

公司研究

资产质量稳健，基本面韧性强

——招商银行（600036.SH）2024 年三季报点评

买入（维持）

当前价：38.6 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

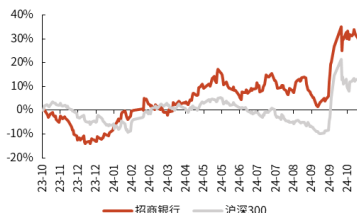
010-57378035

dongwx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元):	9,734.86
一年最低/最高(元):	25.37/41.37
近 3 月换手率:	34.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.37	2.58	22.93
绝对	8.34	19.06	32.44

资料来源：Wind

要点

事件：

10 月 29 日，招商银行发布 2024 年三季度报告，1-3Q 实现营业收入 2527 亿，YoY -2.9%，归母净利润 1132 亿，YoY -0.6%。加权平均净资产收益率 15.38% (YoY -2pct)。

点评：

营收及盈利同比降幅均季环比收窄，基本面韧性较强。招行 1-3Q 营收、PPOP、归母净利润分别同比下降 2.9%、2.7%、0.6%，降幅较 24H1 分别收窄 0.2、1.9、0.7pct。营收主要构成上：（1）净利息收入同比下降 3.1%，降幅较 24H1 收窄 1.1pct，主要受到扩表速度稳中有升、息差降幅季环比收窄双重因素提振；（2）非息收入同比下降 2.6%，降幅较 24H1 走阔 1.2pct，主要受净其他非息收入同比增速较 24H1 下降 6.6pct 拖累，手续费收入降幅较 24H1 小幅收窄 1.7pct。

拆分盈利同比增速结构，规模扩张、拨备仍为主要贡献分项，分别拉动业绩增速 11.8、3.1pct；从边际变化看，提振因素主要包括：规模扩张拉动作用维持高位，息差负向影响收窄，营业费用转为小幅正贡献；拖累因素主要为非息收入负向拖累略走阔、拨备正贡献收窄。

扩表速度环比提升 2.4pct，信贷结构优化。24Q3 末，招行生息资产、贷款同比增速分别为 9.6%、4.7%，增速较上季末分别变动 2.4、-1.5pct，贷款占生息资产比重较上季末下降 0.8pct 至 61.2%。1-3Q 生息资产增量 6306 亿，同比多增 1826 亿；3Q 生息资产增加 1516 亿，其中，贷款、金融投资、同业资产增量分别为 103 亿、958 亿、455 亿，增量主要由非信贷类资产贡献。**新增信贷结构上**，1-3Q 对公、零售贷款分别增加 1741 亿、1360 亿，票据贴现减少 609 亿；其中，3Q 对公、零售贷款增量分别为 22 亿、327 亿，票据减少 245 亿。**信贷结构优化主要体现在：（1）3Q 信贷增量主要由零售贡献**，季末零售贷款占比较 2Q 末提升 0.4pct 至 52.9%。截至 3Q 末，受有市场有效需求不足影响，信用卡、按揭余额较年初分别小幅下降 0.9%、0.4%，公司通过加强对消费贷款、小微贷款的组织力度等方式加以应对，消费贷款、小微贷款分别较年初分别增长 29.8%、8.5%；**（2）对收益较低的票据进行压降**，有助提振整体资产收益率水平。

3Q 存款对负债增量贡献占比超 8 成，存款定期化态势延续。24Q3 末，招行计息负债、存款分别同比增长 8.8%、9.4%，增速较上季末分别提升 1.7、1.5pct，存款占计息负债比重为 86.3%，较上季末持平。1-3Q 计息负债增加 5103 亿，同比多增 565 亿；3Q 计息负债增加 838 亿，其中，存款增加 698 亿，增量贡献占比 83%。24Q3 末，零售、对公存款分别同比增长 14.3%、5.9%；零售存款占比 44%，较上季末微升 0.1pct。期限结构上，1-3Q 活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例为 50.6%，较 2023 年下降 6.5pct，存款定期化态势延续。

1-3Q 净息差较 24H1 收窄 1bp 至 1.99%；3Q 单季净息差 1.97%，较 2Q 下降 2bp。1) **资产端收益率延续下行态势。**1-3Q 生息资产收益率较 24H1 下降 4bp 至 3.56%，3Q 单季生息资产、贷款收益率分别为 3.49%、3.91%，环比 2Q 分别下降 7、5bp。2) **负债成本持续改善，存款挂牌利率再度利于稳息差。**1-3Q 计息负债成本率较 24H1 下降 3bp 至 1.69%，3Q 单季计息负债、存款利率分别为

1.64%、1.54%，环比 2Q 均下降 4bp。10 月 18 日，招行与六大行宣布年内第二轮下调存款挂牌利率，其中活期存款下调 5bp，1D、7D 通知存款分别下调 5bp、25bp，协定存款大幅度下调 40bp，定期整存整取、零存整取、整存零取、存本取息各期限均下调 25bp，静态测算，将对招行 2024 年净息差提振 5.6bp。

1-3Q 非利息净收入同比降幅走阔至 2.6%，净其他非息增速环比下降 6.6pct。

招行 1-3Q 非息收入同比下降 2.6%至 954 亿，降幅较中期走阔 1.2pct。前三季度非息收入占比 37.8%，占比较 24H1 下降 1.9pct。**非息收入构成上：**(1) 手续费及佣金净收入同比下降 16.9%至 557 亿，主要是受部分产品降费叠加客户投资意愿偏弱影响，其中，财富管理手续费及佣金收入同比下降 27.6%至 174 亿。财富管理手续费主要构成上，代理理财收入 59 亿 (YoY +47.4%)，同比高增主要是受代销规模增长及产品结构优化双重因素提振；代理保险收入 57 亿 (YoY -54.6%)、代理基金收入 30 亿 (YoY -26.5%)、代理信托计划 17 亿 (YoY -31.4%) 等延续同比承压态势；(2) 净其他非息收入同比增长 28.2%至 397 亿，主要来自债券和基金投资收益增加，但受到临近 3Q 末债券市场收益率翘尾等因素影响，增速较 24H1 下降 6.6pct。

不良率持平于 0.94%，风险抵补能力强。截至 3Q 末，招行不良余额 636 亿，较年初增加近 20 亿，不良贷款率为 0.94%，较上季末持平。1-3Q 公司新生成不良 482 亿，同比增加 27 亿，不良贷款生成率 (年化) 1.02%，同比下降 1bp。其中，对公贷款不良生成额 77.5 亿，同比减少 14.6 亿；零售贷款 (不含信用卡) 不良生成额 107.1 亿，同比增加 41.4 亿；信用卡新生成不良贷款 297.5 亿，同比略增 0.3 亿，不良生成压力主要来自零售业务。24Q3 末，关注率较 2Q 末提升 6bp 至 1.3%；逾期率较 2Q 末下降 6bp 至 1.36%。

1-3Q 计提信用减值损失 363 亿，同比下降 8.6%。其中，贷款减值损失 363 亿，同比减少 52 亿。前三季度信用减值损失/平均总资产 (年化) 为 0.43%，较上半年下降 5bp。截至 3Q 末，拨备覆盖率较 2Q 末小幅下降 2.3pct 至 432.2%，拨贷比 4.06%，较 2Q 末略降 2bp。

内源资本补充能力较强叠加资本消耗强度环比下降，各级资本充足率均有提升。

招行 3Q 风险加权资产同比增速较上季末下降 3.8pct 至 2.7%，随着资本消耗强度下降，截至 24Q3 末，招行核心一级/一级/资本充足率分别为 14.73%、16.99%、18.67%，较上季末分别提升 87、90、72bp。

盈利预测、估值与评级。招行以“打造价值银行”为战略目标，零售业务具有较深的护城河，这种护城河在于切实以客户为中心的服务精神，追求极致的客户体验，以及由此带来的更大的客户粘性。结合三季报披露情况，下调公司 2024-26 年 EPS 预测为 5.82/6.05/6.33 元，较上次预测分别下调 3.8%、5.2%、6.7%，当前股价对应 PB 估值分别为 0.95/0.86/0.79 倍。当前居民购房、消费活跃度较低，风险偏好相对审慎，加杠杆诉求较弱，但公司 3Q 仍实现了超过 320 亿的零售信贷增量，体现了较强的资产组织能力。同时，零售客户数及 AUM 的持续做大，截至 3Q 末，零售客户数较年初增长 4.6%至 2.06 亿户，零售 AUM 较年初增长 7.7%至 14.3 万亿，进一步夯实了大零售业务发展基石。维持“买入”评级。

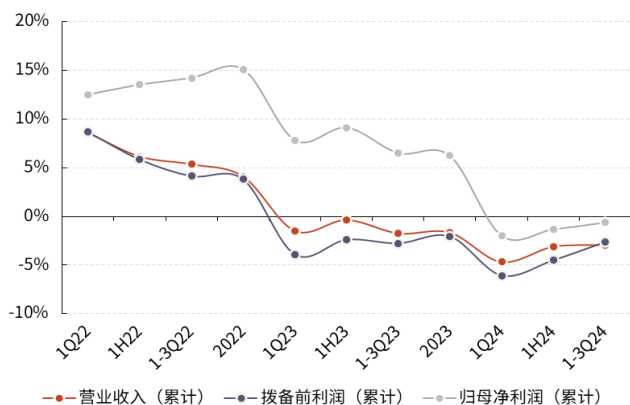
风险提示：1) 经济复苏势头不及预期，可能对居民就业、收入等产生影响，影响公司零售信贷及财富管理需求；2) 房地产风险释放超预期，拖累资产质量。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	344,783	339,123	332,128	345,540	360,232
营业收入增长率	4.1%	-1.6%	-2.1%	4.0%	4.3%
净利润 (百万元)	138,012	146,602	146,735	152,514	159,563
净利润增长率	15.1%	6.2%	0.1%	3.9%	4.6%
EPS (元)	5.47	5.81	5.82	6.05	6.33
ROE (归属母公司)	17.73%	16.75%	15.05%	14.19%	13.53%
P/E	7.05	6.64	6.63	6.38	6.10
P/B	1.18	1.05	0.95	0.86	0.79

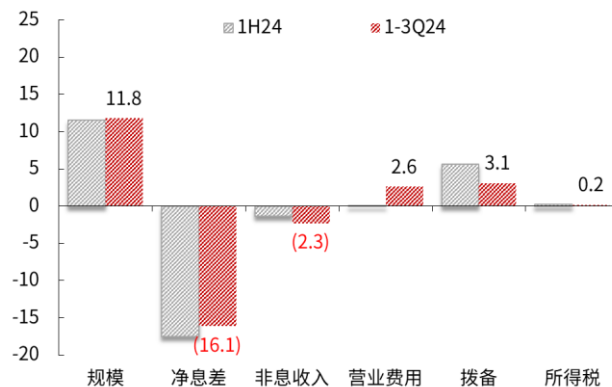
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-10-29

图 1: 招商银行营收及盈利累计增速



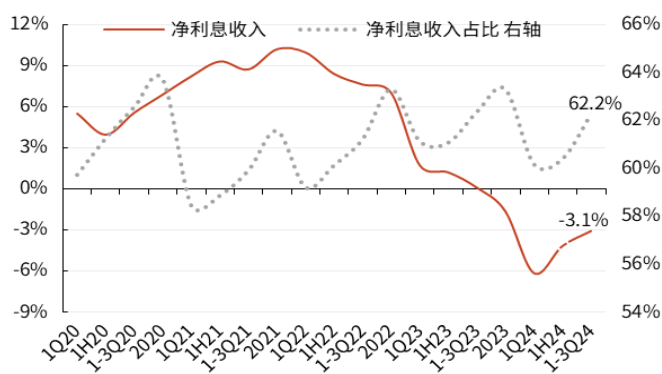
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 招商银行业绩同比增速拆分 (%)



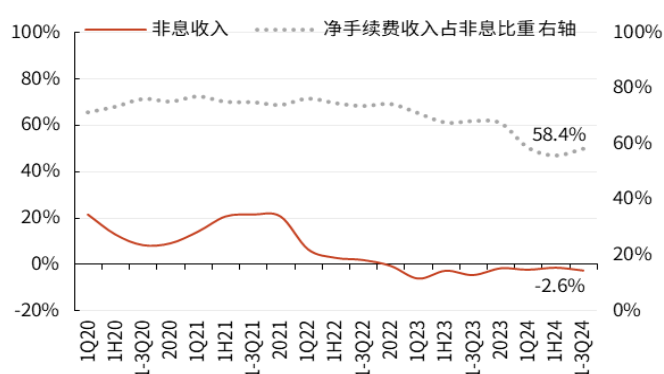
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 单位: %

图 3: 招商银行净利息收入增速及占比



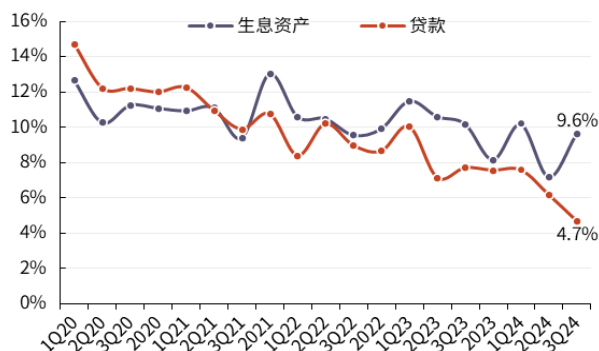
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 招商银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



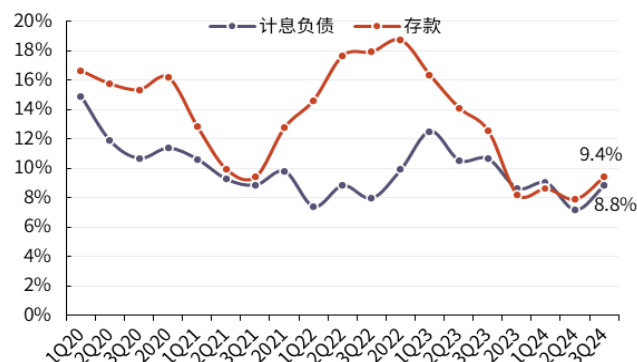
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5：招商银行生息资产及贷款增速



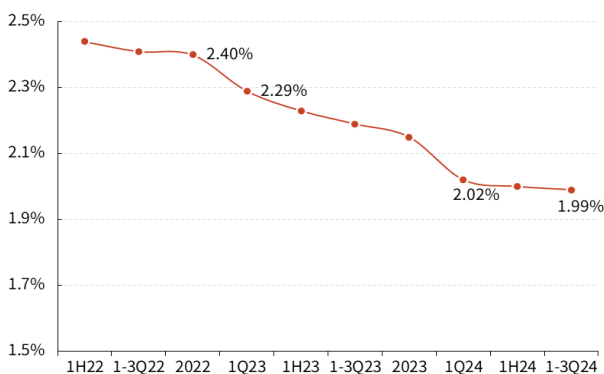
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：招商银行计息负债及存款增速



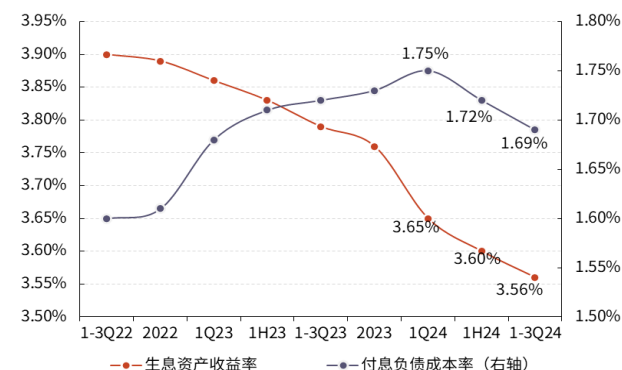
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：招商银行净息差走势（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

图 8：招商银行生息资产收益率及计息负债成本率（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 2：招商银行资产质量主要指标

	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24
不良贷款率	0.91%	0.94%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%
较上季变动 (pct)	(0.02)	0.03	0.01	0.00	0.01	(0.01)	0.00	0.01	(0.01)	(0.03)	0.02	0.00
(关注+不良)/贷款总额	1.75%	1.90%	1.96%	2.09%	2.17%	2.07%	1.98%	1.97%	2.04%	2.06%	2.17%	2.24%
较上季变动 (pct)	N/A	0.15	0.06	0.13	0.08	(0.10)	(0.09)	(0.01)	0.07	0.02	0.11	0.07
逾期90天以上贷款/不良贷款	69.0%	58.5%	65.4%	71.4%	70.8%	76.9%	77.6%	78.7%	74.4%	78.7%	78.4%	79.4%
较上季变动 (pct)	N/A	(10.53)	6.92	6.03	(0.61)	6.10	0.64	1.18	(4.33)	4.33	(0.31)	0.94
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.63%	0.55%	0.62%	0.68%	0.68%	0.73%	0.74%	0.76%	0.70%	0.72%	0.74%	0.75%
较上季变动 (pct)	N/A	(0.08)	0.07	0.06	0.00	0.05	0.01	0.02	(0.05)	0.02	0.01	0.01
拨备覆盖率	483.9%	462.7%	454.1%	455.7%	450.8%	448.3%	447.6%	445.9%	437.7%	436.8%	434.4%	432.2%
较上季变动 (pct)	40.7	(21.2)	(8.6)	1.6	(4.9)	(2.5)	(0.7)	(1.8)	(8.2)	(0.9)	(2.4)	(2.3)
拨贷比	4.42%	4.35%	4.32%	4.34%	4.32%	4.27%	4.27%	4.27%	4.14%	4.01%	4.08%	4.06%
较上季变动 (pct)	0.29	(0.07)	(0.03)	0.02	(0.02)	(0.05)	0.00	0.00	(0.13)	(0.13)	0.07	(0.02)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	344,783	339,123	332,128	345,540	360,232
净利息收入	218,235	214,669	213,062	220,965	230,501
非息收入	126,548	124,454	119,066	124,575	129,731
净手续费及佣金收入	94,275	84,108	70,651	72,770	76,372
净其他非息收入	32,273	40,346	48,415	51,804	53,358
营业支出	179,627	162,460	155,725	162,192	168,412
拨备前利润	222,679	218,087	215,838	224,556	235,907
信用及其他减值损失	57,566	41,469	39,480	41,253	44,132
税前利润	165,113	176,618	176,358	183,303	191,775
所得税	25,819	28,612	28,217	29,328	30,684
净利润	139,294	148,006	148,141	153,974	161,091
归属母公司净利润	138,012	146,602	146,735	152,514	159,563

盈利能力	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产收益率	3.85%	3.75%	3.55%	3.46%	3.39%
贷款收益率	4.57%	4.27%	4.03%	3.90%	3.80%
付息负债成本率	1.60%	1.74%	1.69%	1.67%	1.65%
存款成本率	1.52%	1.64%	1.62%	1.60%	1.58%
净息差	2.38%	2.14%	1.98%	1.92%	1.87%
净利差	2.25%	2.01%	1.85%	1.79%	1.74%
RORWA	2.44%	2.38%	2.17%	2.12%	2.10%
ROAA	1.44%	1.40%	1.29%	1.25%	1.23%
ROAE	17.73%	16.75%	15.05%	14.19%	13.53%

资产质量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.95%	0.96%
拨备覆盖率	450.8%	437.7%	404.0%	382.4%	368.1%
拨贷比	4.32%	4.14%	3.86%	3.63%	3.54%

资本	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	17.77%	17.88%	18.19%	18.60%	19.11%
一级资本充足率	15.75%	16.01%	16.37%	16.82%	17.36%
核心一级资本充足率	13.68%	13.73%	14.24%	14.81%	15.44%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-29

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	10,138,912	11,028,483	11,953,826	12,762,825	13,528,764
发放贷款和垫款	6,051,459	6,508,865	6,984,012	7,437,973	7,884,251
同业资产	1,219,416	1,228,580	1,249,772	1,355,760	1,464,244
金融投资	2,349,222	2,667,775	2,894,536	3,111,626	3,344,998
生息资产合计	9,620,097	10,405,220	11,128,320	11,905,359	12,693,493
总负债	9,184,674	9,942,754	10,768,761	11,474,175	12,131,385
吸收存款	7,535,742	8,155,438	8,791,562	9,406,972	9,971,390
市场类负债	1,312,203	1,458,629	1,513,266	1,571,349	1,633,945
付息负债合计	8,847,945	9,614,067	10,304,828	10,978,321	11,605,335
股东权益	954,238	1,085,729	1,185,065	1,288,650	1,397,378
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	945,503	1,076,370	1,174,300	1,276,425	1,383,625

业绩规模与增长	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	9.6%	8.8%	8.4%	6.8%	6.0%
生息资产	9.9%	8.2%	6.9%	7.0%	6.6%
付息负债	9.9%	8.7%	7.2%	6.5%	5.7%
贷款余额	8.6%	7.6%	7.3%	6.5%	6.0%
存款余额	18.7%	8.2%	7.8%	7.0%	6.0%
净利息收入	7.0%	-1.6%	-0.7%	3.7%	4.3%
净手续费及佣金收入	-0.2%	-10.8%	-16.0%	3.0%	5.0%
营业收入	4.1%	-1.6%	-2.1%	4.0%	4.3%
拨备前利润	3.8%	-2.1%	-1.0%	4.0%	5.1%
归母净利润	15.1%	6.2%	0.1%	3.9%	4.6%

每股盈利及估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元)	5.47	5.81	5.82	6.05	6.33
PPOPPS (元)	8.83	8.65	8.56	8.90	9.35
BVPS (元)	32.71	36.71	40.60	44.65	48.90
DPS (元)	1.74	1.97	2.04	2.12	2.21
P/E	7.05	6.64	6.63	6.38	6.10
P/PPOP	4.37	4.46	4.51	4.34	4.13
P/B	1.18	1.05	0.95	0.86	0.79

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP