

招商银行（600036）

证券研究报告
2025 年 02 月 10 日

营收修复，利润正增

事件：

招商银行发布 2024 年全年业绩预告。2024 年，企业实现营收约 3375 亿元，YoY-0.47%，归母净利润 1484 亿元，YoY+1.22%。

点评摘要：

营收持续向上修复表现。2024 年，招商银行实现营收约 3375 亿元（YoY-0.47%），其中净利息收入 2113 亿元（YoY-1.58%）。非息净收入 1263 亿元，同比增长 1.45%。

盈利增速转负为正。2024 年招商银行归母净利润同比+1.22%，较 24Q3 末向上修复 184bp。

资产端：截至 2024 年末，招商银行资产总计 12.2 万亿元，较 24Q3 末上升 4972 亿元（环比+ 4.3%），同比多增 2339 亿元。结构上，贷款余额规模环比变动+1.9%，同比负增 780 亿元。截至 2024 年末，贷款占生息资产比重为 56.7%，较 24Q3 末余额占生息资产比重环比变动-1.3pct。

负债端：截至 2024 年末，招商银行负债余额 10.9 万亿元，较 24Q3 末增加 4234 亿元（环比+4.0%），同比多增 2177 亿元。负债结构上，存款余额规模环比+4.2%，同比正增 3,215 亿元。截至 2024 年末，存款占计息负债比重为 83.3%，较 24Q3 末占计息负债比重环比变动+0.1%。

资产质量维持稳定健康水平。截至 2024 末，招商银行不良贷款率为 0.95%，较三季度微增 1bp，与去年同期不良水平持平，整体依旧维持在较低水平。拨备覆盖率与贷款拨备率分别为 411.98%和 3.92%，同比下降 25.72 和 0.22 个百分点，但依旧维持较高拨备空间。

盈利预测与估值：

招商银行 24Q3 企业盈利能力具有韧性，息差企稳，资产质量稳健。我们预测企业 2024-2026 年归母净利润同比增长为 0.95%、3.79%、3.19%，对应现价 BPS：41.38、45.21、49.64 元。我们使用股息贴现模型测算目标价为 44.90 元，对应 24 年 1.08x PB，现价空间 12%，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大；业绩预告仅为初步核算结果，具体数据请以正式年报为主。

投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	40.2 元
目标价格	44.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	829,283.57
流通 A 股市值(百万元)	829,283.57
每股净资产(元)	39.73
资产负债率(%)	90.05
一年内最高/最低(元)	41.37/29.93

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujiea@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商银行-季报点评:息差企稳，盈利向上修复，拨备维持高位。》2024-10-31
- 《招商银行-半年报点评:营收边际改善，息差企稳，质量稳健》2024-09-06
- 《招商银行-季报点评:ROE 保持高水平，资产质量指标或现拐点》2023-04-27

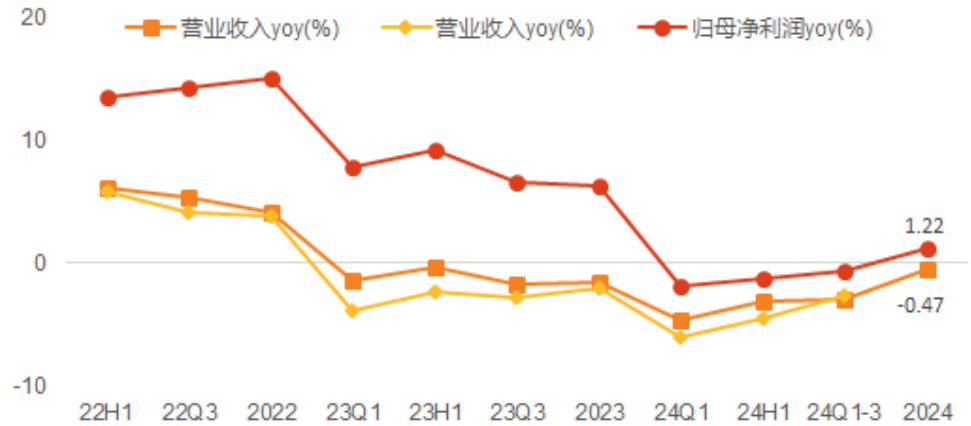
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3,448	3,391	3,375	3,465	3,602
增长率（%）	4.08	-1.64	-0.48	2.77	3.95
归属母公司股东净利润（亿元）	1,380	1,466	1,480	1,556	1,606
增长率（%）	15.08	6.22	0.95	3.79	3.19
每股收益（元）	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37
市盈率(P/E)	7.35	6.92	6.76	6.52	6.31
市净率(P/B)	1.07	1.09	0.97	0.89	0.81

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 营收向上修复，归母净利润增速转正

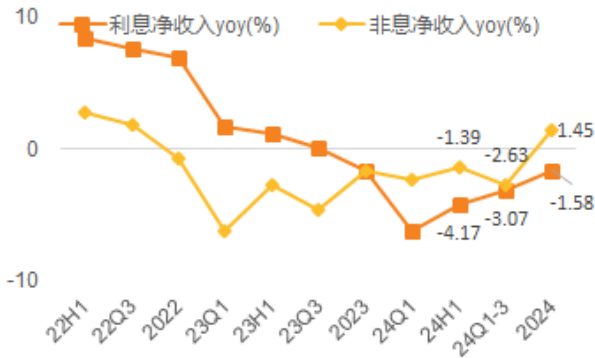
营收持续向上修复表现，归母净利润增速转正。2024 年招商银行营收约 3375 亿元，YoY-0.47%，同比少减 41 亿元，其中净利息收入 2113 亿元，YoY-1.58%，同比少减 1.7 亿元。营收结构上，利息净收入占比回升至 62.59%，较 24 年 Q3 末增加 0.35pct；非息净收入 1263 亿元，YoY+1.45%，同比正增 39 亿元。24H1、24Q1-Q3、2024 归母净利润同比分别为-1.33%、-0.62%、1.22%。进入 2024 年以来招商银行营收增速延续向上修复趋势，盈利增速转负为正。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（22H1-2024）



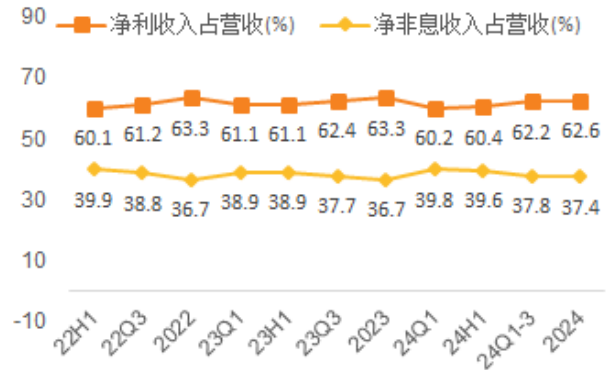
资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速（22H1-2024）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收（22H1-2024）



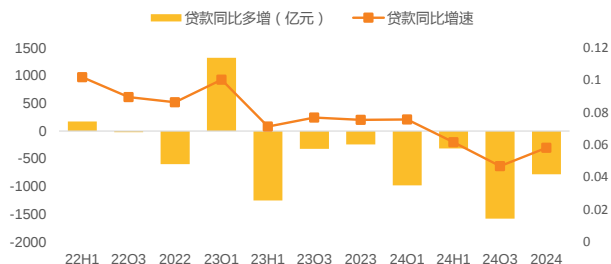
资料来源：企业财报，天风证券研究所

2. 资产负债规模稳步扩张

资产端：截至 2024 末，招商银行资产总计 12.2 万亿元，较 24Q3 末上升 4,972 亿元，环比+4.3%，同比多增 2339 亿元。从结构细分来看，贷款总计 6.89 万亿元，环比+1.9%，同比少增 780 亿元，贷款占生息资产比重为 56.7%，较 24Q3 末余额占生息资产比重环比变动-1.3pct。

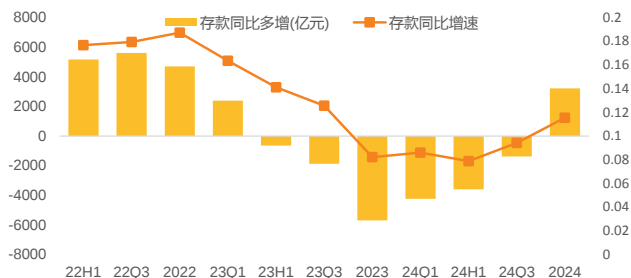
负债端：截至 2024 年末，招商银行负债余额 10.9 万亿元，较 24Q3 末增加 4,234 亿元，环比+4.0%，同比多增 2,177 亿元。负债结构上，存款总计 90,966 亿元，环比+4.2%，同比多增 3,215 亿元，存款占计息负债比重为 83.3%，较 24Q3 末占计息负债比重环比变动+0.1%。

图 4：贷款余额环比多增及同比增速（22H1-2024）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 5：存款余额同比多增及同比增速（22H1-2024）

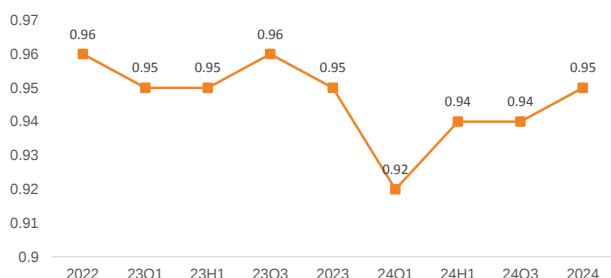


资料来源：企业财报，天风证券研究所

3. 资产质量整体平稳，拨备维持高位

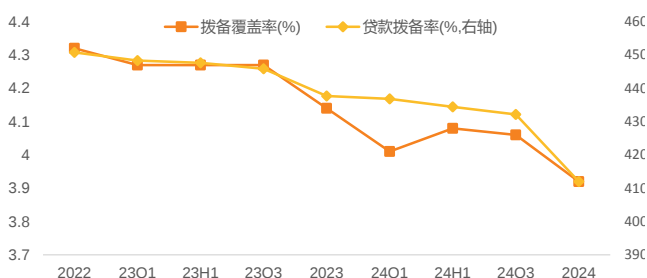
截至 2024 末，招商银行不良贷款率为 0.95%，较三季度微增 1bp，与去年同期不良水平持平，整体依旧维持在较低水平。拨备覆盖率与贷款拨备率分别为 411.98%和 3.92%，同比下降 25.72 和 0.22 个百分点，但依旧维持较高拨备空间。

图 6：不良贷款率（2022-2024）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 7：拨备覆盖率及贷款拨备率（2022-2024）



资料来源：企业财报，天风证券研究所

4. 估值

我们使用股息贴现模型测算目标价为 44.90 元，对应 24 年 1.08x PB，现价空间 12%，维持“增持”评级。

表 1：DDM 估值分析

2024									
基本假设		年数	净利润增速		总计（元）		44.90		
2024-2026		3			对应PB		1.08		
2027-2034		8	1.50%		空间		12%		
2035以后		永续	0.50%						
折现率假设									
无风险收益率		2.18%							
风险溢价		3.05%							
β系数		0.8433							
风险折现率		4.75%							
三阶段模型									
第一阶段		2024	2025	2026					
EPS		5.94	6.17	6.37					
DIVIDEND		1.66	1.73	1.78					
折现值（元）		1.66	1.65	1.62					
合计（元）		4.94							
第二阶段		2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EPS		6.46	6.56	6.66	6.76	6.86	6.96	7.07	7.17
DIVIDEND		1.81	1.84	1.86	1.89	1.92	1.95	1.98	2.01
折现值（元）		1.57	1.53	1.48	1.43	1.39	1.34	1.30	1.26
合计（元）		11.31							
永续阶段		2035及以后							
EPS		7.24							
DIVIDEND		2.03							
折现值（元）		28.65							
合计（元）		28.65							

