

营收小负、利润回正， 业绩超预期

核心观点

招行 2024 年营收降幅持续收窄，利润增速回正，超预期。资产规模、存款规模均双位数高增。资产质量持续稳健，小幅释放拨备回补利润。展望 2025 年，零售需求边际回暖，信贷增长有望改善，息差压力仍存但降幅或好于 24 年。非息收入平稳下，预计 2025 年营收将继续小幅改善，利润保持正增长，ROE 持续领跑同业。当前股息率投资主线下，招行股息率高且扎实，再融资摊薄风险极低，是兼具高股息和顺周期属性的攻守兼备品种，配置价值突出。

事件

1 月 14 日，招商银行公布 2024 业绩快报，2024 年实现营业收入 3375.37 亿元，同比下降 0.5%（9M24：-2.9%），归母净利润 1483.91 亿元，同比增长 1.2%（9M24：-0.6%）。不良率 0.95%，季度环比上升 1bp；拨备覆盖率 411.98%，季度环比下降 20.2pct。

简评

1、招行 2024 业绩超预期，营收、利润均较 9M24 明显改善。

招商银行 2024 年实现营收 3375.37 亿元，同比仅小幅下降 0.5%，较前三季度-2.9%的降幅有明显收窄，预计全年营收降幅仍能明显优于股份行同业，超出市场预期。具体来看，2024 年全年净利息收入同比降幅收窄至 1.6%，其中 4Q24 净利息收入同比增长 3%。预计主要是四季度资产投放力度有所加大，同时息差在资负两端结构优化下基本平稳导致的。非息收入同比增长 1.5%，其中 4Q24 非息收入同比增长 16.6%。预计中收在降费让利的大趋势下仍为负增长，非息收入应主要为债券投资收益贡献，特别是在 2024 年 12 月债券收益率明显大幅下行的背景下，投资收益或有力支撑非息收入增长。在量增价稳、其他非息贡献较大的情况下，招行 4Q24 单季度营收同比增长 7.6%，有力支撑全年营收降幅收窄。

利润方面，招行 2024 年归母净利润同比增长 1.2%，利润超预期回正。预计主要是在资产质量保持平稳的情况下，四季度释放了部分拨备回补利润。招行在优于股份行同业的资产质量支撑下，实现稳定可持续的利润释放更加游刃有余，全年利润回正有利于增强投资者的信心和预期。ROE 仍继续保持 14.5% 的行业领先水平，在当前信贷需求偏弱、息差持续下行、财富管理业务承压的情况下，股份行经营处于困难模式，招行仍能保持相对稳定的 ROE 水平和持续处于同业前列的业绩趋势，充分彰显其穿越周期的经营能力。

招商银行 (600036.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2025 年 01 月 14 日

当前股价：39.85 元

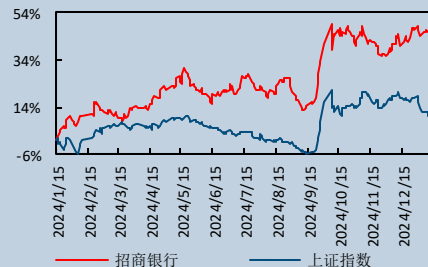
目标价格 6 个月：42.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.84/11.29	3.70/2.97	39.63/27.17
12 月最高/最低价 (元)		40.00/28.77
总股本 (万股)		2,521,984.56
流通 A 股 (万股)		2,062,894.44
总市值 (亿元)		9,912.20
流通市值 (亿元)		8,220.63
近 3 月日均成交量 (万)		6691.88
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		18.06%

股价表现



相关研究报告

展望 2025 年，规模增长方面，随着 0924 政策转向后一揽子稳经济、促内需的政策不断出台，预计 2025 年零售信贷需求有望小幅改善。叠加招行自身“一体两翼”战略下在对公、同业等方面的灵活资产配置，预计 2025 年资产规模有望保持大个位数增长。息差方面，受 LPR 下行、存量按揭重定价影响，净息差将随行业趋势进一步下行。但预计息差降幅有望较 2024 年有所收窄。非息收入方面，中收在 2024 年低基数下有望改善，其他非息收入受 24 年高基数影响，增长有一定压力。但结合近期央行表态和经济环境，预计短期内债市仍处于震荡下行区间，预计其他非息收入不会对 2025 年营收产生较大拖累。量增价优、非息平稳的情况下，预计 2025 年招行营收有望继续小幅改善，回到正增长区间。在资产质量保持稳定下，利润增速有望延续小幅正增长趋势，继续领先股份行同业。

2、4Q24 资产投放力度加大，2024 年全年资产规模实现双位数高增，资产配置灵活。规模增长来看，招行资产规模同比增长 10.2%；贷款总额同比增长 5.8%，环比增长 1.9%。目前来看，招行四季度贷款投放和资产规模投放都有所提速。贷款方面，预计主要是 2024 年下半年以旧换新、消费券等拉动居民消费的政策出台，带动零售信贷需求逐步小幅回暖。同时存量按揭利率再次下调，也缓解了部分按揭提前还款的压力，招行四季度零售信贷增长或有边际改善。此外，大类资产配置上，在整体信贷需求仍偏弱的大环境下，预计招行灵活的加大了债券、同业资产等资产配置力度，一定程度上对冲贷款定价持续下行压力。

客群基础扎实，存款增长旺盛。料对公存款仍是主要增量。招行 2024 年总存款规模同比增长 11.5%，4Q24 季度环比增长 4.2%，存款增势旺盛。预计一方面在于零售端居民储蓄意愿仍较为旺盛。且随着资本市场好转，理财需求回暖能够缓解一定的零售存款定期化压力。另一方面，禁止手工补息、规范同业存款等政策出台后，部分银行对公存款明显外流。招行基于自身大财富管理业务优势和综合化服务能力，能够吸引部分对公活期存款流入，进一步扩大了市场份额，也有力的支撑了存款增长。

预计 4Q24 净息差基本平稳。考虑到 4Q24 招行实现 3%左右的净利息收入增长，较 9M24 有明显改善。除规模增长贡献外，预计息差降幅也相对有限。一方面存量按揭利率在 10 月调整，对 2024 年净利息收入影响十分有限。另一方面，零售贷款需求的边际改善、按揭贷款利率的小幅回升都有利于稳定招行息差水平。叠加存款挂牌利率下调的利好持续显现，预计 4Q24 净息差基本平稳，仅小幅下降，全年净息差保持行业领先水平。

展望 2025 年，预计零售需求改善下信贷投放边际向好；净息差继续下行，但降幅较 2024 年收窄。规模增长上，预计招行信贷投放仍以零售贷款为主。从开门红情况来看，零售信贷需求边际改善，按揭贷款提前还款也有所缓解。在低基数情况下，预计 2025 年招行信贷增长有望改善。价格方面，存量按揭利率下调和 2025 年 LPR 继续下行的影响下，净息差预计跟随行业趋势继续下行。但预计招行凭借自身灵活的资产排布，以及负债端成本优化政策的持续落地，2025 年净息差降幅有望小幅收窄，保持优于同业的绝对水平和相对优势。

3、资产质量持续稳健，小幅释放拨备回补利润。需继续关注零售贷款资产质量趋势。招行 4Q24 不良率季度环比上升 1bp 至 0.95%，拨备覆盖率季度环比下降 20.2pct 至 411.98%。不良率小幅上升预计主要仍是零售不良贷款的稳步暴露，整体不良率水平仍持续处于行业低位。在稳定的资产质量下，招行小幅释放拨备来支撑利润增长回正，是符合市场期待的。且当前拨备覆盖率仍保持在 412%左右的行业前列，风险抵补能力十分充裕。重点风险领域方面，招行对公房地产不良持续压降，预计不良生成的高峰期已经过去。随着地产保主体的融资端政策不断落实深化，预计招行房地产不良生成率、不良率均将持续改善。零售贷款方面，目前零售贷款资产质量存在行业性、周期性压力，不良仍处于稳步暴露态势，无明显走坏但也未见趋势性改善。行业大势下预计招行也难“独善其身”，消费贷、信用卡、经营贷资产质量或延续边际恶化趋势，带动不良率小幅上升。

4. 投资建议与盈利预测：招行 2024 年营收降幅收窄至 0%附近的小幅负增，利润增速回正，超预期。总资产规模、存款规模均实现双位数高增，资产配置灵活，存款端综合服务优势显著。资产质量稳健下，小幅释放拨备回补利润，预计零售资产质量趋势仍需关注。展望 2025 年，零售信贷需求边际回暖下，预计招行信贷增长有望改善，息差压力仍存但降幅或有望好于 24 年。非息收入方面，中收低基数下小幅改善，其他非息收

入不会产生较大负向拖累。预计 2025 年招行营收有望继续小幅改善。资产质量保持稳健下，利润释放能够保持稳定正增长趋势，ROE 继续处于股份行领先水平。

投资建议上，在当前银行业实际经营和预期的底部进一步夯实情况下，以底线思维、高置信度、高胜率为核心诉求的配置型需求安全边际进一步提升。短期内板块投资仍以股息率策略为主。招行是兼具扎实高股息率和顺周期属性的攻守兼备品种：一方面，招行 35% 分红率全行业最高，且将分红率写入公司章程，确定性最强。此外，招行核心一级资本充足率高，内生增长能力强，无再融资需求，股息率较高且扎实，红利属性强。另一方面，招行基本面稳定优于同业，基本面向上弹性大。一旦经济预期出现明显拐点，零售需求复苏、房地产风险率先出清的利好能先一步带动招行基本面改善和修复。预计 2025、2026 年营收增速为 3.7%、5.0%，利润增速为 4.0%、5.2%。当前招行股价对应 0.96 倍 24 年 PB，2024 年股息率 5%，兼具高股息和顺周期属性标的，配置价值突出。维持买入评级和银行板块首推。

5. 风险提示：（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

图表1： 招商银行盈利预测简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入（百万）	344,783	339,123	337,537	350,190	367,525
营业收入增长率	4.1%	-1.6%	-0.5%	3.7%	5.0%
归母净利润（百万）	138,012	146,602	148,391	154,317	162,386
归母净利润增长率	15.1%	6.2%	1.2%	4.0%	5.2%
EPS（元）	5.26	5.63	5.70	5.94	6.26
BVPS（元）	32.71	36.71	41.46	46.19	52.22
PE	7.6	7.1	7.0	6.7	6.4
PB	1.22	1.09	0.96	0.86	0.76

资料来源：Wind，公司年报，中信建投

图表2： 招商银行 FY24 业绩快报

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	55,409	53,587	53,290	52,383	52,000	52,449	52,849	53,979	2.1%	3.0%	214,669	211,277	-1.6%
Non-interest income 非利息收入	35,227	34,237	28,529	26,461	34,417	34,079	26,915	30,849	14.6%	16.6%	124,454	126,260	1.5%
Operating income 营业收入	90,636	87,824	81,819	78,844	86,417	86,528	79,764	84,828	6.3%	7.6%	339,123	337,537	-0.5%
Operating profit 营业利润	46,892	43,987	44,354	41,430	45,185	44,479	44,516	44,839	0.7%	8.2%	176,663	179,019	1.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(11)	16	(53)	3	3	(26)	(83)	(261)	214.5%	na	(45)	(367)	715.6%
Profit before taxation 利润总额	46,881	44,003	44,301	41,433	45,188	44,453	44,433	44,578	0.3%	7.6%	176,618	178,652	1.2%
NPAT 归属股东净利润	38,839	36,913	38,138	32,712	38,077	36,666	38,441	35,207	-8.4%	7.6%	146,602	148,391	1.2%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	6,335,975	6,355,439	6,455,546	6,508,865	6,815,827	6,747,804	6,758,751	6,888,315	1.9%	5.8%	6,508,865	6,888,315	5.8%
Total deposits 存款总额	7,771,878	8,030,232	7,980,492	8,155,438	8,440,100	8,662,886	8,732,881	9,096,587	4.2%	11.5%	8,155,438	9,096,587	11.5%
NPLs 不良贷款余额	60,302	60,641	61,794	61,579	62,630	63,427	63,557	65,439	3.0%	6.3%	61,579	65,439	6.3%
Loan provisions 贷款损失准备	270,346	271,447	275,515	269,534	273,580	275,539	274,662	269,596	-1.8%	0.0%	269,534	269,596	0.0%
Total assets 资产总额	10,508,752	10,739,836	10,668,009	11,028,483	11,520,226	11,574,783	11,654,763	12,152,000	4.3%	10.2%	11,028,483	12,152,000	10.2%
Total liabilities 负债总额	9,518,990	9,753,923	9,646,670	9,942,754	10,394,735	10,457,758	10,495,128	10,918,525	4.0%	9.8%	9,942,754	10,918,525	9.8%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	981,087	977,126	1,012,235	1,076,370	1,118,965	1,110,213	1,152,527	1,226,014	6.4%	13.9%	1,076,370	1,226,014	13.9%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	1.54	1.39	1.51	1.19	1.51	1.38	1.52	1.25	-18.0%	4.7%	5.63	5.66	0.5%
BVPS	34.13	33.97	35.36	36.71	38.40	38.06	39.73	41.46	4.3%	12.9%	36.71	41.46	12.9%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	2023	2024	YoY
ROE	18.43%	16.28%	17.45%	13.26%	16.08%	14.39%	15.68%	13.56%	-2.1pct	0.3pct	16.22%	14.49%	-1.7pct
LDR 贷存比	81.52%	79.14%	80.89%	79.81%	80.76%	77.89%	77.40%	75.72%	-1.7pct	-4.1pct	79.81%	75.72%	-4.1pct
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.92%	0.94%	0.94%	0.95%	1bps	0bps	0.95%	0.95%	0bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	448.32%	447.63%	445.86%	437.70%	436.82%	434.42%	432.15%	411.98%	-20.2pct	-25.7pct	437.70%	411.98%	-25.7pct
Provision ratio 拨贷比	4.27%	4.27%	4.27%	4.14%	4.01%	4.08%	4.06%	3.92%	-14bps	-22bps	4.14%	3.92%	-22bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	38.87%	38.98%	34.87%	33.56%	39.83%	39.38%	33.74%	36.37%	2.6pct	2.8pct	36.70%	37.41%	0.7pct

资料来源：公司财报，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

刘子健

liuzijian@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk