

600036.SH

增持

原评级：增持

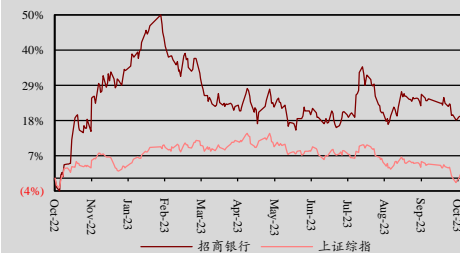
市场价格：人民币 31.53

板块评级：强于大市

## 本报告要点

- 息差、手续费单季降幅收窄，不良前瞻指标改善

## 股价表现



发行股数 (百万)	25,219.85
流通股 (百万)	25,219.85
总市值 (人民币 百万)	795,181.73
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,745.59
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	18.06

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年10月27日收市价为标准

## 相关研究报告

《招商银行》20230828  
《招商银行》20230427  
《招商银行》20230326

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行：股份制银行II

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

联系人：丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

## 招商银行

## 息差、手续费单季降幅收窄，不良前瞻指标改善

招商银行2023前3季度归母净利润同比增长6.5%，盈利增速放缓源于营收压力，营业收入同比下降1.7%。息收入和非息收入均放缓。拆分来看，净利息收入同比增0.1%，增速持续放缓，规模同比增速放缓和息差同比压力持续，环比看负债成本压力趋缓，净息差压力趋缓。手续费同比下降11.5%，市场仍压制财富管理业务增长。资产质量平稳，边际压力来自对公房地产和零售信用卡。公司存量贷款和非贷拨备均充足，持续少提非贷减值损失，贡献盈利。整体来看，公司绝对优势仍持续，边际压力略缓。盈利能力、净息差、拨备相对行业优势持续，息差边际压力趋缓，手续费降幅收窄，资产质量持续出清，存量拨备仍充足。

市场对招行担忧主要来自房地产风险和财富业务压力：公司房地产业务规模持续压降，存量风险积极出清，财富及相关收入同比下降。这两块业务方向与市场预期基本一致，但对业绩影响程度好于预期，收入和盈利仍表现较好，相对业务优势和客户优势并未减弱。公司管理规范、风控审慎，客户基础、科技系统和财富渠道等优势难以复制。在完善金融监管制度、金融数字化和国内外经济金融复杂环境下，公司相对价值或更为凸显。担忧的是过去，关注的应是未来。持续看好公司投资价值，维持增持评级。

## 支撑评级的要点

- 盈利增速放缓，盈利能力仍高

招商银行2023年前3季度归母净利润同比增长6.5%，增速较半年末下降2.6个百分点，3季度单季同比增长1.7%，较上季度增速减缓较明显。ROAE同比下降84bp至17.38%，绝对盈利能力仍优秀，ROAE仍高于内源增长需求，核心一级资本充足率13.37%，同比上升52bp，资本实力进一步增强。公司前3季度营收同比下降1.7%，降幅较半年末扩大1.4个百分点，其中3季度单季同比下降4.6%，较上季度增速由正转负。息收入和非息收入均承压，存量拨备充足，增量拨备少提持续贡献。

- 息差环比降幅收窄，负债压力趋缓，息差绝对优势仍显著

前3季度公司净利息收入同比略增0.1%，增速较上半年下降1.1个百分点，3季度单季同比下降2.1%，单季增速由正转负。规模增长放缓，息差同比压力持续，持续压制息收入增长，但是绝对息差仍有显著优势。

公司息差压力持续，相对行业仍有很大绝对优势。前3季度净息差2.19%，同比下降22bp，资产负债两端均对息差形成压制。单季看，公司3Q23单季净息差2.11%，环比上季度下降5bp，降幅较2季度缩窄，资产端压力持续，负债成本降幅收窄。单季负债成本率1.73%，环比略降1bp，存款付息率1.64%，环比升1bp，边际压力较过去两个季度显著缓解。

- 3季度单季手续费降幅收窄，整体仍承压

前3季度手续费收入同比下降11.5%，连续4个季度同比负增，3季度单季边际略改善，单季降幅较上季度收窄0.1个百分点至10.8%。前3季度公司财富管理手续费同比减少6%，市场压力持续。

- 存量风险加速出清，拨备优势持续

3季度末公司不良率0.96%，环比上季度上升1bp，关注贷款占比1.01%，环比下降1bp，逾期贷款占比1.25%环比持平，90天以内逾期余额环比降2.6%，关注、逾期前瞻指标改善。对公压力仍主要来自房地产，房地产业务规模持续压降，存量风险加速出清，零售信用卡亦持续出清。非贷拨备反哺盈利，贷款拨备提升，整体拨备优势持续，风险抵御能力仍强。

## 估值

- 根据公司3季报业绩，我们维持公司2023/2024年EPS为5.66/6.16元的预测，目前股价对应2023/2024年PB为0.86/0.73倍，维持增持评级。

## 评级面临的主要风险

- 经济下行、海外风险超预期。

## 投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	331,253	344,783	355,492	397,665	442,392
变动 (%)	14.04	4.08	3.11	11.86	11.25
归母净利润	119,922	138,012	148,137	160,760	183,176
变动 (%)	23.20	15.08	7.34	8.52	13.94
每股收益(元)	4.61	5.26	5.66	6.16	7.05
净资产收益率(%)	17.49	17.73	16.90	15.92	15.48
市盈率(倍)	6.84	5.99	5.57	5.12	4.47
市净率(倍)	1.09	0.96	0.86	0.73	0.62

资料来源：公司公告，中银证券预测

招商银行 2023 前 3 季度归母净利润同比增长 6.5%，盈利增速放缓源于营收压力，营业收入同比下降 1.7%。息收入和非息收入均放缓。拆分来看，净利息收入同比增 0.1%，增速持续放缓，规模同比增速放缓和息差同比压力持续，环比看负债成本压力趋缓，净息差压力趋缓。手续费同比下降 11.5%，市场仍压制财务业务增长。资产质量平稳，边际压力来自对公房地产和零售信用卡。公司存量贷款和非贷拨备均充足，持续少提非贷减值损失，贡献盈利。整体来看，公司绝对优势仍持续，边际压力略缓。盈利能力、净息差、拨备相对行业优势持续，息差边际压力趋缓，手续费降幅收窄，资产质量持续出清，存量拨备仍充足。

市场对招行担忧主要来自房地产风险和财富业务压力：公司房地产业务规模持续压降，存量风险积极出清，财富及相关收入同比下降。这两块业务方向与市场预期基本一致，但对业绩影响程度好于预期，收入和盈利仍表现较好，相对业务优势和客户优势并未减弱。公司管理规范、风控审慎，客户基础、科技系统和财富渠道等优势难以复制。在完善金融监管制度、金融数字化和国内外经济金融复杂环境下，公司相对价值或更为凸显。担忧的是过去，关注的应是未来。持续看好公司投资价值，维持**增持**评级。

### 1、盈利增速放缓，盈利能力仍高

招商银行 2023 年前 3 季度归母净利润同比增长 6.5%，增速较半年末下降 2.6 个百分点，3 季度单季同比增长 1.7%，较上季度增速减缓较明显。ROAE 同比下降 84bp 至 17.38%，绝对盈利能力仍优秀，ROAE 仍高于内源增长需求，核心一级资本充足率 13.37%，同比上升 52bp，资本实力进一步增强。

公司前 3 季度营收同比下降 1.7%，降幅较半年末扩大 1.4 个百分点，其中 3 季度单季同比下降 4.6%，较上季度增速由正转负。息收入和非息收入均承压，存量拨备充足，增量拨备少提持续贡献。

### 2、规模增速持续放缓

按公布平均余额数据，生息资产、贷款规模同比持续放缓。生息资产同比 10.4%，较半年下降 0.5 个百分点，贷款同比增长 7.9%，较中期下降 0.7 个百分点，债券投资增长 25.7%，较中期下降 1.2 个百分点。负债端，计息负债和存款同比增长 11.2%和 15.0%，同比增速分别下降 0.8 和 1.5 个百分点。

按期末时点，3 季度末公司总资产同比增长 9.9%，较半年末增速下降 0.5 个百分点，其中贷款同比增长 7.7%，较半年末增速上升 0.6 个百分点。按类别看，对公（不含票据）和零售贷款同比分别增长 11.3%和 7.1%，增速均较半年末略缓，票据贴现同比减少 4.1%，较半年末降幅收窄 12.8 个百分点。按期末时点，公司存款同比增长 12.8%，增速较半年末下降 1.5 个百分点。

3 季度单季看，规模增速放缓幅度更大。按平均余额口径，3 季度单季生息资产同比增长 9.5%，贷款同比增长 6.6%，债券投资 23.6%，同比增速放缓 1.0 1.7 和 1.0 个百分点。计息负债同比增长 9.7%，增速放缓 2.3 个百分点，存款同比增长 12.3%，增速放缓 3.5 个百分点。

### 3、息差环比降幅收窄，负债压力趋缓，息差绝对优势仍显著

前 3 季度公司净利息收入同比略增 0.1%，增速较上半年下降 1.1 个百分点，3 季度单季同比下降 2.1%，单季增速由正转负。规模增长放缓，息差同比压力持续，持续压制息收入增长，但是绝对息差仍有显著优势。

公司息差压力持续，相对行业仍有很大绝对优势。前 3 季度净息差 2.19%，同比下降 22bp，其中资产端收益率同比降 11bp，负债成本上升 12bp，资产负债两端均对息差形成压制。息差收窄主因是存贷利差下降，存贷利差 2.70%同比下降 36bp，存款成本 1.62%，同比上行 11 bp，贷款收益率 4.32%，下行 25bp。但存贷利差同比降幅收窄。

单季看，公司 3Q23 单季净息差 2.11%，环比上季度下降 5bp，降幅较 2 季度单季缩窄 8bp，资产方压力持续，负债成本降幅收窄。单季负债成本率 1.73%，环比略降 1bp，存款付息率 1.64%，环比升 1bp，边际压力较过去两个季度显著缓解；而资产收益率为 3.72%，环比下降 8bp，贷款、债券及同业投资收益率均下行，其中贷款收益率为 4.24%，环比下降 7bp，投资收益率 3.18%，环比降 4bp，贷款压力缓解，但生息资产整体收益压力持续。

### 4、财富收入持续承压，其他非息同比放缓

前 3 季度手续费收入同比下降 11.5%，3 季度单季同比下降 10.8%，幅较上季度收窄 0.1 个百分点至 10.8%。市场压力下，前 3 季度公司财富管理手续费同比减少 6.0%，其中仅代理保险手续费同比增长 16.9%，其余代销基金、理财、信托、证券交易收入同比均下降。财富管理业务之外手续费亦下降较多，其中仅结算业务手续费略正增。

其他非息收入前 3 季度同比上升 14.9%，较上半年增速下降 9.4 个百分点，3 季度单季同比负增 4.1%。

#### 5、贷款资产质量平稳，存量风险积极出清

**资产质量平稳，前瞻指标改善。**3季度末公司不良率0.96%，环比上季度上升1bp，不良额环比升1.9%，资产质量整体平稳。公司披露前3季度不良生成率1.03%，同比下降0.1个百分点，同时公司不良资产处置力度同比加强。前3季度关注贷款占比1.01%，环比上季度下降1bp，逾期贷款占比1.25%环比持平，90天以内逾期余额环比降2.6%，关注、逾期前瞻指标改善。

从公告中公司口径资产质量情况看，不良压力主要来自对公房地产，3季度末集团口径房地产信贷、债券等承担信用风险的业务余额合计4147亿元，较上年末下降10.5%，集团理财、委贷、代销信托、承销债券等不承担信用风险的业务余额合计2569亿元，较上年末下降14.5%。公司积极出清房地产存量风险，规模持续压退，零售同比压力主要来自信用卡，不良率相对去年下降，生成压力零售贷款（不含信用卡）不良生成额65.69亿元，同比增加9.56亿元，信用卡新生成不良贷款297.18亿元，同比增加26.44亿元。

#### 6、非贷拨备反哺盈利，风险抵御能力仍强

公司前3季度拨备少提贡献盈利，资产减值损失同比下降21.3%，其中信贷减值损失同比上升21.8%，非贷直接回补盈利15.71亿元，同比少提182.2亿元，公司非贷拨备充足，中报非贷拨备存量845亿元。3季度末贷款拨备覆盖率445.86%，环比上季度下降1.77个百分点；拨贷比4.27%环比持平，风险抵御能力仍强。