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						收入增长					
净利息收入	2,182	2,147	2,154	2,264	2,385	净利润增速	15.08%	6.22%	0.95%	3.79%	3.19%
手续费及佣金	943	841	742	701	691	拨备前利润增速	3.80%	-2.06%	2.28%	2.74%	3.94%
其他收入	323	403	476	500	525	税前利润增速	11.43%	6.97%	3.50%	3.79%	3.19%
营业收入	3,448	3,391	3,375	3,465	3,602	营业收入增速	4.08%	-1.64%	-0.48%	2.77%	3.95%
营业税及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	7.02%	-1.63%	0.32%	5.12%	5.36%
业务管理费	-1,134	-1,118	-1,111	-1,142	-1,187	手续费及佣金增速	-0.18%	-10.78%	-11.80%	-5.50%	-1.36%
拨备前利润	2,227	2,181	2,231	2,292	2,382	营业费用增速	3.45%	-1.40%	-0.58%	2.82%	3.98%
计提拨备	-576	-415	-403	-394	-424	规模增长					
税前利润	1,651	1,766	1,786	1,897	1,958	生息资产增速	10.37%	8.84%	9.28%	8.70%	8.01%
所得税	-258	-286	-329	-342	-352	贷款增速	8.64%	7.56%	5.83%	8.00%	7.50%
净利润	1,380	1,466	1,480	1,556	1,606	同业资产增速	-20.99%	-11.22%	10.00%	10.00%	8.00%
资产负债表						证券投资增速	27.36%	15.19%	11.00%	10.00%	9.00%
贷款总额	60,515	65,089	68,883	76,271	81,991	其他资产增速	3.59%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
同业资产	6,316	5,607	6,168	6,785	7,327	计息负债增速	10.12%	8.96%	9.47%	8.76%	7.94%
证券投资	27,727	31,939	35,453	38,998	42,508	存款增速	18.88%	8.56%	10.39%	9.00%	8.50%
生息资产	100,436	109,314	119,455	129,843	140,239	同业负债增速	-13.37%	18.04%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	3,635	3,798	4,224	4,592	4,959	股东权益增速	10.23%	13.84%	12.92%	8.02%	8.59%
总资产	101,389	110,285	121,520	131,190	141,694	存款结构					
客户存款	75,906	82,405	90,966	98,354	106,715	活期	62.5%	54.3%	61.0%	61.0%	61.0%
其他计息负债	12,992	14,460	15,800	16,972	17,764	定期	36.8%	44.7%	34.0%	34.0%	34.0%
非计息负债	2,949	2,563	2,719	2,957	3,192	其他	4.6%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
总负债	91,847	99,428	109,185	118,283	127,670	贷款结构					
股东权益	9,542	10,857	12,260	12,907	14,024	企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
每股指标						个人贷款	52.2%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
每股净利润(元)	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37	资产质量					
每股拨备前利润(元)	8.83	8.65	8.84	9.09	9.44	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%
每股净资产(元)	37.49	36.71	41.38	45.21	49.64	正常	97.83%	97.96%	97.83%	97.85%	97.85%
每股总资产(元)	402.02	437.29	478.56	520.18	561.83	关注	1.21%	1.10%	1.24%	1.24%	1.24%
P/E	7.35	6.92	6.76	6.52	6.31	次级	0.38%	0.25%	0.23%	0.22%	0.22%
P/PPOP	4.55	4.65	4.55	4.42	4.26	可疑	0.39%	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%
P/B	1.07	1.09	0.97	0.89	0.81	损失	0.19%	0.36%	0.35%	0.34%	0.34%
P/A	0.10	0.09	0.05	0.04	0.07	拨备覆盖率	450.8%	437.7%	412.0%	400.3%	384.7%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.28%	2.05%	1.88%	1.82%	1.77%	资本充足率	17.77%	17.88%	17.65%	17.63%	17.46%
净利差(Spread)	2.10%	1.85%	1.70%	1.64%	1.59%	核心资本充足率					
贷款利率	4.57%	4.27%	4.18%	4.10%	4.03%	资产负债率					
存款利率	1.51%	1.63%	1.52%	1.52%	1.50%	其他数据					
生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.29%	3.23%	3.16%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.59%	1.73%	1.59%	1.59%	1.57%						
盈利能力											
ROAA	1.42%	1.39%	1.30%	1.24%	1.18%						
ROAE	15.17%	14.37%	13.10%	12.43%	11.84%						
拨备前利润率	2.30%	2.06%	1.93%	1.82%	1.75%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com