

中收增速企稳，资产质量稳健

事件：10 月 27 日，招商银行发布 23 年三季报。23Q1-3 累计营收 2603 亿元，YoY-1.7%；归母净利润 1139 亿元，YoY+6.5%；不良率 0.96%，拨备覆盖率为 446%。

➤ **营收、利润承压，中收降幅继续收窄。**23Q1-3 累计营收、归母净利润增速较 23H1 分别 -1.4pct、-2.6pct。**拆解营收**，23Q1-3 净利息收入同比 +0.1%，增速较 23H1 下行 1.1pct，净息差收窄是主要拖累因素。非息收入方面，**中收增速边际回升**，23Q1-3 中收同比 -11.5%，增速较 H1 回升 0.3pct。其他非息收入同比 +14.9%，主要系债券投资相关收益及经营租赁收入增加。

➤ **信贷保持扩张，消费贷款回暖。**23Q3 末总资产、贷款总额分别同比 +9.9%、+7.7%，增速较 23H1 分别 -0.5pct、+0.6pct，信贷保持扩张。贷款结构上，23Q3 单季度零售端贡献全部贷款增量，其中小微贷款、消费贷款（母公司口径）均有较好增长，Q3 单季增量分别为 260 亿元、257 亿元，分别同比 +47.7%、+99.2%。

➤ **净息差略有收窄，资产端拖累明显。**23Q3 单季度净息差较 Q2 下降 5BP 至 2.11%，23Q3 **生息资产收益率**较 Q2 下行 8BP 至 3.72%，其中受 LPR 多次下调等因素影响，23Q3 贷款收益率较 Q2 下行 7BP 至 4.24%。负债端成本管控较好，23Q3 单季计息负债成本率较 Q2 降低 1BP 至 1.73%。

➤ **财富管理业务基础夯实。**规模方面，23Q3 末零售 AUM、私行 AUM 分别同比 +9.4%、+9.9%，高基数下 AUM 保持较高增速。**收入方面**，23Q1-3 财富管理中收同比 -6.0%，但降幅较 23H1 收窄 4.2pct，其中代理保险收入表现仍较亮眼，23Q1-3 同比 +16.9%。

➤ **资产质量稳健，涉房风险可控。**23Q3 不良率、关注率较 23H1 分别 +1BP、-1BP，资产质量整体稳健。具体来看，23Q3 末对公贷款不良率（母公司口径，后同）为 1.26%，较 23H1 下行 1BP。其中，23Q3 末对公房地产业不良率较 23H1 降低 1.0pct；23Q3 末涉房风险敞口较 H1 压降 214 亿元，占比总资产下降 13BP，涉房风险可控。23Q3 末零售贷款不良率为 0.86%，与 23H1 持平，其**中小微贷款边际修复**，23Q3 末较 H1 下行 1BP 至 0.55%。23Q3 末拨备覆盖率为 446%，较 23H1 微降 1.8pct，风险抵补能力较强。

➤ 投资建议：财富管理基础夯实，消费信贷回暖

前三季度中收回暖，资产质量稳健，后续伴随市场修复，财富收入有望逐步兑现。预计 23-25 年 EPS 分别为 5.79、6.78、7.42 元，2023 年 10 月 27 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	345,137	360,905	385,100
增长率（%）	4.1	0.1	4.6	6.7
归属母公司股东净利润（百万元）	138,012	147,712	172,737	188,758
增长率（%）	15.1	7.0	16.9	9.3
每股收益（元）	5.41	5.79	6.78	7.42
PE	6	5	5	4
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 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