#### 风险提示：

经济下行、海外风险超预期。



图表 1. 招商银行 2023 年 3 季报摘要

	3Q22	3Q23	原币同比 YoY(%)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)
<b>利润表 (百万元)</b>										
利息收入	261,791	281,175	7.40	88,930	91,589	93,344	93,990	93,841	(0.2)	5.5
利息支出	(99,661)	(118,889)	19.29	(34,492)	(35,484)	(37,935)	(40,403)	(40,551)	0.4	17.6
净利息收入	162,130	162,286	0.10	54,438	56,105	55,409	53,587	53,290	(0.6)	(2.1)
净手续费收入	75,752	67,027	(11.52)	22,347	18,523	25,079	22,012	19,936	(9.4)	(10.8)
净其他非息收入	38,951	30,966	(20.52)	14,900	8,957	10,148	12,225	8,593	(29.7)	(4.1)
净非利息收入	102,703	97,993	(4.59)	31,304	23,845	35,227	34,237	28,529	(16.7)	(8.9)
营业收入	264,833	260,279	(1.72)	85,742	79,950	90,636	87,824	81,819	(6.8)	(4.6)
税金及附加	(2,298)	(2,235)	(2.74)	(729)	(793)	(717)	(725)	(725)	1.1	(0.5)
业务及管理费	(78,289)	(78,316)	0.03	(28,579)	(30,086)	(25,003)	(26,874)	(26,439)	(1.6)	(7.5)
营业费用及营业税金	(80,587)	(80,551)	(0.04)	(29,308)	(30,739)	(25,793)	(27,591)	(27,164)	(1.5)	(7.3)
营业外收入及其他费	(4,173)	(4,646)	11.38	(1,462)	(1,551)	(1,538)	(1,442)	(1,688)	15.7	14.1
拨备前利润	180,073	175,080	(2.77)	54,972	42,606	63,302	58,791	52,987	(9.9)	(3.6)
资产减值损失	(50,689)	(38,895)	(21.29)	(9,212)	(6,877)	(16,421)	(14,788)	(8,686)	(41.3)	(5.7)
拨备后利润	129,384	135,185	4.48	45,760	35,729	46,881	44,003	44,301	0.7	(3.2)
所得税	(21,405)	(20,215)	(5.56)	(7,783)	(4,414)	(7,655)	(6,792)	(5,768)	(15.1)	(25.9)
税后利润	107,979	114,970	6.47	37,977	31,315	39,226	37,211	38,533	3.6	1.5
归母净利润	106,922	113,890	6.52	37,592	31,090	38,639	36,913	38,138	3.3	1.7
<b>资产负债表 (百万元)</b>										
生息资产	9,125,960	10,063,830	10.3	9,125,960	9,606,681	9,876,073	10,136,001	10,063,830	(0.7)	4.8
贷款总额	5,994,374	6,455,546	7.7	5,994,374	6,051,459	6,335,975	6,355,439	6,455,546	1.6	6.7
计息负债	8,443,921	9,366,102	10.9	8,443,921	8,889,789	9,239,691	9,423,406	9,366,102	(0.6)	5.4
存款	7,141,484	8,057,712	12.8	7,141,484	7,590,579	7,832,912	8,098,272	8,057,712	(0.5)	6.2
加权风险资产	6,003,393	6,476,066	7.9	6,003,393	5,841,685	6,234,556	6,352,309	6,476,066	1.9	10.9
<b>业绩增长拆分</b>										
规模增长	9.63	10.12		1.52	2.28	4.07	2.91	0.74		
净息差扩大	(2.00)	(10.02)		0.75	0.78	(5.31)	(6.20)	(1.29)		
非息收入	(2.29)	(1.82)		(3.83)	(9.82)	14.61	0.19	(6.29)		
成本	(1.20)	(1.05)		(5.60)	(15.74)	35.21	(4.03)	(3.03)		
