招商银行（600036.SH）

堡垒依旧，履践致远

招商银行成立三十余载，大股东结构稳定，董事会和管理层良性互动，战略一脉相承，零售和科技优势显著，业务均衡协同稳步推进，资产负债堡垒依旧，盈利能力领先。当前招行绝对估值水平红利价值显现，相对估值水平溢价回归可期，投资价值进可攻退可守，建议积极关注。

- **公司治理稳定，战略履践致远。**成立以来，招商银行大股东结构稳定，始终坚持“董事会领导下的行长负责制”，稳定的公司治理结构和机制为招商战略决策和执行提供了前瞻指引和护航。招商银行能够在经营高度同质化的商业银行中脱颖而出，走出特色化、差异化的道路，既是早期战略方向选择的偶然，也是大股东与管理层良性互动机制下的战略执行定力的必然。
- **业务均衡协同，科技领先赋能。**得益于战略先发优势和坚定高效执行，招行零售金融优势显著。2024H1 招行测算零售金融 ROA（分子为税前利润）为 3%，大幅高于国股行均值。2022 年招行开始践行“价值银行”战略，更强调“零售金融、公司金融、投行与金融市场、财富管理与资产管理”均衡协同发展。均衡协同推进离不开金融科技的赋能，招行早在 2017 年便明确了金融科技银行定位，并将金融科技投入比例写入公司章程，多年持续投入打下坚实基础，未来将持续为“价值银行”的实现保驾护航。
- **资负堡垒依旧，盈利弹性可期。**招商银行已构筑了一张堡垒式资产负债表，体现为更低的负债成本、韧性更强的息差水平、更高的中收占比和更稳健的资产质量，最终实现长期优于行业的 ROE、ROA 水平，可持续的资本内生能力。**招行 ROA、ROE 长期领先可比同业。**2024 年前三季度，招商银行年化 ROA（测算值）为1.34%，较股份行平均高 58bp，拆分来看，招商银行利息支出、中收、减值损失较上市股份行平均分别贡献了 44bp、34bp、23bp 的相对优势（若在股份行样本中剔除招行，则三项相对优势将分别扩大至 50bp、39bp、26bp）。招商银行资产负债表堡垒依旧，随着政策发力，宏观经济和资本市场活力回升，负债和中收的优势再次发挥，盈利弹性可期。
- **红利价值显现，溢价回归可期。**当前招商银行 ROA、ROE、PB 分别是上市国股行的 1.8 倍、1.5 倍、1.5 倍，2021 年高峰时招商银行 PB 是上市国股行 2.7 倍，可以看出其基本面依旧优异，估值溢价已明显收敛，目前估值水平并未体现招行 ROA 和 ROE 结构上应有的溢价。截至 2025 年 1 月 14 日，A 股股息率为 4.92%，位于银行和上市公司前列，资本和拨备安全垫厚，内生资本能力强，分红率相对可持续，红利配置价值凸显。**展望 2025 年，**公司基本面优势持续，资产负债表堡垒依旧，随着政策推动宏观经济和资本市场活力回升，中收占比高、结算性负债强的招行会更加受益，基本面相对优势会再次扩张，估值溢价也终将回归。目前公司绝对估值红利价值显现，相对估值溢价也处于历史低位，退可高股息红利防御，进可享受复苏溢价回归，建议积极关注。预计公司 25E/26E 归母净利润增速为 2.2%/2.5%，EPS 为 5.83/5.98 元/股，最新 A 股收盘价对应 25 年 PB 为 0.9X，对应 25 年 PE 为 6.8X。考虑到本轮政策力度加码，招行基本面与经济复苏共振，给予公司“强烈推荐”评级。

强烈推荐（维持）

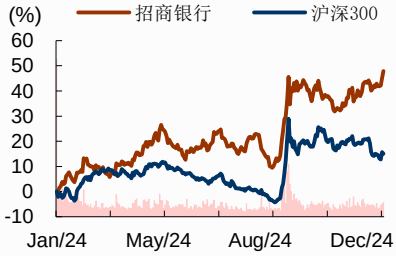
总量研究/银行
目标估值:
当前股价：40.64 元

基础数据

总股本（百万股）	25220
已上市流通股(百万股)	20629
总市值（十亿元）	1024.9
流通市值（十亿元）	838.4
每股净资产（MRQ）	41.5
ROE（TTM）	14.5
资产负债率	90.1%
主要股东	招商局轮船有限公司
主要股东持股比例	13.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	21	49
相对表现	6	11	33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《招商银行（600036）—资产质量稳健，等待复苏回归》2024-10-31
2、《招商银行（600036）—房地产风险缓释，高股息代表银行》2024-08-29
3、《招商银行（600036）—2023 年业绩怎么看？》2024-03-26

王先爽 S1090524100006
wangxianshuang@cmschina.com.cn
文雪阳 S1090524110001
wenxueyang@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明。特别提示：本报告所覆盖之公司为招商证券之实际控制人招商局集团的控股子公司、或其可施以重大影响的公司，分析师承诺本报告之独立性，但提请投资者审慎使用。

- **风险提示：经济基本面改善偏慢；政策力度低于预期；存款竞争及定期化加剧；资本市场波动超预期。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	344783	339123	337543	342429	356924
同比增长	4.1%	-1.6%	-0.5%	1.4%	4.2%
营业利润(百万元)	165156	176663	178882	182555	186799
同比增长	11.6%	7.0%	1.3%	2.1%	2.3%
归母净利润(百万元)	138012	146602	148395	151653	155396
同比增长	15.1%	6.2%	1.2%	2.2%	2.5%
每股收益(元)	5.26	5.63	5.70	5.83	5.98
PE	7.7	7.2	7.1	7.0	6.8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 序章：青衿之志，履践致远.....7
二、 公司治理：稳定的股东结构，良性互动的坚守.....11
1、 大股东与实控权：股东结构长期稳定.....11
2、 董事会与管理层：良性互动的坚守.....14
3、 股权融资和分红历史.....15
三、 战略历程：“致广大而尽精微”的战略坚守.....16
（1） 第一阶段（1987 年-2003 年）：自主经营，创新基因.....16
（2） 第二阶段（2004 年-2009 年）：一次转型，零售先行.....16
（3） 第三阶段（2009 年-2013 年）：二次转型，集约之路.....16
（4） 第四阶段（2014 年-2021 年）：轻型银行，一体两翼.....17
（5） 第五阶段（2021 年至今）：价值银行，打造“马利克曲线”.....17
四、 战略执行：均衡协同，科技赋能.....19
1、 零售金融：始终领先，等待 Beta.....21
（1） 客户基础：领先优势显著，服务体系升级.....21
（2） 零售信贷：相对优势仍在，不良有望趋稳.....25
（3） 财富管理：以客户为中心，买方投顾转型.....30
2、 对公协同：综合化布局进行中.....34
3、 金融科技：价值实现的推进器.....37
（1） 架构：迭代优化，与时俱进.....37
（2） 投入：资金、人才、子公司三元驱动.....38
（3） 成果：应用场景多维覆盖.....40
五、 财务表现：堡垒依旧，弹性可期.....41
1、 盈利质量：ROE 总量结构双优.....41
2、 资负结构：堡垒依旧，优势显著.....44
3、 中收：增速回正可期.....48
4、 资产质量：持续优于行业.....50
5、 资本分红：内生持续，高分红率.....55
6、 盈利预测：转正在即，弹性可期.....60
六、 投资建议：红利价值在，溢价亦可期.....61
七、 风险提示.....63

图表目录

图 1：招商银行 ROA(TTM)/国股行 ROA(TTM) VS 招商银行 PB/国股行 PB...8
图 2：招商银行 ROE(TTM)/国股行 ROE(TTM) VS 招商银行 PB/国股行 PB...8
图 3：招商银行相对国股行存款优势 VS 名义 GDP 增速 9
图 4：招商银行相对国股行中收优势 VS 名义 GDP 增速 9
图 5：招商银行相对上市银行净利润、营收增速优势 VS 名义 GDP 增速....10
图 6：招商银行 PB/上市银行 PB VS 名义 GDP 增速....10
图 7：招商银行股价/上市银行股价 VS Wind 全 A 股价....11
图 8：招商局对招商银行持股比例长期保持在 30%以内 12
图 9：招商银行扩股增资复盘、历史分红以及累计融资金额....15
图 10：招商银行盈利能力穿越周期....19
图 11：招行零售 AUM 优势显著 20
图 12：招商银行个人金融 ROA 领先国股行（24H1&23A）....20
图 13：招商银行公司金融 ROA 位列国股行中游(24H1&23A)....20
图 14：三大业务营收占比 21
图 15：三大业务利润占比 21
图 16：招行零售 AUM 优势显著 22
图 17：招行零售户均 AUM 位列第一....23
图 18：招行零售 AUM 增长韧性更强（亿元）....23
图 19：高质量客户铸就了招行显著的负债端优势....24
图 20：个人贷款/总贷款....26
图 21：个人贷款增速....26
图 22：个人住房贷款增速 26
图 23：信用卡贷款增速....26
图 24：个人贷款中信用卡贷款占比....27
图 25：信用卡贷款不良率（%）....27
图 26：招行零售端呈现低风险偏好，低不良特征....28
图 27：个人贷款增速（同比）贡献拆分 29
图 28：房地产销售市场边际有所改善....29
图 29：招商银行各类贷款不良生成率 30
图 30：各项基金保有规模前十（2024 年上半年）....32

图 31：招商银行手续费及佣金收入结构（2024Q1~3，亿元）.....32
图 32：手续费净收入/营业收入(TTM).....33
图 33：国股行各项中收业务营收贡献对比（2024H1）.....33
图 34：招商对公贷款收益率低，但对公综合收益高.....35
图 35：招商银行 FPA 增速及结构.....35
图 36：战略客户对公存款贡献度.....35
图 37：战略客户对公贷款贡献度.....35
图 38：招商银行金融科技布局.....38
图 39：主要国股行科技投入规模对比.....39
图 40：手机银行 App 用户数&MAU（万户，2023A）.....40
图 41：招商银行 ROE 领先同业.....41
图 42：招商银行 ROA 领先同业.....41
图 43：招商银行净息差远高于同业.....45
图 44：招商银行生息资产收益率相对偏低.....45
图 45：高净息差主要来自低负债成本.....45
图 46：招行存款量价结构在上市银行中独树一帜.....45
图 47：招商银行对公业务存款派生能力强.....45
图 48：招商银行手续费及佣金收入结构（2024Q1~3，亿元）.....49
图 49：招商零售不良新生成仍承压.....53
图 50：A 股上市银行 PB 估值与 ROE.....55
图 51：超额拨备回拨后 PB-ROE.....55
图 52：招商银行资本监管指标.....56
图 53：招商银行资本内生能力 VS 加权风险资产增速.....56
图 54：内生资本能力 VS 核心一级安全垫（24Q3，%）.....57
图 55：内生资本能力 VS 核心一级安全垫（24Q3，%），增速以贷款替代 RWA.....57
图 56：股息率 VS 核心一级安全垫（23Q3，%）.....58
图 57：资本内生能力 VS 资本安全边际（%）.....58
图 58：资本内生能力 VS 资本安全边际（%），增速以贷款替代 RWA.....59
图 59：招商银行 PB Band（元/股）.....62
图 60：A 股上市银行 PB 估值与 ROE.....62

图 61：PB-ROE（招商银行 VS 系统性重要银行）.....63

表 1：招商银行前十大股东结构（截至 2024/9/30）.....12
表 2：招商银行现任董事会成员.....13
表 3：招商银行现任高管团队履历.....14
表 4：招商银行历次转型梳理.....18
表 5：主要国股行基础零售相关数据（2024/6/30）.....24
表 6：股份行零售贷款结构一览.....27
表 7：招商银行零售资产质量优异.....28
表 8：招商银行各项手续费收入增速及营收贡献.....33
表 9：股份行对公贷款结构对比（2024H1）.....36
表 10：招商银行贷款增量结构.....36
表 11：目前银行系金融科技子公司布局.....39
表 12：累计 ROE 拆分横向对比：低负债成本、高中收贡献、低信用成本.....42
表 13：累计 ROE 拆分纵向对比：其他非息高增，管理费用改善.....42
表 14：招商银行长期保持 ROE 总量及结构的相对优势.....43
表 15：国股行生息资产定价及结构对比（2024H1）.....46
表 16：生息资产结构及定价对比-招商 VS 股份行.....46
表 17：国股行计息负债成本及结构对比（2024H1）.....47
表 18：计息负债结构及成本对比-招商 VS 股份行.....48
表 19：招商银行各项手续费收入增速及营收贡献.....49
表 20：国股行核心资产质量指标对比（2024Q1~3）.....50
表 21：国股行核心资产质量指标对比（2024H1）.....51
表 22：招商银行核心资产质量指标变化.....51
表 23：核心资产质量指标（招商-股份行）.....52
表 24：对公、零售贷款不良率明细（2024H1，%）.....52
表 25：招商银行对公、零售贷款不良率明细（%）.....53
表 26：上市银行广义超额拨备水平.....54
表 27：招商银行关键指标预测表.....61
附：财务预测表.....64

一、序章：青衿之志，履践致远

招商银行于 1987 年成立于深圳蛇口，由招商局创建，是境内第一家由企业创办并完全由企业法人持股的商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。成立以来，招商银行持续在变革中寻求发展，在错位发展中做优做强，经营模式锚定“增量—增收—增效—增值”的价值创造链，坚持“质量为本，效益优先，规模适度，结构合理”的发展理念，逐步造就了高质量可持续的财务经营能力，ROE 领先同业，盈利水平与盈利结构双优，成长为国内优秀商业银行的标杆，并向世界一流商业银行愿景迈进。

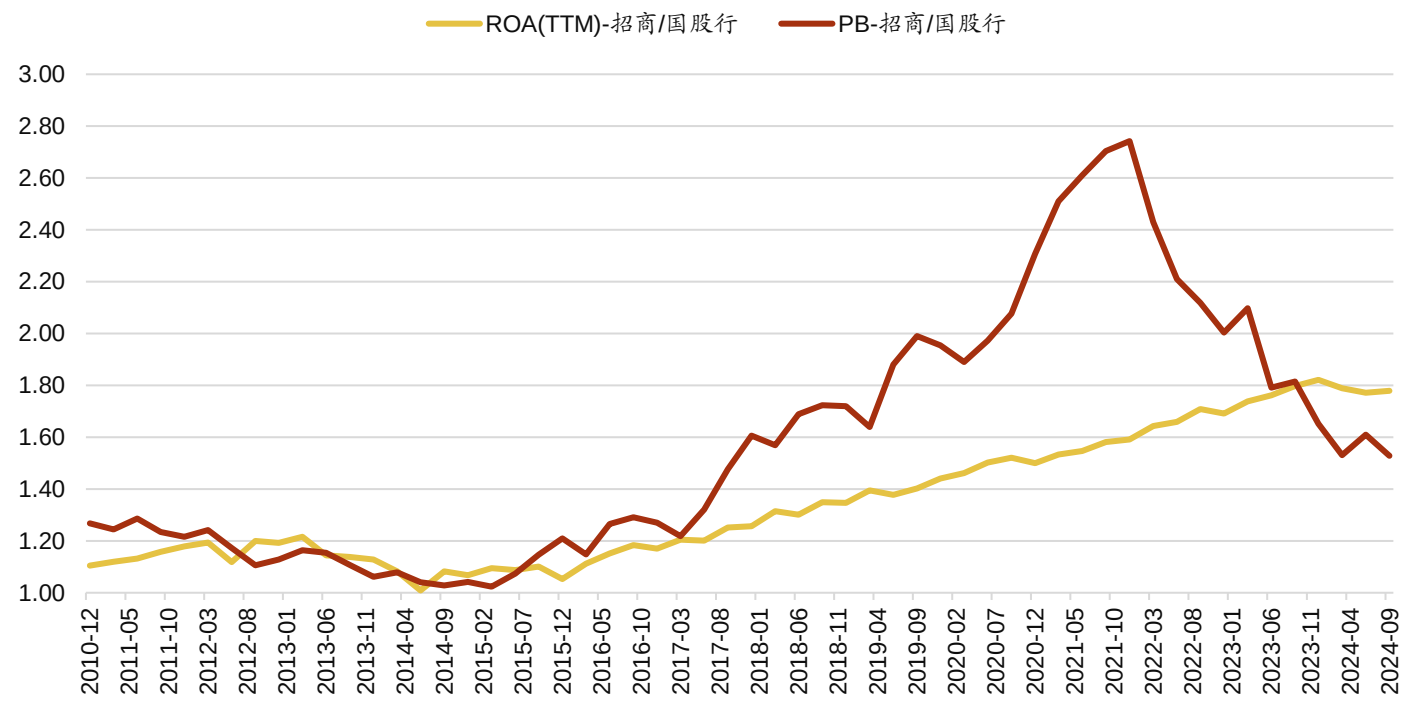
宏观上，银行是经济的信用扩张器，行业景气度与宏观经济共振。微观上，银行高杠杆经营模式内生高风险承担，战略和管理尤为重要。公司治理机制决定战略选择和执行定力，战略方向决定价值深度，管理执行决定价值实现。经济增长速度和质量决定银行业的 Beta，公司治理机制与管理层战略选择和执行决定微观银行的 Alpha。优质银行的估值溢价财务上看是负债、中收或风控带来的高质量 ROE，背后本质其实是机制和管理层溢价。**招商银行能够在经营高度同质化的商业银行中脱颖而出，走出特色化、差异化的道路，既是早期战略方向选择的偶然，也是大股东与管理层良性互动机制下的战略执行定力的必然。**

当前招商银行 ROA 是上市国股行的 1.78 倍，ROE 是上市国股行 1.49 倍，依旧处于历史相对高位。但近两年，招行估值溢价收敛，高峰时招商银行 PB 是上市国股行 2.74 倍，现在是 1.52 倍。可以看出不管是绝对还是相对 ROA 和 ROE，**招商银行的基本面依旧优异，但估值溢价已明显收敛（见图 1）。**

估值收敛更多是宏观经济和资本市场风格导致。招商银行的核心优势在于负债和中收，而负债中收的优势兑现需要宏观经济和资本市场活跃度。2021 年上半年是招商银行估值溢价的高点，当时也是宏观经济活跃度的阶段性高点。2021 年下半年-2023 年底，名义经济增长下行，地产偏弱，资本市场低迷，中收优势兑现受限，存款定期化使得负债成本优势产生约束，导致招行基本面的相对优势未继续扩大，前期高点时的估值溢价未能兑现，相对估值收敛也能理解。进入 2024 年，随着招商银行估值调整到位，股息率也进入行业前列，实体宏观经济和资本市场政策有所加力，招行相对估值开始进入稳定期。2024 年招商银行 A 股涨幅 56%，跑赢行业和市场。

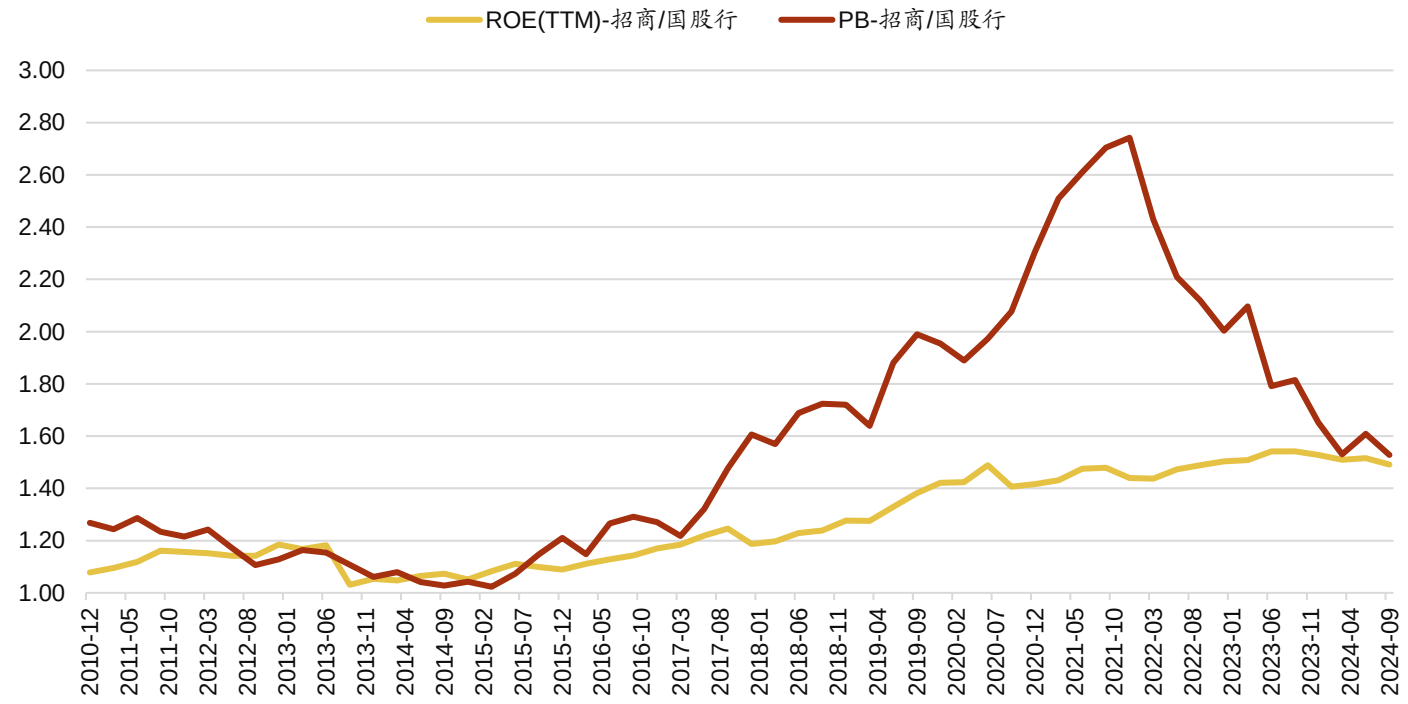
当前招商银行股息率位于行业前列，内生资本能力强，分红能力可持续，红利配置价值高。目前招行最新 ROE 为 14.49%，PB 估值 0.95 倍，估值为行业最高，但“招行 PB/银行业平均 PB”和“招行 ROA/银行 ROA”大体相当，并未体现招行 ROA 高质量结构优势（见报告第五部分）的溢价。展望 2025，我们认为得益于公司管理层战略上坚守和战术上的革新，招商银行资产负债表堡垒依旧，继续领先，随着政策推动宏观经济和资本市场活力回升，招商银行基本面相对优势会再次扩张，估值溢价也终将回归。

图 1：招商银行 ROA(TTM)/国股行 ROA(TTM) VS 招商银行 PB/国股行 PB



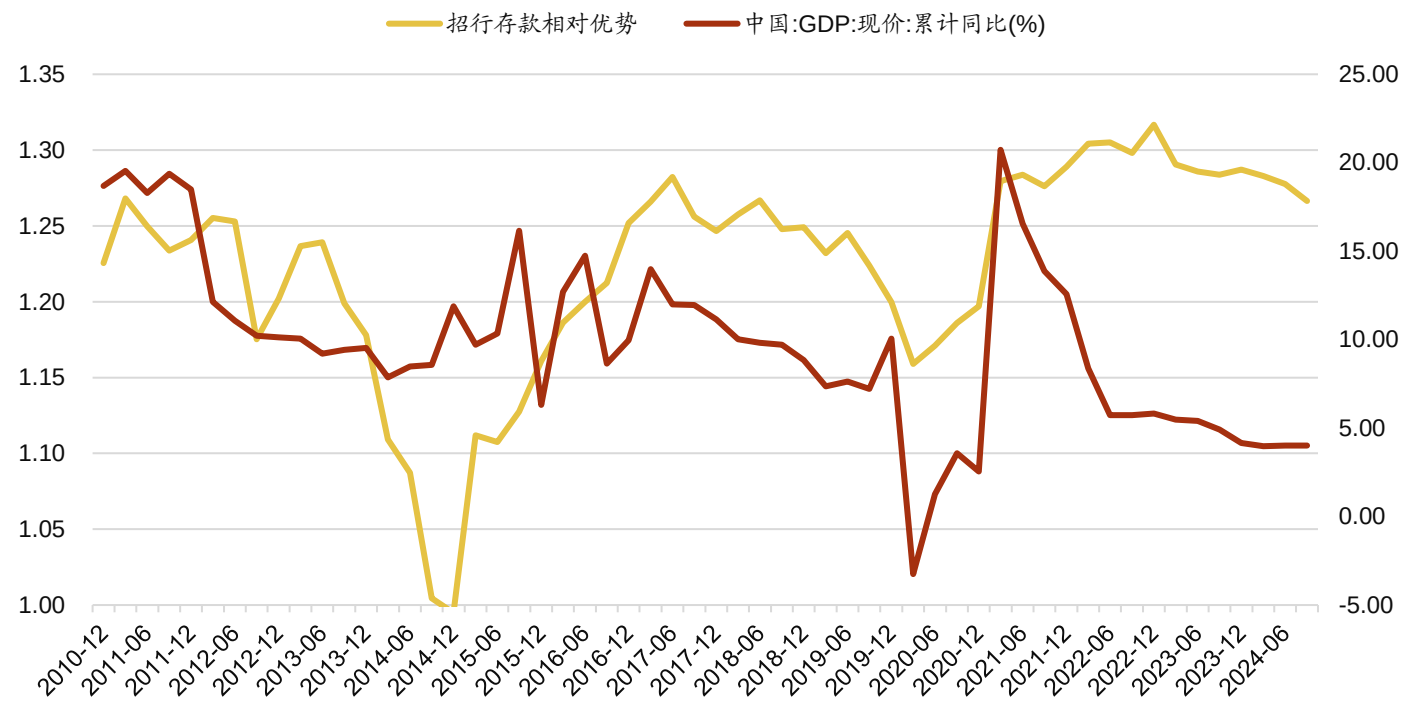
资料来源：Wind，招商证券

图 2：招商银行 ROE(TTM)/国股行 ROE(TTM) VS 招商银行 PB/国股行 PB



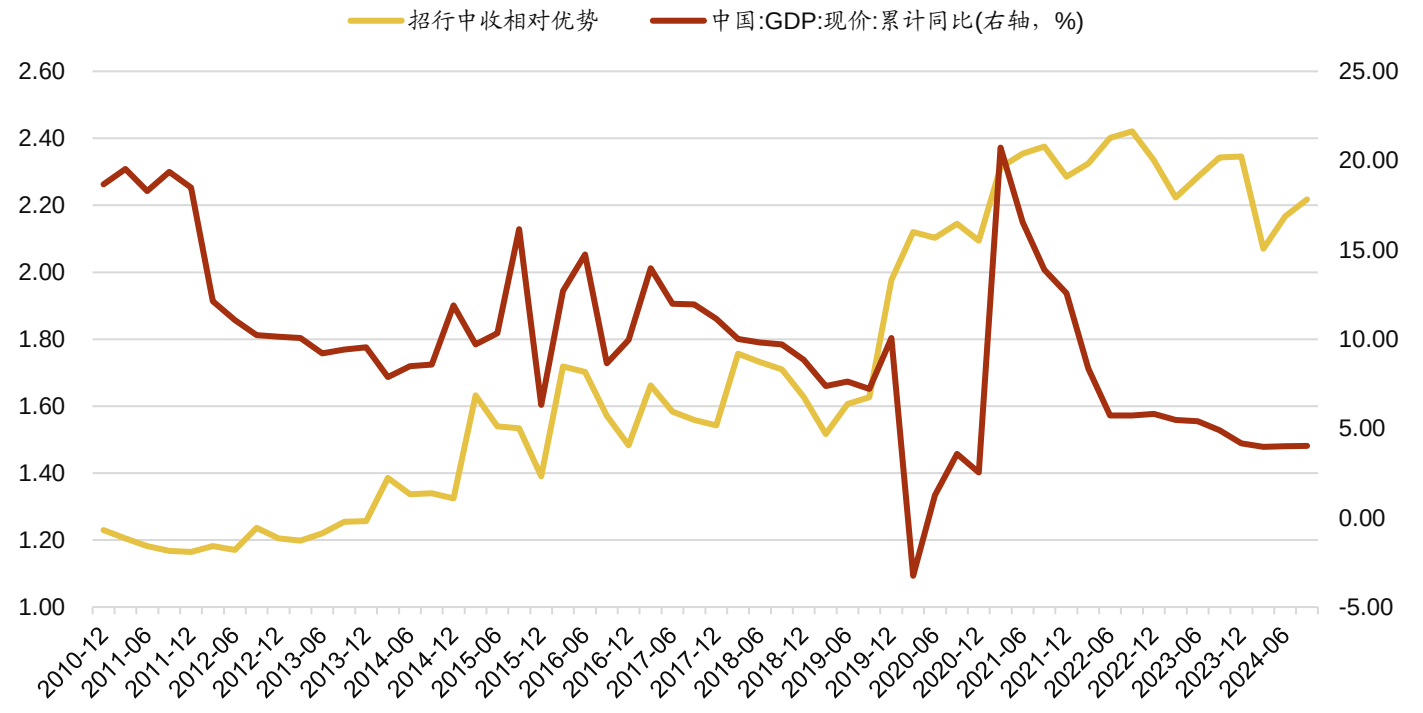
资料来源：Wind，招商证券

图 3：招商银行相对国股行存款优势 VS 名义 GDP 增速



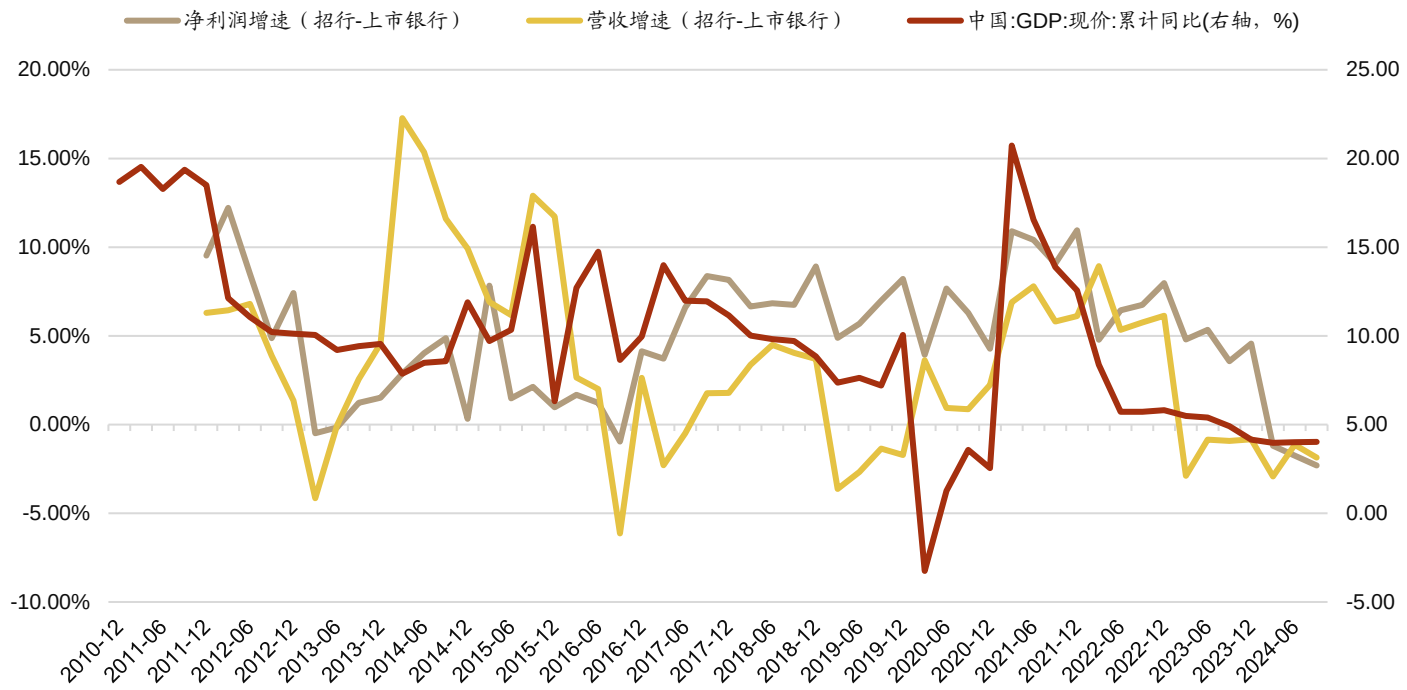
资料来源：Wind，招商证券

图 4：招商银行相对国股行中收优势 VS 名义 GDP 增速



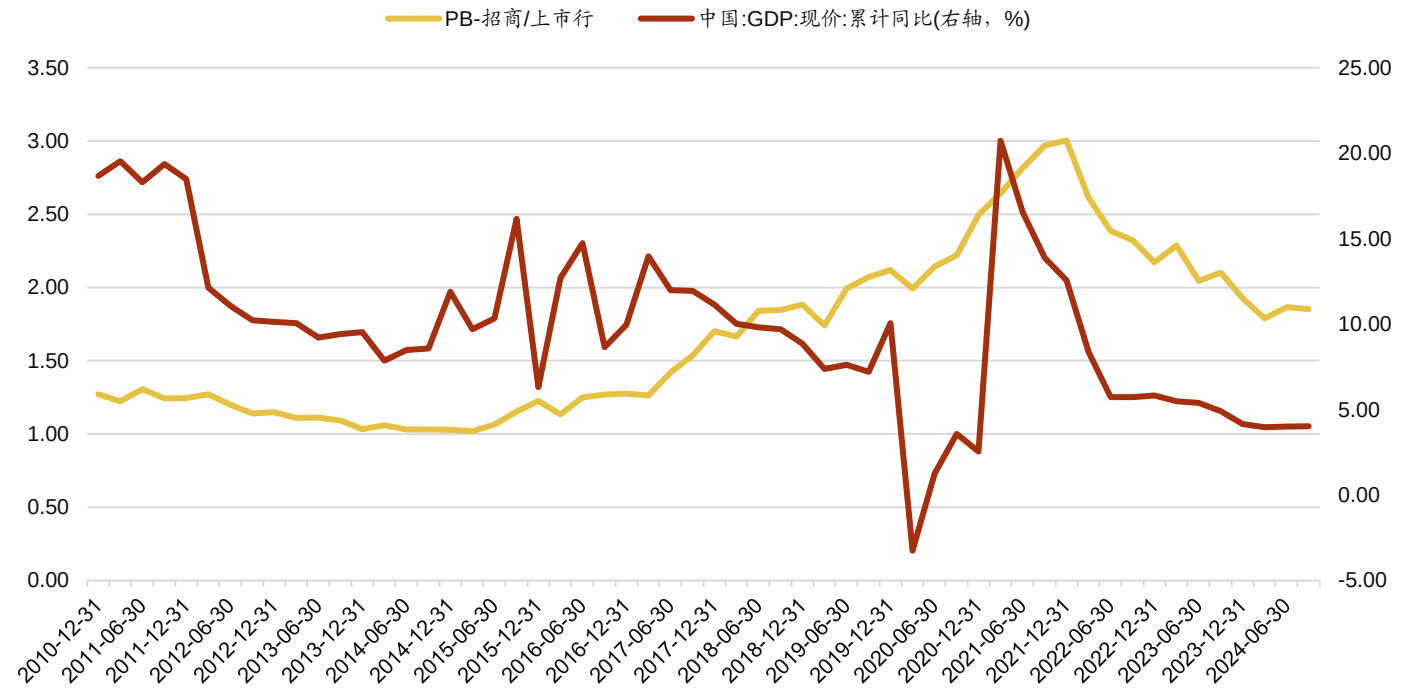
资料来源：Wind，招商证券

图 5：招商银行相对上市银行净利润、营收增速优势 VS 名义 GDP 增速



资料来源：Wind，招商证券

图 6：招商银行 PB/上市银行 PB VS 名义 GDP 增速



资料来源：Wind，招商证券

图 7：招商银行股价/上市银行股价 VS Wind 全 A 股价

资料来源：Wind，招商证券

二、公司治理：稳定的股东结构，良性互动的坚守

1、大股东与实控权：股东结构长期稳定

截至 2024 年 9 月 30 日，招商银行前十大股东合计持股比例为 65.2%，其中第一大股东招商局集团通过子公司招商轮船有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司、招商局金融控股有限公司、深圳市楚源投资发展有限公司间接持有招行 A 股比例为 26.3%，这一比例自 2016 年至今已延续 8 年。**上市以来远洋集团一直为招商银行的第二大股东。**上市至今，招商银行年报披露无控股股东和实际控制人。**创立伊始，招商局集团一直为招商银行的第一大股东，作为创始股东，招商局在董事会层面给予招商银行战略护航，执行层面充分尊重招商银行市场化和专业化经营选择。**2020 年 9 月缪董事长上任，在 2021 年 3 月业绩发布会时便强调“招行将坚持战略不动摇，一张蓝图绘到底”，彰显了招商局集团对招商银行长期战略的坚守和护航。

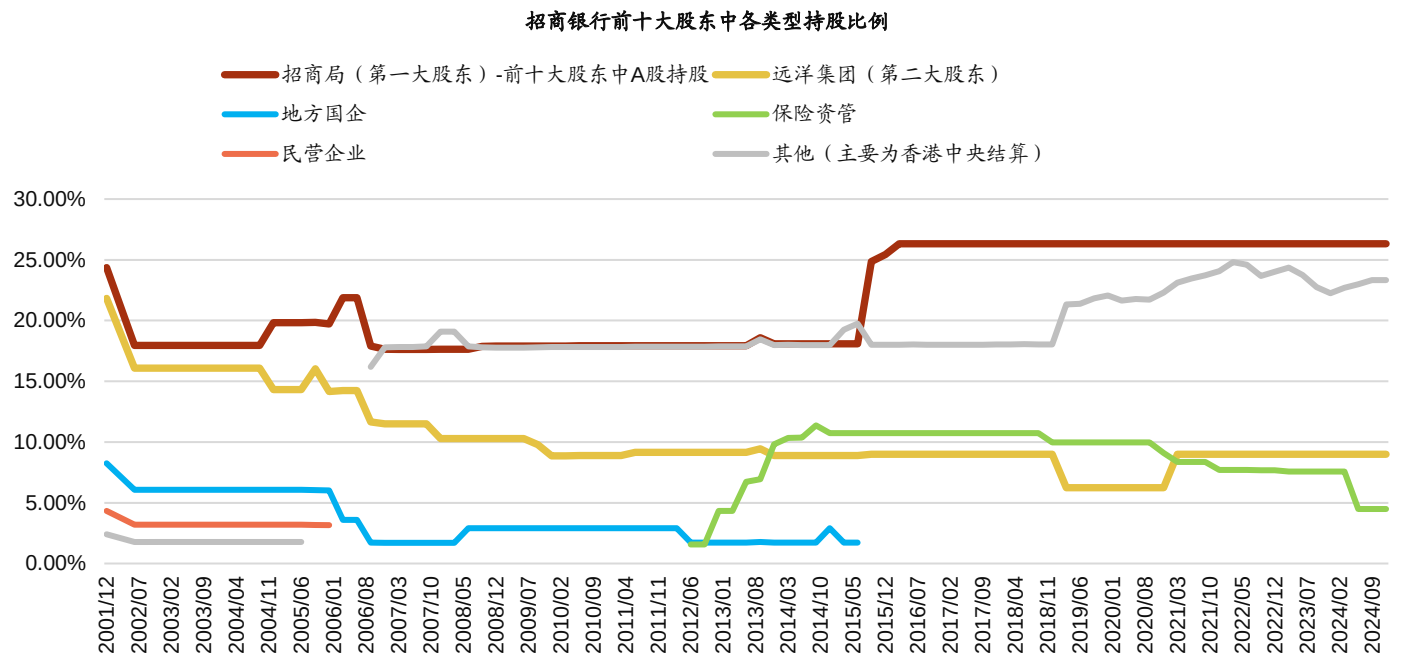
目前招行董事会成员中，董事长缪建民先生为 2020 年 9 月开始任职，兼任招商局集团有限公司董事长；副董事长石岱女士于 2024 年 8 月起开始任职，兼任招商局集团有限公司董事、总经理。**董事长和副董事长均为非执行董事，**除此之外，董事会中其他 6 位非执行董事中，有三位来自第一大股东招商局，三位来自第二大股东中国远洋集团。**三位执行董事**分别为招商银行行长王良先生，党委副书记钟德胜先生以及副行长朱江涛先生。

表 1：招商银行前十大股东结构（截至 2024/9/30）

	股东名称	穿透后股东	持股比例	股本性质	股东性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司		18.1%	流通 H 股	境外法人
2	**招商局轮船有限公司**	**招商局集团**	**13.0%**	**流通 A 股**	**国有法人**
3	中国远洋运输有限公司	中国远洋海运集团	6.2%	流通 A 股	国有法人
4	香港中央结算有限公司		5.3%	流通 A 股	境外法人
5	**深圳市晏清投资发展有限公司**	**招商局集团**	**5.0%**	**流通 A 股**	**国有法人**
6	**招商局金融控股有限公司**	**招商局集团**	**4.6%**	**流通 A 股**	**国有法人**
7	和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品		4.5%	流通 A 股	其他
8	**深圳市楚源投资发展有限公司**	**招商局集团**	**3.7%**	**流通 A 股**	**国有法人**
9	中远海运(广州)有限公司	中国远洋海运集团	2.8%	流通 A 股	国有法人
10	中国证券金融股份有限公司		2.1%	流通 A 股	国有法人
	前十大股东合计持股比例	**65.2%**			
	招商局集团前十大股东中合计持有 A 股比例	**26.3%**			

资料来源：Wind，招商证券

图 8：招商局对招商银行持股比例长期保持在 30%以内



资料来源：Wind，招商证券

表 2：招商银行现任董事会成员

姓名	性别	出生年月	职务	任职日期	简历
缪建民	男	1965.1	董事长、非执行董事	2020/9/24	现任招商银行董事长、非执行董事，中国共产党第十九届、二十届中央委员会候补委员，**招商局集团有限公司董事长**。中央财经大学经济学博士，高级经济师。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，曾兼任中国人民财产保险股份有限公司董事长，中国人保资产管理有限公司董事长，中国人民健康保险股份有限公司董事长，中国人民保险（香港）有限公司董事长，人保资本投资管理有限公司董事长，中国人民养老保险有限责任公司董事长，中国人民人寿保险股份有限公司董事长。
石岱	女	1967.9	副董事长、非执行董事	2024/8/27	**现任招商局集团有限公司董事、总经理，招商银行非执行董事。**曾任中国中化集团公司副总经理，中华全国总工会副主席，中华全国妇女联合会副主席（兼），宁夏回族自治区党委常委、组织部部长，自治区党校（宁夏行政学院）校（院）长。
王良	男	1965.12	执行董事	2019/8/25	**现任招商银行党委书记、执行董事、行长。**中国人民大学经济学硕士，高级经济师。1995 年 6 月加入招行，历任招行北京分行行长助理、副行长、行长，2012 年 6 月起历任招行行长助理、副行长、常务副行长，2022 年 5 月起任招行党委书记，2022 年 6 月起任招行行长。兼任招行香港上市相关事宜之授权代表、招银国际金融控股有限公司董事长、招银国际金融有限公司董事长、招商永隆银行董事长、招联消费金融有限公司副董事长、招商局金融控股有限公司董事、中国银行业协会中间业务专业委员会第四届主任、中国金融会计学会第六届常务理事、广东省第十四届人大代表。
朱江涛	男	1972.12	执行董事	2023/8/17	**现任招商银行执行董事、副行长。**经济学硕士，高级经济师。2003 年 1 月加入招行，2007 年 12 月至 2020 年 7 月历任招行广州分行行长助理、副行长，重庆分行行长，招行信用风险管理部总经理，风险管理部总经理，2020 年 7 月至 2024 年 5 月任招行首席风险官，2021 年 9 月起任招行副行长。
钟德胜	男	1967.7	执行董事	2024/12/6	**现任招商银行党委副书记、执行董事、首席风险官。**经济学硕士、高级经济师。1993 年 7 月加入本行，2005 年 7 月至 2021 年 10 月历任本行武汉分行行长助理、副行长，本行国际业务部总经理，本行贸易金融部总经理，本行离岸金融中心总经理，本行广州分行行长，本行公司金融总部总裁兼战略客户部总经理、本行行长助理，2023 年 10 月起任本行副行长，2024 年 12 月起兼任本行首席风险官。兼任招银金融租赁有限公司董事长。
张健	男	1964.1	非执行董事	2016/11/21	**现任招商局集团有限公司首席数字官、数字化中心主任，招商局金融控股有限公司副总经理，招商局金融集团有限公司董事。**兼任招商证券股份有限公司（上海证券交易所和香港联交所上市公司）非执行董事、招商局融资租赁有限公司董事长、招商局资本投资有限责任公司副董事长。曾任招商局集团有限公司金融事业部部长，招商局金融集团有限公司副总经理，招商局金融事业群/平台执行委员会副主任（常务），招商局仁和人寿保险股份有限公司董事，招商局中国基金有限公司（香港联交所上市公司）非执行董事兼董事会主席。
刘辉	女	1970.5	非执行董事	2024/6/25	**现任招商局金融控股有限公司总经理。**曾任招商银行总行计划财务部副总经理，市场风险管理部总经理，全面风险管理办公室副总经理兼总行市场风险管理部总经理，资产负债管理部总经理兼投资管理部总经理，投行与金融市场总部总裁兼总行资产管理部总经理，招商银行行长助理，招银理财有限责任公司董事长，招商基金管理有限公司董事长，招商信诺人寿保险有限公司董事长，招商信诺资产管理有限公司董事长，招商局金融事业群／平台执行委员会副主任（常务），深圳市招商平安资产管理有限责任公司总经理。
朱立伟	男	1971.8	非执行董事	2024/6/25	**现任招商局金融控股有限公司副总经理，**兼任深圳市银通前海金融资产交易中心有限公司董事长，招商永隆保险有限公司董事局主席，招商海达保险顾问有限公司董事长，招商证券股份有限公司（上海证券交易所和香港联合交易所有限公司上市公司）监事。曾任联想集团有限公司财务部助理总监，普华永道会计师事务所绩效变革部高级经理，招商局金融集团有限公司总经理助理，副总经理，招商局金融事业群／平台执行委员会执行委员（常务），招商证券股份有限公司董事。
孙云飞	男	1965.8	非执行董事	2019/6/27	**现任中国远洋海运集团有限公司副总经理、总会计师。**曾任沪东造船厂经济计划统计处副处长、规划计划部主任、副总会计师，沪东造船（集团）有限公司总会计师，沪东中华造船（集团）有限公司董事、财务总监，中国船舶工业集团公司副总会计师、总会计师，中国船舶工业集团有限公司副总经理等职。
陈冬	男	1974.12	非执行董事	2022/6/29	**现任中国远洋海运集团有限公司财务管理本部总经理。**兼任中远海运特种运输股份有限公司（上海证券交易所上市公司）、中远海运国际（香港）有限公司（香港联交所上市公司）和中远海运港口有限公司（香港联交所上市公司）董事。曾任中海发展股份有限公司油轮公司财会部主任助理、副总经理，中国海运（集团）总公司企管部风险控制中心副主任、计财部风险控制处副处长、财务处副处长、财务金融部财税管理室高级经理、财务金融部总经理助理、副总经理，中国远洋海运集团有限公司财务管理本部副总经理等职。
黄坚	男	1969.8	非执行董事	2023/6/27	**现任中国远洋海运集团有限公司资本运营本部总经理，**兼任中远海运财产保险自保有限公司董事，览海医疗产业投资股份有限公司（全国中小企业股份转让系统挂牌）董事，中远海运发展股份有限公司（上海证券交易所及香港联交所上市公司）董事，招商证券股份有限公司（上海证券交易所及香港联交所上市公司）董事。曾任中国远洋海运集团有限公司资本运营本部副总经理（主持工作），中远海运科技股份有限公司（深圳证券交易所上市公司）董事，上海农村商业银行股份有限公司（上海证券交易所上市公司）董事。

资料来源：Wind，招商证券

2、董事会与管理层：良性互动的坚守

自成立以来，招商银行始终坚持“董事会领导下的行长负责制”，市场化和专业化的公司治理结构是招行的一大优势。董事会前瞻的战略引领，管理层高效的战略执行、严格的风控体系、与时俱进的科技创新，共同造就了今日招行。

“董事会领导”与“行长负责制”良性互动。“董事会领导”即董事会并非甩手掌柜，其主要着眼于抓好战略引领、风险管理和激励约束：战略引领层面，董事会保持战略的前瞻性、并监督确保管理层对于战略的执行和执行的连续性；风险管理层面，扮演踩刹车的制衡角色，避免银行经营中出现风控为规模让步、放松风险认定标准等短视行为；激励约束方面，包括对科创的投入、员工市场化薪酬激励等都需要董事会的有效引导。**“行长负责制”即招商银行董事会对管理层授权开展银行日常经营管理，并且给予管理层充分的信任，行长在经营工作中承担了主要的领导责任**，管理层一方面需要做到敬业有担当，对股东负责；另一方面需要做到合规不越权，建立完善的逐层议事和授权体系，重大事项及时向董事会汇报沟通。自成立以来，招商银行管理层拥有较高的日常经营自主权，持续保持着市场敏锐度和专业执行力。

现任高管团队中，董事长缪建民亦为招商局集团董事长，纪委书记赵卫朋也是成长于招商局集团，其余包括王良行长在内的高管团队成员均成长于招商银行基层分行或子公司的金融人才，具备丰富的金融行业从业经验，这一领导班子的配置也体现了招商银行一直以来秉持的“董事会领导”与“行长负责制”原则。

表 3：招商银行现任高管团队履历

姓名	职务	出生年月	上任时间	履历
缪建民	董事长	1965.1	2020 年 9 月	现任招商银行董事长、非执行董事，中国共产党第十九届、二十届中央委员会候补委员，**招商局集团有限公司董事长**。中央财经大学经济学博士，高级经济师。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，曾兼任中国人民财产保险股份有限公司董事长，中国人保资产管理有限公司董事长，中国人民健康保险股份有限公司董事长，中国人民保险（香港）有限公司董事长，人保资本投资管理有限公司董事长，中国人民养老保险有限责任公司董事长，中国人民人寿保险股份有限公司董事长。
王良	党委书记、行长	1965.12	2022 年 6 月	现任招商银行党委书记、执行董事、行长。中国人民大学经济学硕士，高级经济师。1995 年 6 月加入招行，历任招行北京分行行长助理、副行长、行长，2012 年 6 月起历任招行行长助理、副行长、常务副行长，2022 年 5 月起任招行党委书记，2022 年 6 月起任招行行长。兼任招行香港上市相关事宜之授权代表、招银国际金融控股有限公司董事长、招银国际金融有限公司董事长、招商永隆银行董事长、招联消费金融有限公司副董事长、招商局金融控股有限公司董事、中国银行业协会中间业务专业委员会第四届主任、中国金融会计学会第六届常务理事、广东省第十四届人大代表。
钟德胜	党委副书记、首席风险官	1967.7	2024 年 12 月	现任招商银行党委副书记、执行董事、首席风险官。经济学硕士、高级经济师。1993 年 7 月加入招商银行，2005 年 7 月至 2021 年 10 月历任招行武汉分行行长助理、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，招行广州分行行长，招行公司金融总部总裁兼战略客户部总经理、行长助理，2023 年 10 月起任招行副行长，2024 年 12 月起兼任招行首席风险官。兼任招银金融租赁有限公司董事长。
赵卫朋	纪委书记	1972.3	2023 年 8 月	现任招商银行纪委书记。管理学硕士，高级会计师，注册会计师。历任招商局船务财务部经理，香港明华船务计划财务部经理，招商局漳州开发区有限公司财务总监、副总经理、纪委书记、党委副书记，漳州招商局经济技术开发区纪委书记、党委副书记、管委会常务副主任，招商局太平湾开发投资有限公司党委书记、总经理，招商局集团有限公司财务部（产权部）副部长（部长级），招商局集团财务有限公司党委书记、总经理。
朱江涛	副行长	1972.12	2021 年 9 月	现任招商银行执行董事、副行长。经济学硕士，高级经济师。2003 年 1 月加入招行，2007 年 12 月至 2020 年 7 月历任招行广州分行行长助理、副行长，重庆分行行长，招行信用风险管理部总经理，风险管理部总经理，2020 年 7 月至 2024 年 5 月任招行首席风险官，2021 年 9 月起任招行副行长。
王小青	副行长	1971.10	2023 年 7 月	现任招商银行副行长兼招商基金管理有限公司董事长、招商信诺人寿保险有限公司董事长、招商信诺资产管理有限公司董事长。复旦大学经济学博士。2007 年 8 月至 2020 年 3 月在中国人保资产管理有限公司工作，曾任总裁助理、副总裁，党委委员、党委副书记，投委会主任委员等职。2020 年 3 月加入招商银行体系，历任招商基金管理有限公司党委书记、总经理、董事长等职。2021 年 9 月起兼任招商信诺人寿保险有限公司董事长。2021 年 10 月起任招行行长助理兼招商基金及招商信诺董事长。2021 年 11 月起兼任招商信诺资管董事长。2023 年 2 月-2024 年 10 月兼任招行深圳分行行长。2023 年 7 月起任招行副行长。

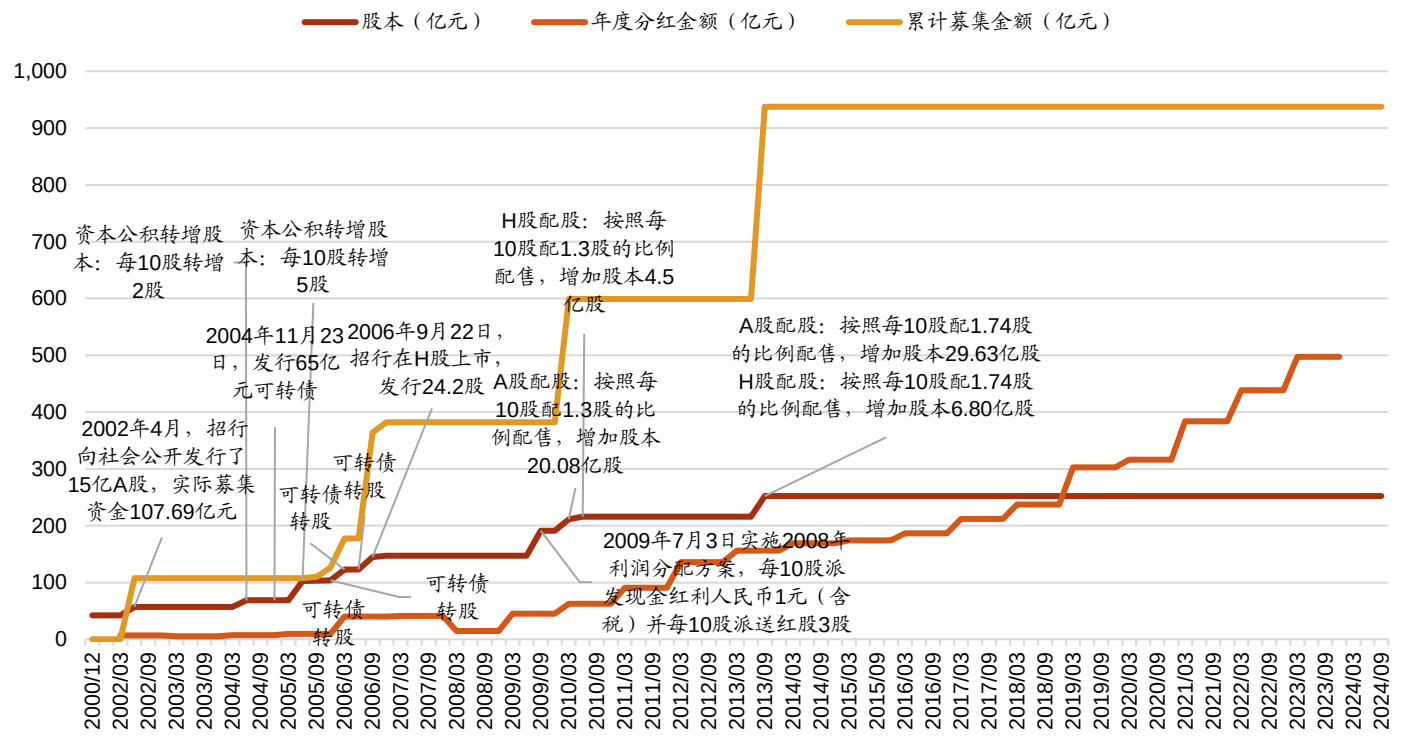
王颖	副行长	1972.11	2023 年 11 月	现任招商银行副行长，南京大学政治经济学专业硕士，经济师。1997 年 1 月加入招行，历任北京分行行长助理、副行长，天津分行行长，深圳分行行长，招行行长助理。2023 年 11 月起任招行副行长。
彭家文	副行长、财务负责人、董事会秘书	1969.5	2023 年 2 月	现任招商银行副行长兼财务负责人、董事会秘书。中南财经大学国民经济计划专业本科学历，高级经济师。2001 年 9 月加入招行，历任总行计划财务部总经理助理、副总经理，总行零售综合管理部副总经理、总经理，总行零售金融总部副总经理、副总裁、副总裁兼总行零售信贷部总经理，郑州分行行长，总行资产负债管理部总经理，招行行长助理，2023 年 11 月起任招行副行长，兼任财务负责人、董事会秘书。
雷财华	行长助理（即将升任副行长）	1974.9	2023-11-24	现任招商银行行长助理，华中科技大学投资经济专业学士，中南财经政法大学国民经济学专业硕士，经济师。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、总行公司金融产品部总经理、总行战略客户部总经理、总行小企业金融部总经理、重庆分行行长、拓扑银行筹备组组长、上海分行行长，2023 年 11 月起任招行行长助理。兼任上海分行行长。
徐明杰	行长助理（即将升任副行长）	1968.9	2023 年 11 月	现任招商银行行长助理。西安交通大学工学学士，上海对外经贸大学经济学学士，特许公认会计师。1995 年 9 月加入招行，历任总行公司金融产品部总经理助理、总行投资银行部总经理助理、总行投资银行部副总经理、总行授信执行部总经理、总行风险管理部总经理，2023 年 11 月起任招行行长助理。兼任北京分行行长。

资料来源：招商银行官网，招商证券

3、股权融资和分红历史

2000 年至今，招商银行共经历了 8 次扩股增资，而**最近一次扩股增资为 2013 年配股**，后股本一直保持 252 亿不变，累计股权融资额 938 亿元。在轻型化运营下，招行内生资本补充能力不断增强，年度分红金额稳步提升，截至 2023 年，招商银行累计分红金额已达 3533 亿元，为累计融资额的 4 倍。

图 9：招商银行扩股增资复盘、历史分红以及累计融资金额



资料来源：Wind，招商证券

三、战略历程：“致广大而尽精微”的战略坚守

1987 年成立至今，38 年时间，招商银行历经 4 任行长，**平均任职期限超 10 年，这在整个中国银行业是比较少有的，稳定管理层是招行多年以来战略持续性的基础。**

战略层面，从招商银行成立，到“一次转型”、“二次转型”、“轻型银行”，再到“价值银行”，招商银行发展战略经过四次转型，但**大的方向始终一脉相承，持之以恒，久久为功，真正做到了“致广大而尽精微”**，如此战略坚守下，招商银行近 10 年 ROE 水平始终保持在上市银行第一梯队，实现了穿越周期。**具体来看，我们可以将招行整个发展历程分为五个阶段：**

（1）第一阶段（1987 年-2003 年）：自主经营，创新基因

招商银行作为我国境内第一家由企业创办的自主经营、独立核算、自负盈亏的银行，承载着中国改革开放的“蛇口基因”，其诞生本身就是一种创新。成立之初，招行按照市场化的原则，实行“董事会领导下的行长负责制”，并在业内开创了“六能机制”的先河。

招行最初的零售基因是“一卡通”，这为其日后零售业绩的腾飞、私人银行初始高净值客户的积累奠定了深厚的基础。在上世纪 90 年代，国内多数银行尚未联网，要实现全国范围内的通存通兑几乎不可能。1995 年，王世祯行长带领招行推出“一卡通”，被誉为境内银行卡发展史的重要里程碑。1998 年，“一网通”的推出，网络化有效弥补了物理网点不足的劣势，节约了大量成本。

（2）第二阶段（2004 年-2009 年）：一次转型，零售先行

招商银行于 2002 年 4 月 9 日在 A 股上市，上市一年后，2003 年 8 月 26 日，招商银行董事会提出发行不超过 100 亿元、期限为 5 年的可转换债券，以补充资本金，与机构投资者沟通后，可转债发行规模下调至 65 亿元。此次可转债发行历程让招商银行管理层深刻认识到，要探索一条低资本占用的内涵式发展道路。

此时招行“两卡一网”（一卡通、信用卡、一网通）已在市场上小有名气，优质服务逐渐获得市场美誉，招牌产品“金葵花理财”也已推出，招行零售端的品牌影响力加速巩固和提升，零售禀赋已逐步显现。于是，2004 年 8 月，在全行个人银行业务座谈会（南昌会议）上，时任行长马蔚华发表了题为《把零售银行业务作为未来发展重中之重》的讲话，**提出“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”的转型方向，招行“一次转型”正式开启。**此时国内商业银行还是普遍深耕对公业务，招行率先将零售银行业务作为发展的战略重点，逐步开始推进零售银行业务管理体制和组织架构改革，占据了战略先行优势。

（3）第三阶段（2009 年-2013 年）：二次转型，集约之路

2009 年，国际金融危机的影响余波未了，国内仍面临消费基础偏弱、经济内生增长动力不足、产能过剩等困境，随着需求走弱，金融同业竞争也日益加剧，资产收益率下行，息差大幅收窄，且零售业务本身需要耗费更高的经营成本，在互联网金融还在起步阶段的彼时，无疑进一步加剧了招行成本管控压力，**招商银行**

遭遇上市以来首次利润负增长，成本收入比居高不下、贷款价格低于同业、经营效能低于同业等问题日益凸显。多重压力下，2009 年 7 月，招行年中工作会议提出“二次转型”，即由外延粗放式发展向内涵集约式发展转型，目标是降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控。

如果说一次转型定调了零售业务为招行长期深耕的大方向，那么二次转型则是将精细化管理，集约化经营基因刻入招行。二次转型后，招行经营状况明显好转，贷款风险定价水平有效提升，成本收入比平稳下降，风险水平得到有效控制，资本回报水平显著提高。

（4）第四阶段（2014 年-2021 年）：轻型银行，一体两翼

2014 年，面对宏观经济增速换档、利率市场化、融资脱媒、互联网金融冲击的四重挑战，招商银行因势而变，推行“一体两翼”战略，以零售金融为主体，公司金融和同业金融为两翼，打造“轻型银行”，具体体现为“轻的资产、轻的经营模式、轻的管理方式和轻的商业文化”这一思路与二次转型的集约化经营理念一脉相承。**2014 年至今，伴随着互联网金融的高速发展和国内外经济金融环境快速变化，公司“轻型银行”战略稳步推进同时也在逐步优化更新。**

“轻型银行”战略上半程，招行重点建设以零售金融为主体、公司金融和同业金融为两翼的“一体两翼”业务体系，辅以对数字化转型的探索，**顺利实现从依赖重资本、顺周期的 1.0 模式向轻资本、轻运营、轻管理、轻文化 2.0 模式的跨越，以有限资产负债撬动更大体量业务。**

2018 年，随着人工智能、大数据、云计算、区块链等各项新技术快速发展，科技对金融的赋能已不仅局限于渠道变革，而是延伸至获客、运营、风控等前中后台全流程，实现对业务全面赋能甚至是驱动业务模式创新。基于上半场对数字化时代经营的探索，招行意识到“唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的是科技”。基于此，**招行开始探索数字化时代的 3.0 模式，大力开展金融科技银行建设，将增设的“金融科技创新项目基金”额度由“上年税前利润的 1%”提升至“上年营业收入的 1%”，**并成立了金融科技创新孵化平台，加大人才储备，在金融科技基础设施与能力建设上不断取得突破，借助科技的力量寻求效率、成本、风险的最佳平衡。

（5）第五阶段（2021 年至今）：价值银行，打造“马利克曲线”

“马利克曲线”以欧洲管理学家弗雷德蒙德•马利克命名，阐释了企业通过转型变革获得新的发展空间，不仅契合招商银行的发展历程，更让招行认识到只有不断推进转型变革，才能保持长久的市场竞争力，实现基业长青。

在新一轮战略规划的起点，结合我国新发展阶段经营环境，**招商银行于 2021 年在董事会指导下制定了“十四五”战略规划，将战略愿景升级为“创新驱动、模式领先、特色鲜明的最佳价值创造银行”，**提出了“大财富管理、数字化运营和开放融合”的招商银行 3.0 模式，聚焦“财富管理、金融科技、风险管理”三个能力建设，打造招商银行在新时代的“马利克曲线”。**2022 年年报中，资产规模突破 10 万亿元的招行在巩固前期战略转型成效的基础上，进一步升级战略，提出打造“价值银行”战略，为客户、员工、股东、合作伙伴、社会创造综合价值。**

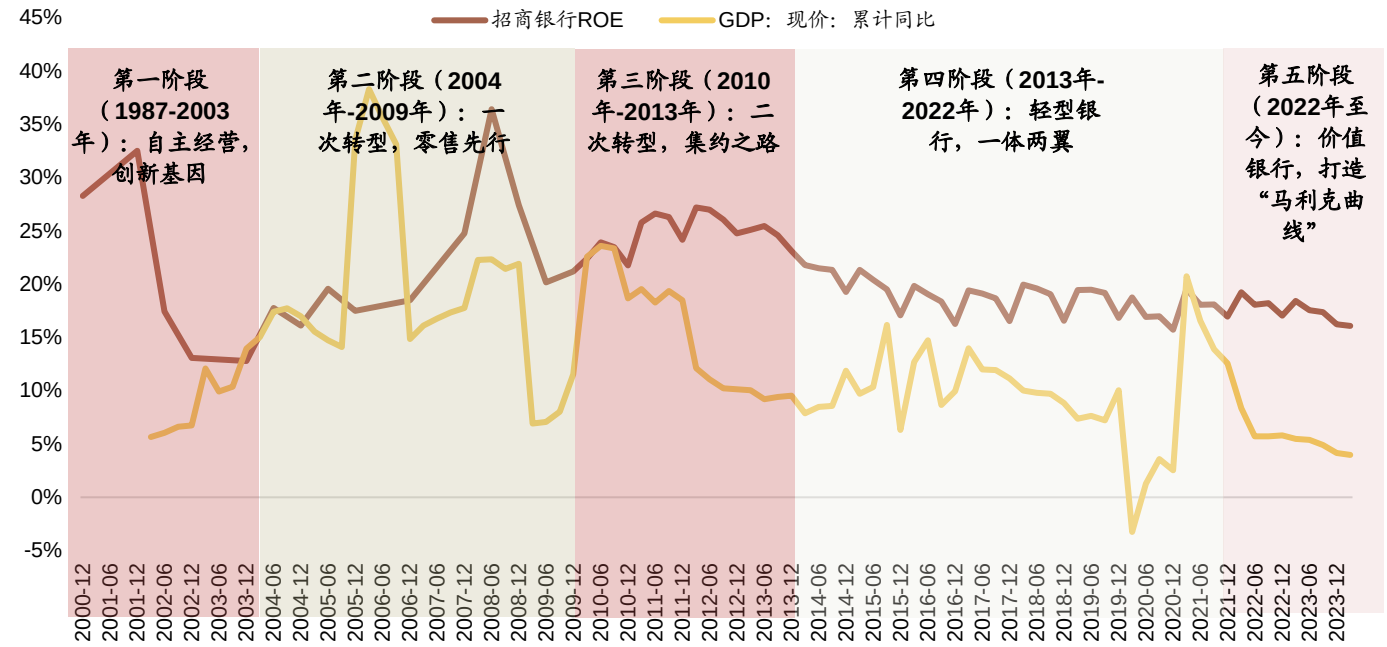
“价值银行”战略与前期“零售银行”战略、“轻型银行”战略既一脉相承又不断升华，是集大成者和更高层次。（1）锚定多元化价值创造，为客户、员工、股东、合作伙伴、社会创造更大综合价值，战略理念从业务角度升维至综合价值创造的可持续发展角度；**（2）从“一体两翼”到四大板块协同发展**，零售业务为招行最大特色和业绩压舱石，但作为一家体量超过 10 万亿元的系统重要性银行，可持续发展不再单靠某项业务优势即可实现，零售业务在逐步发展成熟后，进一步做大做强更需依赖于对公、投行、资管等其他业务的协同，例如零售获客需依赖于 B2C 的引流，财富管理的产品货架需要投行和资管业务的优质供给，各板块协同发展，彼此形成相互促进的“飞轮”；**（3）轻重业务回归均衡。**在“价值银行”战略中，招行一改之前对轻资本业务的侧重，提到“做强重资本业务，做大轻资本业务”，商业中间业务等轻资本业务的发展离不开稳固的信贷等重资本业务的支撑，且在宏观需求端偏弱、利率持续下行和中间业务降费背景下，巩固重资本业务既有利于支撑业绩稳健增长，也是一家十万亿大行对于实体经济的担当；**（4）“增量-增收-增效-增值”价值创造链视角更为系统。**增量取决于获客能力和客户经营，增收取决于资产定价、资金成本和中间业务发展水平，增效的关键在于风险管控、成本管控和金融科技能力，增值回归到资本内生，背后是规模扩张、经营创收、风险抵补和股东分红的平衡，可以说这一价值链涵盖了银行经营的各个环节，体现了招行管理层系统经营的视角。

表 4：招商银行历次转型梳理

战略	提出时间	要点
一次转型	**2004 年**	**加快发展零售业务**、中间业务和中小企业业务
二次转型	**2009 年**	**由外延粗放式发展向内涵集约式发展转型**，目标是降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控。**着重推进八大体系建设：**以客户为中心的经营体系、以资本为核心的管理体系、以价值创造为目标的全面风险管理体系、以中间业务为特色的产品体系、以战略为导向的考核体系、以矩阵式为特征的组织管理体系、以协同为优势的渠道体系、以流程为轴线的运营体系。
轻型银行	**2014 年**	“轻型银行”追求以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵巧的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报。 “轻型银行”主要是为了摆脱两个严重依赖：一是对规模增长的严重依赖，二是摆脱对利差的严重依赖。 **“轻型银行”定位：一体两翼，**以“零售金融”为“一体”，强化零售的主体地位和领先优势；以公司金融和同业金融为“两翼”，突出公司金融和同业金融的鲜明特色，三大板块协同发展。 2018 年，“轻型银行”转型进入下半场，开始探索**数字化时代的 3.0 模式**。
价值银行	**2021 年**	2021 年招商银行制定“十四五”战略规划，将战略愿景升级为“创新驱动、模式领先、特色鲜明的最佳价值创造银行”。 2023 年以来，招商银行在巩固前期战略转型成效的基础上，进一步升级战略，提出打造价值银行战略。 **“价值银行”的理念包括：**（1）多元价值理念。价值银行是从追求股东价值向实现多元价值转变，为客户、员工、股东、合作伙伴和社会创造综合价值；（2）系统经营理念。遵循“增量-增收-增效-增值”价值创造链的经营逻辑，不断提高系统化、精细化管理水平，做好成本管理、风险管理、资本管理，整体推动、统筹协调、相互促进，保持良性循环；（3）均衡发展理念。坚持“质量、效益、规模、结构”动态均衡发展，做到质量为本、效益优先、规模适度、结构合理。

