

招商银行(600036)

报告日期: 2025 年 01 月 13 日

高股息顺周期龙头

——招商银行推荐报告

投资要点

□ **零售财富银行龙头，高股息、顺周期、大市值，重点推荐，现价空间 26%。**

□ **这是一家怎样的公司？**

招商银行零售型银行龙头。①**零售特色**：截至 24Q2 末，招行零售贷款占全部贷款的 52.5%，高于股份行平均水平 13.5pc；零售存款占全部存款的 43.9%，高于股份行平均水平 14.7pc。②**竞争优势**：招行在零售信贷、财富管理方面竞争力强。24Q2 末招行零售贷款 3.5 万亿，规模在全国性银行中排名第 5，股份制银行中稳居第 1。24Q2 末，招行的权益基金销售保有规模 4676 亿、非存款 AUM 10.4 万亿，在全国性银行中均高居第 1，远超他行。

□ **公司所处赛道有 β 吗？**

赛道发展阶段：招行所处的赛道-银行业，属于成熟行业。中长期的规模扩张动能、盈利增长动能和经济增速基本匹配。

赛道景气变化：2025 年银行业整体景气度保持低位平稳，边际有望小幅改善，主要考虑在逆周期政策加码下，零售不良压力有望小幅改善。①**盈利来看**，预计上市行 2024 年归母净利润同比增速较 24Q1-3 回升 0.2pc 至 1.6%；预计 2025 年上市行归母净利润增速为 0.8%。②**风险来看**，2025 年零售不良生成压力有望改善，主要考虑零售风险和经济动能密切相关，近期逆周期政策密集落地，若政策起效，零售风险有望于 2025 年出现改善。

□ **公司经营情况有 α 吗？**

招行是高股息、零售型银行代表，盈利能力行业领先。①**股息优势来看**，截至 2025 年 1 月 13 日，招行股息率 5.03%，高于国有行、上市行平均 23bp、40bp。

②**盈利能力来看**，24Q1-3 招行 ROE（年化）15.4%，在上市股份行排名首位。截面来看。招行的负债成本低、中收能力强、减值拖累小。时间序列来看。招行的负债和减值优势稳定，中收优势收窄。

□ **未来主要预期差在哪？**

市场认为：招行估值已经较高，未来的上涨空间有限。主要考虑截至 2025 年 1 月 13 日，招行 PB(If)估值已经达到 1.0x，处于上市银行中最高位。

我们认为：招行高股息特征突出，估值性价比仍较高。①**从股息水平来看**，截至 2025 年 1 月 13 日，招商银行 2024E 股息率 5.03%，高于国有行、上市行平均，股息性价比突出。除此之外，招行的 24Q3 末核心一级资本充足率 14.73%，资本水平充足，潜在的再融资摊薄风险低，股息稳定性强。②**从估值水平来看**，招行 PB 估值水平仍处于历史地位，且其高 PB 与其高 ROE 基本匹配。未来随着估值锚切换为 2025 年 PB 估值，估值修复空间进一步提升。

□ **股价的上涨由何驱动？**

驱动因素检验指标：招行受益于红利行情延续、经济预期改善两条行情主线。上涨驱动，重点观察两类指标：①**红利行情**，观察市场利率走势。红利行情核心驱动来自资产荒压力，我们选取 10Y 国债利率和 30Y-10Y 国债期限利差，作为资产荒压力的衡量指标。国债利率越低、期限利差越小，意味着资产荒压力越大。截至 2025 年 1 月 13 日收盘，10 年期国债到期收益率 1.66%，处于历史底部。②**经济动能**，可以观察 PMI 指标。银行行情和 PMI 指标基本呈正相关关系。

行情驱动的催化剂：①**红利主线下**，国债利率持续下行，带动红利行情持续。

②**顺周期主线下**，逆周期政策显著发力，带动经济预期改善。

□ **盈利预测与估值**

预计招商银行 2024-2026 年归母净利润增速为 -0.28%/0.15%/6.59%，对应 BPS 为 40.94/44.60/48.64 元。给予招商银行目标 2025 年 PB 估值 1.10x，对应 2025 年股息率约 4.0%，对应目标价 49.06 元/股，现价空间 26%。

□ **风险提示**：经济失速下行，不良大幅爆发。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005

15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

分析师：周源

执业证书号：S1230524070004

zhouyuan01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 39.07
总市值(百万元)	985,339.37
总股本(百万股)	25,219.85

股票走势图



相关报告

- 1 《盈利动能改善》 2024.10.30
- 2 《盈利动能边际修复》 2024.08.30
- 3 《盈利探底，期待回暖》 2024.05.01

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	339,123	326,512	315,631	328,401
(+/-) (%)	-1.64%	-3.72%	-3.33%	4.05%
归母净利润	146,602	146,196	146,411	156,058
(+/-) (%)	6.22%	-0.28%	0.15%	6.59%
每股净资产(元)	36.71	40.94	44.60	48.64
P/B	1.06	0.95	0.88	0.80

资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

正文目录

1 这是一家怎样的公司？	5
1.1 公司治理	5
1.2 主营业务	6
1.3 商业模式	6
1.4 竞争格局	7
2 公司所处赛道有 β 吗？	8
2.1 细分赛道发展阶段	8
2.2 细分赛道景气变化	8
3 公司经营情况有 α 吗？	10
3.1 高股息银行	10
3.2 零售型银行	11
3.3 盈利能力强	12
4 未来主要预期差在哪？	13
4.1 市场如何预期	13
4.2 与众不同认识	14
5 股价的上涨由何驱动？	15
5.1 上涨驱动跟踪检验指标	15
5.2 驱动股价上涨的催化剂	16
6 盈利预测与估值	16
7 风险提示	16

图表目录

图 1: 24Q2 末招商局合计持有招商局集团 29.97%.....	5
图 2: 银行商业模式.....	6
图 3: 商业银行总资产增速和 M2 增速基本一致.....	8
图 4: 银行业利润增速回落至 GDP 增速以下.....	8
图 5: 招行零售不良生成压力与经济动能相关.....	10
图 6: 2022 年以来制造业亏损企业占比逐步增加.....	10
图 7: 2023 年度股利支付率提升, 推动招行股息率优于四大行.....	11
图 8: 招行零售贷款占比始终高于同业平均.....	11
图 9: 最近 3 年招行财富中收负增.....	12
图 10: 2020 年来招行非存款 AUM 市占率提升.....	12
图 11: 24Q2 末招行非存款 AUM 市占率最大.....	12
图 12: 24Q3 末招行私行客户数环比仍增长.....	12
图 13: 上市银行 PB(lf)估值.....	13
图 14: 招行 PB 估值处于历史低位.....	14
图 15: 上市银行 PB 估值和 ROE 基本一致.....	15
图 16: PMI 和银行涨跌幅的关系.....	16
表 1: 24Q3 末招行前十大股东.....	5
表 2: 招商银行现任管理层一览.....	5
表 3: 招行资负两端零售优势明显.....	6
表 4: 招行在零售信贷、财富管理上有较强竞争力.....	7
表 5: 上市银行 2024~2025 年业绩前瞻.....	9
表 6: 招行股息率高于国有行、上市行平均 23bp、40bp.....	10
表 7: 招行盈利能力优于股份行.....	13
表 8: 国债利率及期限利差, 处于历史低位.....	15
表附录: 报表预测值.....	17

1 这是一家怎样的公司？

1.1 公司治理

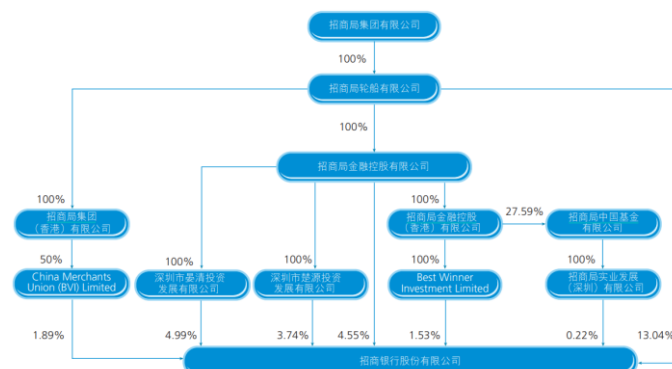
（1）股权结构。招商银行无控股股东及实际控制人，招商局集团是重要股东。24Q2末，招商局集团有限公司通过下属的招商局轮船有限公司等 7 家控股子公司，合计持有招商银行 29.97%股权。近 10 年招商局集团的持股比例保持稳定，是招行最重要的股东之一。

表1: 24Q3 末招行前十大股东

序号	股东名称	占股本比(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	18.06
2	招商局轮船有限公司	13.04
3	中国远洋运输有限公司	6.24
4	香港中央结算有限公司	5.26
5	深圳市晏清投资发展有限公司	4.99
6	招商局金融控股有限公司	4.55
7	和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	4.48
8	深圳市楚源投资发展有限公司	3.74
9	中远海运(广州)有限公司	2.76
10	中国证券金融股份有限公司	2.08
	合计	65.20

资料来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。

图1: 24Q2 末招商局合计持有招商局集团 29.97%



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：取自招行2024年中报。

（2）治理架构。招行董事长由招商局集团缪建民董事长兼任，经营上采取“董事会领导下的行长负责制”，市场化的激励约束机制和干部队伍人才的稳定性、连续性有保障。王良行长 1995 年 6 月加入招行，兼具基层与总行管理经验。其余管理层也多为招行内部培养，加入招行时间早。

表2: 招商银行现任管理层一览

姓名	职务	出生年份	简介
缪建民	董事长	1965	十九届中央候补委员。招商局集团有限公司董事长。曾任中国人寿保险（集团）公司副董事长、总裁，中国人民保险集团股份有限公司副董事长、总裁、董事长等职务。2020年9月起担任招行董事、董事长。
王良	行长	1965	1995年6月加入招行，历任北京分行行长、总行行长助理、总行副行长、董事会秘书、财务负责人。2022年4月18日起全面主持工作，2022年5月19日起拟任行长。
朱江涛	副行长	1972	2003年1月加入招行，历任广州分行行长助理、副行长，重庆分行行长，信用风险管理部、风险管理部总经理，2021年9月起任副行长。
王小青	副行长	1971	2020年3月加入招行体系，历任招商基金管理有限公司党委书记、总经理、董事长等职。2023年7月起任副行长。
彭家文	副行长兼财务负责人、董事会秘书	1969	2001年9月加入招行，历任总行计划财务部总经理助理、副总经理，零售综合管理部副总经理、总经理，零售金融总部副总经理、副总裁，2023年11月起任副行长。
王颖	副行长	1972	1997年1月加入招行，历任北京分行行长助理、副行长，天津分行行长，深圳分行行长，行长助理，2023年11月起任副行长。
雷财华	副行长	1974	1995年7月加入招行，历任总行公司银行部副总经理兼中小企业金融部总经理、公司金融产品部总经理、战略客户部总经理、小企业金融部总经理。
徐明杰	副行长	1968	1995年9月加入招行，历任总行公司金融产品部总经理助理、投资银行部总经理助理、投资银行部副总经理、授信执行部总经理、风险管理部总经理。
钟德胜	首席风险官	1967	1993年7月加入招行，历任武汉分行副行长、国际业务部总经理、贸易金融部总经理、离岸金融中心总经理、广州分行行长、公司金融总部总裁兼战略客户部总经理。
周天虹	首席信息官	1967	1994年9月加入招行，历任总行电脑部技术经理、高级经理，总行信息技术部总经理助理、副总经理，总行信息技术管理办公室副总经理（主持工作）、总经理。

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 数据统计截至 2024 年 12 月 30 日。

1.2 主营业务

招行以零售业务为主。招行是典型的零售型银行，资产负债两端的零售优势明显。截至24Q2末，招行零售贷款占全部贷款的52.5%，高于股份行平均水平13.5pc；零售存款占全部存款的43.9%，高于股份行平均水平14.7pc。

表3：招行资产负债两端零售优势明显

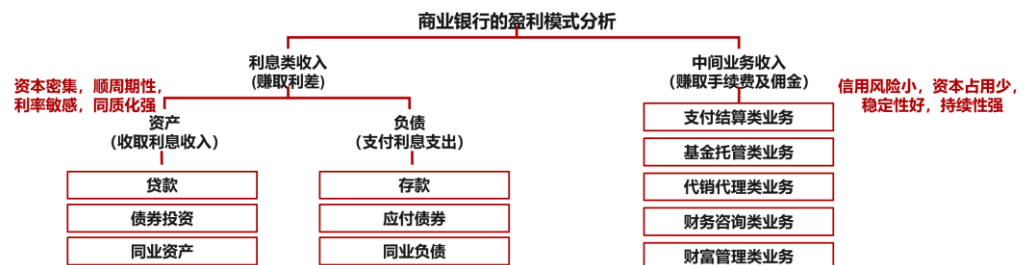
	招商银行	股份制银行	招行-股份行
资产端			
对公贷款占比	47.5%	61.0%	-13.5pc
制造业	9.0%	11.6%	-2.6pc
房地产	5.0%	6.9%	-1.9pc
涉政类	19.9%	19.7%	0.2pc
其他	13.6%	22.8%	-9.2pc
零售贷款占比	52.5%	39.0%	13.5pc
按揭	20.4%	15.2%	5.2pc
其他	32.1%	23.9%	8.2pc
负债端			
对公存款占比	56.1%	66.9%	-10.8pc
活期	31.0%	28.3%	2.7pc
定期	25.1%	38.6%	-13.5pc
零售存款占比	43.9%	29.3%	14.7pc
活期	21.0%	8.4%	12.6pc
定期	22.9%	20.8%	2.1pc

资料来源：wind，浙商证券研究所。注：数据统计截至2024年6月30日。

1.3 商业模式

银行业是典型的顺周期行业，招行的顺周期属性更强。商业银行的商业模式可以分为两类，一是赚取利差的利息类收入，二是赚取手续费的中间业务收入。利息类收入与经济周期正相关。中间业务收入中的支付结算等服务性业务波动率低，与监管牌照关联度更大；而类资本中介业务，如财富管理、财务咨询等，与资本市场繁荣程度、居民财富水平正相关。招行作为零售型银行，对零售信贷、财富管理业务依赖度大，顺周期的属性更强。

图2：银行商业模式



资料来源：浙商证券研究所。

1.4 竞争格局

招行在零售信贷、财富管理方面竞争力强。(1) 零售信贷。24Q2 末招行零售贷款 3.5 万亿，在全国性银行中排名第 5，股份制银行中稳居第 1。(2) 财富管理。24Q2 末权益基金销售保有规模4676 亿、非存款AUM 10.4 万亿，在全国性银行中均高居第1，远超他行。

表4：招行在零售信贷、财富管理上有较强竞争力

类型	银行	总资产(亿元)	零售贷款(亿元)	权益基金销售保有规模(亿元)	非存款 AUM(亿元)
国有行	建设银行	402,944	88,555	2462	36,435
国有行	工商银行	471,165	88,345	3261	42,486
国有行	农业银行	419,846	86,690	1323	33,248
国有行	中国银行	339,073	67,606	1830	39,098
国有行	邮储银行	164,135	46,876	461	30,148
股份行	招商银行	115,748	35,412	4676	103,984
国有行	交通银行	141,779	25,558	1557	16,782
股份行	中信银行	91,046	23,287	711	28,533
股份行	兴业银行	103,501	19,433	837	34,307
股份行	浦发银行	92,538	18,451	743	20,420
股份行	平安银行	57,540	18,213	790	28,303
股份行	民生银行	75,510	17,496	764	15,994
股份行	光大银行	67,967	14,922	413	16,195
股份行	华夏银行	43,283	7,181	156	4,385
股份行	浙商银行	32,466	5,014	73	n.a.

资料来源：wind，浙商证券研究所。注：颜色越红，代表规模越大，数据截至 2024 年 6 月 30 日。

2 公司所处赛道有 β 吗？

2.1 细分赛道发展阶段

银行属于成熟行业。①从规模扩张速度来看，商业银行的规模增速和 M2 增速基本一致。②从盈利增长动能来看，在息差下行、不良压力上行影响下，银行业利润增速已经回落至名义 GDP 增速以下的水平。

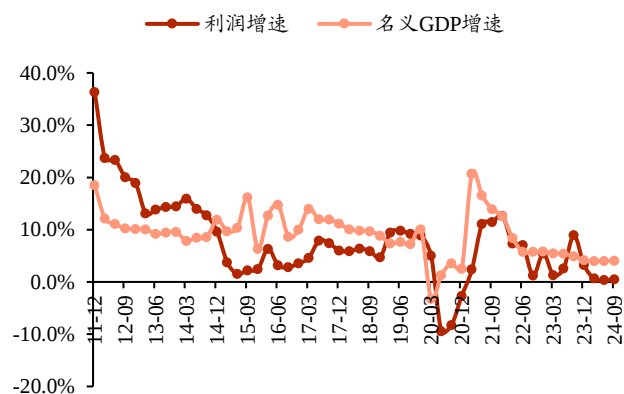
展望未来，考虑到我国的商业银行盈利增长仍以规模驱动为主，随着息差逐步企稳，银行业中长期盈利增长动能，与 M2、GDP 增速趋势将基本保持一致。

图3：商业银行总资产增速和 M2 增速基本一致



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图4：银行业利润增速回落至 GDP 增速以下



资料来源：wind，浙商证券研究所。

2.2 细分赛道景气变化

2025 年银行业整体景气度保持低位平稳，边际有望小幅改善，主要考虑在逆周期政策加码下，零售不良压力有望小幅改善。

盈利来看，预计上市行 2024 年全年归母净利润同比增速较 24Q1-3 回升 0.2pc 至 1.6%；预计 2025 年上市银行归母净利润增速为 0.8%。

表5: 上市银行 2024-2025 年业绩前瞻

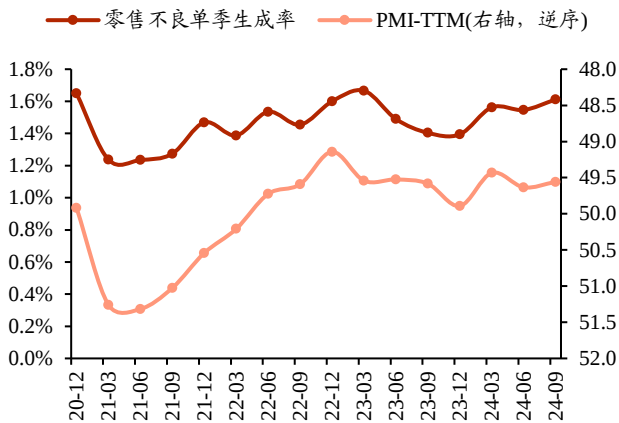
	核心因素	23A	24Q1	24H1	24Q1-3	24E	25E	24E 预测思路
净利润	归母净利润增速	1.4%	-0.6%	0.4%	1.4%	1.6%	0.8%	由驱动因素测算所得
营业收入	营收增速	-0.8%	-1.7%	-2.0%	-1.0%	-0.1%	-2.2%	由驱动因素测算所得
利息净收入	利息净收入增速	-2.8%	-3.0%	-3.4%	-3.2%	-2.5%	-1.3%	参考监管数据, 预计 24Q4 规模增速下降。
	规模增速	11.3%	9.6%	7.2%	8.2%	8.1%	8.2%	
	×							
	净息差	1.59%	1.45%	1.44%	1.43%	1.41%	1.28%	受存量按揭降息影响, 24Q4 息差继续下行。
非息收入	中收增速	-8.0%	-10.3%	-12.0%	-10.8%	-9.6%	0.8%	资本市场回暖, 叠加同期低基数支撑, 24Q4 中收增速环比小幅修复。
	其他非息增速	29.0%	19.4%	20.3%	25.6%	26.8%	-9.6%	债牛行情延续, 有望推动其他非息同比高增。
拨备计提	信用成本	0.75%	0.86%	0.82%	0.76%	0.73%	0.67%	预计上市行信用成本率在低位波动。

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

风险来看, 2025 年零售不良生成压力有望改善。

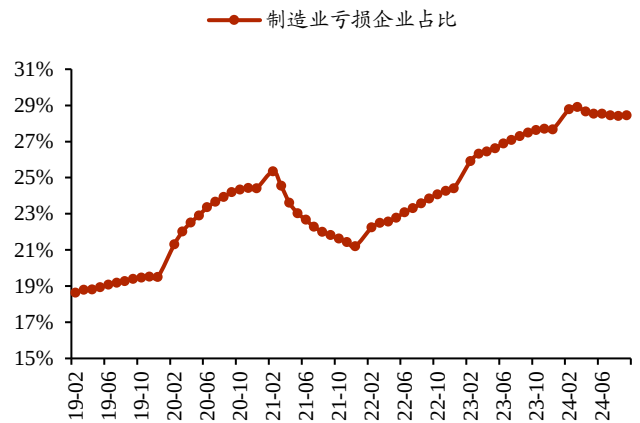
- ✓ **零售端:** 零售不良生成趋势和经济动能基本一致。考虑银行抵押物以房产为主, 如房价能在 2025 年企稳, 则居民与宏观资产负债表有望企稳, 有利于银行零售端风险化解。同时, 近期逆周期政策密集落地, 若政策起效, 居民部门风险有望于 2025 年出现改善。
- ✓ **对公端:** 房地产是 2024 年银行业对公主要不良“出血点”, 房地产市场的稳定决定了地产风险是否可以趋势性下降, 仍需继续观察。此外, 我们需关注制造业贷款的潜在压力, 2024 年制造业产能利用率处在历史偏低水平, 存在部分细分行业产能过剩的情况, 2022 年以来亏损制造业企业占比增加, 需关注后续去产能对制造业贷款资产质量的影响。

图5: 招行零售不良生成压力与经济动能相关



资料来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。

图6: 2022年以来制造业亏损企业占比逐步增加



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

3 公司经营情况有 α 吗?

招行是高股息、零售型银行代表，盈利能力行业领先。

3.1 高股息银行

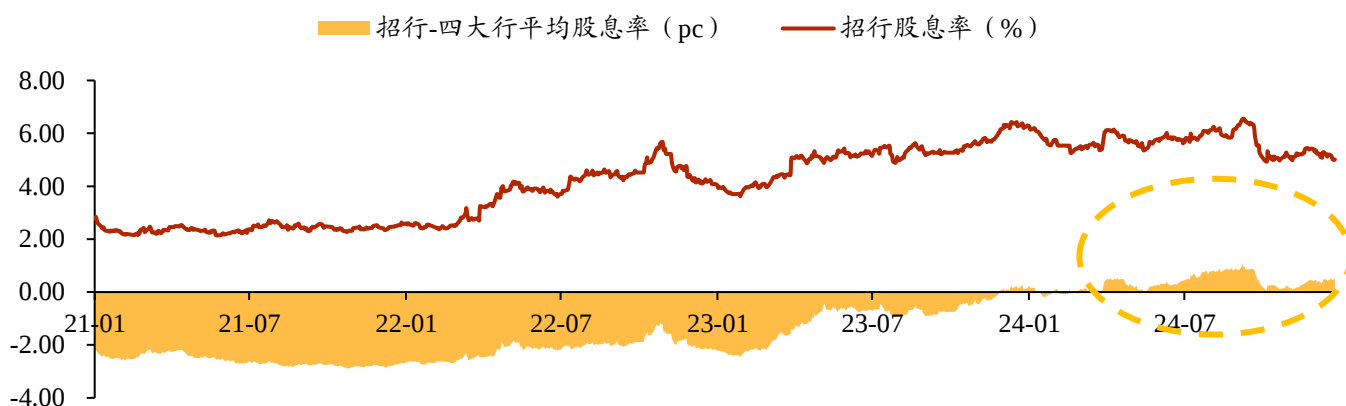
股息优势明显。招行 2023 年度股利支付率较 2022 年度提升 2pc 至 35%，推动股息率提升。截至 2025 年 1 月 13 日，招行股息率 5.03%，高于国有行、上市行平均 23bp、40bp。

表6: 招行股息率高于国有行、上市行平均 23bp、40bp

A 股股息率			A 股股息率			A 股股息率		
类型	简称	24 年	类型	简称	24 年	类型	简称	24 年
国有行	农行	4.63%	城商行	兰州	4.29%	农商行	江阴	4.66%
国有行	交行	5.23%	城商行	宁波	2.72%	农商行	港行	5.52%
国有行	工行	4.65%	城商行	郑州	0.00%	农商行	青农	3.88%
国有行	邮储	5.00%	城商行	青岛	4.74%	农商行	无锡	3.91%
国有行	建行	4.84%	城商行	苏州	5.58%	农商行	渝农	5.16%
国有行	中行	4.43%	城商行	江苏	5.49%	农商行	常熟	3.88%
国有行平均		4.80%	城商行	杭州	4.24%	农商行	瑞丰	3.83%
股份行	平安	4.11%	城商行	西安	1.66%	农商行	沪农	5.35%
股份行	浦发	3.59%	城商行	南京	5.72%	农商行	紫金	3.90%
股份行	华夏	5.88%	城商行	北京	5.68%	农商行	苏农	4.27%
股份行	民生	5.51%	城商行	厦门	5.03%	农商行平均		4.44%
股份行	招行	5.03%	城商行	上海	5.34%	上市银行平均		4.63%
股份行	兴业	5.39%	城商行	长沙	4.99%			
股份行	光大	4.75%	城商行	齐鲁	4.63%			
股份行	浙商	6.21%	城商行	成都	6.08%			
股份行	中信	4.97%	城商行	重庆	4.90%			
股份行平均		5.05%	城商行	贵阳	4.80%			
			城商行平均		4.46%			

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 颜色越红, 代表股息率越高, 数据截至 2025 年 01 月 13 日。

图7：2023 年度股利支付率提升，推动招行股息率优于四大行

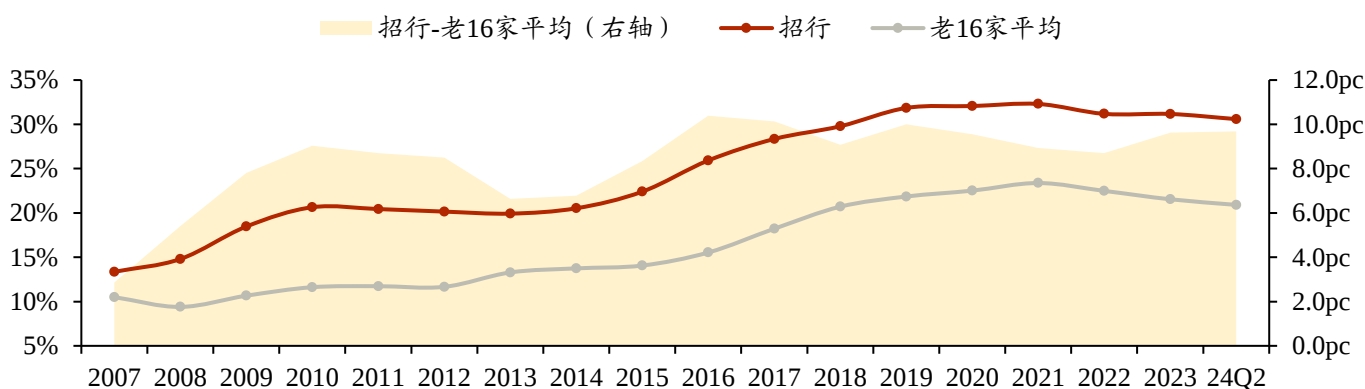


资料来源：wind，浙商证券研究所。注：数据截至 2024 年 12 月 27 日，四大行为中行、农行、工行、建行。

3.2 零售型银行

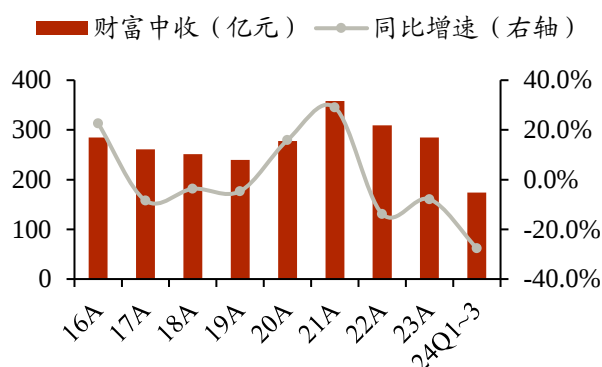
零售龙头银行。招行的零售型龙头银行，最近 3 年，在零售业务整体下行背景下，招行仍保持绝对优势。（1）**零售信贷**。2021 年之后，居民部门加杠杆的势头已经难以维系，零售贷款增长乏力，招行零售贷款占全部贷款的比例随行业逐步下行，但仍保持绝对优势。23Q4 末招行零售贷款占比 31.2%，高于老 16 家银行平均水平 10pc。（2）**财富业务**。近 3 年招行财富中收受市场环境负增，但其凭借自身优势，仍不断扩大市占率与客户数量。2021 年以来财富管理市场整体受挫，招行财富中收受增压力大。但凭借其先率发力财富业务所积累的优势，非存款 AUM 在全国性银行的市占率仍不断扩大，私人银行客户数实现增长。24Q2 末招行非存款 AUM 市占率较 20Q4 末提升 2pc，在全国性银行中稳居第一。24Q3 末招行私行客户数接近 16 万人，自 2020 年以来的年化增长率高达 11%。

图8：招行零售贷款占比始终高于同业平均



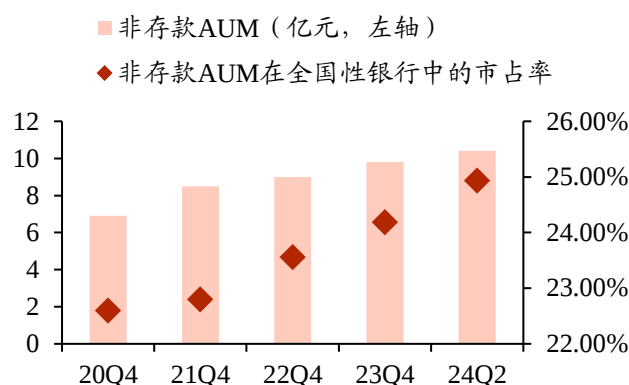
资料来源：wind，浙商证券研究所。

图9：最近3年招行财富中收负增



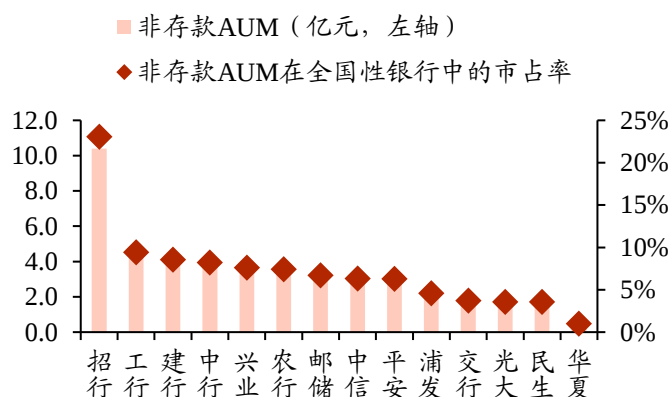
资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

图10：2020年来招行非存款AUM市占率提升



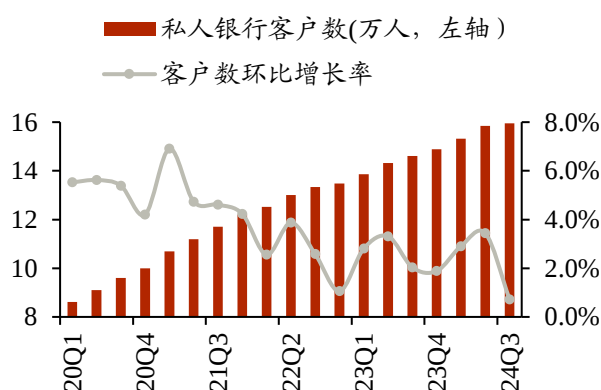
资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：样本为13家全国性银行，即中行、工行、建行、交行、邮储、招行、民生、浦发、兴业、华夏、平安、光大、中信，不含2020~2022年数据缺失的农行、浙商。

图11：24Q2末招行非存款AUM市占率最大



资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：样本为14家全国性银行，即中行、工行、建行、交行、邮储、招行、民生、浦发、兴业、华夏、平安、光大、中信，不含数据缺失的浙商银行。

图12：24Q3末招行私行客户数环比仍增长



资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

3.3 盈利能力强

盈利优势明显。招行的盈利能力持续优于同类型股份制银行。（1）**截面来看。**招行的负债成本低、中收能力强、减值拖累小。24Q1~3 招行利息支出占总资产的比重低于同业平均48bp，中收对ROA贡献高于同业平均38bp，减值对ROA拖累少于同业平均25bp。（2）**时间序列。**招行的负债和减值优势稳定，中收优势收窄。最近5年，招行的负债成本率、信用成本率持续优于同业平均，但中收对ROA的贡献有所收窄。

表7: 招行盈利能力优于股份行

	招商银行						招商银行-股份行平均					
	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1~3	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1~3
ROE	16.1%	14.5%	15.1%	15.3%	14.5%	13.5%	5.0pc	5.5pc	6.0pc	6.1pc	6.4pc	5.0pc
杠杆	12.2	11.7	11.0	10.7	10.4	10.1	-0.9	-0.9	-1.4	-1.7	-2.1	-2.2
ROA	1.32%	1.24%	1.37%	1.44%	1.40%	1.34%	47bp	52bp	64bp	69bp	75bp	65bp
营业收入	3.81%	3.68%	3.76%	3.56%	3.20%	2.97%	89bp	87bp	109bp	107bp	98bp	85bp
利息净收入	2.44%	2.35%	2.32%	2.25%	2.03%	1.85%	53bp	27bp	38bp	45bp	44bp	41bp
利息收入	4.14%	3.90%	3.71%	3.65%	3.55%	3.31%	-12bp	-32bp	-30bp	-19bp	-12bp	-7bp
利息支出	-1.69%	-1.55%	-1.40%	-1.39%	-1.52%	-1.46%	66bp	59bp	68bp	65bp	56bp	48bp
中收	1.01%	1.01%	1.07%	0.97%	0.79%	0.65%	32bp	52bp	63bp	57bp	48bp	38bp
其他非息	0.35%	0.33%	0.37%	0.33%	0.38%	0.47%	4bp	7bp	8bp	4bp	5bp	7bp
营业支出	-2.16%	-2.13%	-2.08%	-1.85%	-1.54%	-1.39%	-23bp	-15bp	-26bp	-23bp	-5bp	-7bp
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp
业务管理费	-1.22%	-1.23%	-1.25%	-1.17%	-1.06%	-0.88%	-44bp	-50bp	-51bp	-43bp	-37bp	-27bp
信用减值损失	-0.86%	-0.82%	-0.75%	-0.59%	-0.39%	-0.43%	23bp	37bp	29bp	26bp	37bp	25bp
其他业务支出	-0.04%	-0.05%	-0.05%	-0.07%	-0.06%	-0.06%	-2bp	-3bp	-3bp	-5bp	-4bp	-4bp
所得税费用	-0.33%	-0.31%	-0.31%	-0.27%	-0.27%	-0.24%	-19bp	-20bp	-19bp	-14bp	-18bp	-13bp

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 颜色越红, 代表指标越优秀。

4 未来主要预期差在哪?

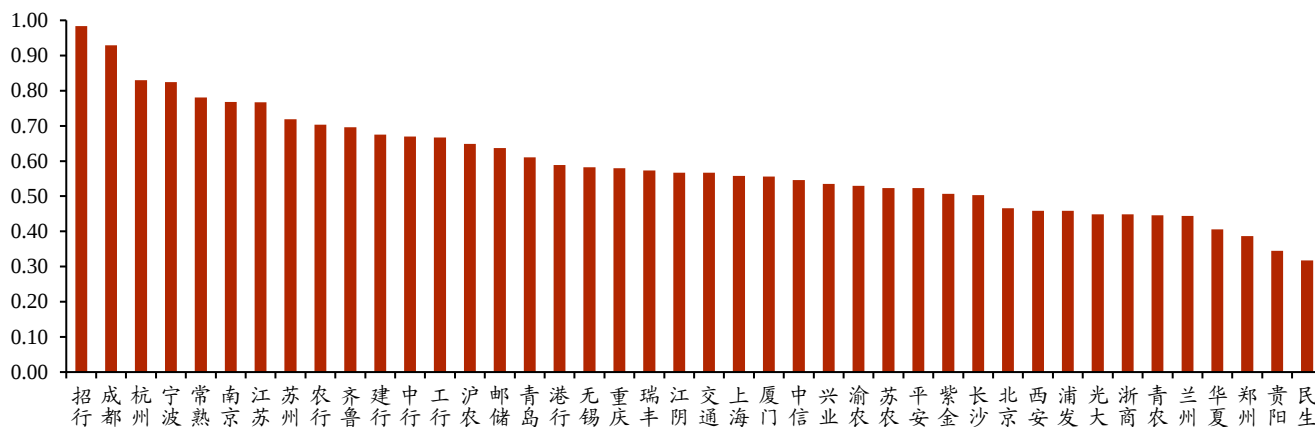
市场认为: 招行估值已经较高, 未来的上涨空间有限。

我们认为: 招行高股息特征突出, 估值性价比仍较高。

4.1 市场如何预期

市场认为, 与其他上市银行相比, 招行当前估值水平已经较高, 未来估值进一步回升的空间有限。截至 2025 年 1 月 13 日收盘, 招行 PB(lf)估值 1.0x, 估值水平处于上市银行中最高水平。

图13: 上市银行 PB(lf)估值



资料来源: wind, 浙商证券研究所

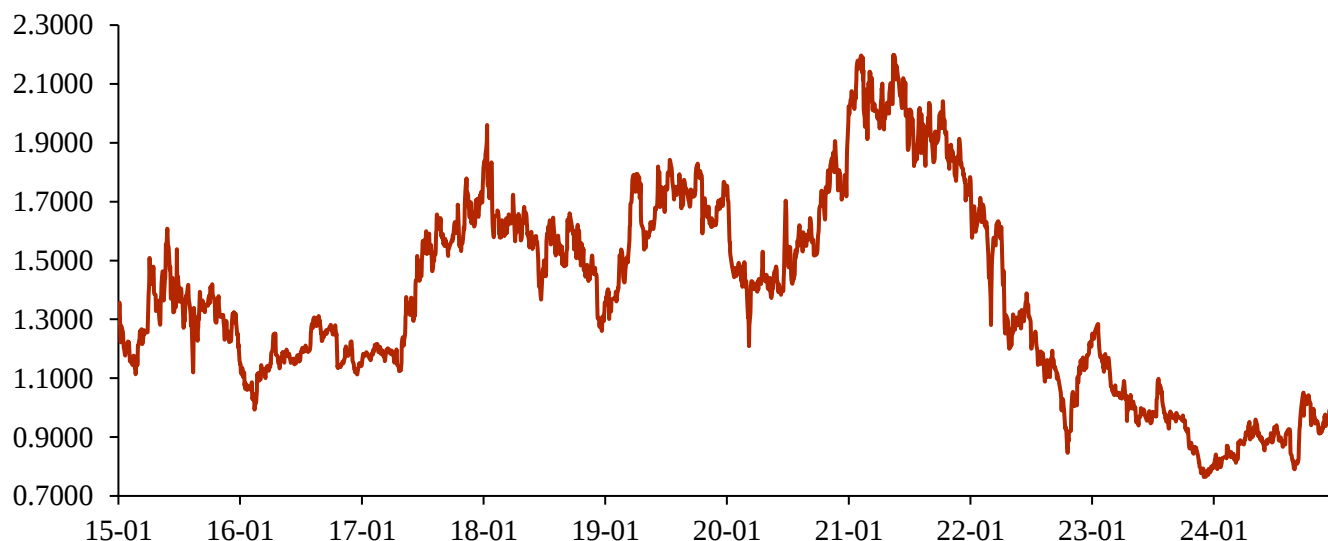
4.2 与众不同认识

我们认为：招行高股息特征突出，估值性价比仍较高。

从股息水平来看，如前所述，截至 2025 年 1 月 13 日，招商银行 2024E 股息率 5.03%，高于国有行、上市行平均 23bp、40bp，股息性价比突出。除此之外，招行的 24Q3 末核心一级资本充足率 14.73%，资本水平充足，潜在的再融资摊薄风险低，股息稳定性强。

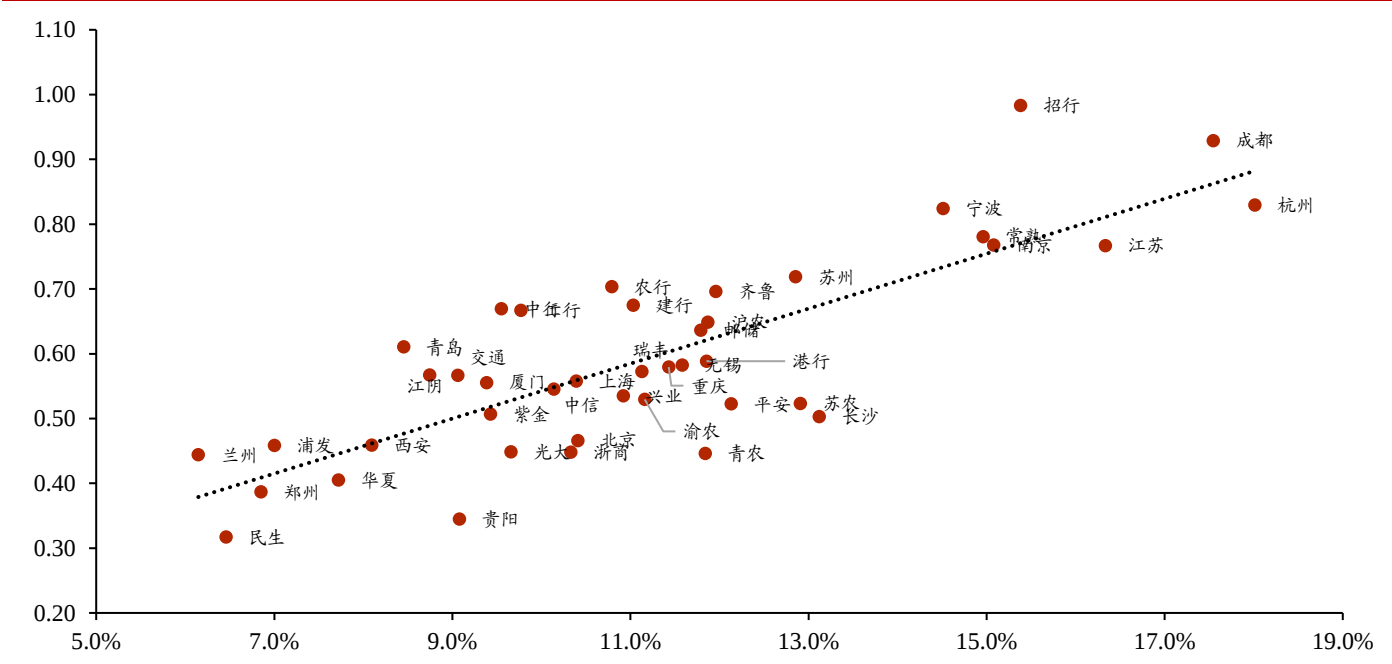
从估值水平来看，招行 PB 估值水平仍处于历史地位，且其高 PB 与其高 ROE 基本匹配。未来随着估值锚切换为 2025 年 PB 估值，估值修复空间进一步提升。①时间序列来看，截至 2025 年 1 月 13 日收盘，招行 PB 估值水平处于过去十年 15% 的低位。②盈利指标来看，上市银行 PB-ROE 基本呈正相关关系，24Q1-3 招行 ROE（年化）15.4%，处于上市银行前列，招行 PB 估值与其高 ROE 水平基本匹配。③估值切换来看，随着 2024 年收官，招行估值锚将迎切换，截至 2025 年 1 月 13 日收盘，招行 2025E PB 估值 0.88x，如修复至 1x PB，仍有 14% 空间。

图14：招行 PB 估值处于历史低位



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2024 年 1 月 13 日收盘。

图15: 上市银行 PB 估值和 ROE 基本一致



资料来源: wind, 浙商证券研究所。数据截至 2025 年 1 月 13 日收盘。

5 股价的上涨由何驱动？

5.1 上涨驱动跟踪检验指标

招商银行作为一家高股息、质地优异银行，受益于红利行情延续、经济预期改善两条行情主线。招行的上涨驱动，重点观察两类指标：

红利行情，观察市场利率走势。红利行情核心驱动来自资产荒压力，我们选取 10Y 国债利率和 30Y-10Y 国债期限利差，作为资产荒压力的衡量指标。国债利率越低、期限利差越小，意味着资产荒压力越大。截至 2025 年 1 月 13 日收盘，10 年期国债到期收益率 1.66%，处于过去十年 0.2% 的极低百分位数。

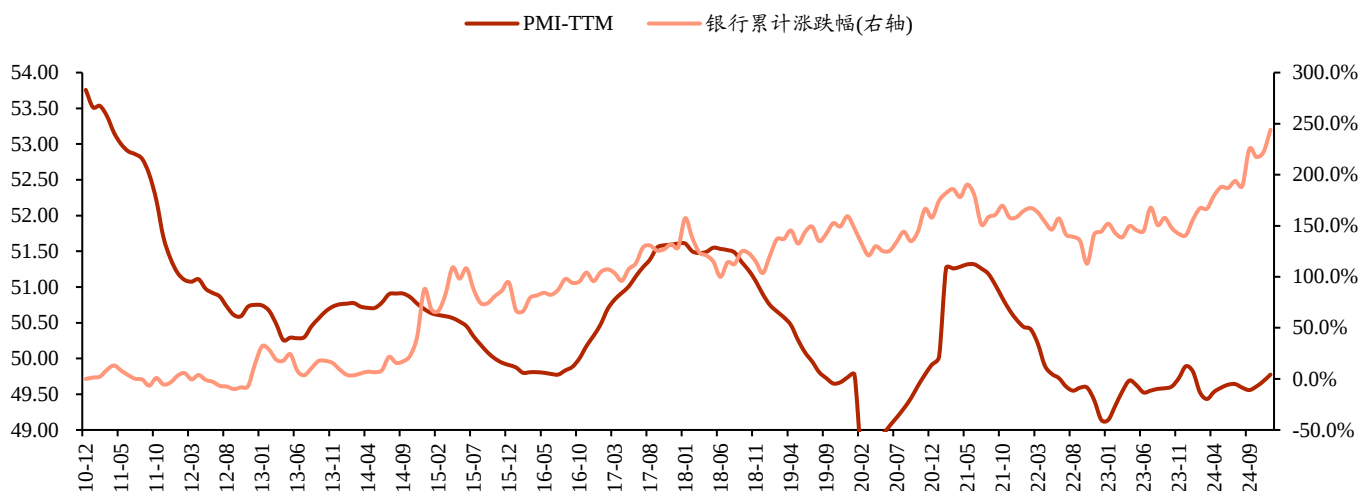
表8: 国债利率及期限利差，处于历史低位

	利率水平		银行股息率-利率		如股息溢价率回归过去十年均值均值			
	最新	过去十年分位数	最新	过去十年分位数	股价上涨空间	对应股息率	对应溢价率	对应 2024 年 PB
利率债								
10Y 国债到期收益率	1.66%	0.2%	3.0pc	69.5%	14.6%	4.03%	2.4pc	0.75
30Y 国债到期收益率	1.91%	0.2%	2.7pc	69.1%	22.1%	3.78%	1.9pc	0.80
30Y-10Y 期限利差	0.25pc	8.3%						
信用债								
5Y AA+ 城投债到期收益率	2.00%	0.2%	2.6pc	68.6%	34.2%	3.44%	1.4pc	0.88
四大行股息率	4.62%	17.1%						

资料来源: wind, 浙商证券研究所。数据截至 2025 年 1 月 13 日。

经济预期，可以观察 PMI 指标。银行行情和 PMI 指标基本呈正相关关系。10 月以来，PMI 有所改善，后续需观察经济动能修复的持续性。

图16: PMI 和银行涨跌幅的关系



资料来源: wind, 浙商证券研究所。数据截至 2024 年 12 月 30 日收盘。

5.2 驱动股价上涨的催化剂

关注两类催化剂：①红利主线下，国债利率持续下行，带动红利行情持续。②顺周期主线下，逆周期政策显著发力，带动经济预期改善。

6 盈利预测与估值

预计招商银行 2024-2026 年归母净利润增速为-0.28%/0.15%/6.59%，对应 BPS 为 40.94/44.60/48.64 元。给予招商银行目标 2025 年 PB 估值 1.10x，对应 2025 年股息率约 4.0%，对应目标价 49.06 元/股，现价空间 26%。

7 风险提示

经济失速下行。银行作为顺周期行业，基本面和经济状态密切相关，若因内外部因素影响，经济出现超预期下行压力，可能导致银行盈利显著承压。

不良大幅暴露。如果出现金融风险的超预期暴露，可能导致银行不良指标大幅恶化，冲击银行基本面表现。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行	682,802	785,369	832,491	874,115
同业资产	560,709	594,352	630,013	667,813
贷款总额	6,508,865	6,899,397	7,313,361	7,752,162
贷款减值准备	(267,620)	(258,484)	(245,848)	(240,011)
贷款净额	6,252,755	6,640,913	7,067,513	7,512,151
证券投资	3,193,920	3,374,778	3,570,346	3,688,819
其他资产	338,297	437,051	464,088	488,731
资产合计	11,028,483	11,832,462	12,564,450	13,231,631
同业负债	1,269,376	1,358,232	1,439,726	1,511,713
存款余额	8,155,438	8,726,319	9,249,898	9,712,393
应付债券	176,578	188,938	200,275	210,289
其他负债	341,362	365,257	387,173	406,531
负债合计	9,942,754	10,638,747	11,277,072	11,840,925
股东权益合计	1,085,729	1,193,715	1,287,378	1,390,706

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	214,669	206,605	198,145	205,040
净手续费收入	84,108	71,492	71,492	75,066
其他非息收入	40,346	48,415	45,994	48,294
营业收入	339,123	326,512	315,631	328,401
税金及附加	(2,963)	(2,764)	(2,742)	(2,869)
业务及管理费	(111,786)	(107,629)	(104,042)	(108,252)
营业外净收入	(45)	0	0	0
拨备前利润	218,087	210,109	203,037	211,236
资产减值损失	(41,469)	(33,980)	(26,649)	(23,226)
税前利润	176,618	176,128	176,388	188,010
所得税	(28,612)	(28,533)	(28,575)	(30,457)
税后利润	148,006	147,596	147,813	157,552
归属母公司净利润	146,602	146,196	146,411	156,058
归属母公司普通股股东净利润	142,044	141,638	141,853	151,500

主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
业绩增长				
利息净收入增速	-1.63%	-3.76%	-4.09%	3.48%
手续费净增速	-10.78%	-15.00%	0.00%	5.00%
非息净收入增速	-1.65%	-3.65%	-2.02%	5.00%
拨备前利润增速	-2.06%	-3.66%	-3.37%	4.04%
归属母公司净利润增速	6.22%	-0.28%	0.15%	6.59%
盈利能力				
ROAE	16.22%	14.46%	13.15%	12.89%
ROAA	1.39%	1.28%	1.20%	1.21%
RORWA	2.36%	2.12%	1.98%	1.99%
生息率	3.74%	3.41%	3.26%	3.23%
付息率	1.74%	1.65%	1.67%	1.67%
净利差	2.00%	1.76%	1.59%	1.56%
净息差	2.14%	1.92%	1.73%	1.70%
成本收入比	32.96%	32.96%	32.96%	32.96%
资本状况				
资本充足率	17.88%	17.87%	18.13%	18.56%
核心资本充足率	16.01%	16.21%	16.50%	16.95%
风险加权系数	59.92%	60.70%	60.70%	60.70%
股息支付率	35.01%	35.01%	35.01%	35.01%

主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
资产质量				
不良贷款余额	61,579	63,736	67,417	70,275
不良贷款净生成率	0.85%	0.79%	0.70%	0.50%
不良贷款率	0.95%	0.92%	0.92%	0.91%
拨备覆盖率	438%	406%	365%	342%
拨贷比	4.14%	3.75%	3.36%	3.10%
流动性				
贷存比	79.81%	79.06%	79.06%	79.82%
贷款/总资产	59.02%	58.31%	58.21%	58.59%
平均生息资产/平均总资产	94.75%	94.13%	93.68%	93.55%
每股指标 (元)				
EPS	5.63	5.62	5.62	6.01
BVPS	36.71	40.94	44.60	48.64
每股股利	1.97	1.97	1.97	2.10
估值指标				
P/E	6.94	6.96	6.95	6.50
P/B	1.06	0.95	0.88	0.80
P/PPOP	4.52	4.69	4.85	4.66
股息收益率	5.05%	5.03%	5.04%	5.38%

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>