31.53 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 马月

执业证书：S0100123070037

邮箱：mayue@mszq.com

相关研究

1. 招商银行 (600036.SH) 2023 年中报点评：
业绩增速边际向上，零售信贷投放回暖-2023/08/27

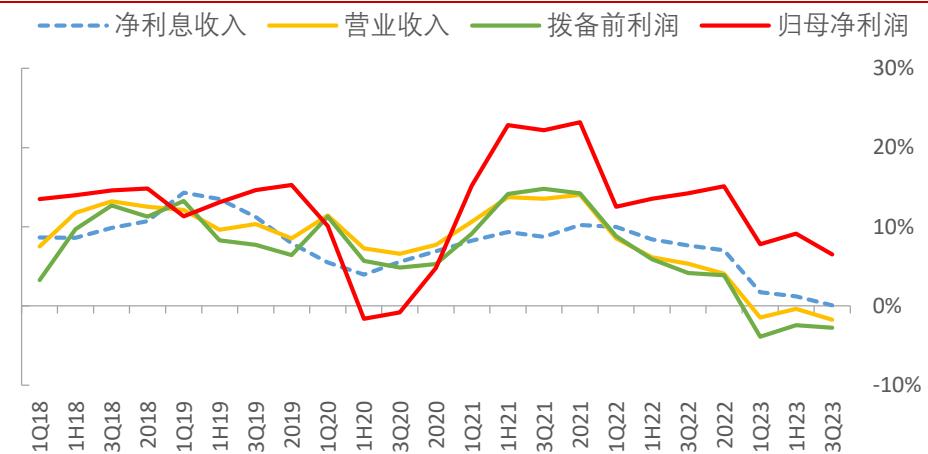
2. 招商银行 (600036.SH) 2023 年一季报点评：
资产负债向好，信贷投放提速-2023/04/26

3. 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

4. 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

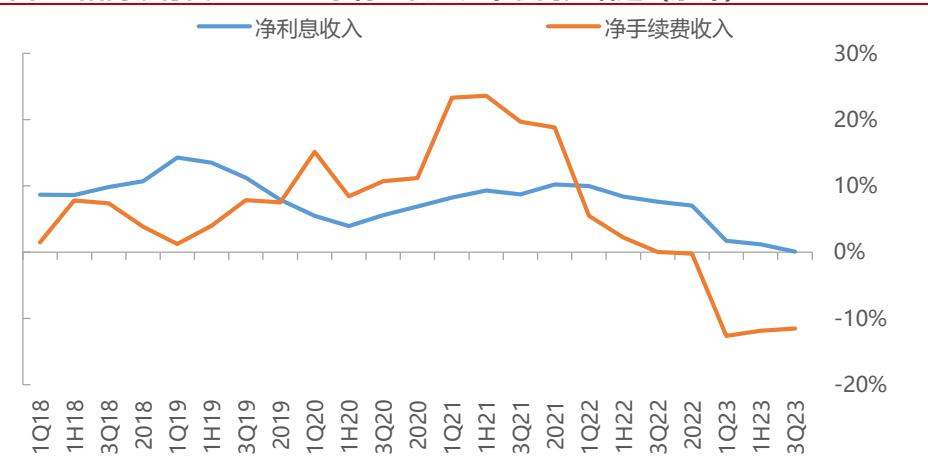
5. 招商银行 (600036.SH) 2022 年一季报详
解：市场波动、人事变动，财富龙头地位不动
-2022/04/22

图1：招商银行截至 23Q3 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 23Q3 净利息收入、中收同比增速（累计）



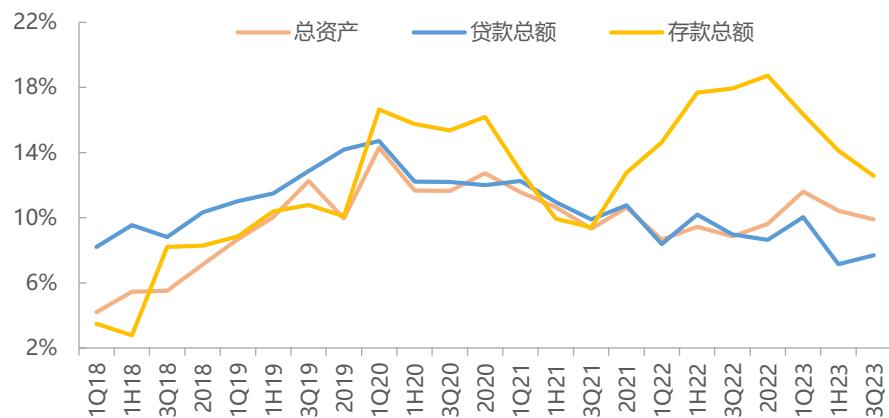
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图3：招商银行截至 23Q3 其他非息收入同比增速（累计）



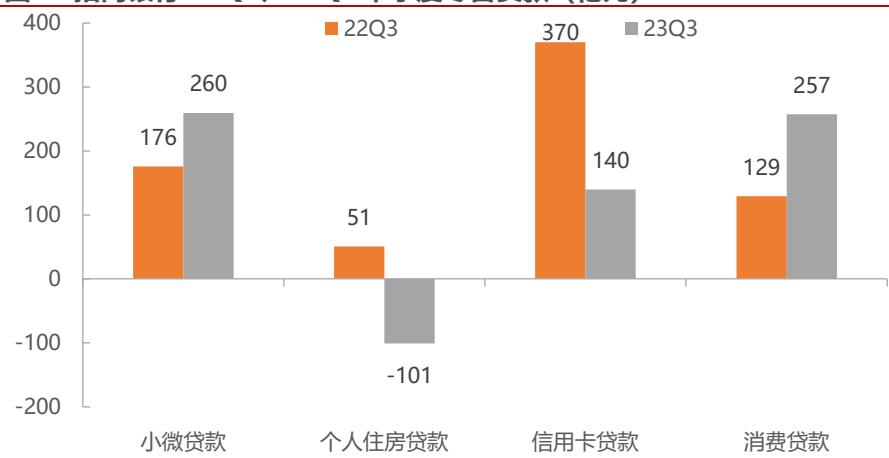
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图4：招商银行截至 23Q3 总资产、贷款总额、存款总额同比增速



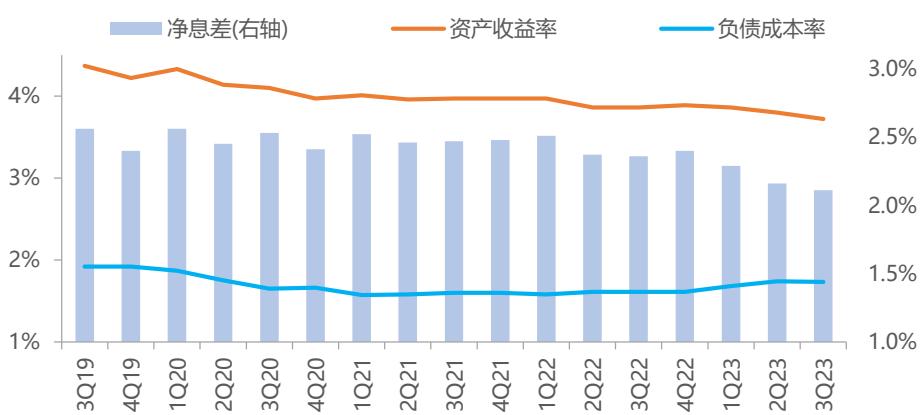
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图5：招商银行 23Q3、22Q3 单季度零售贷款（亿元）

