

零售金融业务收入保持韧性

增持 (维持)

——招商银行 (600036) 深度报告

2024 年 12 月 09 日

投资要点:

零售金融业务收入保持韧性: 零售贷款增长与总贷款增速基本相当, 占比保持稳定。近几年, 小微贷款增长较快, 占零售贷款的比重上升, 零售贷款的整体定价低于股份行均值, 定价差持续收窄。零售存款超过零售贷款, 内部利息净收入转正, 对零售金融业务利息净收入形成支撑, 手续费净收入负增长, 不过, 零售客户 AUM 持续稳步增长, 以及零售金融财富管理相关业务销售规模有回升趋势, 或有望助力零售端财富管理相关的手续费净收入逐步企稳。

零售端部分贷款的的关注率和逾期率仍在上升, 整体贷款拨备保持高位: 零售贷款资产质量波动, 部分贷款的的关注率和逾期率仍在上升。对公贷款不良率持续下行。整体贷款的不良率基本保持稳定。招商银行的拨备覆盖率和贷款拨备率均保持高位。2022 年以来, 银行业整体拨备计提力度下行, 对当期利润形成了一定的支撑。从招商银行目前的拨备水平来看, 仍有一定的释放空间。

存款活期率处于上市银行较高水平, 存款成本优势明显: 近几年, 银行业存款呈现定期化趋势, 定期存款占比持续上升。同期, 招商银行存款的活期率持续下行, 但仍居上市银行较高水平。纵观近几年招商银行零售存款和公司存款成本的变化趋势看, 零售存款的成本有一定幅度的上升, 对公存款的成本相对稳定, 管控效果相对较好。综合来看, 招商银行整体的存款成本优势仍较强。

盈利预测与投资建议: 考虑到银行业发展大环境, 结合招商银行自身的特点, 我们认为招商银行存款成本优势, 仍有望助力业绩的稳定, 而资本实力雄厚, 有助于未来资产规模的稳定扩张, 资产质量相对优异, 零售贷款风险短期或有波动。另外, 招商银行零售金融业务的经营韧性较高, 在未来财富管理相关业务销售规模逐步回升的条件下, 零售端财富管理相关的手续费净收入或将逐步企稳。叠加金融科技的赋能, 我们认为招商银行整体经营效率或有望稳步提升。我们测算的公司 2024 年-2026 年营收同比增速为-3.33%/5.2%和 4.67%, 净利润同比增速为 1.35%/5.85%和 5.54%。对应的 EPS 分别为 5.89 元, 6.24 元和 6.58 元。综合考虑公司的业务发展情况以及估值等因素, 维持公司增持评级。按照 12 月 5 日收盘价 36.91 元/股, 对应的招商银行 2024 年-2026 年的

基础数据

总股本 (百万股)	25,219.85
流通A股 (百万股)	20,628.94
收盘价 (元)	37.70
总市值 (亿元)	9,507.88
流通A股市值 (亿元)	7,777.11

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

资产质量保持稳健
业绩增长放缓 资产质量保持稳健
零售信贷增速稳定 客户基础进一步夯实

分析师:

郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	339,123	327,841	344,894	361,009
增长比率 (%)	-1.64	-3.33	5.20	4.67
归母净利润 (百万元)	146,602	148,583	157,278	165,990
增长比率 (%)	6.22	1.35	5.85	5.54
每股收益 (元)	5.81	5.89	6.24	6.58
市盈率 (倍)	6.35	6.26	5.92	5.61
市净率 (倍)	1.01	0.93	0.84	0.77

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

PB 估值分别为 0.93 倍/0.84 倍/0.77 倍。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

正文目录

1 零售金融业务收入保持韧性	5
1.1 零售贷款占比基本保持稳定.....	5
1.2 小微贷款新增占比上升，零售贷款整体定价低于股份行均值.....	5
1.3 零售金融业务收入贡献比保持高位.....	6
1.3.1 零售金融业务收入贡献度保持高位.....	6
1.3.2 零售存款超过零售贷款规模.....	7
1.3.3 零售金融内部净利息收入转正，零售存款日均活期率持续下降.....	7
1.3.4 零售财富管理相关销售规模数据回暖.....	8
2 零售信贷资产质量波动，高拨备提供安全垫	10
2.1 零售贷款不良率波动不大，部分贷款关注率和逾期率仍在上升.....	10
2.2 公司贷款不良率保持稳步下行态势.....	12
2.3 拨备保持高位.....	13
3 存款活期率仍居行业高位，存款成本优势明显	13
3.1 银行业存款定期化趋势还未逆转.....	13
3.2 招商银行公司存款成本相对稳定.....	14
4 资本雄厚，稳定扩张可期	15
5 盈利预测及投资建议	15
5.1 银行业整体经营情况展望.....	15
5.1.1 发行特别国债补充国有行核心一级资本.....	15
5.1.2 大行新增信贷市场份额提升.....	16
5.1.3 净息差仍有下行压力.....	16
5.1.4 不良生成率或保持稳定.....	16
5.2 盈利预测及投资建议.....	16
6 风险提示	17
图表 1: 招商银行贷款总额占比 (单位: %)	5
图表 2: 招商银行企业贷款和零售贷款占比 (单位: %)	5
图表 3: 招商银行零售贷款结构 (单位: %)	6
图表 4: 招商银行零售贷款新增结构 (单位: %)	6
图表 5: 零售贷款收益率变化趋势 (单位: %)	6
图表 6: 招商银行零售金融业务营收同比增速好于同期总营收同比增速 (单位: %)	7
图表 7: 招商银行零售金融业务收入贡献度保持高位 (单位: %)	7
图表 8: 招商银行存款增速对比 (单位: %)	7
图表 9: 招商银行零售存款占比 (单位: %)	7
图表 10: 招商银行零售金融业务净利息收入构成 (单位: 百万元)	8
图表 11: 招商银行零售贷款净息差 (单位: %)	8
图表 12: 招商银行零售日均存款活期率 (单位: %)	8
图表 13: 招商银行零售金融业务收入内部结构变动 (单位: %)	8
图表 14: 招商银行零售金融手续费净收入贡献度保持高位 (单位: %)	9
图表 15: 招商银行手续费净收入变动情况 (单位: 百万元)	9
图表 16: 招商银行 2024 年 6 月手续费收入结构 (单位: %)	10
图表 17: 招商银行各项业务的占比变动 (单位: %)	10

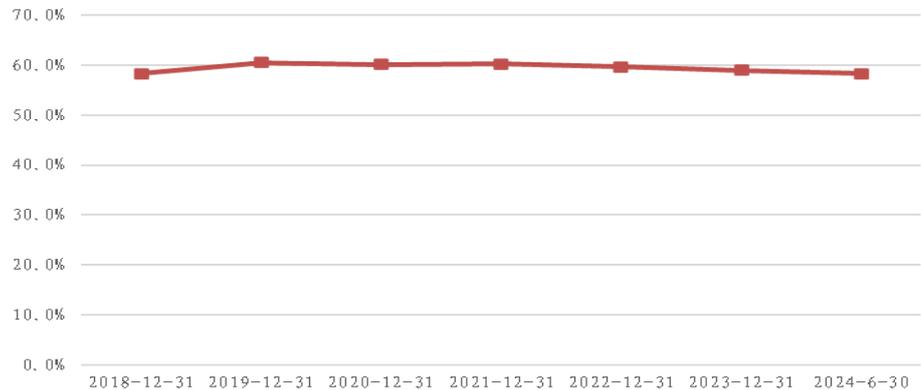
图表 18: 招商银行零售 AUM 以及金葵花以上客户资产占比 (单位: 万亿元, %)	10
图表 19: 招商银行零售理财余额 (单位: 万亿元)	10
图表 20: 不良率 (单位: %)	11
图表 21: 关注率和逾期率 (单位: %)	11
图表 22: 不良生成率 (单位: %)	11
图表 23: 招商银行信用卡和小微贷款不良率 (单位: %)	11
图表 24: 公司贷款不良率变动趋势 (单位: %)	12
图表 25: 招商银行对公贷款行业分布 (单位: %)	13
图表 26: 招商银行各子行业新增占比 (单位: %)	13
图表 27: 招商银行拨备覆盖率 (单位: %)	13
图表 28: 招商银行贷款拨备率 (单位: %)	13
图表 29: 银行业零售和对公定期存款占比 (单位: %)	14
图表 30: 招商银行零售存款和公司存款活期率 (单位: %)	15
图表 31: 招商银行零售存款和公司存款成本率 (单位: %)	15
图表 32: 公司核心一级资本充足率 (单位: %)	15

1 零售金融业务收入保持韧性

1.1 零售贷款占比基本保持稳定

截至2024年6月末，招商银行总资产和贷款分别为11.6万亿元和6.7万亿元，其中，2020-2023年，招商银行总资产复合增速达到10.4%，而贷款复合增速9.7%，总资产增速略高于贷款增速。截至2024年6月末，贷款占总资产的比重为58.3%，较2019年末的高点下降2.2个百分点。

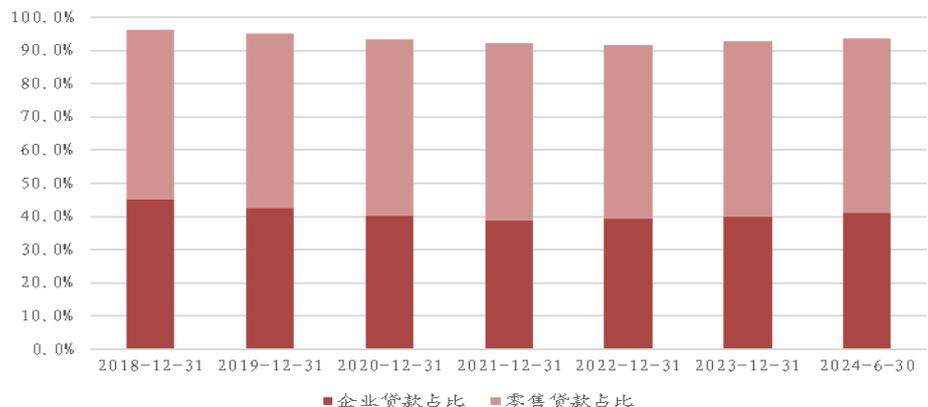
图表1: 招商银行贷款总额占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

从贷款的内部结构看,2020-2023年,零售贷款和公司贷款的复合增速分别为9.8%和8.1%。由于零售贷款复合增速与总贷款增速保持一致,使得零售贷款占比整体保持稳定。截至2024年6月末,零售贷款3.5万亿,公司贷款2.8万亿,占总贷款的比重分别为52.5%和41.1%。

图表2: 招商银行企业贷款和零售贷款占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

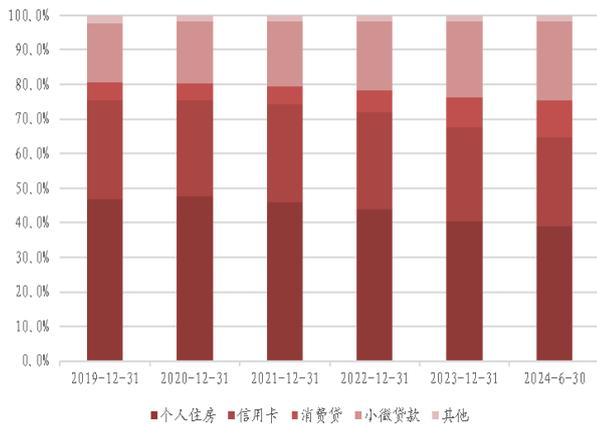
1.2 小微贷款新增占比上升, 零售贷款整体定价低于股份行均值

从零售贷款的内部结构看,截至2024年6月末,小微贷款占比22.8%,个人住房贷

款占比38.8%，信用卡贷款占比26%，消费贷款占比10.7%，对比2020年末的数据，小微贷款占比上升5.1个百分点，个人住房贷款占比下降8.7个百分点，信用卡贷款占比下降1.9个百分点，消费贷占比上升5.6个百分点。零售贷款新增中，小微贷款以及消费贷款的新增占比明显上升。

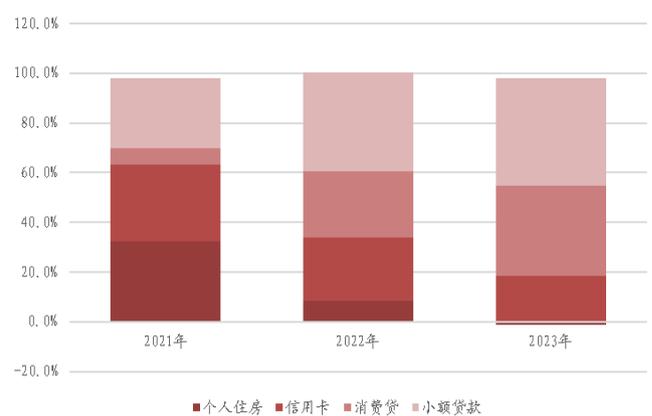
另外，从零售贷款的整体收益率角度看，招商银行零售贷款的整体收益率低于上市股份行整体零售贷款收益率的平均水平，截至2024年上半年，上述两者收益率差为50BP，且近几年呈现持续收窄态势。

