

招商银行 (600036)

 证券研究报告
2024年10月31日

息差企稳，盈利向上修复，拨备维持高位。

事件：

招商银行发布24年三季度财报。截止24年三季度，企业实现营收约2527亿元，归母净利润1132亿元，YoY-0.62%；不良率0.94%，不良拨备覆盖率432.15%。

点评摘要：

营收持续向上修复表现。截止2024前三季度，招商银行实现累计营收约2527亿元 (YoY-2.91%)，其中净利息收入1573亿元 (YoY-3.07%)。非息净收入954亿元，同比下滑2.63%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP24Q1、24H1、24Q1-3增速为-6.08%、-4.52%、-2.66%。

息差方面：负债成本率改善支撑息差企稳。具体表现如下：1. 24Q1-3企业净息差受压至1.99%，低于2024年中的2.00%，但向下趋势相比2023至今年Q1大幅放缓；2. **收益端：**2024前三季度，受央行下调LPR及房贷利率政策影响，招商银行生息资产收益率为3.56%，环比-4bp。3. **成本端：负债成本率改善。**在挂牌存款利率下调后，招商银行24年前三季度计息负债成本率为1.69%，较24Q1、24H1释放约6bp、3bp空间，成为息差企稳主要支撑。

进入2024年以来招商银行营收、盈利能力延续向上修复趋势。24Q1-3招商银行归母净利润同比-0.62%，较年中向上修复18bp。

资产端：截止24Q3招商银行生息资产总计112,931亿元，较24H1上升776亿元 (环比+0.7%)。结构上，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行较24H1各余额规模环比变动+0.2、+0.6、+2.0、5.0pct。

负债端：2024Q3招商银行计息负债余额99,455亿元，较24H1增加542亿元 (环比+0.5%)。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款较24H1各余额规模环比变动+0.8、-14.5、-1.7%和+16.5%。

资产质量稳健，拨备维持高位。24Q3末不良贷款率0.94%与上季持平，逾期率1.36% (环比改善6bp)；不良拨备覆盖率432.2%。

盈利预测与估值：

招商银行24Q3企业盈利能力具有韧性，息差企稳，资产质量稳健。我们预测企业2024-2026年归母净利润同比增长为2.25%、3.79%、3.19%，对应现价BPS：41.38、45.21、49.64元。我们使用股息贴现模型测算目标价为43.02元，对应24年1.04x PB，现价空间15%，调整为“增持”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大

投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	37.36元
目标价格	43.02元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,628.94
流通A股股本(百万股)	20,628.94
A股总市值(百万元)	770,697.36
流通A股市值(百万元)	770,697.36
每股净资产(元)	39.73
资产负债率(%)	90.05
一年内最高/最低(元)	41.37/26.90

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商银行-半年报点评:营收边际改善,息差企稳,质量稳健》2024-09-06
- 《招商银行-季报点评:ROE保持高水平,资产质量指标或现拐点》2023-04-27
- 《招商银行-年报点评报告:经历内外大考,零售“尖子生”韧性依旧》2023-03-27

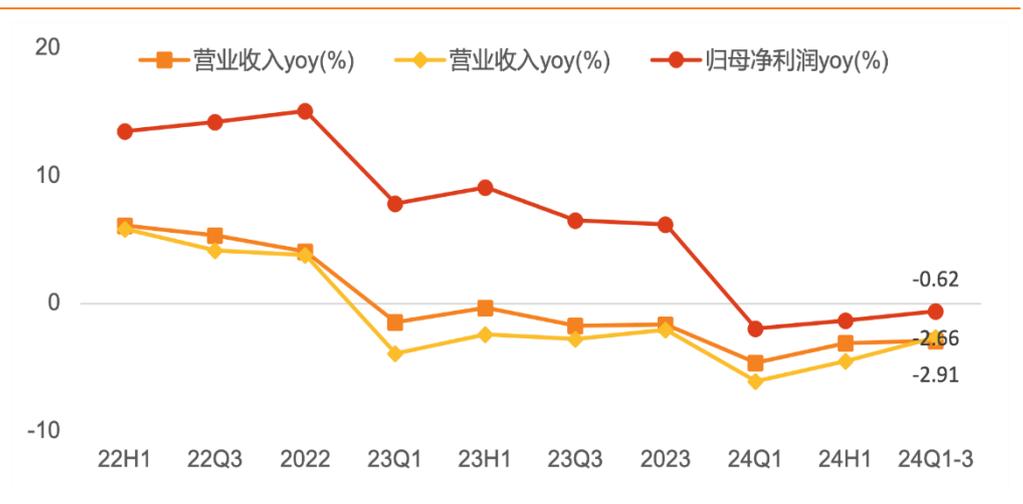
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	3,448	3,391	3,371	3,465	3,602
增长率(%)	4.08	-1.64	-0.58	2.77	3.95
归属母公司股东净利润(亿元)	1,380	1,466	1,499	1,556	1,606
增长率(%)	15.08	6.22	2.25	3.79	3.19
每股收益(元)	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37
市盈率(P/E)	6.92	6.52	6.37	6.14	5.95
市净率(P/B)	1.01	1.03	0.92	0.84	0.76

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 息差企稳，营收向上修复

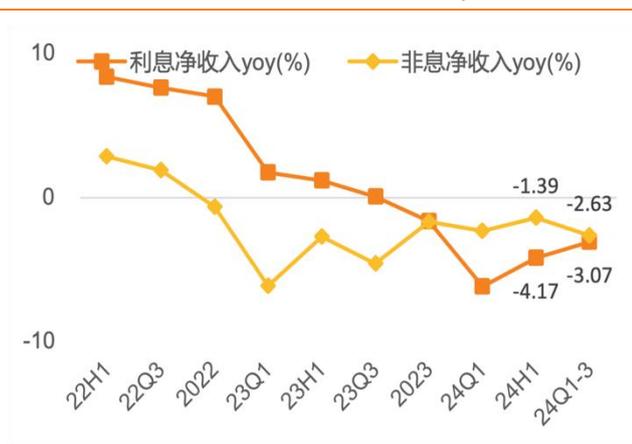
营收持续向上修复表现。截止 2024Q3, 招商银行总营收累计约 2527 亿元(YoY-2.91%), 其中净利息收入 1573 亿元(YoY-3.07%)。营收结构上, 利息净收入占比回升至 62.2%, 较 24 年中增加 1.8pct; 非息净收入 954 亿元, 同比下滑 2.63%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势, PPOP24Q1、24H1、24Q1-3 增速为-6.08%、-4.52%、-2.66%。24Q1、24H1、24Q3 归母净利润同比分别为-1.96%、-1.33%、-0.62%。进入 2024 年以来招商银行营收增速、盈利能力延续向上修复趋势。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（22H1-24Q1-3）



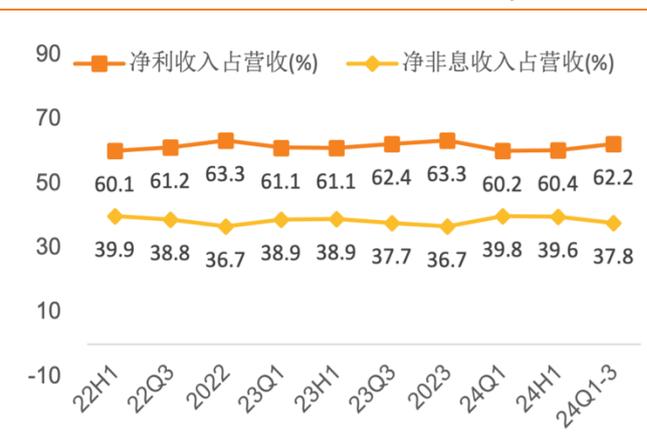
资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速（22H1-24Q1-3）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收（22H1-24Q1-3）

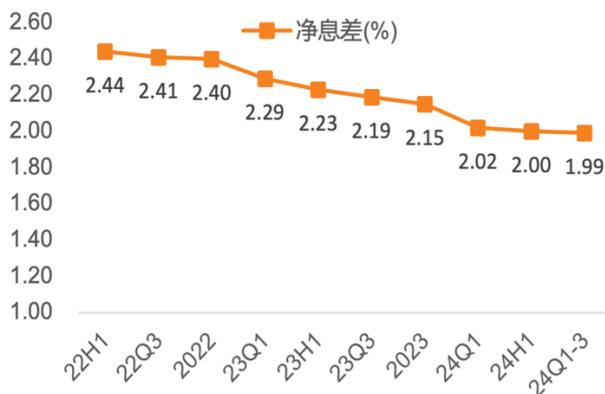


资料来源：企业财报，天风证券研究所

收益端：2024 前三季度，受央行下调 LPR 及房贷利率政策影响，招商银行生息资产收益率为 3.56%，环比-4bp；2024 年 Q1 及 H1 分别为 3.65%、3.60%。**成本端：负债成本率改善。**在挂牌存款利率下调后，招商银行 24Q1-3 计息负债成本率 1.69%，较 24Q1、24H1 释放约 6bp、3bp 空间，成为息差企稳主要支撑。

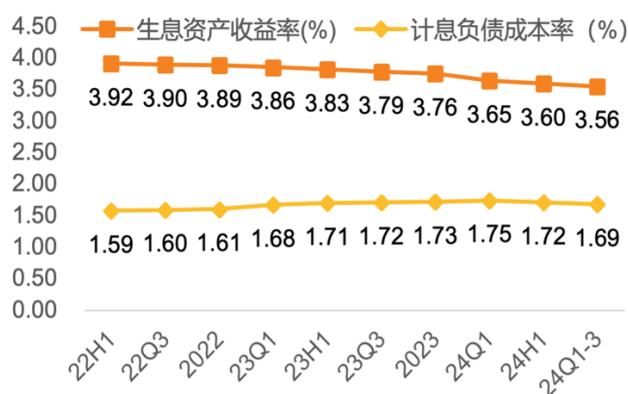
净息差企稳。24Q1-3 企业净息差受压至 1.99%，低于 2024 年中的 2.00%，但向下趋势相比 2023 至今年 Q1 大幅放缓。

图 4：净息差走势（22H1-24Q1-3）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 5：生息资产收益率、计息负债成本率走势（22H1-24Q1-3）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

非息净收入各细项中，投资净收持续拉动企业营收。24Q1-3 招商银行手续费及佣金净收入约 557 亿元，YoY-16.90%，较 24H1 同比增速（-18.61%）改善 1.71pcts。另一方面，其它非息净收入约 397 亿元，同比增加 28.33%；其中投资净收益 24Q1、24H1、24Q1-3 同比增长为 44.62%、57.21%、41.65%。

表 1：非息收入拆分（22H1-24Q1-3）

非息净收入	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q1-3
手续费及佣金净收入(亿元)	534	758	943	251	471	670	841	202	383	557
其它非息净收入(亿元)	180	270	323	101	224	310	403	142	302	397
其中：投资净收益(亿元)	125	159	205	66	124	174	222	95	195	247
手续费及佣金净收入yoy (%)	2.20	0.02	-0.18	-12.60	-11.82	-11.52	-10.78	-19.44	-18.61	-16.90
其它非息净收入 (%)	4.90	7.64	-1.87	14.91	24.34	14.90	25.01	40.06	34.84	28.23
其中：投资净收益 (%)	12.16	-1.19	-6.01	-15.68	-0.44	9.55	7.98	44.62	57.21	41.65
手续费及佣金净收入占比营收 (%)	29.82	28.60	27.34	27.67	26.39	25.75	24.80	23.38	22.16	22.04
其它非息净收入 (%)	10.05	10.18	9.36	11.20	12.53	11.90	11.90	16.45	17.45	15.72
其中：投资净收益 (%)	6.96	6.00	5.96	7.25	6.95	6.69	6.54	11.00	11.27	9.76

资料来源：企业财报，天风证券研究所

2. 资产负债规模稳步扩张

资产端：截止 24Q3 招商银行生息资产总计 112,931 亿元，较 24H1 上升 776 亿元（环比+ 0.7%）。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 57.5%、29.7%、7.2%和 5.6%，较 24H1 各项余额规模环比变动+0.2、+0.6、+2.0、5.0pct。

负债端：2024Q3 招商银行计息负债余额 99,455 亿元，较 24H1 增加 542 亿元（环比+0.5%）。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 87.8%、2.4%、7.2%和 2.6%，较 24H1 各项余额规模环比变动+0.8、-14.5、-1.7%和+16.5%。

表 2：资产拆分(2023-24Q3)

资产分结构	环比变动 (%)				占比计息资产 (%)			
	2023	24Q1	24H1	24Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
贷款	0.9	4.8	-1.1	0.2	58.5	58.6	57.8	57.5
金融投资	3.6	0.2	4.0	0.6	29.9	28.6	29.7	29.7
同业及拆放	29.5	9.0	31.0	2.0	5.2	5.5	7.1	7.2
现金及存放央行	13.8	19.1	-26.3	5.0	6.4	7.3	5.3	5.6
生息资产合计	3.7	4.6	0.3	0.7	100.0	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 3：负债拆分(2023-24Q3)

负债分结构	环比变动 (%)				占比计息负债 (%)			
	2023	24Q1	24H1	24Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3
吸收存款	2.2	3.5	2.6	0.8	85.9	85.3	87.6	87.8
发行债券	-26.5	76.4	-11.3	-14.5	1.9	3.1	2.8	2.4
同业及拆入	8.4	14.0	-18.1	-1.7	8.2	9.0	7.3	7.2
向央行借款	68.8	-32.8	-11.4	16.5	4.0	2.6	2.3	2.6
计息负债总计	3.6	4.3	0.0	0.5	100	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

3. 资产质量稳健，拨备维持高位

资产质量： 2024Q3 招商银行不良余额 636 亿元，占比 0.94% 与上季持平。关注类贷款小幅上涨 6bp 至 1.30%。另外，今年三季度企业贷款逾期率为 1.36%，较年中改善 6bp。

拨备方面： 2024 年三季度企业贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 4.06% 和 432.2%，整体依旧维持在较高水平。

表 4：资产质量分析(23H1-24Q3)

	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	24Q3	较上期	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)	98.03	98.03	97.95	97.94	97.82	97.76	-0.06	-0.18
关注贷款率 (%)	1.02	1.01	1.10	1.14	1.24	1.30	0.06	0.16
不良贷款率 (%)	0.95	0.96	0.95	0.92	0.94	0.94	0.00	0.02
关注+不良率 (%)	1.97	1.97	2.05	2.06	2.18	2.24	0.06	0.18
不良净生成率(半年年化) (%)	0.80	-	0.74	-	0.79	-	-	-
不良净生成率(累计年化) (%)	0.80	-	0.74	-	0.79	-	-	-
不良核销转出率 (%)	77.2	-	79.0	-	79.8	-	-	-
逾期贷款								
逾期率 (%)	1.25	1.25	1.26	1.31	1.42	1.36	-0.06	0.05
3个月以内	0.51	-	0.56	-	0.68	-	-	-
3个月至1年	0.44	-	0.35	-	0.40	-	-	-
1年以上3年以内	0.22	-	0.27	-	0.23	-	-	-
3年以上	0.08	-	0.08	-	0.11	-	-	-
不良偏离度 (%)	77.56	-	74.41	-	78.43	-	-	-
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.27	4.27	4.14	4.01	4.08	4.06	-0.02	0.05
不良拨备率 (%)	447.6	445.9	437.7	436.8	434.4	432.2	-2.3	-4.7

资料来源：企业财报，天风证券研究所

4. 估值

我们使用股息贴现模型测算目标价为 43.02 元，对应 24 年 1.04x PB，现价空间 15%，给出“增持”评级。

表 5：DDM 估值分析

基本假设		2024 年数	净利润增速	总计					
2024-2026		3		对应PB	43.02				
2027-2034		8	0.80%	空间	1.04				
2035以后		永续	0.50%		15%				
折现率假设									
无风险收益率		2.18%							
风险溢价		3.05%							
β系数		0.8433							
风险折现率		4.75%							
三阶段模型									
第一阶段	2024	2025	2026						
EPS	5.94	6.17	6.37						
DIVIDEND	1.66	1.73	1.78						
折现值	1.66	1.65	1.62						
合计	4.94								
第二阶段	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
EPS	6.42	6.47	6.52	6.57	6.62	6.68	6.73	6.79	
DIVIDEND	1.80	1.81	1.83	1.84	1.85	1.87	1.88	1.90	
折现值	1.56	1.50	1.45	1.39	1.34	1.29	1.24	1.19	
合计	10.97								
永续阶段	2035及以后								
EPS	6.85								
DIVIDEND	1.92								
折现值	27.11								
合计	27.11								

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						收入增长					
净利息收入	2,182	2,147	2,154	2,264	2,385	净利润增速	15.08%	6.22%	2.25%	3.79%	3.19%
手续费及佣金	943	841	742	701	691	拨备前利润增速	3.80%	-2.06%	2.28%	2.74%	3.94%
其他收入	323	403	476	500	525	税前利润增速	11.43%	6.97%	3.50%	3.79%	3.19%
营业收入	3,448	3,391	3,371	3,465	3,602	营业收入增速	4.08%	-1.64%	-0.58%	2.77%	3.95%
营业税及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	7.02%	-1.63%	0.32%	5.12%	5.36%
业务管理费	-1,134	-1,118	-1,111	-1,142	-1,187	手续费及佣金增速	-0.18%	-10.78%	-11.80%	-5.50%	-1.36%
拨备前利润	2,227	2,181	2,231	2,292	2,382	营业费用增速	3.45%	-1.40%	-0.58%	2.82%	3.98%
计提拨备	-576	-415	-403	-394	-424	规模增长					
税前利润	1,651	1,766	1,828	1,897	1,958	生息资产增速	10.37%	8.84%	9.28%	8.70%	8.01%
所得税	-258	-286	-329	-342	-352	贷款增速	8.64%	7.56%	8.50%	8.00%	7.50%
净利润	1,380	1,466	1,499	1,556	1,606	同业资产增速	-20.99%	-11.22%	10.00%	10.00%	8.00%
资产负债表						证券投资增速	27.36%	15.19%	11.00%	10.00%	9.00%
贷款总额	60,515	65,089	70,621	76,271	81,991	其他资产增速	3.59%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
同业资产	6,316	5,607	6,168	6,785	7,327	计息负债增速	10.12%	8.96%	9.47%	8.76%	7.94%
证券投资	27,727	31,939	35,453	38,998	42,508	存款增速	18.88%	8.56%	9.50%	9.00%	8.50%
生息资产	100,436	109,314	119,455	129,843	140,239	同业负债增速	-13.37%	18.04%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	3,635	3,798	4,224	4,592	4,959	股东权益增速	10.23%	13.84%	10.85%	8.02%	8.59%
总资产	101,389	110,285	120,693	131,190	141,694	存款结构					
客户存款	75,906	82,405	90,233	98,354	106,715	活期	62.5%	54.3%	61.0%	61.0%	61.0%
其他计息负债	12,992	14,460	15,800	16,972	17,764	定期	36.8%	44.7%	34.0%	34.0%	34.0%
非计息负债	2,949	2,563	2,719	2,957	3,192	其他	4.6%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
总负债	91,847	99,428	108,752	118,283	127,670	贷款结构					
股东权益	9,542	10,857	11,941	12,907	14,024	企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
每股指标						个人贷款	52.2%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
每股净利润(元)	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37	资产质量					
每股拨备前利润(元)	8.83	8.65	8.84	9.09	9.44	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%
每股净资产(元)	37.49	36.71	41.38	45.21	49.64	正常	97.83%	97.96%	97.83%	97.85%	97.85%
每股总资产(元)	402.02	437.29	478.56	520.18	561.83	关注	1.21%	1.10%	1.24%	1.24%	1.24%
P/E	6.92	6.52	6.37	6.14	5.95	次级	0.38%	0.25%	0.23%	0.22%	0.22%
P/PPOP	4.29	4.38	4.28	4.17	4.01	可疑	0.39%	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%
P/B	1.01	1.03	0.92	0.84	0.76	损失	0.19%	0.36%	0.35%	0.34%	0.34%
P/A	0.09	0.09	0.04	0.04	0.07	拨备覆盖率	450.8%	437.7%	414.1%	400.3%	384.7%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.28%	2.05%	1.88%	1.82%	1.77%	资本充足率	17.77%	17.88%	17.65%	17.63%	17.46%
净利差(Spread)	2.10%	1.85%	1.70%	1.64%	1.59%	核心资本充足率					
贷款利率	4.57%	4.27%	4.18%	4.10%	4.03%	资产负债率					
存款利率	1.51%	1.63%	1.52%	1.52%	1.50%	其他数据					
生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.29%	3.23%	3.16%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.59%	1.73%	1.59%	1.59%	1.57%						
盈利能力											
ROAA	1.42%	1.39%	1.30%	1.24%	1.18%						
ROAE	15.17%	14.37%	13.10%	12.43%	11.84%						
拨备前利润率	2.30%	2.06%	1.93%	1.82%	1.75%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com