资料来源：公司财报，招商证券

图 10：招商银行盈利能力穿越周期



资料来源：Wind，招商证券

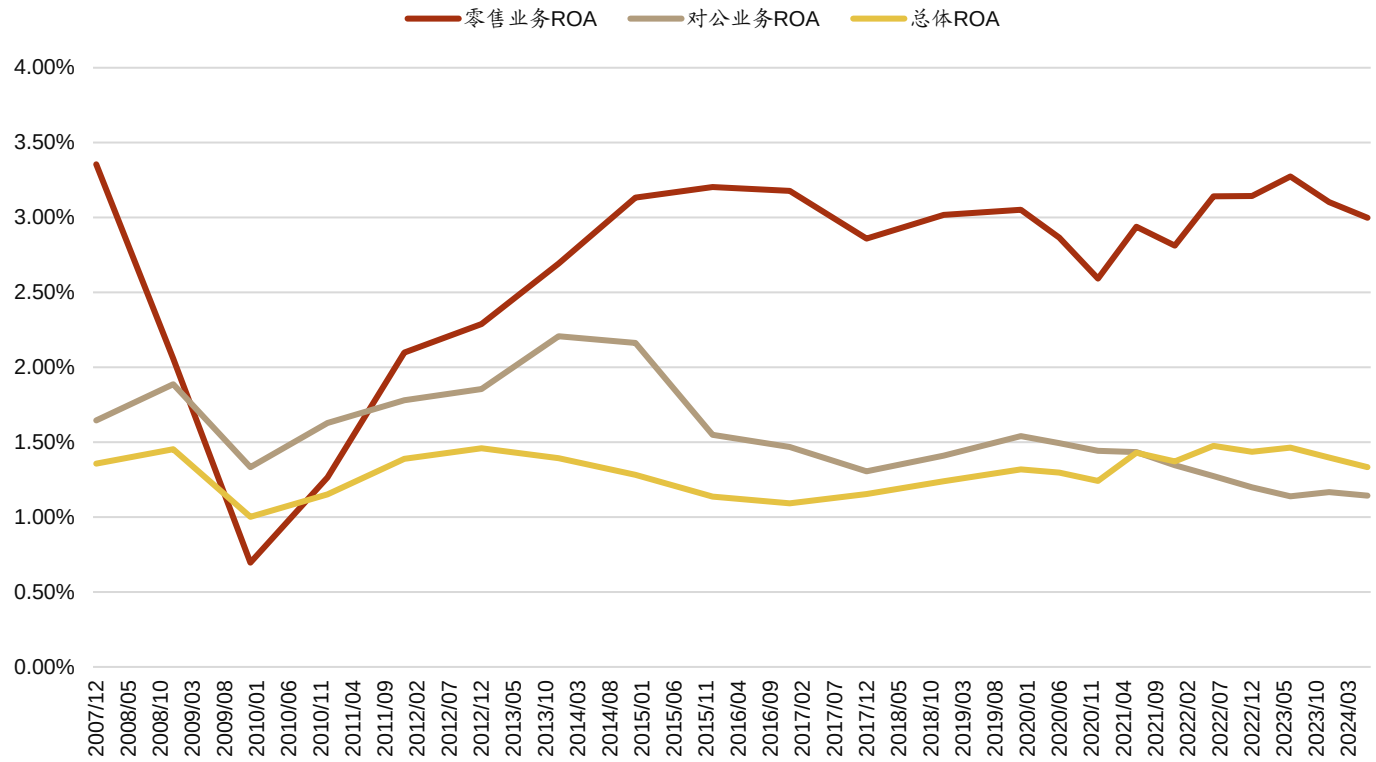
四、战略执行：均衡协同，科技赋能

自零售转型以来，招行零售金融营收占比保持上升趋势，2010 年二次转型后，零售金融利润贡献占比大幅上升。2024H1 招行零售金融 ROA（分子为税前利润）为 3%，位列上市国股行第一，对公业务 ROA 为 1.14%，在国股行中位列中游。

“价值银行”战略更强调“零售金融、公司金融、投行与金融市场、财富管理与资产管理”均衡协同发展，这是招行作为一家 10 万亿规模系统重要性银行可持续发展的需要，在巩固零售 AUM 优势的同时，强化对公 FPA 的重要性也进一步凸显，对公、投融等非零售业务的战略地位预计将逐步提升。

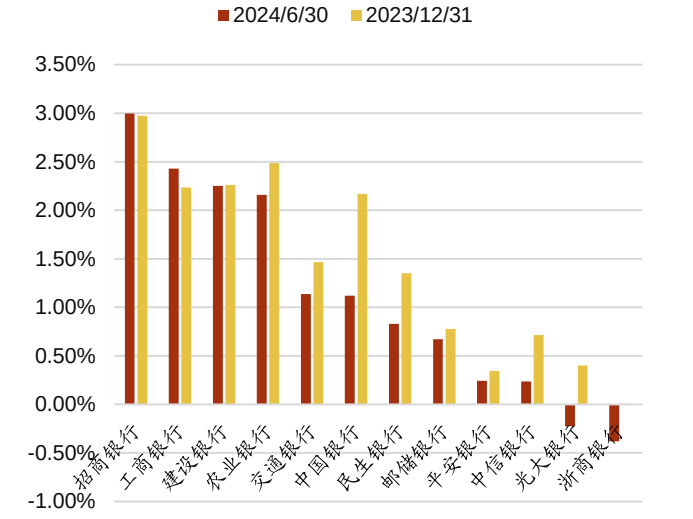
同时，综合化布局也离不开金融科技的赋能，招行早在 2017 年便明确了金融科技银行定位，并将金融科技投入比例写入公司章程，多年投入打下坚实基础，未来将持续为“价值银行”的实现保驾护航。

图 11：招行零售 AUM 优势显著



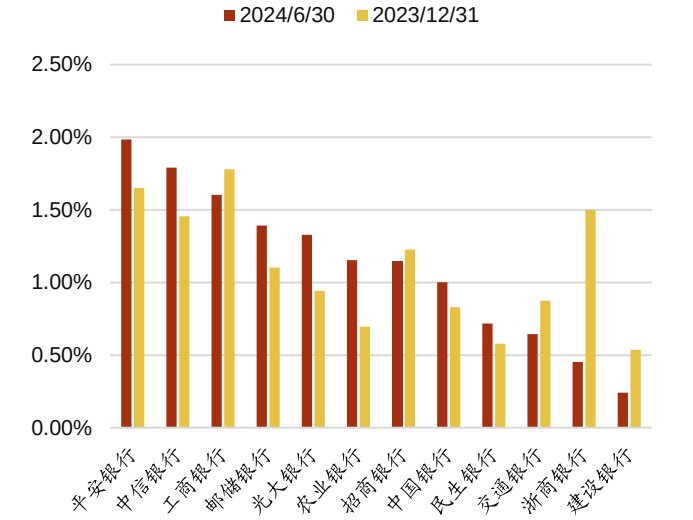
资料来源：Wind，招商证券；注：分业务部门 ROA 为测算值（分部年化利润总额/平均分部总资产），下同

图 12：招商银行个人金融 ROA 领先国股行（24H1&23A）



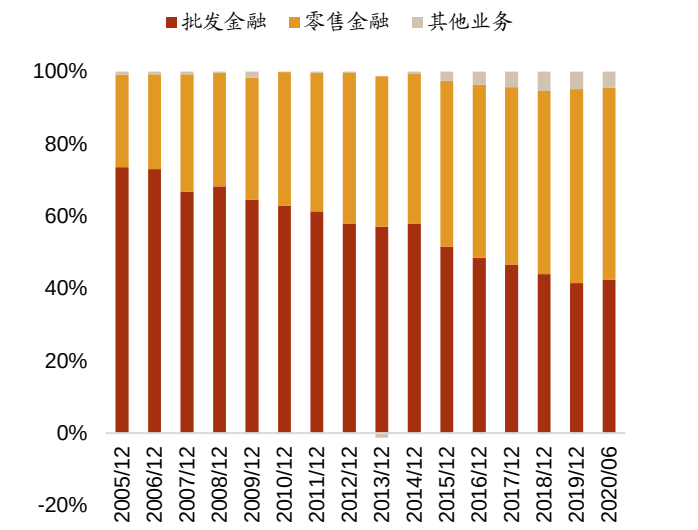
资料来源：Wind，招商证券

图 13: 招商银行公司金融 ROA 位列国股行中游(24H1&23A)



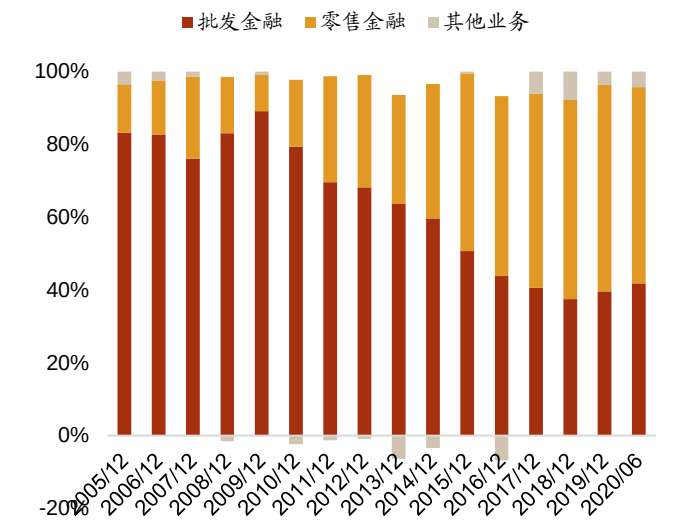
资料来源：Wind，招商证券

图 14：三大业务营收占比



资料来源：Wind，招商证券

图 15：三大业务利润占比



资料来源：Wind，招商证券

1、零售金融：始终领先，等待 Beta

（1）客户基础：领先优势显著，服务体系升级

招行布局零售业务较早，从各方面都形成了较为完整的体系化领先优势。一方面，招商银行零售客户基数庞大。招商银行早在 1995 年推出“一卡通”，是中国银行业在个人金融服务领域的一项重要创新；2002 年创建“金葵花理财”，开启零售客户理财服务分层管理的先河，经过长期的积累，招商银行已建立了庞大的零售客户基础，带动其零售 AUM 快速增长；**另一方面，招商银行坚持“以客户为中心”，不断优化零售客群经营，零售客户普遍粘性强、质量优、价值转换率高。**截至 2024Q3 末，招商银行零售 AUM 余额已达 14.34 万亿元，同比增长 9.7%，在零售端整体偏弱的 2024 年依旧保持了管理资产规模的稳健增长。

行业内横向对比来看，截至 2024 年 6 月末，招商银行零售 AUM/总资产为 112.7%，上市银行中排名第二为邮储银行（98.9%），25 家披露零售 AUM 的上市银行（不含招商）这一比重均值为 44.7%；而招行零售 AUM（扣除存款）/总资产为 89.9%，远高于第二名平安银行（49.2%），25 家披露零售 AUM 的上市银行（不含招商）这一比重均值为 16.9%。除此之外，招行户均 AUM、私行客户数占比等等指标均在业内遥遥领先，足以彰显其零售客户群的质量与韧性。**客户基础的领先优势也最终体现为招行的存款高活期占比和低负债成本，这也是其 ROE 水平长期保持相对优势的壁垒之一。**

零售客群服务体系再调整，集约化经营，释放基层客户经理服务质效。2024 年以来，招行对零售客群经营策略进行了进一步优化，整体思路为**“尾部整合、中部做细、高端做精”**。

①尾部整合：过去招行缺少专门负责零售客群服务经营的部门，相关职能分散在零售板块的各个部门里，为了更好地提供服务，**招行 2024 年新成立了零售客群部，**团队主要来自原零售金融总部的基础客群团队、财富平台部以及二级部门网

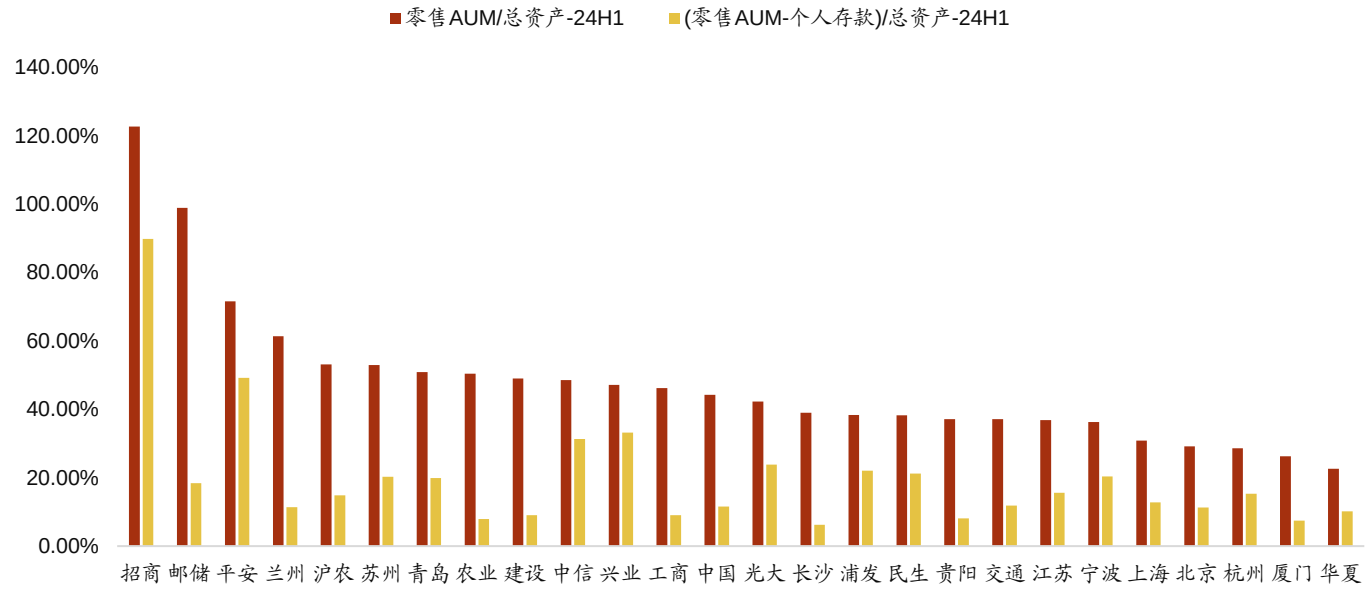
络经营服务中心，并将全行零售 AUM 规模 20 万元及以下的客户收归总行，由零售客户群部的远程服务中心进行集约化经营，**即将尾部客户划定标准由原先的 AUM 5 万元以内拓展至 20 万元以内。**

②中部做细：过去招行客群分为普卡（AUM 0-5 万元）、金卡（AUM 5-50 万元）、金葵花（AUM 50-500 万元）、钻石客户（AUM 500-1000 万元）、私行客户（AUM 1000 万元以上）。**调整策略后，对于中部客户的服务体系主要有两项比较大的改变：其一，释放分行的长尾客群管理压力。**将 AUM 介于 5-50 万元的金卡客户群一分为二，头部依旧由零售业务条线下的分行客户经理专门维护，AUM 小于 20 万元的尾部客户由总行远程服务中心集中管理，分支行客户经理管户量大幅下降，有助于提升基层服务质效。**其二，中部客群客户经理进一步分级。**过去招行金葵花与钻石客户的客户经理并没有精细的分级，新体系下将原金卡与金葵花客户经理进行了重新分级，L1 分管 AUM 介于 20-50 万元客户、L2 分管 AUM 介于 50-500 万元客户、L3 分管 500 万元以上客户。

③高端做精：一方面体现在对于金葵花以上客户经理的分级；另一方面，私行客户可进一步分层，做特色化产品和服务的推广。

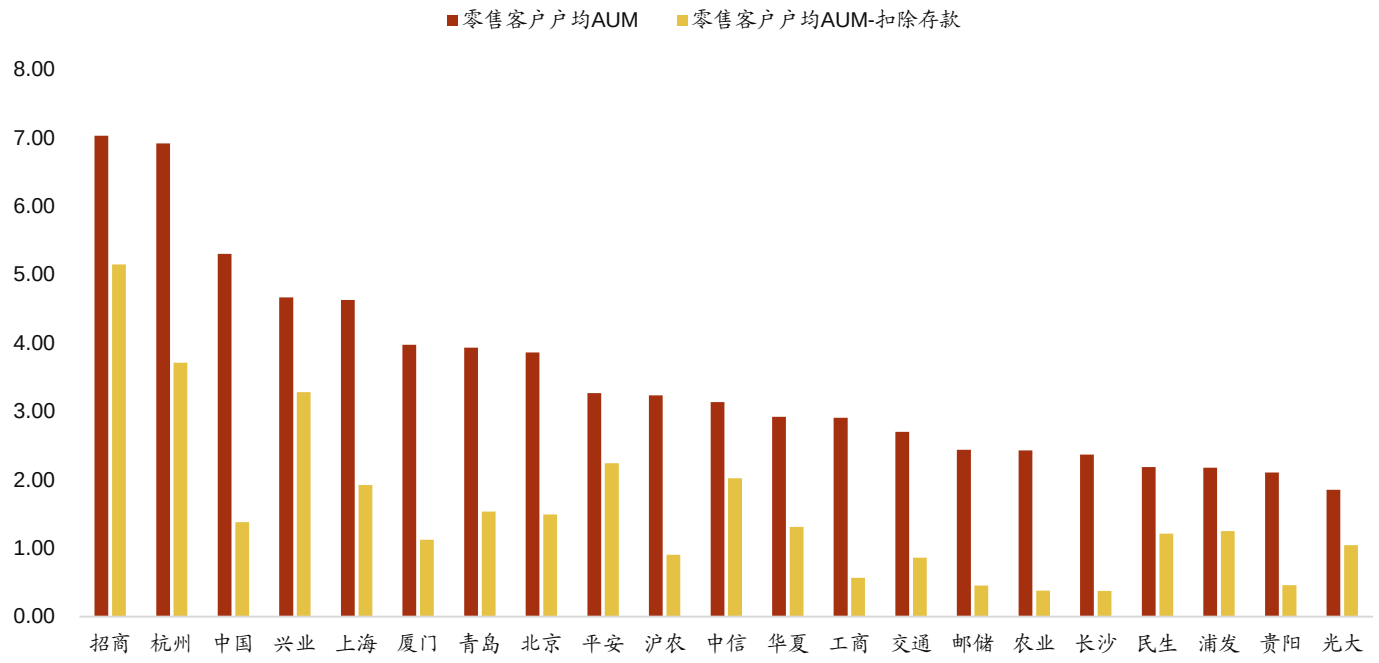
本次调整后，人力资源再分配，基层客户经理管户量下降，客户也会享受到更为专业、高效、个性化的服务，存量客户经营进一步深化，银行运营效率和客户服务质量双双提升，招行在零售基础客群方面的优势有望进一步巩固。

图 16：招行零售 AUM 优势显著



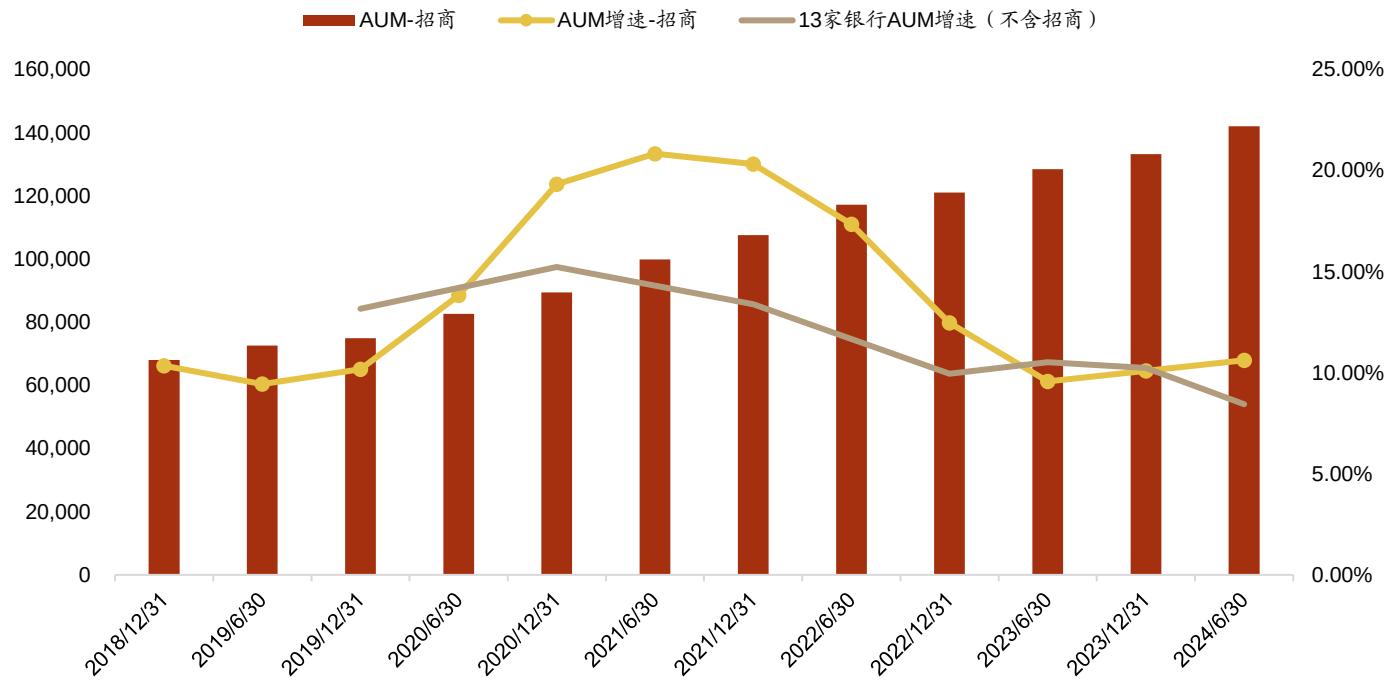
资料来源：Wind，招商证券

图 17：招行零售户均 AUM 位列第一



资料来源：Wind，招商证券

图 18：招行零售 AUM 增长韧性更强（亿元）



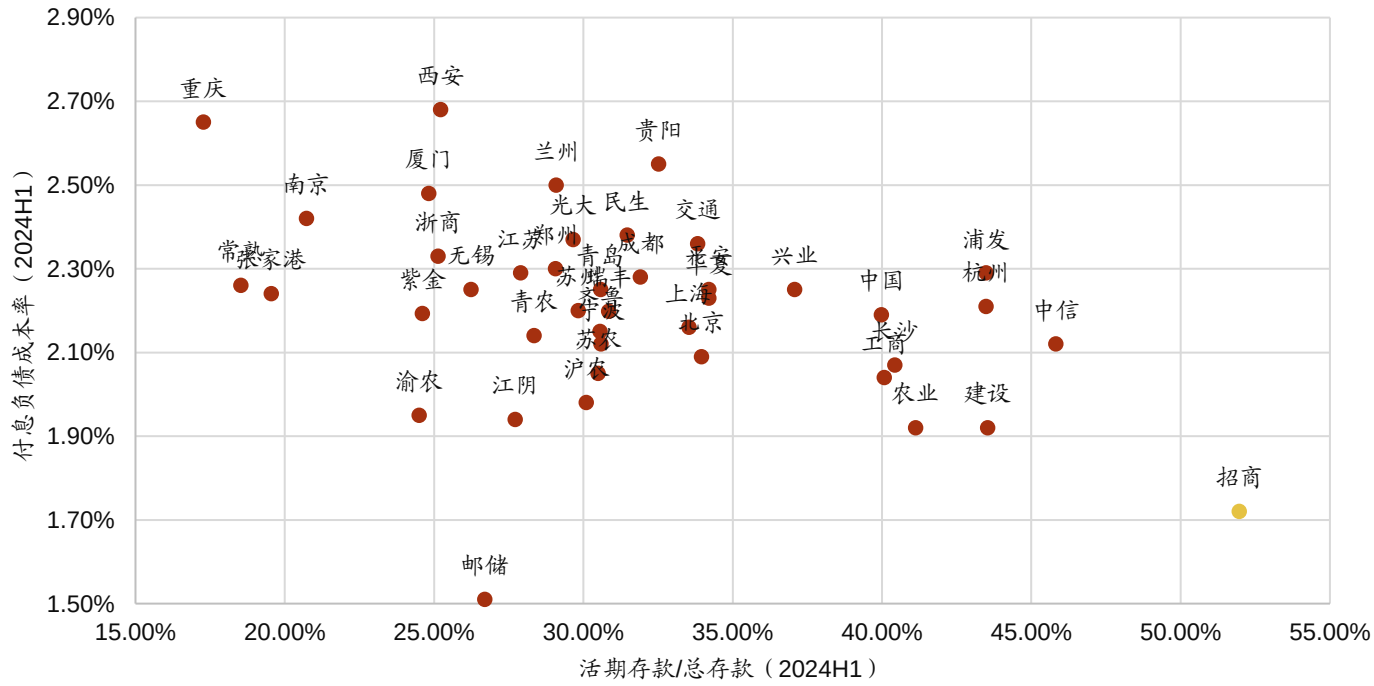
资料来源：Wind，招商证券；注：13 家银行样本筛选标准为历史数据的连续性，包括工商、交通、中信、民生、兴业、浦发、华夏、平安、光大、上海、南京、宁波、杭州

表 5：主要国股行基础零售相关数据（2024/6/30）

	零售客户（万户）	零售 AUM (亿元)	人均 AUM（万元）	AUM/总资产	AUM 增速（24H1）	财富客户数（万户）	财富 AUM (亿元)	私行客户数（万户）	私行 AUM (亿元)	私行客户/零售客户
工商	74,900	217,700	2.91	46.20%	8.63%	-	-	29.6	34,100	0.04%
建设	76,200	197,400	2.59	48.99%	8.82%	-	-	23.5	27,000	0.03%
农业	87,100	211,800	2.43	50.45%	8.06%	-	-	24.8	28,500	0.03%
邮储	66,500	162,300	2.44	98.88%	11.78%	496	-	-	-	-
招商	**20,200**	**142,031**	**7.03**	**122.71%**	**10.62%**	**464**	**108,197**	**15.8**	**-**	**0.08%**
交通	19,500	52,665	2.70	37.15%	7.40%	242	-	9.1	12,468	0.05%
浦发	16,300	35,500	2.18	38.36%	-6.82%	-	-	4.7	6,700	0.03%
平安	12,619	41,206	3.27	71.61%	6.64%	138	-	9.4	19,449	0.07%
兴业	10,452	48,800	4.67	47.15%	35.18%	442	34,300	7.4	9,163	0.07%
中信	14,100	44,200	3.13	48.55%	6.51%	-	-	8.0	11,163	0.06%
光大	15,492	28,727	1.85	42.27%	10.79%	-	-	6.7	-	0.04%
民生	13,203	28,856	2.19	38.21%	25.35%	-	23,155	6.0	8,393	0.05%
华夏	3,347	9,769	2.92	22.57%	4.90%	-	-	1.6	-	0.05%
浙商	3,075	-	-	-		-	-	1.4	2,049	0.05%

资料来源：银行财报，招商证券

图 19：高质量客户铸就了招行显著的负债端优势



资料来源：Wind，招商证券

（2）零售信贷：相对优势仍在，不良有望趋稳

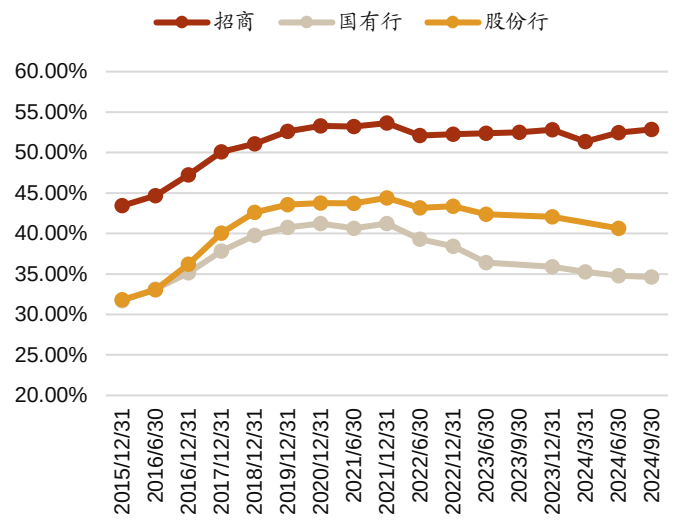
招行零售贷款占比显著高于股份行平均。截至 2024 年 9 月末，招行总贷款余额为 6.76 万亿元，其中个人贷款余额 3.57 万亿元，占总贷款的 53%，远高于股份行总体水平（40%左右）。**结构上，按揭贷款为压舱石，**截至 2024 年 9 月末，本行口径下，零售贷款中 38%为个人住房贷款，除此之外，传统优势业务信用卡占比为 26%，小微贷款占比 23%。

风险偏好较低，资产质量优质。得益于稳固的按揭底盘、优质的客户禀赋以及坚实的存款基础，公司资产端风险整体偏低，2024H1 个人贷款收益率 4.71%，远低于股份行平均（5.21%），**低风险偏好使得公司零售业务资产质量在宏观需求偏弱，行业零售资产风险暴露压力加剧的背景下保持了相对优势**，2024 年 6 月末招行个人贷款不良率仅 0.9%，同样显著低于股份行均值（1.53%），与四大行基本相当。

目前零售贷款仍面临两大压力。（1）房地产和消费需求仍待复苏。自 2022 年以来，房地产需求持续低迷，个人住房贷款对于零售贷款的增长贡献度明显下降，2023 年下半年以来甚至为负贡献，同时信用卡受消费需求偏弱和风险暴露承压影响，增速同样偏低，总体零售信贷规模扩张放缓。在此背景下，公司也积极应对，着力推动小微、其他消费贷款业务增长，相关业务为近两年零售贷款增长的主要驱动力。**好在 24Q3 以来房地产市场已出现边际改善，尤其“924 三部门会议”以后，一揽子政策下，房地产销售有所回暖，公司 9 月末个人住房贷款增速贡献也继去年下半年以来首次转正，未来需继续关注政策力度和地产需求回暖的持续性。（2）零售不良生成承压。**24Q1~3 招行贷款总不良新生成率（测算值，下同）为 1%，较 2023 年下降 2bp，总体保持稳定，但**结构上有着较大分化。**对公贷款不良新生成率 24Q1~3 仅 0.40%，较 23 年下降 16bp，稳步下行至相对低位；而**零售贷款不良生成率 1.58%，较 23 年上行 6bp。一方面，**信用卡在严格风险管控下，不良生成率虽较去年有所回落，但 24Q1~3 为 4.31%，依旧偏高；**另一方面，**非信用卡零售贷款不良生成率 2024 年以来大幅上行，24Q1~3 为 0.57%，较 23 年上升 17bp。

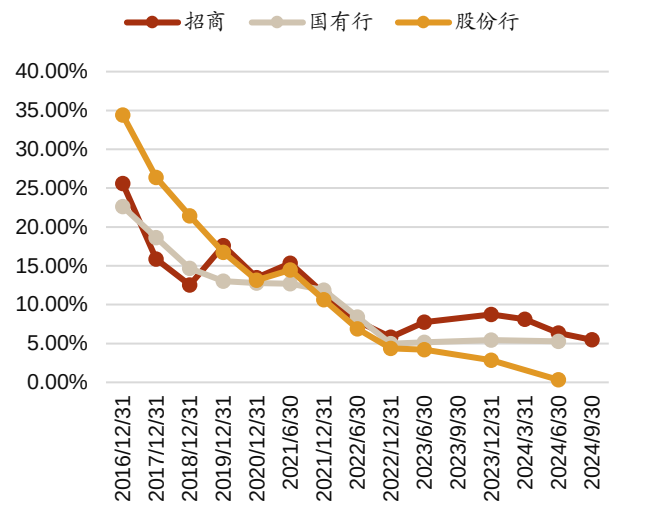
零售贷款资产质量出现实质性好转更多依赖于实体经济。从整个社会生产循环来看，生产、交换、分配、消费，零售属于分配环节，经济预期的变化决定了零售客户偿债能力，且零售客户在生产循环链的定位决定了其风险暴露滞后于企业端，考虑到①目前各项前瞻性指标仍在波动；②财政虽已发力，但形成实物工作量，并传导至居民收入有一定时滞。**综合来看，预计零售不良生成压力仍在，但随着财政政策发力，名义经济回升，相关压力有望在 2025 年缓解，公司零售端相对优势仍在，届时有望率先出现边际改善趋势。**

图 20：个人贷款/总贷款



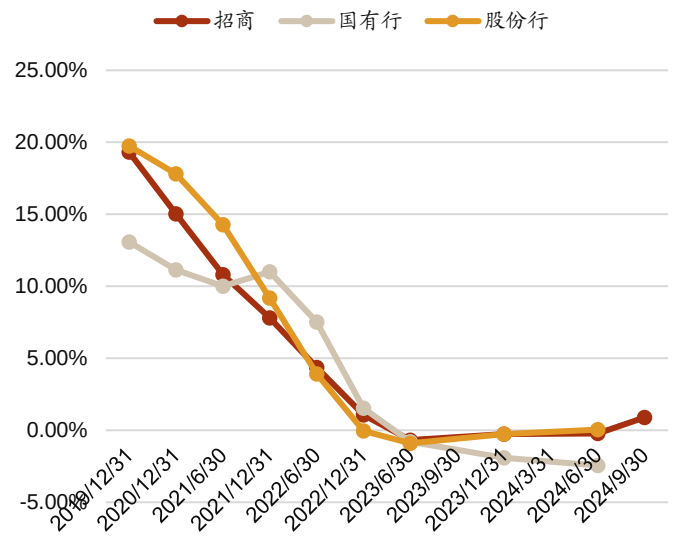
资料来源：Wind，招商证券

图 21：个人贷款增速



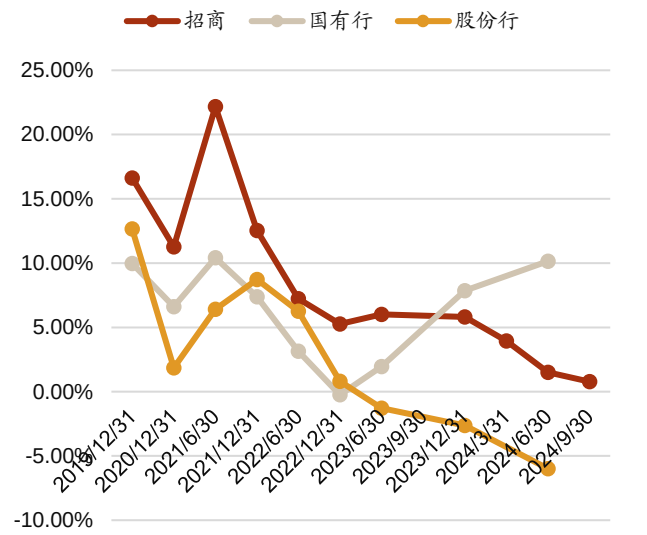
资料来源：Wind，招商证券

图 22：个人住房贷款增速



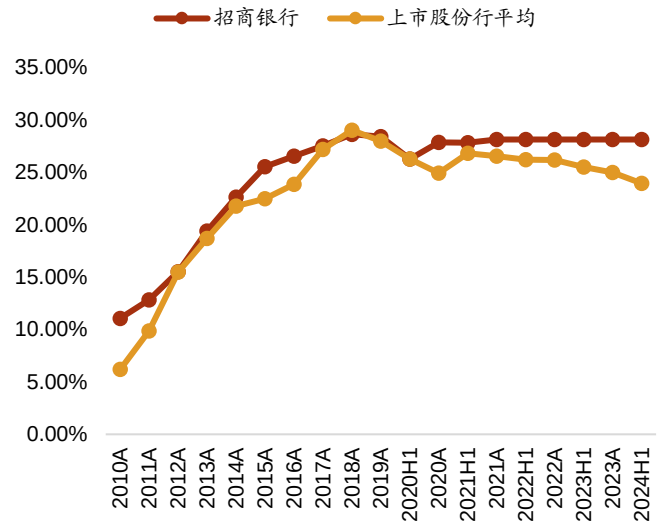
资料来源：Wind，招商证券

图 23：信用卡贷款增速



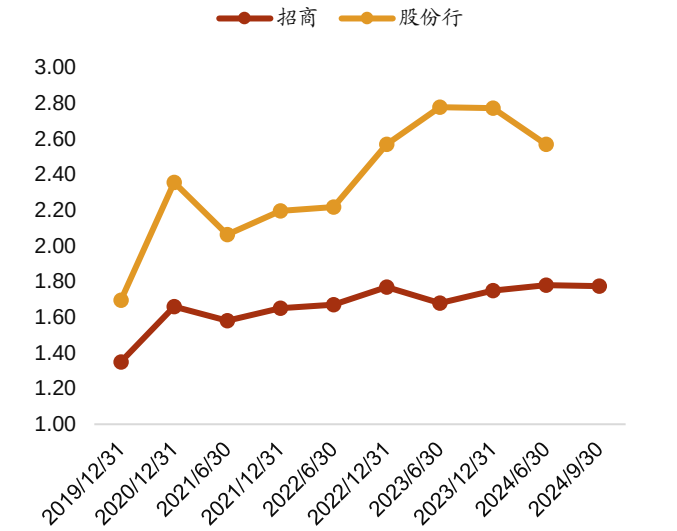
资料来源：Wind，招商证券

图 24：个人贷款中信用卡贷款占比



资料来源：Wind，招商证券

图 25：信用卡贷款不良率（%）



资料来源：Wind，招商证券

表 6：股份行零售贷款结构一览

2024H1	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
零售贷款结构	**49.2%**	**52.5%**	**34.3%**	**34.7%**	**41.6%**	**39.6%**	**38.3%**	**53.4%**	**30.4%**	**27.8%**
分母为零售贷款余额										
个人住房贷款	38.26%	38.84%	54.81%	45.18%	43.89%	30.87%	38.85%	16.83%	44.12%	30.98%
个人消费贷款	18.18%	10.67%			13.36%		12.73%	26.82%		27.32%
信用卡应收账款	23.69%	25.96%	18.97%	19.52%	21.67%	27.15%	25.88%	25.86%	24.47%	
经营性贷款	27.01%	22.80%	17.69%	25.15%	20.90%	37.19%	22.55%	30.49%		39.26%
分母为贷款余额										
个人住房贷款	18.81%	20.38%	18.79%	15.68%	18.27%	12.21%	14.89%	8.98%	13.41%	8.61%
个人消费贷款	8.94%	5.60%			5.56%		4.88%	14.31%		7.59%
信用卡应收账款	11.64%	13.63%	6.50%	6.78%	9.02%	10.74%	9.92%	13.80%	7.44%	
经营性贷款	13.28%	11.97%	6.07%	8.73%	8.70%	14.71%	8.64%	16.27%		10.91%
2023A	**股份行**	**招商**	**兴业**	**浦发**	**中信**	**民生**	**光大**	**平安**	**华夏**	**浙商**
零售贷款结构	**52.3%**	**52.8%**	**36.2%**	**37.2%**	**41.5%**	**40.3%**	**39.9%**	**58.0%**	**31.4%**	**27.9%**
分母为零售贷款余额										
个人住房贷款	37.90%	40.30%	54.44%	44.92%	43.93%	30.91%	38.62%	15.35%	43.69%	28.92%
个人消费贷款	18.63%	8.77%			13.07%		12.94%	27.57%		30.78%
信用卡应收账款	24.84%	27.22%	20.32%	20.67%	22.82%	27.61%	28.66%	25.99%	25.40%	
经营性贷款	26.07%	21.85%	16.47%	25.08%	20.10%	36.88%	19.79%	31.08%		37.27%
分母为贷款余额										
个人住房贷款	19.81%	21.29%	19.70%	16.70%	18.25%	12.46%	15.42%	8.91%	13.71%	8.07%
个人消费贷款	9.74%	4.63%			5.43%		5.17%	16.00%		8.59%
信用卡应收账款	12.98%	14.38%	7.35%	7.69%	9.48%	11.13%	11.45%	15.09%	7.97%	
经营性贷款	13.63%	11.54%	5.96%	9.33%	8.35%	14.86%	7.90%	18.04%		10.40%

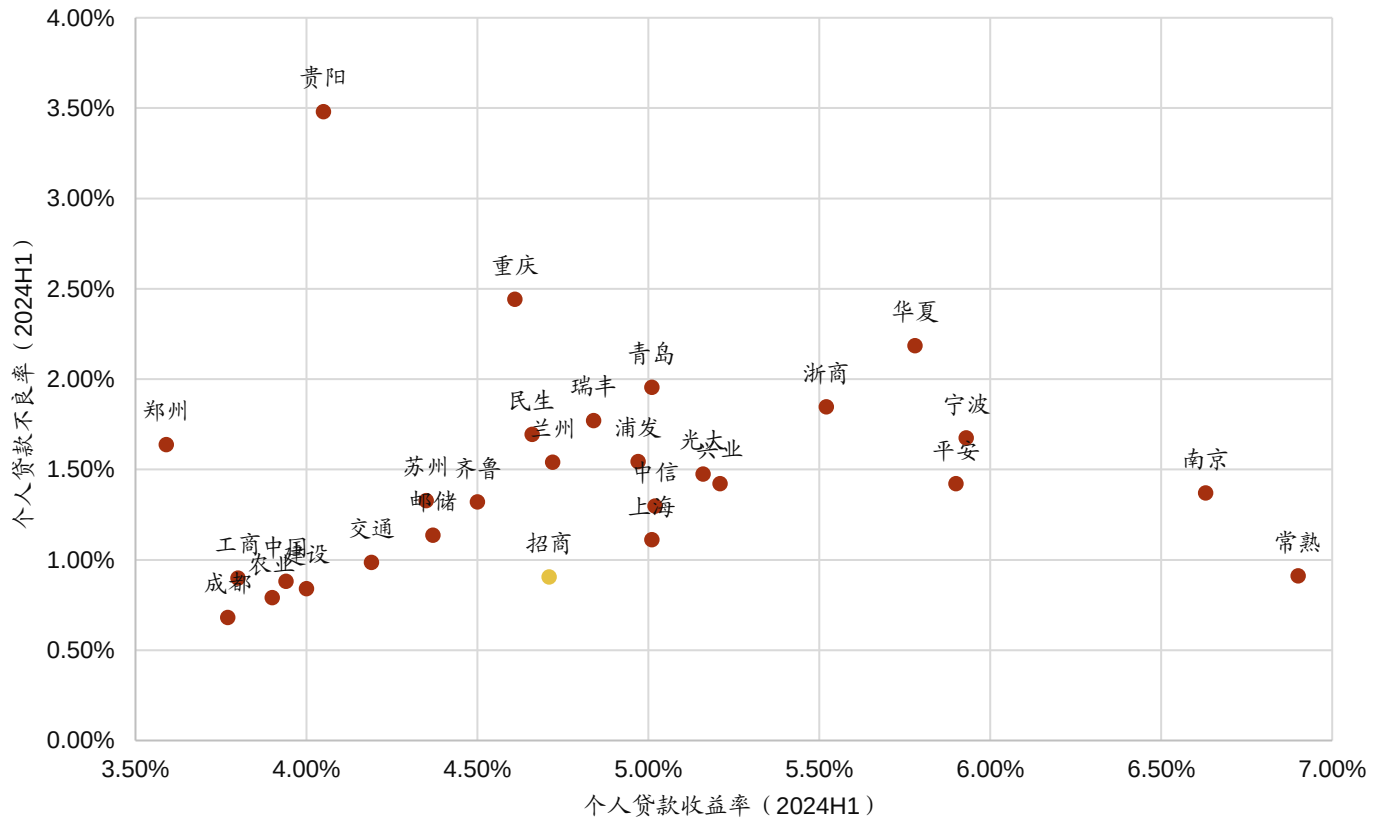
资料来源：Wind，招商证券

表 7：招商银行零售资产质量优异

2024H1	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
零售不良贷款率	**1.53%**	**0.90%**	**1.42%**	**1.54%**	**1.30%**	**1.69%**	**1.47%**	**1.42%**	**2.18%**	**1.85%**
个人住房贷款	0.61%	0.40%	0.65%	0.75%		0.83%		0.44%		
个人消费贷款	1.25%	1.04%						1.46%		
信用卡应收账款	2.83%	1.78%	3.88%	2.56%		3.24%		2.70%		
经营性贷款	1.05%	0.63%	0.80%	1.60%		1.38%		0.83%		
2023A	**股份行**	**招商**	**兴业**	**浦发**	**中信**	**民生**	**光大**	**平安**	**华夏**	**浙商**
零售不良贷款率	**1.42%**	**0.89%**	**1.42%**	**1.42%**	**1.21%**	**1.52%**	**1.36%**	**1.37%**	**1.69%**	**1.91%**
个人住房贷款	0.61%	0.40%	0.65%	0.75%		0.83%		0.44%		
个人消费贷款	1.25%	1.04%						1.46%		
信用卡应收账款	2.83%	1.78%	3.88%	2.56%		3.24%		2.70%		
经营性贷款	1.05%	0.63%	0.80%	1.60%		1.38%		0.83%		

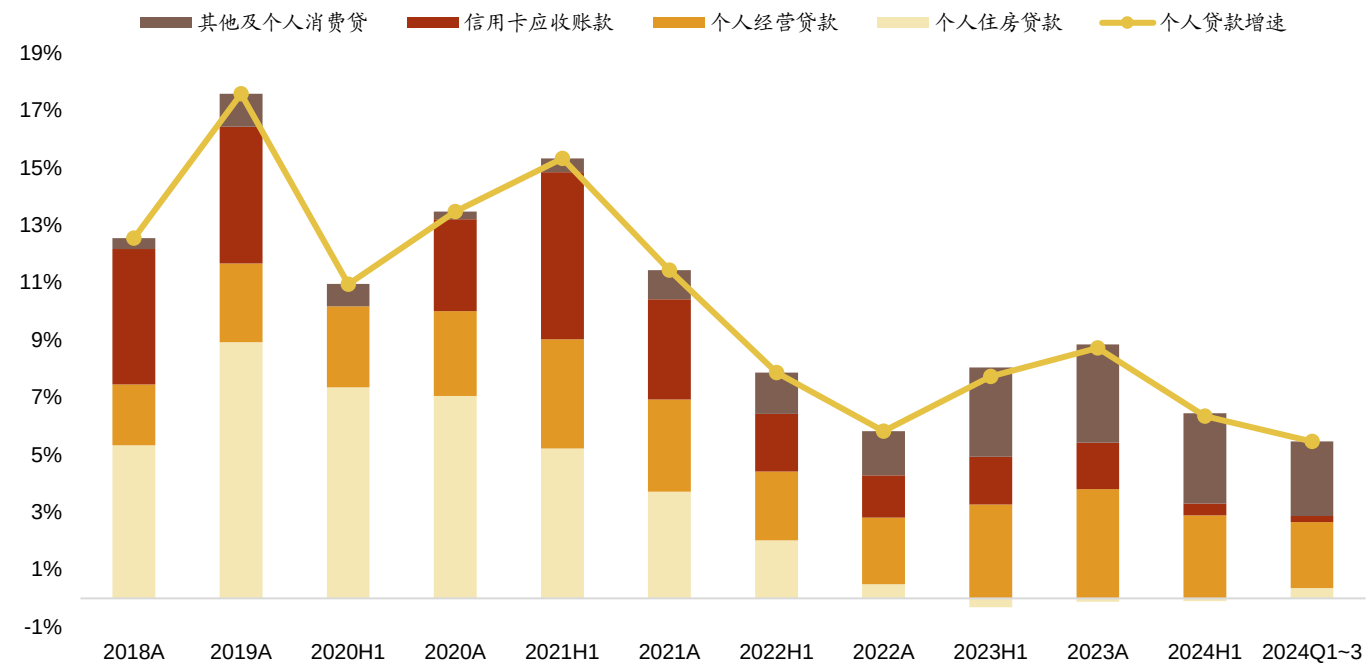
资料来源：Wind，招商证券

图 26：招行零售端呈现低风险偏好，低不良特征



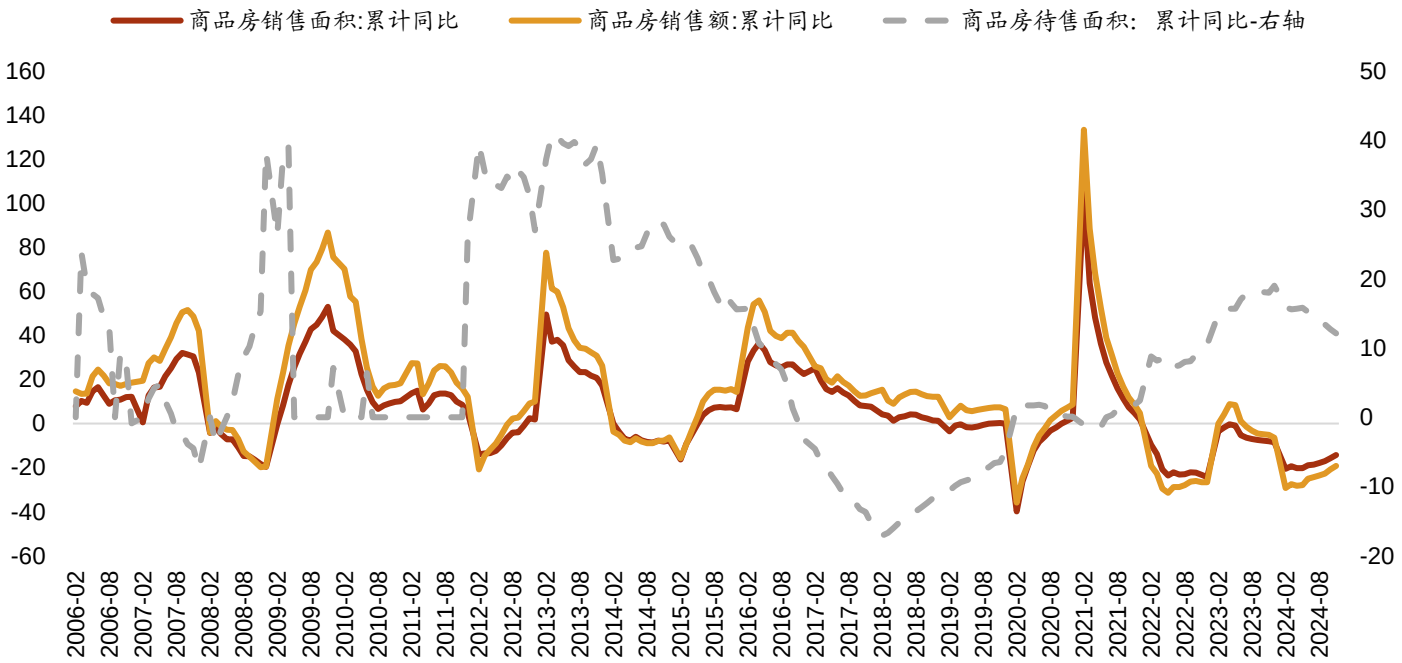
资料来源：Wind，招商证券

图 27：个人贷款增速（同比）贡献拆分



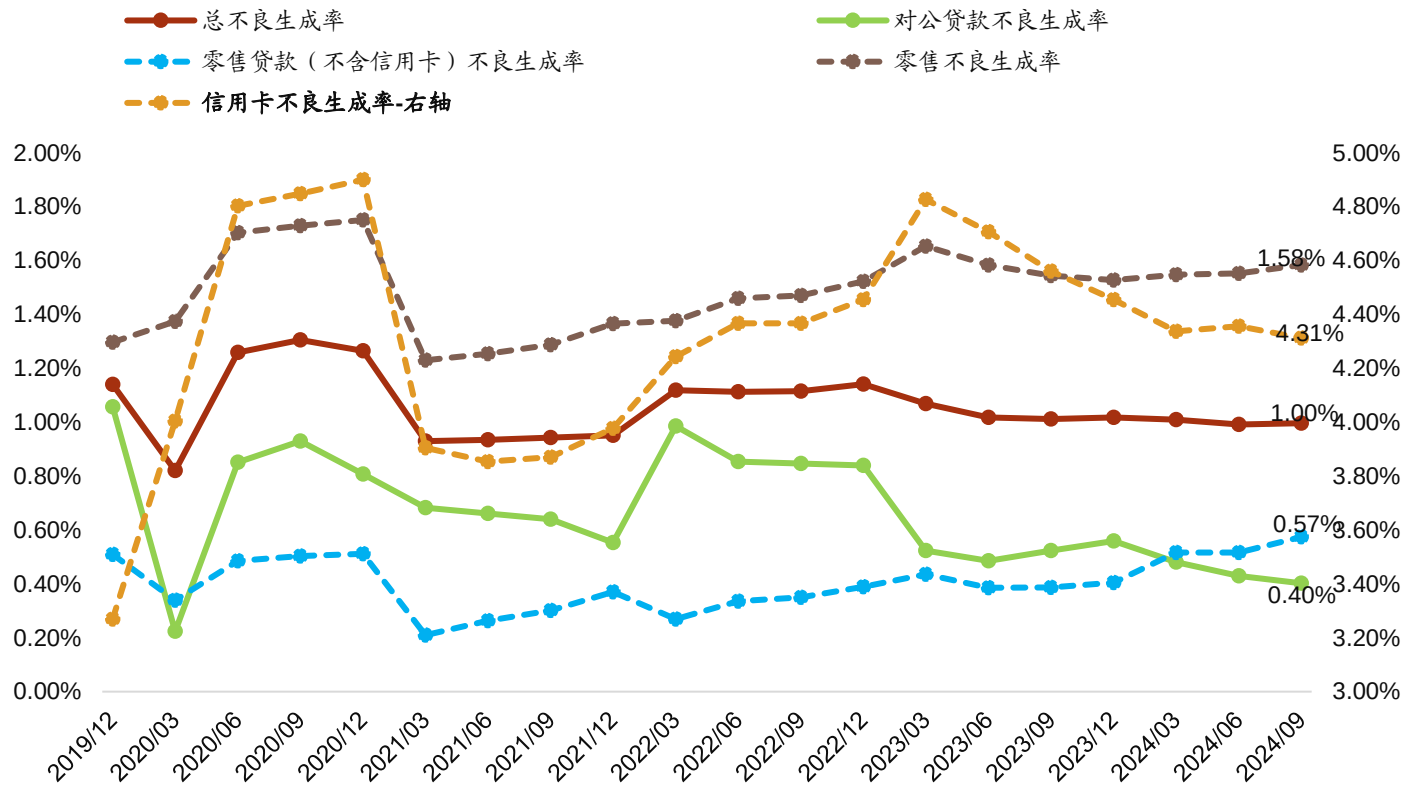
资料来源：Wind，招商证券

图 28：房地产销售市场边际有所改善



资料来源：Wind，招商证券

图 29：招商银行各类贷款不良生成率



资料来源：Wind，招商证券

（3）财富管理：以客户为中心，买方投顾转型

财富管理业务一直是招行的核心优势，无论是管理客户总资产、同业合作，还是产品代销、创收，均位于行业前列。截至 2024 年 9 月末，招行管理零售客户总资产已超 14 万亿元，与 157 家合作机构开展财富开放平台深度合作。

产品代销方面，根据中国证券投资基金业协会数据，2024H1 招行非货币市场基金和权益基金保有规模均仅次于蚂蚁基金，位列所有银行第一。

创收方面，理财、基金、保险、信托等产品销售为招行带来大量手续费及佣金收入，2024 年前三季度，招商银行实现手续费及佣金收入 622 亿元，其中财富管理类手续费收入 174 亿元，占比 28%，其中代理基金、理财、保险为主要收入来源，2024 年以来受降费和资本市场波动影响，基金和保险代销收入大幅下降，但理财得益于债券利率下行背景下规模增长及产品结构优化，相关代销收入实现高增。**横向对比来看，**招商银行中收占营收比重长期高于可比同业，其中代理+理财手续费收入（可视同财富管理类收入）占营收比重位列国股行之首，足以说明招行优秀的财富管理创收能力。

近两年来，受经济预期偏弱、金融让利、资本市场波动等因素影响，财富管理业务发展逐步放缓，中间业务收入对银行业绩贡献转弱，甚至成为拖累项。**展望未来，我们认为财富管理业务仍有较大的发展空间，**一方面，推进金融高质量发展、加快建设金融强国离不开强大的财富管理机构；另一方面，随着利率回落至低位，

居民和企业对财富保值增值的需求依旧广阔。

但也需认识到，目前财富管理行业已逐步由规模驱动向存量经营转变，业务模式亟需由以产品销售为核心的卖方服务模式向以客户需求为中心的买方投顾模式转型，这对金融机构的财富管理能力提出了更高的要求，我们认为核心关键有四：其一，专业且高质量的服务体系；其二，客户的投教和陪伴；其三，产品甄选能力；其四，平台开放化。招商银行始终坚持“以客户为中心”的理念，顺应行业趋势和变化，持续推进大财富管理业务的高质量发展。

服务体系方面，过去几年，招商银行以“人”有温度的服务为特色，以 App 自服务提升服务效率，以远程服务为补充，编制了一张 7×24 小时的服务网，为客户提供线上线下一体化的服务体验，目前这一“人+数字化”全渠道服务体系仍在持续迭代中。**例如，针对长尾客户，**2023 年，招商银行 App 进一步整合人工智能、智能客服、远程顾问能力，焕新推出智能财富助理“小招”，提供财务分析、选品策略、市场观点、收益分析等一站式财富管理服务和个性化、定制化顾问服务。目前“小招”也在不断优化，通过运用大模型技术，让其从“预设服务式”的财富助理。**针对价值客户，**招商银行 2024 年优化了客户经理分层服务体系，提高了长尾客户的划定标准（具体见本文 4.1 客户基础部分），释放客户经理的客户管理压力，并对其进行了分级，有助于提升服务的效率、质量和针对性。

投教与客户陪伴方面，招行不断升级“TREE 资产配置服务体系”。在“TREE 资产配置服务体系”中，每位都有一棵财富之树，树叶、树根、树干和树枝分别代表活钱管理、保障管理、稳健投资、进取投资四大类资产。招行以构建客户画像 KYC、财富产品 KYP、市场行情 KYM 等 13 项底层模型为起点，提升客户需求匹配精准度，强化“动态检视再平衡”服务，以此建立客户经理标准化服务工作范式，帮助客户培养正确的投资理念认知，形成较为合理、均衡的资产配置。截至 2024 年 6 月末，“招商银行 TREE 资产配置服务体系”下进行资产配置的零售客户达 998.35 万户，较上年末增长 9.53%，增速高于零售客户数。

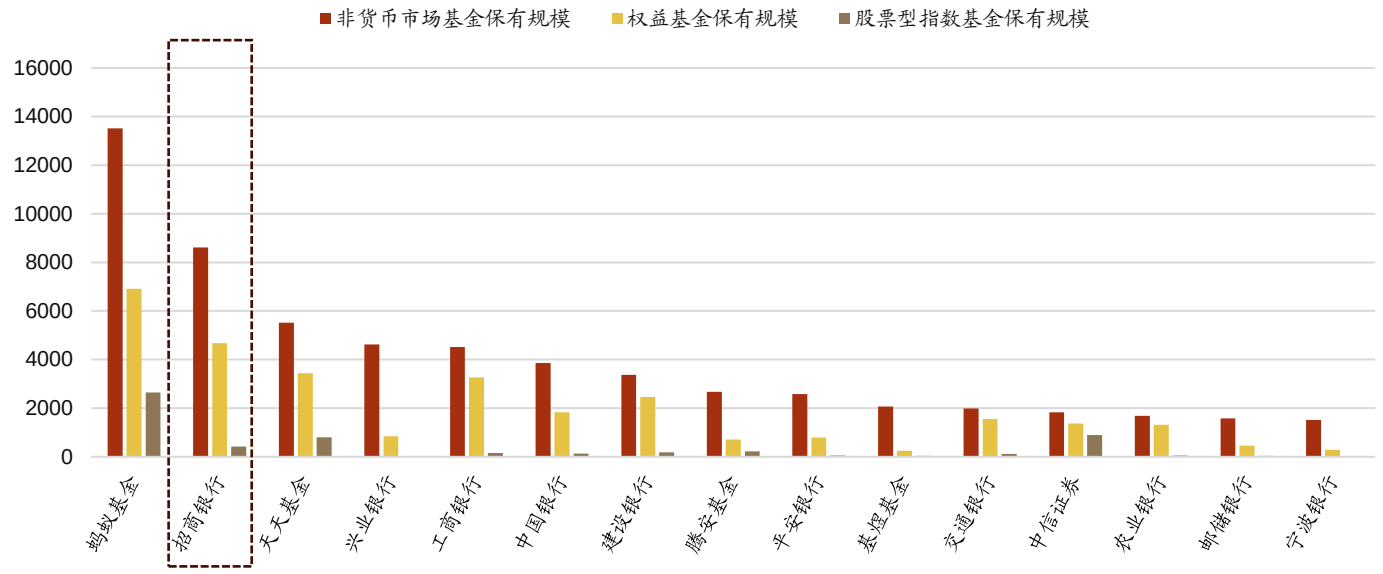
产品甄选方面，招行自主研发“TREE 长盈计划”、“五星之选”、“朝朝宝”、“月月宝”、“指数通”等产品，不断将财富管理的专业护城河挖宽凿深。2012 年，招行自主研发了资产配置系统，在业内率先推出跨品类资产配置组合服务方案，针对不同风险偏好、生命周期以及个性化资金需求自动出具“资产配置建议书”，帮助客户均衡配置大类资产、分散投资风险。“金葵花”理财在基金业务上全力打造“五星之选”品牌服务体系，形成了覆盖全市场的基金经理评价数据库，以价值投资理念为客户严选具有强稳定性与中长期超额收益可能的“五星好基”。2020 年 8 月，招商银行 App 正式上线“指数通”，汇聚精选指数基金产品，业内首推“1 折申购费率”。2020 年底，招行推出零售理财爆款产品“朝朝宝”，以其可灵活支取、收益稳健、零费率买入赎回、低起购门槛等优势，规模快速上量。**2024 年，招商银行财富管理团队联合基金公司推出“TREE 长盈计划-安稳盈”，立足投资者适当性管理，从选品、适配、投教到陪伴提供“全流程顾问式服务”，引导投资者理性投资，充分体现了招行从以产品销售为核心的卖方服务模式向以客户需求为中心的买方投顾模式的转变。**

平台开放方面，有两条主线，一是开放式产品平台，招商银行自主建立的“开放式产品平台”是目前国内涵盖产品类型最广泛、功能最开放的产品服务平台，包括现金货币类、固定收益类、股票类、保障类、另类投资等五大类、30 个子类，数千支产品，为客户提供全方面的产品供给。**二是财富开放平台“招财号”，**于 2021 年正式发布，作为银行业首家财富开放平台，广泛链接全市场优质资管机

构，打造全新的大财富管理生态圈，截至 2024 年 6 月末，已有 157 家具有行业代表性的资管机构入驻“招财号”。

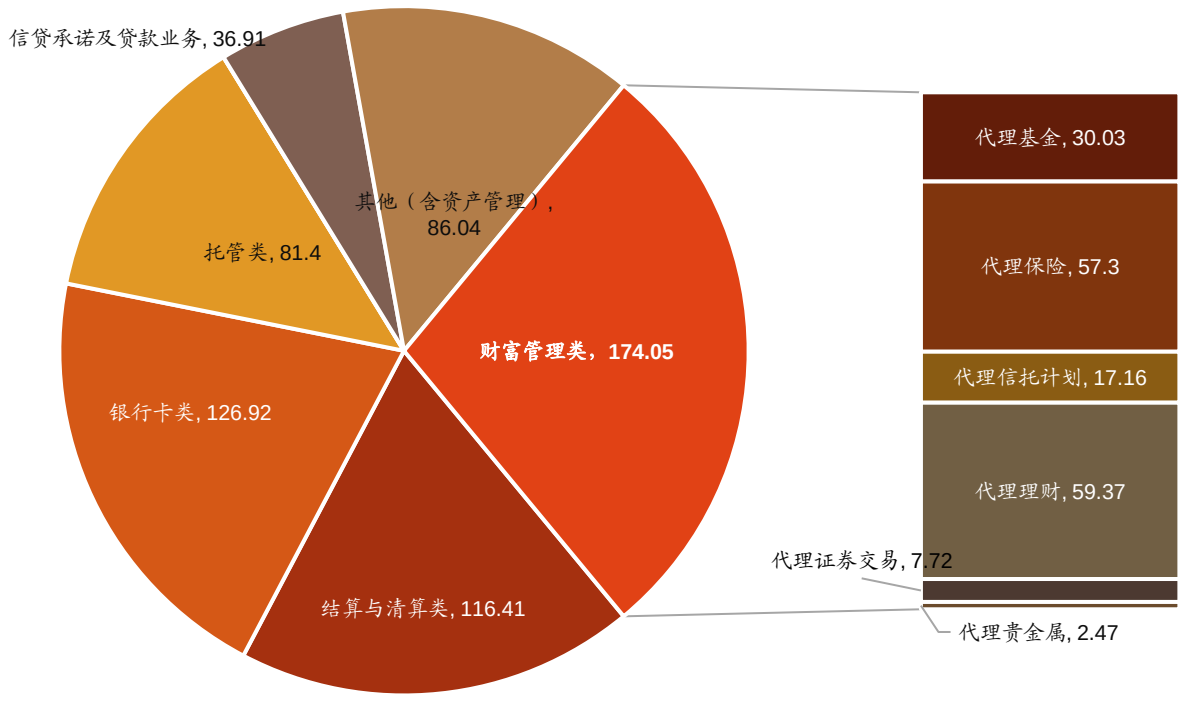
展望未来，微观层面，招行始终坚持以客户为中心，叠加庞大优质的客户基础和逐步成熟的财富生态圈，以及客户全流程陪伴服务体系的持续优化，财富管理能力的铸就已形成了坚固壁垒；**宏观层面，**随着宏观经济逐步企稳，未来居民财富管理的需求仍广阔，**财富管理业务带来的招行估值α终将回归。**

图 30：各项基金保有规模前十（2024 年上半年）



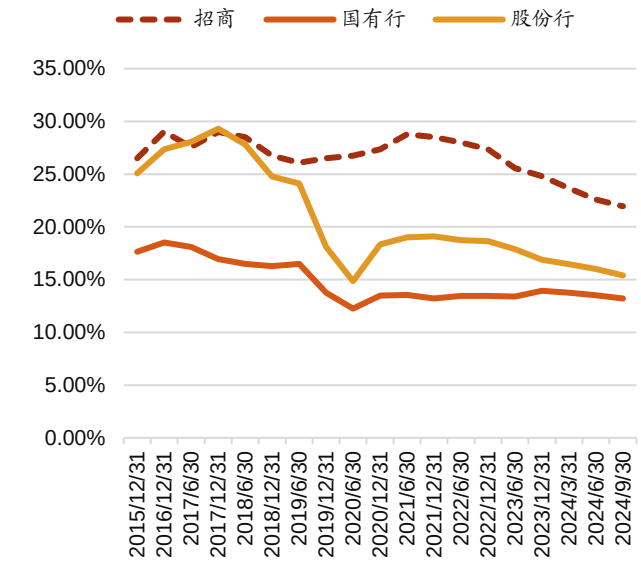
资料来源：Wind，招商证券；注：以非货币市场基金保有规模排名为准

图 31：招商银行手续费及佣金收入结构（2024Q1~3，亿元）



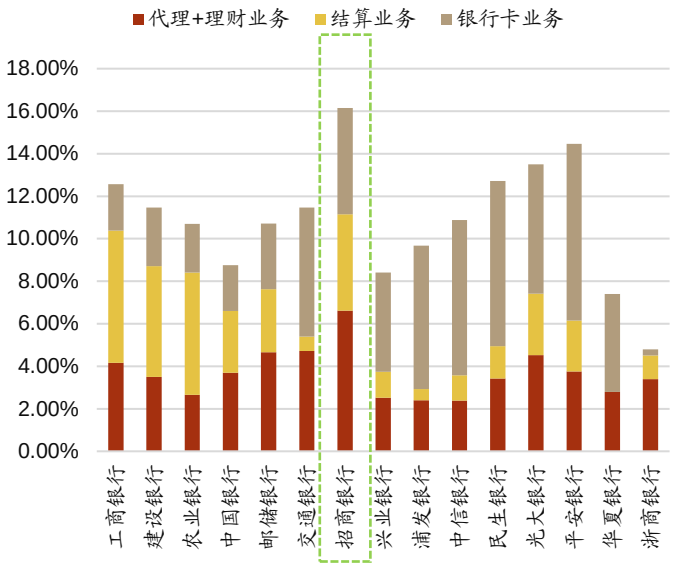
资料来源：Wind，招商证券

图 32：手续费净收入/营业收入(TTM)



资料来源：Wind，招商证券

图 33：国股行各项中收业务营收贡献对比（2024H1）



资料来源：Wind，招商证券

表 8：招商银行各项手续费收入增速及营收贡献

主要业务增速	2021A	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
银行卡业务	-0.89%	13.94%	6.54%	10.44%	-6.15%	-6.12%	-8.62%	-8.76%	-15.79%	-14.10%	-12.78%
结算与清算手续费	9.89%	7.45%	8.87%	8.26%	-14.21%	-0.23%	2.17%	2.93%	5.22%	0.74%	-0.92%
托管及其他受托业务佣金	27.75%	6.58%	6.59%	6.59%	-11.57%	-5.25%	-6.79%	-8.00%	-15.79%	-13.90%	-10.67%
财富管理手续费	25.65%	-8.44%	-13.76%	-13.78%	-12.65%	-10.21%	-6.02%	-12.61%	-32.59%	-32.51%	-27.63%
代理保险收入	48.26%	61.61%	47.81%	51.26%	-7.22%	3.07%	16.94%	2.55%	-50.28%	-57.34%	-54.56%
代销理财收入	10.41%	21.54%	15.87%	5.61%	-23.46%	-25.85%	-24.31%	-20.38%	25.83%	40.39%	47.36%
代理基金收入	30.54%	-48.30%	-48.96%	-46.68%	-11.75%	-17.79%	-22.81%	-16.89%	-32.68%	-25.35%	-26.47%
各项手续费收入/营业收入	**2021A**	**2022H1**	**2022Q1-3**	**2022A**	**2023Q1**	**2023H1**	**2023Q1-3**	**2023A**	**2024Q1**	**2024H1**	**2024Q1-3**
银行卡业务	5.85%	5.98%	6.01%	6.21%	5.79%	5.63%	5.59%	5.76%	5.11%	4.99%	5.02%
结算与清算手续费	4.20%	4.37%	4.34%	4.37%	4.22%	4.37%	4.51%	4.57%	4.66%	4.54%	4.61%
托管及其他受托业务佣金	1.64%	1.70%	1.67%	1.68%	1.59%	1.62%	1.59%	1.57%	1.41%	1.44%	1.46%
财富管理手续费	10.82%	10.54%	9.66%	8.96%	10.05%	9.50%	9.24%	8.39%	7.11%	6.61%	6.89%
代理保险收入	0.025%	0.050%	0.041%	0.036%	0.056%	0.052%	0.048%	0.038%	0.029%	0.023%	0.023%
代销理财收入	0.019%	0.020%	0.020%	0.019%	0.015%	0.015%	0.015%	0.016%	0.020%	0.021%	0.023%
代理基金收入	0.037%	0.019%	0.020%	0.019%	0.017%	0.016%	0.016%	0.016%	0.012%	0.012%	0.012%

资料来源：Wind，招商证券

2、对公协同：综合化布局进行中

我们在前文对比了各家国股行公司金融 ROA 水平，招商银行位列中游，进一步对比各行对公贷款收益率和公司金融营业收入对 ROA 贡献度，**2024H1 招行对公贷款收益率位列国股行第 8，但公司金融营收对 ROA 贡献度位列国股行第 4，显示其综合创收能力并不弱。**

落实到具体业务，招行对公客户体系注重综合化布局，已形成了几大特色：

一是建立分层客户服务体系，深耕战略客户。招行将对公客户分为战略客户、机构客户、同业客户、跨境客户、基础客户，提供差异化的产品和服务，其中战略客户进一步细化为总行级战略客户和分行级战略客户，2024 年 6 月末客户数分别为 321 户、7013 户，仅占总对公客户数的 0.25%，但合计贡献了 39%的对公日均存款和 59%的对公贷款。战略客户一般资质相对较好，虽然贷款利率偏低，但综合化金融需求较高，同时也更有利于为财富、资管业务引流，提升业务协同成效。

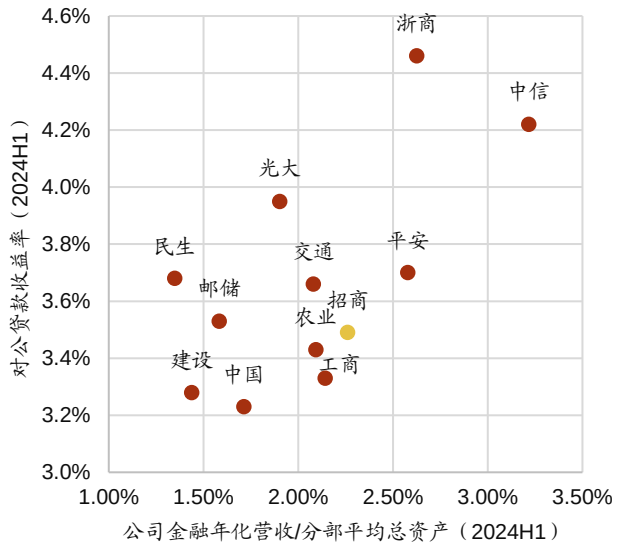
二是实行 FPA 考核，更注重综合创收，与“均衡协同”理念相契合。FPA 即客户融资总量，可以理解为对公客户从银行可获得的全部融资支持，相当于 AUM 之于零售存款。**招行早在 2014 年便率先开始在基层推进 FPA 考核，**其 FPA 分为传统融资和非传统融资两种，**传统融资**包括对公一般性贷款与商票贴现（含转出未到期票据）、承兑、信用证、融资性保函与非融资性保函；**非传统融资**包括资产经营、自营非标、融资性理财、本公司主承销债务融资工具、撮合交易、融资租赁、跨境联动融资、牵头银团贷款八大部分。自披露数据以来，招行非传统融资占总 FPA 比重保持在 40%以上。FPA 考核既可以在传统的信贷业务基础上进一步融合投行承销、自营投资、理财等综合服务，提升客户粘性，同时在战略层面，对公业务作为链接银行同业、投行、资管、财富等各个条线的枢纽，有利于加强各业务条线的协同，提升综合创收。

三是打造“全行服务一家”的体制机制。“全行服务一家”的供应链跨分行协同新模式是招行独有的创新组织形式，其前身为 2019 年提出的“跨分行协同解决思路”，经过近年来的不断优化，目前已成为招行供应链金融服务标准化、体系化、一致化的名片，为供应链核心企业及其上下游企业提供全方位、属地化的供应链金融及综合金融服务，不仅覆盖了全行业，也有效解决了链上普惠小微客户的资金周转难题。2024 年上半年供应链融资业务量依旧保持 20%以上的同比增速。

四是加大重点领域融资支持。公司积极响应国家政策导向，以科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等领域为重点发展方向，绿色信贷、制造业、普惠小微、科技贷款保持高增。

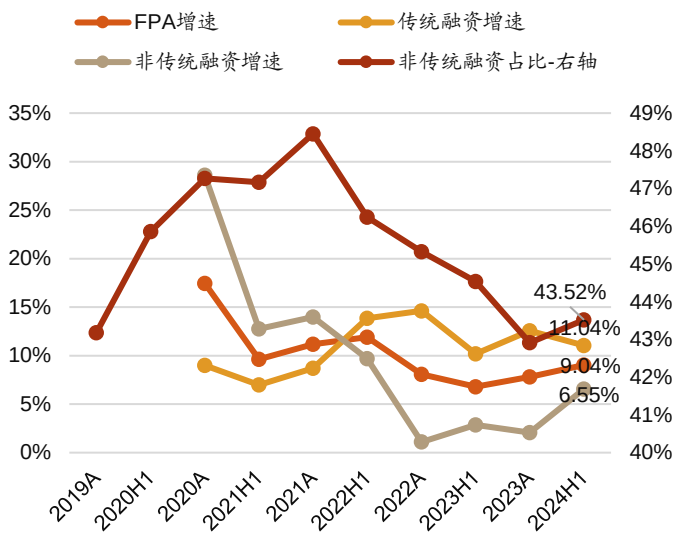
2024 年，招商银行公司客户总数已突破 300 万大关，客群规模位于股份制银行前列，持续的综合化经营下，相对优势正不断积累。未来随着“价值银行”战略的纵深推进，对公板块综合创收能力有望进一步强化，成为招行的新价值曲线。

图 34：招商对公贷款收益率低，但对公综合收益高



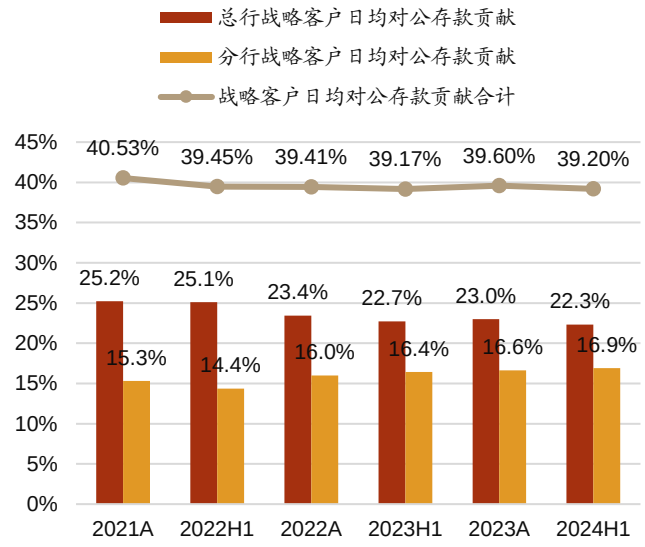
资料来源：Wind，招商证券

图 35：招商银行 FPA 增速及结构



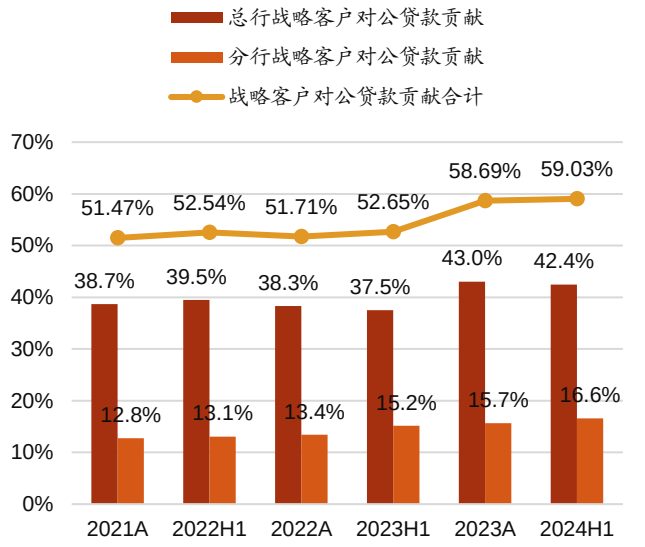
资料来源：Wind，招商证券

图 36：战略客户对公存款贡献度



资料来源：Wind，招商证券

图 37：战略客户对公贷款贡献度



资料来源：Wind，招商证券

表 9：股份行对公贷款结构对比（2024H1）

2024H1	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
对公贷款结构	**50.8%**	**41.1%**	**60.5%**	**58.5%**	**52.2%**	**55.0%**	**58.2%**	**41.3%**	**65.4%**	**66.1%**
制造业	18.15%	19.01%	20.47%	18.93%	16.09%	18.91%	21.14%	13.85%	15.24%	19.69%
批发和零售业	8.67%	6.51%	7.87%	5.99%	7.02%	11.30%	7.11%	8.96%	8.39%	14.90%
交通运输、仓储和邮政业	5.87%	16.46%	4.84%	5.77%	4.51%	6.30%	5.42%	4.04%	4.28%	1.21%
房地产业	11.04%	10.60%	12.81%	11.00%	8.50%	12.73%	6.93%	16.25%	6.15%	14.37%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	4.57%	9.59%	5.51%	5.01%	3.48%	5.17%	4.08%	2.63%	4.64%	1.00%
建筑业	4.91%	4.20%	4.67%	5.45%	3.72%	4.89%	6.96%	3.25%	5.95%	5.10%
采矿业	1.89%	1.57%	2.57%	2.35%		2.47%		1.31%	2.01%	0.94%
信息传输、软件和信息技术服务业	2.14%	3.87%	1.52%	2.38%	1.93%	1.59%				1.54%
住宿和餐饮业	0.58%		0.22%	0.14%						1.39%
农、林、牧、渔业	0.91%		0.78%	0.43%		0.82%	2.39%	0.22%		0.82%
金融业	3.76%	4.20%	1.26%	5.22%	2.71%	5.51%	4.32%		3.56%	3.29%
水利、环境和公共设施管理业	8.08%	1.31%	8.25%	5.99%	14.25%	6.47%	14.50%		8.66%	5.17%
租赁和商务服务业	18.19%	6.24%	19.06%	18.10%	17.99%	20.64%	14.91%		29.04%	19.53%
教育	0.39%		0.37%	0.56%						0.25%
卫生和社会工作	4.98%		0.45%	0.42%				18.91%		0.13%
科学研究和技术服务业	1.26%		1.07%	1.24%		1.14%				1.58%
居民服务、修理和其他服务业	0.12%		0.12%	0.05%						0.18%
文化、体育和娱乐业	0.45%		0.24%	0.62%						0.48%

资料来源：Wind，招商证券

表 10：招商银行贷款增量结构

招商	余额占比			同比增速			较年初增量占比		
	2022A	2023A	2024H1	2022A	2023A	2024H1	2022A	2023A	2024H1
个人贷款	**52.2%**	**52.8%**	**52.5%**	**5.8%**	**8.7%**	**6.4%**	**36.1%**	**60.4%**	**43.2%**
个人住房贷款	23.0%	21.3%	20.4%	1.1%	-0.3%	-0.2%	3.1%	-0.8%	-4.2%
个人消费贷款	3.3%	4.6%	5.6%		49.1%		42.0%	21.7%	31.9%
经营性贷款	10.4%	11.5%	12.0%	12.3%	19.1%	13.6%	14.4%	26.3%	23.5%
信用卡应收账款	14.6%	14.4%	13.6%	5.3%	5.8%	1.5%	9.2%	11.2%	-6.9%
其他	0.9%	1.0%	0.9%	-74.0%	16.2%	-81.7%	-32.5%	1.9%	-1.1%
票据贴现	**8.5%**	**7.2%**	**6.4%**	**19.2%**	**-8.4%**	**-3.2%**	**17.2%**	**-9.4%**	**-15.2%**
对公贷款	**39.3%**	**39.9%**	**41.1%**	**10.4%**	**9.4%**	**7.6%**	**46.7%**	**49.0%**	**72.0%**
制造业	7.7%	8.9%	9.0%	39.7%	23.9%	10.9%	27.5%	24.3%	13.7%
批发和零售业	3.0%	3.0%	3.1%	22.7%	9.4%	12.8%	6.9%	3.7%	4.6%
基建	12.7%	12.7%	13.0%	9.2%	7.6%	6.9%	13.4%	12.8%	20.3%
房地产业	6.2%	5.0%	5.0%	-6.4%	-13.1%	-4.4%	-5.3%	-10.8%	5.6%
租赁和商务服务业	2.7%	3.0%	3.0%	-7.4%	19.1%	7.1%	-2.7%	6.8%	3.1%
建筑业	1.7%	1.7%	2.0%	-12.5%	5.1%	14.3%	-3.1%	1.2%	9.8%
其他行业	5.2%	5.6%	6.0%	18.0%	15.9%	11.3%	10.0%	11.0%	14.9%

资料来源：Wind，招商证券

3、金融科技：价值实现的推进器

招行一路以来逐步成长为规模领先、效益领先的零售之王，其中离不开金融科技的赋能，而对于金融科技的前瞻性布局也是招行战略格局和创新基因的一种体现。

（1）架构：迭代优化，与时俱进

2017 年，面对移动互联、大数据、云计算、人工智能、区块链等前沿科技的快速进步，以及零售业务竞争环境的变化，**招行正式将公司定位为金融科技银行，**将金融科技作为转型发展的核动力，为业务发展全面赋能。

2019 年底，招行将总行战略规划与执行部更名为金融科技办公室，重新定位为全行金融科技的统筹管理与推动部门，目的是要强化中台职能。这个动作可谓具有标志性意义，招行总行金融科技办公室成为全行金融科技协同创新的发动机和决策中心。

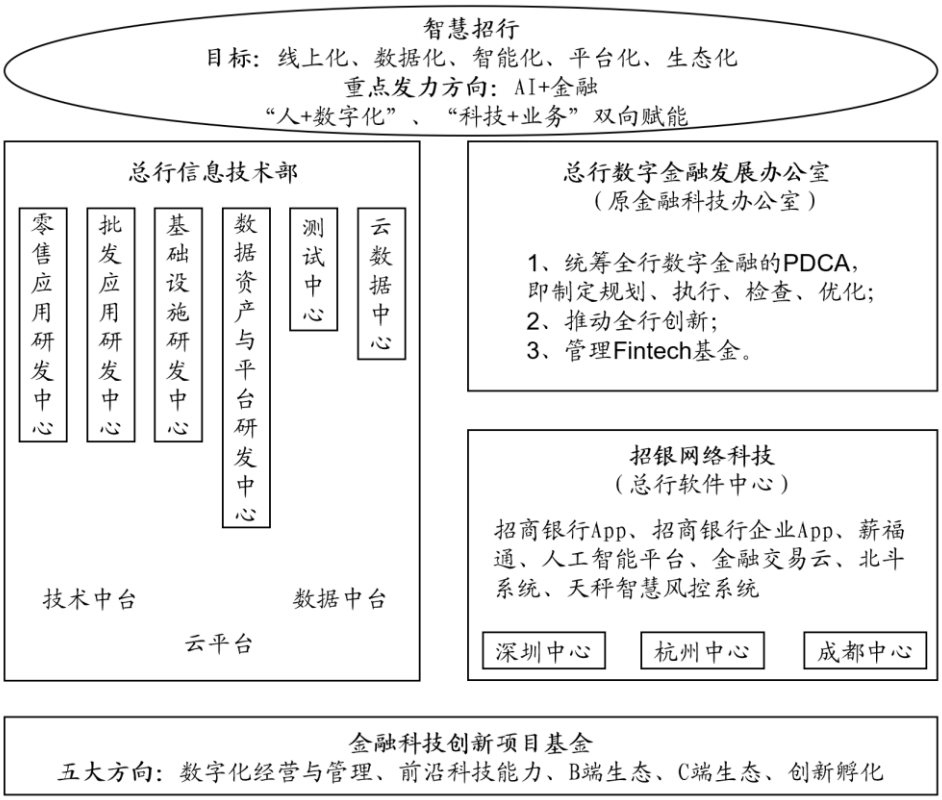
2022 年，招行正式设立了“云数据中心”二级部门，该中心不仅肩负着数据存储与计算的核心基础设施职能，更是使银行业务流程迈向智能化的关键驱动力。借助云计算技术的深厚底蕴，招行能够将实时数据流嵌入到日常业务的每一个环节，确保业务流程能够对多样化的场景需求做出智能响应。这一“数据引领流程优化，流程反哺数据丰富”的良性循环，将数据与流程紧密融合为一个不可分割的有机系统，共同驱动招行业务的智能化与数字化转型进程。

2023 年，招行加强数字化转型顶层设计，制定《招商银行数字化转型三年规划纲要》，围绕线上化、数据化、智能化、平台化、生态化，着力打造“数字招行”，不断提升数字化治理水平。

2024 年 3 月，招行将金融科技办公室更名为数字金融发展办公室，且对职责范围进行了更新。**此举是为了顺应新一代人工智能技术的崛起**，数字金融发展办公室的职责分为三方面：一是负责全行数字金融的 PDCA 循环，即制定规划、推动执行、检查评价、优化更新；二是推动全行创新；三是管理 Fintech 基金。

随着战略与定位转变，招行及时调整内部组织架构，确保数字技术与零售业务的深度融合，为数智零售的转型提供了组织保障。

图 38：招商银行金融科技布局



资料来源：公司财报，招商证券

（2）投入：资金、人才、子公司三元驱动

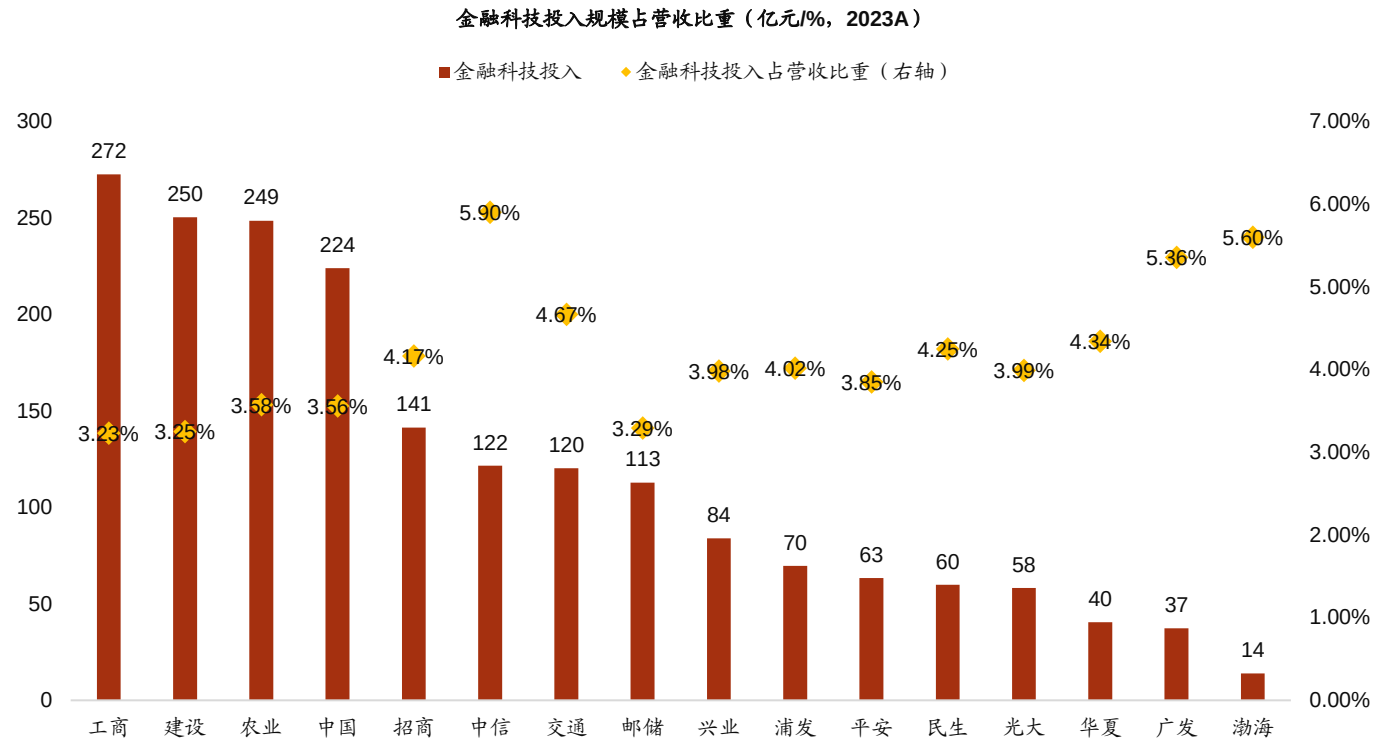
制度保障资金稳定投入。2019 年 10 月，招行在公司章程中明确写道：“每年投入金融科技的整体预算额度原则上不低于上一年度本行经审计的营业收入（集团口径）的 3.5%；其中，投入经董事会授权成立的‘招商银行金融科技创新项目基金’的预算额度原则上不低于本行上一年度经审计的营业收入（集团口径）的 1%”。2020 年，“金融科技创新项目基金”的预算比例提升至上年度营业收入的 1.5%。对于资金投入的明确规定不仅向外界传递出招行转型“金融科技”银行的决心与魄力，也确保了公司持续在科技创新领域的投资和资源分配，巩固在行业中的领先地位。2023 年末，招行信息科技投入 141.26 亿元，占比达到营业收入的 4.59%。

创新是第一动力，人才是第一资源。科技创新的目标也带动了对于专业人才的需求，招行始终重视对数字化人才的储备、培养，截至 2024 年 6 月末，集团研发人员达 10,653 人，占本集团员工总数的 9.23%。招行通过创新举办“AI 营”，积极探索人工智能在金融领域的应用，研究“AI+金融”领域人才定位，构建线上+线下的人才选拔模式，加强对 AI 技术人才的招聘规划。

科技子公司助力专业技术支持。2002 年，招行成立全资子公司招银网络科技，作为总行软件中心，招银网络科技定位于招商银行集团大财富管理价值循环链的科技赋能与支撑引擎，致力于支持“数字招行”的高质量发展，是推动招商银行金融科技发展战略前进的核心动力。2016 年，招行成立全资金融科技子公司招银云创信息技术有限公司，2020 年，在招行全新的战略定位和转型升级要求下，

招银云创启动管理与业务创新，聚焦企业数字化服务能力改造，全力以赴奔赴互联网新赛道，以新生的金融科技基因重塑核心优势、拓宽金融边界，实现招行金融科技服务能力集约化发展。

图 39：主要国股行科技投入规模对比



资料来源：Wind，招商证券

表 11：目前银行系金融科技子公司布局

银行	金融科技子公司	成立日期	注册资金
招商	**招银网络科技（深圳）有限责任公司**	**2002/11/15**	**6500 万元**
	招银云创信息技术有限公司	**2016/2/23**	**2.49 亿元**
兴业	兴业数字金融服务（上海）股份有限责任公司	2015/11/10	6 亿元
平安	上海壹账通金融科技有限责任公司	2015/12/29	12 亿元
光大	光大科技有限责任公司	2016/12/20	1 亿元
建设	建信金融科技有限责任公司	2018/4/12	16 亿元
民生	民生科技有限责任公司	2018/4/26	2 亿元
华夏	龙盈智达（深圳）科技有限责任公司	2018/5/23	2100 万元
工商	工银科技有限责任公司	2019/3/25	6 亿元
北京	北银金融科技有限责任公司	2019/5/16	5000 万元
中国	中银金融科技有限责任公司	2019/6/11	6 亿元
浙商	易企银（杭州）科技有限公司	2020/2/27	2000 万元
农业	农银金融科技有限责任公司	2020/7/28	6 亿元
交通	交银金融科技有限公司	2020/8/25	6 亿元
廊坊	廊坊易达科技有限公司	2020/11/18	200 万元
济宁	山东济银数字科技有限公司	2020/11/30	500 万元
浙江农信	浙江农商数字科技有限责任公司	2020/12/10	1 亿元
广西农信	广西桂盛金融信息科技服务有限公司	2020/12/16	1200 万元
浦发	浦银金融科技有限公司	2021/5/28	10 亿元
盛京	盛银数科(沈阳)技术有限公司	2021/7/14	1000 万元
长沙	湖南长银数字科技有限责任公司	2022/7/1	1000 万元
渝农商	重庆渝银金融科技有限责任公司	2023/11/29	1 亿元

资料来源：公司财报，招商证券

（3）成果：应用场景多维覆盖

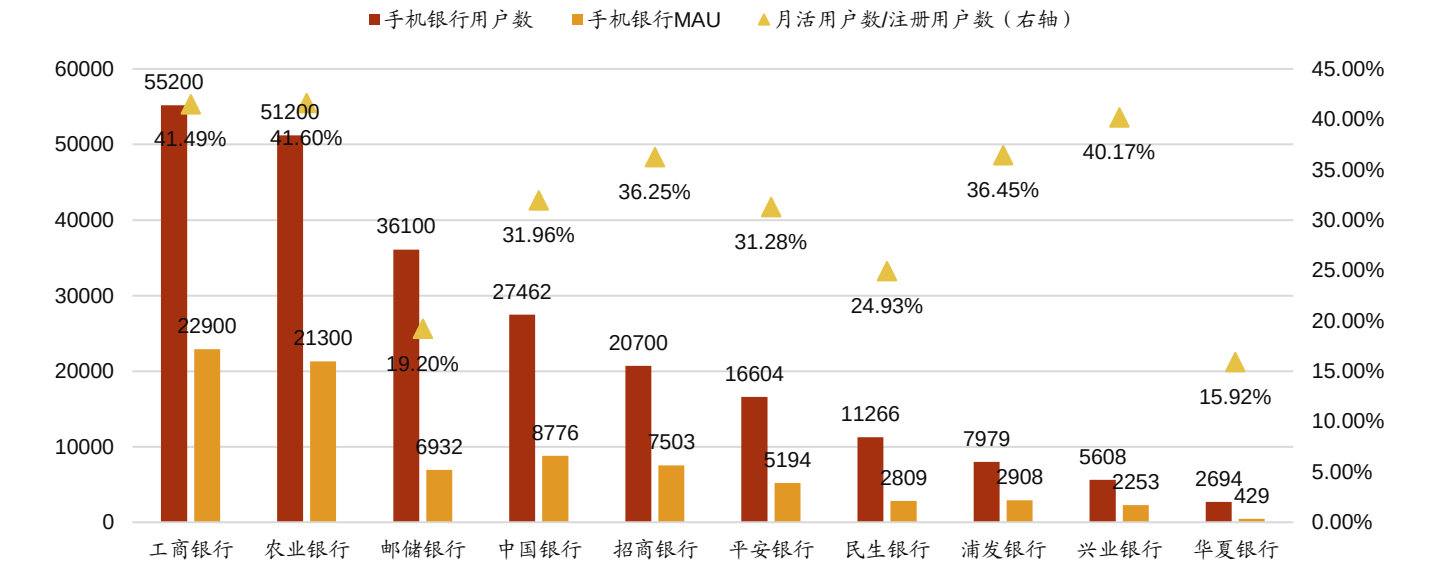
零售客户服务方面，依托两大 APP，加快从“线上零售”向“数智零售”转型升级。招行持续深化招商银行 App 智能服务，运用大模型技术，推动“小招”从“预设式”财富助理向“智能”银行助理转型，在业务办理和咨询等场景中提供个性化、一站式解决方案，提升问题解决能力。截至 2024 年 6 月末，招商银行 App 和掌上生活 App 的 MAU 达 1.17 亿户；2024 年 1-6 月，零售信贷业务数字化获客在零售信贷业务整体获客中的占比超 50%，占据半壁江山。

对公客户服务方面，业务层面打造“人+数字化”服务模式，实现客户服务和经营模式全面升级，截至 2024 年 6 月末，融资业务线上化率 93.32%，外汇业务线上化率 77.32%。渠道层面推进网上企业银行、招商银行企业 App 和企业微信等数字化渠道建设，提升数字化渠道平台“智能化、移动化、国际化”能力。截至 2024 年 6 月末，批发线上渠道月活跃客户数达 189.19 万户，同比增长 17.96%。服务层面，以科技服务企业数字化转型需求，为企业提供不同发展阶段的财资管理数字化服务。截至 2024 年 6 月末，财资管理云服务企业客户达 54.07 万户。产品层面，通过整合内外部数据，积极应用智能化手段、模型化方法创设“招企贷”、“招链易贷”、“经销易贷”等数字化信贷产品。

风险控制方面，招商银行综合应用内外部数据，加快构建数智驱动的“堡垒式”风险与合规管理体系，助推业务高质量发展。例如，公司加快建设集团风险管理系统，打造对公资产业务全流程风险管理平台，表内外“全业务”智能化预警覆盖率已达到 100%。同时，实现基于大语言模型技术快速生成客户风险洞察报告和行业分析 AI 报告，辅助客户经理和信贷人员提升客户尽调和信贷审查效率。

管理运营方面，招行持续强化智能化工具的应用能力，提升全行精细化管理能力。例如，零售条线聚焦经营分析与业务策略，以智能助手为载体加速对中台和一线员工的数智化赋能，提升零售条线协同与管理效率；批发条线“火眼”报表平台助力行内经营机构快速生成各类报表并对数据进行多维度分析，实现全行自主敏捷用数。

图 40：手机银行 App 用户数&MAU（万户，2023A）



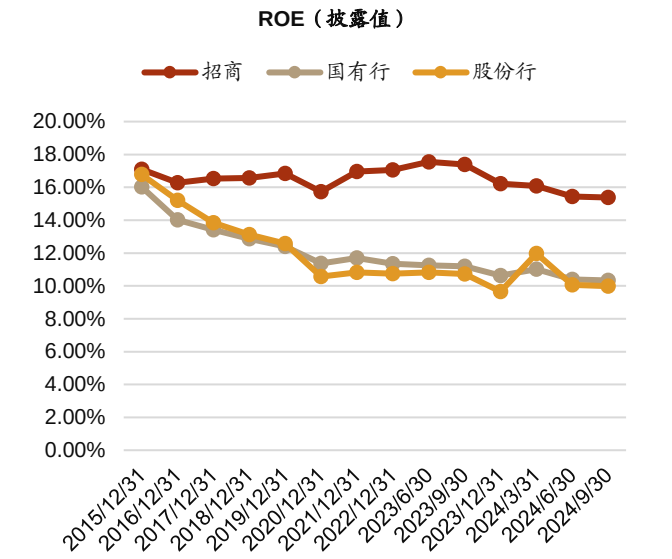
资料来源：银行财报，招商证券

五、财务表现：堡垒依旧，弹性可期

招商银行长期坚持“质量为本、效益优先、规模适度、结构合理”的发展理念，遵循“增量-增收-增效-增值”的价值创造逻辑，经过持续的战略升级和结构优化，已构筑了一张堡垒式资产负债表，这也是其盈利能力得以穿越周期的底气。

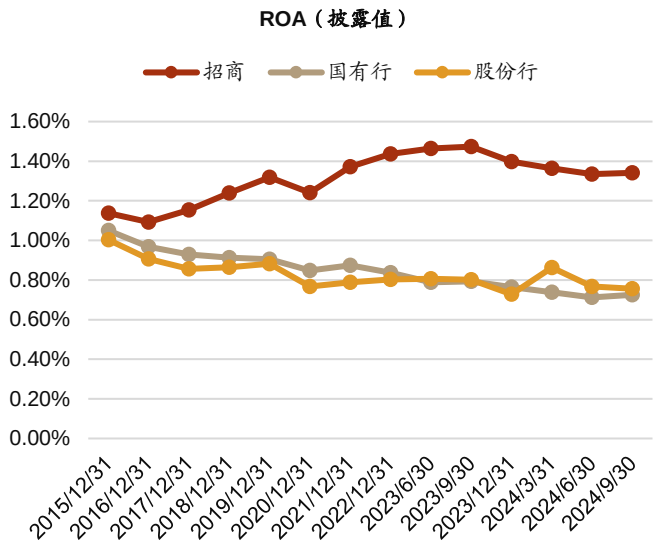
堡垒式资产负债具体表现为低于行业平均的负债成本、韧性更强的息差、高中收、稳健的资产质量，最终体现为长期优于行业的 ROE、ROA 水平，以及可持续的资本内生能力。

图 41：招商银行 ROE 领先同业



资料来源：Wind，招商证券

图 42：招商银行 ROA 领先同业



资料来源：Wind，招商证券

1、盈利质量：ROE 总量结构双优

招行 ROA、ROE 长期领先可比同业。2024 年前三季度，招商银行年化 ROA（测算值）为1.34%，较股份行平均高出 58bp，拆分来看，**招商银行利息支出、中收、减值损失较上市股份行平均分别贡献了 44bp、34bp、23bp 的相对优势**（若在股份行样本中剔除招行，则三项相对优势将分别扩大至 50bp、39bp、26bp）。利息支出优势来源于招行优秀的负债管理和存款派生能力，中收优势得益于对零售财富管理和对公综合化经营的持续深耕，减值损失优势则彰显了公司审慎的风险文化和优秀的风控能力。**多年零售战略深耕和轻型化运营下，招行兼具高盈利能力和低信用成本，形成了堡垒式客户模式和资产负债表结构。**

近两年，招行 ROE 的相对优势有所收敛，是宏观经济下行导致客户基础优势兑现能力的收敛，具体来看：其一，在经济下行期，信贷需求偏弱，市场利率下行，货币政策偏积极，资产端收益率下行较快，负债端存款挂牌利率也经历了多轮下调，行业负债成本率普遍改善，这一背景下，存款量价本身较优的招行负债端成本相对优势有所收敛；**其二，**近两年资本市场波动较大，且受到保险、基金降费影响，银行代销手续费及佣金收入普遍下降，另外消费端偏弱，信用卡风险暴露加剧，银行卡相关手续费同样承压，招行作为中收业绩高贡献的银行，受到的负

面影响也会更大，相对优势收敛；**其三，**近两年对公资产质量相对稳健，但零售端风险暴露明显提升，零售资产占比高的招行受影响会更大。

展望后续，宏观层面，中央定调“财政政策更加积极”和“货币政策适度宽松”，财政政策表述类比 20 年，货币政策基调类比 08 年，未来货币和财政政策力度值得期待，预计随着本轮宏观政策落地兑现，经济增长和资本市场也将明显回升。另外宏观政策促进经济活跃度上升，有助于促进银行中收回升，同时消解系统性风险担忧，降低银行不良生成压力；**微观层面，**虽然相对优势收敛，但绝对优势仍在，堡垒式的资产负债表难以复刻，招行 ROE 总量和结构方面的优势将持续，且随着经济逐步企稳，消费端改善，招行的基本面有望率先好转，进一步巩固 ROE 优势。

表 12：累计 ROE 拆分横向对比：低负债成本、高中收贡献、低信用成本

2024Q1~3	上市银行	国有行	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
营业收入	2.06%	1.89%	2.24%	2.97%	2.14%	1.88%	2.36%	1.76%	2.00%	2.63%	2.21%	2.18%
利息净收入	1.46%	1.42%	1.50%	1.85%	1.45%	1.25%	1.60%	1.28%	1.42%	1.71%	1.46%	1.48%
利息收入	3.40%	3.14%	3.40%	3.31%	3.39%	3.14%	3.40%	3.30%	3.46%	3.61%	3.46%	3.53%
利息支出	1.94%	1.72%	1.90%	1.46%	1.94%	1.89%	1.80%	2.02%	2.04%	1.90%	2.00%	2.06%
非利息收入	0.60%	0.46%	0.74%	1.12%	0.69%	0.63%	0.76%	0.48%	0.58%	0.92%	0.75%	0.70%
手续费及佣金净收入	0.17%	0.24%	0.31%	0.65%	0.25%	0.26%	0.35%	0.25%	0.30%	0.44%	0.13%	0.17%
净其他非息收入	0.42%	0.22%	0.43%	0.47%	0.43%	0.37%	0.41%	0.24%	0.29%	0.48%	0.61%	0.54%
营业支出	0.62%	0.65%	0.67%	0.90%	0.59%	0.55%	0.70%	0.62%	0.58%	0.75%	0.69%	0.63%
税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.03%
管理费用	0.60%	0.63%	0.64%	0.88%	0.57%	0.53%	0.68%	0.60%	0.55%	0.72%	0.67%	0.61%
营业外支出（负为收入）	0.02%	0.07%	0.02%	0.06%	0.00%	0.01%	0.00%	0.04%	0.02%	0.00%	0.05%	0.02%
PPOP	1.42%	1.16%	1.55%	2.00%	1.55%	1.33%	1.66%	1.10%	1.41%	1.88%	1.46%	1.53%
资产减值损失	0.51%	0.35%	0.66%	0.43%	0.62%	0.78%	0.75%	0.55%	0.48%	0.75%	0.69%	0.89%
利润总额	0.91%	0.82%	0.89%	1.58%	0.93%	0.54%	0.91%	0.56%	0.93%	1.12%	0.78%	0.64%
所得税	0.10%	0.09%	0.13%	0.24%	0.11%	0.03%	0.15%	0.02%	0.17%	0.19%	0.19%	0.09%
ROAA（净利润）	0.81%	0.73%	0.76%	1.34%	0.82%	0.52%	0.76%	0.53%	0.75%	0.93%	0.59%	0.55%
ROAE	10.47%	9.60%	9.21%	13.64%	10.09%	6.57%	9.16%	6.51%	9.09%	11.00%	7.52%	9.31%
权益乘数	13.04	13.37	12.54	10.18	12.30	12.73	11.98	12.23	12.06	11.77	12.83	16.82
贷款/总资产	53.6%	56.8%	55.8%	55.8%	54.5%	55.7%	59.5%	56.9%	55.6%	57.5%	52.8%	54.4%
减值损失/总贷款	0.95%	0.61%	1.18%	0.77%	1.14%	1.41%	1.26%	0.96%	0.87%	1.31%	1.30%	1.64%
资产端收益率-资产减值损失	2.89%	2.80%	2.74%	2.88%	2.77%	2.36%	2.65%	2.75%	2.98%	2.85%	2.77%	2.64%
投资净收益/总资产	0.24%	0.09%	0.25%	0.22%	0.31%	0.21%	0.24%	0.20%	0.14%	0.32%	0.29%	0.29%
公允价值变动损益/总资产	0.04%	0.02%	0.02%	0.03%	0.00%	0.02%	0.04%	-0.08%	0.06%	0.03%	0.08%	0.04%
净其他非息-其他项/总资产	0.14%	0.12%	0.16%	0.22%	0.13%	0.14%	0.13%	0.11%	0.09%	0.13%	0.25%	0.20%
其他综合收益/总资产	0.06%	0.05%	0.05%	0.13%	0.03%	0.05%	0.07%	0.02%	0.06%	-0.01%	0.06%	0.02%
广义其他非息/总资产	0.34%	0.15%	0.32%	0.37%	0.34%	0.28%	0.35%	0.15%	0.26%	0.34%	0.43%	0.36%

资料来源：Wind，招商证券

表 13：累计 ROE 拆分纵向对比：其他非息高增，管理费用改善

招商-累计	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2020Q1~3	2021Q1~3	2022Q1~3	2023Q1~3	2024Q1~3
营业收入	3.81%	3.68%	3.76%	3.56%	3.20%	3.79%	3.88%	3.73%	3.34%	2.97%
利息净收入	2.44%	2.35%	2.32%	2.25%	2.03%	2.37%	2.32%	2.28%	2.08%	1.85%
利息收入	4.14%	3.90%	3.71%	3.65%	3.55%	3.95%	3.73%	3.68%	3.60%	3.31%
利息支出	1.69%	1.55%	1.40%	1.39%	1.52%	1.58%	1.41%	1.40%	1.52%	1.46%
非利息收入	1.36%	1.34%	1.45%	1.31%	1.18%	1.42%	1.56%	1.44%	1.26%	1.12%
手续费及佣金净收入	1.01%	1.01%	1.07%	0.97%	0.79%	1.08%	1.17%	1.07%	0.86%	0.65%
净其他非息收入	0.35%	0.33%	0.37%	0.33%	0.38%	0.34%	0.39%	0.38%	0.40%	0.47%

营业支出	1.26%	1.26%	1.28%	1.20%	1.08%	1.17%	1.16%	1.13%	1.03%	0.90%
税金及附加	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	1.22%	1.23%	1.25%	1.17%	1.06%	1.14%	1.13%	1.10%	1.00%	0.88%
营业外支出（负为收入）	0.04%	0.05%	0.05%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%	0.07%	0.06%	0.06%
PPOP	2.52%	2.37%	2.43%	2.29%	2.06%	2.58%	2.67%	2.53%	2.24%	2.00%
资产减值损失	0.86%	0.82%	0.75%	0.59%	0.39%	0.90%	0.87%	0.71%	0.51%	0.43%
利润总额	1.65%	1.55%	1.68%	1.70%	1.67%	1.68%	1.80%	1.82%	1.73%	1.58%
所得税	0.33%	0.31%	0.31%	0.27%	0.27%	0.36%	0.34%	0.30%	0.26%	0.24%
ROAA（净利润）	1.32%	1.24%	1.37%	1.44%	1.40%	1.32%	1.46%	1.52%	1.47%	1.34%
ROAE	16.23%	14.67%	15.27%	15.44%	14.64%	15.63%	16.63%	16.19%	15.66%	13.64%
权益乘数	12.30	11.82	11.13	10.75	10.47	11.85	11.42	10.66	10.63	10.18
贷款/总资产	57.67%	57.46%	57.69%	57.28%	56.70%	58.57%	59.26%	59.19%	58.06%	55.75%
减值损失/总贷款	1.50%	1.43%	1.30%	1.02%	0.69%	1.53%	1.47%	1.19%	0.88%	0.77%
资产端收益率-资产减值损失	3.28%	3.07%	2.97%	3.06%	3.16%	3.05%	2.86%	2.98%	3.09%	2.88%
投资净收益/总资产	0.22%	0.24%	0.25%	0.21%	0.21%	0.20%	0.19%	0.17%	0.17%	0.22%
公允价值变动损益/总资产	0.01%	-0.02%	0.00%	-0.03%	0.02%	-0.04%	0.01%	0.00%	0.01%	0.03%
净其他非息-其他项/总资产	0.13%	0.11%	0.12%	0.15%	0.15%	0.17%	0.19%	0.21%	0.22%	0.22%
其他综合收益/总资产	0.05%	-0.04%	0.08%	0.01%	0.03%	-0.05%	0.06%	0.04%	-0.01%	0.13%
广义其他非息/总资产	0.41%	0.29%	0.46%	0.35%	0.41%	0.28%	0.45%	0.42%	0.39%	0.60%

资料来源：Wind，招商证券

表 14：招商银行长期保持 ROE 总量及结构的相对优势

招商【减】股份行-累计	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2020Q1~3	2021Q1~3	2022Q1~3	2023Q1~3	2024Q1~3
营业收入	0.76%	0.75%	0.94%	0.91%	0.84%	0.81%	1.00%	0.98%	0.88%	0.73%
利息净收入	0.24%	0.17%	0.29%	0.35%	0.35%	0.18%	0.28%	0.36%	0.37%	0.35%
利息收入	-0.36%	-0.38%	-0.33%	-0.24%	-0.16%	-0.36%	-0.34%	-0.22%	-0.14%	-0.09%
利息支出	-0.60%	-0.55%	-0.62%	-0.59%	-0.51%	-0.55%	-0.62%	-0.59%	-0.52%	-0.44%
非利息收入	0.52%	0.58%	0.65%	0.56%	0.48%	0.63%	0.72%	0.62%	0.51%	0.38%
手续费及佣金净收入	0.48%	0.51%	0.58%	0.52%	0.44%	0.56%	0.65%	0.60%	0.47%	0.34%
净其他非息收入	0.04%	0.07%	0.07%	0.04%	0.04%	0.07%	0.07%	0.02%	0.04%	0.04%
营业支出	0.38%	0.43%	0.45%	0.38%	0.33%	0.39%	0.39%	0.36%	0.31%	0.24%
税金及附加	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	0.37%	0.42%	0.44%	0.38%	0.33%	0.38%	0.39%	0.36%	0.31%	0.24%
营业外支出（负为收入）	0.02%	0.03%	0.03%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.05%	0.04%	0.04%
PPOP	0.37%	0.30%	0.46%	0.48%	0.47%	0.40%	0.58%	0.57%	0.53%	0.46%
资产减值损失	-0.23%	-0.34%	-0.28%	-0.27%	-0.35%	-0.30%	-0.21%	-0.22%	-0.26%	-0.23%
利润总额	0.60%	0.64%	0.75%	0.76%	0.82%	0.70%	0.79%	0.80%	0.79%	0.69%
所得税	0.16%	0.17%	0.16%	0.12%	0.15%	0.20%	0.18%	0.14%	0.12%	0.10%
ROAA（净利润）	0.44%	0.47%	0.58%	0.63%	0.67%	0.50%	0.61%	0.66%	0.67%	0.58%
ROAE	4.61%	4.95%	5.47%	5.59%	5.64%	5.14%	5.97%	5.66%	5.75%	4.43%
权益乘数	(0.93)	(0.96)	(1.46)	(1.74)	(2.20)	(1.03)	(1.31)	(1.82)	(2.01)	(2.37)
贷款/总资产	2.32%	1.30%	0.65%	0.60%	1.14%	2.67%	1.84%	1.82%	1.65%	-0.10%
减值损失/总贷款	-0.48%	-0.65%	-0.51%	-0.50%	-0.64%	-0.61%	-0.41%	-0.43%	-0.49%	-0.42%
资产端收益率-资产减值损失	-0.13%	-0.04%	-0.05%	0.04%	0.19%	-0.06%	-0.13%	0.00%	0.12%	0.14%
投资净收益/总资产	-0.02%	0.02%	0.03%	-0.03%	-0.05%	0.00%	0.04%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
公允价值变动损益/总资产	0.00%	0.00%	-0.03%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.04%	-0.01%	-0.02%	0.00%
净其他非息-其他项/总资产	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%	0.09%	0.07%	0.07%	0.06%	0.09%	0.07%
其他综合收益/总资产	0.02%	0.02%	0.05%	0.04%	-0.01%	0.02%	0.03%	0.05%	-0.02%	0.08%
广义其他非息/总资产	0.07%	0.09%	0.12%	0.07%	0.04%	0.08%	0.10%	0.07%	0.02%	0.12%

资料来源：Wind，招商证券

2、资负结构：堡垒依旧，优势显著

从资负两端来看，（1）资产端，招行贷款占生息资产比重为 58.8%，其中个人贷款占总贷款比重 24Q3 末达 52.9%，位于上市银行前列，个人住房按揭贷款占总贷款比重高达 20.4%，远高于股份行平均，对公贷款信贷投放资源也集中在战略客户，总体资产端风险偏好相对较低，2024Q1~3 测算生息资产收益率 3.51%，高于国有行平均，但较股份行平均低 23bp，显示更审慎的风险偏好；**（2）负债端，**招行负债端有着存款占比高，活期存款占比高的双重优势。截至 2024 年 9 月末，招行存款占生息资产比重达 86.4%，高于大行平均，比股份行平均高 20pct，截至 2024 年 6 月末，招行活期存款占存款比重达 52%，较国股行平均值高 15pct。**24Q1~3 公司测算计息负债成本率 1.68%，较上市股份行、国有行平均分别低 44bp、24bp。**

招商银行净息差水平长期保持着相对优势，2024Q1~3 公司测算净息差 1.96%，位列上市国股行第一，较上市股份行、国有行平均分别高出 31bp、48bp。

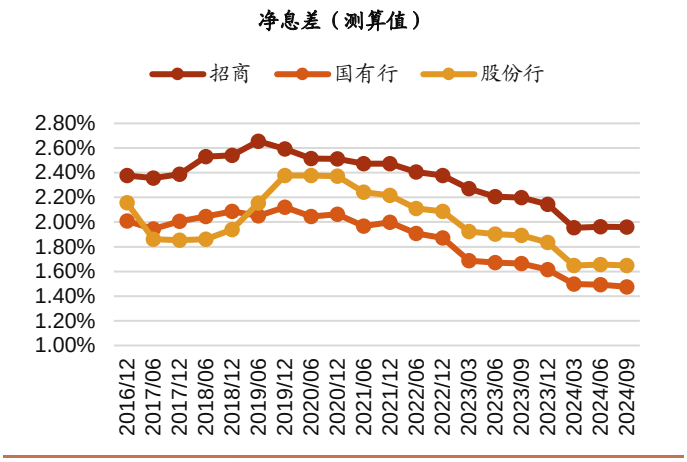
息差优势在于低负债成本，而低负债成本是招商银行存款量价优势的体现。存款优势的沉淀需要久久为功，20 年来招行步步为营，铸造了坚固的存款护城河。

一方面得益于零售业务的先发优势和前瞻的战略部署，招行早在 2007 年就率先实行按 AUM 考核代替存款考核的理念，逐步引导全行零售业务从存贷款经营思维向财富管理思维转变，多年来积累了大量优质、高粘性的零售客户。后续随着财富管理业务的发展，有效促进了招行存款端的活化，不论是高净值客户满足日常流动性需求的“主动性活期存款”，还是资管产品集合期和间歇期产生的“被动性活期存款”，既贴近客户需求，进一步加强客户粘性，又提高了活期存款的留存。截至 2024 年 6 月末，招行零售活期存款占零售存款比重高达 47.8%，远高于股份行平均（30.4%）和国有行平均（32.6%）。

另一方面得益于对公综合化经营能力的提升。招行早在 2014 年提出对公的考核也从贷款转向 FPA（客户融资总量），类似于零售考核从存款转向 AUM，更注重综合融资服务，多年深耕下效果显著，截至 2024 年 6 月末，招行对公活期存款占对公存款比重高达 55.2%，高于股份行平均（41.8%）和国有行平均（49.0%）。综合化经营也提升了招行对公业务存款派生能力，截至 2024 年 6 月末，招行对公存款/对公贷款为 168.56%，位列上市银行第一。

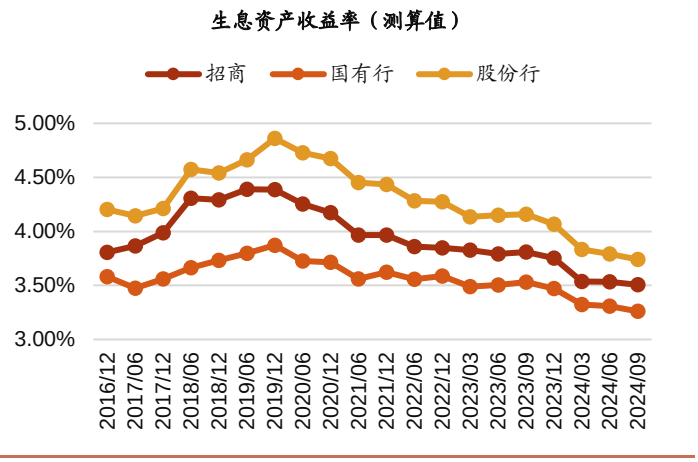
净息差和规模扩张是银行的主要盈利来源，净息差取决于负债成本和资产收益率的利差，资产收益率并非越高越好，因为高收益率可能伴随着更高的风险成本，而低负债成本带来的息差贡献是无风险的。**低负债成本意味着资产端更高的配置自由度，可以更好地去平衡风险与收益的关系，招行正是如此。可以看出，招商银行资产负债表堡垒依旧，优势显著，低负债成本决定了息差的韧性，低风险偏好决定了资产质量的稳健性，最终实现“高息差-低不良”的良性循环，以及穿越周期的盈利能力。**

图 43：招商银行净息差远高于同业



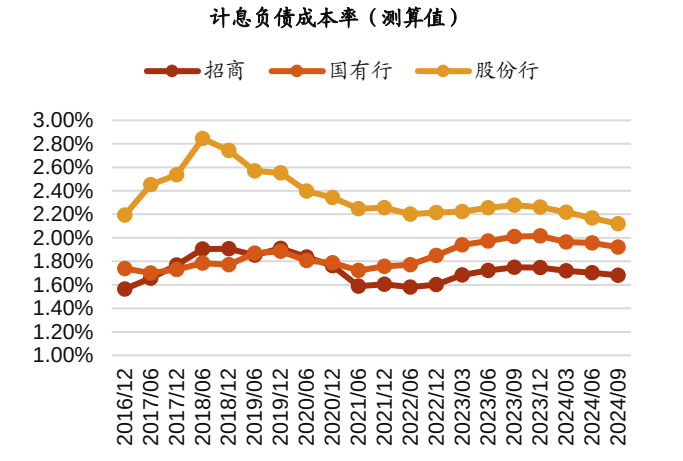
资料来源：Wind，招商证券

图 44：招商银行生息资产收益率相对偏低



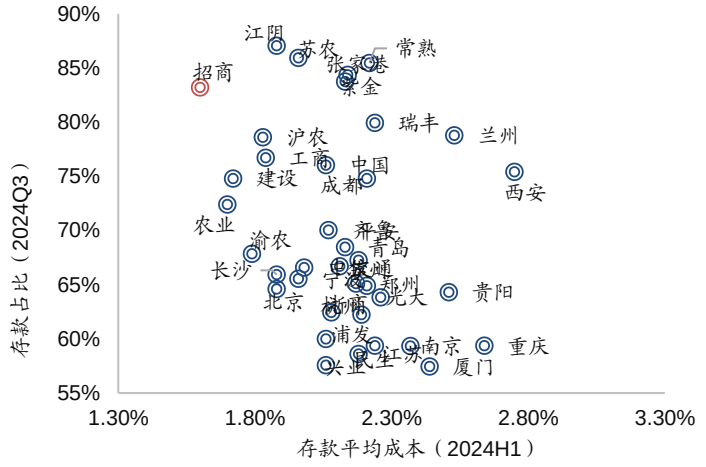
资料来源：Wind，招商证券

图 45：高净息差主要来自低负债成本



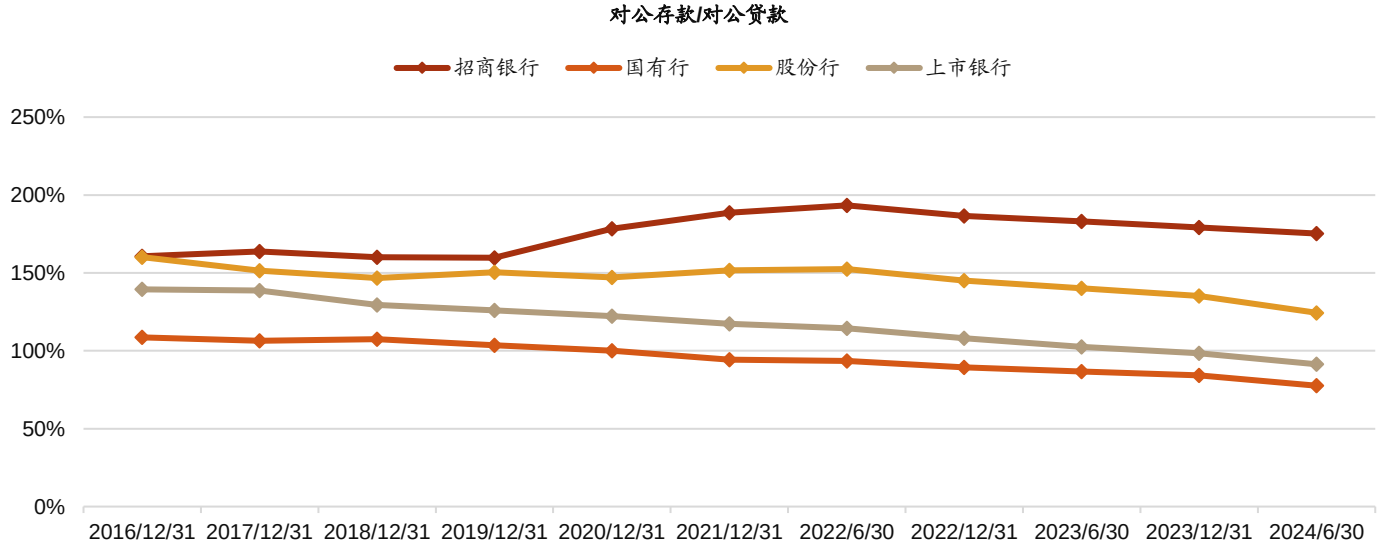
资料来源：Wind，招商证券

图 46：招行存款量价结构在上市银行中独树一帜



资料来源：Wind，招商证券

图 47：招商银行对公业务存款派生能力强



资料来源：Wind，招商证券

表 15：国股行生息资产定价及结构对比（2024H1）

2024H1	上市银行合计	国有行	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
生息资产结构												
贷款/生息资产	56.1%	59.4%	58.9%	58.8%	55.9%	59.2%	62.5%	61.0%	58.7%	60.7%	55.4%	58.2%
对公贷款/贷款	61.2%	58.5%	55.4%	41.1%	60.5%	58.5%	52.2%	55.0%	58.2%	41.3%	65.4%	66.1%
房地产行业贷款/贷款	5.3%	4.6%	6.6%	5.0%	8.4%	7.2%	5.0%	7.7%	4.3%	7.6%	4.3%	10.4%
个人贷款/贷款	32.2%	36.5%	39.2%	52.5%	34.3%	34.7%	41.6%	39.6%	38.3%	53.4%	30.4%	27.8%
住房按揭贷款/贷款	12.9%	22.5%	14.6%	20.4%	18.8%	15.7%	18.3%	12.2%	14.9%	9.0%	13.4%	8.6%
金融投资/生息资产	33.2%	28.1%	31.0%	29.0%	31.2%	28.8%	28.1%	31.4%	33.3%	26.9%	37.4%	32.7%
同业资产/生息资产	5.4%	5.2%	5.6%	7.0%	9.4%	7.4%	5.1%	3.6%	3.1%	7.0%	3.1%	4.6%
生息资产平均收益率												
贷款	4.33%	3.66%	4.34%	4.02%	4.32%	4.03%	4.35%	4.07%	4.36%	4.79%	4.47%	4.62%
对公贷款	4.10%	3.41%	3.91%	3.49%	4.03%	3.71%	4.22%	3.68%	3.95%	3.70%	3.91%	4.46%
个人贷款	4.83%	4.03%	5.21%	4.71%	5.21%	4.97%	5.02%	4.66%	5.16%	5.90%	5.78%	5.52%
金融投资	3.16%	3.19%	3.17%	3.14%	3.46%	3.37%	2.93%	2.98%	3.21%	3.04%	3.18%	3.23%
同业资产	2.48%	2.75%	2.74%	2.99%	2.62%	3.24%	2.93%	2.78%	2.53%	2.92%	2.44%	2.21%
生息资产（披露值）	3.77%	3.35%	3.82%	3.60%	3.84%	3.71%	3.83%	3.64%	3.83%	4.16%	3.84%	3.94%
生息资产（测算值）	3.75%	3.31%	3.79%	3.53%	3.85%	3.56%	3.78%	3.66%	3.87%	4.13%	3.74%	4.02%

资料来源：Wind，招商证券

表 16：生息资产结构及定价对比-招商 VS 股份行

	招商				股份行				招商-股份行			
	2022A	2023A	2024H1	2024Q1~3	2021A	2022A	2023A	2024H1	2021A	2022A	2023A	2024H1
生息资产结构												
贷款/生息资产	60.2%	59.5%	58.8%	59.8%	59.7%	59.2%	58.1%	58.9%	1.4%	0.9%	1.4%	-0.1%
对公贷款/贷款	39.3%	39.9%	41.1%	41.0%	50.5%	51.2%	53.4%	55.4%	-11.8%	-12.0%	-13.4%	-14.3%
房地产贷款/贷款	6.2%	5.0%	5.0%		7.8%	7.0%	6.6%	6.6%	-0.6%	-0.8%	-1.5%	-1.6%
个人贷款/贷款	52.2%	52.8%	52.5%	52.9%	42.7%	41.8%	40.6%	39.2%	10.9%	10.4%	12.2%	13.3%
住房按揭贷款/贷款	23.0%	21.3%	20.4%		16.7%	15.7%	14.9%	14.6%	8.0%	7.2%	6.4%	5.8%
金融投资/生息资产	27.6%	29.2%	29.0%	29.7%	29.7%	30.7%	31.5%	31.0%	-5.8%	-3.1%	-2.3%	-2.0%
同业资产/生息资产	6.3%	5.1%	7.0%	7.2%	4.8%	4.5%	5.3%	5.6%	4.0%	1.7%	-0.2%	1.4%
生息资产平均收益率												
贷款	4.54%	4.26%	4.02%	3.98%	5.13%	4.90%	4.64%	4.34%	-0.46%	-0.36%	-0.38%	-0.32%
对公贷款	3.85%	3.75%	3.49%		4.33%	4.19%	4.14%	3.91%	-0.49%	-0.34%	-0.39%	-0.42%
个人贷款	5.44%	5.02%	4.71%		6.22%	6.03%	5.60%	5.21%	-0.67%	-0.59%	-0.58%	-0.50%
金融投资	3.24%	3.22%	3.14%	3.11%	3.64%	3.47%	3.28%	3.17%	-0.29%	-0.23%	-0.06%	-0.03%
同业资产	2.09%	2.80%	2.99%	2.87%	2.14%	2.05%	2.58%	2.74%	-0.21%	0.04%	0.22%	0.25%
生息资产（披露值）	3.89%	3.76%	3.60%	3.56%	4.37%	4.19%	4.02%	3.82%	-0.39%	-0.30%	-0.26%	-0.22%
生息资产（测算值）	3.85%	3.75%	3.53%	3.51%	4.44%	4.27%	4.07%	3.79%	-0.47%	-0.43%	-0.31%	-0.26%

资料来源：Wind，招商证券

表 17：国股行计息负债成本及结构对比（2024H1）

2024H1	上市银行合计	国有行	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
计息负债结构												
存款/计息负债	73.2%	81.6%	65.8%	86.4%	58.9%	60.9%	68.5%	61.8%	64.3%	72.1%	54.6%	64.7%
对公存款/存款	48.4%	39.8%	66.7%	56.1%	62.4%	69.7%	71.6%	68.2%	56.2%	63.9%	68.7%	84.0%
对公活期存款/对公存款	47.9%	49.0%	41.8%	55.2%	46.8%	50.0%	54.9%	31.6%	36.7%	36.5%	38.6%	26.0%
对公定期存款/对公存款	52.1%	51.0%	58.2%	44.8%	53.2%	50.0%	45.1%	68.4%	63.3%	63.5%	61.4%	74.0%
个人存款/存款	48.0%	57.7%	30.0%	43.9%	26.9%	30.2%	28.4%	31.6%	32.0%	36.1%	25.2%	15.7%
个人活期存款/个人存款	21.5%	32.6%	30.4%	47.8%	29.3%	28.7%	28.4%	31.3%	26.5%	30.2%	30.6%	20.8%
个人定期存款/个人存款	78.5%	67.4%	69.6%	52.2%	70.7%	71.3%	71.6%	68.7%	73.5%	69.8%	69.4%	79.2%
活期存款/存款	31.7%	37.2%	37.1%	52.0%	37.1%	43.5%	47.4%	31.5%	29.1%	34.2%	34.2%	25.1%
同业负债/计息负债	11.4%	11.2%	17.6%	8.6%	25.5%	19.9%	13.6%	20.7%	15.0%	13.1%	24.6%	17.0%
发行债券/计息负债	11.4%	5.0%	13.7%	2.8%	13.2%	16.4%	14.5%	13.0%	19.3%	12.3%	16.1%	16.0%
计息负债平均成本率												
存款	2.09%	1.84%	2.07%	1.60%	2.06%	2.06%	1.98%	2.24%	2.26%	2.18%	2.02%	2.19%
对公存款	1.62%	1.77%	2.04%	1.67%	2.01%	2.01%	1.87%	2.22%	2.27%	2.12%	2.06%	2.13%
对公活期存款	0.98%	0.99%	1.16%	0.90%	1.03%	1.29%	1.23%	1.17%	1.44%	1.01%	1.00%	1.34%
对公定期存款	2.60%	2.52%	2.69%	2.55%	2.71%	2.72%	2.70%	2.74%	2.75%	2.85%	2.64%	2.52%
个人存款	2.27%	1.73%	2.15%	1.51%	2.20%	2.13%	2.29%	2.24%	2.25%	2.29%	1.92%	2.50%
个人活期存款	0.23%	0.23%	0.24%	0.30%	0.20%	0.20%	0.27%	0.22%	0.33%	0.20%	0.20%	0.24%
个人定期存款	2.78%	2.45%	2.84%	2.71%	2.94%	2.77%	2.93%	2.96%	2.76%	2.87%	2.59%	3.04%
同业负债	2.40%	2.50%	2.43%	2.21%	2.43%	2.65%	2.22%	2.52%	2.59%	2.28%	2.37%	2.60%
计息负债（披露值）	2.20%	1.99%	2.22%	1.72%	2.25%	2.29%	2.12%	2.38%	2.37%	2.25%	2.23%	2.33%
计息负债（测算值）	2.18%	1.96%	2.17%	1.70%	2.19%	2.14%	2.07%	2.36%	2.34%	2.21%	2.24%	2.26%
息差/利差												
净息差（披露值）	1.64%	1.51%	1.71%	2.00%	1.86%	1.48%	1.77%	1.38%	1.54%	1.96%	1.61%	1.82%
净息差（测算值）	1.60%	1.49%	1.66%	1.96%	1.64%	1.42%	1.75%	1.39%	1.56%	1.95%	1.57%	1.67%
净利差	1.55%	1.36%	1.61%	1.88%	1.59%	1.42%	1.71%	1.26%	1.46%	1.91%	1.61%	1.61%
存贷利差	2.24%	1.82%	2.27%	2.42%	2.26%	1.97%	2.37%	1.83%	2.10%	2.61%	2.45%	2.43%
同业往来利差	0.08%	0.25%	0.31%	0.78%	0.19%	0.59%	0.72%	0.26%	-0.06%	0.64%	0.07%	-0.39%

资料来源：Wind，招商证券

表 18：计息负债结构及成本对比-招商 VS 股份行

	招商				股份行				招商-股份行			
	2022A	2023A	2024H1	2024Q1~3	2021A	2022A	2023A	2024H1	2021A	2022A	2023A	2024H1
计息负债结构												
存款/计息负债	85.3%	84.9%	86.4%	86.4%	65.1%	67.0%	65.5%	65.8%	13.8%	18.3%	19.5%	20.6%
对公存款/存款	58.8%	57.1%	56.1%	56.0%	75.2%	70.0%	68.6%	66.7%	-11.2%	-11.2%	-11.4%	-10.7%
对公活期/对公存款	62.3%	56.7%	55.2%	50.6%	47.7%	44.0%	44.8%	41.8%	17.6%	18.3%	11.9%	13.4%
对公定期/对公存款	37.7%	43.3%	44.8%	49.4%	52.3%	56.0%	55.2%	58.2%	-17.6%	-18.3%	-11.9%	-13.4%
个人存款/存款	41.2%	42.9%	43.9%	44.0%	22.6%	26.3%	28.3%	30.0%	13.5%	14.9%	14.6%	13.9%
个人活期/个人存款	63.9%	52.4%	47.8%	46.3%	37.5%	33.0%	27.4%	30.4%	30.6%	30.9%	24.9%	17.4%
个人定期/个人存款	36.1%	47.6%	52.2%	53.7%	62.5%	67.0%	72.6%	69.6%	-30.6%	-30.9%	-24.9%	-17.4%
活期存款/存款	63.0%	54.9%	52.0%	48.7%	44.5%	39.9%	38.9%	37.1%	21.8%	23.1%	16.0%	14.9%
同业负债/计息负债	10.7%	9.3%	8.6%	8.7%	17.7%	17.8%	18.7%	17.6%	-4.2%	-7.1%	-9.4%	-8.9%
发行债券/计息负债	2.5%	1.8%	2.8%	2.3%	14.3%	12.9%	12.2%	13.7%	-8.7%	-10.3%	-10.3%	-11.0%
计息负债平均成本率												
存款	1.52%	1.62%	1.60%	1.58%	2.05%	2.10%	2.14%	2.07%	-0.64%	-0.58%	-0.52%	-0.47%
对公存款	1.70%	1.76%	1.67%		2.04%	2.11%	2.14%	2.04%	-0.45%	-0.41%	-0.38%	-0.37%
对公活期存款	1.05%	1.09%	0.90%		1.11%	1.23%	1.31%	1.16%	-0.20%	-0.18%	-0.22%	-0.26%
对公定期存款	2.66%	2.67%	2.55%		2.71%	2.73%	2.76%	2.69%	-0.03%	-0.07%	-0.09%	-0.14%
个人存款	1.22%	1.22%	1.51%		2.27%	2.18%	2.17%	2.15%	-1.19%	-0.96%	-0.95%	-0.64%
个人活期存款	0.37%	0.37%	0.30%		0.47%	0.34%	0.27%	0.24%	-0.12%	0.03%	0.10%	0.06%
个人定期存款	2.77%	2.77%	2.71%		3.25%	3.09%	2.93%	2.84%	-0.51%	-0.32%	-0.16%	-0.13%
同业负债	1.64%	2.09%	2.21%	2.15%	2.27%	2.07%	2.37%	2.43%	-0.59%	-0.43%	-0.28%	-0.22%
计息负债（披露值）	1.61%	1.73%	1.72%	1.69%	2.25%	2.20%	2.25%	2.22%	-0.66%	-0.59%	-0.52%	-0.50%
计息负债（测算值）	1.60%	1.75%	1.70%	1.68%	2.26%	2.21%	2.26%	2.17%	-0.65%	-0.61%	-0.52%	-0.46%
利差/息差												
净息差（披露值）	2.40%	2.15%	2.00%	1.99%	2.24%	2.10%	1.87%	1.71%	0.24%	0.30%	0.28%	0.29%
净息差（测算值）	2.38%	2.14%	1.96%	1.96%	2.22%	2.09%	1.83%	1.66%	0.26%	0.29%	0.31%	0.31%
净利差	2.28%	2.03%	1.88%	1.87%	2.12%	1.99%	1.76%	1.61%	0.27%	0.29%	0.27%	0.27%
存贷利差	3.02%	2.64%	2.42%	2.40%	3.08%	2.79%	2.50%	2.27%	0.18%	0.23%	0.14%	0.15%
同业往来利差	0.45%	0.71%	0.78%	0.72%	-0.13%	-0.02%	0.21%	0.31%	0.38%	0.47%	0.50%	0.47%

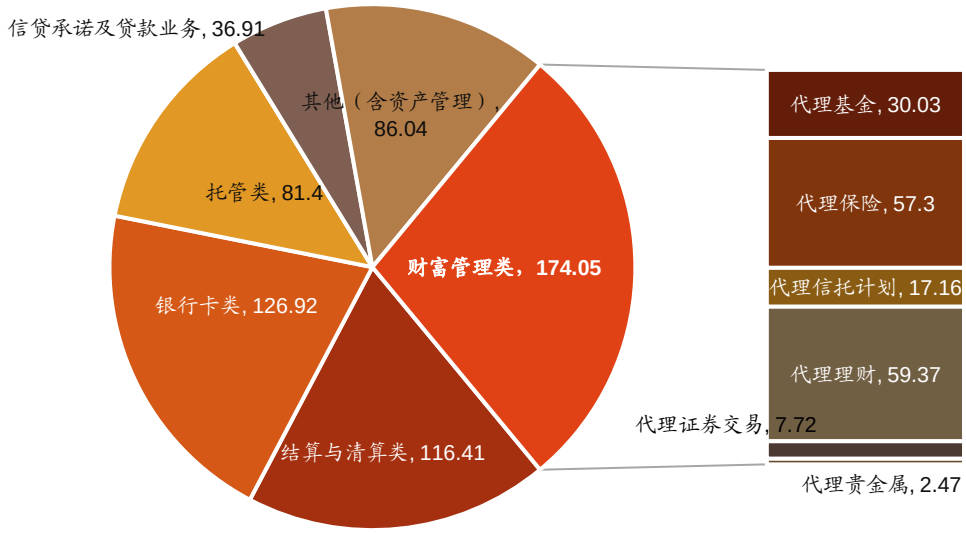
资料来源：Wind，招商证券

3、中收：增速回正可期

2024 年前三季度，公司实现手续费及佣金净收入 557.02 亿元，同比下降 16.90%。其中，财富管理类业务（代销及理财）、银行卡业务、结算及清算业务手续费及佣金收入为公司中收主要来源。财富管理类业务中，代销保险、代销基金收入受降费、资本市场波动影响大幅负增长，理财在债牛环境下规模和产品结构双优，实现了 47.36%的高增长；银行卡业务受消费偏弱影响，相关手续费收入同比下降 12.78%，主要是信用卡线下交易手续费下降；结算与清算手续费收入同比下降 0.92%，相对较稳健。

中收负增长既有降费影响，也是经济需求端疲弱的体现，但招行多年来铸就的庞大优质客户基础和优秀财富管理能力壁垒依旧坚固，随着政策发力，宏观经济逐步企稳， 且降费带来的增长低基数消退，2025 年公司中收有望回升。

图 48：招商银行手续费及佣金收入结构（2024Q1~3，亿元）



资料来源：Wind，招商证券

表 19：招商银行各项手续费收入增速及营收贡献

主要业务增速	2021A	2022H1	2022Q1-3	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
银行卡业务	-0.89%	13.94%	6.54%	10.44%	-6.15%	-6.12%	-8.62%	-8.76%	-15.79%	-14.10%	-12.78%
结算与清算手续费	9.89%	7.45%	8.87%	8.26%	-14.21%	-0.23%	2.17%	2.93%	5.22%	0.74%	-0.92%
托管及其他受托业务佣金	27.75%	6.58%	6.59%	6.59%	-11.57%	-5.25%	-6.79%	-8.00%	-15.79%	-13.90%	-10.67%
财富管理手续费	25.65%	-8.44%	-13.76%	-13.78%	-12.65%	-10.21%	-6.02%	-12.61%	-32.59%	-32.51%	-27.63%
代理保险收入	48.26%	61.61%	47.81%	51.26%	-7.22%	3.07%	16.94%	2.55%	-50.28%	-57.34%	-54.56%
代销理财收入	10.41%	21.54%	15.87%	5.61%	-23.46%	-25.85%	-24.31%	-20.38%	25.83%	40.39%	47.36%
代理基金收入	30.54%	-48.30%	-48.96%	-46.68%	-11.75%	-17.79%	-22.81%	-16.89%	-32.68%	-25.35%	-26.47%
手续费及佣金净收入	18.82%	2.20%	0.02%	-0.18%	-12.60%	-11.82%	-11.52%	-10.78%	-19.44%	-18.61%	-16.90%
各项手续费收入/营业收入	**2021A**	**2022H1**	**2022Q1-3**	**2022A**	**2023Q1**	**2023H1**	**2023Q1-3**	**2023A**	**2024Q1**	**2024H1**	**2024Q1-3**
银行卡业务	5.85%	5.98%	6.01%	6.21%	5.79%	5.63%	5.59%	5.76%	5.11%	4.99%	5.02%
结算与清算手续费	4.20%	4.37%	4.34%	4.37%	4.22%	4.37%	4.51%	4.57%	4.66%	4.54%	4.61%
托管及其他受托业务佣金	1.64%	1.70%	1.67%	1.68%	1.59%	1.62%	1.59%	1.57%	1.41%	1.44%	1.46%
财富管理手续费	10.82%	10.54%	9.66%	8.96%	10.05%	9.50%	9.24%	8.39%	7.11%	6.61%	6.89%
代理保险收入	0.025%	0.050%	0.041%	0.036%	0.056%	0.052%	0.048%	0.038%	0.029%	0.023%	0.023%
代销理财收入	0.019%	0.020%	0.020%	0.019%	0.015%	0.015%	0.015%	0.016%	0.020%	0.021%	0.023%
代理基金收入	0.037%	0.019%	0.020%	0.019%	0.017%	0.016%	0.016%	0.016%	0.012%	0.012%	0.012%

资料来源：Wind，招商证券

4、资产质量：持续优于行业

银行经营往往比拼的是行稳致远的定力和耐力，而风险管理能力的高低决定一家银行能走多远。招商银行在风险管控层面信守“100-1=0”底线，围绕“质量为本、效益优先、规模适度、结构合理”的发展理念，树立了“稳健、理性、主动、全员”的风险文化，坚持审慎的风险偏好，合理把控风险加权资产增速，提高大类资产配置能力，不断强化全面风险管理体系建设，积极打造覆盖全风险、全机构、全客户、全资产、全流程、全要素的“六全”风险管理体系，进一步增强统筹发展与安全的能力，取得了良好成效。

截至 2024 年 9 月末，招商银行不良率 0.94%、拨备覆盖率 432.15%、关注率 1.30%，均显著优于其余股份行。

环比来看，近两年招商银行不良率保持稳定，略有回落，行业基本面承压情况下，拨备覆盖率有所回落，但保持显著的相对优势。另外，自 2023 年下半年以来公司关注率、逾期率指标均出现波动，从不良新生成指标来看（见图 49），对公不良生成率 2024 年以来逐季回落，但零售不良生成有所回升，预计前瞻波动的压力主要来自零售业务。

分行业来看，对公房地产不良改善，零售依旧承压，2025 年有望缓释。对公贷款目前主要存量压力在房地产领域，2024Q3 末房地产不良率（本行口径）为 4.8%，仍偏高，但自去年下半年以来保持回落趋势，预计不良暴露已见顶；零售端风险暴露压力仍偏高，个人住房贷款、经营贷不良率逐季上行，信用卡不良生成率和不良率均处高位，具体我们在本报告第三章零售金融部分已进行了分析，预计零售不良仍有压力，但是随着财政政策发力，名义经济回升，相关压力可能会在 2025 年缓解。

超额拨备领先股份行，盈利能力有支撑。我们曾以上市银行披露的各类信用资产三阶段数据测算了其广义超额拨备水平（见表 25），从结果来看，招商银行广义超额拨备水平显著领先其余股份行，有望继续为业绩增长提供支撑，实现相对更稳健的 ROE 水平。

表 20：国股行核心资产质量指标对比（2024Q1~3）

2024Q1~3	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
不良贷款率	0.94%	1.08%	1.38%	1.17%	1.48%	1.25%	1.06%	1.61%	1.43%
拨备覆盖率	432.15%	233.54%	183.85%	216.00%	146.26%	170.73%	251.19%	165.89%	175.33%
拨贷比	4.06%	2.52%	2.54%	2.53%	2.16%	2.13%	2.66%	2.67%	2.51%
关注贷款率	1.30%	1.77%	2.33%	1.69%	2.78%		1.97%	2.69%	
关注率+不良率	2.24%	2.85%	3.71%	2.86%	4.26%		3.03%	4.30%	
逾期贷款率	1.36%						1.54%		
不良净新生成率（测算值）	0.49%	1.21%	1.24%	1.08%	1.02%	1.02%	1.87%	1.18%	1.73%
不良核销转出率（测算值）	47.6%	105.0%	84.6%	89.3%	67.6%	78.2%	176.5%	72.8%	113.0%

资料来源：Wind，招商证券

表 21：国股行核心资产质量指标对比（2024H1）

2024H1	上市银行	国有行	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
不良贷款率	1.17%	1.24%	1.28%	0.94%	1.08%	1.41%	1.19%	1.47%	1.25%	1.07%	1.65%	1.43%
拨备覆盖率	304.70%	248.87%	220.10%	434.42%	237.82%	175.37%	206.76%	149.26%	172.45%	264.26%	162.48%	178.12%
拨贷比	3.57%	3.08%	2.81%	4.08%	2.57%	2.47%	2.46%	2.19%	2.16%	2.83%	2.68%	2.55%
关注贷款率	1.91%	1.55%	2.04%	1.24%	1.73%	2.30%	1.62%	2.78%	1.99%	1.85%	2.66%	2.21%
关注率+不良率	3.08%	2.79%	3.32%	2.18%	2.81%	3.71%	2.81%	4.25%	3.24%	2.92%	4.31%	3.64%
逾期贷款率	1.72%	1.23%	1.86%	1.42%	1.45%	2.12%	1.86%	2.18%	2.20%	1.39%	1.97%	2.17%
逾期 90 天以上/不良	80.4%	66.0%	84.7%	78.1%	77.9%	88.7%	79.3%	105.3%	90.3%	64.8%	90.4%	87.8%
逾期 1 年以上/损失	177.4%	103.6%	132.7%	94.8%	60.6%	91.5%	106.2%	151.3%	199.4%	49.3%	170.6%	270.6%
逾期/不良	143.3%	101.5%	146.5%	150.7%	135.0%	150.7%	156.4%	148.4%	176.0%	130.7%	119.0%	151.8%
重组贷款率	0.51%	0.39%	0.42%	0.21%	0.49%	0.02%	0.40%	0.59%	0.46%	0.63%	0.37%	0.55%
（重组+逾期）/贷款	2.23%	1.63%	2.29%	1.63%	1.94%	2.14%	2.26%	2.77%	2.67%	2.02%	2.34%	2.72%
（重组+逾期）/不良	187.0%	133.3%	179.8%	173.0%	180.5%	151.9%	189.6%	188.5%	213.0%	189.6%	141.7%	190.4%
贷款减值损失	95.35%	99.50%	86.28%	94.42%	74.38%	73.57%	87.10%	88.19%	94.29%	102.69%	77.48%	95.58%
金融投资减值损失	4.80%	3.52%	9.40%	-3.93%	22.38%	23.79%	4.03%	8.32%	5.14%	14.20%	-3.21%	-1.49%
同业资产减值损失	-0.04%	-0.66%	0.61%	1.89%	0.00%	-0.48%	-0.05%	3.96%	0.34%	1.12%	-0.67%	-0.08%
表外预期信用损失	-2.76%	-4.45%	-0.05%	8.80%	3.35%	-1.24%	0.52%	0.00%	0.00%	-17.18%	0.47%	3.36%
其他资产减值损失	2.65%	1.97%	3.74%	-1.21%	-0.10%	4.35%	8.40%	-0.46%	0.01%	-0.82%	25.93%	2.63%
贷款减值准备	87.27%	92.75%	76.05%	83.11%	73.11%	71.56%	73.00%	79.92%	75.54%	81.45%	75.35%	58.69%
金融投资减值准备	8.55%	3.98%	17.02%	13.65%	24.40%	18.46%	14.91%	11.21%	14.38%	13.61%	14.34%	35.10%
其他资产减值准备	4.18%	3.28%	6.93%	3.24%	2.49%	9.99%	12.09%	8.87%	10.08%	4.93%	10.31%	6.20%
贷款减值损失/总贷款	0.39%	0.35%	0.49%	0.38%	0.45%	0.45%	0.54%	0.41%	0.49%	0.70%	0.55%	0.79%
非信贷资产减值损失/非信贷资产	0.026%	0.003%	0.107%	0.031%	0.188%	0.218%	0.126%	0.078%	0.040%	-0.027%	0.191%	0.046%
拨贷比	3.57%	3.08%	2.81%	4.08%	2.57%	2.47%	2.46%	2.19%	2.16%	2.83%	2.68%	2.55%
非信贷资产减值准备/非信贷资产	0.62%	0.36%	1.18%	1.16%	1.14%	1.32%	1.45%	0.78%	0.94%	0.94%	1.06%	2.24%

资料来源：Wind，招商证券

表 22：招商银行核心资产质量指标变化

招商	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024Q1-3
不良贷款率	1.16%	1.14%	1.07%	1.01%	0.91%	0.95%	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%
拨备覆盖率	426.78%	440.81%	437.68%	439.46%	483.87%	454.06%	450.79%	447.63%	437.70%	434.42%	432.15%
拨贷比	4.95%	5.03%	4.68%	4.44%	4.40%	4.31%	4.33%	4.25%	4.16%	4.08%	4.06%
关注贷款率	1.17%	0.99%	0.81%	0.70%	0.84%	1.01%	1.21%	1.02%	1.10%	1.24%	1.30%
关注率+不良率	2.33%	2.13%	1.88%	1.71%	1.75%	1.96%	2.17%	1.97%	2.05%	2.18%	2.24%
逾期贷款率	1.41%	1.35%	1.12%	1.02%	1.02%	1.16%	1.29%	1.25%	1.26%	1.42%	1.36%
逾期 90 天以上/不良	85.1%	80.0%	76.4%	76.0%	69.0%	65.4%	70.8%	77.5%	74.4%	78.1%	79.4%
逾期 1 年以上/损失	126.3%	154.0%	123.8%	143.4%	148.7%	167.3%	125.3%	150.4%	97.0%	94.8%	
逾期/不良	121.2%	118.7%	105.5%	100.6%	112.9%	122.0%	135.0%	131.5%	133.1%	150.7%	144.7%
重组贷款率	0.56%	0.49%	0.50%	0.39%	0.30%	0.26%	0.20%	0.22%	0.20%	0.21%	
（重组+逾期）/贷款	1.97%	1.84%	1.62%	1.41%	1.32%	1.42%	1.49%	1.47%	1.46%	1.63%	
（重组+逾期）/不良	169.1%	162.0%	151.9%	138.7%	145.4%	149.4%	155.8%	154.8%	154.3%	173.0%	144.7%
贷款减值损失	88.64%	89.54%	72.10%	34.52%	55.79%	54.96%	78.44%	87.45%	112.46%	94.42%	99.76%
金融投资减值损失	10.60%	2.91%	23.63%	21.71%	23.88%	23.40%	6.74%	4.53%	-0.53%	-3.93%	
同业资产减值损失	-0.34%	1.66%	0.47%	10.55%	9.21%	-6.25%	-5.70%	2.98%	-7.08%	1.89%	
表外预期信用损失	0.89%	4.75%	3.30%	32.62%	8.50%	19.89%	12.35%	4.26%	-6.66%	8.80%	
其他资产减值损失	0.21%	1.13%	0.50%	0.60%	2.62%	8.01%	8.17%	0.79%	1.80%	-1.21%	
贷款减值准备	91.17%	91.05%	86.88%	82.86%	80.80%	79.12%	80.59%	81.17%	82.60%	83.11%	
金融投资减值准备	6.78%	6.67%	11.16%	13.69%	15.21%	17.21%	15.41%	14.57%	14.16%	13.65%	
其他资产减值准备	2.04%	2.29%	1.97%	3.44%	3.99%	3.67%	4.01%	4.26%	3.24%	3.24%	
贷款减值损失/总贷款	1.21%	0.75%	0.93%	0.27%	0.66%	0.38%	0.75%	0.43%	0.72%	0.38%	0.54%
非信贷资产减值损失/非信贷资产	0.237%	0.133%	0.544%	0.783%	0.797%	0.493%	0.304%	0.089%	-0.114%	0.031%	0.002%
拨贷比	4.95%	5.03%	4.68%	4.44%	4.40%	4.31%	4.33%	4.25%	4.16%	4.08%	4.06%
非信贷资产减值准备/非信贷资产	0.74%	0.75%	1.06%	1.42%	1.59%	1.78%	1.54%	1.44%	1.26%	1.16%	

资料来源：Wind，招商证券

表 23：核心资产质量指标（招商-股份行）

招商-股份行	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
不良贷款率	-0.44%	-0.47%	-0.41%	-0.41%	-0.46%	-0.41%	-0.38%	-0.36%	-0.34%	-0.34%
拨备覆盖率	224.80%	231.54%	232.94%	221.56%	259.10%	229.86%	227.43%	220.59%	213.78%	214.32%
拨贷比	1.73%	1.65%	1.66%	1.33%	1.31%	1.26%	1.34%	1.28%	1.28%	1.27%
关注贷款率	-1.14%	-1.33%	-1.21%	-1.20%	-1.13%	-1.02%	-0.82%	-0.89%	-0.86%	-0.80%
关注率+不良率	-1.57%	-1.80%	-1.62%	-1.61%	-1.59%	-1.43%	-1.20%	-1.25%	-1.20%	-1.14%
逾期贷款率	-0.67%	-0.75%	-0.65%	-0.75%	-0.73%	-0.62%	-0.50%	-0.47%	-0.43%	-0.44%
逾期 90 天以上/不良	4.7%	-1.4%	-0.9%	-5.2%	-9.7%	-15.4%	-8.6%	-3.6%	-4.2%	-6.6%
逾期 1 年以上/损失	-59.4%	-54.6%	-75.4%	-59.2%	-43.5%	-49.9%	-65.7%	-21.3%	-29.0%	-37.9%
逾期/不良	-9.8%	-10.6%	-14.6%	-22.9%	-16.3%	-9.4%	-0.9%	0.0%	0.9%	4.2%
重组贷款率	0.18%	0.13%	0.19%	0.11%	0.06%	0.05%	0.00%	0.00%	-0.14%	-0.21%
（重组+逾期）/贷款	-0.49%	-0.61%	-0.47%	-0.64%	-0.67%	-0.56%	-0.49%	-0.46%	-0.58%	-0.66%
（重组+逾期）/不良	14.4%	10.5%	10.9%	-4.4%	-0.7%	2.8%	5.1%	6.8%	-4.7%	-6.8%

资料来源：Wind，招商证券

表 24：对公、零售贷款不良率明细（2024H1，%）

	上市银行	国有行	股份行	招商	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	浙商
对公不良贷款率总览												
制造业	1.62	1.45	1.16	0.48	0.79	1.20	2.16	1.18	0.96	0.67	1.90	1.12
批发和零售业	2.16	2.43	2.00	0.68	3.24	2.59	1.76	0.94	2.74	1.19	3.31	1.57
交通运输、仓储和邮政业	0.75	0.48	1.23	0.27	0.06	0.35	0.22	0.31	0.65	0.07	1.95	7.15
房地产业	3.17	4.69	2.90	5.12	1.08	2.74	2.30	5.29	4.51	1.26	2.56	1.26
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.47	0.60	0.63	0.14	0.04	0.73	0.49		0.40		1.92	0.66
建筑业	1.33	1.69	1.30	0.67	1.51	1.19	0.78	0.56	0.73	2.01	3.04	1.17
采矿业	1.34	1.30	1.61	1.11	0.04	0.58		2.52			3.80	
信息传输、软件和信息技术服务业	2.03	1.78	0.95	0.63	1.18	0.98	1.55	0.41				
住宿和餐饮业	4.47	8.25	2.83		0.27	2.90						5.33
农、林、牧、渔业	2.11	0.35	1.17		1.73	1.48		0.30				
金融业	0.60	0.52	0.86	0.28	0.09	4.46	0.05	0.25			0.04	
水利、环境和公共设施管理业	0.45	1.02	0.47	0.88	0.58	0.80	0.17	0.49			0.30	0.05
租赁和商务服务业	0.63	1.37	0.82	0.76	0.90	0.84	0.83	0.69	0.46		0.34	1.73
教育	1.30	0.52	3.85			3.85						
卫生和社会工作	0.48		0.70		0.38	0.70				1.02		
科学研究和技术服务业	0.80	2.41	0.32		0.47	0.34		0.16				
居民服务、修理和其他服务业	3.76	1.28	2.34		2.29	2.39						
文化、体育和娱乐业	0.80	0.19	1.51		1.73	1.29						
对公不良贷款率	1.15	1.42	1.21	1.13	0.97	1.48	1.25	1.32	1.18	0.66	1.51	1.38
零售不良贷款率总览												
个人住房贷款	0.63	0.54	0.61	0.40	0.65	0.75		0.83		0.44		
个人消费贷款	1.30	1.32	1.25	1.04						1.46		
信用卡应收账款	2.43	2.07	2.83	1.78	3.88	2.56		3.24		2.70		
经营性贷款	1.60	1.20	1.05	0.63	0.80	1.60		1.38		0.83		
汽车贷款												
其他个人贷款	15.40	2.21	1.97			2.98		0.96				
零售不良贷款率	1.41	0.92	1.53	0.90	1.42	1.54	1.30	1.69	1.47	1.42	2.18	1.85

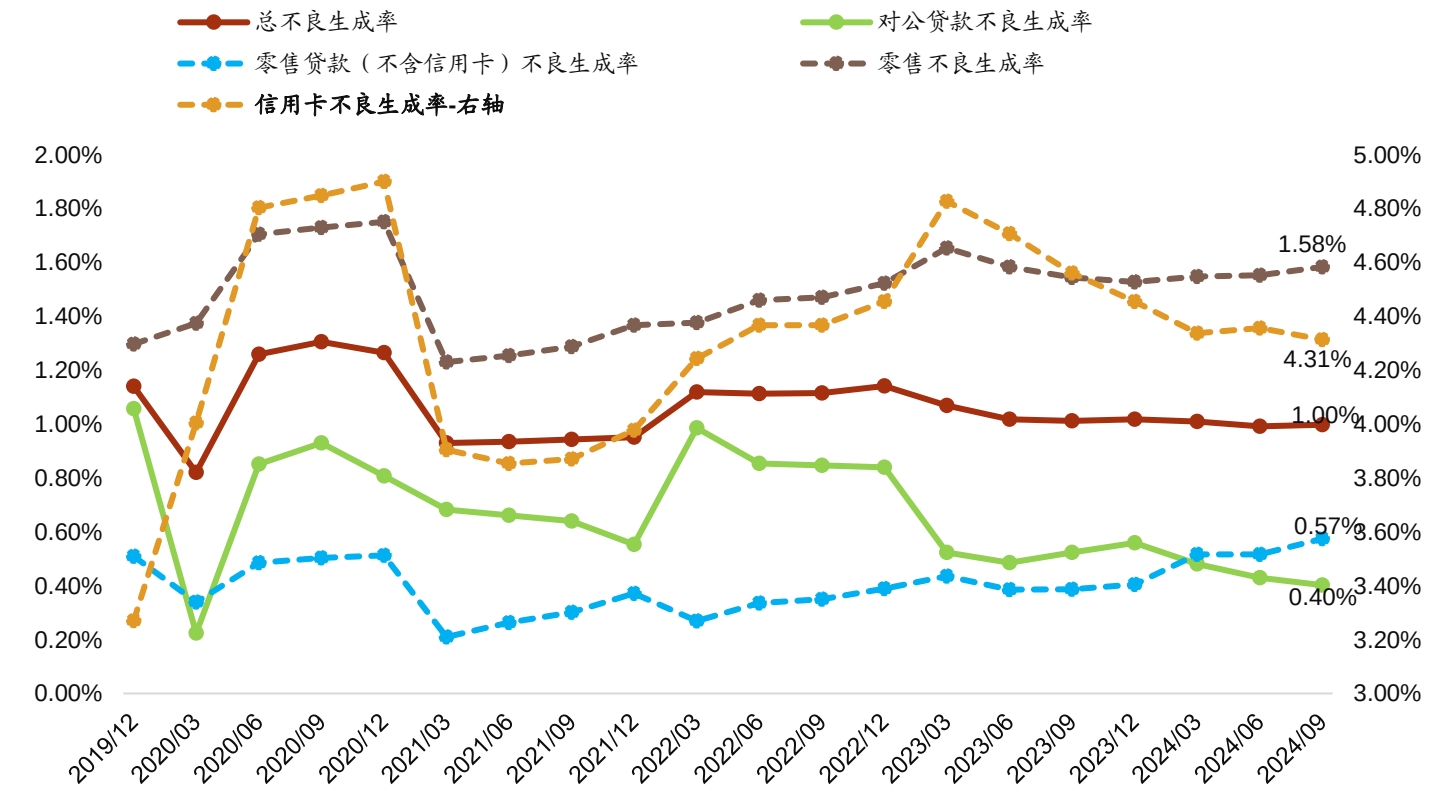
资料来源：Wind，招商证券

表 25：招商银行对公、零售贷款不良率明细（%）

对公不良贷款率总览	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024Q1~3
制造业	6.09	3.55	2.06	1.03	0.70	0.53	0.48	0.46
批发和零售业	3.19	4.25	2.53	1.02	0.73	0.67	0.68	0.68
交通运输、仓储和邮政业	0.73	0.85	0.66	0.19	0.20	0.34	0.27	0.29
房地产业	0.44	0.30	1.41	4.08	5.52	5.26	5.12	4.80
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.35	0.49	0.34	0.22	0.21	0.16	0.14	0.20
建筑业	1.30	0.86	0.47	0.41	0.35	0.30	0.67	1.13
采矿业	5.32	1.92	2.28	1.29	1.26	1.20	1.11	1.13
信息传输、软件和信息技术服务业	1.85	1.28	0.36	0.45	0.43	0.73	0.63	0.40
金融业	0.18	0.21	0.09	0.39	0.30	0.29	0.28	0.08
水利、环境和公共设施管理业	0.46	0.26	0.27	0.15	0.18	0.23	0.88	0.36
租赁和商务服务业	2.08	4.02	2.32	1.10	0.82	0.76	0.76	0.50
对公不良贷款率	**1.84**	**1.58**	**1.24**	**1.26**	**1.27**	**1.19**	**1.13**	**1.05**
零售不良贷款率总览	**2019A**	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023H1**	**2023A**	**2024H1**	**2024Q1~3**
个人住房贷款	0.25	0.29	0.28	0.35	0.35	0.37	0.40	0.46
个人消费贷款						1.09	1.04	0.99
信用卡应收账款	1.35	1.66	1.65	1.77	1.68	1.75	1.78	1.77
经营性贷款	0.81	0.64	0.62	0.64	0.56	0.61	0.63	0.65
其他个人贷款	1.19	1.39	1.40	1.35	1.18			
零售不良贷款率	**0.73**	**0.81**	**0.81**	**0.89**	**0.84**	**0.89**	**0.90**	**0.92**

资料来源：Wind，招商证券；注：2024Q1~3 为本行口径数据，其余为集团口径

图 49：招商零售不良新生成仍承压



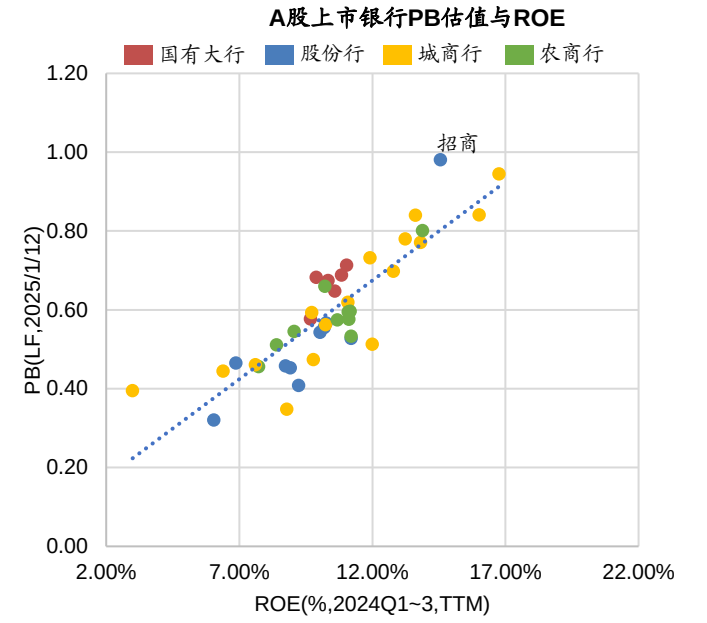
资料来源：Wind，招商证券

表 26：上市银行广义超额拨备水平

银行代称	不良率 24Q3	逾期率 24Q2	关注率 24Q2	贷款拨备覆盖率 -24Q3	广义不良资产拨备覆盖率	超额拨备率	超额拨备额/归母净利润(TTM)	超额拨备额/归母净资产
国有行 1	1.35%	1.34%	1.92%	220%	231.28%	82.54%	108.28%	10.01%
国有行 2	1.35%	1.27%	2.07%	237%	235.86%	94.90%	117.29%	11.64%
国有行 3	1.32%	1.06%	1.42%	302%	313.81%	192.39%	236.22%	21.39%
国有行 4	1.26%	1.21%	1.43%	199%	206.18%	60.48%	80.00%	6.72%
国有行 5	0.86%	1.06%	0.81%	302%	289.49%	119.05%	135.54%	11.24%
国有行 6	1.32%	1.45%	1.66%	204%	209.60%	48.41%	78.12%	6.37%
招商银行	**0.94%**	**1.42%**	**1.24%**	**432%**	**355.10%**	**167.12%**	**124.00%**	15.66%
股份行 2	1.08%	1.45%	1.73%	234%	174.60%	25.83%	49.89%	4.45%
股份行 3	1.38%	2.12%	2.30%	184%	97.12%	-46.73%	-152.03%	-8.53%
股份行 4	1.17%	1.86%	1.62%	216%	141.17%	-31.76%	-20.65%	-1.69%
股份行 5	1.48%	2.18%	2.78%	146%	90.73%	-55.65%	-169.73%	-9.26%
股份行 6	1.25%	2.20%	1.99%	171%	140.05%	-62.49%	-94.75%	-6.73%
股份行 7	1.06%	1.39%	1.85%	251%	225.31%	59.67%	92.72%	8.87%
股份行 8	1.61%	1.97%	2.66%	166%	117.12%	-24.67%	-29.43%	-2.23%
股份行 9	1.43%	2.17%	2.21%	175%	90.06%	-47.40%	-242.02%	-18.96%
城商行 1	1.31%	1.82%	1.87%	210%	168.60%	12.28%	50.65%	3.72%
城商行 2	0.89%	1.12%	1.40%	351%	307.91%	141.02%	119.11%	12.00%
城商行 3	1.20%	1.72%	2.14%	277%	165.70%	28.86%	67.97%	6.25%
城商行 4	0.76%	0.92%	1.02%	405%	453.63%	271.77%	119.61%	14.12%
城商行 5	0.83%	1.25%	1.07%	340%	298.45%	104.18%	79.39%	8.60%
城商行 6	0.76%	0.70%	0.53%	543%	713.79%	578.71%	283.87%	34.34%
城商行 7	0.66%	0.90%	0.45%	497%	531.70%	327.75%	129.04%	20.55%
城商行 8	1.16%	1.98%	2.26%	315%	181.25%	31.83%	67.47%	6.76%
城商行 9	1.26%	1.90%	3.10%	250%	141.74%	14.32%	34.31%	2.87%
城商行 10	1.57%	2.97%	3.45%	263%	155.48%	-13.21%	2.40%	0.20%
城商行 11	1.86%	4.65%	2.24%	166%	53.25%	-68.87%	-1738.70%	-44.26%
城商行 12	1.17%	1.54%	0.58%	246%	169.80%	24.90%	88.22%	7.98%
城商行 13	0.84%	0.93%	0.88%	474%	557.37%	392.41%	251.54%	25.65%
城商行 14	1.23%	0.99%	1.14%	313%	301.05%	162.08%	195.79%	19.84%
城商行 15	1.83%	2.61%	6.15%	205%	282.69%	-5.60%	30.68%	1.65%
城商行 16	1.64%	5.03%	5.69%	186%	95.09%	-117.95%	-440.38%	-33.28%
城商行 17	0.75%	1.50%	2.26%	390%	306.40%	93.16%	102.92%	8.10%
农商行 1	1.17%	1.52%	1.41%	359%	300.26%	133.69%	138.53%	12.00%
农商行 2	0.97%	1.31%	1.23%	365%	397.06%	199.10%	132.91%	13.54%
农商行 3	1.80%	2.86%	4.71%	230%	149.38%	-1.11%	15.43%	1.03%
农商行 4	0.77%	1.54%	1.36%	528%	568.79%	283.76%	160.83%	20.75%
农商行 5	1.30%	1.41%	1.33%	215%	157.60%	37.09%	96.26%	8.15%
农商行 6	0.78%	0.78%	0.50%	499%	571.03%	422.44%	225.50%	22.92%
农商行 7	0.93%	1.90%	1.67%	411%	373.03%	124.03%	115.64%	11.94%
农商行 8	0.91%	1.03%	1.19%	430%	446.57%	276.19%	183.67%	20.32%
农商行 9	0.90%	1.27%	1.37%	452%	455.76%	257.00%	156.36%	17.37%
农商行 10	0.97%	1.77%	1.56%	330%	235.98%	25.64%	27.25%	2.80%
国有行	**1.24%**	**1.23%**	**1.55%**	**244.05%**	**247.70%**	**99.63%**	**125.91%**	**11.23%**
股份行	**1.27%**	**1.86%**	**2.04%**	**219.44%**	**159.03%**	**-1.79%**	**-49.11%**	**-2.05%**
城商行	**1.16%**	**1.91%**	**2.13%**	**319.50%**	**287.29%**	**116.33%**	**-32.71%**	**5.59%**
农商行	**1.05%**	**1.54%**	**1.63%**	**381.90%**	**365.55%**	**175.78%**	**125.24%**	**13.08%**
上市银行	**1.17%**	**1.72%**	**1.91%**	**302.14%**	**272.78%**	**102.79%**	**24.04%**	**6.54%**

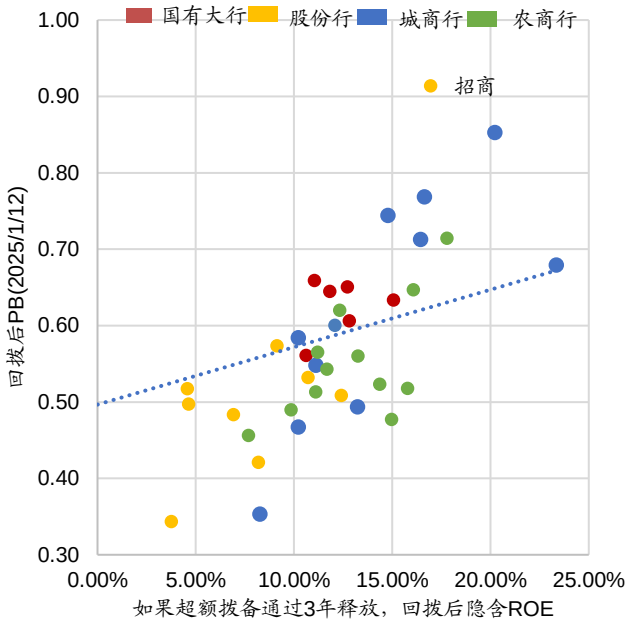
资料来源：Wind，招商证券；注：广义不良资产拨备覆盖率=金融资产减值准备/第三阶段金融资产；贷款超额拨备=贷款拨备-逾期贷款*150%；超额拨备率=（贷款超额拨备+非信贷信用资产超额拨备）/表内三阶段信用资产总额

图 50：A 股上市银行 PB 估值与 ROE



资料来源：Wind，招商证券

图 51：超额拨备回拨后 PB-ROE



资料来源：Wind，招商证券

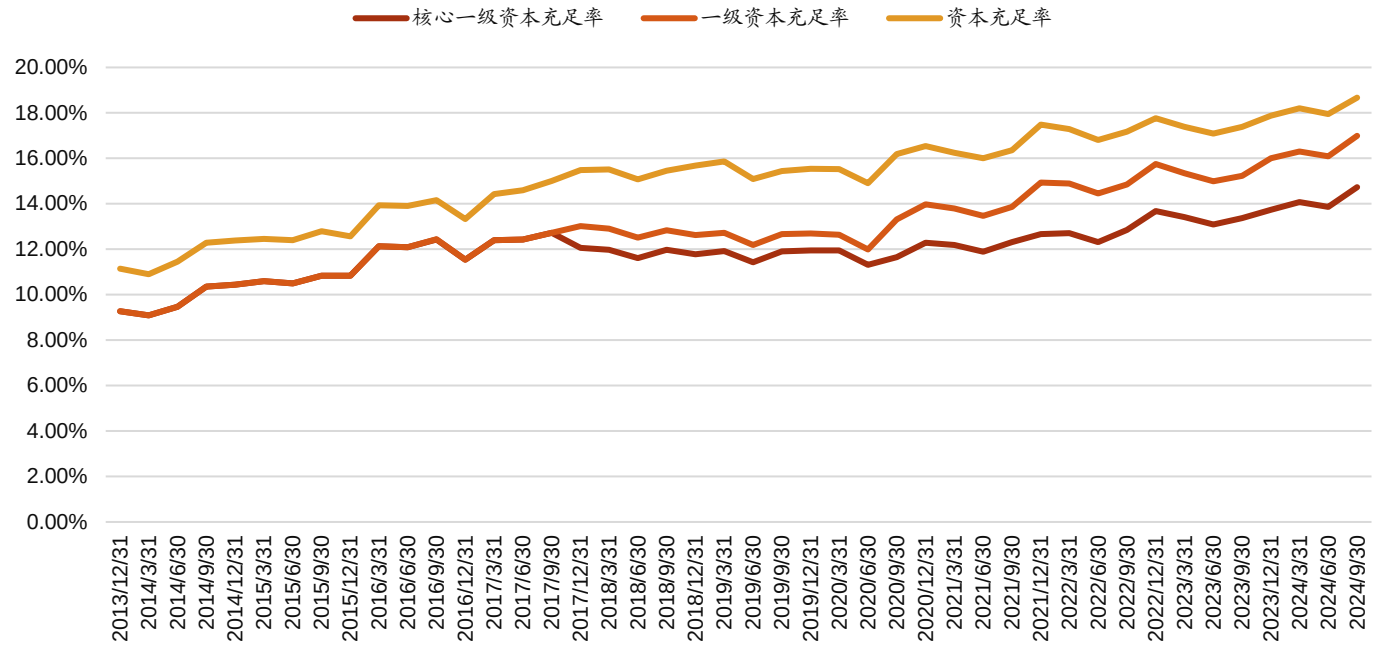
5、资本分红：内生持续，高分红率

截至 2024 年 9 月末，招商银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 14.73%、16.99%、18.67%，较最低监管资本底线分别高出 6.48pct、7.74pct、7.42pct，资本安全垫较厚。

内生资本补充能力强。得益于优秀、稳健的盈利能力和精细化管理，招行内生资本增速长期高于风险加权资产增速，是为数不多可实现资本内生的商业银行。2024Q1~3 招行年化 ROE 为 13.54%，扣除分红率后约为 9.24%，远高于风险加权资产增速。

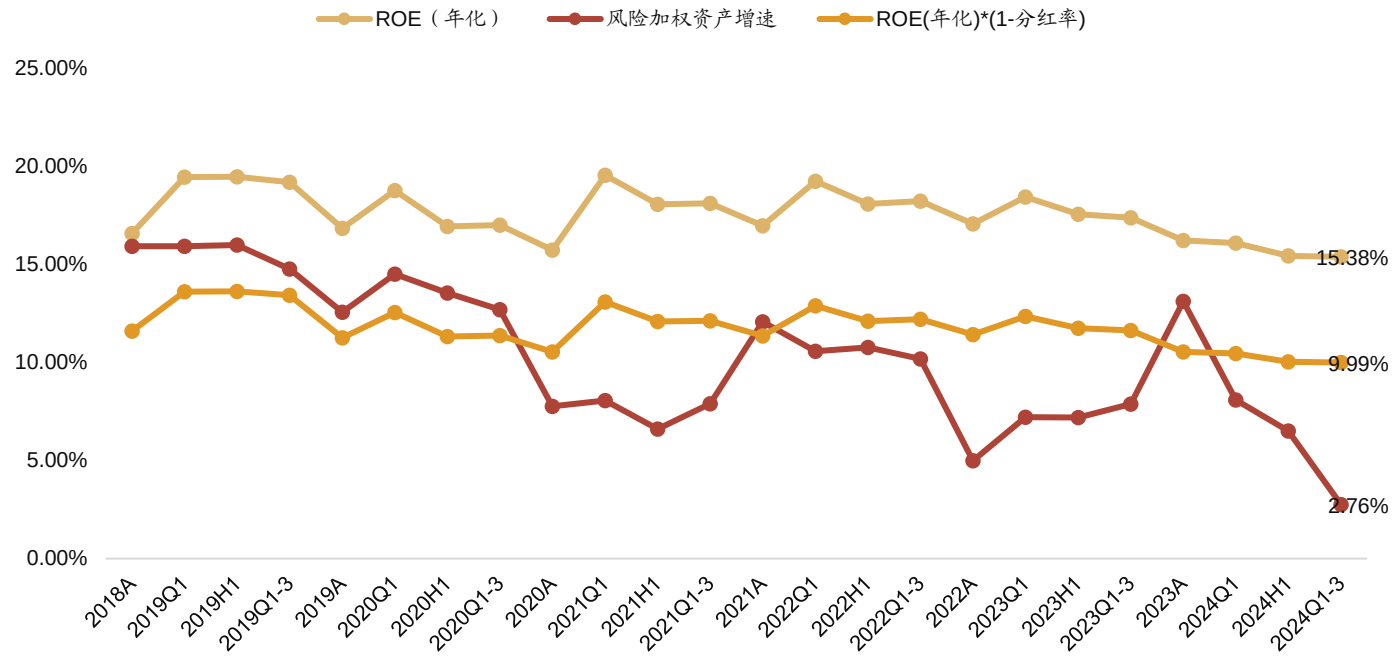
当前宏观预期仍待复苏，资金防御属性较强，市场相对更关注银行股息率，而内生资本补充能力和厚实的资本安全垫是可持续高分红率的有效保证，招行分红率保持稳定高位，2023 年高达 35.01%，位列上市银行第一，目前 A 股最新股息率(TTM)5.2%，对投资者而言进可攻退可守。

图 52：招商银行资本监管指标



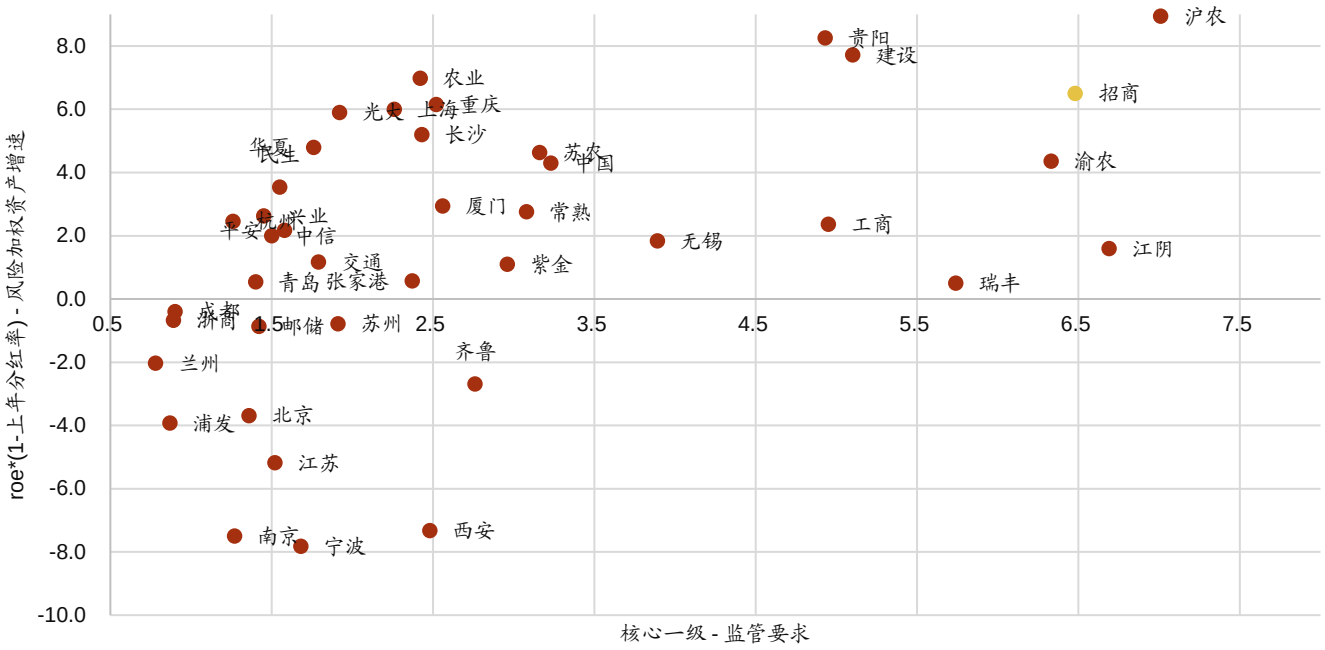
资料来源：Wind，招商证券

图 53：招商银行资本内生能力 VS 加权风险资产增速



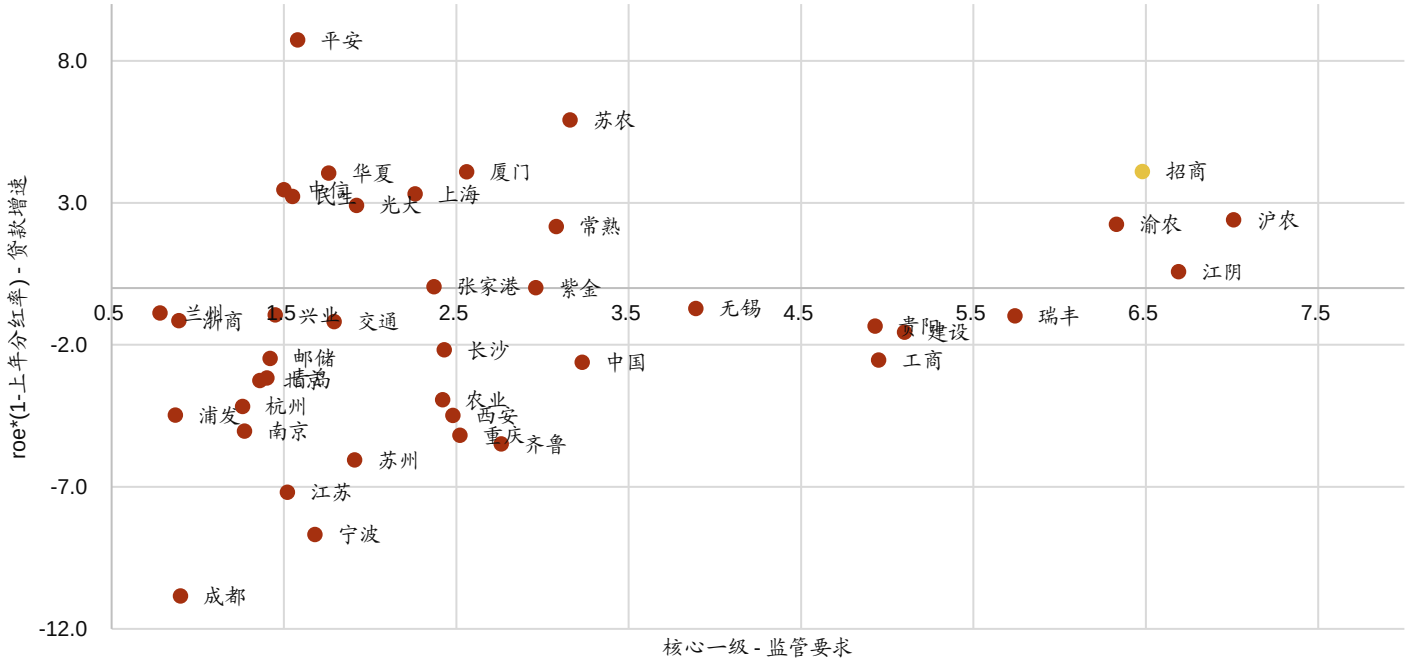
资料来源：Wind，招商证券

图 54：内生资本能力 VS 核心一级安全垫（24Q3，%）



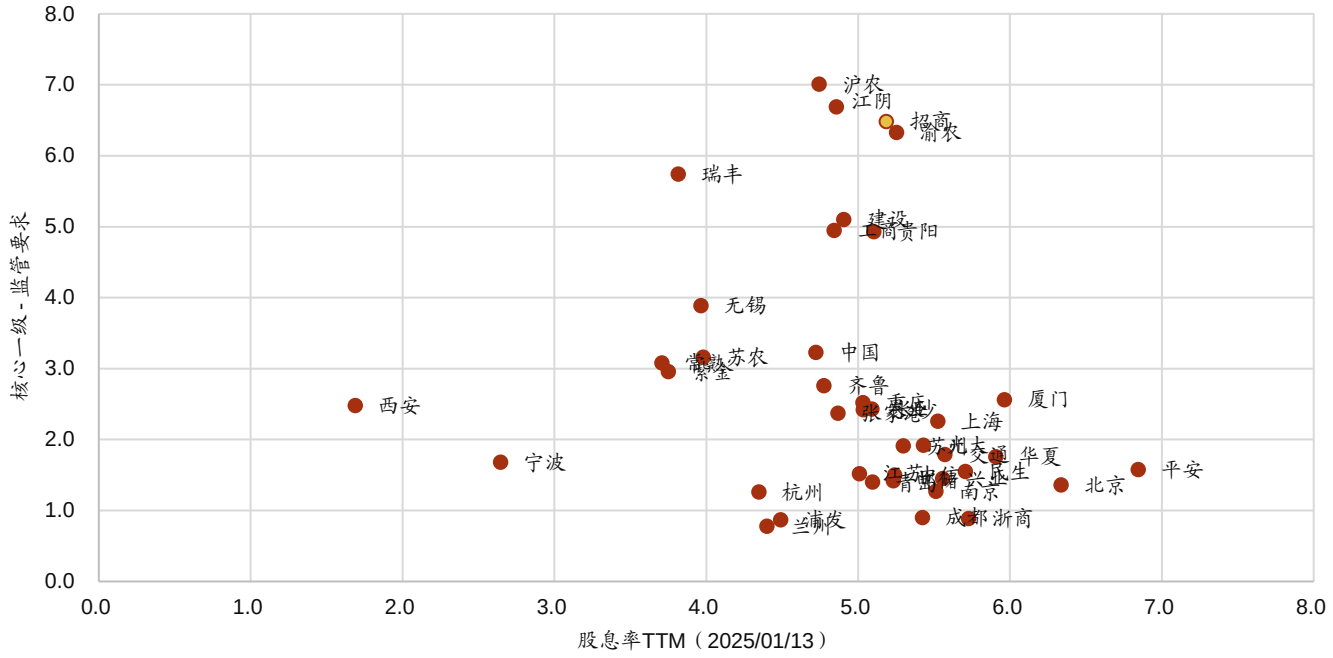
资料来源：Wind，招商证券

图 55：内生资本能力 VS 核心一级安全垫（24Q3，%），增速以贷款替代 RWA



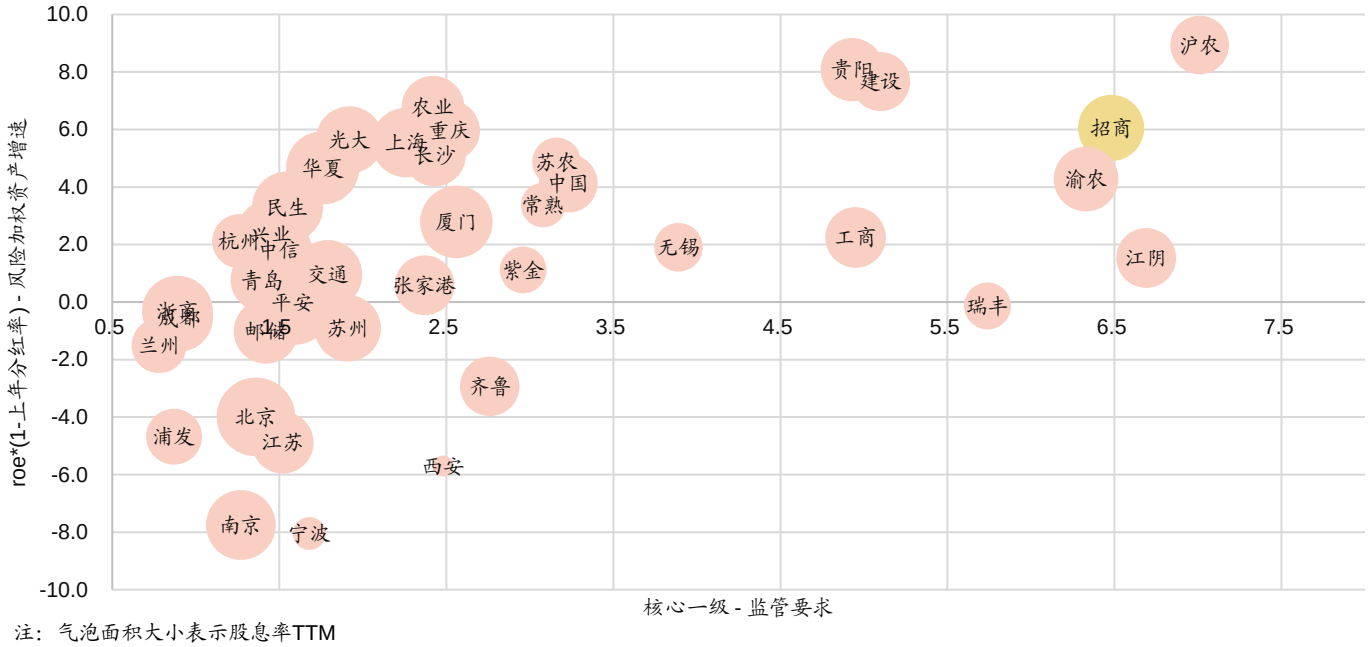
资料来源：Wind，招商证券

图 56：股息率 VS 核心一级安全垫（23Q3，%）



资料来源：Wind，招商证券

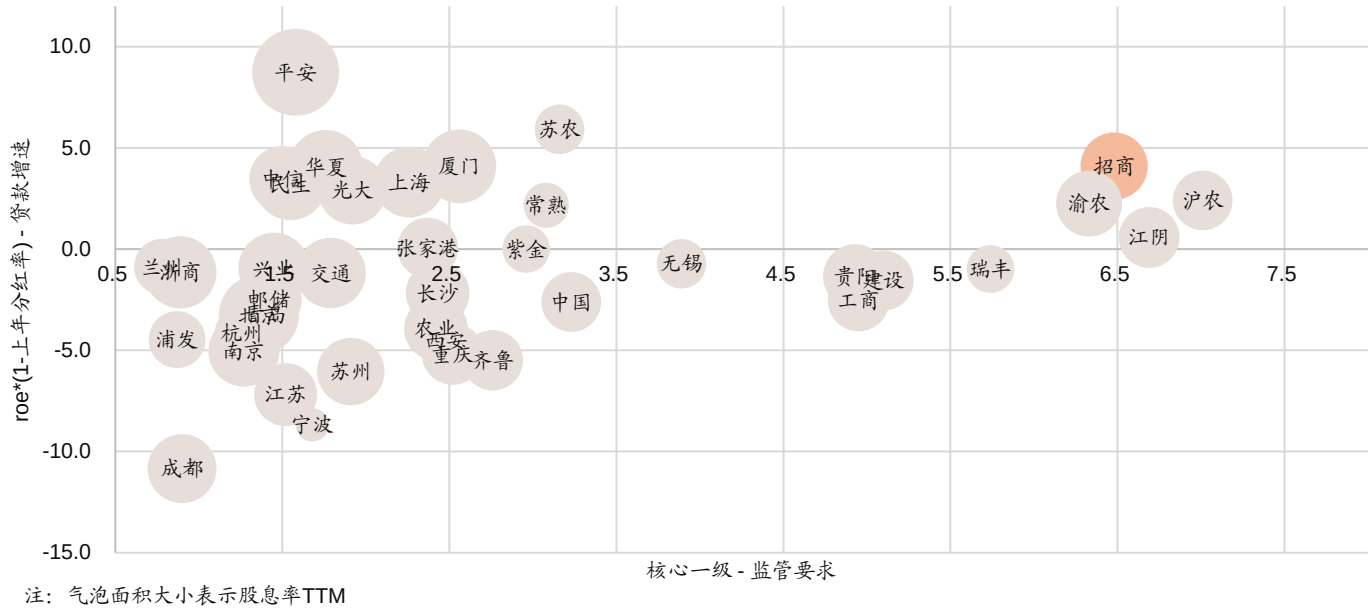
图 57：资本内生能力 VS 资本安全边际（%）



注：气泡面积大小表示股息率TTM

资料来源：Wind，招商证券

图 58：资本内生能力 VS 资本安全边际（%），增速以贷款替代 RWA



注：气泡面积大小表示股息率TTM

资料来源：Wind，招商证券

6、盈利预测：转正在即，弹性可期

2025 年 1 月 14 日，公司已发布了 2024 年业绩快报，24A 营收同比增长-0.47%，归母净利润同比增长 1.22%，环比 24Q1~3 均有所回升，展望 25 年：

规模增速方面，（1）资产端，2024 年前三季度，受经济下行，有效需求偏弱，零售风险暴露等因素影响，招行贷款增速回落，预计 2024 年全年信贷增速维持低位。展望 2025 年，在财政货币双宽松环境下，企业利润感知有望改善，经济需求端有望回暖，预计贷款增速将有所回升。我们预计 25 年招商银行贷款增速为 8%，财政扩张下投资类资产预计保持高增，因此生息资产增速或高于贷款增速，25 年为 9.6%。**（2）负债端，**2024 年招行存款增长受手工补息整改影响较小，表现出较强的韧性，四季度预计延续平稳趋势，2025 年随着经济修复，存款有望保持稳健增长，由于招行存款禀赋较好，其对于主动负债依赖度并不高，主动负债增速预计保持低位。总体预计 25 年存款增速为 10.2%，计息负债增速为 9.7%。

净息差方面，（1）生息资产收益率，2024Q4 受存量按揭重定价和降息影响，贷款收益率预计进一步下行，同时市场利率下行带动投资类资产收益率下行，总体生息资产收益率继续回落。展望 2025 年，一方面 Q1 面临 LPR 重定价压力，同时货币政策基调偏积极，货币政策例会已明确提及要“择机降准降息”，预计 Q1 或将进一步降息 40-50bp，带动贷款收益率下行；另一方面，目前 10Y 国债已下行至 1.6%，投资类资产面临一定的到期重定价压力，且同业自律下，人民币同业资产定价预计也会逐步向政策利率靠拢，总体我们预计 2025 年测算生息资产收益率为 2.91%（2024E 预计为 3.32%，2024Q1~3 测算值 3.34%）。**（2）计息负债成本率，**公司计息负债中 80%以上为存款，2025 年存款成本率或将继续压降，一方面得益于利率兜底条款的引入以及前期多轮存款挂牌利率下调成效的释放，且若后续降息落地，存款挂牌利率也有望进一步对称下调；另一方面市场利率下行和同业自律也会带动主动负债成本改善。预计 2025 年测算计息负债成本率为 1.65%（2024E 预计为 1.65%，2024Q1~3 测算值 1.67%）。**综合资负两端，我们预计 2025 年测算净息差为 1.68%（2024E 预计为 1.86%，2024Q1~3 测算值 1.86%）。**

非息收入方面，（1）手续费及佣金净收入，2024 年下半年随着基数效应的消退，24Q1~3 招行手续费及佣金收入已出现了回升趋势，预计四季度延续。2025 年在宏观基本面和预期的修复下，中收有望实现恢复性增长，我们预计 2025 年中收增速为 10%。**（2）其他非息**，2024 年得益于市场利率下行，公司其他非息收入高增，展望 2025 年，考虑到①自上年末政治局会议以来，市场利率 12 月单月下行 40bp，其中可能已包含了今年的降息预期；②去年市场利率下行约 90bp，今年考虑到积极的政策基调，经济基本面边际上有望出现一些积极信号，市场利率继续如此大幅度下行的概率不高，预计 25 年其他非息收入增速回落至-3%。

拨备支出方面，近两年受经济环境偏弱和零售风险暴露等因素影响，营收逐步承压，公司拨备覆盖率回落，为业绩增长提供了有效支撑。考虑到零售风险暴露仍未现拐点，我们预计 2025 年不良生成率略降，信用成本保持下行趋势，2025 年测算值为 0.69%，对应 2025 年拨备覆盖率为 394%。

综合以上，预计 2025 年招商银行营业收入、归母净利润同比增速分别为 1.45%、2.20%。

表 27：招商银行关键指标预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款增速	8.64%	7.56%	5.83%	8.00%	7.00%
存款增速	18.88%	8.56%	11.54%	10.20%	9.00%
生息资产增速	10.37%	8.82%	10.21%	9.61%	7.41%
计息负债增速	10.12%	8.96%	10.09%	9.74%	7.66%
平均贷款收益率	4.54%	4.26%	3.93%	3.45%	3.35%
平均生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.32%	2.91%	2.79%
平均存款付息率	1.52%	1.62%	1.55%	1.30%	1.25%
平均计息负债付息率	1.59%	1.73%	1.65%	1.39%	1.34%
净息差(NIM)-测算值	2.28%	2.04%	1.86%	1.68%	1.60%
净利息收入	7.02%	-1.63%	-0.56%	-0.57%	3.64%
净手续费收入增速	-0.18%	-10.78%	-10.05%	10.00%	7.00%
净其他非息增速	-1.87%	25.01%	20.00%	-3.00%	2.00%
营业收入	4.08%	-1.64%	-0.47%	1.45%	4.23%
营业支出	-1.97%	-9.56%	-2.34%	0.76%	6.41%
拨备前利润	3.80%	-2.06%	4.79%	1.55%	4.48%
归母净利润	15.08%	6.22%	1.22%	2.20%	2.47%
信用成本率	0.99%	0.66%	0.74%	0.69%	0.72%
不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.92%
拨备覆盖率	450.79%	437.70%	411.03%	393.63%	394.86%

资料来源：Wind，招商证券

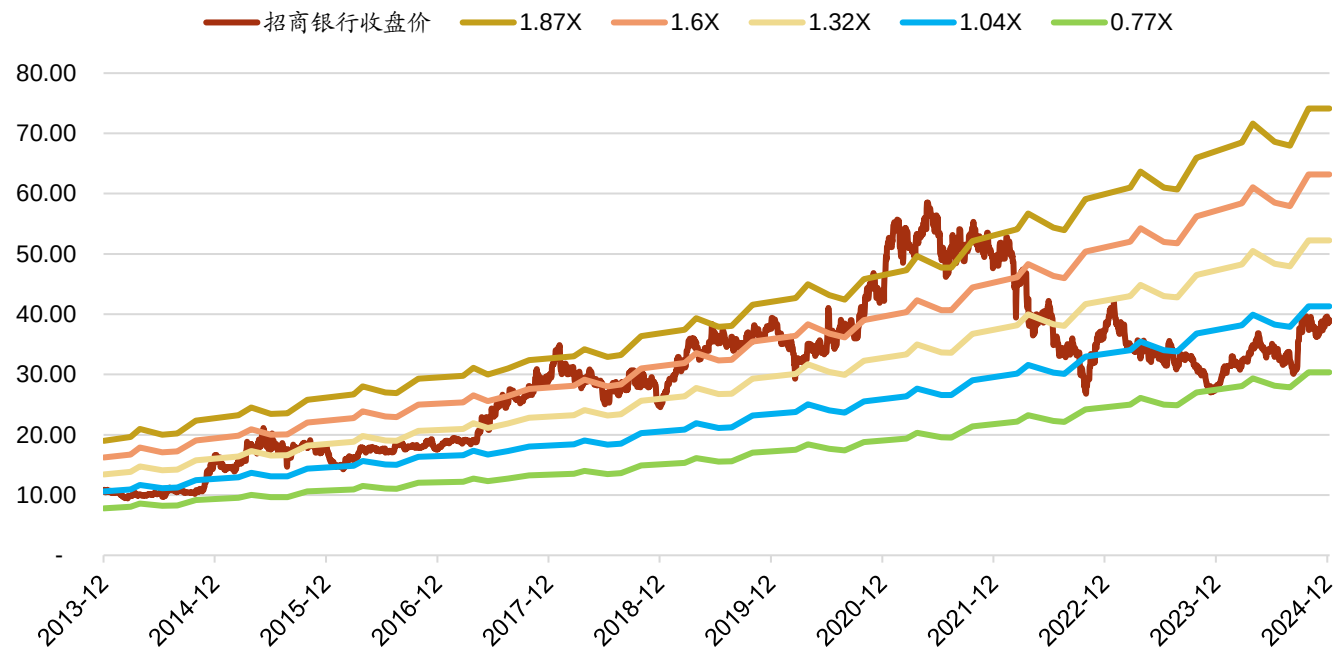
六、投资建议：红利价值在，溢价亦可期

当前招商银行 ROA 是上市国股行的 1.78 倍，ROE 是上市国股行 1.49 倍，PB 是上市国股行的 1.52 倍，2021 年高峰时招商银行 PB 是上市国股行 2.74 倍，可以看出招商银行基本面依旧优异，但由于过去几年宏观经济和资本市场风格原因，招商估值溢价已明显收敛，目前绝对估值并未体现招商银行 ROA 和 ROE 结构上应有的溢价。2024 年，随着招商银行估值调整到位，股息率也进入行业前列，实体宏观经济和资本市场政策有所加力，招行相对估值开始进入稳定期，股价涨跌幅跑赢行业和市场。**截至 2025 年 1 月 14 日，A 股股息率为 4.92%，位于银行和上市公司前列，资本和拨备安全垫厚，内生资本能力强，分红率相对可持续，红利配置价值凸显。**

展望 2025，公司基本面优势持续，政策导向利好溢价回归。得益于公司管理层战略上坚守和战术上的革新，招商银行资产负债表堡垒依旧，继续领先，随着政策推动宏观经济和资本市场活力回升，中收占比高、结算性负债强的招行会更加受益，公司基本面相对优势会再次扩张，估值溢价也终将回归。

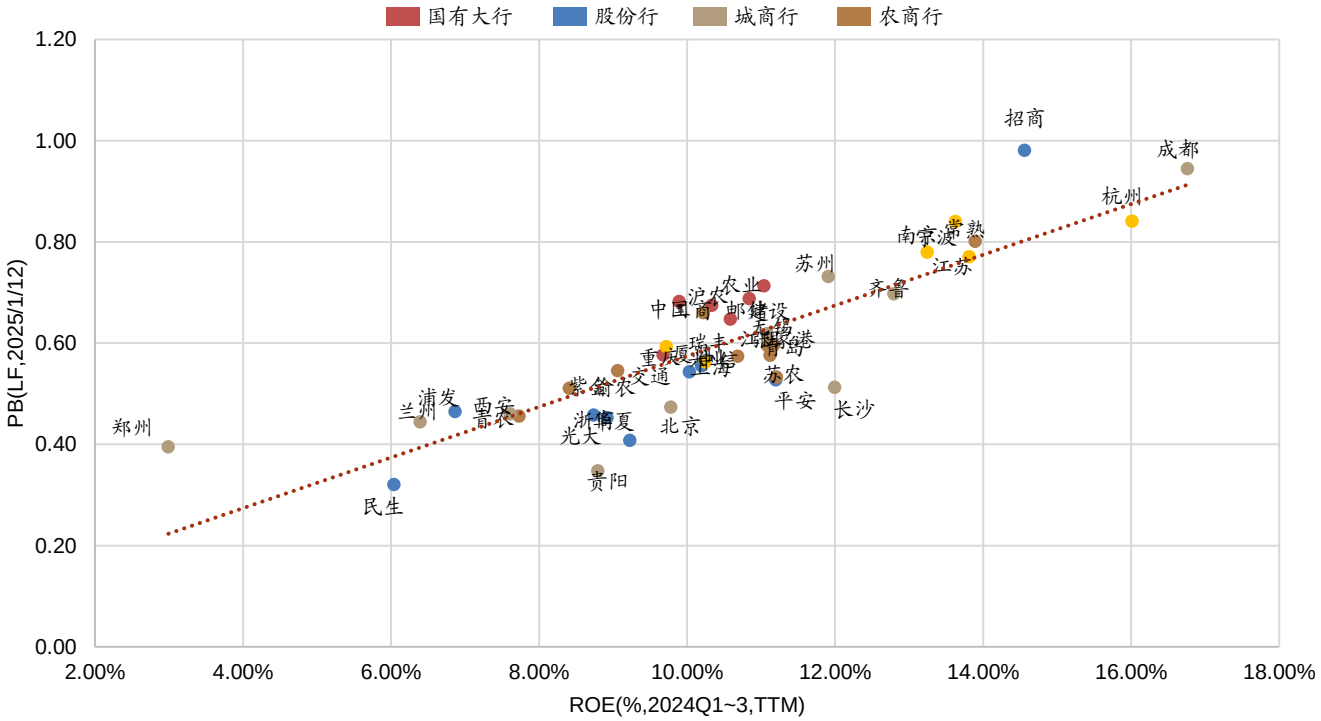
招商银行股东结构稳定，董事会与管理层良性互动，战略内核坚定，推进方式与时俱进，市场化专业化科技化能力领先行业，基本面资产负债堡垒巩固，ROA 和 ROE 量和结构双优。公司目前绝对估值红利价值显现，相对估值溢价也处于历史低位，随着宏观政策发力，公司估值溢价会再次回归，当前位置**高股息红利防御，进可享受复苏溢价回归，建议积极关注。**预计公司 25E/26E 归母净利润增速为 2.2%/2.5%，EPS 为 5.83/5.98 元/股，最新 A 股收盘价对应 25 年 PB 为 0.9X，对应 25 年 PE 为 6.8X。考虑到本轮政策力度加码，招行基本面与经济复苏共振，给予公司“强烈推荐”评级。

图 59：招商银行 PB Band（元/股）



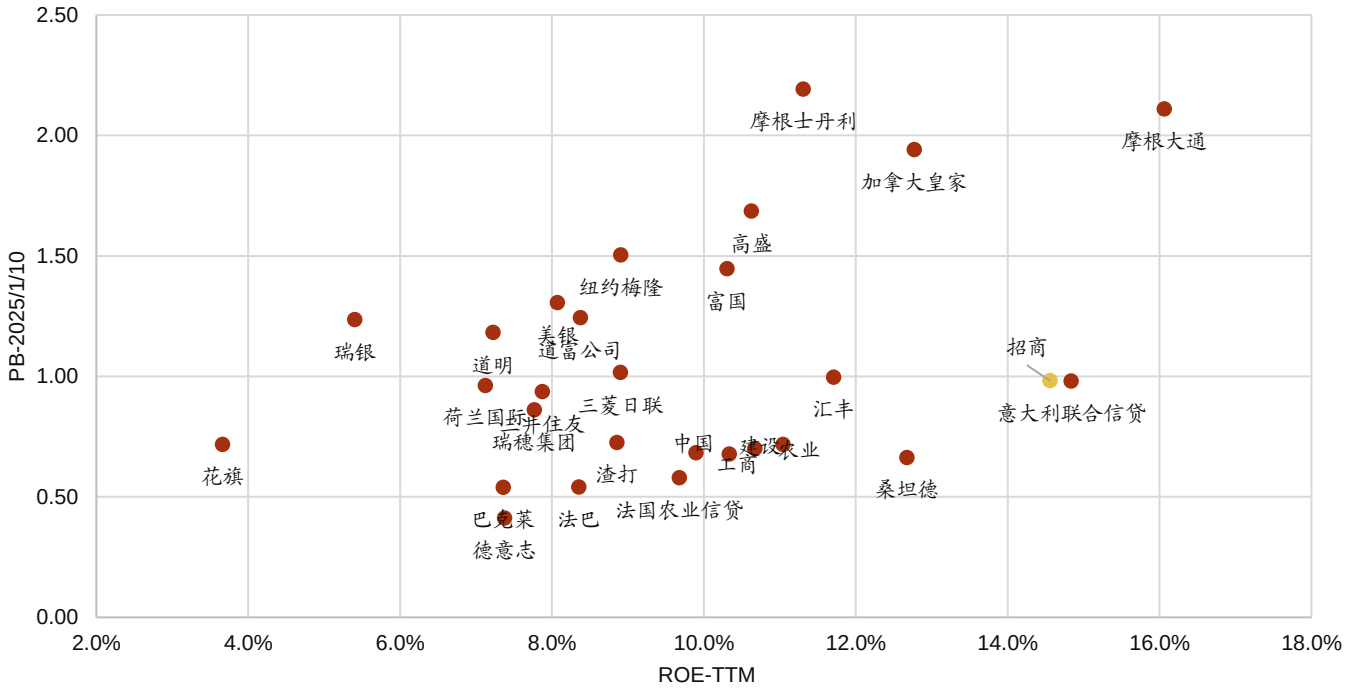
资料来源：Wind，招商证券

图 60：A 股上市银行 PB 估值与 ROE



资料来源：Wind，招商证券

图 61：PB-ROE（招商银行 VS 系统性重要银行）



资料来源：Wind，招商证券

七、风险提示

（1）经济基本面改善偏慢：消费、房地产销售等恢复不及预期，影响信贷需求等；

（2）政策力度低于预期：各项政策未兑现，或低于预期，影响宏观经济改善效果；

（3）存款竞争及定期化加剧：负债成本管控压力超预期，息差承压；

（4）资本市场波动超预期：导致中收修复不及预期。

附：财务预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
价值评估（倍）					
P/E	7.6	7.1	7.0	6.8	6.7
P/B	1.22	1.09	0.99	0.90	0.83
P/PPOP	4.51	4.61	4.40	4.33	4.14
每股指标					
EPS	5.06	5.45	5.70	5.83	5.98
BVPS	32.18	35.93	40.29	44.21	48.23
PPOPPS	8.83	8.65	9.06	9.20	9.61
DPS	1.74	1.97	2.06	2.11	2.16
股息支付率	34.37%	36.17%	36.17%	36.17%	36.17%
股息收益率	4.36%	4.95%	5.18%	5.29%	5.43%
驱动性因素					
贷款增速	8.64%	7.56%	5.83%	8.00%	7.00%
存款增速	18.88%	8.56%	11.54%	10.20%	9.00%
生息资产增速	10.37%	8.82%	10.21%	9.61%	7.41%
计息负债增速	10.12%	8.96%	10.09%	9.74%	7.66%
平均贷款收益率	4.54%	4.26%	3.93%	3.45%	3.35%
平均生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.32%	2.91%	2.79%
平均存款付息率	1.52%	1.62%	1.55%	1.30%	1.25%
平均计息负债付息率	1.59%	1.73%	1.65%	1.39%	1.34%
净息差(NIM)-测算值	2.28%	2.04%	1.86%	1.68%	1.60%
净利差(NIS)-测算值	2.09%	1.84%	1.66%	1.52%	1.45%
净手续费收入增速	-0.18%	-10.78%	-10.05%	10.00%	7.00%
净非息收入/营收	36.70%	36.70%	36.76%	38.02%	38.37%
成本收入比	32.88%	32.96%	29.67%	29.60%	29.50%
拨备支出/平均贷款	1.17%	0.85%	0.73%	0.69%	0.72%
实际所得税率	15.64%	16.20%	16.30%	16.20%	16.10%
业绩年增速率					
净利息收入	7.0%	-1.6%	-0.6%	-0.6%	3.6%
净手续费收入	-0.2%	-10.8%	-10.1%	10.0%	7.0%
净其他非息增速	-1.9%	25.0%	20.0%	-3.0%	2.0%
营业收入	4.1%	-1.6%	-0.5%	1.4%	4.2%
营业支出	-2.0%	-9.6%	-2.3%	0.8%	6.4%
拨备前利润	3.8%	-2.1%	4.8%	1.5%	4.5%
利润总额	11.4%	7.0%	1.3%	2.1%	2.3%
净利润	15.3%	6.3%	1.2%	2.2%	2.4%
归母净利润	15.1%	6.2%	1.2%	2.2%	2.5%
盈利能力					
ROAA	1.44%	1.40%	1.29%	1.20%	1.13%
ROAE	17.06%	16.22%	14.96%	13.80%	12.94%
RORWA	2.44%	2.38%	2.20%	2.10%	2.01%
资本状况					
资本充足率	17.77%	17.88%	18.05%	17.81%	17.69%
一级资本充足率	15.75%	16.01%	16.50%	16.58%	16.75%
核心一级资本充足率	13.68%	13.73%	14.35%	14.60%	14.90%
风险加权系数	57.62%	59.92%	57.37%	56.53%	56.18%
杠杆率	10.63	10.16	10.19	10.31	10.30

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					
净利息收入	218,235	214,669	213,472	212,246	219,975
利息收入	353,380	375,610	381,437	368,242	382,283
利息支出	135,145	160,941	167,965	155,996	162,308
净手续费收入	94,275	84,108	75,655	83,221	89,046
净其他非息收入	32,273	40,346	48,415	46,963	47,902
营业收入	344,783	339,123	337,543	342,429	356,924
营业支出	179,627	162,460	158,661	159,874	170,125
税金及附加	3,005	2,963	2,700	2,842	2,998
业务及管理费	113,375	111,786	100,149	101,359	105,292
营业利润	165,156	176,663	178,882	182,555	186,799
营业外净收入	-43	-45	90	90	90
拨备前利润	222,679	218,087	228,541	232,076	242,481
资产减值损失	57,566	41,469	49,570	49,431	55,592
利润总额	165,113	176,618	178,972	182,645	186,889
所得税	25,819	28,612	29,172	29,589	30,089
净利润	139,294	148,006	149,799	153,057	156,800
归母净利润	138,012	146,602	148,395	151,653	155,396
资产负债表					
贷款总额	6,051,459	6,508,865	6,888,315	7,439,380	7,960,137
贷款减值准备	261,476	269,531	269,448	274,957	289,337
贷款净额	5,807,154	6,252,755	6,618,867	7,164,423	7,670,799
投资类资产	2,772,689	3,193,920	3,577,190	4,113,769	4,442,870
存放央行	603,027	682,802	735,317	790,061	850,126
同业资产	631,598	560,709	863,492	880,762	951,223
其他资产	881,773	1,034,537	1,084,909	1,188,996	1,280,250
生息资产	10,058,773	10,946,296	12,064,314	13,223,972	14,204,356
资产合计	10,138,912	11,028,483	12,189,989	13,359,508	14,384,831
存款	7,590,579	8,240,498	9,191,463	10,128,992	11,040,602
向央行借款	129,745	378,621	262,510	262,510	262,510
同业负债	945,624	890,755	997,646	1,077,457	1,066,683
发行债券	223,821	176,578	211,894	233,083	228,421
计息负债	8,889,769	9,686,452	10,663,512	11,702,042	12,598,216
负债合计	9,184,674	9,942,754	10,993,312	12,063,961	12,987,851
股东权益合计	954,238	1,085,729	1,196,678	1,295,547	1,396,980
加权风险资产	5,841,685	6,608,021	6,993,252	7,552,712	8,081,401
资产质量					
信用成本率	0.99%	0.66%	0.74%	0.69%	0.72%
不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.92%
不良净生成率	0.83%	0.85%	0.82%	0.70%	0.60%
拨备覆盖率	451%	438%	411%	394%	395%
拨贷比	4.32%	4.14%	3.91%	3.70%	3.63%
流动性					
存贷比	79.72%	78.99%	74.94%	73.45%	72.10%
贷款/总资产	59.69%	59.02%	56.51%	55.69%	55.34%
投资类资产/总资产	27.35%	28.96%	29.35%	30.79%	30.89%
同业资产/总资产	6.23%	5.08%	7.08%	6.59%	6.61%

资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。