

公司深度

招商银行(600036.SH)

银行 | 股份制银行 II

零售龙头价值依旧，关注超跌机会

2024年01月29日

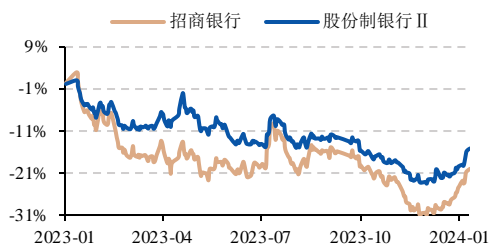
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	31.35
52周价格区间(元)	27.03-42.03
总市值(百万)	767626.52
流通市值(百万)	646717.41
总股本(万股)	2521984.60
流通股(万股)	2521984.60

涨跌幅比较



刘敏  
执业证书编号:S0530520010001  
liumin83@hncasing.com

分析师

洪欣佼  
hongxinjiao@hncasing.com

研究助理

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	3,312.53	3,447.83	3,391.45	3,507.36	3,597.93
归母净利润(亿元)	1,199.22	1,380.12	1,465.95	1,516.59	1,620.67
每股收益(元)	4.76	5.47	5.81	6.01	6.43
每股净资产(元)	34.05	37.49	36.45	42.44	49.27
P/E	6.54	5.69	5.35	5.18	4.84
P/B	0.91	0.83	0.85	0.73	0.63

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **负债护城河优势明显。**依托对优质客群的长期精耕细作，招行零售及对公存款中活期占比高且稳定，负债成本优势突出。优异的负债结构使得招行在资产端能够更好地平衡收益与风险，形成“低负债成本-高质量稳健扩表-合理净息差-低不良”的良性循环。
- **招行财富管理优势突出。**理财代销、资产管理及资产托管等方面均大幅领先，轻资本、弱周期属性凸显，当前国内财富管理市场依旧是一片蓝海，仍然具有较大增长空间，随着经济复苏，市场回暖，财富管理收入也将获得恢复性增长，具有先发优势的招行会更加受益。
- **前期负面因素逐步弱化。**一是公募基金、银保手续费调降，引发市场对招行财富管理业务“降费”的担忧。我们认为，降费对招行的影响相对可控，近年来招行主动压降对渠道费的依赖度。2020年招行就在行业内率先推出指数基金和债券基金申购费率一折，代销基金业务的收入主要来源预计以依托保有量的尾佣为主且，招行在财富管理业务具备较强综合优势，其他代销业务的增长能有效对冲部分领域的负面影响。二是有效需求不足的担忧。我们认为招商银行在长三角、珠三角、环渤海三个经济发达区域的网点布局占比超过全国网点的一半，营收占比超75%，更加有望受益于区域经济韧性，资产质量亦更优。三是地产风险担忧。我们认为，房地产业贷款客户和区域结构保持良好，85%以上的地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区。招行2022年便开始主动做风险暴露，对公房地产贷款不良率有所上升，但对公地产贷款不良生成在二三季度已经边际回落，地产风险暴露影响最大的时点已经过去，不良生成压力趋缓，对估值的影响也会不断降低。
- **盈利预测：**预计招商银行2023年-2025年的营收增速分别为-1.64%、3.42%、2.58%，归母净利润增速分别为6.22%、3.45%、6.86%。当前股价对应2023-2025年0.85/0.73/0.63倍PB，5.35/5.18/4.84倍PE，给予公司2024年0.80-0.85倍PB，对应合理估值区间33.96-36.07元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济增长不及预期，资产质量大幅恶化。

## 内容目录

<b>1 发展战略</b> .....	<b>4</b>
1.1 一次转型：零售引领.....	4
1.2 二次转型：轻型银行.....	5
1.3 三次转型：金融科技.....	6
1.4 聚焦未来：重为轻根，追求轻重均衡.....	6
<b>2 业务特色</b> .....	<b>7</b>
2.1 资产端：规模领跑股份行，资产结构总体稳定.....	7
2.2 零售业务：零售金融主体优势不改，大财富管理优势突出.....	8
2.3 对公业务：做优做强批发金融，存贷优势亦明显.....	10
2.4 负债端：活期存款占比高，低负债成本优势足.....	12
<b>3 盈利能力</b> .....	<b>13</b>
<b>4 资产质量</b> .....	<b>15</b>
<b>5 前期负面因素逐步弱化</b> .....	<b>16</b>
5.1 财富管理“降费”担忧.....	16
5.2 有效信贷需求不足.....	17
5.3 地产风险担忧.....	18
<b>6 投资分析意见</b> .....	<b>19</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1：招商银行 AUM 与零售客户数（2006-2023 年）.....	4
图 2：2008 年招商银行个人活期存款/个人存款高于可比同业（%）.....	5
图 3：2016 年招商银行风险加权资产比重低于可比同业（%）.....	6
图 4：招商银行资产规模领跑股份行（亿元）.....	7
图 5：招商银行资产结构（%）.....	7
图 6：招商银行资产规模及同比增速（亿元，%）.....	7
图 7：招商银行个人贷款占比、个人利息收入占比居前（2022 年末，%）.....	8
图 8：招商银行信用卡贷款占比位居可比同业第二（2022 年末，%）.....	9
图 9：招行非利息收入占比居于同业前列（2022 年末，%）.....	10
图 10：招行非利息收入占比总体上升（2016-2022 年，%）.....	10
图 11：招商银行对公存款活期占比高，付息率低（2022 年末，%）.....	11
图 12：招商银行对公贷款不良率较低（2022 年末，%）.....	11
图 13：招商银行存款占比在全国性上市银行中排名第三（2022 年末，%）.....	12
图 14：招商银行高活期占比，低成本利率的负债成本优势领跑全国性上市银行（2022 年末，%）.....	13
图 15：招商银行 ROE 持续领跑可比同业（2018-2022 年，%）.....	13
图 16：招商银行 ROA 持续领跑可比同业（2018-2022 年，%）.....	14
图 17：招商银行净利润增速稳居前列（2018-2022 年，%）.....	14
图 18：招商银行净息差居可比同业前列（2018-2022 年，%）.....	15
图 19：招商银行资产质量保持优异（2018-2022 年，%）.....	15
图 20：招商银行拨备覆盖率大幅领先可比同业（2018-2022 年，%）.....	16
图 21：招行股票+混合公募基金保有规模位居所有机构第一（2022 年末，亿元）.....	17

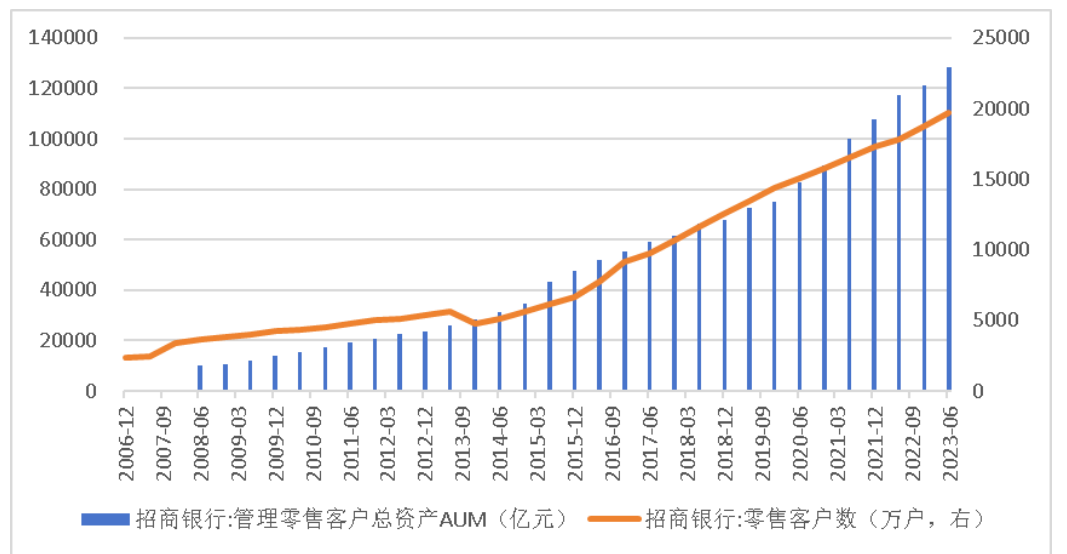
---

图 22: 招行非货币市场公募基金保有规模为银行业第一, 仅次于蚂蚁金服 (2022 年末, 亿元) .....	17
图 23: 招行零售重点领域信贷投放 (亿元) .....	18
图 24: 招行新增贷款结构 (%) .....	18
表 1: 2022 年招商银行手续费及佣金收入结构 .....	9

## 1 发展战略

招商银行 1987 年成立于深圳蛇口，是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。2002 年 4 月 9 日，招商银行 A 股在上海证券交易所上市；2006 年 9 月 22 日于港交所上市。在成立的 36 年以来，经历了三次战略转型，不断开创银行零售业务的先河，被誉为“零售之王”。2006 年，招商银行的零售客户数仅有 2379 万户，经过多年零售战略转型，到 2022 年，零售客户数已增至 18800 万户，零售 AUM 达 12.1 万亿元，2009-2022 年零售 AUM 年均复合增长率为 18.95%。

图 1：招商银行 AUM 与零售客户数（2006-2023 年）

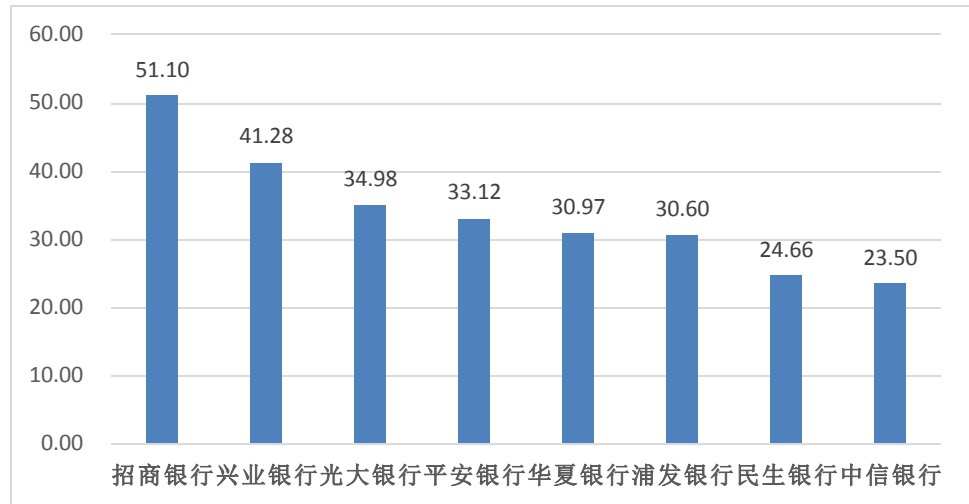


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

### 1.1 一次转型：零售引领

2004 年，招行明确提出“将零售银行业务作为发展的战略重点，逐步推进零售银行业务管理体系和组织架构变革”。彼时，国内银行业普遍倚重高收益高产出的对公业务，而对零售业务的重视程度较低，当时招行自身的零售业务占比也无足轻重。招行对未来的前瞻把握，率先在全行业提出“不做对公，今天没饭吃；不做零售，将来没饭吃”，促成了第一次零售业务转型。招行先后推出了一卡通、一网通、金葵花理财、信用卡等一系列创新产品，建立了综合化的零售产品体系，2003 年至 2008 年的五年期间，招行净利润复合增长率达到 56.5%，在同行中名列前茅。分业务看，其储蓄存款由不足 2000 亿元增长到 5553 亿元，活期存款占个人存款比重超过 50%；零售贷款由 500 余亿元增加到 3286 亿元，各项指标均实现跨越式增长。

图 2：2008 年招商银行个人活期存款/个人存款高于可比同业（%）



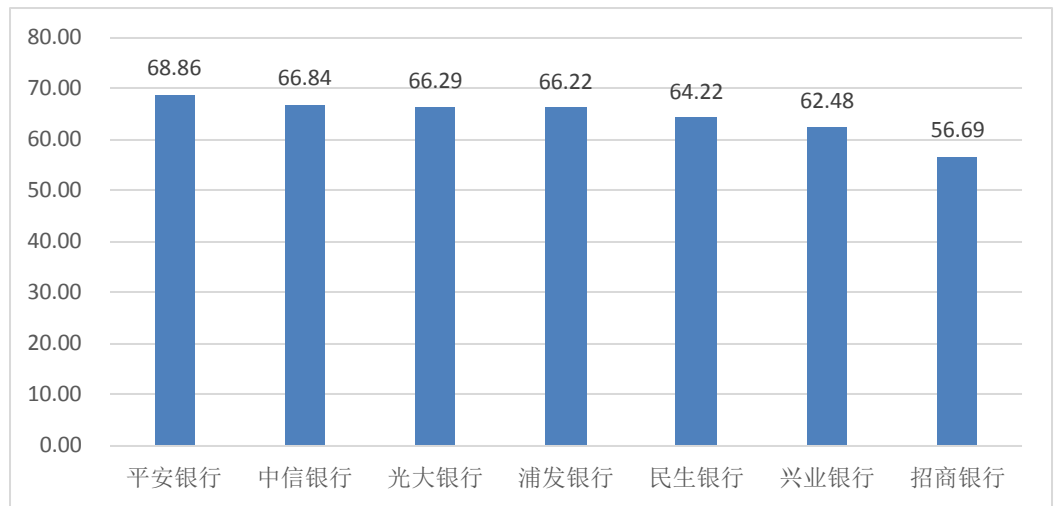
资料来源：同花顺 IFind、财信证券

## 1.2 二次转型：轻型银行

2008 年金融危机背景下，央行数次降息并大规模释放流动性，2008 年 9 月-12 月，一年期贷款基准利率大降 1.89 个百分点，国内银行业普遍出现了净息差收窄的情况。而招行资产负债结构中，活期存款、零售贷款、票据业务等占比较大，对息差的反应更为敏感，因此，招行在 2009 年年报中提出**降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控**。2013 年零售贷款平均收益率为 6.74%，相比 2009 年提升 1.69 个百分点，贷款定价能力显著提升；同时，成本收入比由 2009 年的 44.86% 降至 2013 年的 34.4%。

2013 年开始，银行业面临宏观经济下行、利率市场化加速、金融脱媒和互联网金融兴起的四大冲击。为此，招行进行二次转型的深化，进一步明确**“一体两翼”的发展战略，走轻型银行之路**。在“一体两翼”战略中，招行明确零售金融为主体，对公业务和同业业务为两翼。零售、交易银行、托管等轻资本消耗业务的持续创新，带动招行实现“二次突破”。2016 年，招商银行托管规模超过 10 万亿，位居国内银行第二，同时，招行加权风险资产比重在可比同业中优势开始显现，大幅低于可比同业，资本节约成效显著。

图 3：2016 年招商银行风险加权资产比重低于可比同业（%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

### 1.3 三次转型：金融科技

2018 年，随着人工智能、大数据、云计算、区块链等新技术不断涌现，为银行业带来新的机遇与业务模式，招行将金融科技视为业务再次腾飞的助推剂，开始探索数字化时代的 3.0 模式，推动传统银行向数据化、智能化方向转变。2021 年，招行正式提出“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+开放融合的组织模式”，数字化转型不断深化。截至 2023 年 6 月末，招行累计立项金融科技创新项目 3494 个，累计上线项目 2687 个，招商银行 App 和掌上生活 App 月活跃用户(MAU)达 1.11 亿户，小微客户专属服务平台招贷 App 授信小微贷款额度 1541.03 亿元，公司客户基础服务线上化率 95.65%，融资业务线上化率 89.88%，较上年末提升 7.74 个百分点，外汇业务线上化率 73.57%，较上年末提升 8.08 个百分点。借助模型自动审贷，“招企贷”实现企业贷款全流程线上化，客户从申请至放款最快 0.5 个工作日。

### 1.4 聚焦未来：重为轻根，追求轻重均衡

2022 年，招商银行提出加快模式转型。做强重资本业务，做大轻资本业务，追求轻重均衡。通过改善资产结构、优化资产配置、提升资产定价能力做强重资本业务，推动科技金融、绿色金融、普惠金融的快速发展；通过发展大财富管理做大轻资本业务，强化准入和风险管理，形成“财富管理——资产管理——投资银行”的高价值业务循环链；强调“重为轻根”，通过轻重均衡实现经营模式的领先。在战略愿景的基础上，招行进一步提出“巩固零售金融主体地位”，表明招行零售战略方向坚定不移。

“做强重资本，做大轻资本”，重资本业务主要是指银行的传统信贷业务，需要消耗风险资本金，做强指的是提升实际收益率（净息差-信用成本），在规模扩张速度合理的基础上，优化信贷业务结构；轻资本业务主要是指银行的中间业务，如财富管理、投行类业务，这类资本金消耗少，市场蓝海广阔，应快速扩大规模，抢占市场。

“重为轻根，追求轻重均衡”则表明，大财富管理价值循环链并不是孤立存在，需要依托对重资本业务的精耕细作，拓宽客户经营的广度与深度，与轻资本业务互为补充，形成大财富管理循环链闭环。