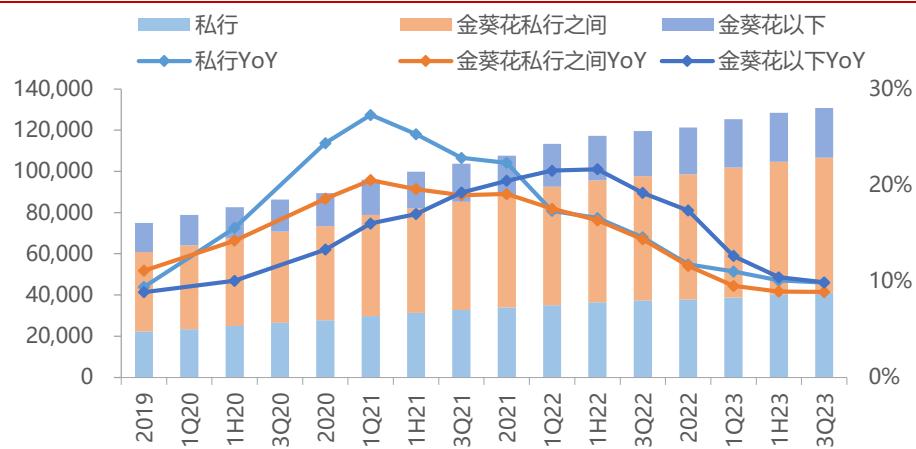


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

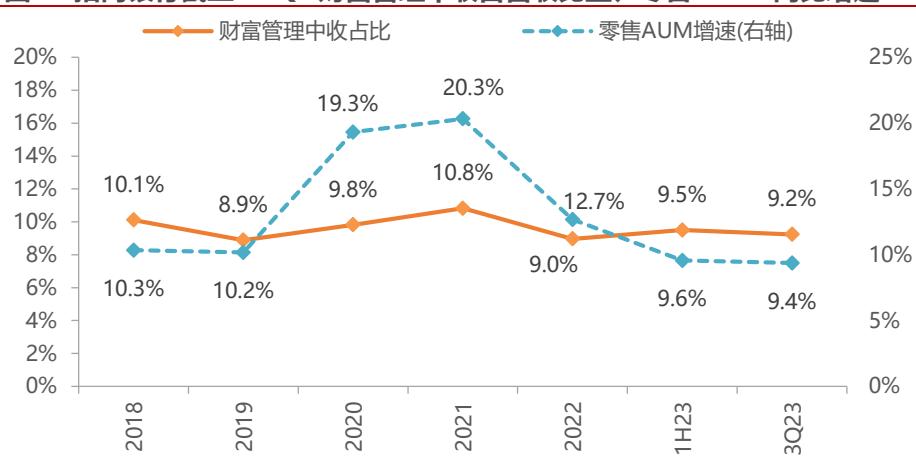
图6：招商银行截至 23Q3 净息差两端分解（单季度，披露值）



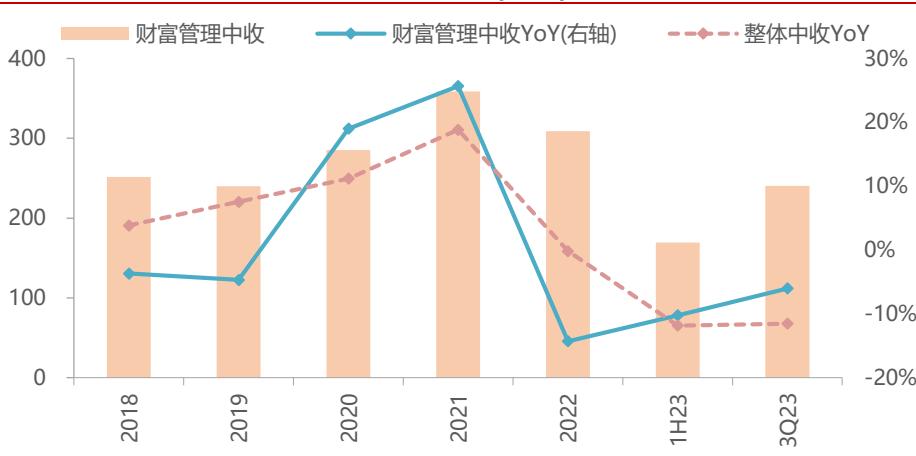
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图7：招商银行截至 23Q3 零售 AUM 分层结构（亿元）及各部分同比增速


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

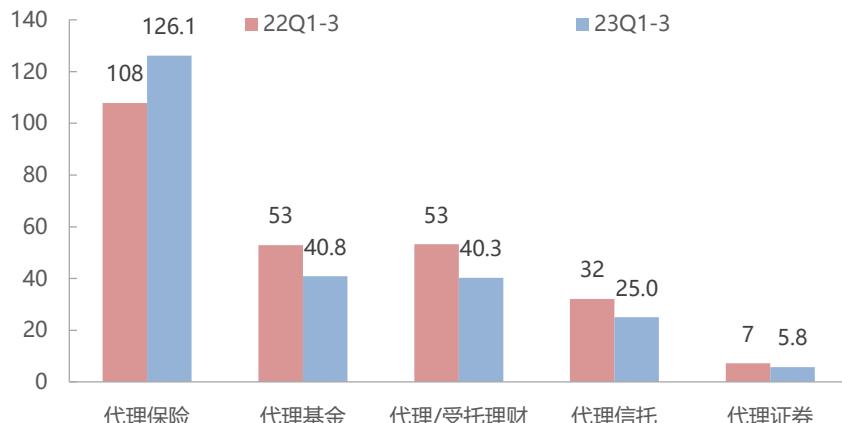
图8：招商银行截至 23Q3 财富管理中收占营收比重、零售 AUM 同比增速


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图9：招商银行截至 23Q3 财富管理中收（亿元）及其增速


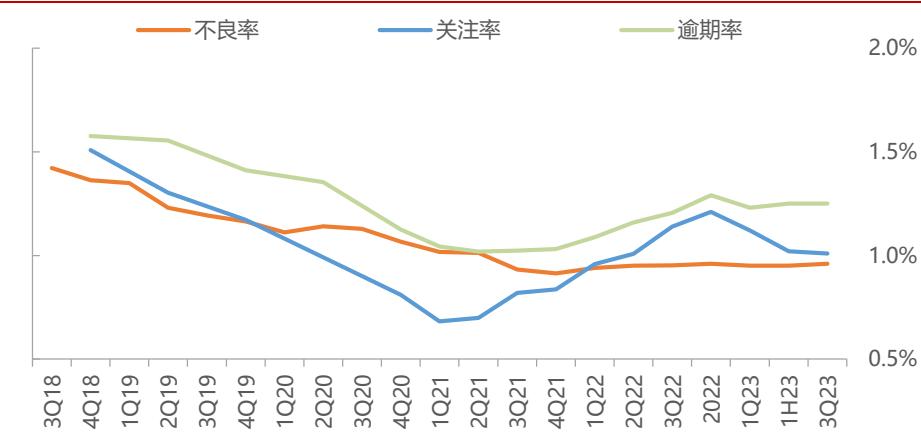
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图10：招商银行 23Q1-3、22Q1-3 财富管理中收（亿元）



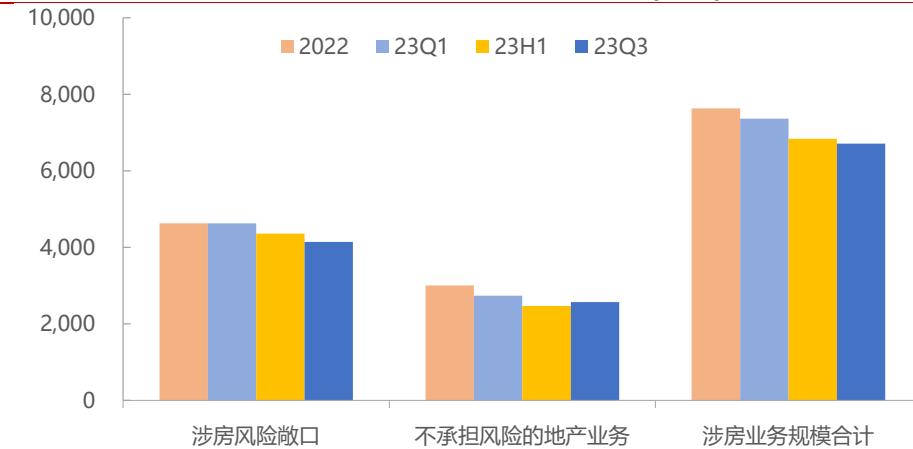
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图11：招商银行截至 23Q3 资产质量状况



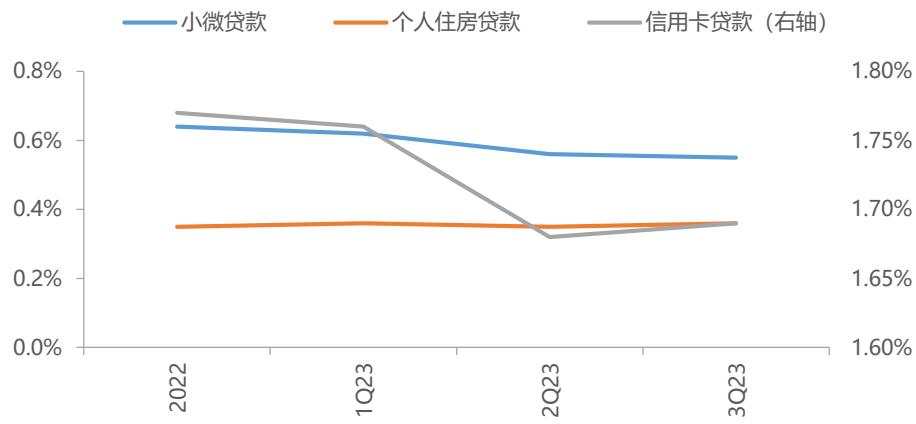
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图12：招商银行截至 23Q3 涉房风险敞口、业务规模（亿元）



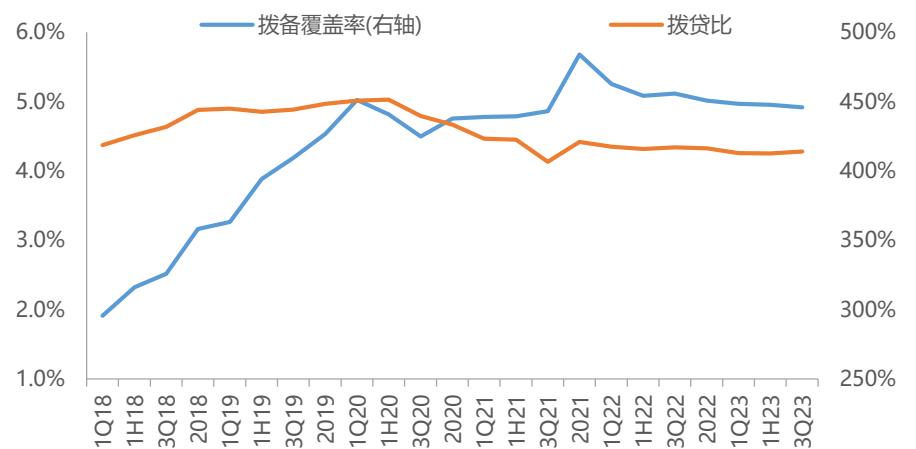
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图13：招商银行截至 23Q3 零售贷款不良率



资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图14：招商银行截至 23Q3 拨备水平



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	收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	2,182	2,186	2,268	2,389	归母净利润增速	15.1%	7.0%	16.9%	9.3%
手续费及佣金	943	943	990	1,039	拨备前利润增速	3.9%	4.3%	5.3%	8.8%
其他收入	323	323	352	423	税前利润增速	11.4%	12.9%	16.8%	9.2%
营业收入	3,448	3,451	3,609	3,851	营业收入增速	4.1%	0.1%	4.6%	6.7%
营业税及附加	-30	-35	-36	-39	净利息收入增速	7.0%	0.2%	3.7%	5.3%
业务管理费	-1,134	-1,032	-1,058	-1,079	手续费及佣金增速	-0.2%	0.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	2,227	2,323	2,447	2,662	营业费用增速	3.3%	-9.0%	2.5%	2.0%
计提拨备	-576	-458	-268	-282					
税前利润	1,651	1,864	2,178	2,379					
所得税	-258	-373	-436	-476					
归母净利润	1,380	1,477	1,727	1,888					
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	60,515	65,174	71,366	78,502	生息资产增速	10.3%	5.8%	7.6%	8.3%
同业资产	6,316	6,569	6,897	7,242	贷款增速	8.6%	7.7%	9.5%	10.0%
证券投资	27,727	28,559	29,987	31,786	同业资产增速	-21.0%	4.0%	5.0%	5.0%
生息资产	100,404	106,265	114,392	123,856	证券投资增速	27.4%	3.0%	5.0%	6.0%
非生息资产	3,600	9,817	13,007	16,062	其他资产增速	-8.9%	172.7%	32.5%	23.5%
总资产	101,389	113,372	124,670	137,129	计息负债增速	10.5%	12.1%	9.9%	9.9%
客户存款	75,357	84,852	93,338	102,671	存款增速	18.7%	12.6%	10.0%	10.0%
其他计息负债	11,694	12,709	13,848	15,130	同业负债增速	-12.5%	6.0%	6.0%	6.0%
非计息负债	4,795	5,274	5,802	6,382	股东权益增速	10.2%	10.4%	10.9%	10.8%
总负债	91,847	102,836	112,988	124,184					
股东权益	9,542	10,536	11,682	12,946					
每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E	存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	5.41	5.79	6.78	7.42	活期	63.0%	55.5%	56.0%	56.5%
每股拨备前利润(元)	8.83	9.21	9.70	10.55	定期	37.0%	44.5%	44.0%	43.5%
每股净资产(元)	32.71	36.64	41.16	46.15	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股总资产(元)	402.02	449.53	494.33	543.73	贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
P/E	6	5	5	4	企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
P/POP	4	3	3	3	个人贷款	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	票据贴现	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
P/A	0.08	0.07	0.06	0.06	资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E	不良贷款率	0.96%	0.92%	0.91%	0.88%
净息差(NIM)	2.28%	2.12%	2.06%	2.01%	正常	97.83%	97.89%	97.91%	97.96%
净利差(Spread)	2.28%	2.05%	1.94%	1.90%	关注	1.21%	1.19%	1.17%	1.16%
贷款利率	4.54%	4.38%	4.31%	4.27%	次级	0.38%	0.37%	0.36%	0.35%
存款利率	1.52%	1.59%	1.63%	1.63%	可疑	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%
生息资产收益率	3.89%	3.73%	3.66%	3.62%	损失	0.19%	0.17%	0.18%	0.17%
计息负债成本率	1.61%	1.68%	1.72%	1.72%	拨备覆盖率	450.8%	451.9%	419.5%	403.4%
盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E	资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.44%	1.39%	1.46%	1.45%	资本充足率	17.77%	16.22%	16.25%	16.26%
ROAE	17.73%	16.89%	17.61%	17.14%	核心资本充足率	13.68%	12.81%	13.15%	13.44%

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受到任何形式的补偿。

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 指数为准。	公司评级	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