

**事件:** 3 月 25 日, 招商银行发布 2023 年年报。23 年累计实现营收 3391 亿元, YoY-1.6%; 归母净利润 1466 亿元, YoY+6.2%; 不良率 0.95%, 拨备覆盖率 438%。

➤ **营收增速边际企稳。** 23 年累计营收、归母净利润同比增速较前三季度分别 +0.1pct、-0.3pct。营收增速虽然仍为负值, 但是在 23Q4 银保渠道费率下调、存量按揭贷款利率调整的压力之下, 营收增速仍实现了边际企稳。

➤ **净利息收入同比负增, 净息差或仍将承压。** 招商银行 23 年净利息收入同比 -1.6%, 其中 23Q4 单季同比 -6.6%, 主要影响因素或为 23Q4 存量按揭贷款利率调整政策落地。23Q4 单季净息差为 2.04%, 较 23Q3 末下降 7BP。展望 24 年, 在 LPR 调整、零售信贷需求尚未有显著恢复背景下, 净息差或仍存在收窄压力, 尤其是一季度还存在集中重定价的影响。

➤ **大财富管理的战略定力不变。** 在居民投资风险偏好下降、资本市场表现低迷等因素影响下, 招商银行 23 年中收同比 -10.8%。虽然 24 年中收仍然存在银保渠道代理费率下降等压力, 不过招商银行大财富管理业务发展持续推进, 零售客户数量及 AUM 在高基数上仍能延续较高增速, 23 年末零售客户数达到 1.97 亿户, 同比 +7.1%, 管理零售 AUM 13.3 万亿元, 同比 +9.9%。23 年其他非息收入同比 +25.0%, 其中 Q4 单季同比 +76.2%, 为 Q4 营收主要驱动力。

➤ **不良率维持低位, 地产风险加速出清。** 23 年末不良率 0.95%、关注率 1.10%, 较 23Q3 末分别 -1BP、+9BP。具体来看: **1) 地产领域:** 地产风险敞口持续下降, 23 年末招商银行承担信用风险的房地产业务余额为 3990 亿元, 同比 -13.9%; 23 年末对公地产贷款不良率 5.01%, 较 23Q3 末 -30BP, 不良率绝对值仍较高一是加速风险暴露, 二是地产风险敞口下降使得不良率分母降低。**2) 零售信贷方面:** 母行口径下, 23 年末零售贷款不良率为 0.91%, 较 23Q3 末 +5BP, 不良率绝对值仍处于较低水平。23 年末拨备覆盖率 438%, 较 23Q3 末 -8pct, 一方面风险抵补能力扎实, 另一方面高拨备覆盖率后续也有一定反哺利润空间, 支撑公司利润平稳增长。

➤ **投资建议: 看好成长性, 兼具高股息**

招商银行 23 年营收增速边际小幅回升, 虽然 24 年净息差和中收仍承压, 但随着宏观经济复苏, 零售信贷需求逐步恢复, 地产风险较早处置、财富管理内功更扎实的招商银行有望获得大于板块整体的估值修复空间。另外, 公司 23 年现金分红比例 35% (2019-2022 年为 33%), 3 月 25 日收盘价对应股息率为 6.29% (A 股), 亦有高股息投资价值。预计 24-26 年 EPS 分别为 6.06、6.35、6.80 元, 2024 年 3 月 25 日收盘价对应 0.8 倍 24 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            | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 339,123 | 344,743 | 357,855 | 379,431 |
| 增长率 (%)          | -1.6    | 1.7     | 3.8     | 6.0     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 146,602 | 152,949 | 160,244 | 171,594 |
| 增长率 (%)          | 6.2     | 4.3     | 4.8     | 7.1     |
| 每股收益 (元)         | 5.81    | 6.06    | 6.35    | 6.80    |
| PE               | 5       | 5       | 5       | 5       |
| PB               | 0.9     | 0.8     | 0.7     | 0.6     |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 25 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**31.35 元**

**分析师 余金鑫**

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

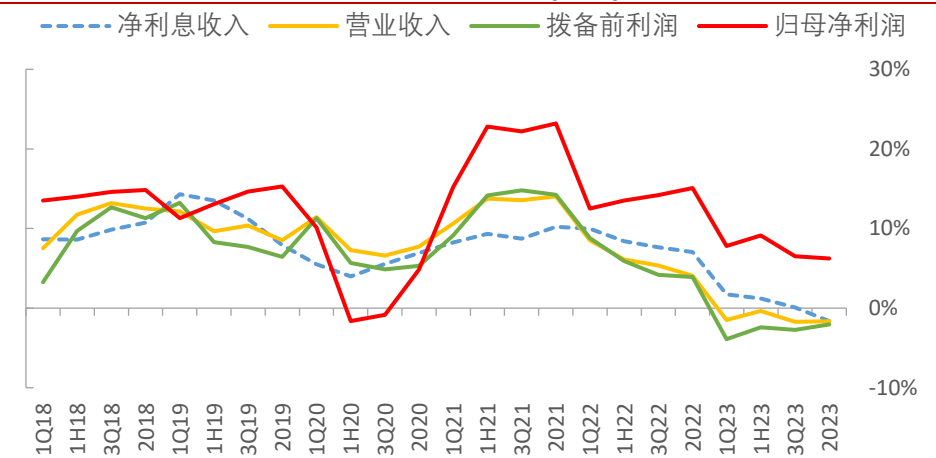
**研究助理 马月**

执业证书: S0100123070037

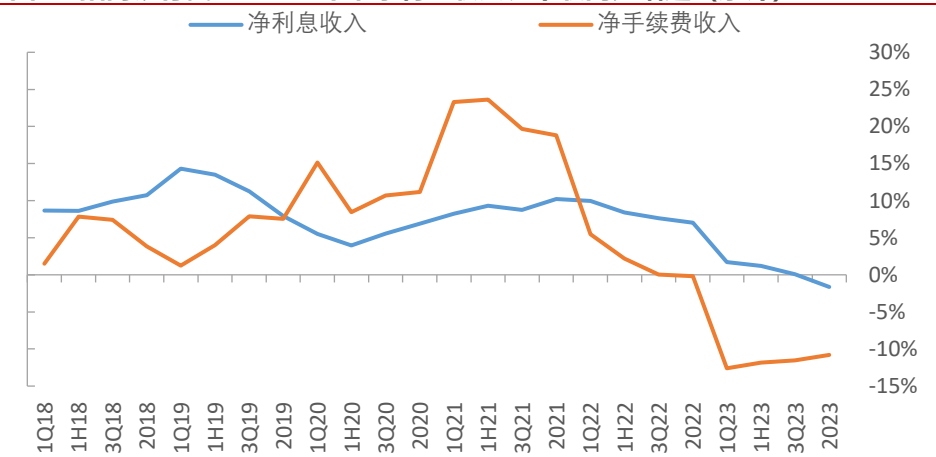
邮箱: mayue@mszq.com

#### 相关研究

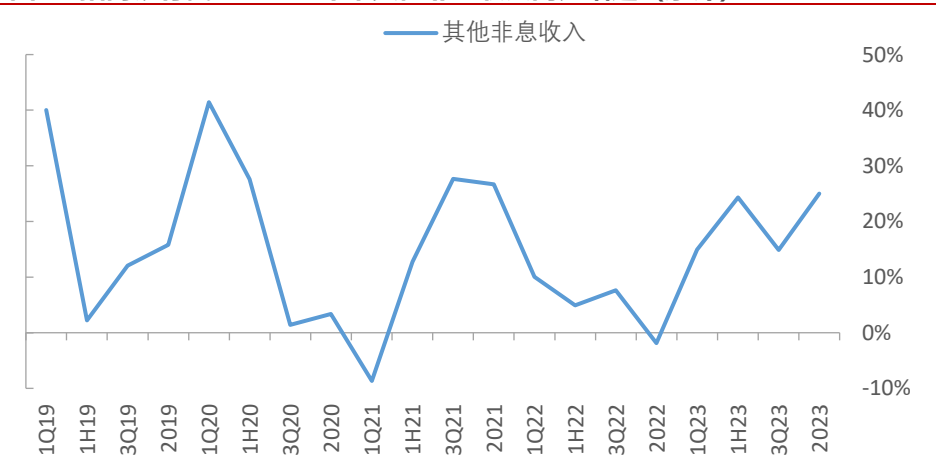
1. 招商银行 (600036.SH) 2023 年三季报点评: 中收增速企稳, 资产质量稳健-2023/10/29
2. 招商银行 (600036.SH) 2023 年中报点评: 业绩增速边际向上, 零售信贷投放回暖-2023/08/27
3. 招商银行 (600036.SH) 2023 年一季报点评: 资产质量向好, 信贷投放提速-2023/04/26
4. 招商银行 (600036.SH) 2022 年年报点评: 息差环比回升, 涉房敞口收缩-2023/03/25
5. 招商银行 (600036.SH) 2022 年三季报点评: 利润增速上行, 风险分类审慎-2022/11/02

**图1：招商银行截至 2023 年末业绩同比增速（累计）**


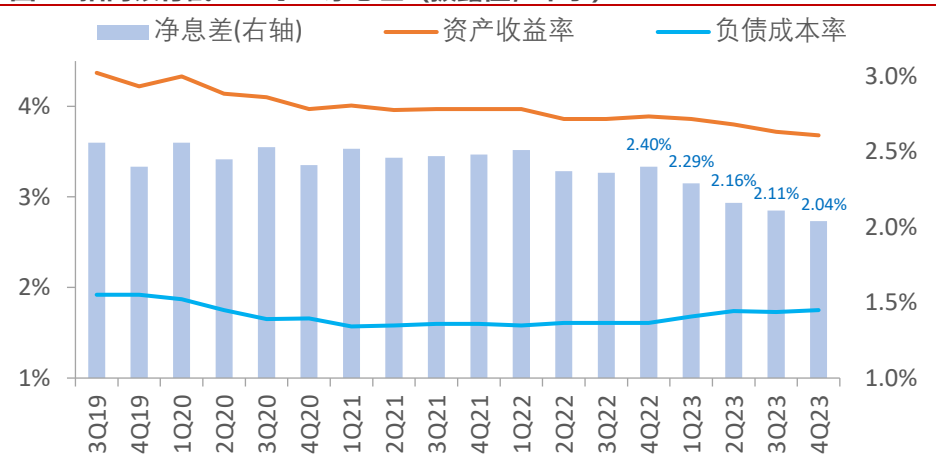
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图2：招商银行截至 2023 年末净利息收入、中收同比增速（累计）**


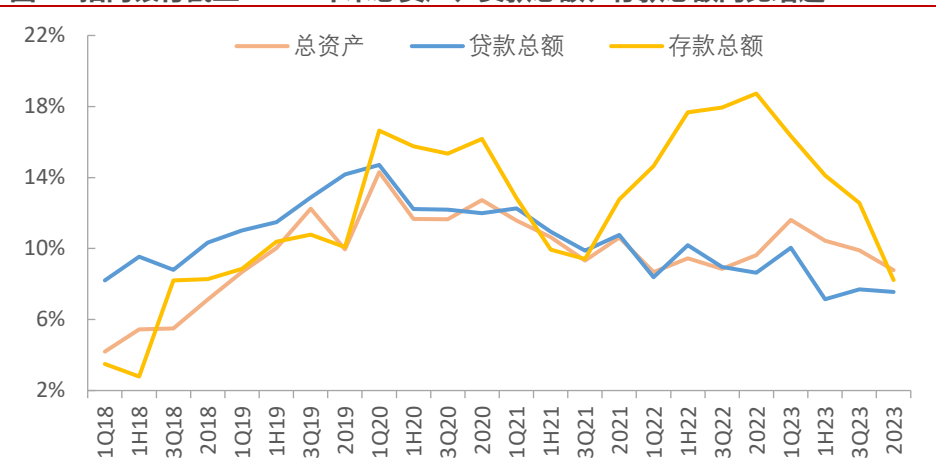
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图3：招商银行截至 2023 年末其他非息收入同比增速（累计）**


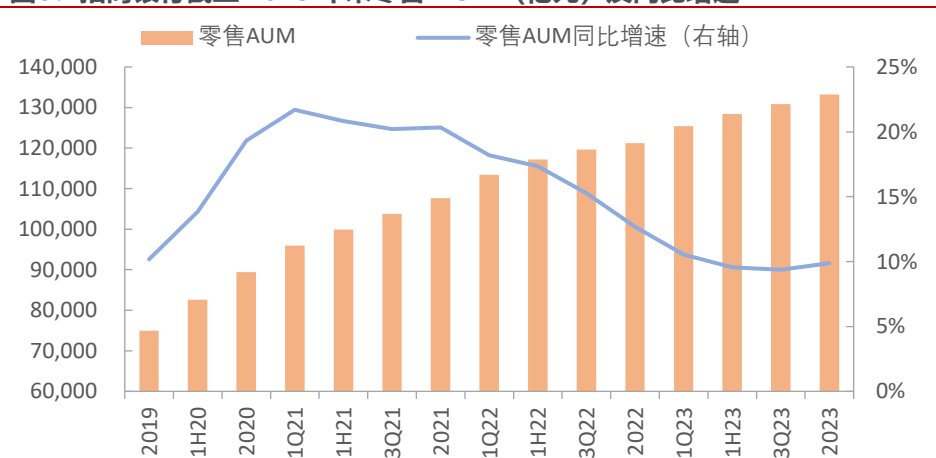
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图4：招商银行截至 4Q23 净息差（披露值，单季）**


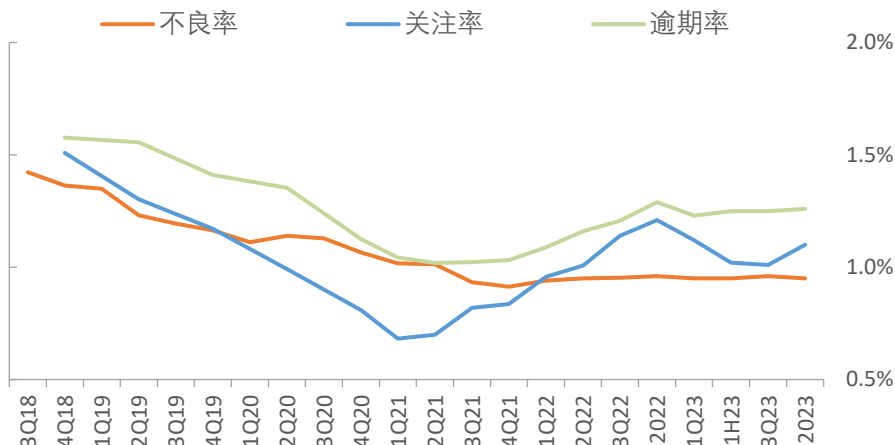
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图5：招商银行截至 2023 年末总资产、贷款总额、存款总额同比增速**


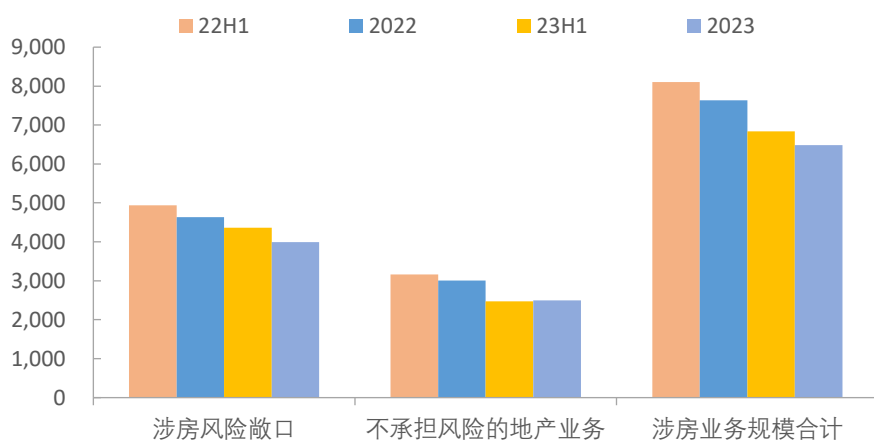
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图6：招商银行截至 2023 年末零售 AUM (亿元) 及同比增速**


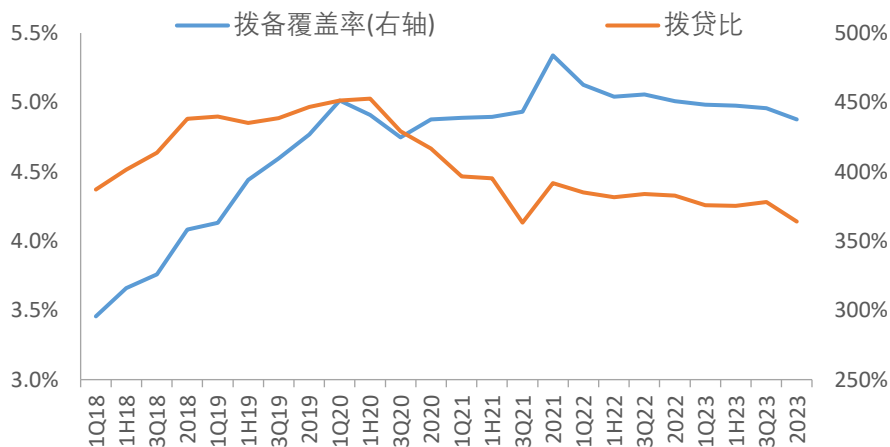
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图7：招商银行截至 2023 年末不良率、关注率、逾期率**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图8：招商银行截至 2023 年末房地产业务规模 (亿元)**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图9：招商银行截至 2023 年末拨备水平**


资料来源：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) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 净利息收入    | 2,147  | 2,141  | 2,180  | 2,284  |
| 手续费及佣金   | 841    | 816    | 857    | 899    |
| 其他收入     | 403    | 491    | 542    | 611    |
| 营业收入     | 3,391  | 3,447  | 3,579  | 3,794  |
| 营业税及附加   | -30    | -34    | -36    | -38    |
| 业务管理费    | -1,118 | -1,104 | -1,091 | -1,088 |
| 拨备前利润    | 2,181  | 2,241  | 2,379  | 2,588  |
| 计提拨备     | -415   | -310   | -355   | -421   |
| 税前利润     | 1,766  | 1,931  | 2,023  | 2,167  |
| 所得税      | -286   | -386   | -405   | -433   |
| 归母净利润    | 1,466  | 1,529  | 1,602  | 1,716  |

| 资产负债表 (亿元) | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 贷款总额       | 65,089  | 70,166  | 75,919  | 82,372  |
| 同业资产       | 5,607   | 6,056   | 6,661   | 7,394   |
| 证券投资       | 31,939  | 35,453  | 39,352  | 43,681  |
| 生息资产       | 109,314 | 118,753 | 129,401 | 141,364 |
| 非生息资产      | 3,667   | 4,043   | 4,524   | 5,172   |
| 总资产        | 110,285 | 120,049 | 131,069 | 143,506 |
| 客户存款       | 82,405  | 90,481  | 99,529  | 109,482 |
| 其他计息负债     | 10,673  | 11,029  | 11,397  | 12,025  |
| 非计息负债      | 6,349   | 6,667   | 7,200   | 7,920   |
| 总负债        | 99,428  | 108,176 | 118,126 | 129,427 |
| 股东权益       | 10,857  | 11,873  | 12,943  | 14,079  |

| 每股指标       | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股净利润(元)   | 5.81   | 6.06   | 6.35   | 6.80   |
| 每股拨备前利润(元) | 8.65   | 8.89   | 9.43   | 10.26  |
| 每股净资产(元)   | 36.71  | 40.72  | 44.93  | 49.42  |
| 每股总资产(元)   | 437.29 | 476.01 | 519.70 | 569.02 |
| P/E        | 5      | 5      | 5      | 5      |
| P/PPOP     | 4      | 4      | 3      | 3      |
| P/B        | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |
| P/A        | 0.07   | 0.07   | 0.06   | 0.06   |

| 利率指标        | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净息差(NIM)    | 2.05% | 1.88% | 1.76% | 1.69% |
| 净利差(Spread) | 2.03% | 1.89% | 1.81% | 1.75% |
| 贷款利率        | 4.26% | 4.08% | 3.96% | 3.88% |
| 存款利率        | 1.62% | 1.60% | 1.58% | 1.57% |
| 生息资产收益率     | 3.76% | 3.60% | 3.50% | 3.43% |
| 计息负债成本率     | 1.73% | 1.71% | 1.69% | 1.68% |

| 盈利能力 | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------|--------|--------|--------|--------|
| ROAA | 1.40%  | 1.34%  | 1.29%  | 1.26%  |
| ROAE | 16.75% | 15.66% | 14.84% | 14.42% |

| 收入增长     | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润增速  | 6.2%   | 4.3%  | 4.8%  | 7.1%  |
| 拨备前利润增速  | -2.1%  | 2.7%  | 6.1%  | 8.8%  |
| 税前利润增速   | 7.0%   | 9.3%  | 4.8%  | 7.1%  |
| 营业收入增速   | -1.6%  | 1.7%  | 3.8%  | 6.0%  |
| 净利息收入增速  | -1.6%  | -0.3% | 1.9%  | 4.8%  |
| 手续费及佣金增速 | -10.8% | -3.0% | 5.0%  | 5.0%  |
| 营业费用增速   | -1.4%  | -1.2% | -1.2% | -0.3% |

| 规模增长   | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| 生息资产增速 | 8.9%   | 8.6%  | 9.0%  | 9.2%  |
| 贷款增速   | 7.6%   | 7.8%  | 8.2%  | 8.5%  |
| 同业资产增速 | -11.2% | 8.0%  | 10.0% | 11.0% |
| 证券投资增速 | 15.2%  | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 其他资产增速 | 1.8%   | 10.3% | 11.9% | 14.3% |
| 计息负债增速 | 6.9%   | 9.1%  | 9.3%  | 9.5%  |
| 存款增速   | 9.4%   | 9.8%  | 10.0% | 10.0% |
| 同业负债增速 | -5.8%  | 3.0%  | 3.0%  | 5.0%  |
| 股东权益增速 | 13.8%  | 9.4%  | 9.0%  | 8.8%  |

| 存款结构 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 活期   | 54.9% | 55.4% | 55.9% | 56.4% |
| 定期   | 45.1% | 44.6% | 44.1% | 43.6% |
| 其他   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 贷款结构       | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 企业贷款(不含贴现) | 39.9% | 39.9% | 38.8% | 38.3% |
| 个人贷款       | 52.8% | 52.3% | 53.1% | 54.1% |
| 票据贴现       | 7.2%  | 7.7%  | 8.0%  | 7.5%  |

| 资产质量  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率 | 0.95%  | 0.93%  | 0.91%  | 0.91%  |
| 正常    | 97.95% | 97.99% | 98.03% | 98.04% |
| 关注    | 1.10%  | 1.08%  | 1.06%  | 1.05%  |
| 次级    | 0.26%  | 0.25%  | 0.24%  | 0.23%  |
| 可疑    | 0.33%  | 0.32%  | 0.31%  | 0.30%  |
| 损失    | 0.36%  | 0.36%  | 0.36%  | 0.38%  |
| 拨备覆盖率 | 437.7% | 420.3% | 413.7% | 402.6% |

| 资本状况    | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率   | 17.88% | 18.19% | 18.36% | 18.47% |
| 核心资本充足率 | 13.73% | 14.33% | 14.79% | 15.17% |
| 资产负债率   | 90.16% | 90.11% | 90.12% | 90.19% |

| 其他数据    | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 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