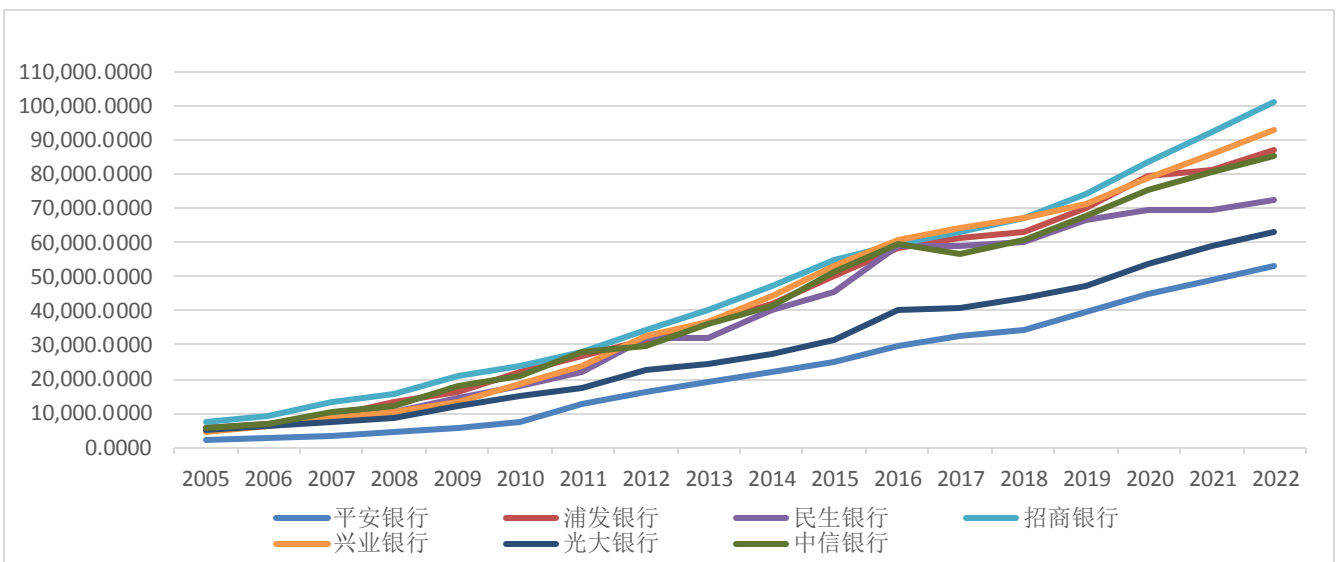
## 2 业务特色

### 2.1 资产端：规模领跑股份行，资产结构总体稳定

**资产规模领跑股份行。**2004年以来，招商银行资产规模稳健扩张，持续领跑股份行，截至2022年末，总资产规模达10.14万亿，同比增长9.62%，是除六大国有大行外，资产规模最大的股份制商业银行。

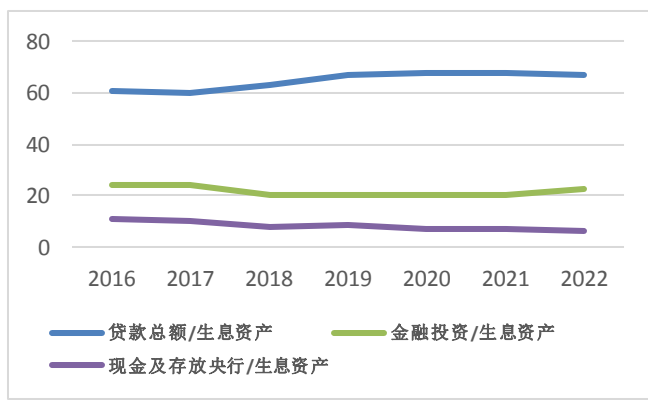
**资产结构总体稳定。**在生息资产中，贷款占比稳定在60%以上。截至2022年末，招商银行发放贷款及垫款5.81万亿元，较上年末增长8.84%，占生息资产比例66.63%，占比较上年减少1.13pct。金融投资占比约为20%，2022年同比提高2.0个百分点至22.35%。

图 4：招商银行资产规模领跑股份行（亿元）



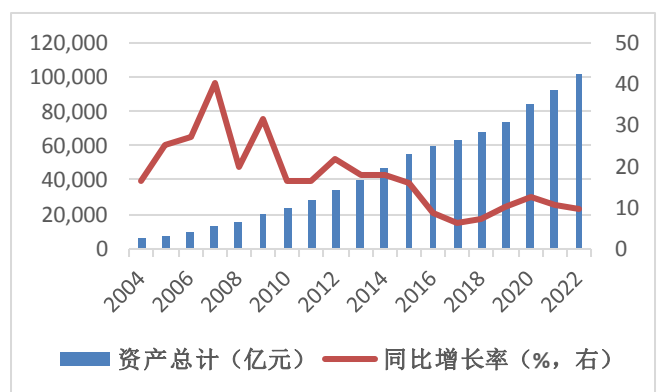
资料来源：同花顺IFind、财信证券

图 5：招商银行资产结构（%）



资料来源：同花顺IFind、财信证券

图 6：招商银行资产规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：同花顺IFind、财信证券

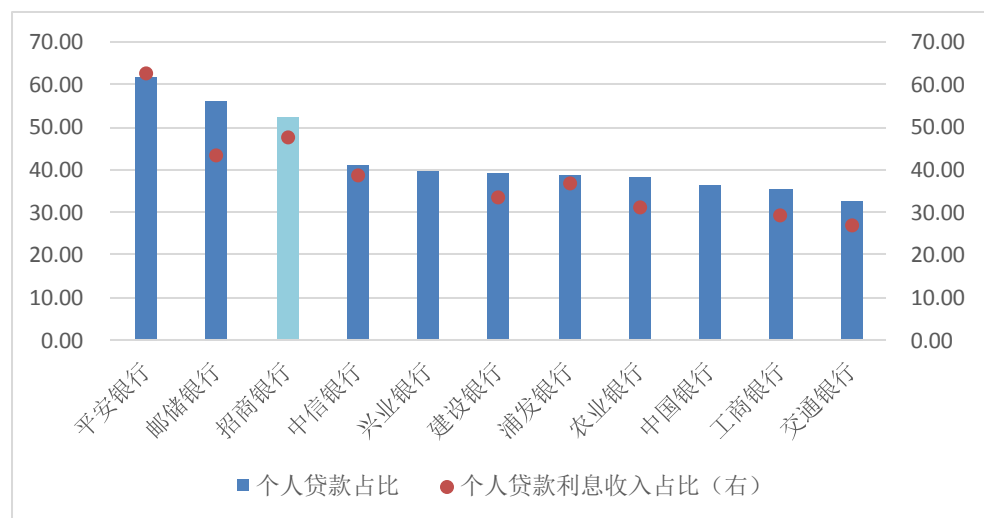
## 2.2 零售业务：零售金融主体优势不改，大财富管理优势突出

**零售金融业绩贡献超五成。**招商银行主要业务分部包括零售金融业务和批发金融业务。2022 年，招商银行零售金融业务税前利润 941.78 亿元，同比增长 21.19%，占税前利润总额的 57.04%，同比上升 4.60 个百分点；零售金融营业收入 1,914.22 亿元，同比增长 6.93%，占本集团营业收入的 55.52%，同比上升 1.48 个百分点。其中，零售净利息收入 1,293.38 亿元，同比增长 11.51%，占零售营业收入的 68.62%；零售非利息净收入 591.43 亿元，同比下降 3.56%，占零售营业收入的 31.38%，占公司非利息净收入的 57.09%。

**零售客户和 AUM 余额保持稳定增长。**截至 2022 年末，招商银行零售客户 1.84 亿户（含借记卡和信用卡客户），较上年末增长 6.36%，其中，金葵花及以上客户（指在本公司月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户）414.34 万户，较上年末增长 12.84%。截至 2022 年末，公司管理零售客户总资产余额 121,230.13 亿元，较上年末增长 12.68%，其中，管理金葵花及以上客户总资产余额 98,665.96 亿元，较上年末增长 11.66%。截至 2022 年末，公司零售客户存款余额 29,558.25 亿元，较上年末增长 36.33%。2022 年，公司零售客户存款日均余额中活期占比 65.02%，零售客户一卡通发卡总量 1.88 亿张（含二类户发卡量），较年初增长 6.21%。

**零售贷款贡献凸出，信用卡业务领先同业。**截至 2022 年末，招商银行个人贷款占贷款总额比例为 52.25%，在可比国股行中排名第三，仅次于平安银行和邮储银行；个人贷款利息收入占全部利息收入比例为 47.59%，在可比国股行中排名第二，仅次于平安银行，零售贷款业务贡献凸出。从贷款结构来看，信用卡贷款业务已成为招行特色，2022 年末招商银行个人贷款中信用卡贷款占比 27.98%，在可比国股行中排名第二。截至 2022 年末，公司信用卡流通卡 10270.93 万张，流通户 7000.16 万户，信用卡贷款余额 8844.30 亿元，较上年末增长 5.25%。2022 年公司实现信用卡交易额 48,362.39 亿元，同比增长 1.52%；实现信用卡利息收入 639.74 亿元，同比增长 7.26%；实现信用卡非利息收入 280.76 亿元，同比增长 3.57%。

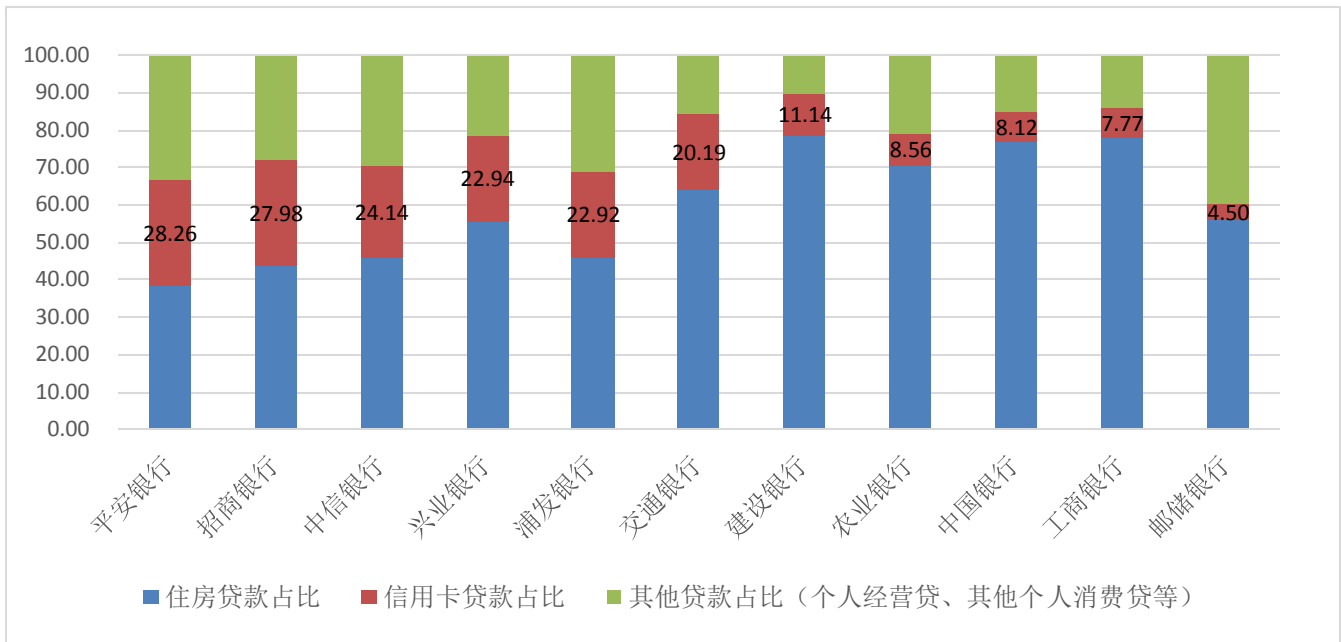
图 7：招商银行个人贷款占比、个人利息收入占比居前（2022 年末，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券



图 8：招商银行信用卡贷款占比位居可比同业第二（2022 年末，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