拨备	6.77	7.25		23.73	0.58	(17.37)	0.99	10.55		
税收	3.53	1.99		(3.86)	4.38	(5.95)	1.00	2.87		
<b>净息差</b>										
净息差-公告	2.36	2.11	(0.25)	2.36	2.37	2.29	2.16	2.11	(0.05)	
生息资产收益率-公告	3.86	3.72	(0.14)	3.86	3.88	3.86	3.80	3.72	(0.08)	
贷款收益率-公告	4.48	4.24	(0.24)	4.48	4.46	4.41	4.31	4.24	(0.07)	
投资收益率-公告	3.21	3.18	(0.03)	3.21	3.24	3.27	3.22	3.18	(0.04)	
计息负债成本率-公告	2.04	2.37	0.33	2.04	2.49	2.75	2.85	2.37	(0.48)	
存款成本率-公告	1.61	1.73	0.12	1.61	1.62	1.68	1.74	1.73	(0.01)	
发行债券付息率	1.54	1.64	0.10	1.54	1.55	1.59	1.63	1.64	0.01	
同业成本率-公告	3.08	3.35	0.27	3.08	3.09	3.07	3.12	3.35	0.23	
净息差-测算2	1.58	1.99	0.41	1.58	1.73	1.97	2.16	1.99	(0.17)	
生息资产收益率-测算	2.38	2.11	(0.27)	2.38	2.40	2.28	2.14	2.11	(0.03)	
计息负债成本率-测算	3.89	3.72	(0.17)	3.89	3.91	3.83	3.76	3.72	(0.04)	
净息差-公告	1.63	1.73	0.10	1.63	1.64	1.67	1.73	1.73	0.00	
<b>累计指标 (年化)</b>										
净息差-公告	2.41	2.19	(0.22)	2.41	2.40	2.29	2.23	2.19		
净利息-公告	2.30	2.07	(0.23)	2.30	2.28	2.18	2.12	2.07		
<b>规模</b>										
生息资产-公告平均余额	8962418	9918066	10.42	9149143	9376795	9800541	9932882	10018381	0.86	
贷款-公告平均余额	5798250	6254431	7.87	5926303	6004655	6183215	6261059	6317543	0.90	
计息负债-公告平均余额	8324086	9258561	11.23	8479325	8688361	9146457	9324091	9303113	(0.22)	
存款-公告平均余额	6842097	7871096	15.04	7081701	7292633	7735110	7921458	7954311	0.41	
贷款/存款(含贴现)	84.74	79.46	83.71	82.34	79.94	79.04	79.04	79.42		
总资产	9707111	10668009	9.90	9707111	10138912	10506752	10739836	10668009	(0.67)	
生息资产-期末时点	9125960	10063830	10.28	9125960	9606681	9876073	10136001	10063830	(0.71)	
贷款总额-期末时点	5994374	6455546	7.69	5994374	6051459	6335975	6355439	6455546	1.58	
债券投资-期末时点	2036242	2550114	25.24	2036242	2141173	2417805	2465189	2550114	3.44	
交易类-期末时点	507931	514844	1.36	507931	445100	535569	512604	514844	0.44	
计息负债-期末时点	8443921	9366102	10.92	8443921	8889789	9239691	9423406	9366102	(0.61)	
存款-期末时点	7141484	8057712	12.83	7141484	7590579	7832912	8098272	8057712	(0.50)	
<b>规模同比</b>										
总资产	8.9	9.9		8.9	9.6	11.6	10.4	9.9		
生息资产	9.5	10.3		9.5	9.9	11.4	10.5	10.3		
贷款总额	9.0	7.7		9.0	8.6	10.0	7.1	7.7		
债券投资-利息	19.8	24.3		19.8	28.2	26.8	20.0	24.3		
交易类	(0.6)	1.4		(0.6)	18.3	13.7	14.8	1.4		
计息负债	8.1	10.9		8.1	10.1	12.7	10.8	10.9		
存款	18.0	12.8		18.0	18.9	16.5	14.3	12.8		
<b>结构占比</b>										
生息资产/总资产	94.0	94.3	0.30	94.0	94.8	94.0	94.4	94.3	(0.10)	
贷款总额/生息资产	65.7	64.1	(1.60)	61.8	59.7	60.3	59.2	60.5	1.30	
债券投资/生息资产	22.3	25.3	3.00	22.3	24.1	24.5	24.3	25.3	1.00	
交易类/总资产	5.2	4.8	(0.40)	5.2	4.4	5.1	4.8	4.8	0.00	
计息负债/生息资产	92.5	93.1	0.60	92.5	92.5	93.6	93.0	93.1	0.10	
存款/计息负债	84.6	86.0	1.40	84.6	85.4	84.8	85.9	86.0	0.10	
贷款/存款	83.9	80.1	(3.80)	83.9	89.4	90.9	87.2	80.1	(8.14)	
<b>手续费</b>										
手续费	75,752	67,027		22,347	18,523	25,079	22,012	19,936	(9.43)	
手续费占比	28.60	25.75	(2.85)	26.06	23.17	27.67	25.06	24.37		
其他非息占比	10.18	11.90	1.72	10.45	6.66	11.20	13.92	10.50		
投资收益	15,892	17,410								
公允价值	(97)	1,336								
<b>资产质量和拨备</b>										
不良贷款率	0.95	0.96	0.01	0.95	0.96	0.95	0.95	0.96	0.01	
不良余额	57,088	61,794	8.24	57,088	58,004	60,302	60,641	61,794	1.90	
不良生成率(年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.83	N.A.	0.83	N.A.	N.A.	
单季度测算不良净生成率				0.19	0.33	0.66	0.63	0.71	0.08	
关注类占比	1.14	1.01		1.14	1.21	1.12	1.02	1.01	(0.01)	
逾期占比	1.21	1.25		1.21	1.29	1.23	1.25	1.25	0.00	
90天以内逾期贷款增				16.51			(12.15)			
90天以内逾期	31515	31820		31515	37207	31484	32686	31820		
逾期/不良	127.37	130.21		127.37	134.38	129.47	131.58	130.21		
90天以上逾期/不良				0.71			0.78			
90天以内逾期	31515	31820		31515	37207	31484	32686	31820	(0.03)	
年累计核销-公告	N.A.	N.A.		N.A.	39,087	N.A.	22,389	N.A.		
信用成本-年累计	0.79	0.88		0.79	0.78	1.07	0.88	0.88		
资产减值损失/总资产	0.70	0.50		0.38	0.27	0.63	0.55	0.33		
拨备覆盖率	455.67	445.86	(0.81)	455.67	450.79	448.32	447.63	445.86	(1.77)	
拨备/贷款总额	4.34	4.27	(0.07)	4.34	4.32	4.27	4.27	4.27	0.00	
拨备余额	260,133	275,515		260,133	261,476	270,346	271,447	275,515		
<b>成本回报</b>										
成本收入比(年累计)	29.56	30.09	0.53	33.33	43.88	27.59	30.60	32.31	(1.60)	
成本收入比(单季度)				17.01	12.35	16.33	15.44	13.02		
费用增速										
有效税率(年累计)	16.54	14.95								
有效税率(单季度)										
<b>资本和盈利能力</b>										
核心一级资本充足率	12.85	13.37	0.52	12.85	13.68	13.41	13.09	13.37	0.28	
一级资本充足率	14.85	15.23	0.38	14.85	15.75	15.34	14.99	15.23	0.24	
资本充足率	17.17	17.38	0.21	17.17	17.77	17.39	17.09	17.38	0.29	
融资进度										
ROAA-公布	1.50	1.46	(0.04)	1.50	1.42	1.50	1.45	1.46	0.01	
ROAE-公布	18.22	17.38	(0.84)	18.22	17.06	18.43	17.55	17.38	(0.17)	
RORWA-计算	2.41	2.39	(0.02)	2.41	2.35	2.60	2.43	2.39	(0.04)	

资料来源：公司公告，中银证券，单位：除百分比外，其他为RMB 百万

图表 2. 招商银行手续费及佣金收入细项（百万元）

	2023Q3	2023H1	2023Q1	2022	2022Q3	2022H1	2022Q1	2022
财富管理手续费收入	24,049	16,946	9,110	30,903	25,590	18,873	10,429	35,841
同比增长	-6.0%	-10.2%	-13.3%	-14.3%	-13.1%	-8.1%	-11.1%	29.0%
其中：代理基金	4,084	2,856	1,524	6,599	5,291	3,474	1,727	12,315
同比增长	-22.8%	-17.8%		-46.4%	-46.9%	-47.0%		36.2%
代理保险	12,611	9,260	5,076	12,426	10,784	8,984	5,471	8,215
同比增长	16.9%	3.1%		51.3%	47.8%	61.6%		42.8%
代理信托	2,501	1,703	862	3,979	3,212	2,287	1,228	7,542
同比增长	-22.1%	-25.5%		-47.2%	-47.9%	-49.5%		-1.1%
代销理财	4,029	2,590	1,351	6,645	5,323	3,493	1,765	6,292
同比增长	-24.3%	-25.9%		5.6%	15.9%	22.6%		53.7%
代理证券交易	576	374	215	903	721	468	236	1,281
同比增长	-20.1%	-20.1%		-29.5%	32.7%	-38.5%		22.7%
资产管理 手续费及佣金收入	8,674	6,015	3,335	12,457	9,443	6,339	3,249	10,856
同比增长	-8.1%	-5.1%	2.7%	14.8%	22.3%	32.8%	47.6%	57.5%
托管业务佣金收入	4,132	2,885	1,444	5,791	4,433	3,045	1,633	5,433
同比增长	-6.8%	-5.3%	-11.6%	6.6%	6.6%	6.6%	11.3%	27.8%
银行卡手续费收入	14,551	10,051	5,249	21,399	15,924	10,706	5,593	19,377
同比增长	-8.6%	-6.1%	-6.2%	10.4%	6.5%	13.9%		-0.9%
结算与清算手续费收入	11,749	7,801	3,829	15,051	11,500	7,819	4,463	13,902
同比增长	2.2%	-0.2%	-14.2%	8.3%	8.9%	7.5%		9.9%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 招商银行零售客户指标

零售指标	2021	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022	2023Q1	2023H1	2023Q3
零售AUM(亿元)	107,592	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354	128,382	130,804
私人银行AUM	33,939	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864	40,158	40,537
金葵花AUM	54,425	57,554	59,235	60,194	60,742	63,031	64,524	66,101
大众客户AUM	19,228	20,830	21,464	21,992	22,564	23,460	23,700	24,166
零售客户数量(万户)	17,300	17,600	17,800	18,200	18,400	18,700	19,000	19,400
私人银行客户数(万户)	12.2	12.5	13.0	13.3	13.5	13.9	14.3	14.6
金葵花客户客户数(万户)	355	377	389	396	401	419	430	438
大众客户客户数(万户)	16,932	17,211	17,398	17,791	17,986	18,267	18,556	18,947

资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 招商银行减值准备明细（单位：百万元）

减值准备明细	2021	1H22	2022	1H23
贷款减值准备	246,104	256,027	261,476	271,447
其他债权投资减值准备	6,622	11,524	6,540	7,271
债权投资减值准备	39,707	44,166	43,448	41,442
拆出资金减值准备	2,860	3,141	2,658	3,190
买入返售金融资产	4,263	1,502	1,094	1,632
存放同业和其他金融机构款项	378.0	280.0	509.0	379.0
抵债资产减值准备	141	134	156	156
商誉减值准备	579	579	579	579
固定资产减值准备	518	408	1,152	1,342
无形资产减值准备	59	59	59	59
信用承诺	12,790	21,148	20,217	21,541
其他	3,367	5,765	6,792	6,925
总计	317,388	344,733	344,680	355,963

