

事件: 4月26日, 招商银行发布 23Q1 财报。23Q1 实现营收 906.4 亿元, YoY-1.5%; 归母净利润 388.4 亿元, YoY+7.8%; 不良率 0.95%、拨备覆盖率 448%。

➤ **营收阶段性承压, 归母净利润较稳。** 23Q1 营收同比小幅下行, 主要受到息差收窄、财富中收不振拖累; 资产质量向好, 支撑拨备适度释放以反哺利润, 23Q1 信用减值损失同比-23.7%。

营收分项来看, 息差下行对净利息收入影响较大, 23Q1 净利息收入同比+1.7%, 增速较 22 年-5.3pct。23Q1 中收同比-12.6%, 22Q4 债市波动对居民投资意愿影响尚有余韵, 财富管理、托管类中收均同比负增长。其他非息收入与 22Q4 相比已实现较好恢复, 23Q1 其他非息收入同比+14.9%, 环比 22Q4 单季+90.7%。

➤ **对公靠前发力, 信贷投放提速。** 规模方面, 资产端, 23Q1 总资产、贷款总额同比+11.6%、+10.0%, 增速分别较 22 年末+2.0pct、+1.4pct。把握复苏机遇, 信贷投放开门红, 23Q1 新增信贷投放 2845 亿元, 较去年同期多增 964 亿元。结构上来看, 对公信贷先行, 增量信贷中对公 (不含贴现) 占比达 62%。

负债端, 23Q1 存款同比+16.3%, 结构上来看, 存款定期化有所延续, 23Q1 活期存款日均余额占比 60.1%, 较 22 年-1.5pct。

定价方面, 23Q1 净息差 2.29%, 较 22 年-11BP。负债端成本率一定程度由存款定期化推升。资产端则主要受一季度重定价、新发贷款定价有所下行影响, 23Q1 贷款平均收益率较 22 年-13BP 到 4.41%, 但预计后续零售信贷投放占比将逐渐提升, 且重定价影响退去, 定价压力有望逐渐减缓。

➤ **财富管理建设有序推进。** 23Q1 零售 AUM 同比+10.5%达到 12.5 万亿元。零售客户数量同比+6.25%, 其中金葵花及以上、私行客户数量分别同比+11.2%、+10.7%, 反映客户账户集中度的向上提升。

➤ **资产质量改善, 风险抵补能力优。** 23Q1 不良率、关注率较 22 年末-1BP、-9BP, 资产质量整体向好。23Q1 拨备覆盖率 448%, 稳定于高位, 高筑安全边际。涉房业务风险敞口整体稳定, 但受部分高负债地产客户风险释放影响, 23Q1 对公房地产信贷不良率 4.55%, 较 22 年末+56BP。

➤ **投资建议: 信贷灵活投放, 资产质量向好**

一季度营收虽阶段性承压, 但对公信贷靠前发力, 支撑开门红信贷高增, 奠定全年利息收入基本盘; 定价压力有望逐渐减缓, 息差降幅也随之有望收窄; 涉房风险预计整体可控, 资产质量指标向好; 财富管理建设持续推进, 随着经济复苏潜在向上动能较大。预计 23-25 年 EPS 分别为 5.85、6.38、6.96 元, 2023 年 4 月 26 日收盘价对应 0.9 倍 23 年 PB, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济增速下行; 资产质量恶化; 行业净息差下行超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	344,783	354,052	370,333	395,410
增长率 (%)	4.1	2.7	4.6	6.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	138,012	149,293	162,577	177,293
增长率 (%)	15.1	8.2	8.9	9.1
每股收益 (元)	5.41	5.85	6.38	6.96
PE	6	6	5	5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
33.82 元

