

招商银行(600036)/银行

证券研究报告/公司点评

2024 年 1 月 21 日

**评级：增持(维持)**

市场价格：29.73

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

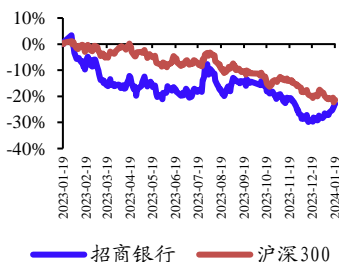
执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	25,220
流通股本(百万股)	20,630
市价(元)	29.73
市值(百万元)	718,400
流通市值(百万元)	613,300

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	326,873	339,102	333,732	334,396	341,647
增长率 yoy%	13.90%	3.70%	-1.60%	0.20%	2.20%
净利润(百万元)	119,922	138,012	146,596	153,601	158,448
增长率 yoy%	23.20%	15.10%	6.20%	4.80%	3.20%
每股收益(元)	4.69	5.41	5.75	6.03	6.22
每股现金流量					
净资产收益率	17.49%	17.73%	16.77%	15.16%	13.97%
P/E	6.34	5.50	5.17	4.93	4.78
PEG					
P/B	1.02	0.91	0.81	0.68	0.62

备注：股价截止 2024/1/19

**投资要点**

- 综述：**1、招行 2023 年营收同比-1.6%，同比降幅收窄 0.1 个点，非息降幅收窄支撑；净利润同比+6.2%，较 1-3 季度增速下降 0.3 个点。其中，净利息收入同比-1.6% (vs 3Q23 同比+0.1%)，增速边际放缓，主要是息差同比降幅扩大；净非息收入同比-1.7% (vs 3Q23 同比-4.6%)，降幅收窄。2、利息收入：四季度公司净利息收入环比降-1.7%，息差拖累，测算 Q4 息差环比下行 6bp。量方面，贷款占比总资产环比下降 0.5 点至 59%；存款占比总负债环比下降 0.7 点至 82%。价方面，测算单季年化净息差全年下行 22bp，其中前两季度息差下行幅度较大，Q3 下降幅度显著收窄至 3bp，但 Q4 预计受存量按揭房贷利率下调影响，降幅扩大至 6bp。3、非息收入：同比下降 1.7% (vs 3Q23 同比-4.6%)，同比降幅收窄。预计有 22Q4 债市波动、理财赎回引发的低基数影响。4、资产负债：扩表速度略有放缓；23 年存款增量回归稳定。(1) 资产：资产总额破 11 万亿，总资产同比增 8.8% (vs 4Q22 同比+9.6%)，总贷款同比增 7.6% (vs 4Q22 同比+8.6%)，实体需求不足，扩表速度略有放缓；Q1 贷款增量占全年增量 62%，投放相比往年更为前置，预计 2024 年信贷投放更为平滑。(2) 负债：总负债同比增 8.3%，总存款同比增 8.2% (vs 22Q4 同比+18.7%)，存款同比增速下降预计主要是 2022 年末理财赎回下存款增量高基数影响；存款占比总负债较 2022 年末维持在 82%的水平；全年新增存款 6197 亿，较 2022 年的 1.2 万亿回归至正常水平。5、资产质量优秀稳定，安全边际高。(1) 不良率维持低位。2023 年底不良率 0.95%，较三季度环比下降 1bp，较 22 年底下降 1bp，全年稳定在 0.95%-0.96%。(2) 公司风险偏好低，总体安全边际较高。公司拨备覆盖率 437.7%，环比下降 8.2%；拨贷比 4.14%，环比下降 13bp。6、其他：全年累积营业支出同比继续下降，全年同比-9.6%。预计主要是信用减值损失继续同比下降，其中贷款和垫款减值损失增加，其他类别资产信用减值损失同比减少。2023 年 1-9 月，信用减值损失 397.43 亿元，同比下降 20.78%。
- 投资建议：**公司当前股价对应 2023E、2024E、2025E PB 0.81X/0.68X/0.62X；PE 5.17X/4.93X/4.78X。招行各项指标显示其稳健优秀的基本面同时，在零售和财富管理赛道，逐渐积累起来“商业模式的护城河”；在于长期形成的内部市场化、外部客户导向的“企业文化”（在银行业内里是稀缺的）。这些底层价值并未发生变化，仍是行业中稀缺优秀的银行，值得长期持有。
- 注：**根据业绩快报，我们微调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1466 亿、1536 亿和 1584 亿（前值为 1464 亿、1542 亿和 1626 亿）。
- 风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

## 内容目录

1、 营收、利润增速稳定：营收同比-1.6%、净利润同比+6.2% .....	- 4 -
2、 利息收入：单季净利息收入环比-1.7%：息差拖累，Q4 息差环比下降 6bp .....	- 4 -
3、 非息收入：同比下降 1.7%、降幅边际略收窄 .....	- 5 -
4、 资产负债：扩表速度略有放缓； 23 年存款增量回归稳定 .....	- 5 -
5、 资产质量优秀稳定，安全边际高 .....	- 6 -
6、 其他 .....	- 7 -

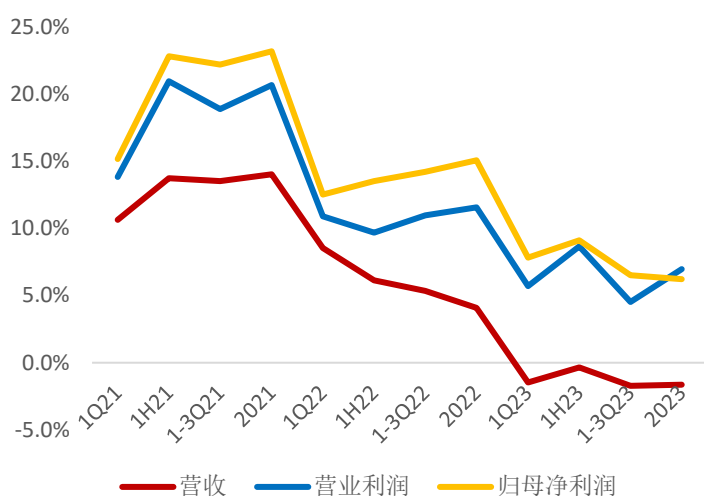
## 图表目录

图表 1: 招商银行业绩累积同比.....	- 4 -
图表 2: 招商银行业绩单季同比.....	- 4 -
图表 3: 招商银行单季年化净息差.....	- 4 -
图表 4: 招商银行累积净非息收入同比增速.....	- 5 -
图表 5: 招商银行单季度净非息占比营收.....	- 5 -
图表 6: 招商银行资产负债增速和结构情况.....	- 6 -
图表 7: 招商银行不良率.....	- 6 -
图表 8: 招商银行拨备情况.....	- 6 -
图表 9: 招商银行营业支出同比增速.....	- 7 -
图表 10: 招商银行盈利预测表.....	- 9 -

## 1、营收、利润增速稳定：营收同比-1.6%、净利润同比+6.2%

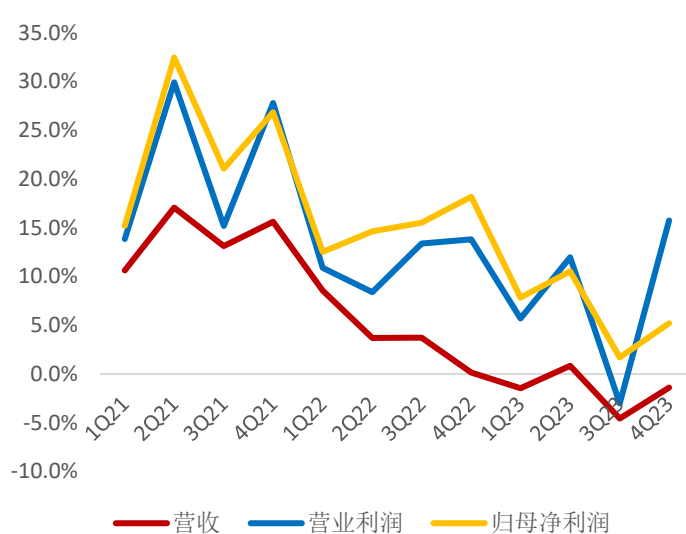
- 招行 2023 年营收同比-1.6%，同比降幅收窄 0.1 个点，非息回升支撑；净利润同比+6.2%，较 1-3 季度收窄 0.3 个点。**其中，净利息收入同比-1.6%（vs 1-3Q23 同比+0.1%），增速边际放缓，主要是息差同比 2022 年降幅扩大，4Q22 息差环比+2bp，4Q23 净息差环比-6bp；净非息收入同比-1.7%（vs 1-3Q23 同比-4.6%），降幅收窄。4Q22-4Q23 期间，累积营收、营业利润、归母净利润分别同比增长 4.1%/-1.5%/-0.4%/-1.7%/-1.6%、11.6%/5.7%/8.7%/4.5%/7%、15.1%/7.8%/9.1%/6.5%/6.2%。

图表 1：招商银行业绩累积同比



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 2：招商银行业绩单季同比

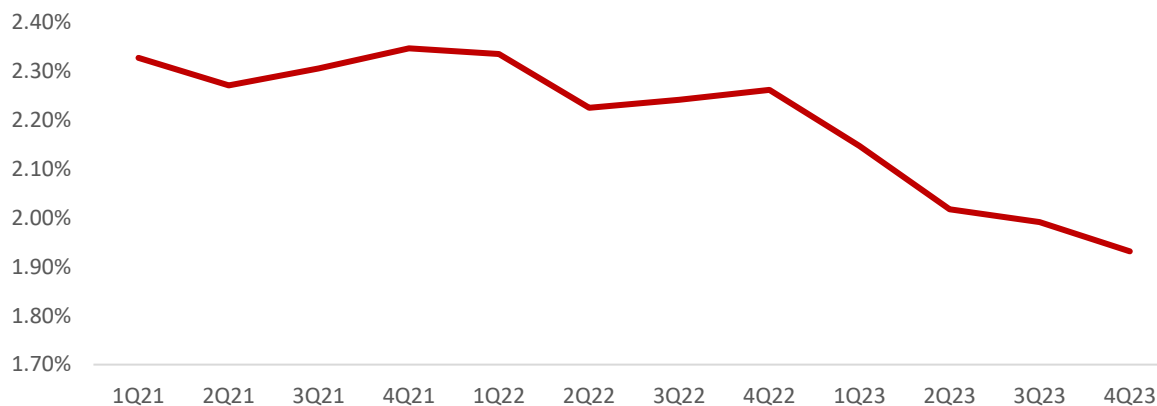


来源：公司财报，中泰证券研究所

## 2、利息收入：单季净利息收入环比-1.7%：息差拖累，Q4 息差环比下降 6bp

- 4 季度公司净利息收入环比降-1.7%，息差拖累。**1、量方面，总贷款环比增 0.8%，贷款占比总资产环比下降 0.5 点至 59%；存款环比增 2.2%，存款占比总负债环比下降 0.7 点至 82%。2、价方面，测算单季年化净息差环比下降 6bp，全年下行 22bp，主要在一季度和四季度反映。用总资产替代生息资产（历年招行生息资产占比总资产均在 99%左右，该占比在 1Q23/1H23/3Q23 分别为 99.1%、99.1%、99%，可以近似替代），测算的 1Q23-4Q23 单季年化净息差分别为 2.15%、2.02%、1.99%、1.93%，全年息差累积下行 22bp，其中前两季度息差下行幅度较大，Q3 下降幅度显著收窄至 3bp，但 Q4 预计受存量按揭房贷利率下调影响，降幅扩大至 6bp。