资料来源：公司公告，中银证券

## 主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	6.84	5.99	5.57	5.12	4.47
PB	1.09	0.96	0.86	0.73	0.62
PB 扣除商誉	1.12	0.99	0.87	0.74	0.63
EPS	4.61	5.26	5.66	6.16	7.05
BVPS	29.01	32.71	36.82	43.25	50.58
每股拨备前利润	8.51	8.83	9.04	10.06	11.13
驱动性因素(%)					
生息资产增长	10.46	10.30	12.85	12.88	13.09
贷款增长	10.76	8.64	10.00	10.00	10.00
存款增长	12.73	18.88	14.00	10.00	10.00
贷款收益率	4.73	4.57	4.50	4.50	4.50
生息资产收益率	3.78	3.70	3.66	3.65	3.62
存款付息率	1.40	1.51	1.57	1.56	1.56
计息负债付息率	1.60	1.59	1.64	1.63	1.63
净息差	2.35	2.28	2.21	2.21	2.22
风险成本	1.25	0.99	0.80	0.88	0.80
净手续费增速	10.21	7.02	8.04	13.09	13.14
成本收入比	33.12	32.88	32.88	32.88	32.88
所得税税率	18.45	15.64	15.64	15.64	15.64
盈利及杜邦分析(%)					
ROAA	1.37	1.44	1.39	1.34	1.38
ROAE	17.49	17.73	16.90	15.92	15.48
净利息收入	2.32	2.25	2.19	2.21	2.25
非净利息收入	1.45	1.31	1.11	1.09	1.05
营业收入	3.76	3.56	3.30	3.30	3.30
营业支出	1.28	1.20	1.11	1.11	1.11
拨备前利润	2.44	2.30	2.11	2.10	2.09
拨备	0.75	0.59	0.47	0.51	0.46
税前利润	1.68	1.70	1.64	1.59	1.63
税收	0.31	0.27	0.26	0.25	0.26
业绩年增长率(%)					
净利息收入	10.21	7.02	8.04	13.09	13.14
营业收入	14.04	4.08	3.11	11.86	11.25
拨备前利润	14.44	3.80	2.42	11.30	10.56
归属母公司利润	23.20	15.08	7.34	8.52	13.94
资产质量(%)					
不良率	0.91	0.96	0.94	0.93	0.93
拨备覆盖率	486.11	451.20	416.71	399.43	375.34
拨贷比	4.42	4.32	3.93	3.73	3.49
不良净生成率 (测算)	0.64	0.83	0.75	0.65	0.65

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 损益表(人民币 百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	327,056	353,380	391,104	439,212	493,036
利息支出	(123,137)	(135,145)	(155,314)	(172,569)	(191,367)
净利息收入	203,919	218,235	235,790	266,643	301,669
手续费净收入	94,447	94,275	84,848	91,635	96,217
营业收入	331,253	344,783	355,492	397,665	442,392
业务及管理费	(109,727)	(113,375)	(116,897)	(130,764)	(145,472)
拨备前利润	214,528	222,679	228,059	253,836	280,652
拨备	(66,355)	(57,566)	(50,832)	(61,507)	(61,507)
税前利润	148,173	165,113	177,226	192,329	219,145
税后利润	120,834	139,294	149,513	162,254	184,877
归属母公司净利	119,922	138,012	148,137	160,760	183,176
资产负债表					
贷款总额	5,570,034	6,051,459	6,656,605	7,322,265	8,054,492
贷款减值准备	(246,104)	(261,476)	(261,576)	(273,119)	(281,298)
贷款净额	5,335,391	5,807,154	6,395,029	7,049,147	7,773,194
债券投资	2,170,002	2,759,273	3,508,562	4,210,275	5,052,330
存放央行	553,898	587,818	648,995	713,894	785,283
同业资产	799,372	631,598	505,278	530,542	557,069
其他资产	390,358	353,069	371,752	196,787	(51,963)
生息资产	9,093,306	10,030,148	11,319,440	12,776,977	14,449,175
资产总额	9,249,021	10,138,912	11,429,616	12,700,645	14,115,913
存款	6,385,154	7,590,579	8,653,260	9,518,586	10,470,445
同业负债	1,241,315	1,075,369	1,150,645	1,323,242	1,521,728
发行债券	446,645	223,821	235,012	270,264	310,803
计息负债	8,073,114	8,889,769	10,038,917	11,112,091	12,302,976
负债总额	8,383,340	9,184,674	10,371,943	11,480,719	12,711,109
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	65,435	65,435	65,435	65,435
盈余公积	82,137	94,985	109,936	126,162	144,649
一般风险准备	115,288	132,471	139,095	146,049	153,352
未分配利润	428,592	492,971	574,831	713,905	872,992
股东权益	865,681	954,238	1,057,673	1,219,927	1,404,804
资本状况(%)					
资本充足率	17.48	17.77	19.83	22.51	25.17
核心一级资本	12.66	13.68	13.97	15.06	16.29
杠杆率	10.68	10.63	10.81	10.41	10.05
RORWA	2.30	2.44	2.50	2.58	2.80
风险加权系数	60.16	57.62	53.67	50.72	47.91

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371