分析师 余金鑫

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

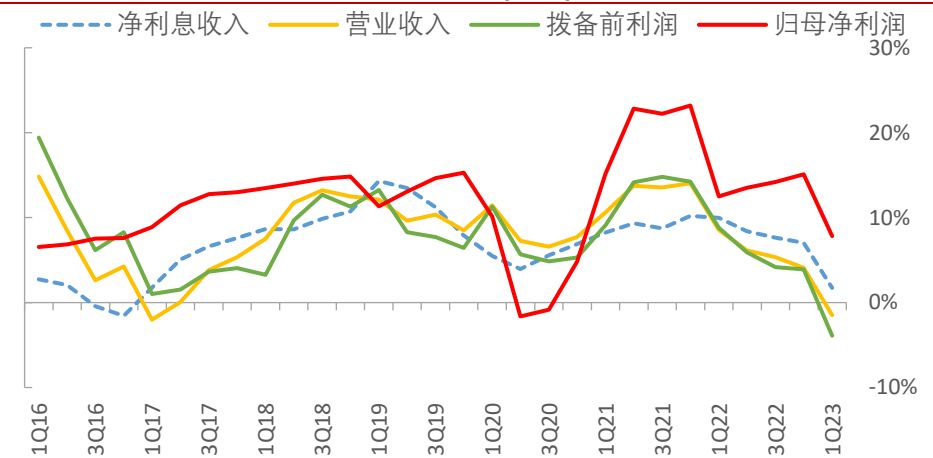
研究助理 于博文

执业证书: S0100122020008

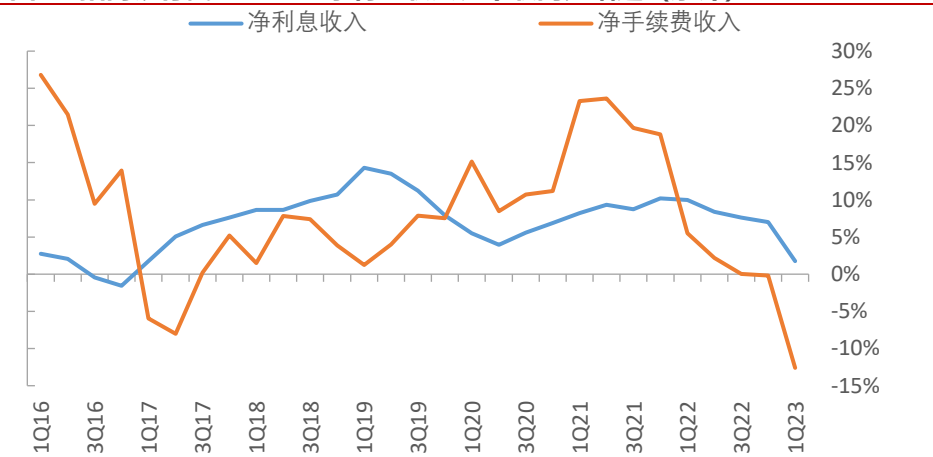
邮箱: yubowen@mszq.com

相关研究

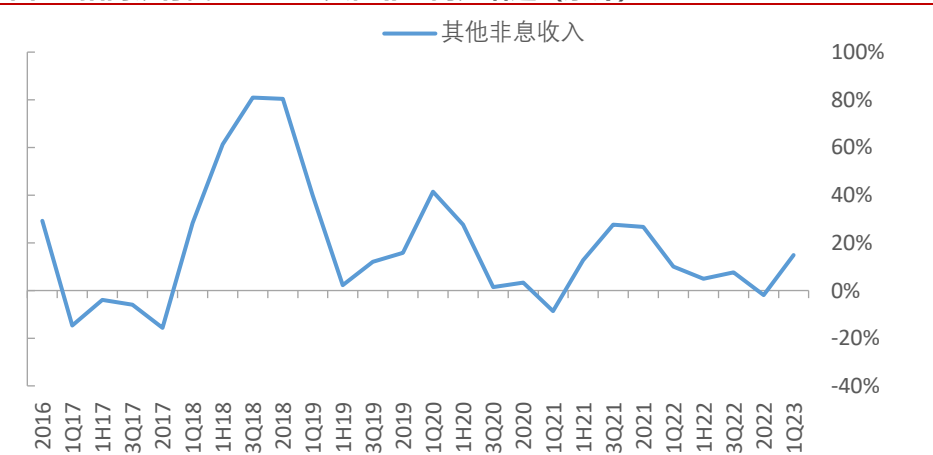
1. 招商银行 (600036.SH) 2022 年年报点评: 息差环比回升, 涉房敞口收缩-2023/03/25
2. 招商银行 (600036.SH) 2022 年三季报点评: 利润增速上行, 风险分类审慎-2022/11/02
3. 招商银行 (600036.SH) 2022 年一季报详解: 市场波动、人事变动, 财富龙头地位不动-2022/04/22
4. 招商银行 (600036.SH) 2021 年报详解: 大财富元年大丰收, 3.0 模式头角峥嵘-2022/03/20
5. 招商银行: 业绩拾级而上, ROE 恢复上行——2021 年业绩快报详解-2022/01/15