图表3: 招商银行零售贷款结构 (单位: %)



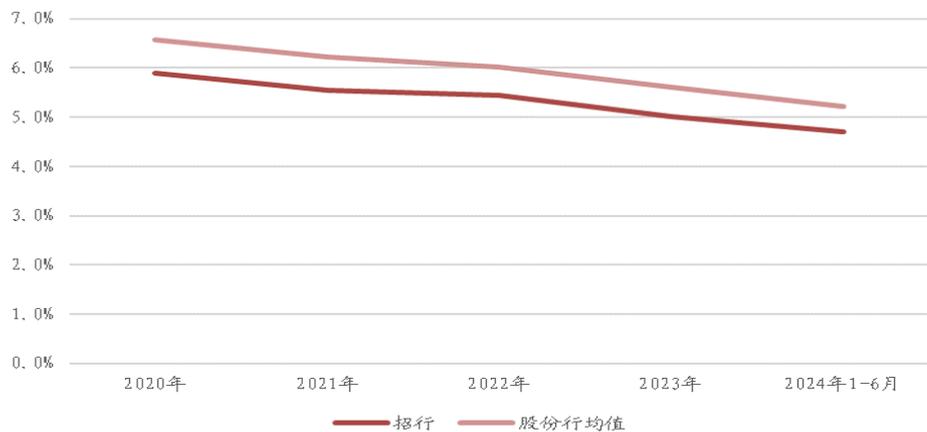
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表4: 招商银行零售贷款新增结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表5: 零售贷款收益率变化趋势 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.3 零售金融业务收入贡献比保持高位

1.3.1 零售金融业务收入贡献度保持高位

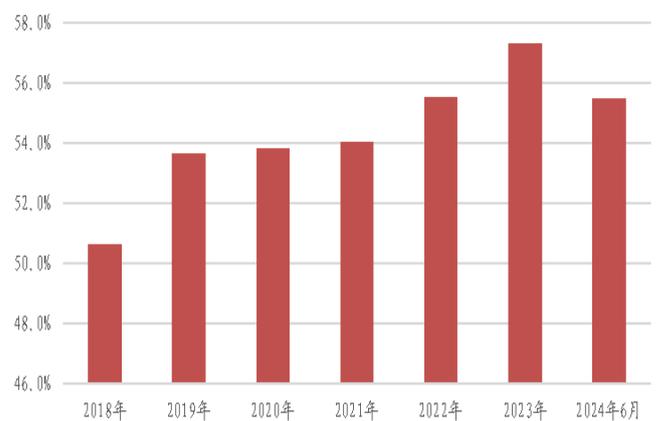
截至2023年末和2024年6月末，零售金融业务营收分别为1943亿元和959亿元，同比增速分别为1.5%和-3%，好于同期总营收同比增速的贡献度分别为57.3%和55.5%，持续保持高位。

图表6: 招商银行零售金融业务营收同比增速好于同期总营收同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表7: 招商银行零售金融业务收入贡献度保持高位 (单位: %)

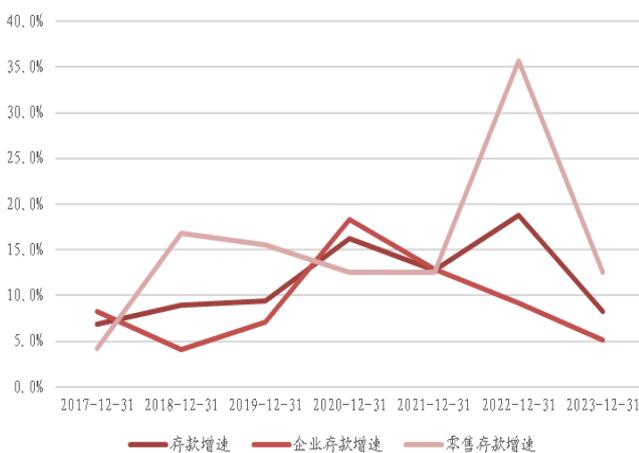


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.3.2 零售存款超过零售贷款规模

截至2024年6月末, 招商银行零售存款达到了3.8万亿, 较年初增长8.9%, 快于同期总存款6.2%的增速。近几年, 零售存款持续高速增长, 使得零售存款的占比明显提升, 截至2024年6月末, 占比达到了43.92%。在2023年, 零售存款已经超过了零售贷款, 实现了内部净利息收入的正贡献。

图表8: 招商银行存款增速对比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表9: 招商银行零售存款占比 (单位: %)



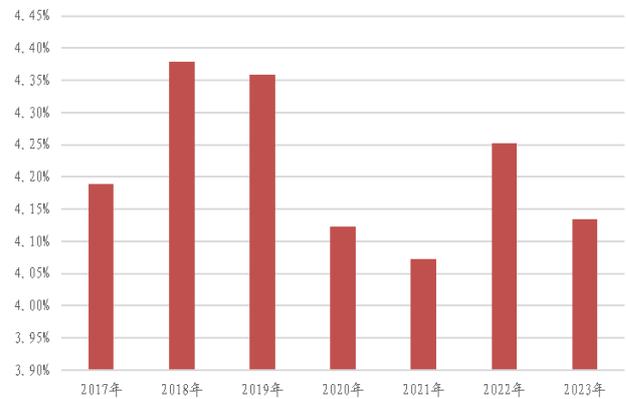
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.3.3 零售金融内部净利息收入转正, 零售存款日均活期率持续下降

零售金融业务方面, 随着市场利率中枢的逐步下行, 来自外部的净利息收入贡献逐步收窄, 受负债端规模稳定增长的支撑, 内部净利息收入转正, 贡献率上升, 使得零售金融业务利息净收入仍可以保持小幅正增长。我们模拟测算的净息差虽然呈现收窄态势, 但是整体降幅并不大, 也主要得益于内部净利息收入转正。另外, 从零售存款的新增结构看, 特别是2022年-2024年上半年零售定期存款的增长相对更多, 占

比也明显提升，零售存款的综合成本率也持续上升。而从零售存款日均活期占比数据看，也在持续下行。

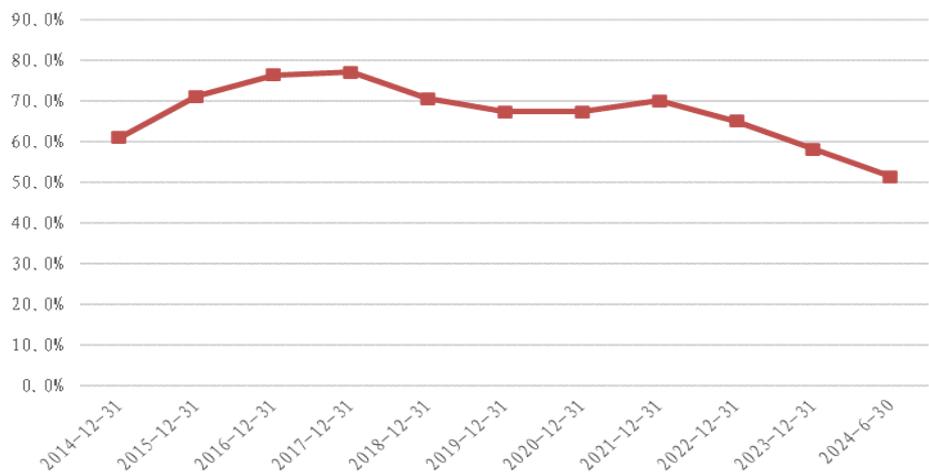
图表10: 招商银行零售金融业务净利息收入构成(单位: 百万元) 图表11: 招商银行零售贷款净息差(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表12: 招商银行零售日均存款活期率(单位: %)

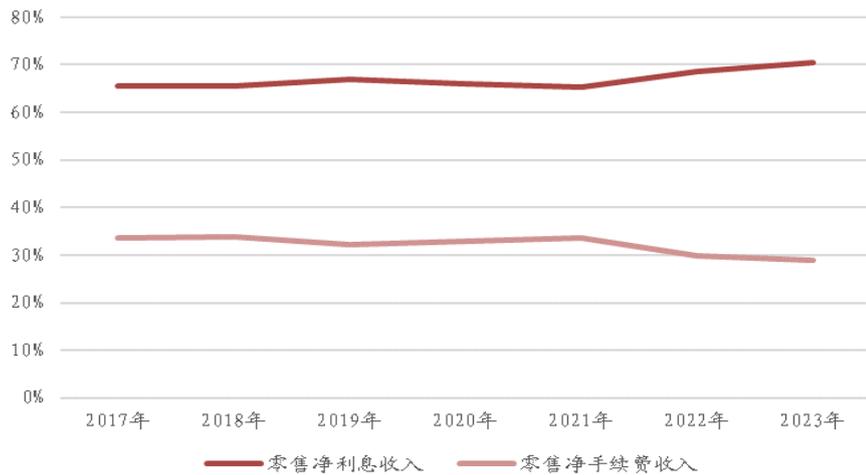


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.3.4 零售财富管理相关销售规模数据回暖

2022年以来, 资本市场低迷、叠加债券市场的波动、金融支持实体经济减费让利以及相关行业监管压力的上升, 使得整个银行业零售业务相关的手续费收入出现了阶段性的负增长。从招商银行手续费及佣金净收入的变化趋势看, 特别是贡献占比较高的财富管理相关业务手续费及佣金收入降幅较大, 叠加利息净收入持续正增长的影响, 使得手续费及佣金净收入对零售金融业务收入的贡献度有所下降。

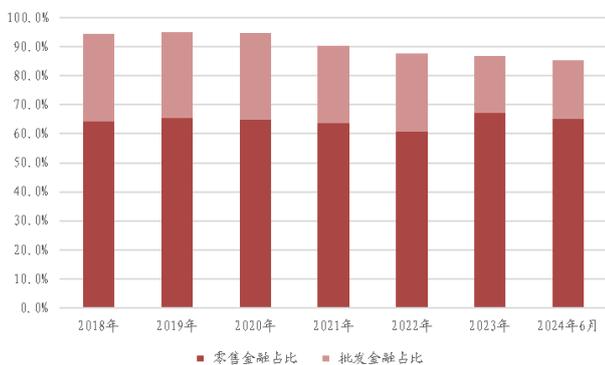
图表13: 招商银行零售金融业务收入内部结构变动(单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

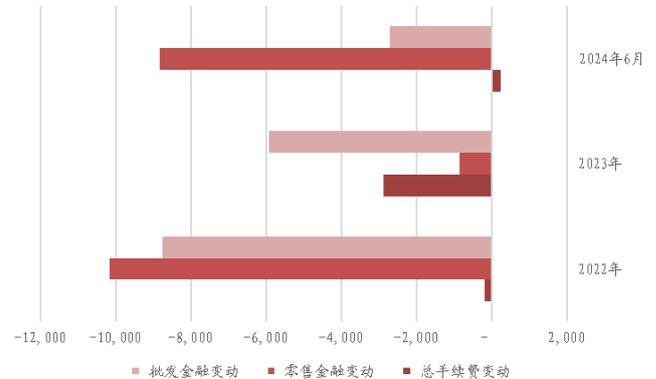
近年来，零售金融业务手续费及佣金净收入呈现负增长态势，不过对整体手续费净收入的贡献度仍保持高位。截至2023年末和2024年6月末，零售金融业务手续费及佣金净收入的贡献比分别为67.1%和65%。

图表14: 招商银行零售金融手续费净收入贡献度保持高位 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

图表15: 招商银行手续费净收入变动情况 (单位: 百万元)

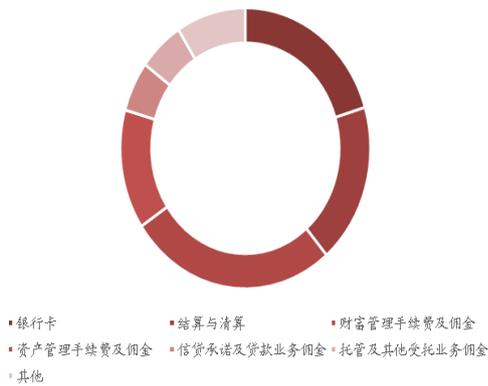


资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

从招商银行总手续费及佣金收入的结构数据看，截至2024年6月末，银行卡、结算与清算、财富管理和资产管理手续费收入的占比分别为20%、18%、27%和14%，其中，相较于2021年的占比数据，结算与清算业务手续费收入和资产管理手续费收入的占比分别提升5个百分点和3个百分点，而财富管理相关业务手续费收入占比下降8个百分点，其他业务手续费收入占比变化不大。

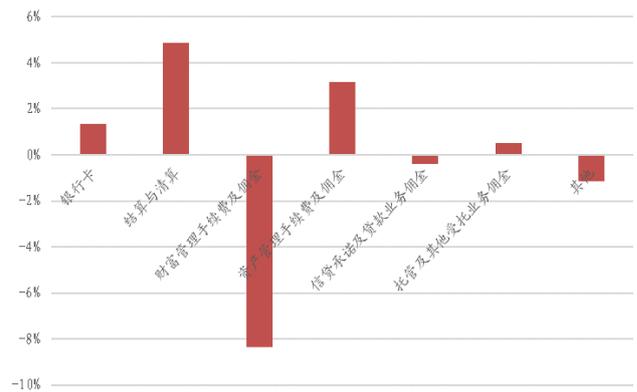
不过，从同期销售数据看，2024年上半年，代理保险保费641亿元，同比增长11.76%；代理非货币公募基金销售额789亿元，同比增长89.39%；零售理财产品余额3.76万亿元，较上年末增长7.3%，以上业务相关销售规模开始回升，预计零售端财富管理相关的手续费净收入或将逐步企稳。

图表16: 招商银行 2024 年 6 月手续费收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表17: 招商银行各项业务的占比变动 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 占比变动, 与2021年末数据进行对比

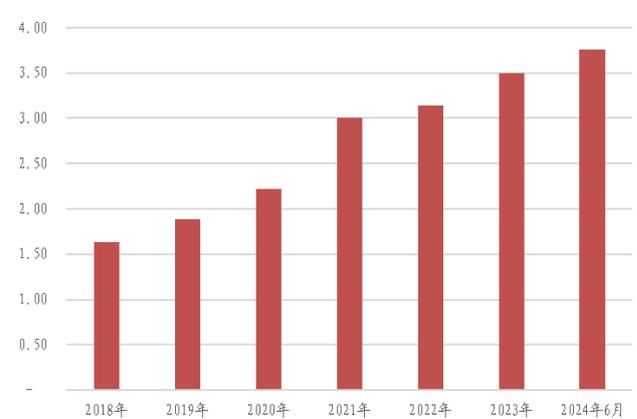
此外, 市场低迷时期, 积极培育客户仍是最优的选择。截至2024年6月末, 零售AUM达到14.2万亿元, 其中管理金葵花及以上客户总资产达到11.6万亿元; 零售客户数2.02亿户, 其中金葵花及以上客户数499.6万户; 零售理财余额3.76万亿元。零售AUM和零售客户持续增长, 为零售金融业务的发展提供了坚实的基础。

图表18: 招商银行零售 AUM 以及金葵花以上客户资产占比 (单位: 万亿元, %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表19: 招商银行零售理财余额 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2 零售信贷资产质量波动, 高拨备提供安全垫

2.1 零售贷款不良率波动不大, 部分贷款关注率和逾期率仍在上升

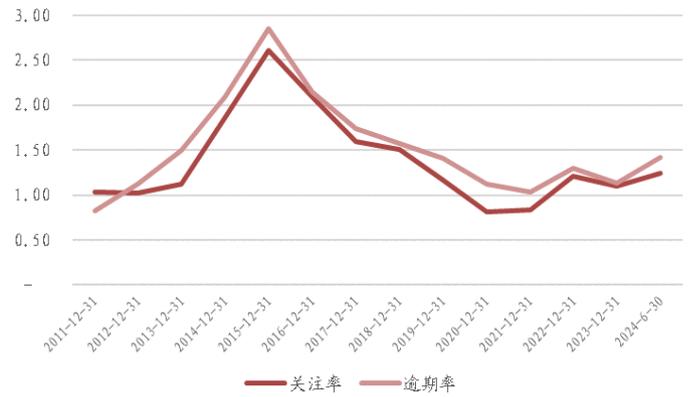
纵向看, 近几年零售贷款的不良率有所波动, 但是公司贷款的不良率基本保持下行趋势, 使得整体不良率波动相对平缓。相较于稳定的不良率数据, 关注率和逾期率波动则相对较大。另外, 前瞻指标, 不良生成率在0.81%, 而核销转出率79.8%。

图表20: 不良率 (单位: %)



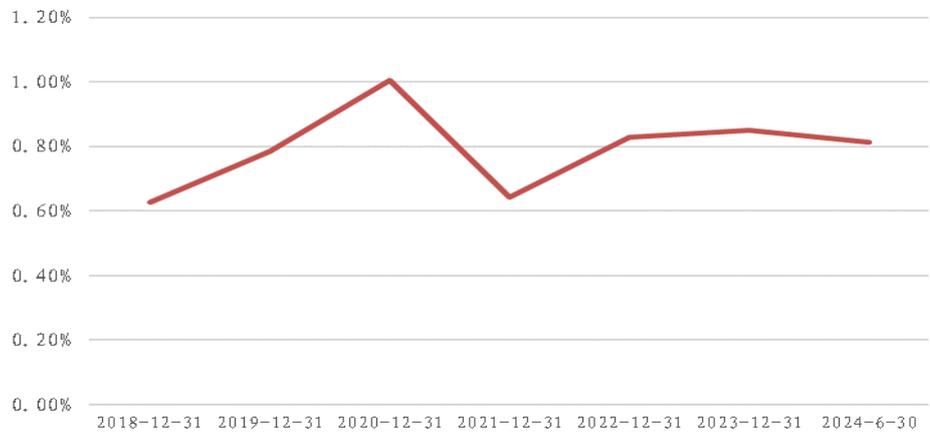
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表21: 关注率和逾期率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

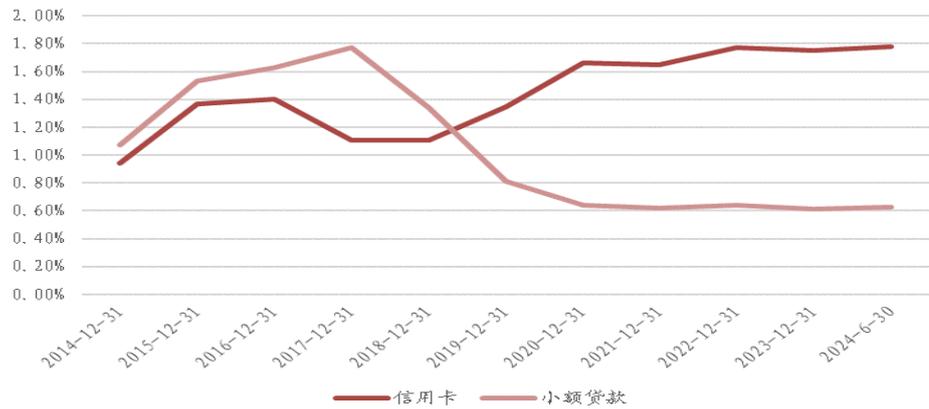
图表22: 不良生成率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

从零售贷款的产品类型看, 近年来, 小微贷款的不良率持续保持低位, 信用卡贷款的不良率有所上升, 个人住房贷款不良率略有上升。拆解零售贷款资产质量相关数据, 我们分别从2024年上半年零售贷款不良贷款新增、关注类贷款新增以及逾期贷款新增的角度进行对比, 信用卡贷款的不良余额基本没有新增, 消费贷款和小微贷款的不良余额新增占比上升; 个人住房贷款以及信用卡贷款的关注类贷款新增占比保持高位; 信用卡贷款的逾期贷款余额新增较多, 占比较高。

图表23: 招商银行信用卡和小微贷款不良率 (单位: %)



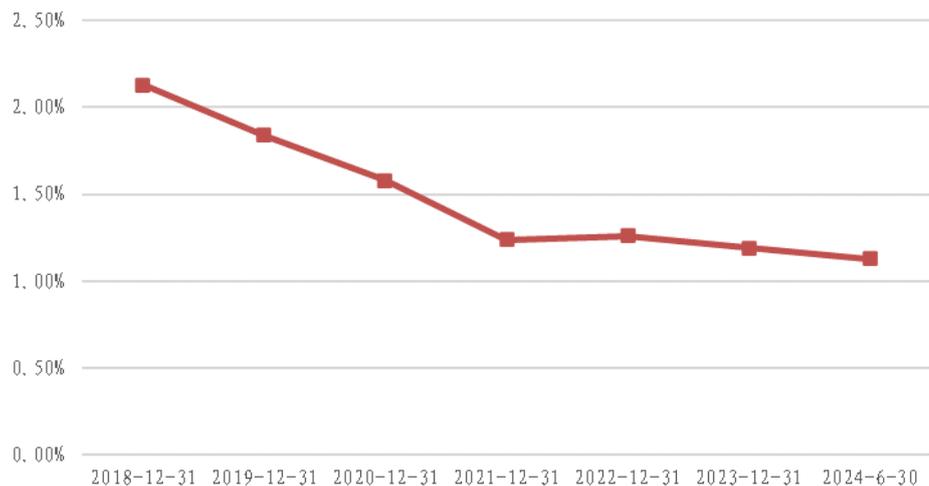
资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

从当前零售贷款的关注率以及逾期率的数据看，均在高位。从长周期的角度看，零售贷款的资产质量相关数据持续走高的概率或不高。

2.2 公司贷款不良率保持稳步下行态势

过去几年，招商银行公司贷款的不良率基本呈现稳步下行趋势，关注率和逾期率略有波动。

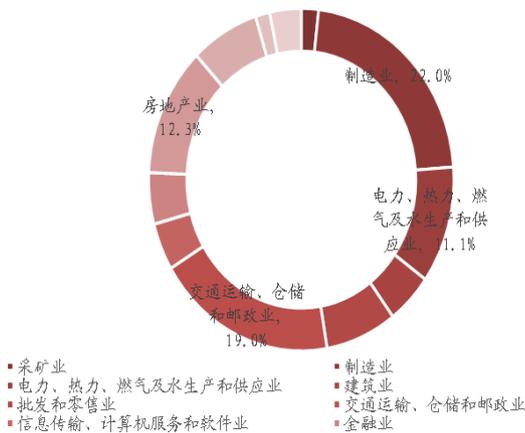
图表24: 公司贷款不良率变动趋势 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

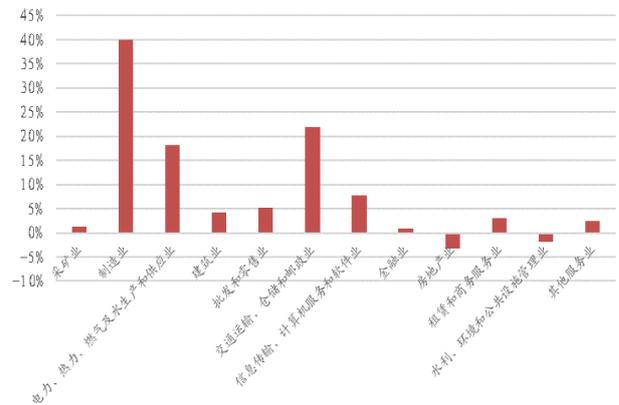
从公司贷款的内部结构看，截至2024年6月末，占比超过10%的行业仅有4个，分别为制造业、交运、房地产以及电力，占比分别为22%、19%、12.3%和11.%，其中，房地产贷款的占比下降最大，制造业贷款的占比上升最大。从公司贷款各行业板块的增长情况看，相较于2023年制造业的贷款规模数据，制造业、信息技术服务业、电力以及交运这四个行业的增速相对较高，在新增贷款中的占比分别达到了40%、8%、18%和22%。

图表25: 招商银行对公贷款行业分布 (单位:%)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表26: 招商银行各子行业新增占比 (单位:%)



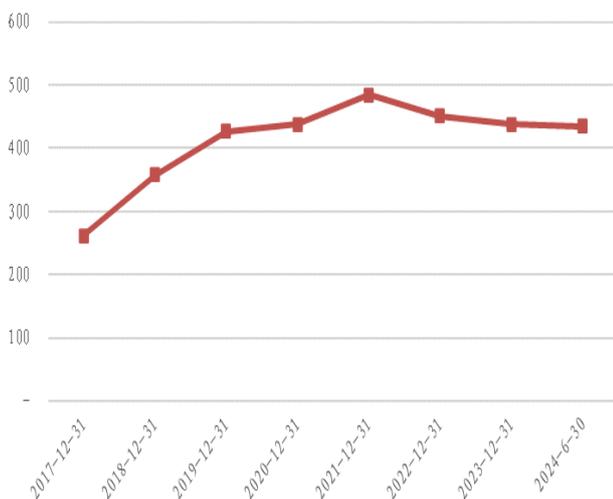
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 新增是相较于2019年末的规模新增

2.3 拨备保持高位

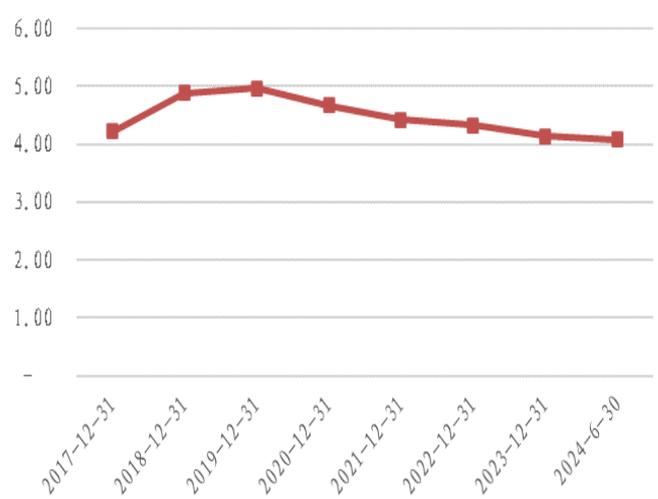
截至2024年9月末, 招商银行的拨备覆盖率为432.15%, 较年初仅下降5.55个百分点。而贷款拨备率4.06%, 较年初下降8BP。上述两个指标均处于行业高位。2022年以来, 银行业整体拨备计提力度下行, 对当期利润形成了一定的支撑。从招商银行目前的拨备水平来看, 仍有一定释放空间。

图表27: 招商银行拨备覆盖率 (单位:%)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表28: 招商银行贷款拨备率 (单位:%)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

3 存款活期率仍居行业高位, 存款成本优势明显

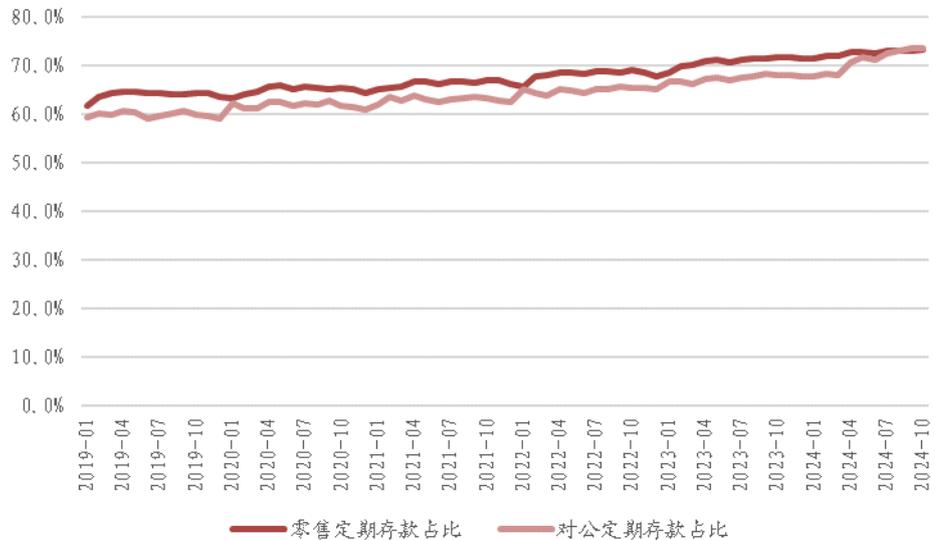
3.1 银行业存款定期化趋势还未逆转

存款方面, 虽然存款端已经多轮降息, 不过行业整体存款的定期化趋势仍在持续,

定期存款的占比持续上升，推升了存款的整体成本，从而部分抵消了存款端降息以及宽松环境带来了其他负债成本下行对综合负债成本的正面提振作用。

从央行公布的金融机构各项存款数据看，无论是住户还是企业，定期存款的占比均处于上行态势，截至2024年10月，住户定期存款占住户总存款的比重达到73.4%，而企业定期存款占企业总存款的比重达到73.6%，仍保持稳步上行态势。综合住户端和企业端的数据看，活期存款的占比已经下降到26.6%，较2017年年末41%的高点，已经下降了14.5个百分点。

图表29: 银行业零售和对公定期存款占比（单位：%）

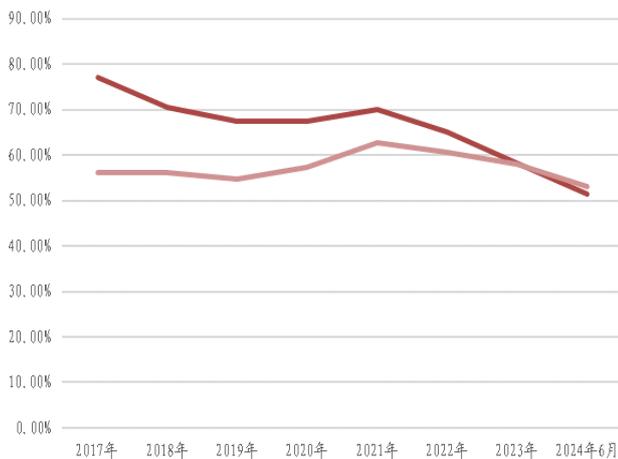


资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

3.2 招商银行公司存款成本相对稳定

2024年上半年，招商银行存款活期率仍超过50%，居于上市银行较高水平。其中，招商银行零售存款和公司存款的日均活期率分别为51.4%和53.02%，其中，零售存款活期率较2017年高点下降了近26个百分点，公司存款活期率较2021年的高点下降10个百分点。当前，零售存款平均成本率为1.51%，公司存款平均成本率为1.68%。考虑到存款成本的调降、银行业整体存款活期率的持续下行等因素，纵观这几年招商银行零售存款和公司存款成本的变化趋势看，零售存款的成本有一定幅度的上升，对公存款的成本相对稳定，管控效果相对较好。综合来看，招商银行整体的存款成本优势仍较强。

图表30: 招商银行零售存款和公司存款活期率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表31: 招商银行零售存款和公司存款成本率 (单位: %)

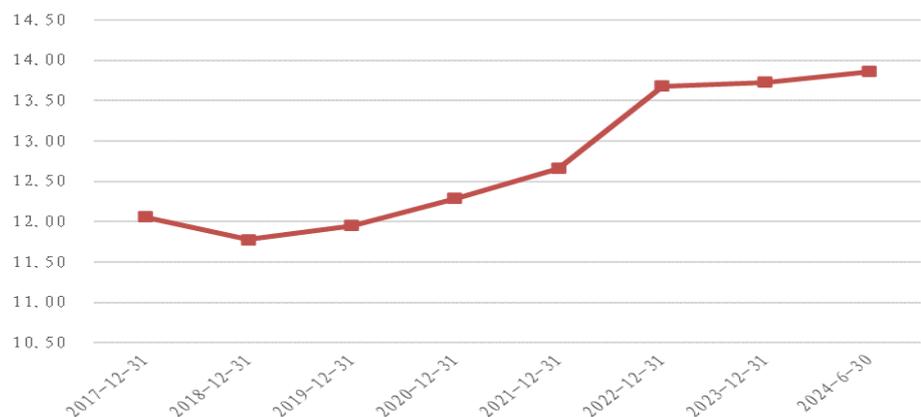


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

4 资本雄厚, 稳定扩张可期

截至2024年6月末, 招商银行的**核心一级资本充足率**、**一级资本充足率**以及**资本充足率**分别为13.86%、16.09%和17.95%, 较年初上升13BP, 8BP和7BP。充裕的资本, 为公司未来的资产扩张提供了坚实的基础。而且, 公司本身内生资本补充能力可持续性较强。

图表32: 公司核心一级资本充足率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 银行业整体经营情况展望

5.1.1 发行特别国债补充核心一级资本

10月12日, 国新办举行财政部政策新闻发布会, 财政部提到“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”。各家银行注资的规模和顺序遵循“分期分批、

“一行一策”的思路。我们建议关注后续财政部向国有大行注资进度以及节奏、规模、发行价格等因素。整体上看，我们认为对国有大型银行的注资，有助于保持后续信贷增长的稳定性，并相应提高于整体风险抵御能力。而注资对于每股分红的摊薄程度，取决于银行利润和股份增速。

5.1.2 大行新增信贷市场份额提升

过去几年，绿色、普惠、基建和制造业是新增信贷投放的主要方向，占比不断走高。从新增信贷在各类银行间的分布情况看，受负债成本压力以及信用成本的共同约束，中小银行新增市场份额下降，国有大行份额提升。另外，随着政策的逐步落地，市场需求也有望逐步回升。

5.1.3 净息差仍有下行压力

综合考虑2024年初以来LPR的下调、降准、存款持续定期化、存量按揭贷款利率调整、存款挂牌利率的下调以及城投化债减息等相关影响因素，未来商业银行净息差仍有下行的可能，不过降幅持续收窄。此外，结合行业经营环境，我们预计未来一段时间内的货币政策或仍以对称性降息为主。

5.1.4 不良生成率或保持稳定

2024年以来，商业银行整体资产质量变动趋势呈现净不良生成率环比保持稳定，部分银行甚至走低，零售贷款不良上升的特点。我们预计2025年，在逆周期调节政策的推动下，叠加经济预期回暖，上市银行净不良生成率或保持稳定。

5.2 盈利预测及投资建议

考虑到上述银行业发展大环境，结合招商银行自身的特点，我们认为招商银行存款成本优势，仍有望助力业绩的稳定，而资本实力雄厚，有助于未来资产规模的稳定扩张，资产质量相对优异，零售贷款风险短期或有波动。

另外，招商银行零售金融业务的经营韧性较高，在未来财富管理相关业务销售规模逐步回升的条件下，零售端财富管理相关的手续费净收入或将逐步企稳。叠加金融科技赋能，我们认为招商银行整体经营效率或有望稳步提升。

由于银行业整体净息差持续收窄、中间业务收入负增长等因素拖累营收增长，我们相应调整公司的盈利预测假设如下：

第一，贷款增速方面，综合考虑资本占用、信贷投放分配等因素，我们预估未来三年贷款增速保持在7-8%。第二，净息差方面，银行业整体仍有下行压力。不过考虑到招商银行较高的存款成本管控实力，以及较强的负债优势。我们预计未来3年公司整体净息差降幅或好于同业。第三，非息收入中，手续费及佣金净收入有望逐步回暖，其他非息收入增长基本保持稳定。第四，当前资产质量相对稳定，零售贷款不良有所波动。考虑到银行板块整体周期性特点，叠加招商银行的业务结构，我们预计存量资产质量保持相对稳定，不良生成大幅波动的概率不高，未来整体拨备计提力度持平或下降。第五，业务及管理费用受整体管控优化，带动成本收入比或略有下降。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2024年-2026年营收同比增速为-

3.33%/5.2%和4.67%，净利润同比增速为1.35%/5.85%和5.54%。对应的EPS分别为5.89元，6.24元和6.58元。综合考虑公司的业务发展情况以及估值等因素，维持公司增持评级。按照12月5日收盘价36.91元/股，对应的招商银行2024年-2026年的PB估值分别为0.93倍/0.84倍/0.77倍，PE估值分别为6.3倍/5.9倍/5.6倍。

6 风险提示

银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

公司战略发展推进不及预期；规模扩张持续性不及预期；资产端收益率下行超预期以及负债端成本管控不及预期，都会影响净息差变动幅度；资产质量持续改善趋势不及预期等。

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	214,669	211,219	223,259	236,195
利息收入	375,610	379,046	397,604	424,768
利息支出	-160,941	-167,827	-174,344	-188,573
非息收入	118,212	116,622	121,635	124,814
营业收入	339,123	327,841	344,894	361,009
业务及管理费	-111,786	-108,432	-110,601	-112,813
拨备前利润	218,087	216,490	231,256	244,959
信用及其他减值损失	-41,469	-37,767	-41,999	-45,127
税前利润	176,618	178,723	189,258	199,832
所得税	-28,612	-28,596	-30,281	-31,973
归母净利润	146,602	148,583	157,278	165,990

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	6,508,865	6,979,456	7,502,915	8,058,131
债券投资	3,212,653	3,501,792	3,781,935	3,971,032
同业资产	560,709	577,530	606,407	727,688
资产总额	11,028,483	11,891,973	12,800,696	13,762,390
存款	8,240,498	8,899,738	9,611,717	10,361,431
非存款负债	1,702,256	1,828,640	1,922,486	2,025,794
负债总额	9,942,754	10,728,378	11,534,203	12,387,225
所有者权益总额	1,085,729	1,163,595	1,266,494	1,375,165

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场