

零售金融优势加固，大财富管理打开新成长空间

核心观点：

- **银行业基本面稳中向好，分化与转型加速度** 在非息收入高增和减值冲回带动下，上市银行前三季度营收和净利增长 7.71% 和 13.58%，延续改善，基本面稳中向好格局不变。同时，同业分化加剧，部分上市银行营收逆势高增，经营韧性更强。传统存贷款业务盈利空间收窄、规模驱动模式难以为继环境下中收重要性提升，财富管理与金融科技成分化关键，部分转型较早的银行业绩和利润率实现领跑。
- **招商银行零售业务优势突出，战略转型加固护城河** 多次战略转型奠定公司零售金融龙头地位。公司较早推出“一卡通”和“一网通”并对客户分层，为发展零售业务夯实基础，2004 年和 2010 年“一次转型”和“二次转型”正式提出加快发展零售业务并开展集约化经营；2013 年“二次转型”深化，推行“一体两翼”战略，打造“轻型银行”；2017 年明确金融科技银行定位并于 2020 年提出构建大财富管理体系。此外，公司股权结构长期稳定并坚持“董事会领导下的行长负责制”，兼顾战略定力和经营管理灵活性，为零售金融护城河加固贡献重要力量。
- **公司整体盈利质量领先同业，轻型银行转型成效释放** 公司营收与净利 2015-2020 年 CAGR 为 7.59% 和 11.03%，表现远超行业；2021 年前三季度年化 ROAA 和 ROAE 达 1.46% 和 18.11%，在上市银行中均排名第 1。此外，公司的息差、中收占比、资产质量等指标均处行业前列，对盈利水平形成支撑。受益于轻型银行转型成效的释放，公司对杠杆经营的依赖度降低，资金使用效率优化，资本内生增长动力增强。2021 年前三季度，公司的税前 RORAC 为 28.1%，较 2020 年大幅回升。
- **零售金融盈利动能强劲，批发金融“两翼”价值显现** 零售金融业务已在客群、渠道、产品和品牌等领域形成内生能力体系，盈利与 AUM 保持快速增长。2021H1 零售业务税前利润增长 19.87%。对整体利润贡献 53.17%，利润率 44.98%；9 月末零售客户 AUM10.37 万亿元，较年初增长 16.02%，金葵花及以上客户 AUM 占比 82.21%。批发金融价值显现，除了继续为零售金融提供低成本负债、获客、资产和产品支持外，还聚焦核心客户开展投行一体化服务，借助资金链延伸至整个生态圈，多方位增厚收入空间。截至 6 月末，公司战略客户数量达 7111 户，客户融资总量 FPA4.6 万亿元，2021H1 税前利润增长 21.74%，利润率 45.75%。
- **大财富管理体系统建设和金融科技布局打开新一轮成长空间** 大财富管理体系作为公司的战略支点，成为探索盈利模式变革、推动 AUM 和手续费及佣金收入增长的核心路径。公司已围绕财富管理体系建设拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”，代销保有规模与私行业务体量保持领先，为公司拓宽业务空间、降低周期性提供支撑。同时，公司的金融科技投入力度加大，在数字化经营和获客方面成效显著，同时支持核心业务效率、成本和风控优化，助力“轻型银行”打造。
- **估值溢价明显，后续仍有提升空间** PB-ROE 和 DDM 综合测算合理估值区间为 2.36-2.59 倍 PB，处于海外对标银行参考估值范围内，公司当前估值仍有提升空间，核心催化来自经济修复、大财富管理体系建设成效加速兑现和业绩释放。
- **投资建议** 公司坚持“一体两翼”，持续推动业务模式变革创新，零售金融护城河稳固，批发金融价值显现，各项业务保持同业领先，龙头价值凸显。轻型银行转型成效释放，杠杆依赖减弱，资金使用效率优化，有助公司应对信贷增速放缓和定价下行压力，降低经营周期性，提升盈利质量。大财富管理体系定位确立，金融科技布局纵深推进，为公司中长期业务成长打开空间。我们看好公司未来发展，给予“推荐”评级，预测 2021-2023 年 BVPS 为 28.84/32.68/37.24 元，对应当前股价 PB 为 1.68/1.48/1.3 倍，低于合理估值区间，后续仍有提升空间。
- **风险提示：** 经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

招商银行(600036.SH)

推荐 (维持评级)

合理估值区间 2.36-2.59 倍 PB

分析师

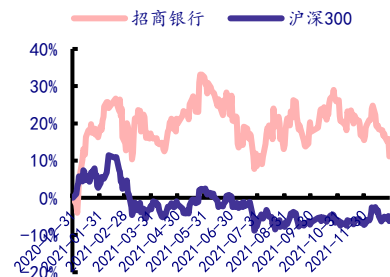
张一纬

☎: 010-80927617

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519010001

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河银行】2022 年年度策略：政策助力经营环境改善，关注区位优势+财富管理领先个股

【银河银行】行业深度-三季报业绩解读 (20211112)：业绩延续高增，财富管理布局持续增厚盈利空间

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

结合外部环境与公司自身业务布局,我们预计公司业绩有望实现持续增长,营收增幅扩大,净利增幅有所收窄但整体保持较高水平,测算2021-2023年营收分别为3274.2、3705.12、4219.28亿元,同比增长12.72%、13.16%和13.88%;归母净利润分别为1183.86、1380.91、1623.31亿元,同比增长21.62%、16.64%、17.55%;ROAE为16.79%、17.12%和17.81%。关键假设包括:(1)存贷款业务:政策加码托底宏观经济、助力信贷稳增长,叠加公司通过留存利润、永续债等形式补充资本,公司生息资产预计维持稳健增长;(2)LPR重定价效应弱于2019-2020年,叠加负债端结构和成本优化、招行活期存款占比较高、优势显著,净息差会有下行但幅度有限;(3)非息业务:考虑到财富管理业务的快速发展,中间业务有望延续高增,持续增厚非息收入空间;(4)成本:中长期来看成本收入比会延续改善态势,同时拨备处于较高水平,考虑到资管新规过渡期结束以及招商银行多配置低风险优质资产,信用成本预计维持较低水平,减值计提力度偏弱。

我们与市场不同的观点：

宏观经济走弱、信贷增速放缓、定价下行、资本监管强化和房企信用风险暴露等多重因素给银行量价增长和资产质量造成压力,造成银行板块估值长期处于低位。我们认为招商银行受外部环境影响小于同业。公司较早地推进业务转型,开展内涵集约化经营,降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控,追求“质量、效益、规模”动态均衡发展。目前轻型银行转型成效释放,公司对杠杆经营、规模扩张的依赖程度较低且资产质量保持优异,有利于保持业绩稳健持续增长。得益于较高的资金使用效率和盈利水平,公司资本内生增长动力强劲,能够有效支持未来业务需求。与此同时,招商银行通过构建大财富管理体系和金融科技应用,优化客户体验、拓展收入空间,提升经营和风控效率,业务周期性有望持续降低,为公司带来中长期估值溢价。

估值与投资建议：

综合我们对招商银行的3年盈利预测、后续假设以及相对估值与绝对估值方法测算,给予公司合理估值区间为2.36-2.59倍PB,相比于当前1.74倍PB有35.63%-48.85%的提升空间。

公司坚持“一体两翼”,持续推动业务模式变革创新,零售金融护城河稳固,批发金融价值显现,各项业务保持同业领先,龙头价值凸显。轻型银行转型成效释放,杠杆依赖减弱,资金使用效率优化,有助公司应对信贷增速放缓和定价下行压力,降低经营周期性,提升盈利质量。大财富管理定位确立,金融科技布局纵深推进,为公司中长期业务成长打开空间。我们看好公司未来发展,给予“推荐”评级,预测2021-2023年BVPS为28.84/32.68/37.24元,对应当前股价PB为1.68/1.48/1.3倍,低于合理估值区间,后续仍有提升空间。

股价表现的催化剂：

稳增长政策加码下的宏观经济修复,大财富管理建设成效加速兑现,业绩释放。

主要风险因素：

经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

目 录

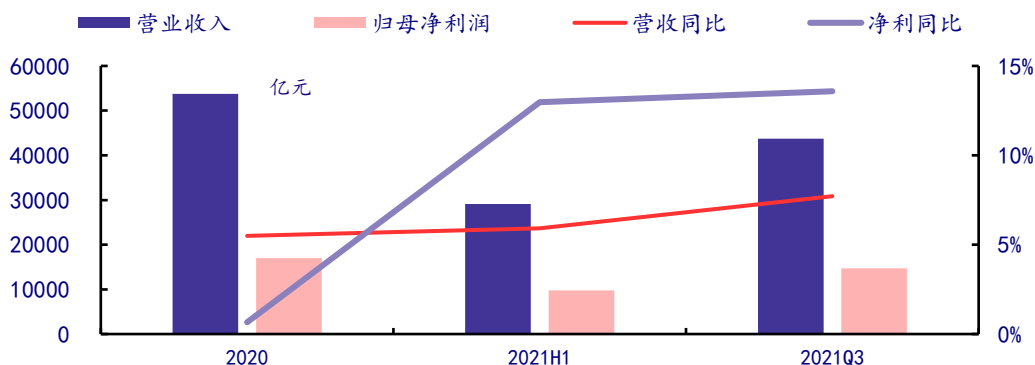
一、银行业：基本面稳中向好，分化与转型进入关键期	3
（一）基本面向好趋势不变，同业分化加剧	3
（二）中间业务的重要性与日俱增，财富管理转型成为共识	5
（三）金融科技应用程度加深，加速渠道、经营和风控变革	6
二、招商银行：零售金融龙头地位稳固，大财富管理体系定位确立	7
（一）零售金融同业领先，多次战略转型加固护城河	7
（二）治理结构良好，经营发展兼顾稳定性和创新求变精神	9
（三）盈利质量优异，轻型银行转型成效显著	10
1. 经营业绩和各项业务指标表现突出，资本内生增长动力强劲	10
2. 轻型银行转型成效显著，杠杆经营依赖度减弱、资金使用效率持续优化	12
3. 零售金融盈利能力强劲，财富管理、信用卡、零售贷款等各项业务均保持同业领先	12
4. 批发金融“两翼”支撑零售端优势巩固，特色鲜明	18
（四）大财富管理体系+金融科技打开新的成长空间	22
1. 大财富管理体系建设轮廓初显，代销与私人银行业务优势突出	22
2. 金融科技银行定位助力轻型银行战略深化，投入加大、成效显现	24
三、估值溢价延续，未来仍有提升空间	27
（一）盈利预测	27
（二）公司估值	28
1. PB 估值溢价明显，对标海外大行仍有提升空间	28
2. DDM 显示 PB 为 2.59 倍，处于相对估值参考区间范围内	29
四、投资建议	30
五、风险提示	30

一、银行业：基本面稳中向好，分化与转型进入关键期

（一）基本面向好趋势不变，同业分化加剧

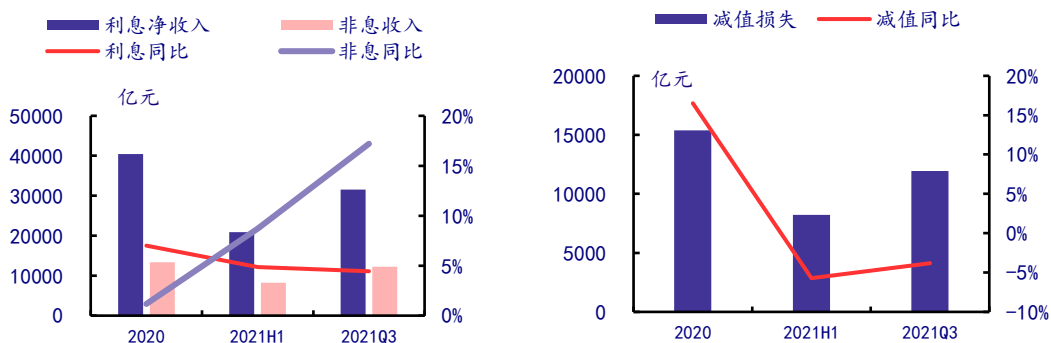
在减值计提压力缓解和非息收入高增的带动下，银行营收和净利均实现持续快速增长，基本面延续向好趋势。依据上市银行三季报数据披露，2021年1-9月，41家上市银行累计营业收入和归母净利润分别为4.37万亿元和1.47万亿元，同比分别增长7.71%和13.58%。其中，利息净收入和非息收入分别为3.15万亿元和1.22万亿元，同比分别增长4.44%和17.2%。公司营收与净利增速较2021H1持续回升，主要受到去年同期投资收益低基数以及减值损失冲回的影响。2021年1-9月，41家上市银行累计减值损失1.19万亿元，同比减少3.83%。整体而言，不良风险的逐步出清，叠加拨备计提相对充分，后期信用成本有望保持较低水平、拨备反哺利润空间较大，银行全年利润增速有望维持在较高水平，基本面向好趋势不变。

图 1：上市银行整体业绩表现



资料来源：Wind，萝卜投研，中国银河证券研究院整理

图 2：上市银行各项业务收入与减值损失

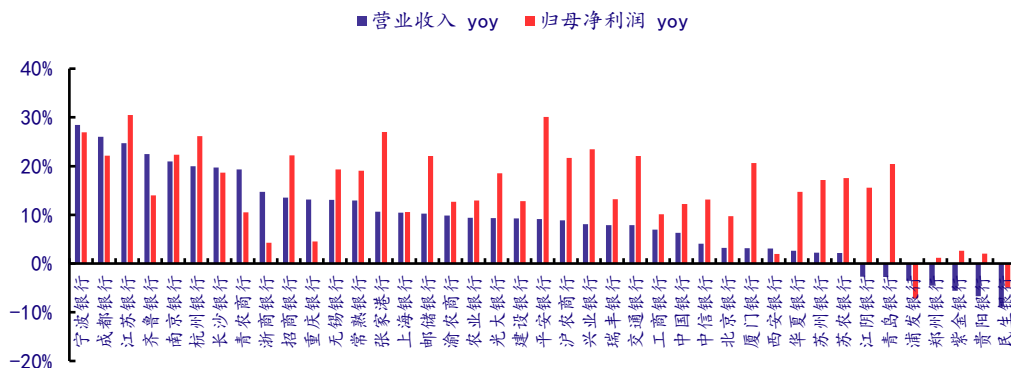


资料来源：Wind，萝卜投研，中国银河证券研究院整理

尽管上市银行整体基本面表现良好，不同上市银行之间的业绩表现出现分化。综合对比三季报数据，除了持续受益于拨备计提减少外，部分上市银行营收逆势高增，增速行业领先，驱动净利润表现优于同业。具体来看，2021年1-9月，归母净利润实现两位数增长的上市银行达32家，增速超过20%的有14家，这14家银行中营收增速超过两位数的有8家，包括宁波银

行、成都银行、江苏银行、南京银行、杭州银行、招商银行、张家港行和邮储银行。相比之下，部分上市银行的营收与净利依旧维持个位数增长甚至是负增长。

图 3：2021 年前三季度上市银行营收与净利增速排名



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

依据盈利来源拆解，我们发现上述 14 家上市银行利润高增、与其他银行业绩表现拉开差距大致受四方面因素的影响：（1）利息净收入改善，驱动营收增长，厦门银行、青岛银行、江苏银行、沪农商行与成都银行受益明显；（2）其他非息收入高增，代表性银行包括张家港行、交通银行和宁波银行；（3）部分银行的中收贡献较大，包括厦门银行、兴业银行、青岛银行和招商银行；（4）少数银行的减值损失回冲，大幅反哺利润，例如厦门银行、沪农商行和兴业银行。整体来看，多数银行业绩增长主要来自营收端驱动，中长期而言基本面韧性更强，尤其是区位优势明显以及在轻资本中间业务领域如财富管理、投资银行等布局较多的银行，业绩增长具备较好的可持续性。

表 1：上市银行各项收入和成本对利润的影响

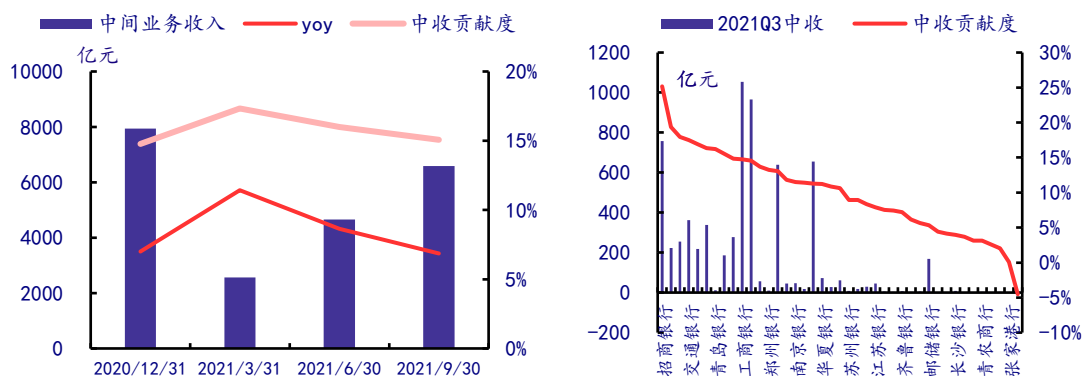
	△利息净收入/△营收	△中间业务收入/△营收	△其他非息收入/△营收	△减值损失/△营收
厦门银行	274.60%	56.43%	-231.03%	464.75%
青岛银行	186.18%	54.93%	-141.11%	-414.31%
江苏银行	80.56%	8.35%	11.09%	-11.80%
沪农商行	78.58%	-19.24%	40.66%	91.61%
成都银行	70.52%	4.45%	25.03%	-44.97%
邮储银行	55.40%	18.75%	25.85%	14.84%
南京银行	55.40%	21.82%	22.79%	-28.74%
平安银行	47.07%	24.52%	28.41%	5.91%
宁波银行	42.96%	3.63%	53.40%	-36.25%
杭州银行	42.54%	7.69%	49.76%	-30.40%
招商银行	40.37%	41.55%	18.08%	-12.49%
交通银行	35.88%	8.00%	56.12%	-5.32%
张家港行	21.08%	2.91%	76.02%	0.64%
兴业银行	7.07%	57.49%	35.45%	53.79%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）中间业务的重要性与日俱增，财富管理转型成为共识

受经济增速和信贷投放减弱、贷款利率下行以及资本监管强化等因素的影响，银行传统信贷业务盈利空间收窄，资本压力上升，过去以规模驱动增长的模式难以为继，亟需通过发展财富管理和投资银行等中间业务拓宽收入来源，改善盈利能力，同时节约资本层面的消耗。目前上市银行的中间业务收入占比处于较低水平，但多家银行的财富管理转型加速，部分银行已经凭借该项业务为零售金融带来了较高的利润率水平。2021 年前三季度，41 家上市银行的中间业务收入占比为 15.07%，处于较低水平，有较大的提升空间。部分中收贡献度靠前的上市银行均对财富管理领域重点布局，转型成效显著，收入、增速均实现领跑，显著增厚零售业务利润率水平。

图 4：上市银行中间业务收入情况及排名



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2：部分上市银行的财富管理布局

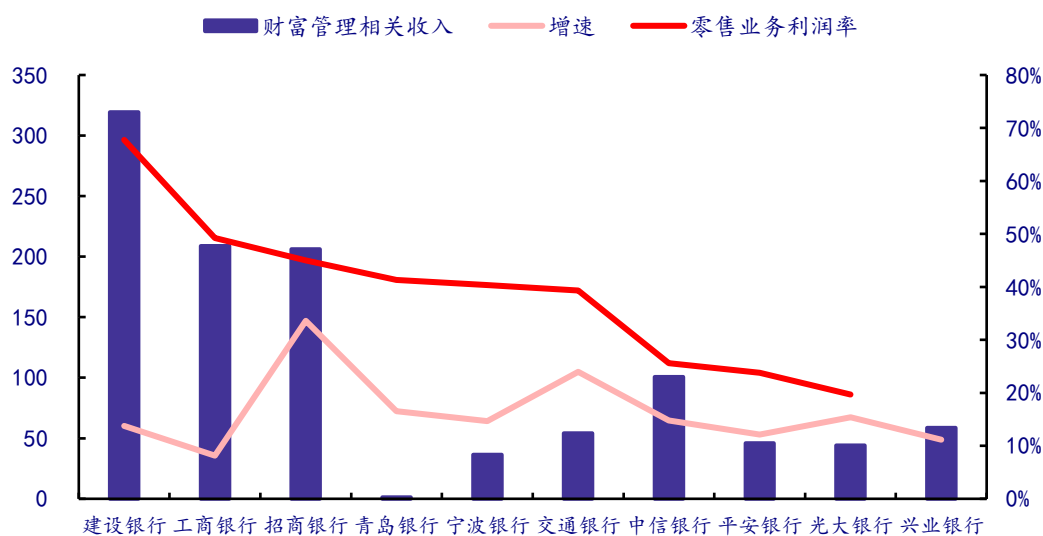
财富管理相关布局	
建设银行	加快建设大财富体系，助力集团综合金融服务能力再上新台阶
工商银行	加快集团内银行、理财、基金、保险等多元业务链条整合与重塑，为客户提供一站式产品选择及专业的投顾服务，打造有竞争力、可持续的财富管理业务模式
招商银行	大财富管理循环价值链
青岛银行	坚持“以客户为中心、以市场为导向”的经营服务理念，持续丰富投资工具，全方位为客户提供理财规划和资产配置服务，满足客户日益丰富的财富管理需求。
宁波银行	坚持为客户创造价值的理念，以个人资产配置和客户综合服务为核心，推动财富管理业务新体系全面运转实施，通过持续探索获客模式，强化专业经营理念，推动展业模式升级，致力打造行业内具有竞争力的财富管理品牌。
交通银行	打造普惠金融、贸易金融、科技金融、财富金融等四大业务特色
中信银行	聚焦财富管理业务，全面深化“主结算、主投资、主融资、主服务、主活动”的客户关系，打造客户首选的财富管理主办银行
平安银行	全方位推进私行财富业务发展，致力于打造“中国最智能、国际领先的私人银行”
光大银行	实现财富管理特色新跨越，加强渠道经营、客户经营、产品营销和过程管理，做强企业客户财富融汇组织能力，做优零售客户财富保值增值能力，推进财富管理 3.0 建设
兴业银行	树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片；财富银行：以客户资产保值增值为根本出发点，朝着全市场一流财富管理银行的目标，打造更加开放的投资生态圈

致力于成为业内“最智能的财富管理银行”，围绕“智能洞察、智能投研、智能规划、智能交互、智能风控”5大核心领域引领业务升级，构建集需求洞察、投研规划、交互陪伴于一体的智能财富管理体系，以全新服务理念展示“浦发卓信”品牌形象，实现对全量客户、全生命周期、多场景、泛在式服务体验的提升，满足客户的投融资一体化需求

南京银行 推进大零售战略2.0改革落地，以“全金融资产管理”为发展主线，提升财富管理能力

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 5：部分上市银行财富管理收入及零售业务利润率



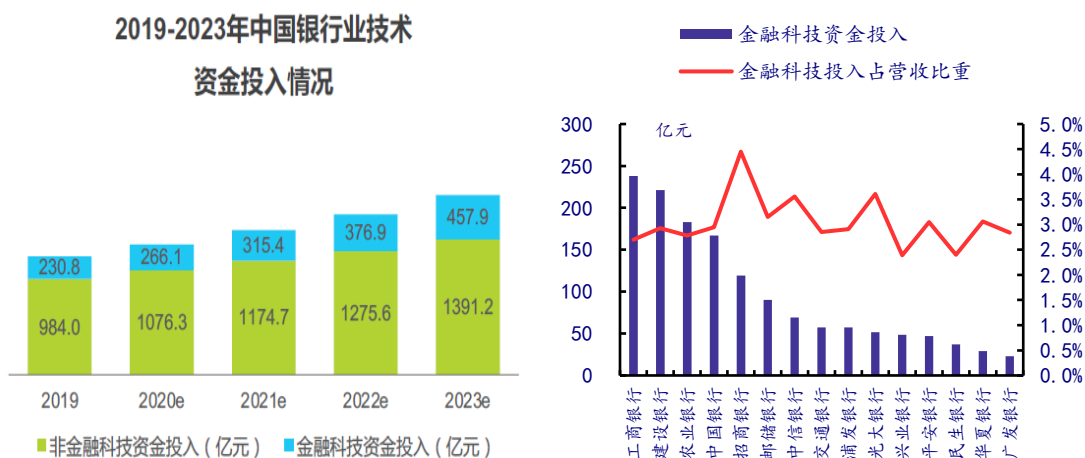
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

备注：财富管理收入采用财报直接披露数据，若无则用代理+托管业务收入计算；部分银行的零售业务利润为税前利润

（三）金融科技应用程度加深，加速渠道、经营和风控变革

除了财富管理外，银行在金融科技领域的投入力度也在持续加大，数字化转型已成为银行突破获客短板、深耕存量价值、提升服务效率和强化风险管控的重要手段。依据艾瑞咨询发布的《2020 中国金融科技行业发展研究报告》，2019 年银行业金融科技资金投入为 230.8 亿元，预计 2023 年能达到 457.9 亿元，复合增速达 18.68%；单个银行来看，已经披露相关数据的上市银行年报信息显示，2020 年，金融科技投入超过 100 亿元的银行有 5 家即工农中建和招商银行；其中，招商银行的金融科技占营业收入比重超过 4%，位列行业第一，以光大银行、中信银行、华夏银行和平安银行为代表的股份制银行金融科技投入占均超过 3%，处于领先水平。此外，按照零壹财经发布的《金融科技子公司大全》统计，截至 2021 年 4 月，商业银行已成立金融科技子公司 12 家，筹备中金融科技子公司 2 家，短期大多以服务母公司银行业务为主，中长期向外输出技术和方案为同业赋能，将 B 端服务作为主营业务收入来源，实现技术变现。

图 6：银行业金融科技投入金额与上市银行金融科技投入占比



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，中国银河证券研究院整理

金融科技对银行的赋能体现在三个方面：一是适应客户消费习惯变迁，立足互联网企业思维开展线上业务，借助流量+场景等形式获客，提供相应的产品和服务，尤其适用于疫情影响下的非接触式金融场景。二是运用大数据等技术构建算法和模型，依托用户生命周期、行为偏好、资产负债以及外部征信、财税等海量数据进行全面画像和智能营销，精准定位客户需求，提供个性化、定制化的解决方案，从而深度发掘存量客户价值，优化经营效率与客户体验。三是借助智能风控应对欺诈、反洗钱及违约等多类风险，构建长尾客户信用体系，对中小微企业和低收入消费金融客户实现差异化定价和有效的风险管控，降低信用成本。

二、招商银行：零售金融龙头地位稳固，大财富管理体系定位确立

(一) 零售金融同业领先，多次战略转型加固护城河

招商银行是优质的股份行，业务结构多元，经营机制灵活，零售金融优势明显，盈利能力和资产质量优异均位于同业领先水平。公司成立于1987年，截至目前已实现A+H两地上市，经营范围以中国市场为主，分销网络主要分布于中国大陆主要中心城市，以及香港、纽约、伦敦、新加坡、卢森堡、悉尼等国际金融中心，持有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行等多项牌照，业务类型主要涵盖各类批发及零售银行产品和服务以及自营和代客进行资金业务，产品与服务多元、创新能力突出。截至2021年三季度末，公司的总资产和营业收入分别为8.92万亿元和2514.1亿元，年化ROAA和ROAE达1.46%和18.11%，不良率与拨备覆盖率分别为0.93%和443.14%，无论是业务体量、盈利能力还是资产质量均位居行业前列，同时在零售金融、轻型银行、金融科技、财富管理等领域市场竞争力显著，后续成长空间可期。

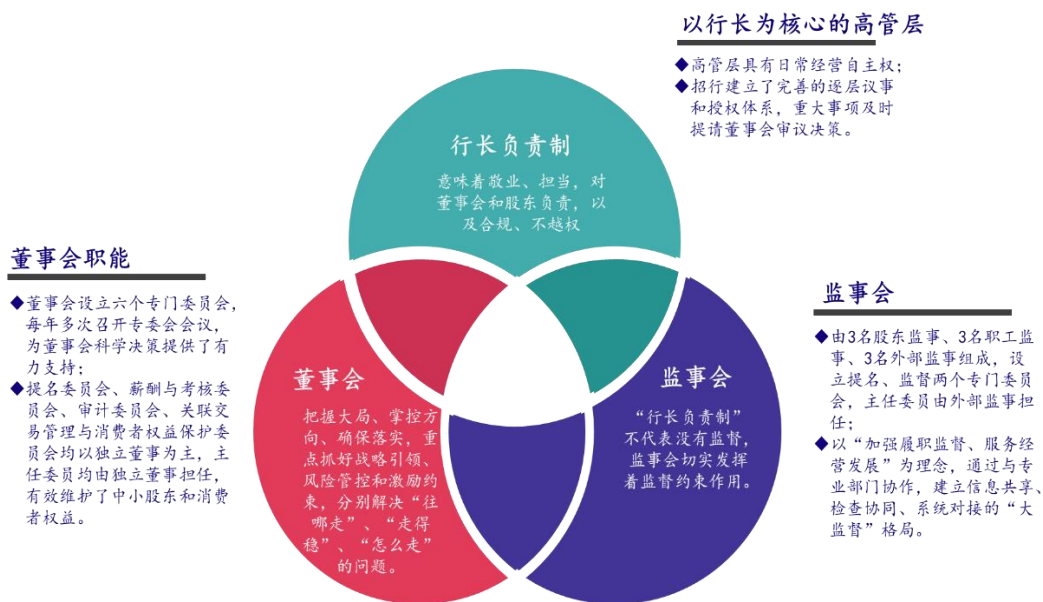
图 7：牌照与业务范围



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，中国银河证券研究院整理

招商银行在零售金融领域护城河的形成受益于前瞻性的战略引领和持久的战略定力。纵观发展历程，招商银行的成立自带灵活的经营机制和创新求变的精神，业务变革过程中对零售金融主体地位的坚守贯彻始终，在客群、渠道、产品和品牌等方面形成了内生能力体系，逐步脱离了同质化竞争的局面，为开展集约化经营、深化轻型银行转型和打造大财富管理体系夯实基础。具体来看：1987年，招商银行成立于中国改革开放的最前沿—深圳蛇口，是境内首家完全由企业法人持股的股份制商业银行，继承“蛇口”创新基因，实行“行长负责制”和“六能机制”，提升了公司的市场化程度，成为后续一系列转型创新的核心前提条件；1995年和1999年，公司相继推出了“一卡通”和“一网通”服务，率先布局银行卡业务和网络服务，实现零售客户的积累和对网点渠道限制的突破；2002年，公司于上交所挂牌上市，同时发行了第一张信用卡并创立金葵花理财，开始对客户进行分层；2004-2005年公司在马蔚华行长的领导下进行了“一次转型”，正式提出要加快发展零售业务，并于2006年实现H股上市；2010年，“二次转型”开启，致力于改变过去依靠规模增长、资本投入的外延粗放式经营模式，实现内涵集约化经营，旨在降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控；2013-2014年，田惠宇接替马蔚华担任行长，为应对经济增速放缓，利率市场化以及金融脱媒的影响，对“二次转型”进行深化，推行“一体两翼”战略，以零售金融为主体，公司金融和同业金融为两翼，打造“轻型银行”；2017年，公司明确金融科技银行定位，并于2020年提出构建大财富管理体系，轻型银行转型进入下半场，重在实现“质量、效益、规模”动态均衡发展。

图 10: 董事会领导下的行长负责制



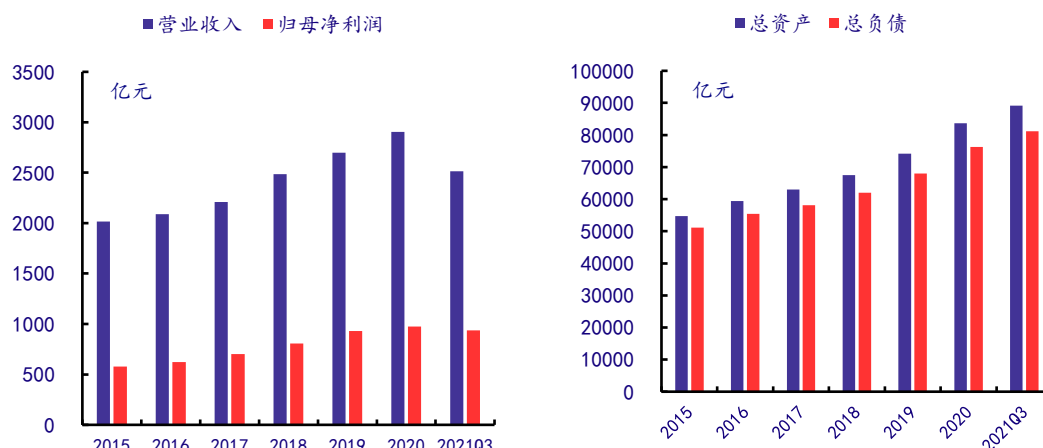
资料来源: 田惠宇, 《推动公司治理现代化 持续实现高质量发展》, 中国银河证券研究院整理

(三) 盈利质量优异, 轻型银行转型成效显著

1. 经营业绩和各项业务指标表现突出, 资本内生增长动力强劲

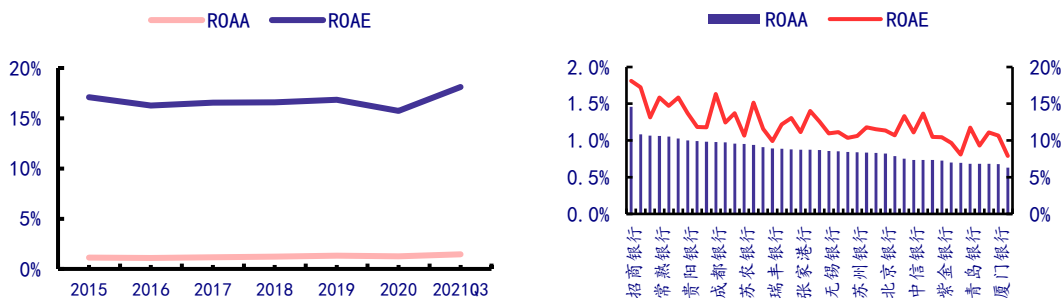
公司的业绩增速亮眼, 抗周期属性强劲, 盈利质量优异。2021 年前三季度, 公司实现营业收入和归母净利润 2514.1 亿元和 936.15 亿元, 同比增长 13.54% 和 22.21%, 2015-2020 年 5 年 CAGR 为 7.59% 和 11.03%; 总资产和总负债 8.92 万亿元和 8.12 万亿元, 同比增长 10.63% 和 9.89%, 2015-2020 年 5 年 CAGR 为 8.84% 和 8.34%; ROAA 和 ROAE 分别为 1.46% 和 18.11%, 同比上升 0.14 和 1.11 个百分点, 在 41 家上市银行中均排名第 1。

图 11: 营收、净利表现与资产负债情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

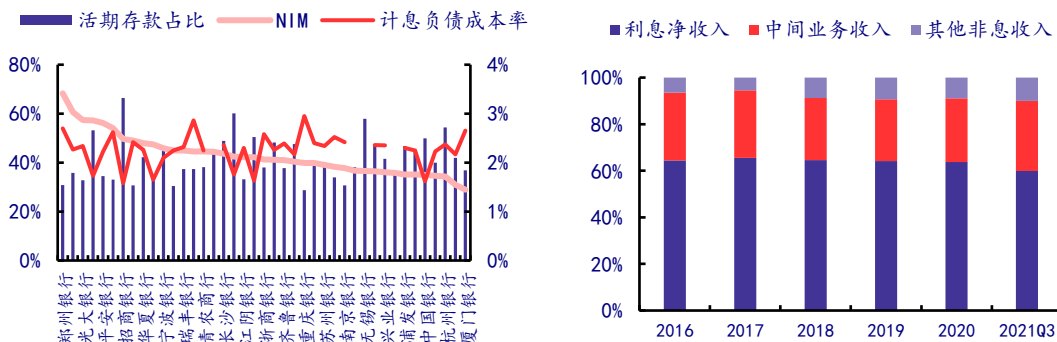
图 12: 年化 ROAA 与 ROAE 水平及与行业对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

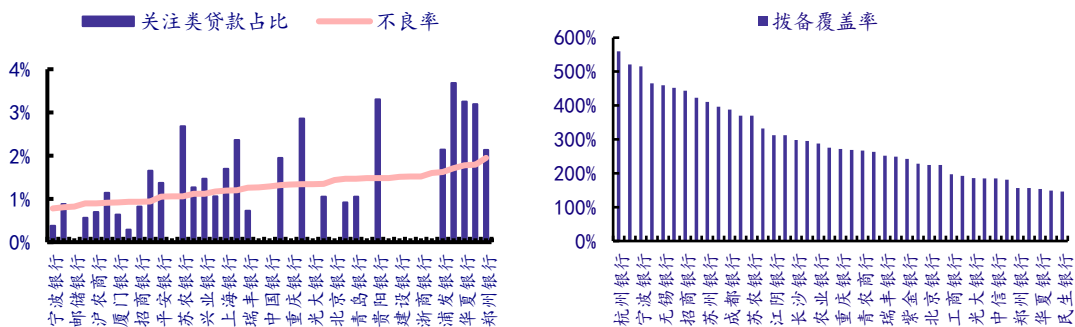
公司的各项业务指标表现优于同业,经营韧性较强,对公司业绩和盈利水平形成持续支撑。具体来看,(1)息差处于较高水平,活期存款占比领先,负债端成本优势显著。2021 年前三季度,公司的净息差为 2.48%,2021H1 的计息负债成本率为 1.58%,两项指标在 41 家上市银行均处于较优水平;6 月末活期存款占比达 66.4%,为行业最高。(2)收入结构日益多元化,中间业务贡献度提升。2021 年前三季度,公司的中间业务手续费及佣金净收入占营业收入比重为 30.12%,较 2020 年提升 2.76 个百分点。(3)资产质量优异,拨备计提充分,反哺利润空间较大,业绩下行风险整体可控。截至 2021 年 9 月末,招商银行的不良率和关注类贷款占比分别为 0.93%和 0.82%,拨备覆盖率为 443.14%,均位居行业前列。

图 13: 成本定价与收入结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

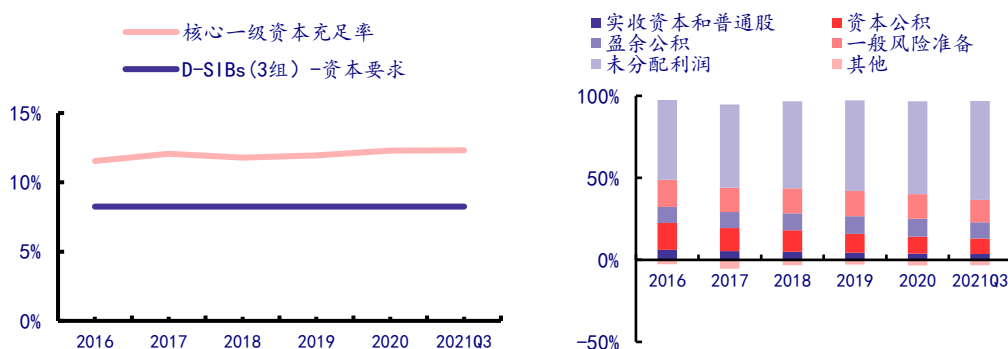
图 14: 不良率、关注率与拨备覆盖率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

得益于稳健优异的盈利能力，公司的资本内生动力强劲，能够有效应对资本监管强化的影响，为信贷业务平稳增长打开空间。截至 2021 年 9 月末，公司的核心一级资本充足率为 12.31%，核心一级资本（实收股本+资本公积+盈余公积+未分配利润+一般风险准备+少数股东可计入部分）中未分配利润的贡献度达 64.24%，且呈现持续上升态势。针对系统重要性银行附加资本要求的影响，招商银行的资本充足率远高于第 3 组 8.25% 的要求（最低核心一级资本充足率+储备资本+逆周期资本+附加资本），资本压力整体较小，后续信贷投放仍有较大的增长空间。

图 15：核心一级资本充足率及资本结构

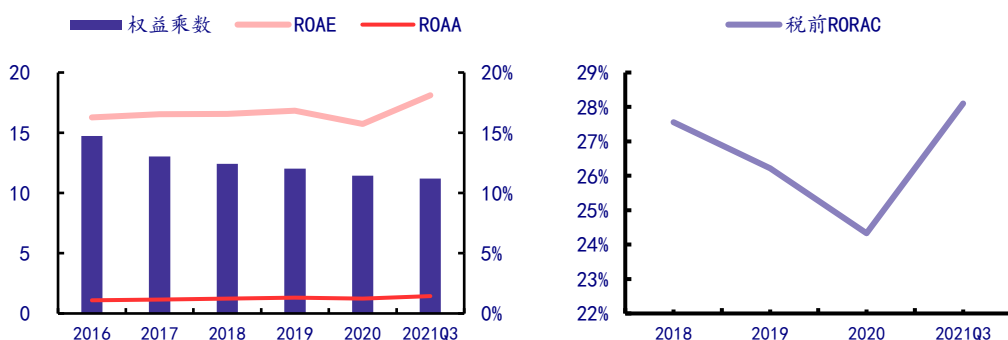


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 轻型银行转型成效显著，杠杆经营依赖度减弱、资金使用效率持续优化

公司的轻型银行转型成效显著，体现在对杠杆经营依赖程度减弱和资金使用效率持续优化。依据杜邦分析，我们将公司 ROAE 拆解为 ROAA 和权益乘数。公司的权益乘数处于近 5 年来的较低水平，但 ROAA 不断改善，前三季度年化收益率达 1.44%，为近 5 年来最高，说明公司显著受益于管理水平的提升和轻型银行转型的深化，逐步减少对杠杆经营和规模驱动的业务模式的依赖，资金使用效率优化带动盈利能力增强。2021 年前三季度，公司的税前 RORAC 为 28.1%，较 2020 年大幅回升。

图 16：杜邦分析及 RORAC



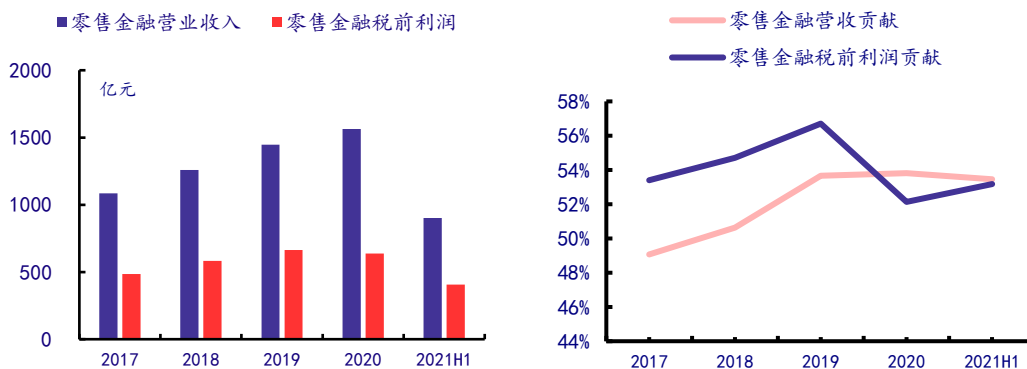
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

3. 零售金融盈利能力强劲，财富管理、信用卡、零售贷款等各项业务均保持同业领先

受益于一体两翼战略的支持，公司的零售金融业务已在客群、渠道、产品和品牌等多领域形成内生能力体系，收入和利润保持快速增长，盈利能力强劲。2021H1，公司零售业务累计实

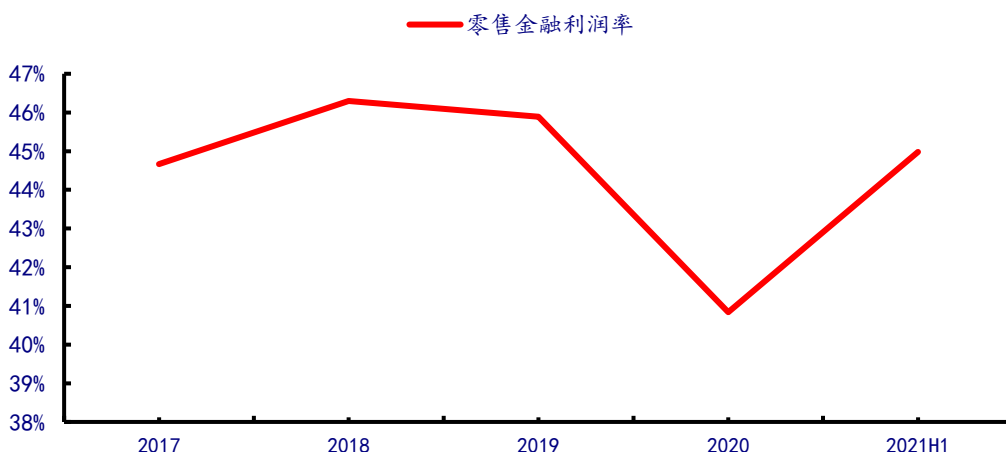
现营业收入和税后利润 902.13 亿元和 405.85 亿元，同比增长 14.51%和 19.87%，2015-2020 年 CAGR 为 11.08%和 11.73%，高速增长态势延续；零售板块对整体营收和利润的贡献分别达到 53.46%和 53.17%，利润率高达 44.98%。

图 17：零售金融业绩及贡献



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

图 18：零售金融利润率

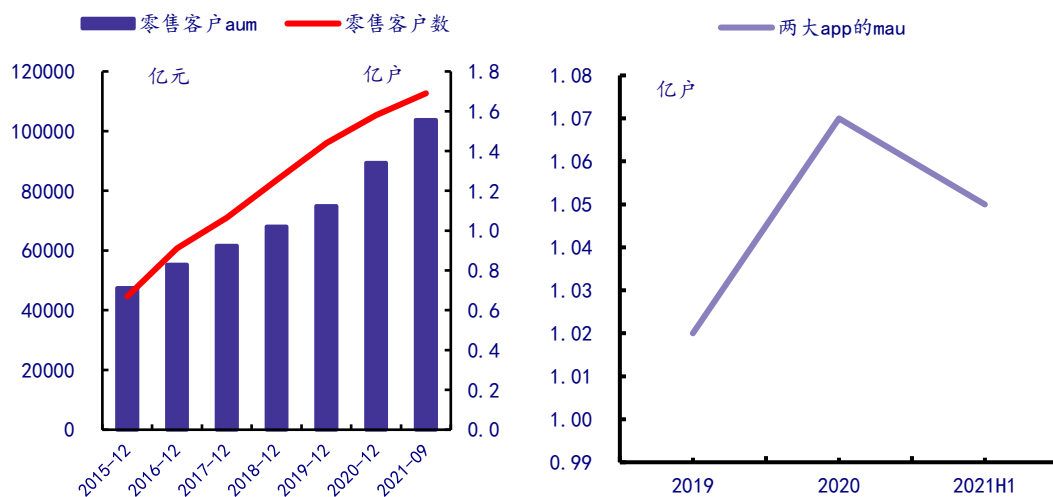


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

基于两大 APP 平台的数字化获客与经营发力，进一步拓展零售客群和 AUM 增长空间，巩固零售业务基础。客群增长方面，截至 2021 年 9 月末，招商银行的零售客户数量和 AUM 分别为 1.69 亿户和 10.37 万亿元，较年初分别增长 6.96%和 16.02%，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 18.74%和 13.49%；2020 年，基于招商银行 APP 和掌上生活 APP 的借记卡和信用卡数字化获客占比分别为 19.98%和 62.82%。与此同时，公司还通过聚焦重点客群 MGM、深化公司融合等方式强化获客，促进零售客户高质量增长。经营方面，公司不断迭代优化数字化经营体系，以 App 视角全新上线“用户成长体系”，引入各类满足客户实际需求的金融与泛金融权益，打通产品和渠道，让客户在“网点+App+场景生态”中享受更多公司提供的综合化服务。2021H1，招商银行 App 和掌上生活 App 的 MAU 为 1.05 亿户，19 个场景的 MAU 超过千万；66 家分行开通了城市专区，1734 个网点建立了线上店。截至 2021 年 6 月末，招商银行 App 理财投资客户数 1563.92 万户，同比增长 29.17%，占全行理财投资客户数的 94.84%；上半年理财投资销售

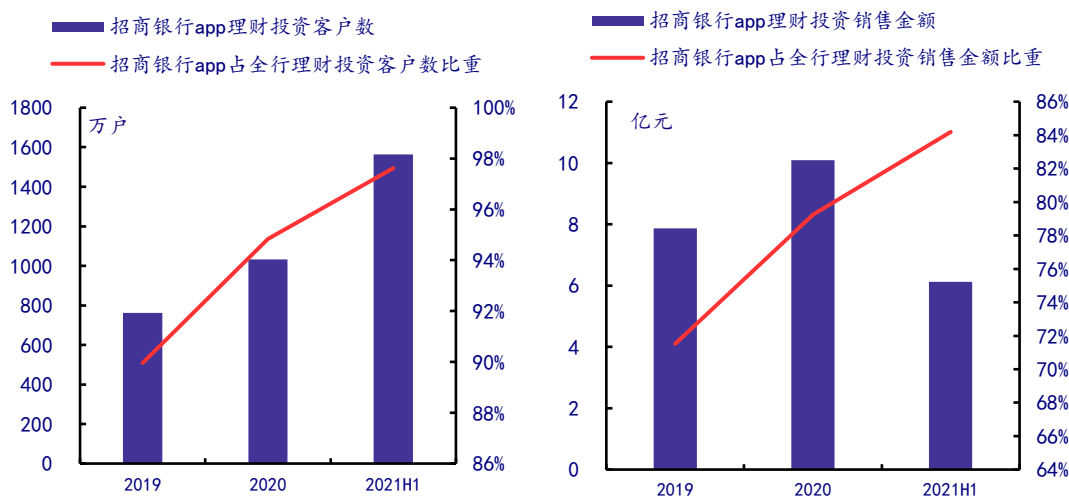
金额 6.12 万亿元，同比增长 26.85%，占全行理财投资销售金额的 84.19%。

图 19：零售金融客户数量、AUM 以及两大 APP 的 MAU



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

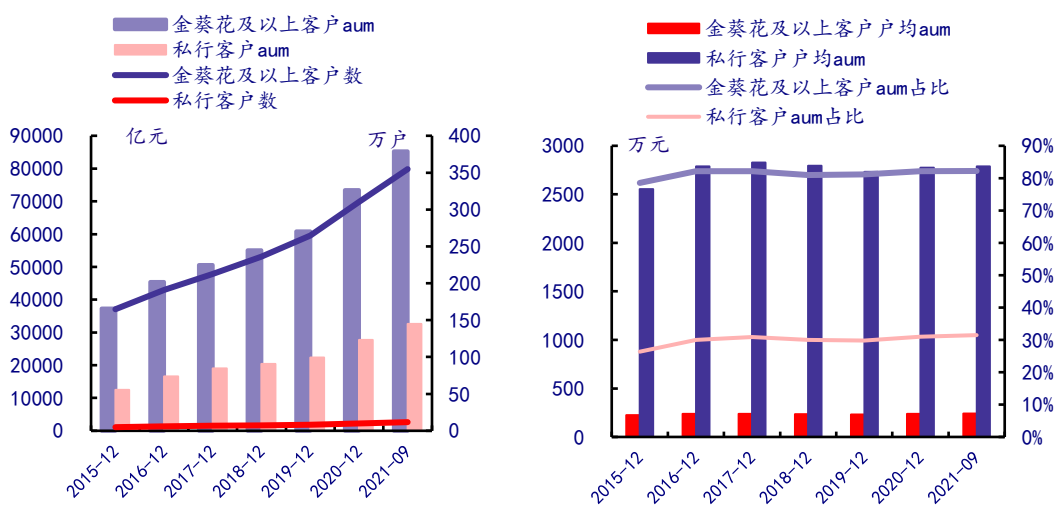
图 20：招商银行理财投资客户数与理财产品销售情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

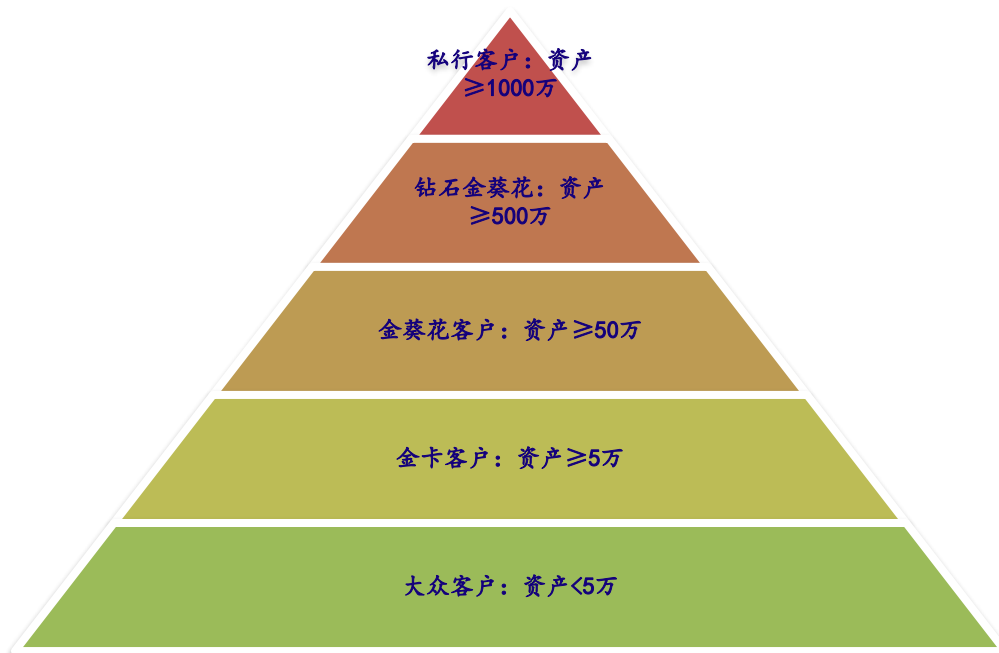
得益于完善的客户分层体系和综合化服务，公司的零售金融中高端客户 aum 贡献稳步增加。从客户分层来看，公司已经形成了大众客户—金葵花—钻石客群—私人银行多层次客户体系，并通过链式输送和外部拓展等多种形式提升中高端客户比重。截至 2021 年 9 月末，公司金葵花及以上客户数量和 aum 分别为 354.79 万户和 8.53 万亿元，较年初分别增长 14.38% 和 16.11%，2015-2020 年 5 年 CAGR 分别为 13.49% 和 14.52%，金葵花及以上客户 aum 占零售客户 aum 比重高达 82.21%，户均 aum 为 240.39 万元；私人银行客户数量和 aum 分别为 11.71 万户和 3.27 万亿元，较年初分别增长 17.14% 和 17.69%，2015-2020 年 5 年 CAGR 分别为 15.31% 和 17.25%，私人银行客户 aum 占零售客户 aum 比重为 31.48%，户均 aum 为 2788.45 万元。

图 21：零售金融客户结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

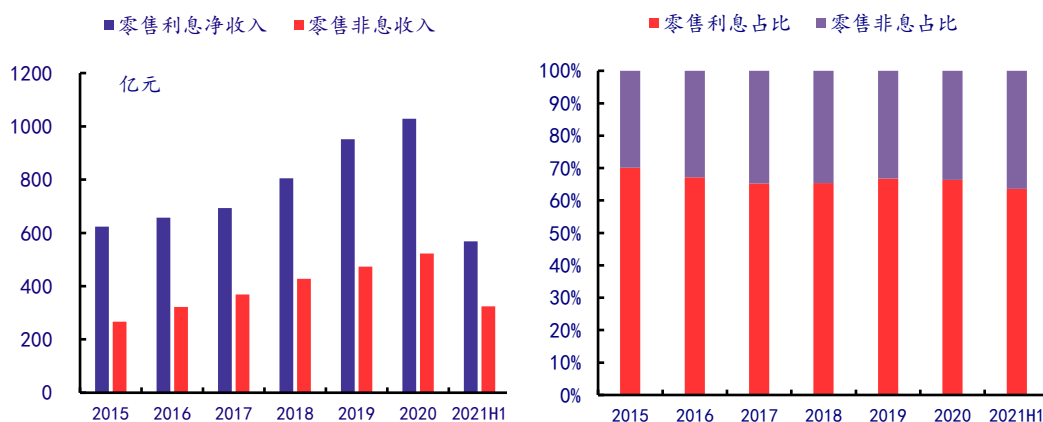
图 22：招商银行零售客户分层体系



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

客户数量和 AUM 的积累与精耕细作为公司的零售金融业务带来了靓丽的业绩表现。从业务结构上看，零售利息和非息收入均实现持续增长，零售贷款利息收入依旧是主要来源，财富管理和支付清算等非息收入比重也在不断提升，收入结构愈发多元化、轻型化。2021H1，公司的零售业务利息净收入为 567.74 亿元，同比增长 9.64%，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 10.51%，占零售金融营收比重为 63.62%；非息收入 324.72 亿元，同比增长 25.78%，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 14.42%，占零售金融营收比重为 36.38%。

图 23：零售业务利息净收入和非息收入情况

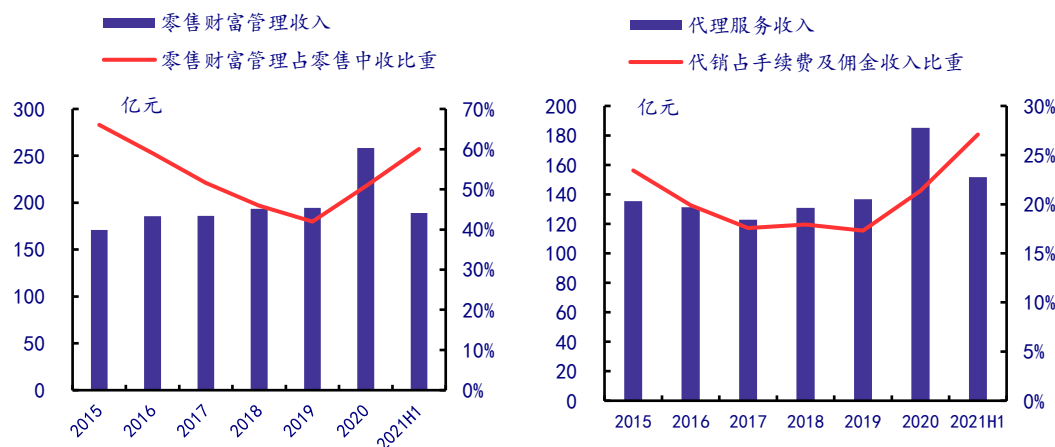


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

细分业务层面，财富管理发展迅猛，已成为零售金融中收增长的核心动力，同时信用卡和零售贷款规模亦维持同业领先水平，业务结构与资产质量进一步优化。具体来看：

以代销业务为核心的财富管理业绩持续释放。2021H1，公司财富管理手续费及佣金收入 188.93 亿元，同比增长 32.60%，远超 2015-2020 年 5 年 CAGR (8.63%)，对零售金融手续费及佣金收入的贡献达 60.01%；代理服务手续费及佣金收入 151.73 亿元，同比增长 40.36%，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 6.44%，占公司整体手续费及佣金收入比重为 27.09%。

图 24：零售金融财富管理及代销业务收入

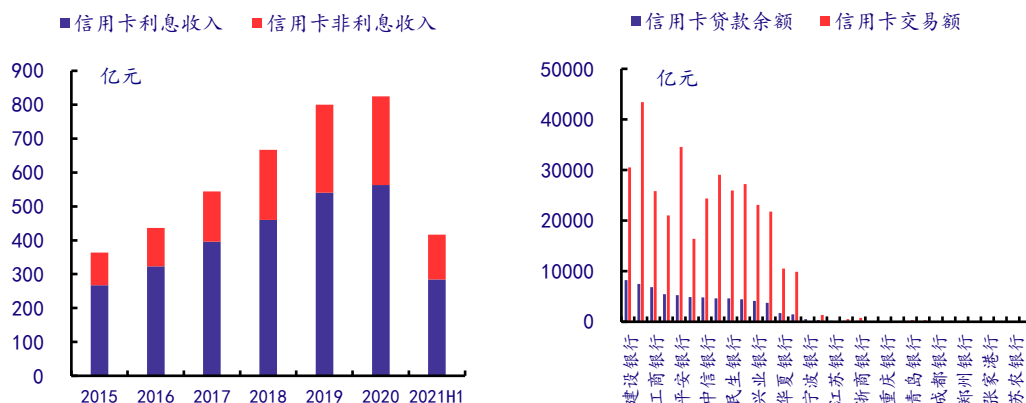


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

信用卡贷款与交易规模同业领先，不良风险逐步释放。2021H1，公司的信用卡业务利息净收入和非息收入分别为 284.25 亿元和 132.37 亿元，同比增长 0.17%和 5.09%，2015-2020 年 5 年 CAGR 分别为 16.08%和 22.22%，收入增速有所放缓，预计与居民消费偏弱有关，需求有待进一步释放；信用卡贷款余额和交易余额分别为 7466.06 亿元和 4.34 万亿元，业务体量同业领先。近年来，信用卡业务向“平稳、低波动”的经营模式转型，资产质量保持优异，共债风险减弱，不良率降至行业较低水平。截至 2021 年 6 月末，公司信用卡不良率为 1.58%，处于历

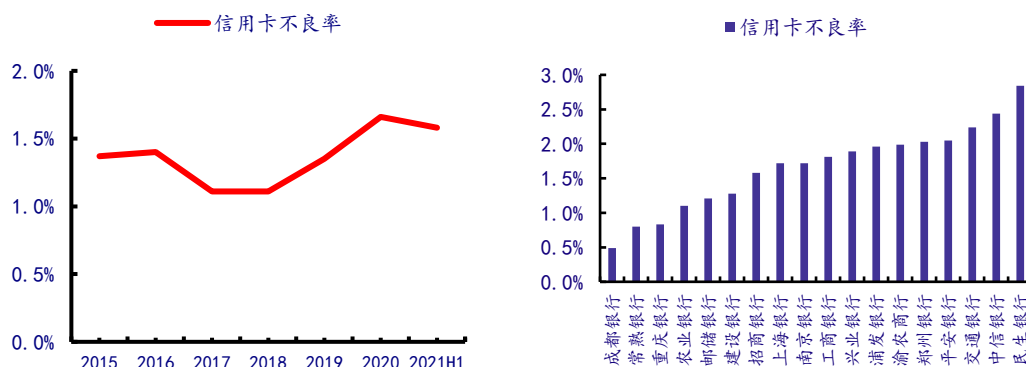
史和同业偏低水平。

图 25: 信用卡收入结构和贷款余额、交易额



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

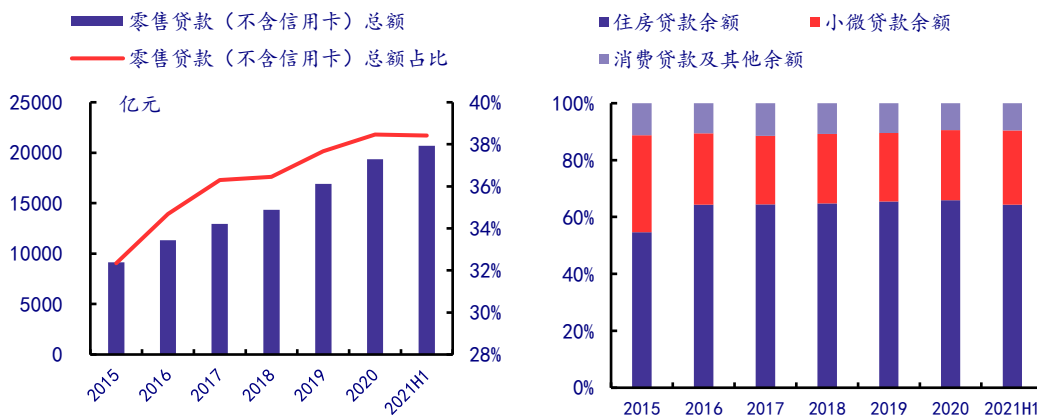
图 26: 信用卡业务不良率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

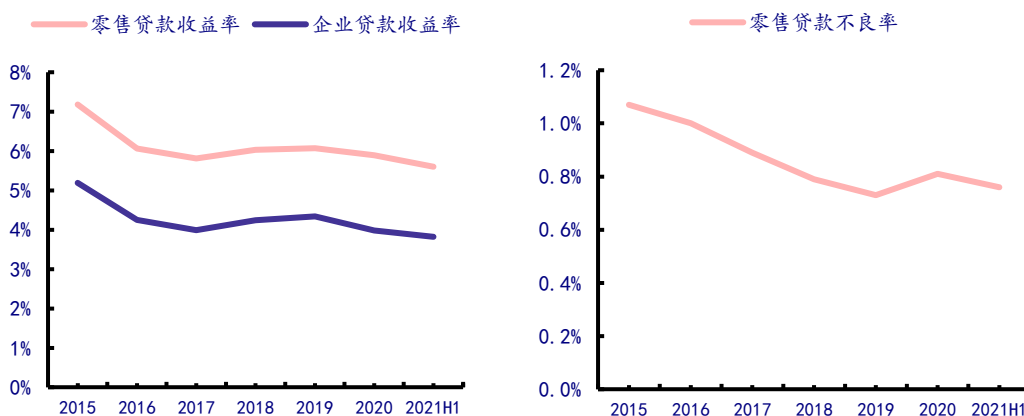
零售贷款中住房贷款增速和比重均有下降,小微贷增长动能强劲,且整体资产质量优异,有利于零售信贷业务稳健增长和定价提升。截至 2021 年 6 月末,公司的零售贷款(不含信用卡)规模 2.07 万亿元,同比增长 12.89%,占总贷款比重 38.42%,整体维持平稳;其中,住房贷款规模 1.33 万亿元,同比增长 10.8%,较 2015-2020 年 5 年 CAGR20.61%有所放缓,占零售贷款和总贷款比重为 64.31%和 24.71%,较年初下降 1.58 和 0.64 个百分点,依旧超越房地产贷款集中度管理红线,后续增长压力仍存;小微贷和消费贷及其他贷款规模分别为 5410.23 亿元和 1969.46 亿元,同比增长 21.17%和 6.5%,占零售贷款比重 26.16%和 9.52%,较年初提升 1.57 和 0.02 个百分点,有利于提振定价水平。2021H1,零售贷款平均收益率 5.6%,高于对公贷款收益率水平。其中,短期贷款平均收益率为 5.26%,优于长期贷款收益率(4.5%),主要受到短期贷款中的信用卡贷款及小微贷款收益率较高的影响。零售贷款资产质量保持稳定,不良率压降,抵质押比例较高,风险整体可控。截至 2021 年 6 月末,零售贷款不良率为 0.76%,较年初下降 0.05 个百分点,零售不良贷款中抵质押贷款占比高达 73.77%;小微贷款和消费贷款不良率分别为 0.51%和 1.16%,处于较低水平。

图 27: 零售贷款规模及结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 28: 零售贷款平均收益率与不良率

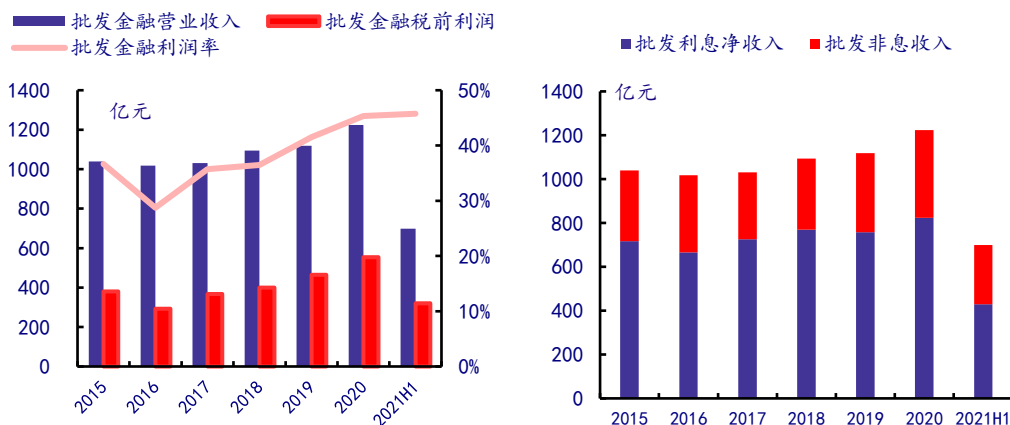


资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 批发金融“两翼”支撑零售端优势巩固，特色鲜明

公司的批发金融特色化明显，两翼持续发力。2021H1，公司批发金融业务营业收入和税前利润分别为 698.96 亿元和 319.79 亿元，同比增长 11.06%和 21.74%，2015-2020 年 5 年 CAGR 为 3.32%和 7.81%，利润率达 45.75%，已经持续超越零售金融业务条线；其中，利息净收入 429.62 亿元，同比增长 10.48%，占批发金融营收比重 61.47%，仍是主要收入来源；非息收入 269.34 亿元，同比增长 11.99%，占批发金融业务营收比重 38.22%，增速高于利息净收入且贡献度逐年提升，发展潜力巨大。

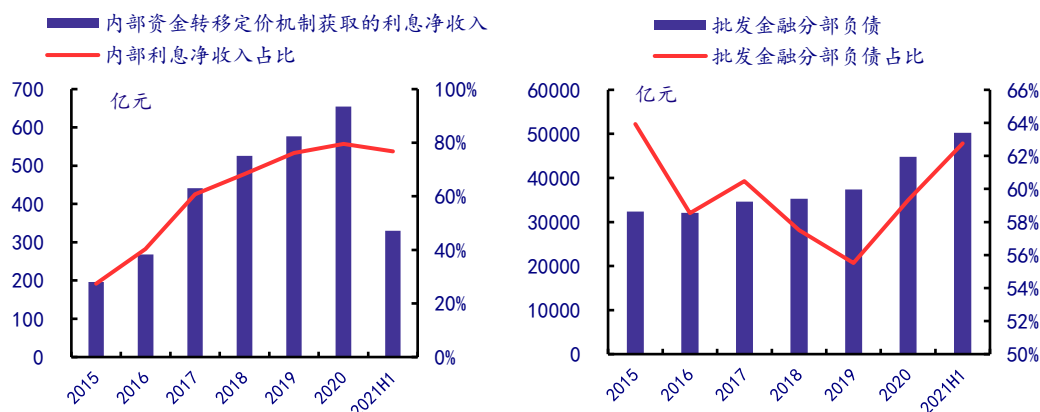
图 29：批发金融业务业绩和收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

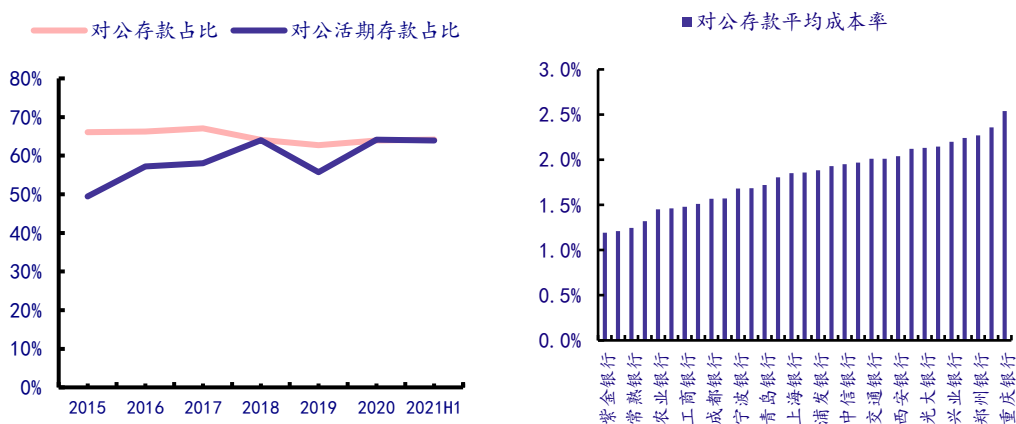
批发金融“两翼”能够通过沉淀存款形式为零售金融提供低成本负债支持，同时在获客、资产和产品等领域开展协同，进一步巩固零售金融核心优势。依据公司 2021 年半年报披露，批发金融业务收入中通过内部资金转移定价机制获取的利息净收入占比达 76.75%，分部负债占集团负债比重超过 6 成；截至 2021 年 6 月末，公司的对公存款占公司整体存款比重 64.14%，对公活期存款占对公存款比重 63.96%；平均存款成本率 1.57%。与此同时，公司采取公私融合形式与零售金融开展高效协同，通过代发工资、商务卡和养老金等系列服务帮助零售金融条线获客。资产与产品层面，公司的理财业务规模稳步提升，协同投资银行和托管业务，持续为零售财富管理业务提供优质的产品和基础资产来源，实现大财富管理—资产管理—投资银行价值链的有效传导。截至 2021 年 9 月末，招银理财管理的理财产品余额 2.79 万亿元，较上年末增长 13.88%，其中，新产品余额 2.41 万亿元，占理财产品余额的 86.38%，6 月末的托管余额达 18.23 万亿元，投资品种覆盖国内主要货币市场工具、债券、股票、股权、非标、大宗商品及衍生品等，有利于满足客户多元化的资产配置需求，为零售 AUM 增长发挥基石作用。

图 30：批发金融内部利息净收入和负债情况



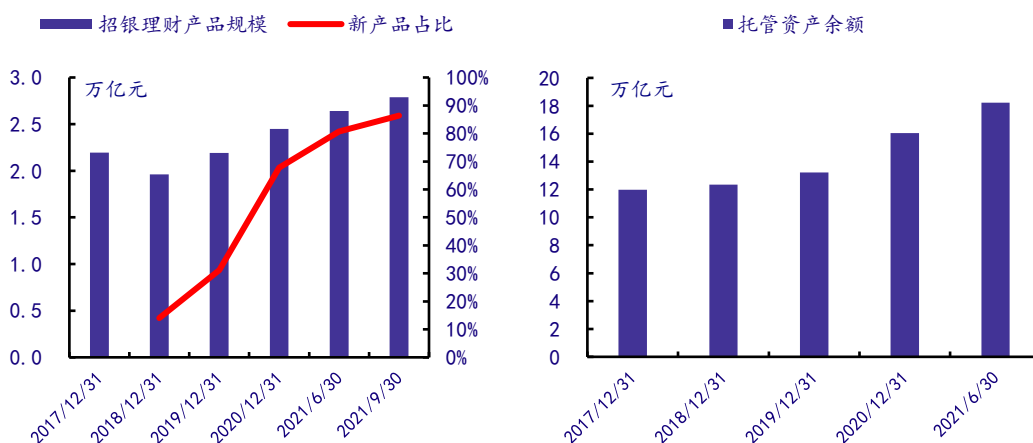
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 31：公司客户存款结构与成本率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

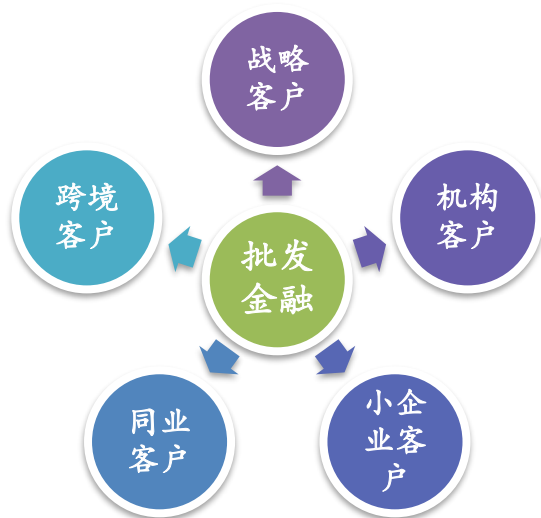
图 32：招银理财产品规模、新产品占比及招行托管资产余额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

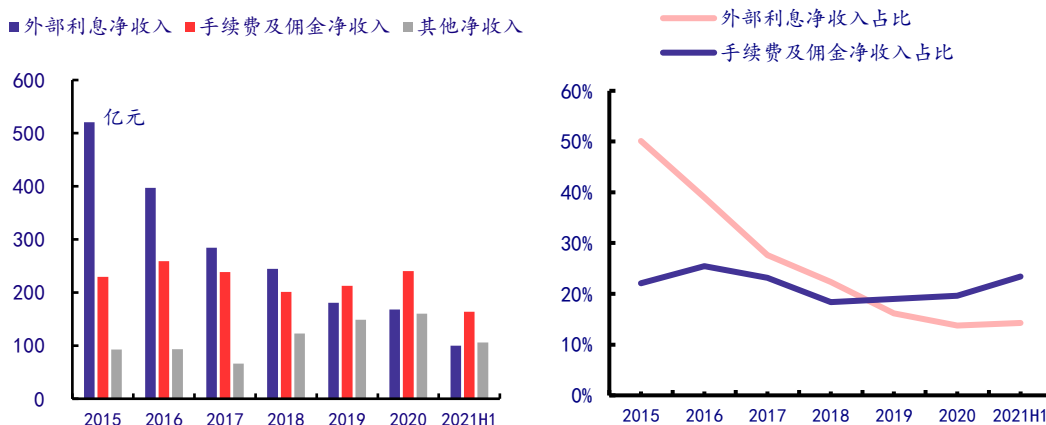
除了支持零售业务发展，公司批发金融业务本身特色鲜明，内生增长动力增强。在原有公司金融和同业金融“两翼”的基础上，批发金融业务进一步在投资银行、交易银行、资产托管、资产管理、票据、金融市场等战略性业务方面培育新动能，结合客户分层分类经营管理体系，为客户开展定制化、综合化金融服务，带动了相关业务收入的增加和营收贡献度的提升。2021H1，公司批发金融业务的外部利息净收入和手续费及佣金净收入分别为 99.89 亿元和 163.5 亿元，同比增长 14.02%和 20.42%，增速均创 2016 年以来新高且优于内部利息净收入表现；两项收入对批发金融分部营收的贡献度分别为 14.29%和 23.39%，较 2020 年实现回升。

图 33：批发金融业务客户分类



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

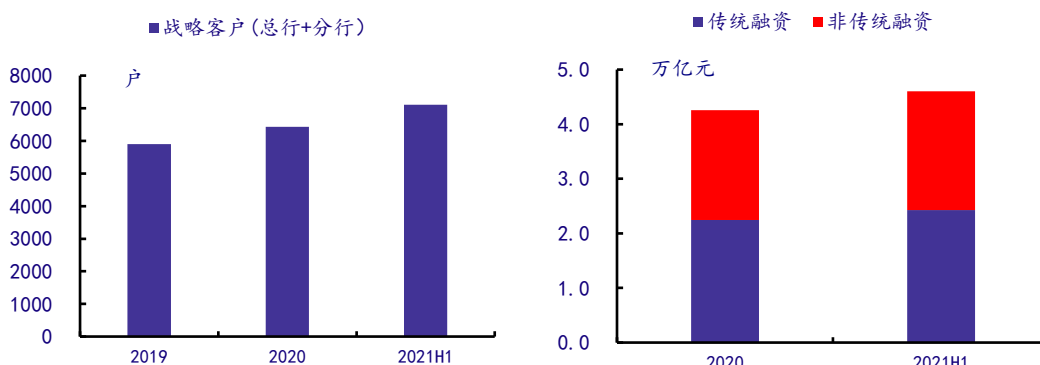
图 34：批发金融外部利息净收入和手续费及佣金净收入及贡献



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司在批发金融领域重点聚焦核心客户开展投商行一体化服务，深耕存量，同时借助资金链延伸至整个生态圈，多方位增厚收入空间。投商行一体化层面，公司聚焦战略客户，在传统信贷支持的基础上，通过股权直投、理财资金出资、自营投资、票据融资、债券承销等方式，满足公司客户全方位、多层次的金融需求，实现客户融资总量的快速增长。2021H1，公司战略客户数量达 7111 户，公司主要为客户融资总量 FPA 达 4.6 万亿元。其中，传统融资和非传统融资余额分别为 2.43 万亿元和 2.17 万亿元。与此同时，公司将供应链业务的“全国做一家”模式升级为“全国服务一家”模式，聚焦核心企业上下游融资需求，提供涵盖保理、信用证、票据等多样化的供应链金融服务，解决产业链上中小企业融资难、融资贵的问题。2020 年末公司供应链服务 80 家核心企业，拓展 5120 家供应商，并为其中 4000 家供应商提供了融资支持，2020H1 核心客户及其上下游供应链客户同比分别增长 98.22%和 150.36%。

图 35: 战略客户数量与 FPA 情况



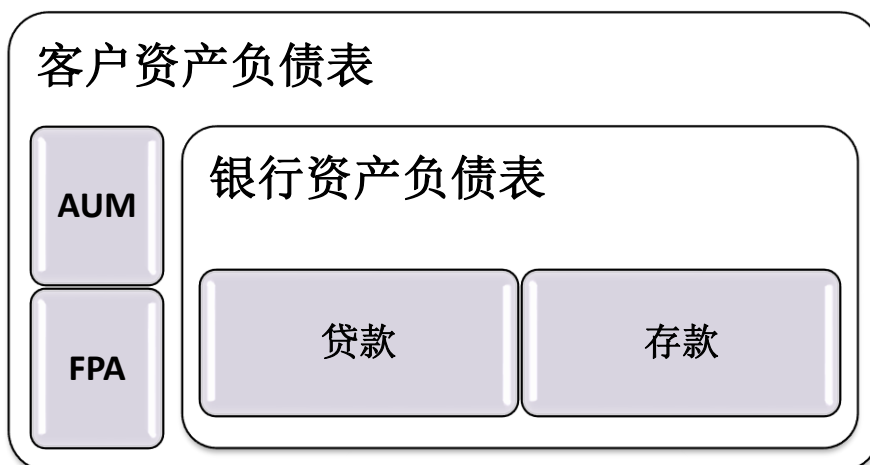
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(四) 大财富管理体系+金融科技打开新的成长空间

1. 大财富管理体系建设轮廓初显, 代销与私人银行业务优势突出

大财富管理体系作为公司的工作主线和战略支点, 成为探索盈利模式变革、推动 AUM 和财富管理手续费及佣金收入增长的核心路径。依据招商银行 2020 年年报, 公司提出要将打造大财富管理体系作为工作主线。结合官网信息披露, 大财富管理体系可以解读为以客户为中心, 深耕客户资产负债表, 借助开放思维和平台, 整合公司内外部资源提供一站式金融服务, 让客户资金和资产在招行的平台上对接、流动、留存, 形成资金供给、资金管理、资金融通相互作用的生态圈, 强化“飞轮效应”, 更好地为客户创造价值。

图 36: 招商银行的大财富管理体系



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

立足零售金融领域长期优势以及“一体两翼”战略的持续深化, 公司在构建大财富管理体系层面已具备深厚基础, 轮廓初显。公司目前的在财富管理体系建设方面的成果主要体现在拓展“大客群”、搭建“大平台”(即打造经营朋友圈)、构建“大生态”(即使各板块良性循环起来)等三个维度, 旨在从卖方服务向买方服务转型, 做全市场的产品采购专家和资产配置

专家。

图 37: 招商银行的大财富管理体系

拓展“大客群”，大财富管理基础进一步夯实

- 聚焦优质重点客群强化获客，并通过深化公私融合，加大高质量代发拓展、探索打造公私融合“两栖”战队等方式，不断拓宽优质客户来源；
- 客户经营从单一资产分层向客群分类扩展，在年长客群、亲子客群等细分客群领域探索建立专属服务方案。经营模式从客户经理管户为主向“管户+流量”双模式并进升级；
- 借助App、网络经营服务中心等线上轻经营渠道，综合运用智能化、集约化的经营手段，将财富管理服务范围扩展至亿级的长尾客群。

搭建“大平台”，携手合作伙伴打造经营朋友圈

- 连接市场多边参与角色，发挥“更广客户、更多产品、更优服务”的网络效应。搭建开放的产品平台和运营平台；
- 启动“招阳计划”，搭建潜力基金经理成长平台，孵化并锁定优秀的基金管理人；
- 55家合作伙伴入驻“招财号”开放平台，开启直接服务客户的探索。促进月活跃用户(MAU)与AUM的有机结合，更多客户在招行平台上享受到财富管理服务。

构建“大生态”，形成业务飞轮效应

- 围绕大财富管理价值循环链，各单元逐步找到各自的价值定位；
- 批发、零售客户转化日益默契，两大条线在代发业务拓展和私人银行客群拓展上的合作更加紧密；
- 优质资产组织为大财富管理提供产品支撑，投商行一体化服务模式放大了资产组织的宽度和广度；
- 托管业务充分发挥在“财富管理 - 资产管理 - 投资银行”价值链上的生态价值；
- 各子公司结合差异化优势，主动融入大财富管理体系，体现了多牌照服务的优势。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从经营成果来看，招商银行不仅在代销领域优势明显，私人银行业务的体量也保持龙头地位，促进了公司零售业务盈利水平提升和轻资本收入的增加，为招商银行拓宽业务发展空间、降低业绩周期性提供强有力的支撑。截至 2021 年 9 月末，公司的股票+混合公募基金保有规模为 7307 亿元，行业排名第一，非货币市场公募基金保有规模 7810 亿元，行业排名第二。此外，依据中银协发布的《中国私人银行发展报告(2020)暨中国财富管理行业风险管理白皮书》，2019 年招商银行的私行客户数、AUM 和人均 AUM 均位列市场第 1。

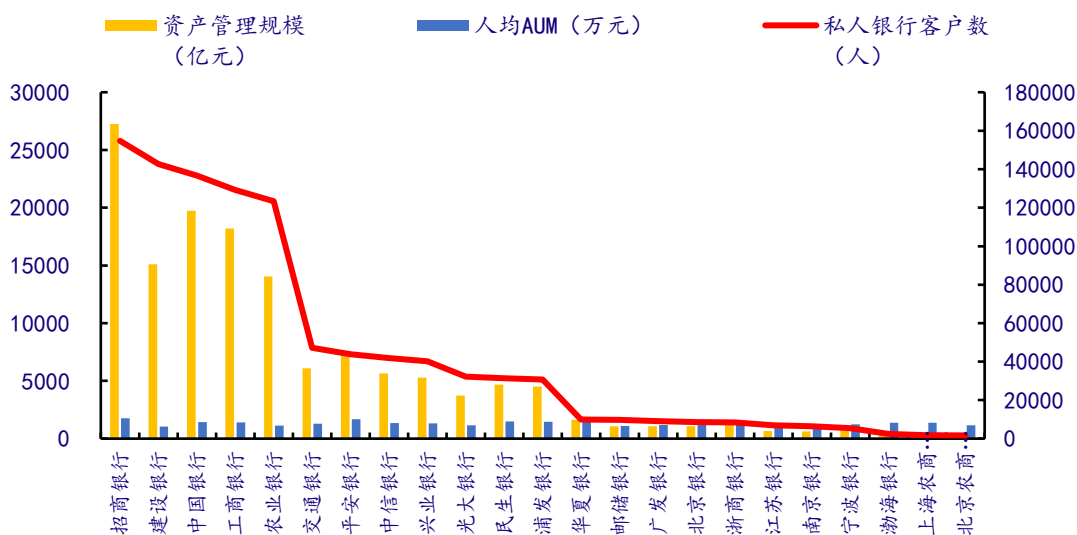
表 3: 2021Q3 公募基金保有规模

	股票+混合公募基金保有规模(亿元)	非货币市场公募基金保有规模(亿元)
招商银行	7307	7810
蚂蚁基金	6810	11954
工商银行	5207	5667
天天基金	4841	5783
建设银行	3948	4313
中国银行	3270	4860
交通银行	2651	2840
农业银行	2162	2220
浦发银行	1690	1736
民生银行	1648	1701
兴业银行	1407	1523
中信银行	1210	1402

平安银行	1176	1425
中信证券	1095	1135
光大银行	998	1115
邮储银行	912	1147
腾安基金	883	1604
华泰证券	823	910
广发证券	736	830
宁波银行	599	727

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 38：私人银行业务规模与增速排名



资料来源：中银协，《中国私人银行发展报告（2020）暨中国财富管理行业风险管理白皮书》，中国银河证券研究院整理

2.金融科技银行定位助力轻型银行战略深化，投入加大、成效显著

招商银行于 2017 年明确金融科技银行定位，作为“轻型银行”战略的深化。公司旨在通过对标金融科技企业，在理念和方法上作出根本性转变，推动自身经营模式的转型，让金融科技成为战略转型下半场的“核动力”。依据 2017 年年报信息披露，公司的金融科技转型涉及金融科技基础能力、零售金融、批发金融和客户体验四个方面，重点围绕“提升客户体验”这条主线，实现动能转换，借助科技的力量寻求效率、成本、风险的最佳平衡，把轻管理、轻运营做到极致，真正实现“轻型银行”。

图 39：招商银行金融科技银行布局

推动全行金融科技基础能力提升

- 在基础设施方面，提升 IT 基础能力，在移动技术、云计算、大数据、人工智能、网络安全、区块链等领域加大投入。
- 在业务敏捷发展方面，建立 IT 双模研发体系，引入项目制形成全新形态的科技与业务的融合机制，提升业务敏捷能力和组织对于客户需求的响应速度和服务的持续迭代改进能力。
- 在创新孵化平台方面，在内部建立金融科技创新孵化平台。在外部引进金融科技资源，通过与科技企业、高校建立联合实验室，或通过金融科技创新项目基金引进外部资源。

零售金融全面推进业务的“网络化、数据化、智能化”

- 实施“移动优先”策略。
- 构建营销智能化引擎，支持客户流量的数字化经营。
- 打造风控智能化引擎，实现风控全流程的数字化决策能力。

批发金融加快中后台的自动化、智能化转型

- 利用金融科技提升业务后台流程的自动化水平。
- 利用大数据和人工智能提升业务管理的智能化水平。

塑造“端到端”客户旅程提升客户体验

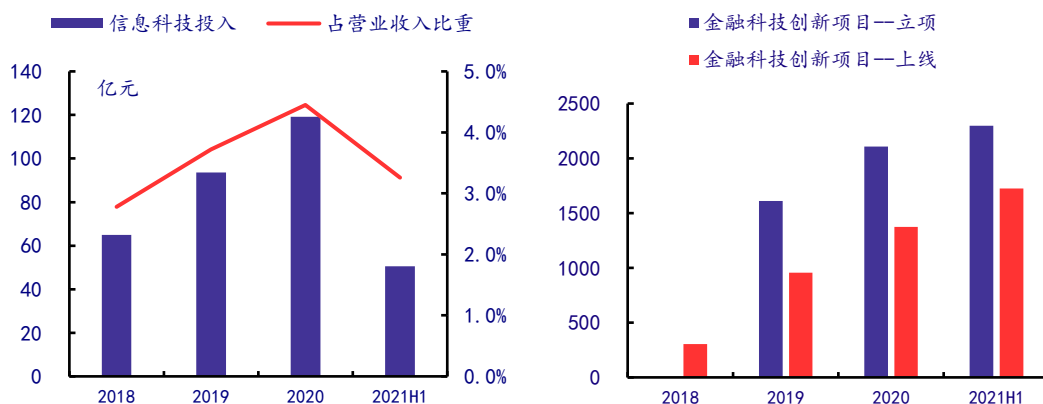
- 在客户服务接触层，以客户需求和体验为出发点，利用线上平台和线下实体网点实现 O2O 场景服务，同时运用自然语言处理和深度学习技术，打造机器人服务平台。
- 在客户服务支撑层，利用大数据和人工智能技术，打造更加高效、智能的服务支撑体系，承接前台的服务流程，包括“人+机器”智能化投资模型和一站式授信自助办理。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

招商银行的金融科技投入力度持续增强，成效逐步显现，体现在数字化经营、获客和 aum 增长、降本增效和优化客户体验等多个领域。具体来看：

(1) 资金和人才投入持续加大，金融科技创新项目成果显著，为数字化转型和金融科技银行打造保驾护航。资金层面，信息科技投入占营业收入处于较高水平。2021H1，招商银行的信息科技投入金额为 50.55 亿元，占营业收入比重 3.26%，依据公司章程全年投入占营业收入比重会超过 3.5%；人才层面，重点引进银行无法内生的、短期内无法培养的高端、稀缺或跨界人才，同时建立金融科技人才内生培养体系，使业务人员具有数字化思维，能够以数据驱动产品创新与运营，2021H1 研发人员达 9279 人；技术创新层面，截至 2021 年 6 月末，全行累计立项金融科技创新项目 2298 个，累计上线项目 1724 个，金融科技创新项目基金已成为全行新模式的孵化器、推进器，聚焦 C 端生态建设、B 端生态建设、数字化经营、数字化管理、科技基础设施、创新孵化等六大方向。

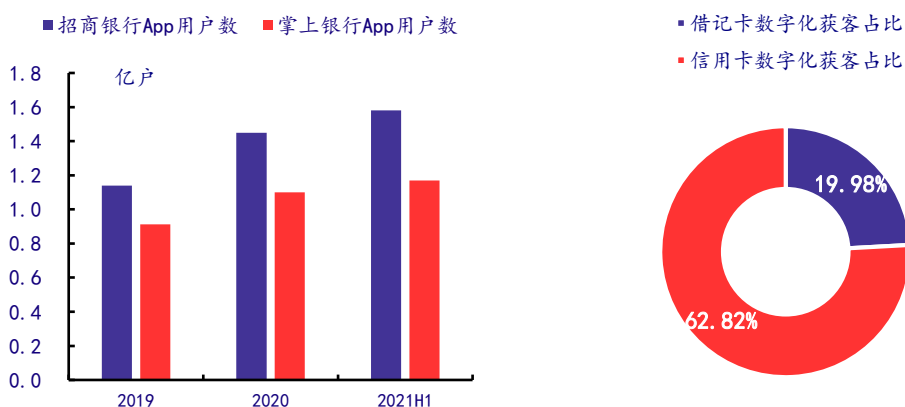
图 40: 招商银行金融科技资金投入和金融科技创新项目成果



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(2) 线上化经营成效突出, 尤其是在获客和场景建设方面。截至 2021 年 6 月末, 招商银行 App 和掌上生活 App 的用户数分别为 1.58 和 1.17 亿户, 累计 MAU 达 1.05 亿户, 2020 年全年借记卡和信用卡数字化获客占比 19.98%和 62.82%。此外, 两大 App 持续深耕金融场景与泛金融场景, 聚焦产品升级, 强化用户与场景连接。2021H1 招商银行 App 和掌上生活 App 中 19 个场景的 MAU 超过千万, 2020 年上半年招商银行 App 金融场景使用率和非金融场景使用率分别达 85.11%和 58.52%, 掌上生活 App 金融场景使用率和非金融场景使用率分别达 76.74%和 72.70%, 高频率泛金融生活场景的拓展带来了更高的数字化获客水平和用户增长空间, 也为优化客户体验、增强客户黏性提供有效路径。

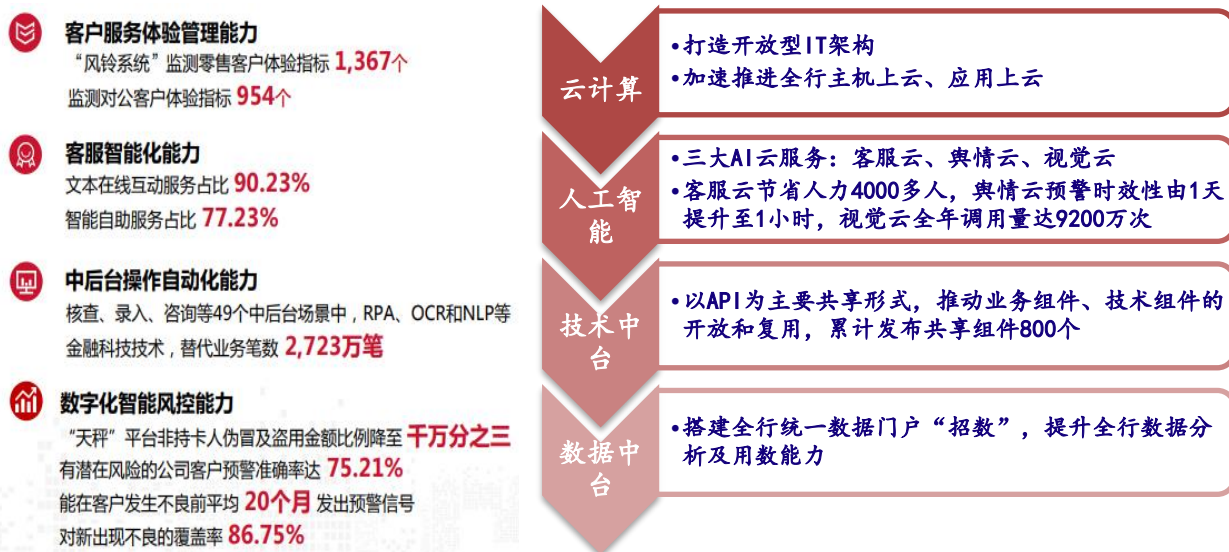
图 41: 招商银行 App 和掌上生活 App 用户数与数字化获客占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

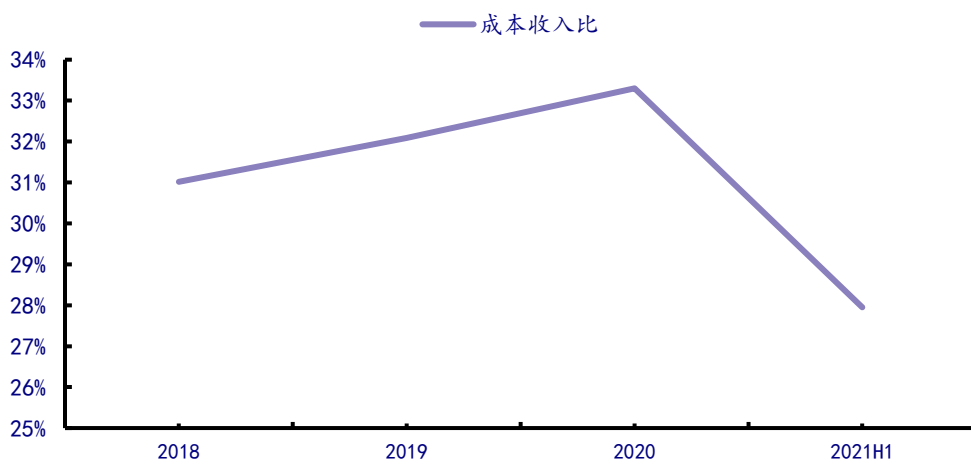
(3) 重视数字化管理和基础设施打造, 全方位支持核心业务开展。招商银行已经在客户体验领域打造“风铃系统”并设置监测指标, 同时强化客服智能化、中后台操作自动化和数字化智能风控水平, 促进数字化管理能力和效率全面提升。此外, 公司在云计算、人工智能、技术中台和数据中台等层面构建面向未来的基础设施能力。数字化管理和基础设施能力强化有利于公司的费用成本管控效率提升。2021H1, 公司的成本收入比为 27.95%, 降至 30%以下。

图 42：招商银行数字化管理与基础设施



资料来源：招商银行官网，2020 年全年业绩投资者推介会材料，中国银河证券研究院整理

图 43：招商银行成本收入比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

三、估值溢价延续，未来仍有提升空间

综合我们对招商银行的 3 年盈利预测、后续假设以及相对估值与绝对估值方法测算，给予公司合理估值区间为 2.36-2.59 倍 PB，相比于当前 1.74 倍 PB 有 35.63%-48.85%的提升空间。核心的催化因素包括宏观经济修复、大财富管理体系建设成效加速兑现以及业绩释放。

(一) 盈利预测

关键假设如下：

1. 存贷款业务：受益政策加码托底宏观经济、助力信贷稳增长的影响，叠加公司通过留存利润、永续债等形式补充资本，公司生息资产预计维持稳健增长；LPR 重定价效应

弱于 2019-2020 年，叠加负债端结构和成本优化、招行活期存款占比较高、优势显著，净息差会有下行但幅度有限。

2. 非息业务：考虑到财富管理业务的快速发展，中间业务延续高增，持续增厚非息收入空间。
3. 成本：中长期来看成本收入比会延续改善态势，同时拨备处于较高水平，考虑到资管新规过渡期结束以及招商银行多配置低风险优质资产，信用成本预计维持较低水平，减值计提力度偏弱。

表 4：核心指标假设

(亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
生息资产平均余额	66897.29	74426.11	82054.78	90260.26	99331.42
生息资产增速	7.12%	11.25%	10.25%	10.00%	10.05%
净息差	2.59%	2.49%	2.45%	2.44%	2.43%
中间业务收入增速	7.54%	11.18%	20.00%	21.00%	22.00%
投资收益+公允价值变动损益增速	17.69%	8.34%	20.00%	16.00%	18.00%
成本收入比	32.09%	33.30%	31.50%	31.25%	31.00%
减值损失增速	0.53%	6.32%	7.00%	6.85%	6.60%

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

依据上述假设，我们测算 2021-2023 年公司营收分别为 3274.2、3705.12、4219.28 亿元，同比增长 12.72%、13.16%和 13.88%；归母净利润分别为 1183.86、1380.91、1623.31 亿元，同比增长 21.62%、16.64%、17.55%；ROAE 为 16.79%、17.12%和 17.81%。

表 5：盈利预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2697.03	2904.82	3274.20	3705.12	4219.28
yoy	8.51%	7.70%	12.72%	13.16%	13.88%
归母净利润	928.67	973.42	1183.86	1380.91	1623.31
yoy	15.28%	4.82%	21.62%	16.64%	17.55%
ROAE*	16.84%	15.73%	16.79%	17.12%	17.81%

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

备注：ROAE*中剔除了优先股和永续债的影响。

（一）公司估值

1.PB 估值溢价明显，对标海外大行仍有提升空间

我们从全国性经营的国有大行和股份制银行中选取零售业务占比在 40%以上且逾期率(由于不良确认口径不同，我们用逾期率代替不良率衡量资产质量)和拨备覆盖率均大于样本均值的上市银行进行对比，发现招商银行的 PB 估值远超可比银行。截至 12 月 30 日，招商银行的 PB 为 1.74 倍，可比银行邮储银行、建设银行、农业银行和兴业银行的 PB 在 0.51-0.76 倍之间，差距明显，预计主要受到 ROAE 水平差异的影响。2021 年前三季度，招商银行的年化 ROAE 为 18.11%，远超可比银行。

表 6：国内可比上市银行相关指标与估值

代码	证券简称	PB	ROAE	零售贷款占比	中收占比	息差	不良率	逾期率	拨备覆盖率
600036.SH	招商银行	1.74	18.11%	53.22%	30.12%	2.48%	0.93%	1.02%	443.14%
601658.SH	邮储银行	0.76	13.68%	57.46%	7.07%	2.37%	0.82%	0.89%	422.70%
601166.SH	兴业银行	0.68	14.73%	42.30%	20.63%	1.80%	1.12%	1.43%	263.06%
601939.SH	建设银行	0.61	13.15%	42.14%	15.47%	2.12%	1.51%	1.08%	228.55%
601288.SH	农业银行	0.51	12.17%	41.03%	12.02%	2.86%	1.48%	1.10%	288.04%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

在当前国内银行难以提供合理估值范围的情况下，我们选取摩根大通、富国银行、花旗集团、汇丰控股和恒生银行作为可比公司，该类银行的零售业务占比均在 40% 上下波动。通过追踪 2000 年以来 ROAE、PB 及相关财务指标，寻找盈利水平与招商银行相近的历史时期以确定合理估值区间，同时借助 PB-ROE 模型进行验证。依据 Bloomberg 披露的可比公司数据，招商银行 2021 年 PB 参考区间为 **[1.66, 3.64]** 倍，PB-ROE 模型测算的 2021 年招商银行 PB 为 **2.36** 倍。由此可见，招商银行 1.70 倍的估值水平相比于海外大行仍有一定的提升空间。

表 7：境外可比公司财务指标与估值

代码	证券简称	报告期	ROAE (%)	PB
WFC US	富国银行	12/31/2000	16.09	3.64
5 HK	汇丰控股	12/31/2000	17.08	2.99
C US	花旗集团	12/31/2004	16.56	2.31
11 HK	恒生银行	12/31/2018	16.13	2.17
JPM US	摩根大通	12/31/2003	15.43	1.66

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

2.DDM 显示 PB 为 2.59 倍，处于相对估值参考区间范围内

我们立足盈利预测和现金分红数据，使用 DDM 三阶段对招商银行进行绝对估值。假设 2021-2023 年为详细预测期，2024-2033 年为过渡增长期，后续为永续增长期。依据 2021-2023 年盈利预测，测算详细预测期 ROAE 为 17.24%，同时依托净息差、生息资产、总资产、贷款、信用成本、非息收入占比、成本收入比以及有效税率等各类假设，测算过渡期和永续增长期的 ROAE 分别为 16.38% 和 16.11%。考虑到银行资金类业务占比高、现金流与盈利状况差距较大，我们用每股股利作为现金流，结合当前 10 年期国债收益率和 2019-2021 年招商银行与沪深 300 指数表现得出风险溢价并计算权益成本作为折现率，最终测算招商银行 **每股估值为 74.55 元**，对应 **2021-2023 年 PB 为 2.59/2.28/2 倍**，处于相对估值参考区间内。

表 8：招商银行估值表

	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	4.69	5.48	6.44
BVPS(元)	28.84	32.68	37.24
PE	15.9	13.6	11.6
PB	2.59	2.28	2.00

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、投资建议

公司坚持“一体两翼”，持续推动业务模式变革创新，零售金融护城河稳固，批发金融价值显现，各项业务保持同业领先，龙头价值凸显。轻型银行转型成效释放，杠杆依赖减弱，资金使用效率优化，有助公司应对信贷增速放缓和定价下行压力，降低经营周期性，提升盈利质量。大财富管理体系定位确立，金融科技布局纵深推进，为公司中长期业务成长打开空间。我们看好公司未来发展，给予“推荐”评级，预测 2021-2023 年 BVPS 为 28.84/32.68/37.24 元，对应当前股价 PB 为 1.68/1.48/1.3 倍，低于合理估值区间，后续仍有提升空间。

五、风险提示

经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 上市银行整体业绩表现	3
图 2: 上市银行各项业务收入与减值损失	3
图 3: 2021 年前三季度上市银行营收与净利增速排名	4
图 4: 上市银行中间业务收入情况及排名	5
图 5: 部分上市银行财富管理收入及零售业务利润率	6
图 6: 银行业金融科技投入金额与上市银行金融科技投入占比	7
图 7: 牌照与业务范围	8
图 8: 招商银行发展历程	9
图 9: 招商银行的股权结构	9
图 10: 董事会领导下的行长负责制	10
图 11: 营收、净利表现与资产负债情况	10
图 12: 年化 ROAA 与 ROAE 水平及与行业对比	11
图 13: 成本定价与收入结构	11
图 14: 不良率、关注率与拨备覆盖率	11
图 15: 核心一级资本充足率及资本结构	12
图 16: 杜邦分析及 RORAC	12
图 17: 零售金融业绩及贡献	13
图 18: 零售金融利润率	13
图 19: 零售金融客户数量、AUM 以及两大 APP 的 MAU	14
图 20: 招商银行理财投资客户数与理财产品销售情况	14
图 21: 零售金融客户结构	15
图 22: 招商银行零售客户分层体系	15
图 23: 零售业务利息净收入和非息收入情况	16
图 24: 零售金融财富管理及代销业务收入	16
图 25: 信用卡收入结构和贷款余额、交易额	17
图 26: 信用卡业务不良率	17
图 27: 零售贷款规模及结构	18
图 28: 零售贷款平均收益率与不良率	18
图 29: 批发金融业务业绩和收入结构	19
图 30: 批发金融内部利息净收入和负债情况	19
图 31: 公司客户存款结构与成本率	20
图 32: 招银理财产品规模、新产品占比及招行托管资产余额	20
图 33: 批发金融业务客户分类	21
图 34: 批发金融外部利息净收入和手续费及佣金净收入及贡献	21
图 35: 战略客户数量与 FPA 情况	22
图 36: 招商银行的大财富管理体系	22
图 37: 招商银行的大财富管理体系	23
图 38: 私人银行业务规模与增速排名	24
图 39: 招商银行金融科技银行布局	25

图 40: 招商银行金融科技资金投入和金融科技项目成果	26
图 41: 招商银行 App 和掌上生活 App 用户数与数字化获客占比	26
图 42: 招商银行数字化管理与基础设施	27
图 43: 招商银行成本收入比	27

表格目录

表 1: 上市银行各项收入和成本对利润的影响	4
表 2: 部分上市银行的财富管理布局	5
表 3: 2021Q3 公募基金保有规模	23
表 4: 核心指标假设	28
表 5: 盈利预测表	28
表 6: 国内可比上市银行相关指标与估值	29
表 7: 境外可比公司财务指标与估值	29
表 8: 招商银行估值表	29

分析师简介及承诺

张一纬：银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业5年。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn