

招商银行(600036.SH/03968.HK)

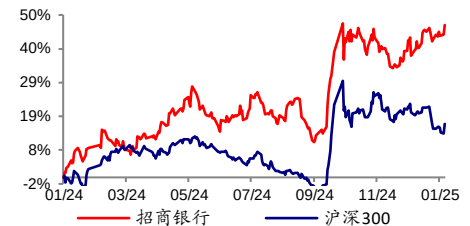
非息增长与拨备回补推动四季度触底回升

核心观点:

- 招商银行披露 2024 年度业绩快报，**24A 营收和利润增速均有所回升，好于预期**。24A 营收同比增长-0.47%，增速较 24Q1-3 回升 2.4PCT；归母净利润同比增长 1.22%，增速较 24Q1-3 回升 1.8PCT；24Q4 单季度营收、归母净利润同比分别增长 7.59%、7.63%，增速较 Q3 分别回升 10.1PCT、6.8PCT。结构上来看，24Q4 单季非利息净收入同比增长 16.6%，预计得益于 Q4 债市投资收益正贡献；同时预计 24Q4 拨备反哺力度较大，对业绩增长提供有效支撑。
- 规模扩张加速，预计非信贷资产保持高增速**。资产端，24A 总资产和贷款总额同比分别增长 10.2%、5.8%，增速较 23 年分别变动+1.4PCT、-1.7PCT。结构上，24 年末贷款占总资产比重 56.7%，较 24Q3 末回落 1.3PCT，预计公司 24Q4 调整资产结构，增持非信贷资产，24Q4 公司总资产增量约 4176 亿元，其中贷款增量 1186 亿元，考虑到 24Q4 政府债发行力度较大，预计公司加大利率债投资规模。**负债端**，24A 总负债和存款总额同比分别增长 9.8%、11.5%，增速较 23 年分别回升 1.6PCT、3.3PCT；存款总额占总负债比重 83.3%，同比回升 1.3PCT。
- 资产质量相对平稳，拨备覆盖率有所下行**。公司 24A 不良贷款率 0.95%，较 23A 持平，较 24Q1-3 回升 1bp，24Q4 单季不良贷款额增加 19.07 亿元，24 年累计不良贷款额增加 36.05 亿元，较 23 年同比减少增 1.35 亿元。拨备覆盖率 411.98%，较 24Q1-3/23A 分别下降 20.17PCT、25.72PCT，但仍保持高位，拨备安全垫依旧充足。拨贷比 3.92%，较 24Q1-3/23A 分别下降 14BP、22BP。24Q4 单季贷款拨备余额减少 49.59 亿元，在资产质量稳健，风险抵补能力保持夯实的同时，为业绩增长提供有效支撑。
- 盈利预测与投资建议**：预计公司 25/26 年归母净利润增速分别为 5.56%/6.43%，EPS 分别为 6.03/6.43 元/股，当前股价对应 24/25 年 PE 分别为 6.61X/6.20X，对应 24/25 年 PB 分别为 0.89X/0.81X。公司基本面稳健依旧，高 ROE 提升内生资本能力，高分红凸显投资价值，展望 25 年，我们在前期发布的年度策略报告提出“**2025 年银行股投资逻辑将从股息逻辑向复苏逻辑转换，以招商银行为代表的受经济影响较为敏感的复苏型相关品种会再次占优**”，维持公司 A 股合理价值 55.63 元/股不变，对应 24 年 PB 估值约 1.4X，按照当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 55.70 港币/股，均给予“买入”评级。
- 风险提示**：（1）宏观经济超预期下行，资产质量大幅恶化。（2）居民消费复苏不及预期，影响零售贷款投放。（3）大财富管理业务开展不及预期，拖累中收表现。

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	39.85 元/39.90 港元
合理价值	55.63 元/55.70 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-01-14

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



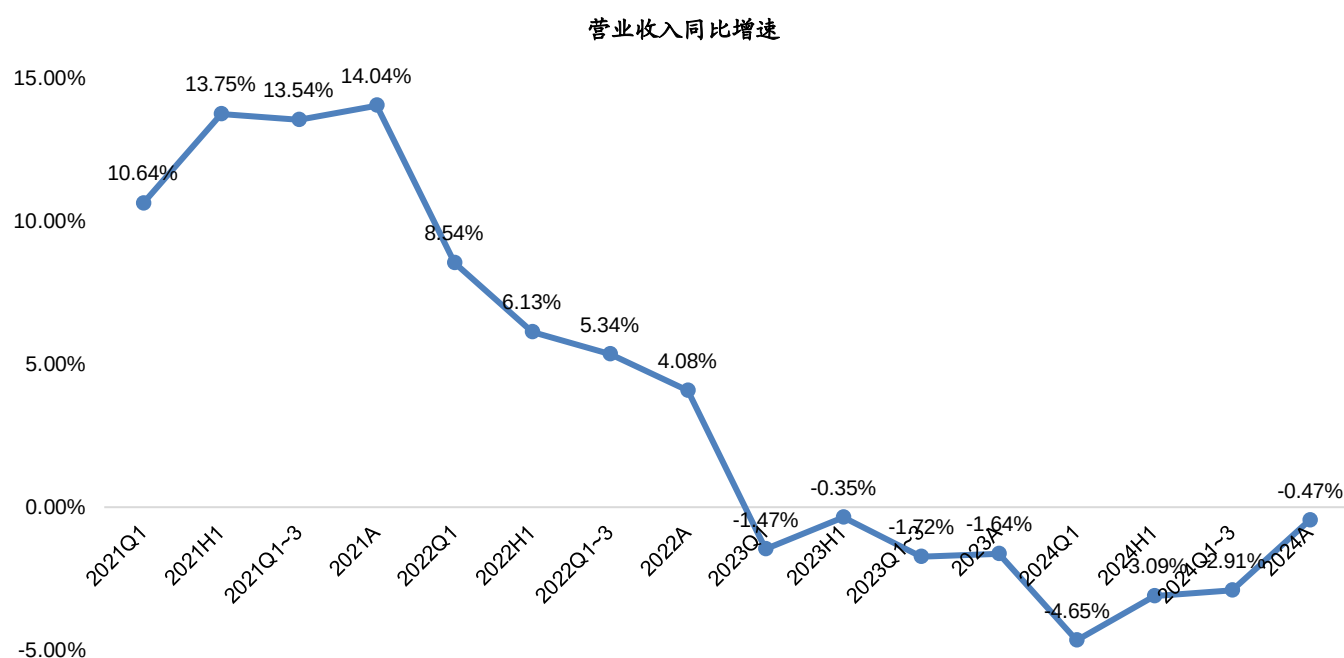
xujie@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

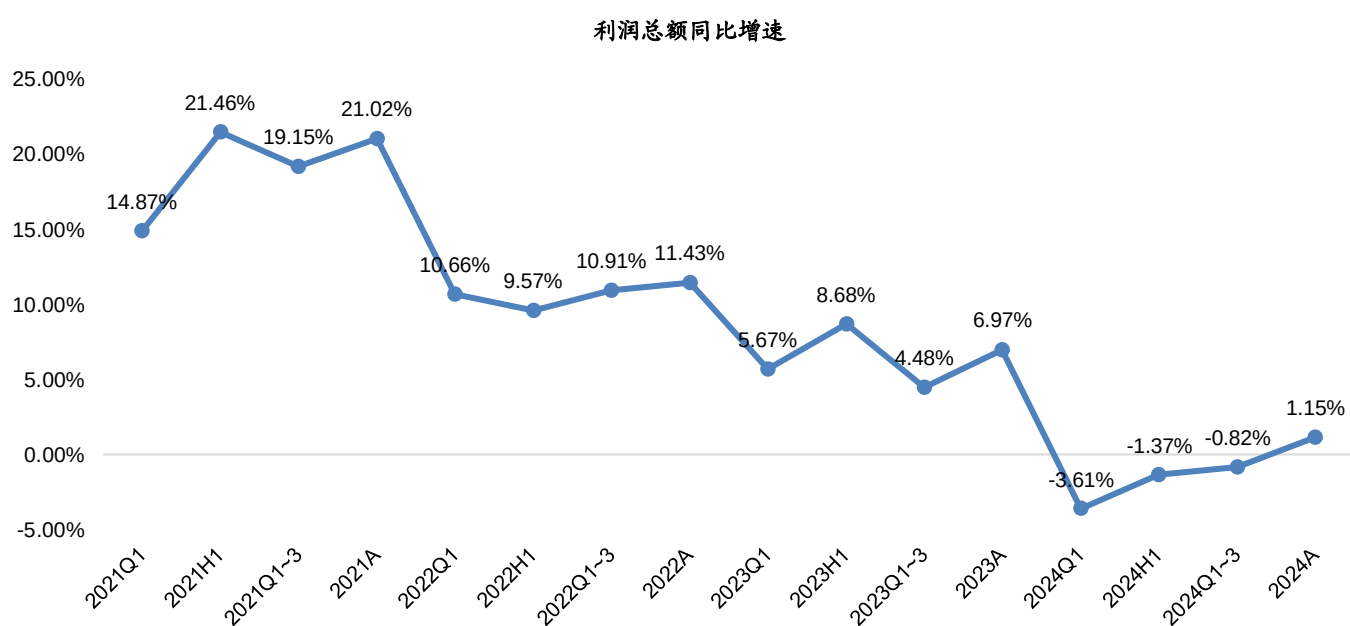
招商银行	2024-12-13
(600036.SH/03968.HK):抓住	
复苏机遇，收获超额收益	
招商银行	2024-10-30
(600036.SH/03968.HK):基本	
面有韧性，内生资本可持续	
招商银行	2024-08-30
(600036.SH/03968.HK):业绩	
好于预期，内生资本可持续	

图1：招商银行营业收入同比增速



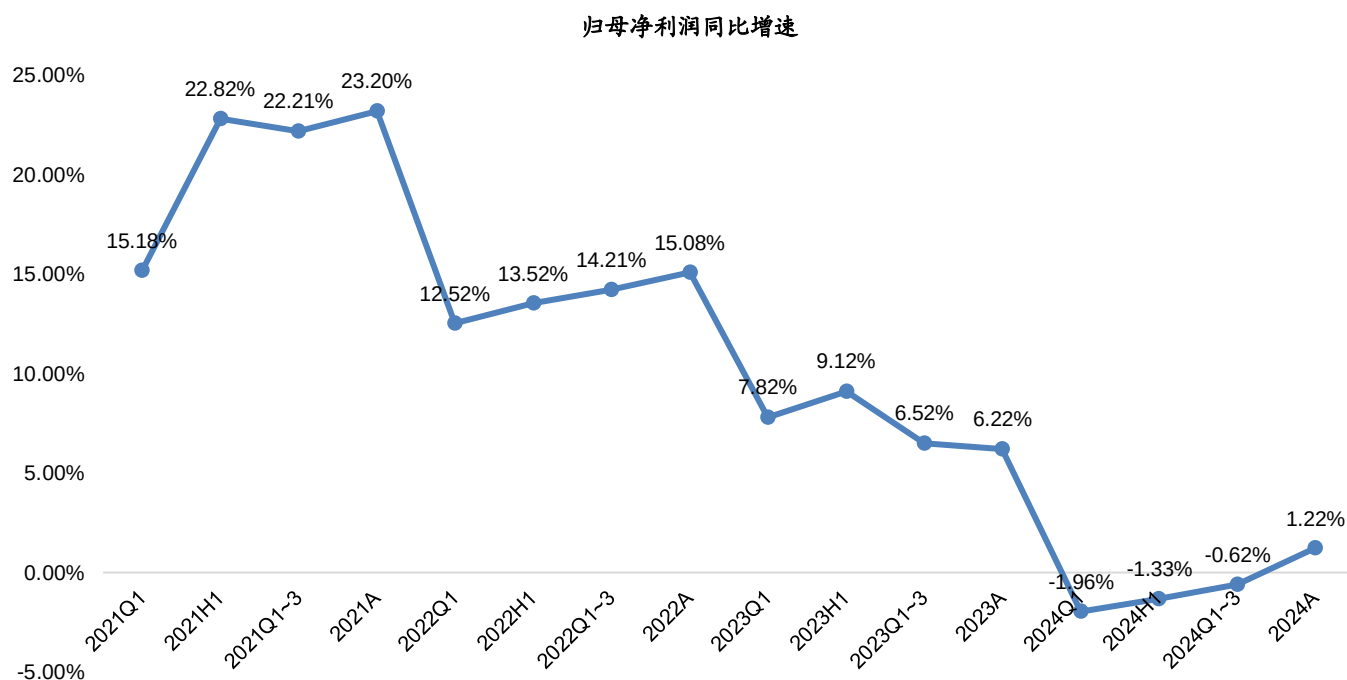
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：招商银行累计利润总额同比增速



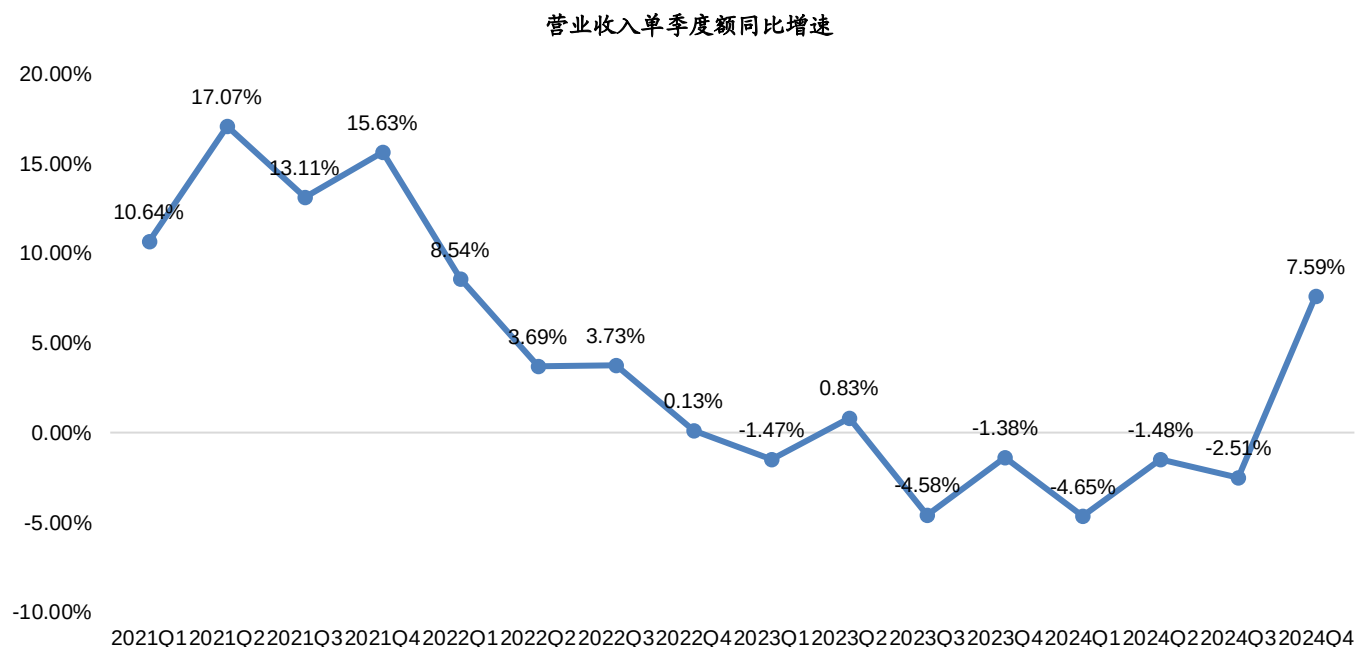
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：招商银行归母净利润同比增速



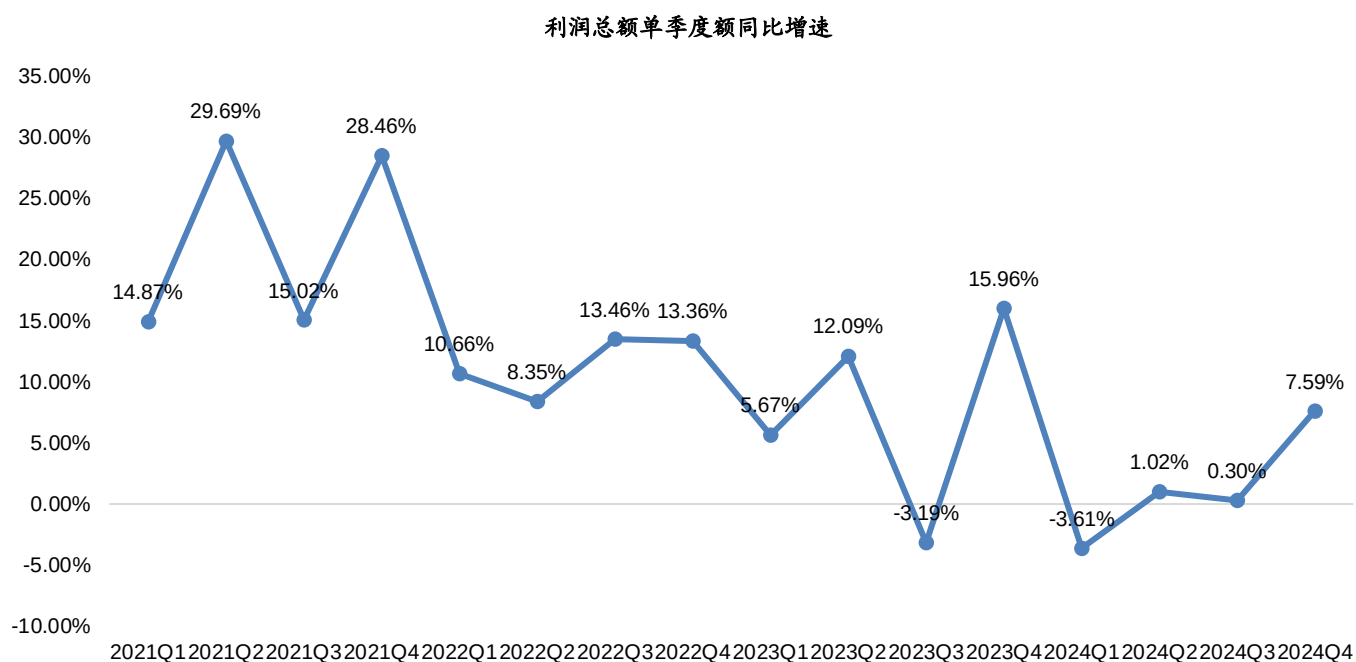
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：招商银行单季度营业收入同比增速



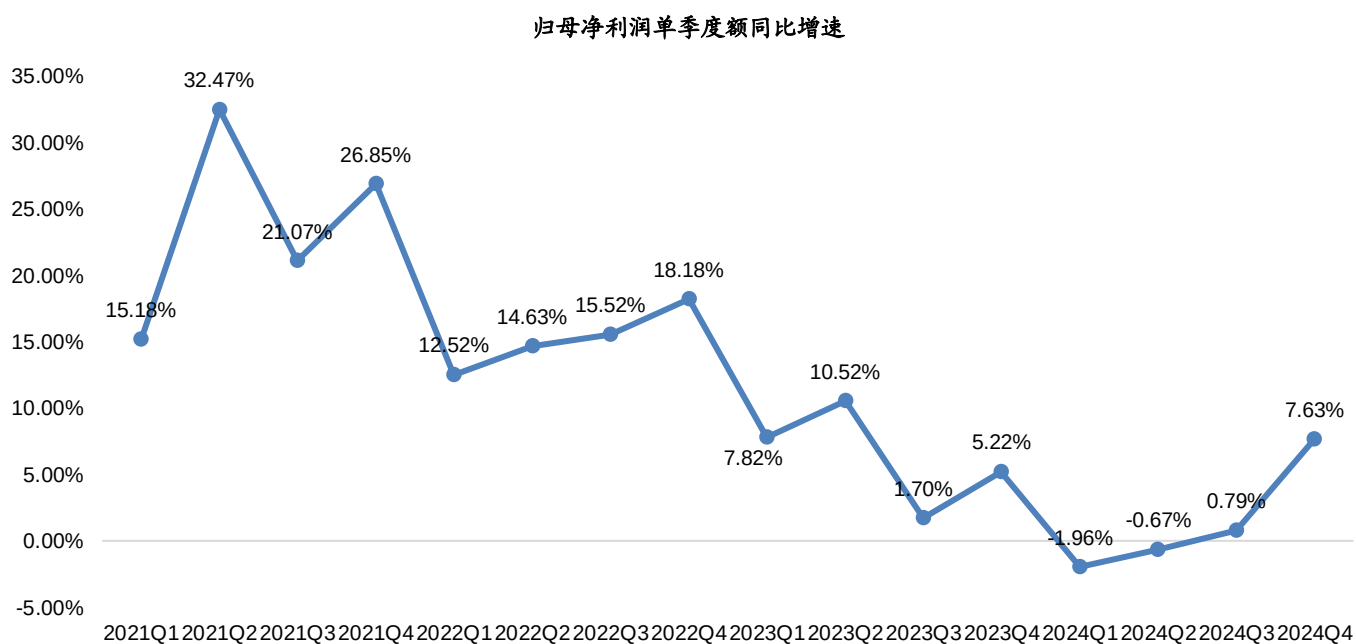
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：招商银行单季度利润总额同比增速



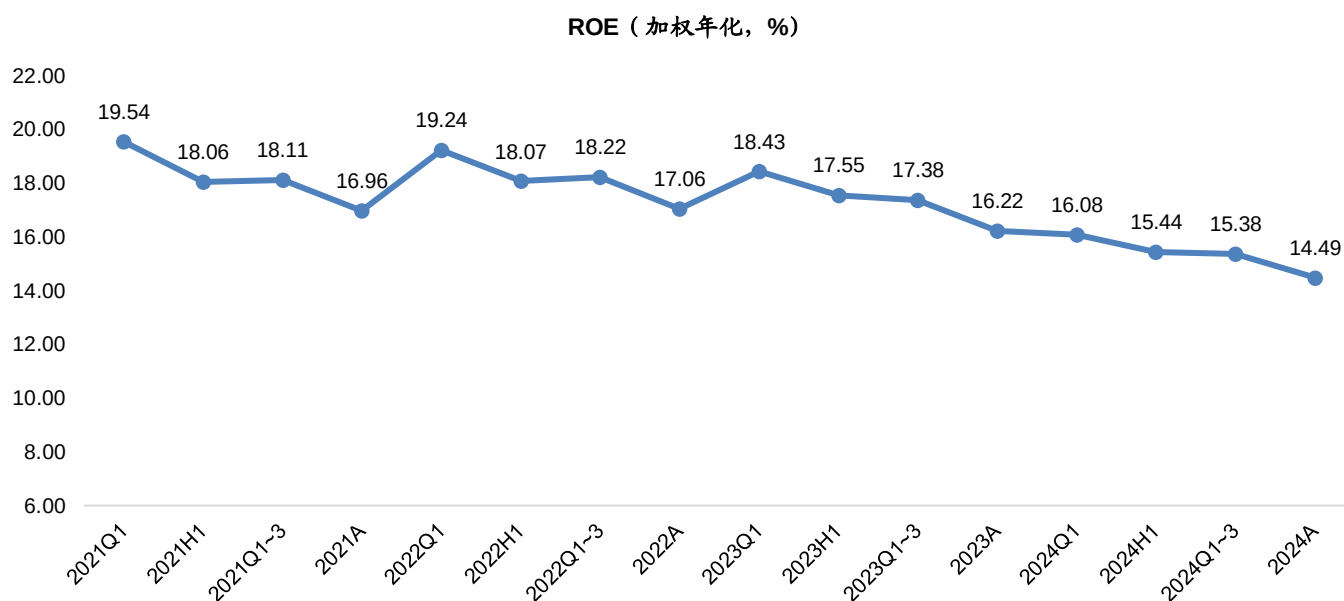
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：招商银行单季度归母净利润同比增速



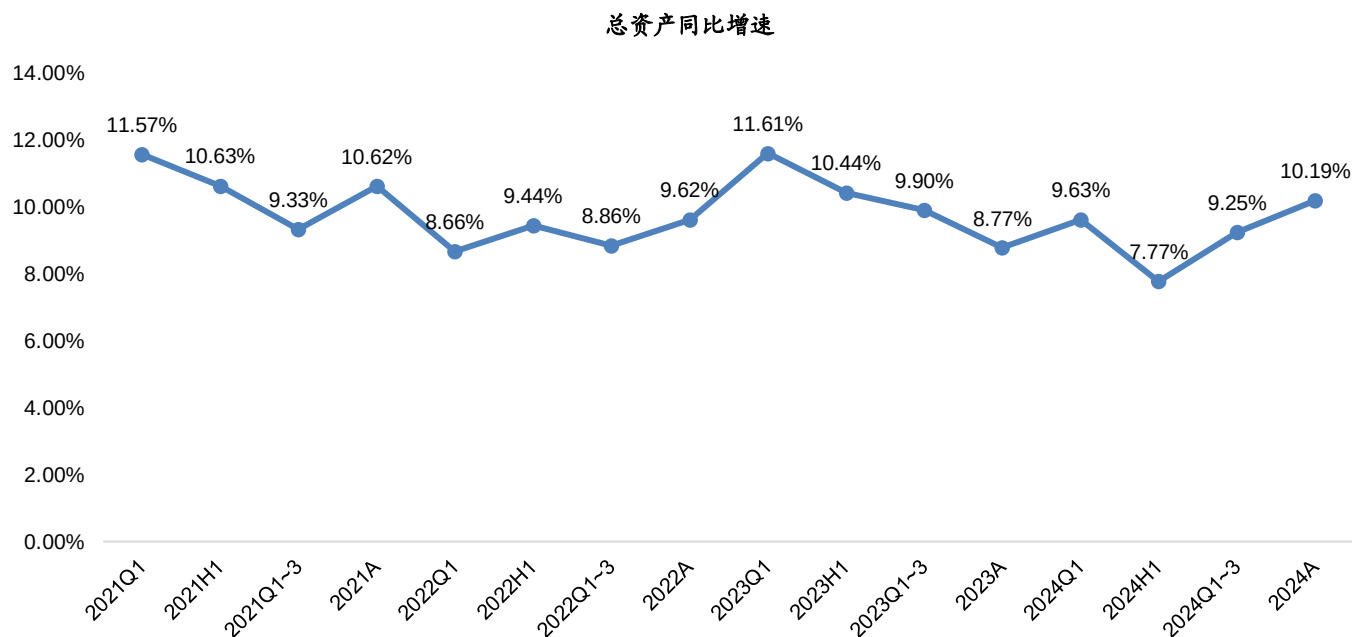
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：招商银行加权平均净资产收益率



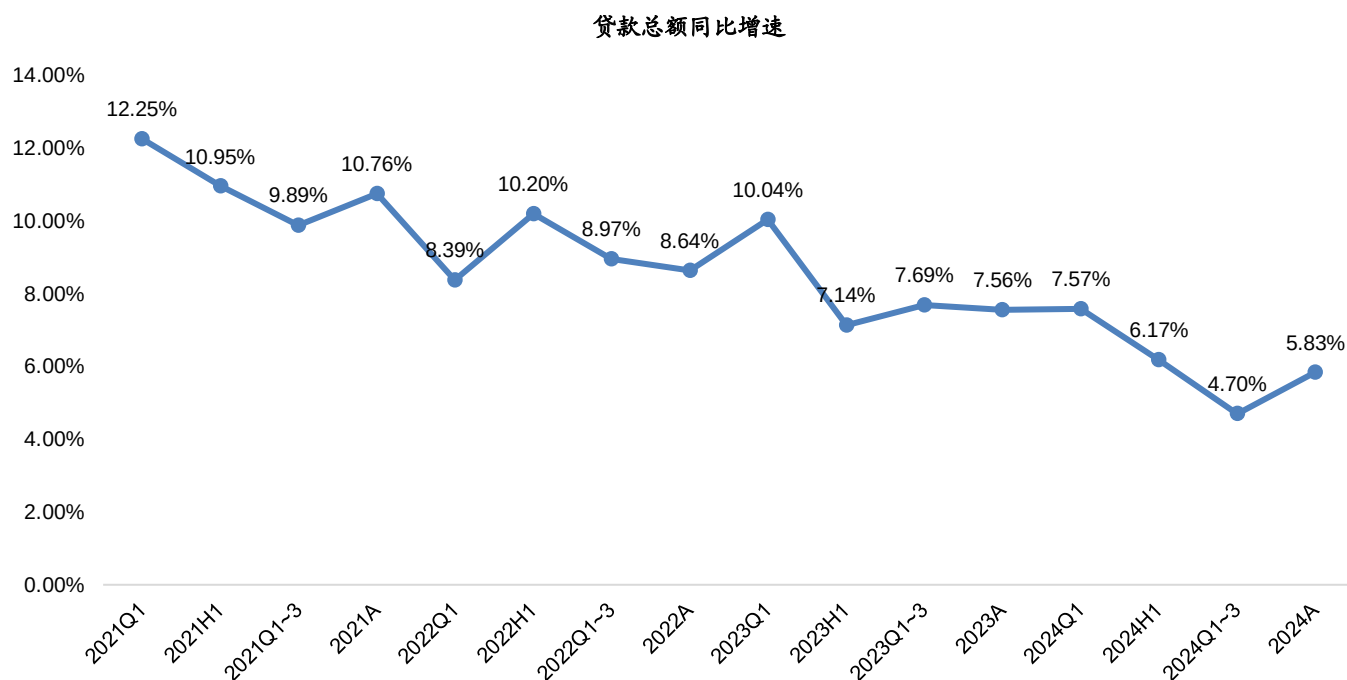
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：招商银行总资产同比增速



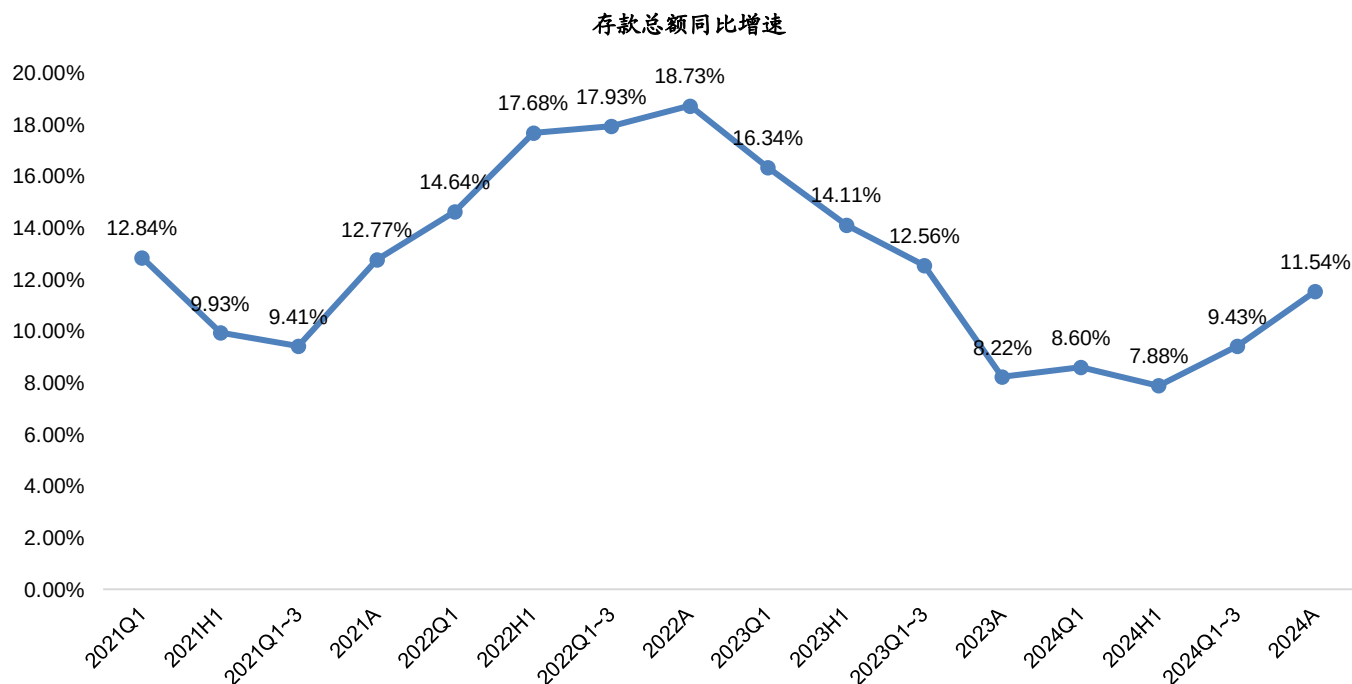
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：招商银行贷款总额同比增速



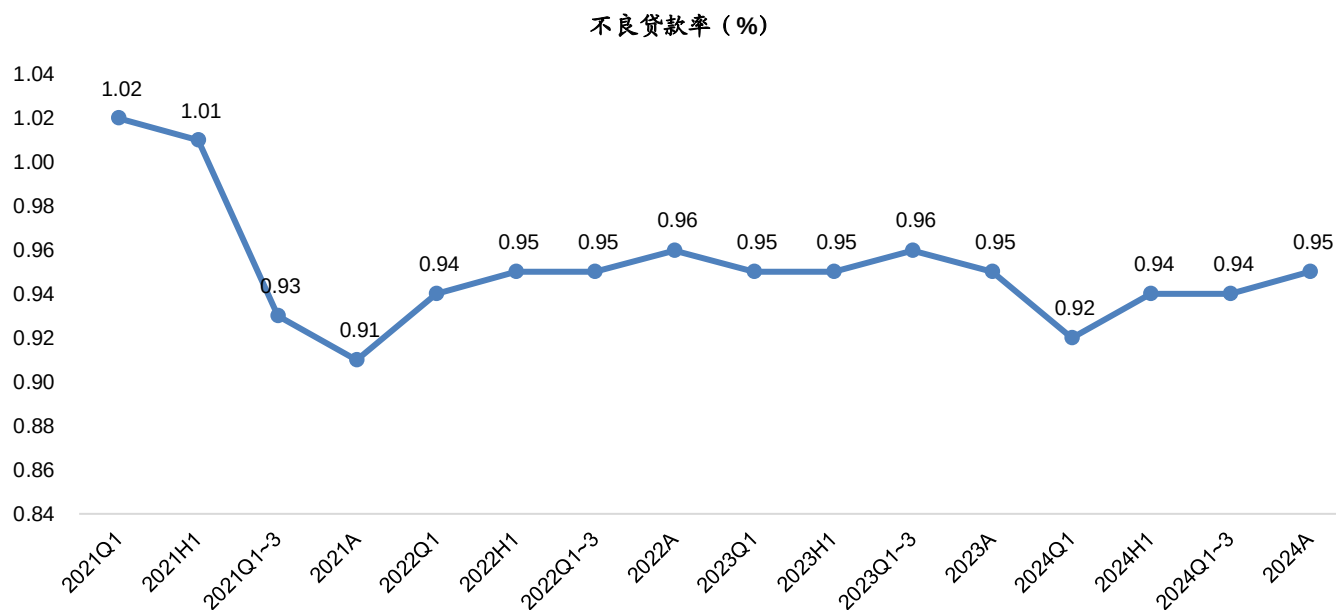
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：招商银行存款总额同比增速



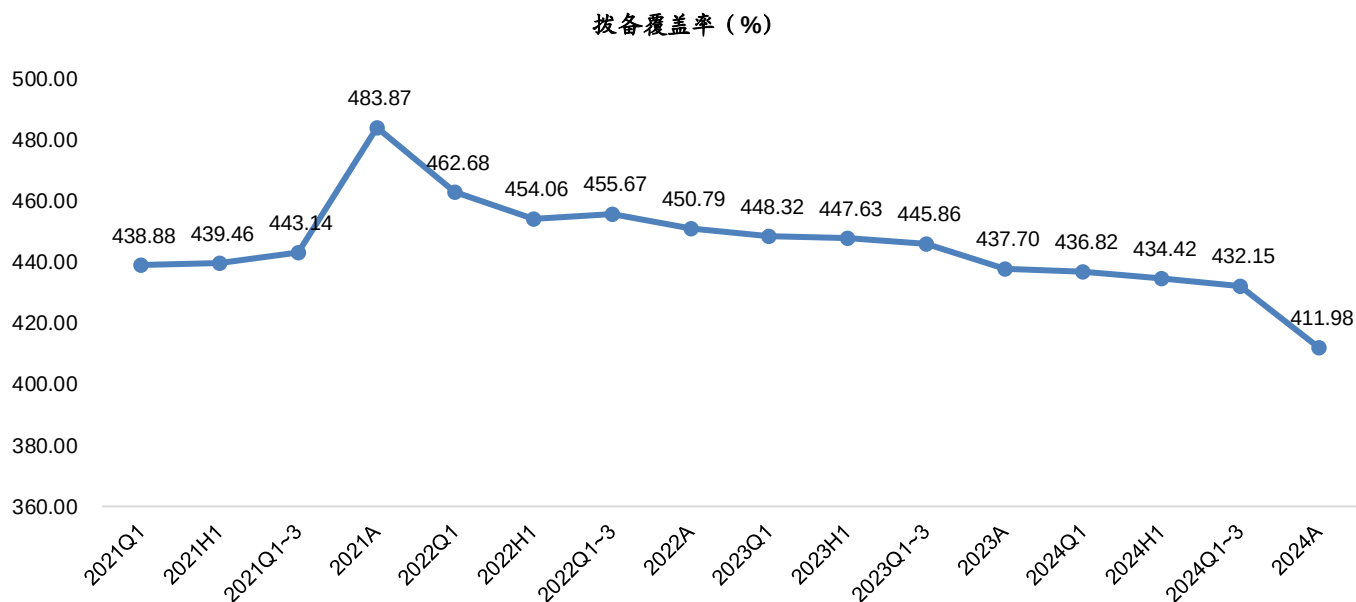
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11: 招商银行不良贷款率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 招商银行拨备覆盖率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：招商银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	7.6	7.1	7.0	6.6	6.2	净利息收入	218,235	214,669	211,063	216,699	221,181
P/B	1.2	1.1	0.98	0.89	0.8	利息收入	353,380	375,610	380,822	398,328	411,898
P/POP	4.51	4.61	4.31	4.13	3.95	利息支出	135,145	160,941	169,759	181,630	190,716
每股指标						净手续费收入	94,275	84,108	71,492	75,066	81,072
EPS	5.26	5.63	5.71	6.03	6.43	净其他非息收入	32,273	40,346	54,871	54,871	57,614
BVPS	32.71	36.71	40.60	44.79	49.27	营业收入	344,783	339,123	337,425	346,636	359,867
PPOPPS	8.83	8.65	9.25	9.64	10.08	营业支出	179,627	161,899	161,157	160,570	162,937
DPS	1.74	1.97	2.00	2.11	2.25	税金及附加	3,005	2,963	2,924	3,010	3,161
股息支付率	33.01%	35.01%	35.01%	35.01%	35.01%	业务及管理费	113,375	111,786	101,228	100,524	102,562
股息收益率	4.36%	4.95%	5.01%	5.30%	5.65%	营业利润	165,156	177,224	176,269	186,066	196,931
驱动性因素						营业外净收入	-43	-606	30	32	33
贷款增长	8.64%	7.56%	5.83%	7.00%	7.00%	拨备前利润	222,679	218,087	233,304	243,133	254,178
存款增长	18.73%	8.22%	11.54%	8.00%	7.50%	资产减值损失	57,566	41,469	57,005	57,035	57,213
生息资产增长	10.53%	8.82%	10.58%	6.64%	6.20%	利润总额	165,113	176,618	176,299	186,098	196,964
计息负债增长	9.96%	8.68%	12.95%	9.07%	8.56%	所得税	25,819	28,612	26,445	27,915	28,560
平均贷款收益率	4.57%	4.27%	3.95%	3.80%	3.70%	净利润	139,294	148,006	149,854	158,183	168,404
平均生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.30%	3.19%	3.10%	归母净利润	138,012	146,602	148,450	156,709	166,783
平均存款付息率	1.52%	1.64%	1.56%	1.52%	1.47%	资产负债表					
平均计息负债付息率	1.60%	1.75%	1.66%	1.60%	1.55%	贷款总额	6,051,459	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,886,432
净息差(NIM)-测算值	2.09%	1.83%	1.64%	1.58%	1.55%	贷款减值准备	261,476	269,531	277,069	288,086	304,536
净手续费收入增速	-0.18%	-10.78%	-15.00%	5.00%	8.00%	贷款净额	5,807,154	6,252,755	6,611,246	7,082,411	7,581,896
净非息收入/营收	36.70%	36.70%	37.45%	37.49%	38.54%	投资类资产	2,772,689	3,193,920	3,832,704	4,062,666	4,265,800
成本收入比	32.88%	32.96%	30.00%	29.00%	28.50%	存放央行	603,027	682,802	682,244	717,175	760,402
拨备支出/平均贷款	0.99%	0.66%	0.85%	0.80%	0.75%	同业资产	631,598	560,709	700,886	756,957	794,805
实际所得税率	15.64%	16.20%	15.00%	15.00%	14.50%	其他资产	324,444	338,297	373,696	408,317	443,357
业绩年增长率						生息资产	10,058,773	10,946,296	12,104,149	12,907,295	13,707,438
净利息收入	7.0%	-1.6%	-1.7%	2.7%	2.1%	资产合计	10,138,912	11,028,483	12,456,517	13,610,560	14,778,575
净手续费收入	-0.2%	-10.8%	-15.0%	5.0%	8.0%	存款	7,535,742	8,155,438	9,096,587	9,824,314	10,561,138
营业收入	4.1%	-1.6%	-0.5%	2.7%	3.8%	向央行借款	129,745	378,621	627,497	876,373	1,125,249
营业支出	-2.0%	-9.9%	-0.5%	-0.4%	1.5%	同业负债	945,624	890,755	890,755	890,755	917,478
拨备前利润	3.8%	-2.1%	7.0%	4.2%	4.5%	发行债券	223,821	176,578	229,551	236,438	236,438
利润总额	11.4%	7.0%	-0.2%	5.6%	5.8%	计息负债	8,834,932	9,601,392	10,844,390	11,827,880	12,840,302
净利润	15.3%	6.3%	1.2%	5.6%	6.5%	负债合计	9,184,674	9,942,754	11,272,755	12,320,708	13,375,315
归母净利润	15.1%	6.2%	1.3%	5.6%	6.4%	股东权益合计	954,238	1,085,729	1,183,762	1,289,851	1,403,261
盈利能力						资产质量					
ROAA	1.42%	1.39%	1.28%	1.21%	1.19%	不良贷款余额	58,094	61,834	65,740	67,940	71,399
ROAE	17.06%	16.22%	14.76%	14.13%	13.68%	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.92%	0.91%
RORWA	2.44%	2.38%	2.22%	2.25%	2.27%	不良净生成率	0.83%	0.85%	0.82%	0.70%	0.60%
资本状况						拨备覆盖率	450%	436%	421%	424%	427%
资本充足率	17.77%	17.88%	18.39%	18.75%	18.93%	拨贷比	4.32%	4.14%	4.02%	3.91%	3.86%
一级资本充足率	15.75%	16.01%	16.82%	17.49%	17.98%	流动性					
核心一级资本充足率	13.68%	13.73%	14.63%	15.40%	16.01%	存贷比	80.30%	79.81%	75.72%	75.02%	74.67%
加权风险资产	5,841,685	6,608,021	6,872,342	7,215,959	7,648,916	贷款/总资产	59.69%	59.02%	55.30%	54.15%	53.36%
风险加权系数	57.62%	59.92%	55.17%	53.02%	51.76%	投资类资产/总资产	27.35%	28.96%	30.77%	29.85%	28.86%
						同业资产/总资产	6.23%	5.08%	5.63%	5.56%	5.38%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 佳 鸣：资深分析师，美国南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

李 文 浩：研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

王 宇：研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。