

招商银行（600036）

证券研究报告
2025 年 03 月 27 日

营收修复，利润转正

事件：

招商银行发布 2024 年财报。截止 24 年末，企业实现营收约 3375 亿元，归母净利润 1484 亿元，YoY+1.22%。

点评摘要：

2024 年初以来招商银行营收和盈利延续向上修复趋势。营收结构上，利息净收入占比回升至 62.6%，较 24 三季度增加 0.4pct；非息净收入 1262 亿元，同比增长 1.41%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP24Q1、24H1、24Q1-3、2024 增速为-6.08%、-4.52%、-2.66%、0.63%，归母净利润同比分别为-1.96%、-1.33%、-0.62%、+1.22%。

资产收益端：2024 年，企业生息资产日平均收益率下滑至 3.50%，较 24 年中下行 10bp。

负债成本端：2024 年，企业计息负债成本率下行至 1.64%，为息差企稳提供有力支撑。

2024 年末，招商银行净息差录得 1.98%，环比下行 1bp，同比-17bp。

资产端：截止 24 年末招商银行生息资产总计 11.8 亿元，较 24H1 增长 5%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 56.3%、31.2%、7.6%和 4.9%。资产规模扩张贡献上来看，企业金融投资和同业资产分别较年中增长 10.3%、12.5%，贷款余额较年中扩张 2.3%。

负债端：突破 10 万元规模里程碑。2024 招商银行计息负债余额 10.4 万亿元，较 24H1 增长 4.9%。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 87.7%、2.1%、8.4%和 1.8%，较 24H1 各项余额占比环比变动+0.08、-0.65、+1.02 和-0.45pct。

全年资产质量平稳。截止 2024 年末，招商银行不良贷款率为 0.95%，与去年末持平，环比微增 1bp。逾期率较上半年改善 3bp，年末录得 1.42%。

2024 招商银行贷款拨备率 3.92%，较 24H1 下行 16bp；贷款拨备率为 412%，较年中下行 22.4pct。企业拨备依旧维持在较高水平。

盈利预测与估值：

招商银行 2024 企业营收和利润均边际改善，资产质量稳健。我们预测企业 2025-2027 年归母净利润同比增长为 1.01%、3.79%、3.19%，对应现价 BPS：41.38、45.21、49.64 元。使用股息贴现模型测算目标价为 47.63 元，对应 25 年 1.15x PB，现价空间 10%，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

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	43.26 元
目标价格	47.63 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)	892,408.14
流通 A 股市值(百万元)	892,408.14
每股净资产(元)	41.46
资产负债率(%)	89.85
一年内最高/最低(元)	46.10/29.93

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

- 1 《招商银行-公司点评:营收修复，利润正增》 2025-02-10
- 2 《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
- 3 《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

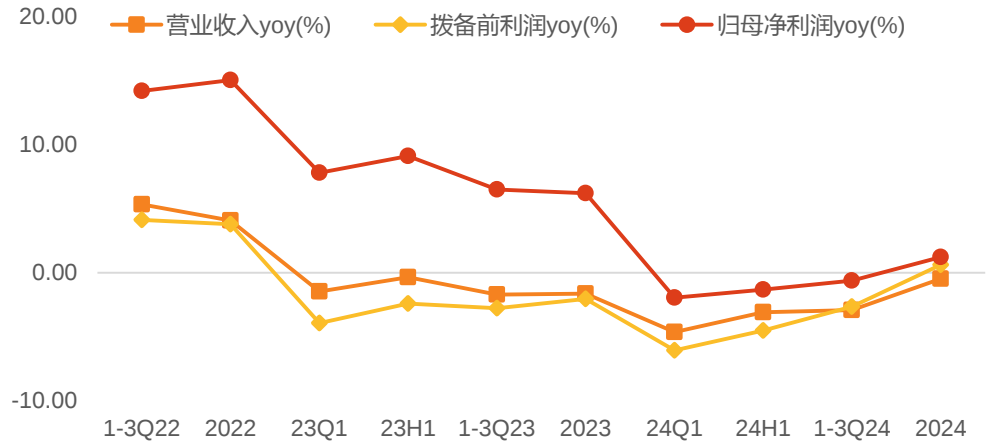
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	3,391	3,375	3,371	3,465	3,602
增长率（%）	-1.64	-0.48	-0.10	2.77	3.95
归属母公司股东净利润（亿元）	1,466	1,484	1,499	1,556	1,606
增长率（%）	6.22	1.22	1.01	3.79	3.19
每股收益（元）	5.81	5.88	5.90	6.12	6.32
市盈率(P/E)	7.34	7.26	7.23	6.97	6.75
市净率(P/B)	1.16	1.03	1.03	0.94	0.86

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 营收持续修复，带动利润正增

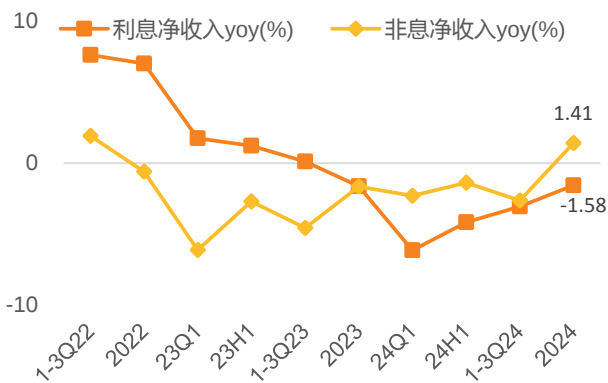
营收增速持续修复，利润增速转正。2024 年，招商银行营收约 3375 亿元(YoY-0.48%)，其中净利息收入 2113 亿元(YoY-1.58%)。营收结构上，利息净收入占比回升至 62.6%，较 24 三季度增加 0.4pct；非息净收入 1262 亿元，同比增长 1.41%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP24Q1、24H1、24Q1-3、2024 增速为-6.08%、-4.52%、-2.66%、0.63%，归母净利润同比分别为-1.96%、-1.33%、-0.62%、+1.22%。2024 年初以来招商银行营收和盈利延续向上修复趋势。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速



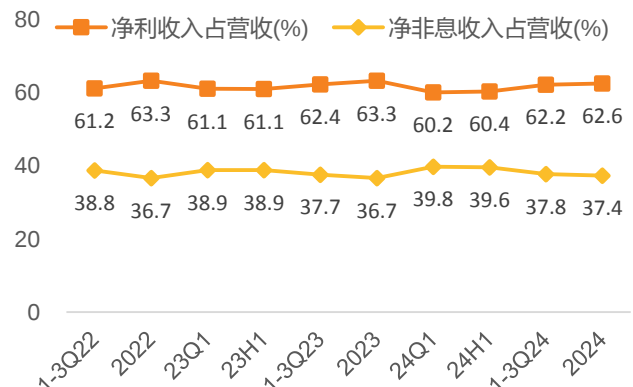
资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速



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



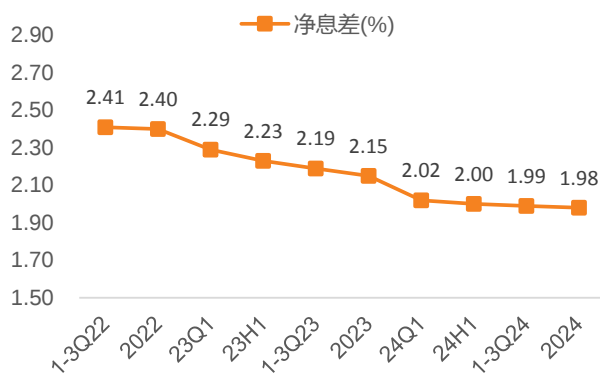
资料来源：企业财报，天风证券研究所

资产收益端：2024 年，受宏观政策利率调降，存量房贷利率下调等多方面影响，企业生息资产日平均收益率下滑至 3.50%，较 24 年中下行 10bp，比 23 年末少 26bp。

负债成本端：2024 年，企业储蓄利率调降为息差企稳提供有力支撑，年末计息负债成本率下行至 1.64%。

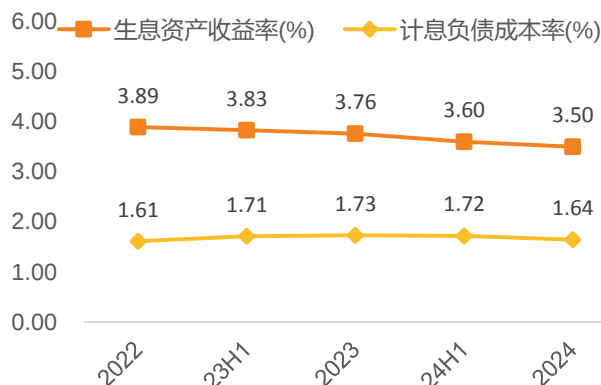
2024 年末，招商银行净息差录得 1.98%，环比下行 1bp，同比-17bp。

图 4：净息差走势



资料来源：企业财报，天风证券研究所

图 5：生息资产收益率、计息负债成本率走势



资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 1：非息收入拆分

	1-3Q22	2022	23Q1	23H1	1-3Q23	2023	24Q1	24H1	1-3Q24	2024
手续费及佣金净收入(亿元)	758	943	251	471	670	841	202	383	557	721
其它非息净收入(亿元)	270	323	101	224	310	403	142	302	397	541
其中：投资净收益(亿元)	159	205	66	124	174	222	95	195	247	299
手续费及佣金净收入yoy(%)	0.02	-0.18	-12.60	-11.82	-11.52	-10.78	-19.44	-18.61	-16.90	-14.28
其它非息净收入yoy(%)	7.64	-1.87	14.91	24.34	14.90	25.01	40.06	34.84	28.23	34.13
其中：投资净收益yoy(%)	-1.19	-6.01	-15.68	-0.44	9.55	7.98	44.62	57.21	41.65	34.74
手续费及佣金净收入占比营收(%)	28.60	27.34	27.67	26.39	25.75	24.80	23.38	22.16	22.04	21.36
其它非息净收入占比营收(%)	10.18	9.36	11.20	12.53	11.90	11.90	16.45	17.45	15.72	16.04
其中：投资净收益占比营收(%)	6.00	5.96	7.25	6.95	6.69	6.54	11.00	11.27	9.76	8.85

资料来源：企业财报，天风证券研究所

2024 全年投资净收益为招商银行稳定提供营收增长。2024 年招商银行手续费及佣金净收入 721 亿元，YoY-14.28%，占全年营收总额降至 21.36%。但是去年其它非息净收入 541 亿元，同比高增 34.13%。其主要来源为企业投资净收益，去年全年贡献 299 亿元，YoY+34.74%。

2. 资产负债规模增长整体稳定

资产端：截止 24 年末招商银行生息资产总计 11.8 亿元，较 24H1 增长 5%，比 23 年末增长 2.8%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 56.3%、31.2%、7.6%和 4.9%。资产规模扩张贡献上来看，企业金融投资和同业资产分别较年中增长 10.3%、12.5%，贷款余额较年中扩张 2.3%。

从存量信贷行业看，2024 招商银行对公贷款同比增长 10.1%。对公行业中，制造业、批发和零售业扩张势头较为强劲，较 23 年末分别增长 16.0%、15.2%，而地产业相关领域呈萎缩态势（房地产与建筑同比分别-2.5%、-2.9%）；零售方面，2024 全年零售增速 6.0%，全年住房贷款增速转正至 2.3%，较 24H1 增长 2.5pct。2024 企业贷款余额整体增速为 2.6%。结构上，对公贷款占比 41.6%，比年中上行 0.5pct；零售占比 52.9%，比 24H1 上行 40bp。

负债端：突破 10 万元规模里程碑。2024 招商银行计息负债余额 10.4 万亿元，较 24H1 增长 4.9%。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 87.7%、2.1%、8.4%和 1.8%，较 24H1 各项余额占比环比变动+0.08、-0.65、+1.02 和-0.45pct。

负债端：突破 10 万元规模里程碑。2024 招商银行计息负债余额 10.4 万亿元，同比增长 3.2%，较 24H1 增长 4.9%。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 87.7%、2.1%、8.4%和 1.8%，较 24H1 各项余额占比环比变动+0.8、-0.65、+1.02 和-0.45pct。

表 2：生息资产拆分

资产分结构	较上期变动 (%)				占比计息资产 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
贷款	5.0	2.6	3.7	2.3	58.7	58.5	57.8	56.3
金融投资	8.1	6.6	4.3	10.3	28.8	29.9	29.7	31.2
同业及拆放	12.7	-21.2	42.8	12.5	6.8	5.2	7.1	7.6
存放央行	-2.0	15.6	-12.2	-4.2	5.7	6.4	5.3	4.9
生息资产合计	5.9	2.8	4.9	5.0	100	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 3：贷款分行业

对公贷款分行业	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
对公								
基建类	6.9	9.4	5.5	3.7	15.9	15.7	16.0	16.2
采矿业	11.4	9.9	6.7	3.0	0.7	0.7	0.7	0.8
制造业	10.9	16.0	5.7	9.8	8.7	8.9	9.0	9.7
房地产业	-4.4	-2.5	4.1	-6.3	5.6	5.0	5.0	4.6
建筑业	14.3	-2.9	21.1	-19.8	1.9	1.7	2.0	1.6
批发和零售业	12.8	15.2	5.6	9.1	2.9	3.0	3.1	3.3
交通运输、仓储和邮政业	2.7	5.6	2.8	2.7	8.1	7.9	7.8	7.9
其它对公	11.2	16.2	10.2	5.5	5.0	4.9	5.2	5.4
对公总计	7.6	10.1	6.6	3.3	40.5	39.9	41.1	41.6

零售贷款分行业	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
零售								
个人住房贷款	-0.2	2.3	-0.7	3.1	21.7	21.3	20.4	20.6
个人消费贷款（含汽车）				4.9			5.6	5.8
个人经营性贷款								
信用卡应收账款	1.5	1.3	-1.8	3.1	14.3	14.4	13.6	13.8
其他个人贷款	-16.9	8.4	6.6	1.7	16.4	12.5	12.9	12.8
零售总计	6.4	6.0	3.0	2.9	52.4	52.8	52.5	52.9

资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 4：计息负债拆分

负债分结构	环比变动 (%)				占比计息负债 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
吸收存款	6.6	1.6	6.2	5.0	87.3	85.9	87.6	87.7
发行债券	18.8	-33.6	56.5	-19.3	2.9	1.9	2.8	2.1
同业及拆入	-13.8	5.1	-6.7	19.5	8.1	8.2	7.3	8.4
向央行借款	21.9	139.4	-40.5	-15.7	1.7	4.0	2.3	1.8
计息负债总计	5.1	3.2	4.2	4.9	100	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

表 5：计息负债拆分

负债分结构	同比 (%)		环比 (%)		计息负债结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
吸收存款	6.6	1.6	6.2	5.0	87.3	85.9	87.6	87.7
发行债券	18.8	-33.6	56.5	-19.3	2.9	1.9	2.8	2.1
同业及拆入	-13.8	5.1	-6.7	19.5	8.1	8.2	7.3	8.4
向央行借款	21.9	139.4	-40.5	-15.7	1.7	4.0	2.3	1.8
计息负债总计	5.1	3.2	4.2	4.9	100	100	100	100

资料来源：企业财报，天风证券研究所

3. 资产质量较为平稳

全年资产质量平稳。截止 2024 年末，招商银行不良贷款率为 0.95%，与去年末持平，环比微增 1bp。逾期率较上半年改善 3bp，年末录得 1.39%。

2024 招商银行贷款拨备率 3.92%，较 24H1 下行 16bp；贷款拨备率为 412%，较年中下行 22.4pct。企业拨备依旧维持在较高水平。

表 6：资产质量分析

	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	较上期	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)	98.04	97.83	98.03	97.95	97.82			
关注贷款率 (%)	1.01	1.21	1.02	1.10	1.24			
不良贷款率 (%)	0.95	0.96	0.95	0.95	0.94	0.95	0.01	0.00
关注+不良率 (%)	1.96	2.17	1.97	2.05	2.18			
逾期贷款								
逾期率 (%)	1.16	1.29	1.25	1.26	1.42	1.39	-0.03	0.13
3个月以内	0.54	0.61	0.51	0.56	0.68			
3个月至1年	0.32	0.44	0.44	0.35	0.40			
1年以上3年以内	0.17	0.16	0.22	0.27	0.23			
3年以上	0.13	0.08	0.08	0.08	0.11			
不良偏离度 (%)	65.40	70.82	77.56	74.41	78.43			
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.32	4.32	4.27	4.14	4.08	3.92	-0.16	-0.22
贷款拨备率 (元)	454.1	450.8	447.6	437.7	434.4	412.0	-22.4	-25.7

资料来源：企业财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	2,147	2,113	2,154	2,264	2,385	净利润增速	6.22%	1.22%	1.01%	3.79%	3.19%
手续费及佣金	841	721	742	701	691	拨备前利润增速	-2.06%	3.88%	2.28%	2.74%	3.94%
其他收入	403	541	476	500	525	税前利润增速	6.97%	1.15%	3.50%	3.79%	3.19%
营业收入	3,391	3,375	3,371	3,465	3,602	营业收入增速	-1.64%	-0.48%	-0.10%	2.77%	3.95%
营业税及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	-1.63%	-1.58%	0.32%	5.12%	5.36%
业务管理费	-1,118	-1,076	-1,111	-1,142	-1,187	手续费及佣金增速	-10.78%	-14.28%	-11.80%	-5.50%	-1.36%
拨备前利润	2,181	2,266	2,231	2,292	2,382	营业费用增速	-1.40%	-3.65%	-0.58%	2.82%	3.98%
计提拨备	-415	-479	-403	-394	-424	规模增长					
税前利润	1,766	1,787	1,828	1,897	1,958	生息资产增速	8.84%	10.10%	9.28%	8.70%	8.01%
所得税	-286	-291	-329	-342	-352	贷款增速	7.56%	5.83%	2.52%	8.00%	7.50%
净利润	1,466	1,484	1,499	1,556	1,606	同业资产增速	-11.22%	60.60%	10.00%	10.00%	8.00%
资产负债表						证券投资增速	15.19%	15.00%	11.00%	10.00%	9.00%
贷款总额	65,089	68,883	70,621	76,271	81,991	其他资产增速	3.44%	0.96%	3.50%	3.50%	3.50%
同业资产	5,607	9,005	6,168	6,785	7,327	计息负债增速	8.96%	9.72%	9.47%	8.76%	7.94%
证券投资	31,939	36,730	35,453	38,998	42,508	存款增速	8.56%	11.59%	-1.87%	9.00%	8.50%
生息资产	109,314	120,359	119,455	129,843	140,239	同业负债增速	18.04%	-4.73%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	3,798	1,161	4,224	4,592	4,959	股东权益增速	13.78%	13.90%	-3.19%	8.02%	8.59%
总资产	110,285	121,520	120,693	131,190	141,694	存款结构					
客户存款	82,405	91,953	90,233	98,354	106,715	活期	54.3%	51.7%	61.0%	61.0%	61.0%
其他计息负债	14,460	14,322	15,800	16,972	17,764	定期	44.7%	47.2%	34.0%	34.0%	34.0%
非计息负债	2,563	2,910	2,719	2,957	3,192	其他	5.8%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
总负债	99,428	109,186	108,752	118,283	127,670	贷款结构					
股东权益	10,857	12,335	11,941	12,907	14,024	企业贷款(不含贴现)	39.9%	41.6%	40.0%	40.0%	40.0%
每股指标						个人贷款	52.8%	52.9%	52.8%	52.8%	52.8%
每股净利润(元)	5.81	5.88	5.90	6.12	6.32	资产质量					
每股拨备前利润(元)	8.65	8.98	8.84	9.09	9.44	不良贷款率	0.95%	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%
每股净资产(元)	36.71	41.46	41.38	45.21	49.64	正常	97.96%	97.75%	97.83%	97.85%	97.85%
每股总资产(元)	437.29	481.84	478.56	520.18	561.83	关注	1.10%	1.29%	1.24%	1.24%	1.24%
P/E	7.34	7.26	7.23	6.97	6.75	次级	0.25%	0.24%	0.23%	0.22%	0.22%
P/PPOP	4.93	4.75	4.82	4.69	4.52	可疑	0.33%	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%
P/B	1.16	1.03	1.03	0.94	0.86	损失	0.36%	0.37%	0.35%	0.34%	0.34%
P/A	0.10	0.09	0.05	0.05	0.08	拨备覆盖率	437.7%	404.5%	414.1%	400.3%	384.7%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.05%	1.88%	1.88%	1.82%	1.77%	资本充足率	17.88%	19.05%	17.17%	17.16%	16.99%
净利差(Spread)	1.85%	1.70%	1.70%	1.64%	1.59%	核心资本充足率	13.73%	14.86%	14.90%	14.95%	15.03%
贷款利率	4.27%	4.18%	4.18%	4.10%	4.03%	资产负债率	110.92%	111.30%	110.98%	110.91%	110.98%
存款利率	1.63%	1.52%	1.52%	1.52%	1.50%	其他数据					
生息资产收益率	3.58%	3.29%	3.29%	3.23%	3.16%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.73%	1.59%	1.59%	1.59%	1.57%						
盈利能力											
ROAA	1.33%	1.28%	1.29%	1.23%	1.17%						
ROAE	13.50%	12.80%	12.99%	12.34%	11.76%						
拨备前利润率	1.98%	1.95%	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