图1：招商银行截至 23Q1 业绩同比增速（累计）


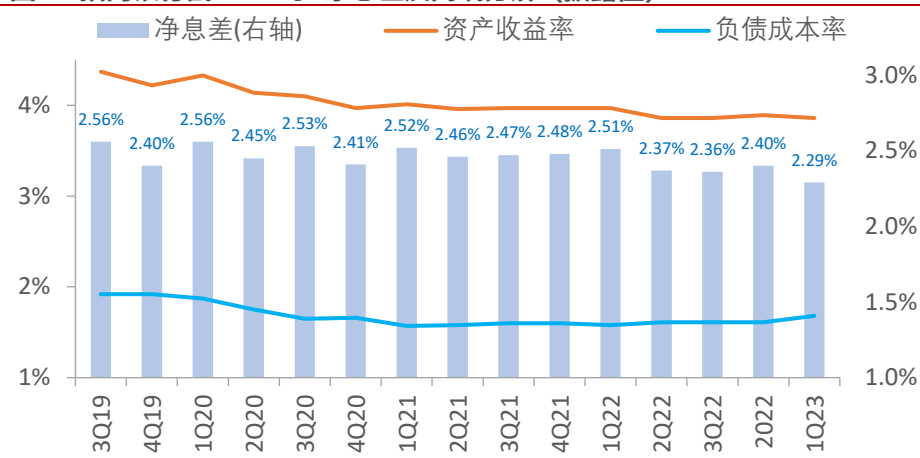
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图2：招商银行截至 23Q1 净利息收入、中收同比增速（累计）


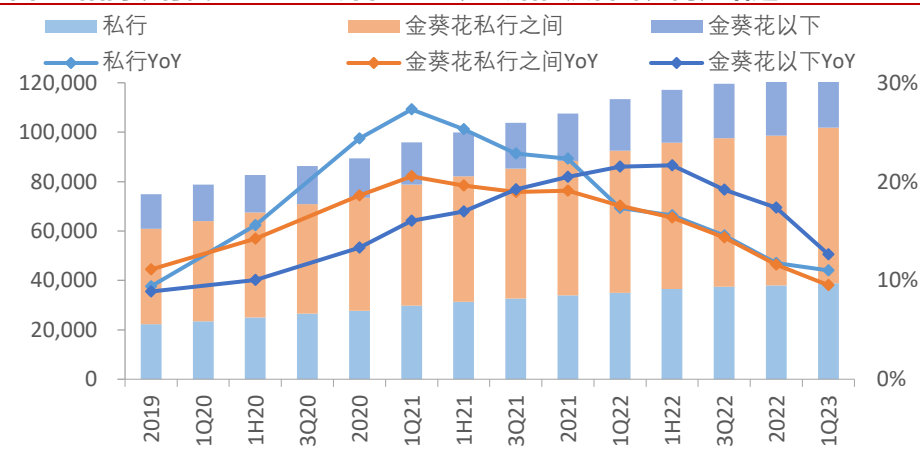
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图3：招商银行截至 23Q1 其他非息同比增速（累计）


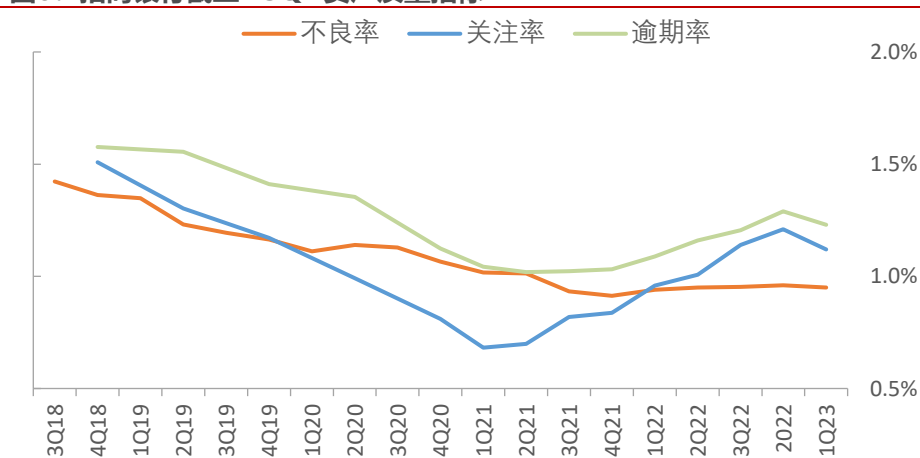
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图4: 招商银行截至 23Q1 净息差及两端分解 (披露值)


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

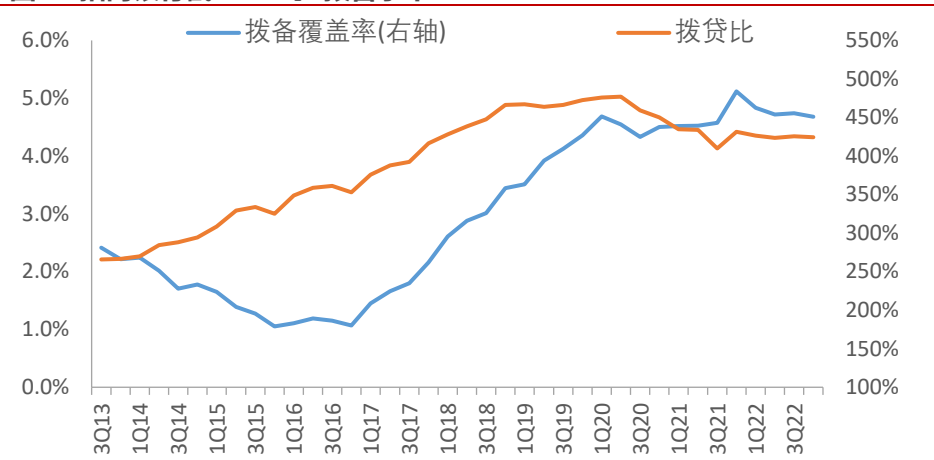
图5: 招商银行截至 23Q1 零售 AUM 分层结构及各部分同比增速


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图6: 招商银行截至 23Q1 资产质量指标


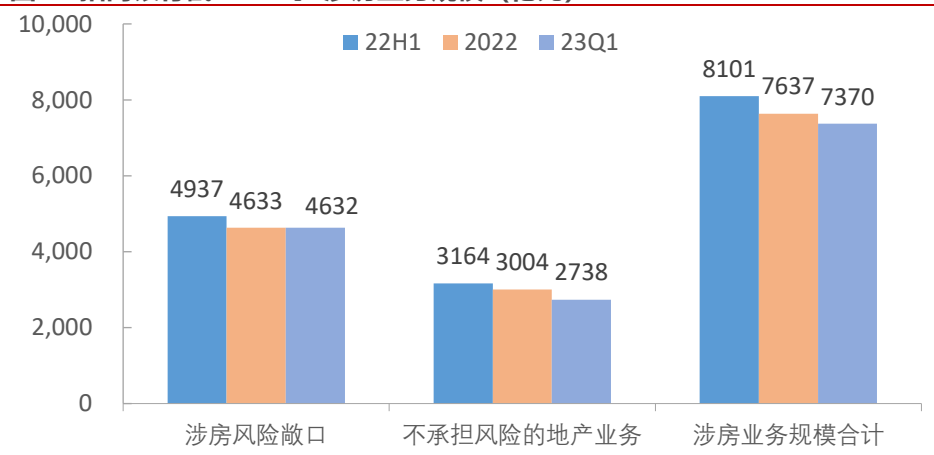
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图7：招商银行截至 23Q1 拨备水平



资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图8：招商银行截至 23Q1 涉房业务规模 (亿元)



资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	2,182	2,250	2,348	2,477
手续费及佣金	943	990	1,039	1,091
其他收入	323	301	316	386
营业收入	3,448	3,541	3,703	3,954
营业税及附加	-30	-35	-37	-40
业务管理费	-1,134	-1,213	-1,268	-1,318
拨备前利润	2,227	2,230	2,330	2,521
计提拨备	-576	-344	-274	-276
税前利润	1,651	1,885	2,055	2,244
所得税	-258	-377	-411	-449
归母净利润	1,380	1,493	1,626	1,773

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	60,515	66,203	72,625	79,887
同业资产	6,316	6,569	6,897	7,242
证券投资	27,727	28,559	29,987	31,786
生息资产	100,404	107,294	115,650	125,241
非生息资产	3,600	7,065	9,732	12,381
总资产	101,389	111,799	122,885	135,099
客户存款	75,357	83,270	91,597	100,757
其他计息负债	11,694	12,709	13,848	15,130
非计息负债	4,795	5,274	5,802	6,382
总负债	91,847	101,254	111,247	122,269
股东权益	9,542	10,546	11,638	12,830

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	5.41	5.85	6.38	6.96
每股拨备前利润(元)	8.83	8.84	9.24	9.99
每股净资产(元)	32.71	36.67	40.99	45.69
每股总资产(元)	402.02	443.30	487.25	535.68
P/E	6	6	5	5
P/PPOP	4	4	4	3
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
P/A	0.08	0.08	0.07	0.06

利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净息差(NIM)	2.28%	2.17%	2.11%	2.06%
净利差(Spread)	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%
贷款利率	4.54%	4.52%	4.51%	4.51%
存款利率	1.52%	1.50%	1.49%	1.49%
生息资产收益率	3.89%	3.87%	3.86%	3.86%
计息负债成本率	1.61%	1.59%	1.58%	1.58%

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.44%	1.42%	1.40%	1.39%
ROAE	17.73%	17.06%	16.60%	16.22%

收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增速	15.1%	8.2%	8.9%	9.1%
拨备前利润增速	3.9%	0.1%	4.5%	8.2%
税前利润增速	11.4%	14.2%	9.0%	9.2%
营业收入增速	4.1%	2.7%	4.6%	6.8%
净利息收入增速	7.0%	3.1%	4.4%	5.5%
手续费及佣金增速	-0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	3.3%	7.0%	4.5%	4.0%

规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产增速	10.3%	6.9%	7.8%	8.3%
贷款增速	8.6%	9.4%	9.7%	10.0%
同业资产增速	-21.0%	4.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	27.4%	3.0%	5.0%	6.0%
其他资产增速	-8.9%	96.2%	37.8%	27.2%
计息负债增速	10.5%	10.3%	9.9%	9.9%
存款增速	18.7%	10.5%	10.0%	10.0%
同业负债增速	-12.5%	6.0%	6.0%	6.0%
股东权益增速	10.2%	10.5%	10.4%	10.2%

存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
活期	63.0%	63.5%	64.0%	64.5%
定期	37.0%	36.5%	36.0%	35.5%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
个人贷款	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
票据贴现	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.96%	0.93%	0.91%	0.89%
正常	97.83%	97.87%	97.92%	97.94%
关注	1.21%	1.19%	1.17%	1.16%
次级	0.38%	0.37%	0.36%	0.35%
可疑	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%
损失	0.19%	0.18%	0.18%	0.18%
拨备覆盖率	450.8%	414.9%	378.3%	353.9%

资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	17.77%	17.71%	17.64%	17.56%
核心资本充足率	13.68%	13.99%	14.26%	14.49%
资产负债率	90.59%	90.57%	90.53%	90.50%

其他数据	2022A	2023E	2024E	2025E
总股本(亿元)	252.2	252.2	252.2	252.2

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测; 注: 利润表负值表示对营收、利润负向影响

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026