**非息收入占比位居可比同业前列。**2016 年以来，招商银行非利息净收入在营收中的占比平稳上升，2021 年末达到 38.44%，2022 年在金融市场剧烈波动、消费低迷、外需持续走弱等多重冲击背景下，非息收入占比同比下降 1.74 个百分点至 36.70%，但仍居于全国性银行第二位，仅次于交通银行。

**财富管理业务中收贡献大。**从非息收入结构来看，截至 2022 年末，净手续费及佣金收入占比 74.5%，其他非息收入占比 25.5%。其中，在净手续费及佣金收入中，财富管理手续费及佣金收入占比 29.89%，对中间业务收入贡献最大。财富管理手续费及佣金包括代理基金、保险、信托、理财、证券交易和代理贵金属收入。2022 年招行财富管理手续费及佣金收入 309.03 亿元，同比下降 14.28%，其中，代理保险收入 124.26 亿元，同比增长 51.26%，主要是客户保障需求上升，公司期缴保险销量及费率均同比提升；代销理财收入 66.45 亿元，同比增长 5.61%，增幅较上年有所放缓，主要是因为理财产品日均余额增幅放缓及理财销售费率有所下降；代理基金收入 65.99 亿元，同比下降 46.41%，主要是资本市场震荡下行，代理基金销售规模下降及高费率的股票型基金占比降低；代理信托计划收入 39.79 亿元，同比下降 47.24%，主要是公司压降融资类信托产品，代理信托销量及代销费率有所下降；代理证券交易收入 9.03 亿元，同比下降 29.51%，主要受香港资本市场行情和交易活跃度影响。

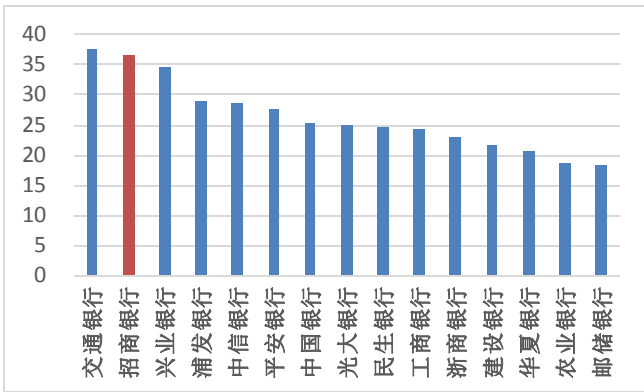
表 1：2022 年招商银行手续费及佣金收入结构

手续费及佣金收入结构	2022 (亿元)	占比 (%)
财富管理	309.03	29.89
资产管理	124.57	12.05
银行卡手续费	213.99	20.70
结算与清算	150.51	14.56
信贷承诺及贷款	57.53	5.57

托管业务	57.91	5.60
其他	120.18	11.63

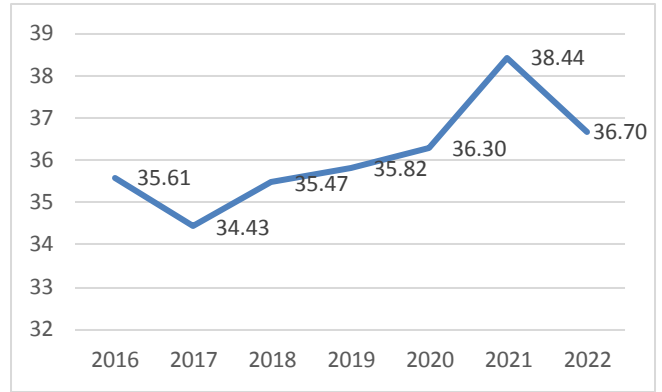
资料来源：同花顺IFind、财信证券

图 9: 招行非利息收入占比居于同业前列(2022 年末, %)



资料来源：同花顺IFind、财信证券

图 10: 招行非利息收入占比总体上升(2016-2022 年, %)



资料来源：同花顺IFind、财信证券

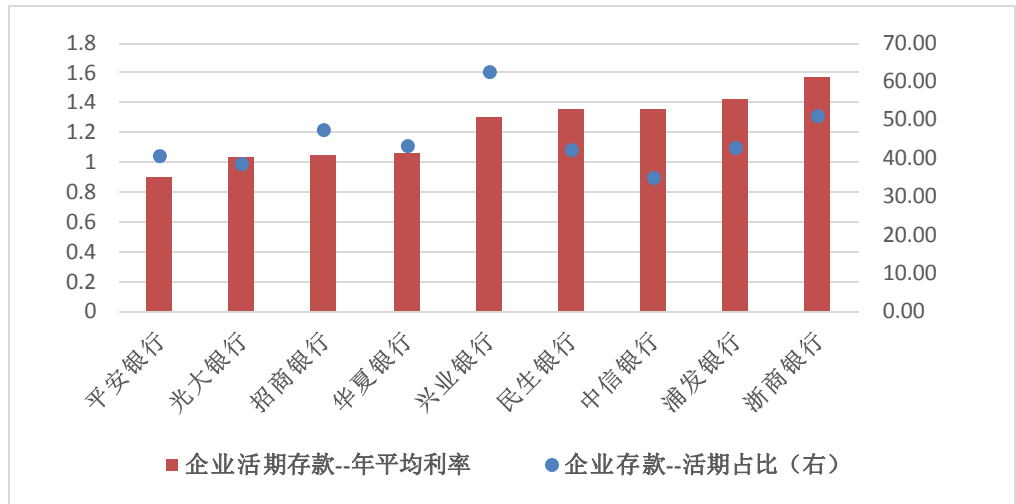
### 2.3 对公业务：做优做强批发金融，存贷优势亦明显

**批发金融亦较强。**招商银行批发金融业务，是指向公司类客户、政府机构类客户、同业机构类客户提供的金融服务，包括贷款及存款服务、结算与现金管理服务、贸易金融与离岸业务、投资银行业务、拆借、回购等同业机构往来业务、资产托管业务、金融市场业务及其他服务。2022 年，招行实现批发金融业务税前利润 623.94 亿元，同比上升 1.70%；批发金融业务营业收入 1,278.55 亿元，同比下降 2.42%，占本公司营业收入的 40.70%，其中，批发金融业务净利息收入 865.34 亿元，同比下降 0.99%，占批发金融业务营业收入的 67.68%；批发金融业务非利息净收入 413.21 亿元，同比下降 5.28%，占批发金融业务营业收入的 32.32%，占本公司非利息净收入的 39.89%。2022 年招行进一步做优做强公司金融、投行与金融市场、资产管理业务，深化公司客户分层分类服务体系，增强行业专业化和投商行一体化服务能力，公司客户数 252.61 万户，公司客户融资总量（FPA）余额 5.12 万亿元，债券主承销规模 6,750.01 亿元，公司客户对客业务交易量 2219.80 亿美元，资产托管规模站稳 20 万亿元大关，资管业务总规模达 4.41 万亿元。坚持“增量—增收—增效—增值”价值创造链的经营逻辑，通过管控好定价、成本、风险和资本来实现量的合理增长和质的有效提升，促进价值创造，实现高质量发展。

**打造对公客户服务体系，线上化进程持续加速。**招行建立了战略客户、区域客户、机构客户、同业客户、跨境客户、基础客户等分层分类、专业专注的对公客户服务体系。2022 年，招行公司客户总数 252.61 万户，较上年末增长 9.02%；公司客户新开户 37.63 万户，贡献日均存款 2,012.55 亿元，其中，日均存款 50 万元以上的新开户 2.35 万户，增量创出新高。批发客户服务方面，线上化进程持续加速。公司客户基础服务线上化率达 95.65%，融资业务线上化率从 67.26% 提升至 82.14%，外汇业务线上化率从 33.30% 提升至 65.49%。以财资管理云、薪福通、发票云、销售云等产品助力产业数字化。薪福通发布 4.0 版本，累计服务 69.5 万家企业；发票云客户数 27.89 万户，较上年末增长 162.00%。

**对公存款的高质量稳健增长。**截至 2022 年末，公司客户存款余额 43,186.88 亿元，较上年末增长 9.49%；日均余额 42,591.98 亿元，较上年增长 13.10%；公司客户存款日均余额中，活期占比 60.55%，较上年下降 1.74 个百分点。2022 年，公司客户存款平均成本率 1.72%，较上年上升 10 个基点。2022 年末，招商银行对公存款活期占比及企业活期存款年平均利率分别为 47.42%、1.05%，均在上市股份行中排名第三，对公存款活期占比高，且负债成本优势明显。

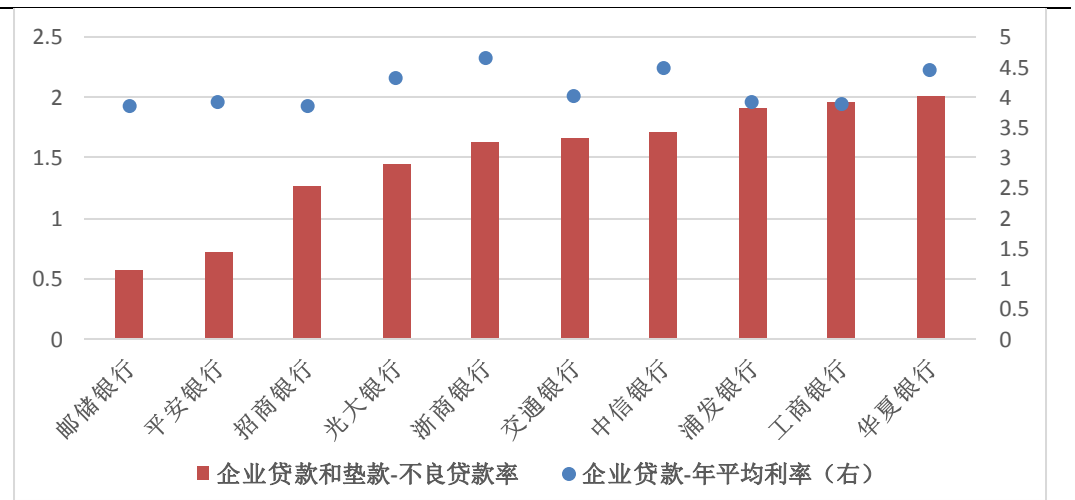
图 11：招商银行对公存款活期占比高，付息率低（2022 年末，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

**对公贷款质量持续改善。**截至 2022 年末，招行公司贷款总额 20971.14 亿元，较上年末增长 11.42%，占全部贷款和垫款总额的 36.66%，较上年末上升 0.82 个百分点，其中，境内公司中长期贷款余额 13,268.95 亿元，较上年末增长 7.92%，占境内公司贷款总额的 65.70%，较上年末下降 2.98 个百分点；公司贷款不良率 1.25%，较上年末下降 0.06 个百分点。相较于公布了 2022 年数据的可比上市全国性银行，招商银行企业贷款年平均收益率与不良率呈现“双低”特征，或说明招行对公客户结构优化，聚焦客群经营与高质量获客，业务发展不以下沉资产质量为代价。

图 12：招商银行对公贷款不良率较低（2022 年末，%）

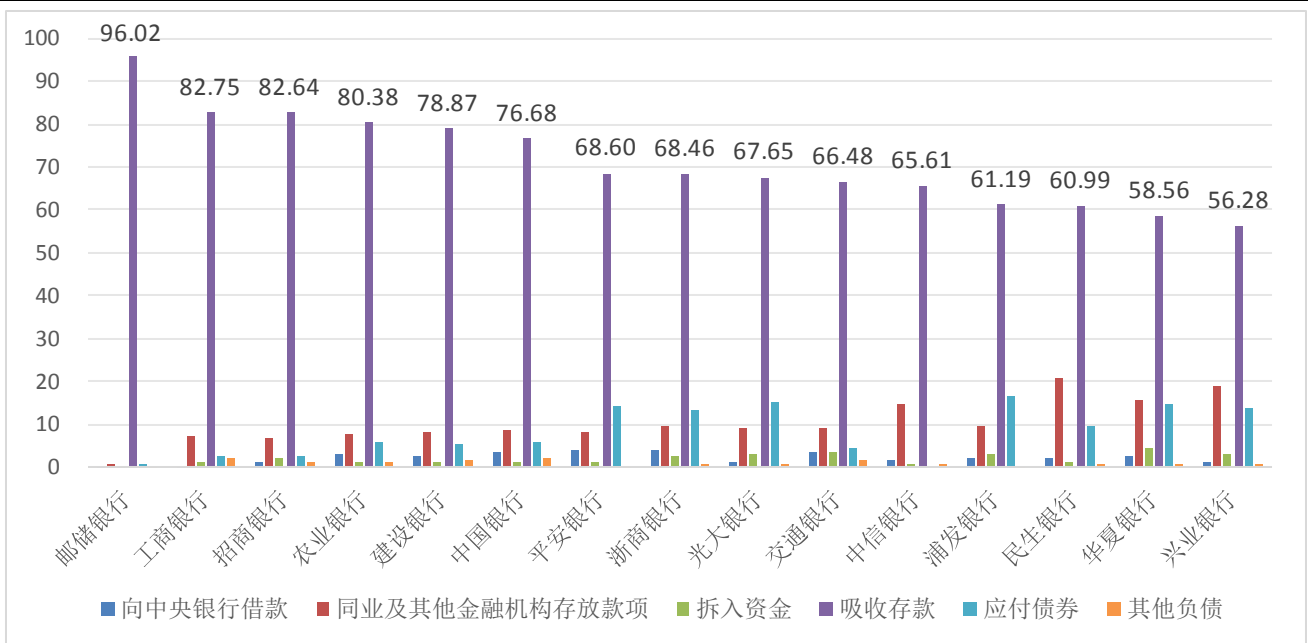


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

## 2.4 负债端：活期存款占比高，低负债成本优势足

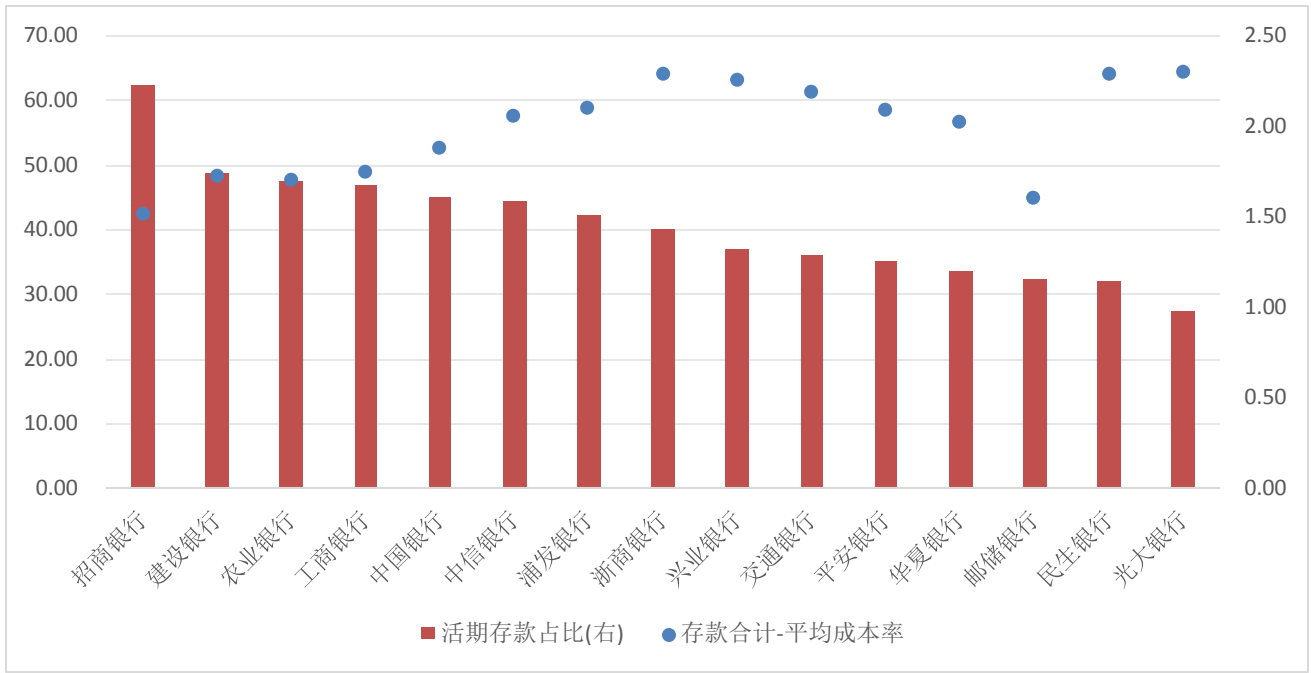
招商银行高存款占比、高活期占比的负债结构带来低成本负债优势。截至 2022 年末，招商银行负债结构中，存款占比达 82.64%，在全国性上市银行中排名第三，仅次于邮储银行、工商银行。2022 年末，招行活期存款占全部吸收存款比例为 62.53%，大幅领先可比同业，居全国性上市银行首位，比第二名建设银行高出 13.84 个百分点。2022 年招行存款平均成本率为 1.52%，为可比同业最低，优异的负债结构造就低成本负债优势，使得招行在资产端能够更好地平衡收益与风险，形成“低负债成本-高质量稳健扩表-合理净息差-低不良”的良性循环。招行负债端的优势，得益于零售战略转型的先发优势，得益于以 AUM 代替单纯存款指标的远见，得益于轻型银行战略带来的大财富管理价值链的协同效应，得益于对优质客群的长期精耕细作，成本优势一旦形成难以被超越，负债端护城河效应明显。

图 13：招商银行存款占比在全国性上市银行中排名第三（2022 年末，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

图 14：招商银行高活期占比，低成本利率的负债成本优势领跑全国性上市银行（2022 年末，%）

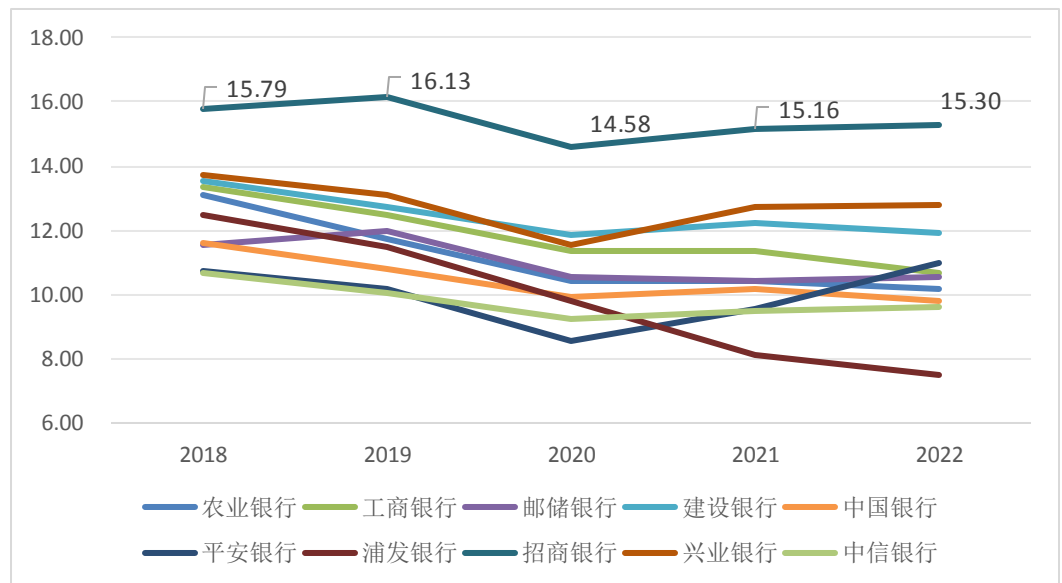


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

### 3 盈利能力

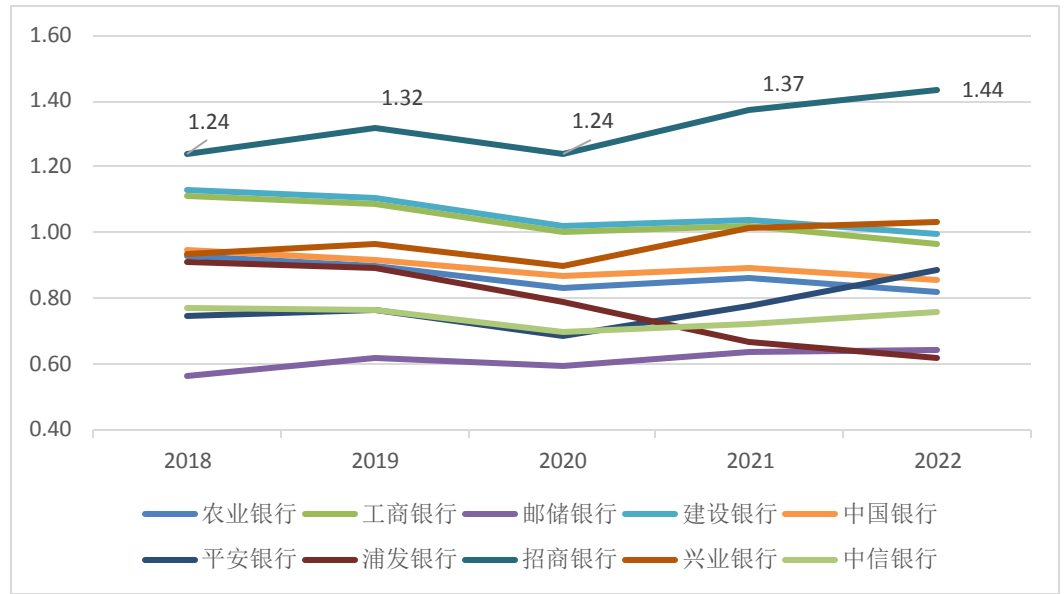
**ROE、ROA 长期领跑同业。**2018 年至 2022 年，招商银行盈利能力稳定，ROE 维持在 14.5% 以上，ROA 维持在 1.2% 以上，显著高于可比同业，盈利能力突出。截至 2022 年末，招商银行 ROE、ROA 达 15.3%、1.44%，分别高出第二名 2.52、0.41 个百分点，相比同业领先优势明显。

图 15：招商银行 ROE 持续领跑可比同业（2018-2022 年，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

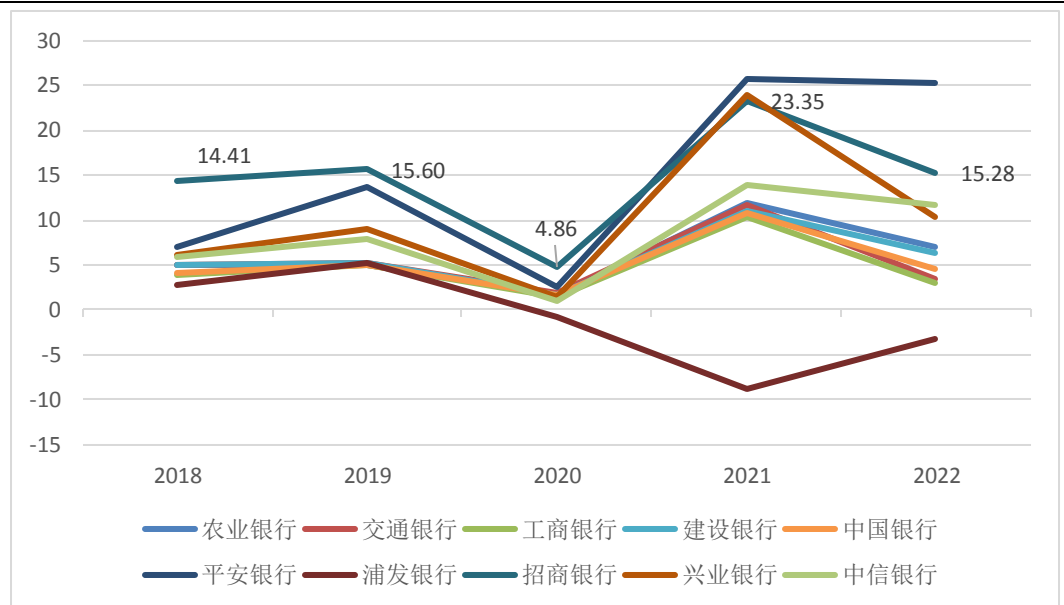
图 16：招商银行 ROA 持续领跑可比同业（2018-2022 年，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

业绩稳健增长，长期位居可比同业前列。2018-2019 年，经济形势较好，银行业稳健发展，保持较高利润增速，招行银行 2019 年净利润增速达 15.6%，位居可比同业第一，高出上市银行平均利润率增速 8.2 个百分点。2020 年受疫情冲击，上市股份行平均净利润增速为负，招行却实现了 4.86% 的业绩增速，2021 年在低基数效应下大幅反弹，2022 年实现稳健增长，净利润增速为 15.28%，位居可比同业第二，仅次于平安银行。

图 17：招商银行净利润增速稳居前列（2018-2022 年，%）

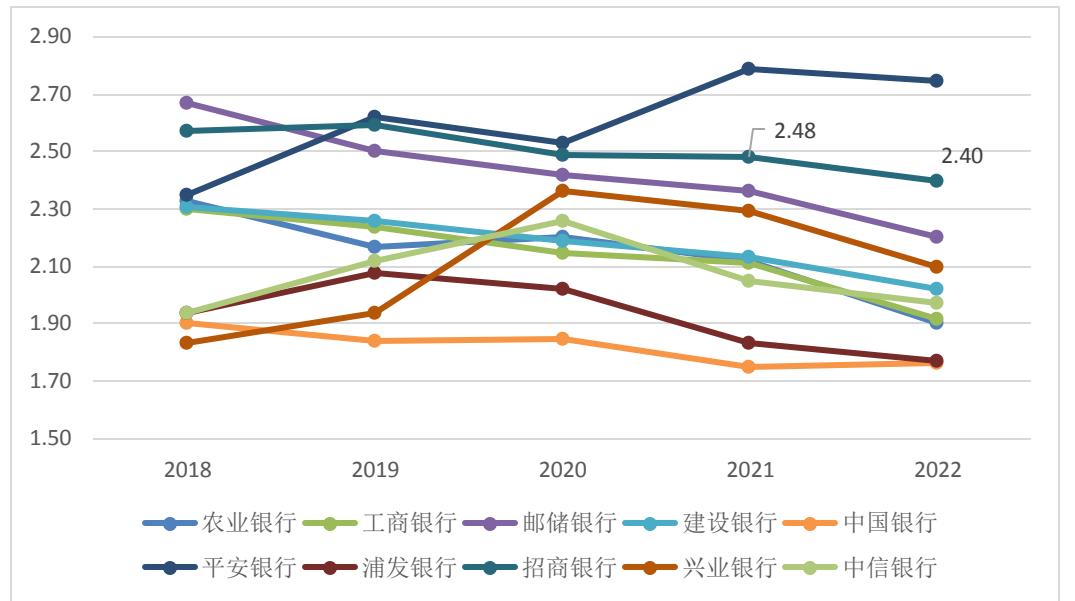


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

净息差优势突出，稳居同业前列。随着利率市场化不断推进，2015 年以来央行多次降息，受 LPR 下调和重定价的影响，银行业息差空间普遍收窄。招商银行净息差展现了较强的韧性，长期居于可比同业前列，2022 年末，招行净息差为 2.4%，显著高于 1.76% 的行业净息差，在可比上市银行中排名第二，仅次于平安银行。我们认为，招行稳定且

显著高于同业的净息差主要在于长期深耕优质客群，客群粘性高，使得负债结构中活期占比优于同业，这让招行拥有比肩国有大行的负债成本优势。低负债成本又带来资产端投放更加注重风险与收益平衡，形成“高息差-低不良”的良性循环。

图 18：招商银行净息差居可比同业前列（2018-2022 年，%）

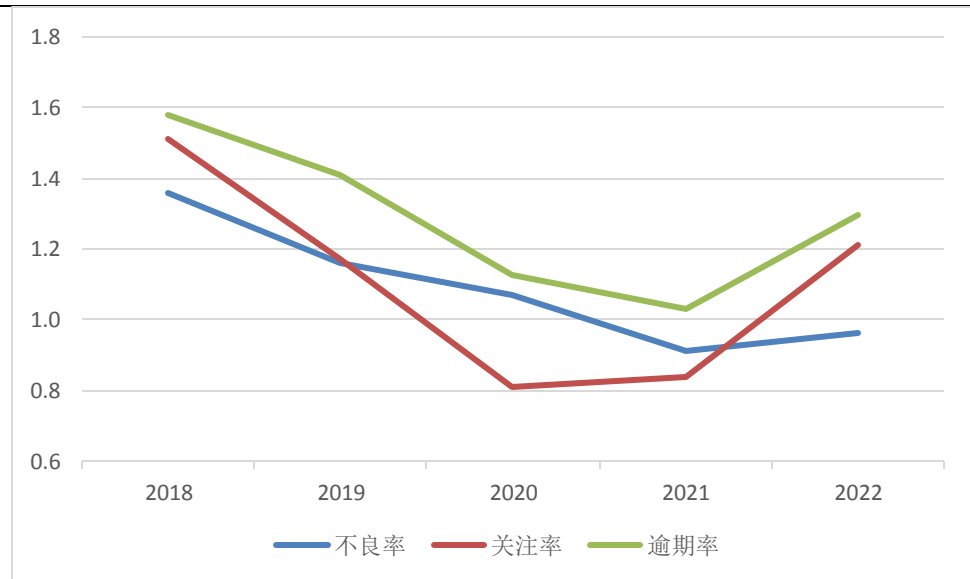


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

## 4 资产质量

**资产质量保持优异。**2018 年以来，招商银行资产质量持续改善，不良贷款率、逾期贷款率持续下降。2022 年，受房地产风险暴露及疫情影响，资产质量小幅恶化，但仍保持较低水平。截至 2022 年末，招商银行不良贷款率、关注率、逾期贷款率分别为 0.96%、1.21%、1.29%，较全国性上市银行同期均值分别低 0.35、0.63、0.24 个百分点，资产质量显著优于可比同业。

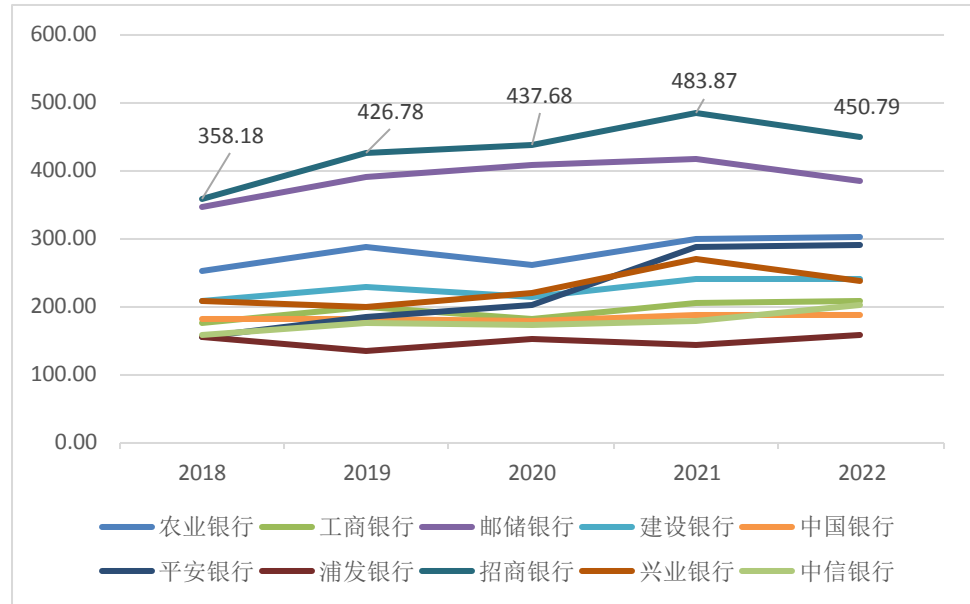
图 19：招商银行资产质量保持优异（2018-2022 年，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

**招商银行拨备覆盖率远超同业。**招商银行不良认定严格，拨备计提充足，风险抵补能力强，未来反哺利润空间足。截至 2022 年末，招商银行拨备覆盖率为 450.79%，居可比同业第一，较全国性上市银行同期均值高 216.21 个百分点，比第二名邮储银行高 65.28 个百分点。

图 20：招商银行拨备覆盖率大幅领先可比同业（2018-2022 年，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

## 5 前期负面因素逐步弱化

### 5.1 财富管理“降费”担忧

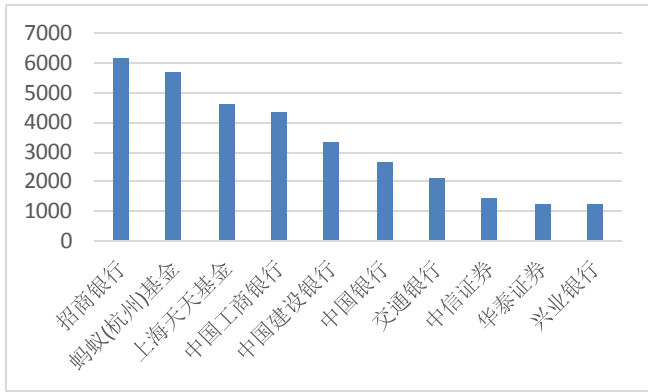
**公募基金、银保手续费调降，引发市场对招行财富管理业务“降费”的担忧。**2022 年 7 月，证监会发布公募基金费率改革方案，主要包括坚持以固定费率产品为主，推出更多浮动费率产品；降低主动权益类基金费率水平；降低公募基金证券交易佣金费率；规范公募基金销售环节收费；完善公募基金行业费率披露机制等内容。具体来说，主动权益类基金的管理费率、托管费率将统一降至不超过 1.2%、0.2%，此外，从即日起，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%。此外，监管部门加强对银行渠道代理销售的保险产品“报行合一”的要求，银行代销保险佣金率面临压降，三季度银行业保险业数据信息新闻发布会上提到银保渠道佣金费率平均下降了约 30%。

**降费对招行的影响相对可控。**一方面，近年来招行主动压降对渠道费的依赖度。2020 年开始，招行就在行业内率先推出指数基金和债券基金申购费率一折，成为行业内对权益基金费率的率先破局者；2021 年 7 月，招行官宣将推出公募基金差异化费率体系，将超过千只权益类基金申购费率降至一折，同时布局前端不收费的 C 类份额基金近千只基金费率下降，标志着招行财富管理业务从产品销售模式全面转向以客户为中心的买方服务模式。公募基金降费，主要冲击的是基金代销收入中的渠道费（向客户收取的认购、申购、赎回等费用），银行代销基金业务的收入主要来源预计以依托保有量的尾佣为主。招行公募基金保有量处行业绝对领先地位，只要保有量稳步增长，代销收入就依然可观。



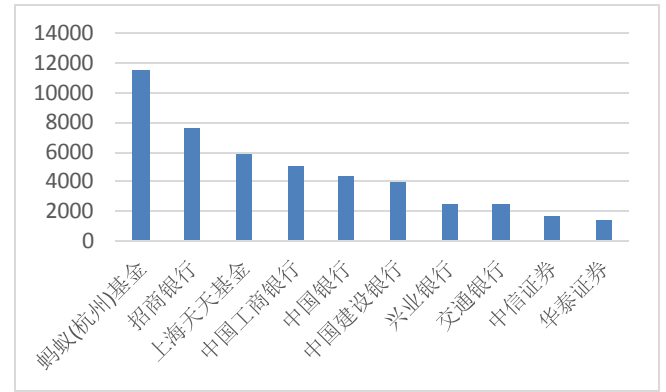
截至 2022 年末，招商银行股票和混合公募基金基金代销保有量达 6204 亿元，位居所有代销机构第一；非货币公募基金代销保有量 7576 亿元，为银行业第一，仅次于蚂蚁金服。另一方面，招行财富管理业务储备足，韧性强。2022 年，受资本市场波动影响，招行财富管理收入同比下降 14.28%，其中，基金、信托代销收入同比下降较多，分别下降 46.41%、47.24%，但保险、理财代销收入表现亮眼，同比分别增长 51.26%、5.61%，对中收形成一定支撑，体现招行在财富管理业务具备较强综合优势，其他代销业务的增长能有效对冲部分领域的负面影响。

图 21：招行股票+混合公募基金保有规模位居所有机构第一（2022 年末，亿元）



资料来源：中国基金业协会、财信证券

图 22：招行非货币市场公募基金保有规模为银行业第一，仅次于蚂蚁金服（2022 年末，亿元）



资料来源：中国基金业协会、财信证券

## 5.2 有效信贷需求不足

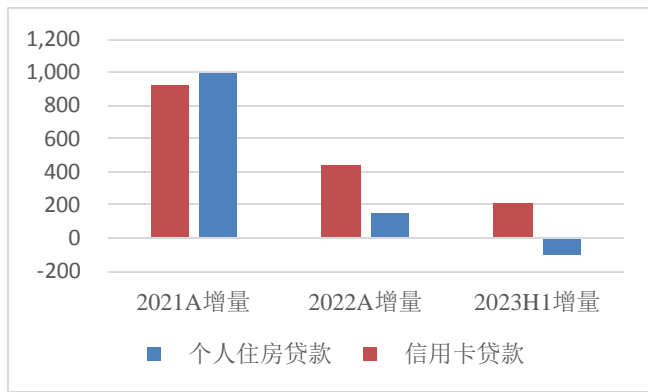
在国际政治经济形势复杂严峻，国内宏观经济承压的背景下，银行业经营面临有效信贷需求不足，资产投放速度放缓等挑战。2023 年信贷呈现对公强、零售弱的格局，对公中长贷贷款对信贷形成重要支撑，政信类项目是主要投放方向，而零售信贷需求仍然偏弱，居民短贷及中长期贷款恢复缓慢，主要系消费需求疲弱、居民加杠杆意愿弱。根据金融机构信贷收支表，1-5 月行业新增信贷 12.7 万亿元，同比多增 1.8 万亿元，但零售贡献仅不到 15%（2019 年和 2021 年同期分别为 38% 和 35%）。

在资产荒背景下，招行消费类贷款、个人按揭贷款等过去零售贷款重点领域的投放面临压力，表现均不及预期。且招行在基建财政相关的逆周期资产占比相对较低，其投向比例相较于对公其他行业不高，同样也低于国有大行以及城商行。然而，即使面临零售需求不足，招行的对公投放也并未盲目下沉，只是适度增加配置，业务依旧集中在优质区域的优质行业，因此规模增速放缓，对业绩的贡献有所下降。2023 年上半年，招行个人新增贷款中，信用卡贷款占比-12.77%，相比于 2021、2022 年均明显大幅下降；个人住房贷款增量占比为-6.74%，过去住房按揭贷款一直是招行零售贷款重要的投向，即使在 21 年、22 年新增占比也分别达 48.20%、8.04%，在房地产行业去杠杆，地产供需发生明显变化的背景下，地产销售低迷，招行新增涉房贷款投放明显下降。基建领域（电力、热力、燃气及水生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业）投放占比较低，2022 年，招行新增基建贷款占新增贷款比重为 13.10%，新增租赁商服贷款占新增贷款比重为 0.02%，投向比例相较于对公其他行业不高，同样也低于

国有大行以及城商行。

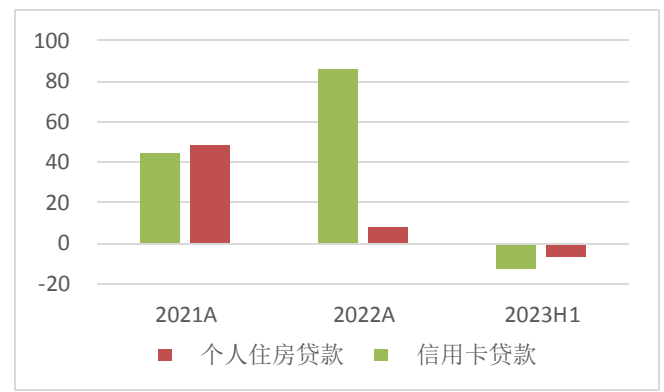
我们认为，随着居民消费回暖，招行零售优势将再次凸显，尤其是消费类（含信用卡）贷款会更加收益。但是与地产销售相关的个人按揭贷款复苏会相对有限。招行重视风险收益匹配，坚持风险偏好不降低，随着经济复苏，有望迎来贷款规模与资产质量的同步改善。截至 2023 年 6 月末，招商银行在长三角、珠三角、环渤海三个经济发达区域的网点布局占比超过全国网点的一半，营收占比超 75%，更加有望受益于区域经济韧性，资产质量亦更优，此外招行轻资本的中间业务占比高，业绩增长对规模扩张依赖度相对较低，随着市场回暖，有望迎来业绩复苏。

图 23：招行零售重点领域信贷投放（亿元）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

图 24：招行新增贷款结构（%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

### 5.3 地产风险担忧

近两年部分头部房企出现流动性危机，地产风险事件频发，市场对地产敞口较高的股份行资产质量的担忧上升。

与同业相比，招商银行表内对公地产敞口较低，且区域结构良好，主要集中在一二线城市核心地带，表内涉房贷款大部分是资产质量较好的个人按揭贷款。截至 2022 年末，招商银行房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 4633.34 亿元，较上年末下降 9.41%；理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计 3003.55 亿元，较上年末下降 27.11%。此外，截至 2022 年末，招商银行房地产业贷款余额 3337.15 亿元，较上年末减少 222.62 亿元，占贷款和垫款总额的 5.83%，较上年末下降 0.95 个百分点；房地产业贷款客户和区域结构保持良好，其中，高信用评级客户贷款余额占比近八成；从项目区域看，85% 以上的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区。

截至 2022 年末，本公司房地产业不良贷款率 3.99%，较上年末上升 2.60 个百分点。招行 2022 年便开始主动做风险暴露，对公房地产贷款不良率有所上升，但对公地产贷款不良生成在二三季度已经边际回落，地产风险暴露影响最大的时点已经过去，不良生成压力趋缓，对估值的影响也会不断降低。

## 6 投资分析意见

依托对优质客群的长期精耕细作，招行零售及对公存款中活期占比高且稳定，负债成本优势突出。优异的负债结构使得招行在资产端能够更好地平衡收益与风险，形成“低负债成本-高质量稳健扩表-合理净息差-低不良”的良性循环。招行财富管理优势突出，理财代销、资产管理及资产托管等方面均大幅领先，具备明显的优势，轻资本、弱周期属性进一步凸显，当前国内财富管理市场依旧是一片蓝海，仍然具有较大增长空间，随着经济复苏，资本市场回暖，财富管理收入也将获得恢复性增长，具有先发优势和财富管理龙头的招行会更加受益。招商银行聚焦价值创造，加快模式转型，致力于做强重资本业务，做大轻资本业务，形成大财富管理价值循环链，客户拓展经营深化和大财富管理协同效应有望增强，公司轻资本去周期带来的稳健盈利能力长期有效。

预计招商银行 2023 年-2025 年的营业收入增速分别为-1.64%、3.42%、2.58%，归母净利润增速分别为 6.22%、3.45%、6.86%。当前股价对应 2023-2025 年 0.85/0.73/0.63 倍 PB, 5.35/5.18/4.84 倍 PE, 给予公司 2024 年 0.80-0.85 倍 PB, 对应合理估值区间 33.96-36.07 元，维持“买入”评级。

## 7 风险提示

经济增长不及预期，资产质量大幅恶化。

**财务预测摘要**

人民币亿	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	2,039.19	2,182.35	2,145.92	2,180.38	2,233.36	归母净利润增速	23.20%	15.08%	6.22%	3.45%	6.86%
手续费及佣金	944.47	942.75	866.95	881.82	862.88	拨备前利润增速	14.44%	3.80%	1.01%	1.73%	2.73%
其他收入	328.87	322.73	378.58	445.16	501.69	税前利润增速	21.02%	11.43%	6.48%	4.92%	5.72%
营业收入	3,312.53	3,447.83	3,391.45	3,507.36	3,597.93	营业收入增速	14.04%	4.08%	-1.64%	3.42%	2.58%
营业税及附加	27.72	30.05	28.26	29.70	30.59	净利息收入增速	10.21%	7.02%	-1.67%	1.61%	2.43%
业务管理费	1,097.27	1,133.75	1,065.11	1,138.22	1,161.82	手续费及佣金增速	18.82%	-0.18%	-8.04%	1.71%	-2.15%
其他业务成本	43.80	56.81	48.37	51.41	54.50	业务管理费用增速	13.42%	3.32%	-6.05%	6.86%	2.07%
营业外净收入	1.54	-0.43	-0.48	0.21	-0.23	其他业务成本增速	21.97%	29.70%	-14.86%	6.29%	6.02%
拨备前利润	2,145.28	2,226.79	2,249.23	2,288.24	2,350.79	<b>规模增长</b>					
计提拨备	663.55	575.66	491.05	443.47	400.42	生息资产增速	10.61%	10.47%	10.82%	8.63%	8.03%
税前利润	1,481.73	1,651.13	1,758.18	1,844.76	1,950.38	贷款增速	11.05%	8.84%	7.56%	7.96%	7.93%
所得税	273.39	258.19	279.15	315.10	315.24	同业资产增速	29.66%	-20.99%	37.54%	7.16%	1.17%
归母净利润	1,199.22	1,380.12	1,465.95	1,516.59	1,620.67	证券投资增速	5.26%	27.16%	9.66%	11.27%	10.42%
<b>资产负债表</b>						其他资产增速	10.71%	-10.39%	-106.58%	370.30%	38.99%
贷款	53,354	58,072	62,459	67,429	72,778	计息负债增速	9.75%	10.00%	6.36%	7.16%	7.01%
同业资产	7,994	6,316	8,687	9,309	9,418	存款增速	12.73%	18.88%	8.22%	8.22%	8.22%
证券投资	21,700	27,593	30,259	33,669	37,178	同业负债增速	7.08%	-12.55%	7.74%	0.76%	-1.35%
生息资产	88,720	98,011	108,616	117,995	127,473	归属母公司权益增速	18.65%	10.10%	9.96%	14.54%	14.45%
非生息资产	3,770	3,379	-222	-1,046	-1,453	<b>资产质量</b>					
总资产	92,490	101,389	108,393	116,949	126,019	不良贷款率	0.91%	0.96%	0.95%	0.95%	0.95%
存款	63,852	75,906	82,145	88,898	96,205	不良贷款净生成率	0.83%	0.83%	0.80%	0.80%	0.80%
其他计息负债	17,655	13,755	13,214	13,290	13,150	拨备覆盖率	483.87%	450.79%	432.49%	404.89%	376.19%
非计息负债	2,327	2,186	2,544	2,747	2,915	拨贷比	4.42%	4.32%	4.10%	3.81%	3.54%
总负债	83,833	91,847	97,903	104,934	112,269	<b>资本</b>					
母公司所有者权	8,587	9,455	10,397	11,909	13,629	资本充足率	17.48%	17.77%	18.34%	18.90%	18.77%
<b>利率指标</b>						核心资本充足率	12.66%	13.68%	14.20%	15.06%	15.33%
净息差(NIM)	2.27%	2.22%	1.98%	1.85%	1.76%	杠杆率	8.99%	9.07%	9.35%	9.77%	10.15%
净利差(Spread)	2.11%	2.05%	1.77%	1.61%	1.50%	<b>每股指标</b>					
生息资产收益率	3.65%	3.60%	3.44%	3.26%	3.14%	EPS(摊薄)	4.76	5.47	5.81	6.01	6.43
计息负债成本率	1.53%	1.54%	1.67%	1.65%	1.64%	每股拨备前利润(元)	8.51	8.83	8.92	9.07	9.32
<b>盈利能力</b>						BVPS	34.05	37.49	36.45	42.44	49.27
信贷成本	1.20%	0.96%	0.76%	0.64%	0.53%	每股总资产(元)	366.73	402.02	429.79	463.72	499.68
成本收入比	35.28%	35.40%	33.67%	34.76%	34.66%	P/E	6.54	5.69	5.35	5.18	4.84
ROAA	1.33%	1.40%	1.38%	1.33%	1.33%	P/PPOP	3.66	3.52	3.49	3.43	3.34
ROAE	14.67%	14.94%	14.42%	13.03%	12.17%	P/B	0.91	0.83	0.85	0.73	0.63
拨备前利润率	64.76%	64.59%	66.32%	65.24%	65.34%	P/A	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06
所得税有效税率	18.45%	15.64%	15.88%	17.08%	16.16%						

资料来源：财信证券，iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438