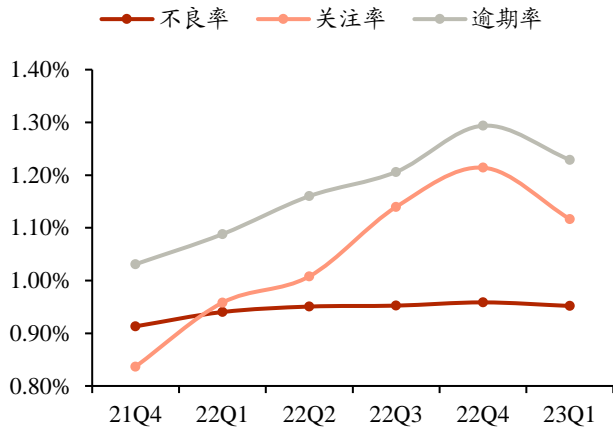
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图3: 招商银行 23Q1 基客与金葵花以上客户户均 AUM 走势背离



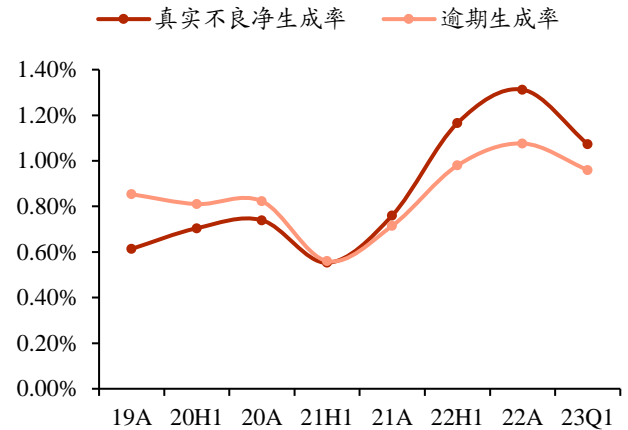
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图4: 招商银行 23Q1 资产质量边际改善



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图5: 招商银行 23Q1 TTM 真实不良/逾期生成率环比大幅下行



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表1: 招商银行 23Q1 财富管理业务及收入情况

| 单位: 亿元/%           | 2021Q2 | 2021Q3  | 2021Q4  | 2022Q1  | 2022Q2  | 2022Q3  | 2022Q4  | 2023Q1  |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>AUM</b>         | 99,850 | 103,741 | 107,592 | 113,393 | 117,177 | 119,596 | 121,230 | 125,354 |
| 同比增速               | 20.84% | 20.20%  | 20.33%  | 18.18%  | 17.35%  | 15.28%  | 12.68%  | 10.55%  |
| 环比增速               | 4.07%  | 3.90%   | 3.71%   | 5.39%   | 3.34%   | 2.06%   | 1.37%   | 3.40%   |
| <b>非存款 AUM</b>     | 79,628 | /       | 85,910  | /       | 92,649  | /       | 91,672  | /       |
| 同比增速               | 23.99% | /       | 21.99%  | /       | 16.35%  | /       | 6.71%   | /       |
| 环比增速               | 13.07% | /       | 7.89%   | /       | 7.84%   | /       | -1.05%  | /       |
| <b>财富管理手续费累计收入</b> | 206.12 | 296.74  | 358.41  | 104.29  | 188.73  | 255.9   | 309.03  | 91.1    |
| 同比增速               | 33.60% | 25.75%  | 29.00%  | -11.11% | -8.13%  | -13.10% | -13.78% | -13.25% |
| <b>代理理财收入</b>      | 28.74  | 45.94   | 62.92   | 17.65   | 34.93   | 53.23   | 66.54   | 13.51   |
| 同比增速               | 32.56% | 42.41%  | 53.69%  | -       | 22.60%  | 15.94%  | 5.75%   | -23.46% |
| <b>代理基金收入</b>      | 67.19  | 103.67  | 123.15  | 17.27   | 34.74   | 52.91   | 65.99   | 15.24   |
| 同比增速               | 39.75% | 24.92%  | 36.20%  | -       | -46.95% | -46.89% | -46.41% | -11.75% |
| <b>代理信托收入</b>      | 45.28  | 61.63   | 75.42   | 12.82   | 22.87   | 32.12   | 39.79   | 8.62    |
| 同比增速               | 23.85% | 5.78%   | -1.10%  | -       | -49.49% | -47.88% | -47.24% | -32.76% |
| <b>代理保险收入</b>      | 55.59  | 72.96   | 82.15   | 54.71   | 89.84   | 107.84  | 124.26  | 50.76   |
| 同比增速               | 32.51% | 37.95%  | 42.80%  | -       | 61.61%  | 47.81%  | 51.26%  | -7.22%  |
| <b>财富管理手续费单季收入</b> | -      | 90.62   | 63.93   | 104.29  | 84.44   | 67.17   | 53.13   | 91.1    |
| 环比增速               | -      | 1.06%   | -28.19% | 63.12%  | -19.03% | -20.45% | -20.90% | 71.47%  |
| <b>代理理财收入</b>      | -      | 17.2    | 17.01   | 17.65   | 17.28   | 18.3    | 13.31   | 13.51   |
| 环比增速               | -      | -       | -0.95%  | 3.77%   | -2.10%  | 5.90%   | -27.27% | 1.50%   |
| <b>代理基金收入</b>      | -      | 36.48   | 23.53   | 17.27   | 17.47   | 18.17   | 13.08   | 15.24   |
| 环比增速               | -      | -       | -27.46% | -26.59% | 1.16%   | 4.01%   | -28.01% | 16.51%  |
| <b>代理信托收入</b>      | -      | 16.35   | 13.79   | 12.28   | 10.59   | 9.25    | 7.67    | 8.62    |
| 环比增速               | -      | -       | -15.62% | -10.97% | -13.76% | -12.65% | -17.08% | 12.39%  |
| <b>代理保险收入</b>      | -      | 17.37   | 9.19    | 54.71   | 35.13   | 18      | 16.42   | 50.76   |
| 环比增速               | -      | -       | -47.08% | 495.23% | -35.79% | -48.76% | -8.78%  | 209.14% |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表2: 招商银行 23Q1 表内外对公房地产敞口情况

| 单位: 亿元/%           | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 环比      |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>承担信用风险的敞口</b>   | 5,115  | 5,175  | 4,937  | 4,737  | 4,633  | 4,632  | -1      |
| 占总资产               | 5.53%  | 5.50%  | 5.08%  | 4.88%  | 4.57%  | 4.41%  | -0.16pc |
| <b>房地产贷款(母行口径)</b> | 3,560  | 3,653  | 3,552  | 3,470  | 3,337  | 3,353  | 16      |
| 占总贷款               | 6.78%  | 6.74%  | 6.35%  | 6.13%  | 5.83%  | 5.29%  | -0.54pc |
| 不良率                | 1.39%  | 2.57%  | 2.95%  | 3.32%  | 3.99%  | 4.55%  | 56bp    |
| <b>不承担信用风险的敞口</b>  | 4,121  | 3,784  | 3,164  | 3,141  | 3,004  | 2,738  | -266    |
| 占 AUM              | 3.83%  | 3.34%  | 2.70%  | 2.63%  | 2.48%  | 2.18%  | -0.30pc |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表3: 招商银行 23Q1 分产品资产质量情况 (母行口径)

| 单位: 亿元/%      | 21Q2   | 21Q3   | 21Q4   | 22Q1   | 22Q2   | 22Q3   | 22Q4   | 23Q1   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>不良贷款余额</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 309.48 | 266.86 | 246.66 | 260.36 | 273.46 | 276.65 | 262.05 | 282.93 |
| 零售贷款          | 215.71 | 226.48 | 240.82 | 243.09 | 251.74 | 257.47 | 280.09 | 282.77 |
| 小微贷款          | 27.76  | 32.9   | 34.88  | 33.62  | 38.61  | 37.39  | 40.27  | 42.33  |
| 个人住房          | 32.88  | 32.24  | 38.06  | 36.93  | 37.82  | 40.17  | 48.98  | 48.99  |
| 信用卡           | 125.84 | 129.3  | 138.44 | 141.61 | 142.93 | 148.79 | 156.48 | 155.14 |
| 消费贷           | 16.15  | 18.04  | 15.95  | 17.68  | 19.38  | 18.6   | 21.91  | 24     |
| 其他            | 13.08  | 14     | 13.49  | 13.25  | 13     | 12.52  | 12.45  | 12.31  |
| <b>不良贷款率</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 1.38%  | 1.17%  | 1.07%  | 1.06%  | 1.07%  | 1.09%  | 1.00%  | 1.01%  |
| 零售贷款          | 0.76%  | 0.78%  | 0.82%  | 0.82%  | 0.83%  | 0.83%  | 0.90%  | 0.89%  |
| 小微贷款          | 0.51%  | 0.59%  | 0.62%  | 0.57%  | 0.63%  | 0.60%  | 0.64%  | 0.62%  |
| 个人住房          | 0.25%  | 0.24%  | 0.28%  | 0.27%  | 0.27%  | 0.29%  | 0.35%  | 0.36%  |
| 信用卡           | 1.58%  | 1.54%  | 1.65%  | 1.72%  | 1.67%  | 1.67%  | 1.77%  | 1.76%  |
| 消费贷           | 1.16%  | 1.19%  | 1.02%  | 1.03%  | 1.05%  | 0.95%  | 1.08%  | 0.97%  |
| 其他            | 4.76%  | 6.11%  | 6.85%  | 7.67%  | 8.08%  | 8.42%  | 9.10%  | 9.92%  |
| <b>关注贷款余额</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 88.71  | 72.23  | 104.65 | 152.81 | 187.75 | 237.85 | 215.23 | 213.65 |
| 零售贷款          | 259.98 | 351.69 | 330.75 | 352.61 | 362.42 | 392.65 | 440.97 | 416.77 |
| 小微贷款          | 8.9    | 20.7   | 17.92  | 21.58  | 23.23  | 23     | 25.15  | 23.22  |
| 个人住房          | 14.69  | 50.22  | 49.28  | 75.25  | 86.4   | 99.03  | 104.09 | 104.91 |
| 信用卡           | 231.62 | 274.14 | 257    | 249.1  | 245.2  | 262.32 | 302.01 | 278.86 |
| 消费贷           | 3.21   | 4.76   | 5.02   | 5.47   | 6.5    | 7.15   | 8.62   | 8.77   |
| 其他            | 1.56   | 1.87   | 1.53   | 1.21   | 1.09   | 1.15   | 1.1    | 1.01   |
| <b>关注贷款率</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 0.40%  | 0.32%  | 0.45%  | 0.62%  | 0.73%  | 0.93%  | 0.82%  | 0.77%  |
| 零售贷款          | 0.92%  | 1.21%  | 1.12%  | 1.18%  | 1.19%  | 1.26%  | 1.42%  | 1.31%  |
| 小微贷款          | 0.16%  | 0.37%  | 0.32%  | 0.37%  | 0.38%  | 0.37%  | 0.40%  | 0.34%  |
| 个人住房          | 0.11%  | 0.38%  | 0.36%  | 0.55%  | 0.63%  | 0.72%  | 0.75%  | 0.77%  |
| 信用卡           | 2.91%  | 3.27%  | 3.06%  | 3.02%  | 2.87%  | 2.94%  | 3.41%  | 3.16%  |
| 消费贷           | 0.23%  | 0.31%  | 0.32%  | 0.32%  | 0.35%  | 0.36%  | 0.43%  | 0.35%  |
| 其他            | 0.57%  | 0.82%  | 0.78%  | 0.70%  | 0.68%  | 0.77%  | 0.80%  | 0.81%  |
| <b>逾期贷款余额</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 254.85 | 191.72 | 189.12 | 219.08 | 259.34 | 266.04 | 258.52 | 301.08 |
| 零售贷款          | 276.7  | 354.53 | 367.61 | 375.66 | 387.98 | 407.21 | 467.31 | 419.4  |
| 小微贷款          | 27.69  | 35.1   | 30.76  | 33.52  | 39.75  | 40.18  | 45.67  | 44.51  |
| 个人住房          | 33.95  | 35.91  | 37.82  | 40.56  | 46.47  | 55.88  | 69.56  | 61.13  |
| 信用卡           | 183.47 | 250.17 | 268.18 | 268.95 | 267.52 | 277.31 | 314.08 | 274.42 |
| 消费贷           | 18.16  | 19.5   | 17.27  | 19.21  | 21.21  | 21.25  | 25.44  | 26.97  |
| 其他            | 13.43  | 13.85  | 13.58  | 13.42  | 13.03  | 12.59  | 12.56  | 12.37  |
| <b>逾期贷款率</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 公司贷款          | 1.14%  | 0.84%  | 0.82%  | 0.90%  | 1.02%  | 1.04%  | 0.99%  | 1.08%  |
| 零售贷款          | 0.98%  | 1.22%  | 1.25%  | 1.26%  | 1.28%  | 1.31%  | 1.50%  | 1.32%  |
| 小微贷款          | 0.51%  | 0.63%  | 0.55%  | 0.57%  | 0.65%  | 0.64%  | 0.73%  | 0.66%  |
| 个人住房          | 0.26%  | 0.27%  | 0.28%  | 0.30%  | 0.34%  | 0.40%  | 0.50%  | 0.45%  |
| 信用卡           | 2.30%  | 2.98%  | 3.19%  | 3.26%  | 3.13%  | 3.11%  | 3.55%  | 3.11%  |
| 消费贷           | 1.30%  | 1.28%  | 1.11%  | 1.12%  | 1.15%  | 1.08%  | 1.26%  | 1.09%  |
| 其他            | 4.88%  | 6.05%  | 6.89%  | 7.77%  | 8.09%  | 8.47%  | 9.18%  | 9.97%  |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)         | 2022A             | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 存放央行          | 603,027           | 765,029           | 862,952           | 973,410           |
| 同业资产          | 631,598           | 694,758           | 764,234           | 840,657           |
| 贷款总额          | 6,051,459         | 6,626,348         | 7,255,851         | 7,945,156         |
| 贷款减值准备        | -255,759          | -258,704          | -270,410          | -269,987          |
| 贷款净额          | 5,807,154         | 6,367,644         | 6,985,441         | 7,675,169         |
| 证券投资          | 2,772,689         | 3,152,079         | 3,720,393         | 4,368,727         |
| 其他资产          | 324,444           | 421,100           | 473,011           | 531,498           |
| <b>资产合计</b>   | <b>10,138,912</b> | <b>11,400,609</b> | <b>12,806,031</b> | <b>14,389,461</b> |
| 同业负债          | 1,075,369         | 1,176,419         | 1,287,249         | 1,408,822         |
| 存款余额          | 7,535,742         | 8,500,317         | 9,588,358         | 10,815,667        |
| 应付债券          | 223,821           | 290,088           | 326,497           | 367,475           |
| 其他负债          | 349,742           | 372,205           | 418,336           | 470,239           |
| <b>负债合计</b>   | <b>9,184,674</b>  | <b>10,339,029</b> | <b>11,620,439</b> | <b>13,062,204</b> |
| <b>股东权益合计</b> | <b>954,238</b>    | <b>1,061,580</b>  | <b>1,185,591</b>  | <b>1,327,258</b>  |

### 利润表

| (百万元)                | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利息净收入                | 218,235        | 228,494        | 249,046        | 275,626        |
| 净手续费收入               | 94,275         | 98,046         | 105,890        | 114,361        |
| 其他非息收入               | 32,273         | 32,098         | 33,505         | 32,404         |
| <b>营业收入</b>          | <b>344,783</b> | <b>358,638</b> | <b>388,441</b> | <b>422,391</b> |
| 税金及附加                | -3,005         | -3,021         | -3,245         | -3,524         |
| 业务及管理费               | -113,375       | -116,557       | -116,532       | -120,381       |
| 营业外净收入               | -43            | -2             | -2             | -2             |
| <b>拨备前利润</b>         | <b>222,679</b> | <b>234,904</b> | <b>264,163</b> | <b>293,592</b> |
| 资产减值损失               | -57,566        | -49,965        | -72,496        | -61,649        |
| <b>税前利润</b>          | <b>165,113</b> | <b>184,938</b> | <b>191,667</b> | <b>231,943</b> |
| 所得税                  | -25,819        | -28,850        | -15,333        | -31,312        |
| <b>税后利润</b>          | <b>139,294</b> | <b>156,088</b> | <b>176,334</b> | <b>200,631</b> |
| <b>归属母公司净利润</b>      | <b>138,012</b> | <b>155,184</b> | <b>175,312</b> | <b>199,469</b> |
| <b>归属母公司普通股股东净利润</b> | <b>134,399</b> | <b>153,525</b> | <b>173,653</b> | <b>197,810</b> |

### 主要财务比率

| (百万元)       | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>业绩增长</b> |        |        |        |        |
| 利息净收入增速     | 7.02%  | 4.70%  | 8.99%  | 10.67% |
| 手续费净增速      | -0.18% | 4.00%  | 8.00%  | 8.00%  |
| 非息净收入增速     | -0.62% | 2.84%  | 7.11%  | 5.29%  |
| 拨备前利润增速     | 3.80%  | 5.49%  | 12.46% | 11.14% |
| 归属母公司净利润增速  | 15.08% | 12.44% | 12.97% | 13.78% |
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |        |
| ROAE        | 17.06% | 17.48% | 17.49% | 17.59% |
| ROAA        | 1.42%  | 1.44%  | 1.45%  | 1.47%  |
| RORWA       | 2.54%  | 2.43%  | 2.39%  | 2.42%  |
| 生息率         | 3.88%  | 3.74%  | 3.61%  | 3.55%  |
| 付息率         | 1.62%  | 1.61%  | 1.51%  | 1.47%  |
| 净利差         | 2.26%  | 2.13%  | 2.10%  | 2.09%  |
| 净息差         | 2.40%  | 2.24%  | 2.19%  | 2.16%  |
| 成本收入比       | 32.88% | 32.50% | 30.00% | 28.50% |
| <b>资本状况</b> |        |        |        |        |
| 资本充足率       | 17.77% | 16.83% | 16.71% | 16.63% |
| 核心资本充足率     | 15.75% | 14.86% | 14.82% | 14.81% |
| 风险加权系数      | 57.62% | 60.70% | 60.70% | 60.70% |
| 股息支付率       | 32.61% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |

### 主要财务比率

| (百万元)           | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>资产质量</b>     |        |        |        |        |
| 不良贷款余额          | 58,004 | 62,988 | 65,772 | 67,913 |
| 不良贷款净生成率        | 0.83%  | 0.83%  | 0.85%  | 0.80%  |
| 不良贷款率           | 0.96%  | 0.95%  | 0.91%  | 0.85%  |
| 拨备覆盖率           | 451%   | 411%   | 411%   | 398%   |
| 拨贷比             | 4.32%  | 3.90%  | 3.73%  | 3.40%  |
| <b>流动性</b>      |        |        |        |        |
| 贷存比             | 80.30% | 77.95% | 75.67% | 73.46% |
| 贷款/总资产          | 59.69% | 58.12% | 56.66% | 55.22% |
| 平均生息资产/平均总资产    | 94.91% | 94.67% | 94.16% | 93.75% |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| EPS             | 5.33   | 6.09   | 6.89   | 7.84   |
| BVPS            | 32.71  | 36.93  | 41.81  | 47.38  |
| 每股股利            | 1.74   | 2.01   | 2.27   | 2.59   |
| <b>估值指标</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 6.35   | 5.56   | 4.91   | 4.31   |
| P/B             | 1.03   | 0.92   | 0.81   | 0.71   |
| P/POP           | 3.83   | 3.63   | 3.23   | 2.91   |
| 股息收益率           | 5.14%  | 5.94%  | 6.72%  | 7.65%  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>