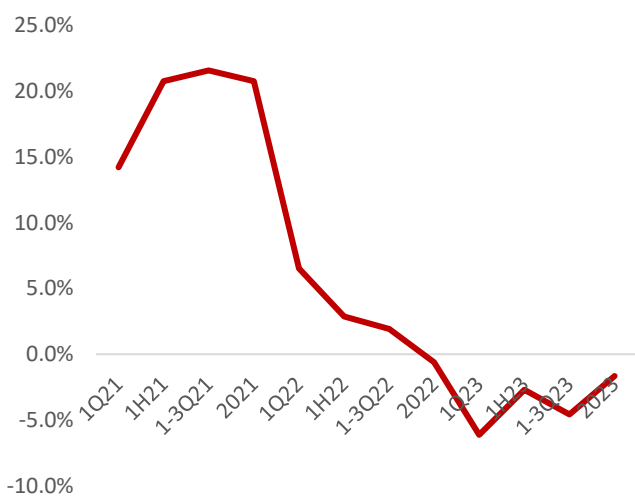
图表 3：招商银行单季年化净息差



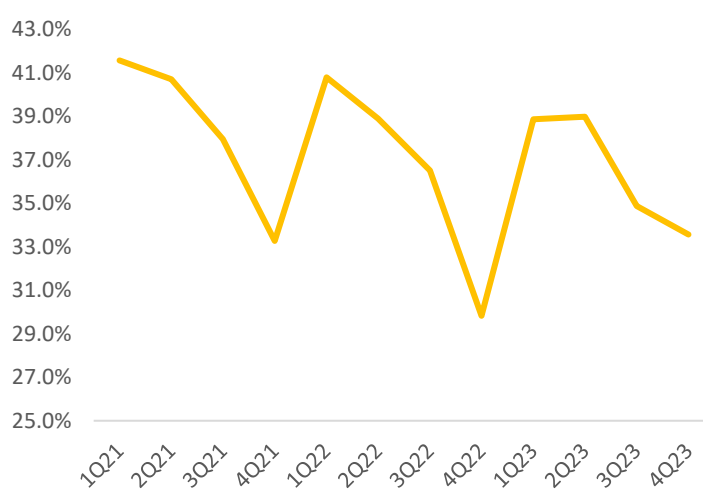
来源：公司财报，中泰证券研究所

### 3、非息收入：同比下降 1.7%、降幅边际略收窄

- 招行累积净非息收入同比下降 1.7% (vs 1-3Q23 同比-4.6%)，同比降幅收窄，预计有 22Q4 债市波动、理财赎回引发的低基数影响。占比来看，由于 Q4 是财富管理营销淡季，近四年四季度净非息收入占比分别为 32.7%、33.3%、29.8%、33.6%，除 22Q4 外，占比维持稳定。

**图表 4：招商银行累积净非息收入同比增速**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表 5：招商银行单季度净非息占比营收**


来源：公司财报，中泰证券研究所

### 4、资产负债：扩表速度略有放缓； 23 年存款增量回归稳定

- 资产：资产总额破 11 万亿，扩表速度略有放缓，Q1 贷款增量贡献全年 62% 的增量。1、同比增速：总资产同比增 8.8% (vs 4Q22 同比 +9.6%)，总贷款同比增 7.6% (vs 4Q22 同比 +8.6%)，实体需求不足，扩表速度略有放缓，信贷增速低于总资产，贷款占比总资产较 2022 年下降 0.7 个点。2、资产及信贷增量，总资产达 11 万亿；

2022 全年新增贷款 4574 亿，较 22 年新增规模下降 240 亿，1-4 季度新增贷款较 22 年 1-4 季度同比增量为 964 亿、-1542 亿、375 亿和-38 亿，可见 2023 年投放更加前置，Q1 贡献全年 62% 的增量。

- **负债：22 年高基数影响，存款同比增速下降，全年存款增量回归稳定水平。**
  - 1、同比增速：**总负债同比增 8.3%，总存款同比增 8.2%（vs 22Q4 同比+18.7%），负债存款增速相当，存款同比增速下降预计主要是 2022 年末理财赎回下存款增量高基数影响；存款占比总负债较 2022 年末维持在 82% 的水平。
  - 2、增量方面：**全年新增存款 6197 亿，较 2022 年的 1.2 万亿回归至正常水平，Q4 单季新增 1749 亿，占全年增量的 28.2%。

图表 6：招商银行资产负债增速和结构情况

	2021	1Q22	1H22	1-3Q22	2022	1Q23	1H23	1-3Q23	2023
<b>绝对值 (亿元)</b>									
资产总额	92,490	94,154	97,250	97,071	101,389	105,088	107,398	106,680	110,285
总贷款	55,700	57,581	59,318	59,944	60,515	63,360	63,554	64,555	65,089
单季新增贷款	689	1,881	1,737	626	571	2,845	195	1,001	533
负债总额	83,833	85,146	88,293	87,793	91,847	95,190	97,539	96,467	99,428
总存款	63,471	66,801	70,372	70,901	75,357	77,719	80,302	79,805	81,554
单季新增存款	3,351	3,330	3,571	529	4,457	2,361	2,584	(497)	1,749
<b>结构占比</b>									
贷款/总资产	60.2%	61.2%	61.0%	61.8%	59.7%	60.3%	59.2%	60.5%	59.0%
存款/总负债	75.7%	78.5%	79.7%	80.8%	82.0%	81.6%	82.3%	82.7%	82.0%
贷存比	87.8%	86.2%	84.3%	84.5%	80.3%	81.5%	79.1%	80.9%	79.8%
<b>同比增速</b>									
资产总额	10.6%	8.7%	9.4%	8.9%	9.6%	11.6%	10.4%	9.9%	8.8%
总贷款	10.8%	8.4%	10.2%	9.0%	8.6%	10.0%	7.1%	7.7%	7.6%
负债总额	9.9%	7.7%	8.7%	8.1%	9.6%	11.8%	10.5%	9.9%	8.3%
总存款	12.8%	14.6%	17.7%	17.9%	18.7%	16.3%	14.1%	12.6%	8.2%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

## 5、资产质量优秀稳定，安全边际高

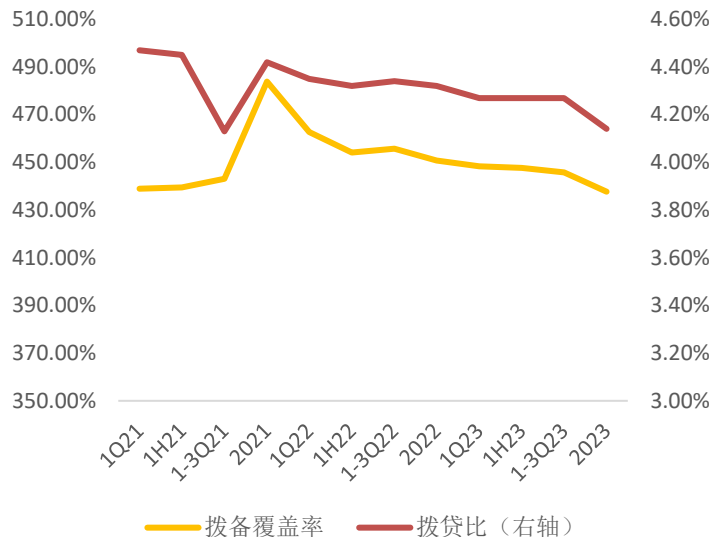
- **1、不良率维持低位。**2023 年底不良率 0.95%，较三季度环比下降 1bp，较 22 年底下降 1bp，全年稳定在 0.95%-0.96%，维持优秀水平。
- 2、公司风险偏好低，总体安全边际较高。**公司拨备覆盖率 437.7%，环比下降 8.2%，拨备仍维持高位，对利润支撑反哺能力较强；拨贷比 4.14%，环比下降 13bp。

图表 7：招商银行不良率

图表 8：招商银行拨备情况



来源：公司财报，中泰证券研究所

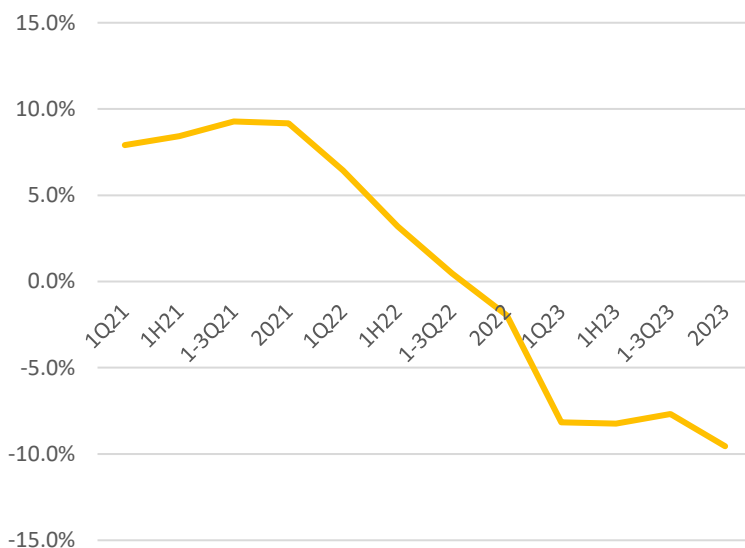


来源：公司财报，中泰证券研究所

## 6、其他

- 全年累积营业支出同比继续下降，全年同比-9.6%。**预计主要是信用减值损失继续同比下降，其中贷款和垫款减值损失增加，其他类别资产信用减值损失同比减少。2023年1-9月，信用减值损失397.43亿元，同比下降20.78%。其中，贷款和垫款信用减值损失414.66亿元，同比增加74.22亿元，主要是贷款规模增加及部分客户风险变化的影响；除贷款和垫款外的其他类别业务信用减值损失合计-17.23亿元，同比减少178.46亿元。

**图表 9：招商银行营业支出同比增速**



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 投资建议：**公司当前股价对应 2023E、2024E、2025E PB

0.81X/0.68X/0.62X; PE5.17X/4.93X/4.78X。招行各项指标显示其稳健优秀的基本面同时，在零售和财富管理赛道，逐渐积累起来“商业模式的护城河”；在于长期形成的内部市场化、外部客户导向的“企业文化”（在银行业内里是稀缺的）。这些底层价值并未发生变化，仍是行业中稀缺优秀的银行，值得长期持有。

- 注：根据业绩快报，我们微调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1466 亿、1536 亿和 1584 亿（前值为 1464 亿、1542 亿和 1626 亿）。
- 风险提示：经济下滑超预期、公司经营不及预期。



图表 10: 招商银行盈利预测表

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
PE	5.5	5.17	4.93	4.78	净利息收入	218,235	214,776	218,170	227,854
PB	0.91	0.81	0.68	0.62	手续费净收入	94,275	86,780	82,441	78,319
EPS	5.41	5.75	6.03	6.22	营业收入	339,102	333,732	334,396	341,647
BVPS	32.71	36.61	40.74	45.08	业务及管理费	(113,375)	(106,794)	(107,007)	(109,327)
每股股利	1.74	1.74	1.83	1.88	拨备前利润	222,679	224,089	224,494	229,350
<b>盈利能力</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	拨备	(57,566)	(48,367)	(40,533)	(39,216)
净息差	2.28%	2.05%	1.92%	1.85%	税前利润	165,113	175,722	183,961	190,134
贷款收益率	4.57%	4.27%	4.05%	3.95%	税后利润	139,294	148,134	155,447	160,663
生息资产收益率	3.69%	3.48%	3.32%	3.24%	归属母公司净利润	138,012	146,596	153,601	158,448
存款付息率	1.52%	1.56%	1.54%	1.53%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
计息负债成本率	1.60%	1.65%	1.63%	1.61%	贷款总额	6,051,459	6,511,370	6,999,723	7,524,702
ROAA	1.42%	1.35%	1.27%	1.19%	债券投资	2,772,689	3,049,958	3,354,954	3,690,449
ROAE	17.73%	16.77%	15.16%	13.97%	同业资产	631,598	663,178	696,337	731,154
成本收入比	33.43%	32.00%	32.00%	32.00%	生息资产	10,043,564	10,933,876	11,831,320	12,804,642
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产总额	10,138,912	11,138,777	12,171,412	13,218,728
净利息收入	7.0%	-1.6%	1.6%	4.4%	存款	7,535,742	8,153,673	8,969,040	9,865,944
营业收入	3.7%	-1.6%	0.2%	2.2%	同业负债	1,075,369	1,021,601	970,521	921,995
拨备前利润	3.8%	0.6%	0.2%	2.2%	发行债券	223,821	235,012	246,763	259,101
归属母公司净利润	15.1%	6.2%	4.8%	3.2%	计息负债	8,834,932	9,410,286	10,186,324	11,047,040
净手续费收入	-0.2%	-8.0%	-5.0%	-5.0%	负债总额	9,184,674	10,082,019	11,007,204	11,944,407
贷款余额	8.64%	7.60%	7.50%	7.50%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220
生息资产	10.4%	8.9%	8.2%	8.2%	归属母公司股东权益	945,503	1,050,393	1,154,393	1,263,917
存款余额	18.7%	8.2%	10.0%	10.0%	所有者权益总额	954,238	1,059,652	1,164,208	1,274,321
计息负债	10.0%	6.5%	8.2%	8.4%	<b>资本状况</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资本充足率	17.77%	17.99%	18.13%	18.16%
不良率	0.96%	0.95%	0.94%	0.94%	核心资本充足率	13.68%	14.13%	14.59%	14.91%
拨备覆盖率	450.0%	428.4%	391.5%	348.9%	杠杆率	10.68	10.63	10.54	10.45
拨贷比	4.32%	4.07%	3.68%	3.28%	RORWA	2.56%	2.50%	2.36%	2.22%
不良净生成率	0.83%	0.80%	0.80%	0.78%	风险加权系数	54.92%	54.49%	54.36%	54.56%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。