

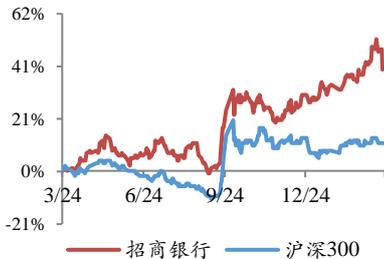
深耕零售“因您而变”，价值再造与日俱新

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-03-31

收盘价(元)	43.22
近12个月最高/最低(元)	46.10/29.93
总股本(百万股)	25,220
流通股本(百万股)	20,629
流通股比例(%)	81.80
总市值(亿元)	10,900
流通市值(亿元)	8,916

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘锦慧

执业证书号：S0010524110001

电话：18351883043

邮箱：liujinhui@hazq.com

相关报告

主要观点：

●与时代同辉，公司治理显优势

招商银行于1987年在深圳成立，是中国第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，招商银行以“董事会领导下的行长负责制”为核心治理机制，市场化基因浓厚，员工激励充分。招商银行的发展历程均围绕当下居民财富增长的核心矛盾展开，坚持“因您而变”经营服务理念，历经“零售银行——综合化银行——轻型银行——价值银行”四步转型，经过38年创新发展，逐步从一家传统银行成长为零售+金融科技领先银行，引领中国银行业不断自我突破。2024年末，招商银行总资产规模达12.15万亿，在全球银行业排名（以一级资本计）中位列第10。

●财富管理领军者，受益于居民财富增长

①中国居民财富总量庞大且增长持续，招商银行《2023年中国私人财富报告》指出，2022年可投资资产在1000万以上的中国高净值人群数量达316万人，个人可投资资产总规模达278万亿，年复合增速7%，居民投资理念和投资习惯不断改善，推动金融资产配置偏好由存款管理向多元化资产配置发展。②招商银行率先把握中国财富群体崛起红利，是财富客户升级的最直接受益银行。通过“金葵花-金葵花钻石-私人银行”三级分层服务，精准覆盖财富管理中高端客群，连续多年稳居最受中国高净值人群最青睐的银行及信用卡第一名。截至2024年末，招商银行金葵花及以上客户527.57万户，YoY+12.82%，金葵花及以上客户总资产余额12.2万亿元，YoY+15.43%，财富客群基数庞大且增长稳健。③宏观经济步入复苏，财富市场有望转暖。2025年1-2月，社会消费品零售总额同比增长4.0%，限额以上消费品同比增速较2024年9月末的2.3%增至2025年2月末的4.3%。政策的持续发力和居民信心改善助力财富市场回暖，有望带动居民储蓄率下行和财富管理需求的进一步释放。招商银行作为深耕零售金融的财富客群首选银行，是有望收益于经济复苏的首选标的。

●效益与质量并重，“财富管理+风险管理+金融科技”核心能力巩固

①招商银行ROE、ROA长期领跑上市银行，经济增速下行期体现韧性。招商银行低负债成本、中收业务领先、信用成本较低共同贡献高ROA。近三年中收收入增速承压下行，但支撑招商银行高质量增长的核心客群并未流失，若费率调整结束或居民信心筑底修复则招商银行中收净收入均有望获得强劲修复。②扩表速度稳健，结构调优卓有成效。对公、个人贷款“涉房”占比不断压降，小微+消费贷+制造业成为增长新引擎，2024年末小微+消费贷占比全部个人贷款的33.5%，制造业贷款占比全部对公贷款23.4%，批发业务能力同样强劲，贷款结构实、增长稳。2024年招商银行净息差收窄17bps至1.98%，仍保持领先同业水平。③资产质量领先同业，不良生成高峰期已过。招商银行面对趋势性、周期性变化和外部冲击

影响，提出筑牢堡垒式全面风险与合规管理体系，不良认定严格，逾期 90 天以上贷款/不良贷款自 2020 年后始终低于 76.4%。不良生成率高峰水平为 2020 年的 1.25%，2024 年末已降至 1.02%。④**科技驱动“数智招行”建设，不断打破金融服务边界。**2024 年招商银行信息科技投入 133.5 亿元，占比营收 4.37%，科技投入强度对标头部互联网机构。长尾客群数字化渗透，降本增效成果显著，2024 年末，招商银行+掌上生活 APP 月活跃用户(MAU)达 1.23 亿户，成本收入比降至 31.9%。

● **投资建议**

招商银行是当前市场稀缺的兼具经济复苏弹性+股息韧性的投资标的。面对当前经济结构转型、银行业竞争加剧，招商银行着力打造“马利克曲线”和构建“堡垒式资产负债表”。近两年改革成效来看，资产端结构调优，核心客户基本盘持续扩大，风险计提稳健审慎，金融科技赋能成本节约，带动营收、利润稳健增长。作为财富客户首选银行，更有望受益于宏观经济修复。分红率提升至 35%后 2024 年继续维持，拨备及资本安全垫厚，股息率高且稳定，也具备较高的绝对收益配置价值。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别同比增长-1.84%/1.4%/3.15%，归母净利润分别同比增长 0.27%/1.5%/3.23%。根据以上分析采用 DDM 绝对估值法，招商银行隐含合理估值为 1.2xPB。2025 年 3 月 28 日收盘价对应 2025 年 0.97xPB，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

利率风险：市场利率持续下行，优质客群竞争加剧，息差收窄。

经营风险：融资需求下降拖累信贷增速，代销费率持续下降。

市场风险：经济大幅下行，地产风险集中爆发，资产质量大幅恶化。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	337,488	331,284	335,933	346,528
收入同比 (%)	-0.48	-1.84	1.40	3.15
归属母行净利润	148,391	148,784	151,014	155,890
净利润同比 (%)	1.22	0.27	1.50	3.23
ROAE	14.49%	13.73%	12.92%	12.32%
ROAA	1.20%	1.17%	1.10%	1.06%
每股收益 (元)	5.88	5.90	5.99	6.18
P/E	7.35	7.33	7.22	6.99
P/B	1.04	0.97	0.90	0.83

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 招商银行：与时代同辉，公司治理显优势	6
1.1 招商银行 4 次战略转型历程	6
1.2 股权结构清晰，主要股东持股稳定	7
1.3 董事会与管理层角色分明，战略优势突出	9
2 招商银行：财富管理领军者，受益于居民财富增长	11
2.1 居民财富总量庞大，财富升级仍有空间	11
2.2 招商银行发展与居民财富管理历程深度关联	12
2.3 宏观经济步入复苏，财富市场有望转暖	14
3 效益与质量并重，“财富管理+风险管理+金融科技”核心能力巩固	16
3.1 招商银行 ROE、ROA 长期领跑上市银行	16
3.2 扩表速度稳健，近两年结构调优成效显著	19
3.3 资产质量穿越周期，不良生成高峰期已过	22
3.4 科技驱动“数智招行”建设，不断打破金融服务边界	24
4 分红率居上市银行之首，不应忽视高股息属性	26
盈利预测及投资建议	26
风险提示	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 招商银行发展历程与居民财富增长共振	7
图表 2 招商银行前十大股东（2024A）	8
图表 3 招商局集团直接和间接持有招商银行共 29.97% 股份（2024A）	8
图表 4 招商银行现任高管简历	9
图表 5 2023 年上市银行人均薪酬前 10 名（万元）	10
图表 6 中国个人持有可投资资产总体规模	11
图表 7 居民金融资产结构	12
图表 8 中国和全球发达经济体家庭部门杠杆率对比	12
图表 9 2024H1 上市银行 AUM 及零售客户数	13
图表 10 中国高净值人群首选银行及信用卡排名	13
图表 11 中国高净值人群数量及其持有可投资资产规模	13
图表 12 30 大中城市房地产销售面积在 2024Q4 显著回暖（万平方米）	14
图表 13 每月新增社融结构中居民中长贷温和回升（亿元）	14
图表 14 消费者信心与消费意愿指数触底回升	15
图表 15 社零总额及限额以上消费品零售额累计同比	15
图表 16 2024 年下半年以来促消费政策陆续出台	15
图表 17 招商银行 ROA 水平强势上行	17
图表 18 招商银行 ROE 水平与同业差距扩大	17
图表 19 招商银行及可比上市行 ROE 拆分	17
图表 20 招商银行活期存款占比远超全国性银行同业	18
图表 21 招商银行中收净收入及增速	18
图表 22 2024 年招商银行中收结构	18
图表 23 招商银行金葵花客户数及管理资产规模	19
图表 24 招商银行零售客户及管理零售客户总资产（AUM）	19
图表 25 招银理财管理理财产品余额排名全行业第一（1H24，亿元）	19
图表 26 2024 年招商银行扩表速度稳健	20
图表 27 招商银行零售、对公贷款规模及增速	20
图表 28 招商银行个人贷款结构	21
图表 29 招商银行对公贷款结构	21
图表 30 银行净息差持续下行但仍领先同业	21
图表 31 招商银行生息资产收益率变化	22
图表 32 招商银行计息负债成本率变化	22
图表 33 招商银行不良、关注、逾期率变化	22
图表 34 招商银行逾期 90 天+贷款/不良贷款	22
图表 35 招商银行个人、对公贷款不良率	23
图表 36 招商银行各项贷款不良生成率	23
图表 37 招商银行资产质量领先同业（2024A）	23
图表 38 招商银行拨备覆盖率、拨贷比变化	24
图表 39 招商银行拨备覆盖率大幅领先同业（2024A）	24
图表 40 招商银行“AI+金融”布局	25
图表 41 招商银行手机银行月活用户数（万户）稳健上升	25

图表 42 招商银行成本收入比小幅下降	25
图表 43 2024 年已披露年报的上市银行分红率及股息率	26

1 招商银行：与时代同辉，公司治理显优势

1.1 招商银行 4 次战略转型历程

招商银行孕育于改革开放时期，于 1987 年在深圳成立，是中国第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。招商银行以零售业务起家，以“董事会领导下的行长负责制”为核心治理机制。经过 38 年创新发展，引领中国银行业不断自我突破，也逐步从一家传统银行成长为零售+金融科技领先银行。2024 年末，招商银行资产规模达 12.15 万亿，在全球银行业排名（以一级资本计）中位列第 10。招商银行的发展之路历经多次战略迭代，**总结来看，使其成为与众不同的“零售之王”主要由于 4 次关键战略选择。**

第一次战略转型（1987-2004 年）：零售银行转型。1983 年 6 月起，中国人民银行把具体金融业务交给四大国有专业银行，并陆续批准在我国部分经济特区和沿海开放城市建立商业银行。当时中国银行业主要倚重对公业务，在个人业务上基本只做负债，个人金融服务尚未得到充分重视。而招商银行预判到居民财富增长带来的零售业务潜力，于 1994 年推出“一卡通”业务，实现全国范围内资金实时划转，率先满足居民对便捷金融服务的需求。1995 年发行中国第一张商业银行信用卡，再次引领行业创新。1999 年推出“一网通”，进军网上银行，进一步强化零售业务。2004 年，面对日益激烈的市场竞争，招商银行率先提出“零售银行”里程碑战略，提出“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”，并推出“财富账户”“金葵花理财”等创新产品，决定将零售业务作为核心战略方向。

第二次战略转型（2004-2012 年）：综合化经营转型。招商银行加速全国布局，在北京、上海、广州等主要城市设立分支机构，同时将服务拓展至公司银行和国际业务领域，构建起覆盖全国的服务网络。2002 年，招商银行在上海证券交易所成功上市，成为首家 A 股上市的股份制商业银行。通过发力信用卡业务，招商银行实现了零售业务的率先破局，个人贷款占比逐年提升，零售 AUM 快速增长。2008 年金融危机爆发，资本监管趋严，利率市场化加速，传统粗放式扩张模式难以继，招商银行的零售业务成本较高，此时亟需通过集约化运营控制成本。在此背景下，2010 年招商银行提出二次转型“降低资本消耗、提高股本回报率”，发展模式从外延粗放型向内涵集约型转换，致力于提升运营效率。并与 IBM 合作推进流程优化，涵盖了零售、对公、风险、运营等银行经营管理的主要架构，实现了跨条线的资源整合和集约化运营。

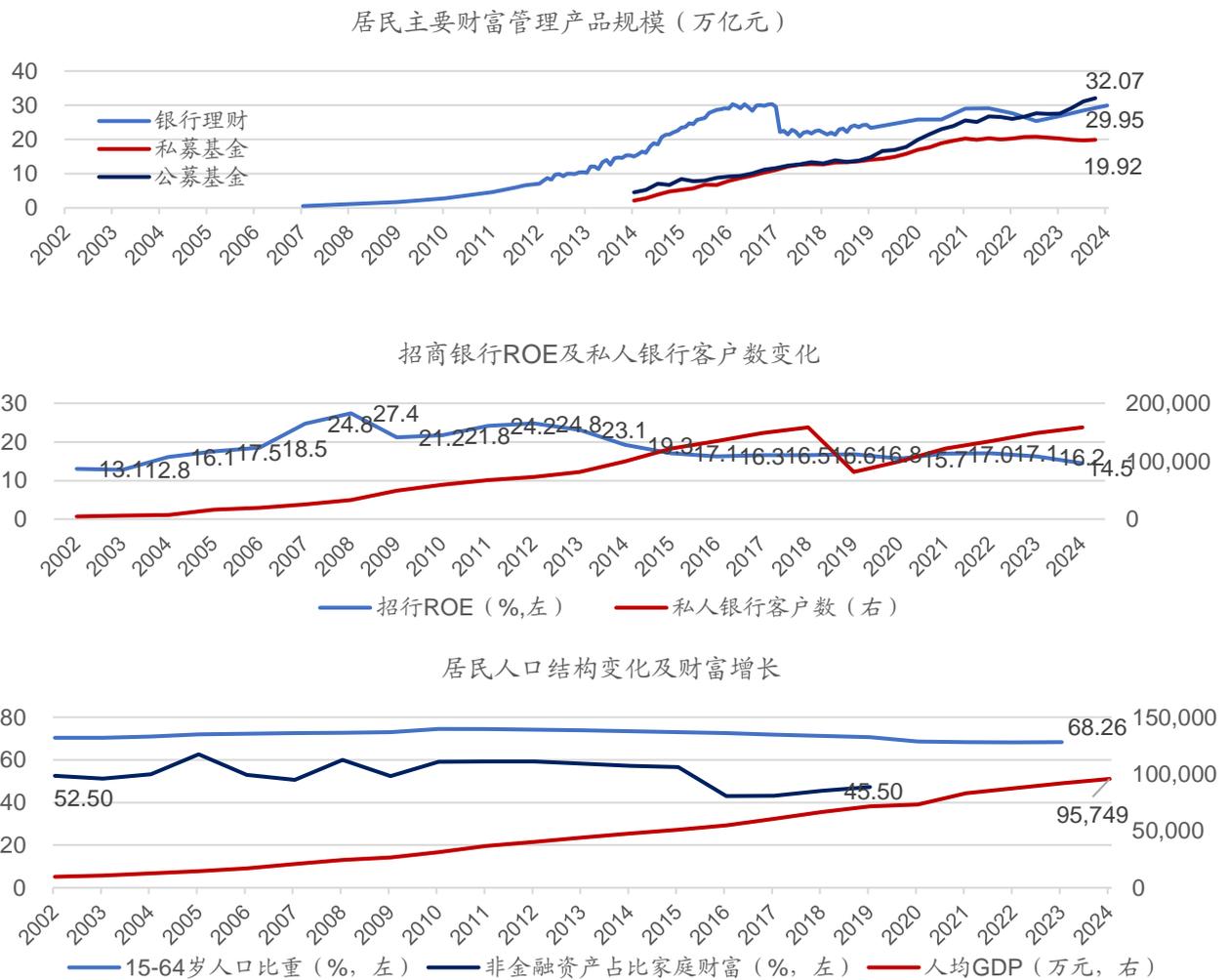
第三次战略转型（2013 年-2021 年）：轻型银行转型。前两次转型使招商银行运营效率显著提升，业务结构进一步优化，2009-2012 年，招商银行 ROE 逐年回升至 24.8%。2013 年，以支付宝为代表的互联网金融行业崛起为传统金融行业带来挑战，大数据、云计算、人工智能等新技术的快速发展也在深刻塑造传统银行的业务范式。招商银行意识到以息差为主的收入结构和存贷款为主的业务结构仍然需要高资本消耗来支撑，难以应对激烈的行业竞争。于是再次因势而变，于 2014 年提出“轻型银行”战略，以零售金融为主体，公司金融和同业金融为两翼，打造“一体两翼”的战略格局，希望摆脱宏观经济周期、互联网冲击等因素对银行经营的影响。2017 年，招商银行提出“金融科技银行”战略，从“以产品为中心”向“以客户为中心”的全面转型。

第四次战略转型（2022 年-至今）：价值银行转型。面对净息差收窄、金融脱媒加速、房地产市场从增量市场转为存量市场等多重挑战，招商银行提出“价值银行”的新战略方向，核心在于强化财富管理、金融科技、风险控制三大能力，在坚持零售银

行的弱周期优势和“轻型银行”的资本内生增长优势基础上,打造价值银行,追求客户、员工、股东、合作伙伴、社会综合价值的最大化。同时,招商银行全面完成“业务上云”,将“大财富管理”战略与数字化运营相结合,依托科技优势进一步巩固在财富管理领域领先地位。2024年末,招商银行APP和掌上生活APP月活跃用户(MAU)达1.23亿户。

招商银行的发展历程和几次战略转型均围绕当下居民财富增长的核心矛盾展开。从“一卡通”到“全面上云”,从坚定零售路线到成为金融科技先锋,招商银行始终坚持“因您而变”的经营服务理念,以客户需求为导向,以市场化改革为动力,引领银行业变革。创新驱动与差异化竞争策略使其在零售金融、财富管理、金融科技等领域占据重要优势。

图表 1 招商银行发展历程与居民财富增长共振



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 股权结构清晰, 主要股东持股稳定

股权结构清晰, 招商局集团为最大单一股东。招商银行自成立以来始终没有控股股东和实际控制人, 股权结构清晰并保持相对分散, 通过 A+H 股上市及再融资引

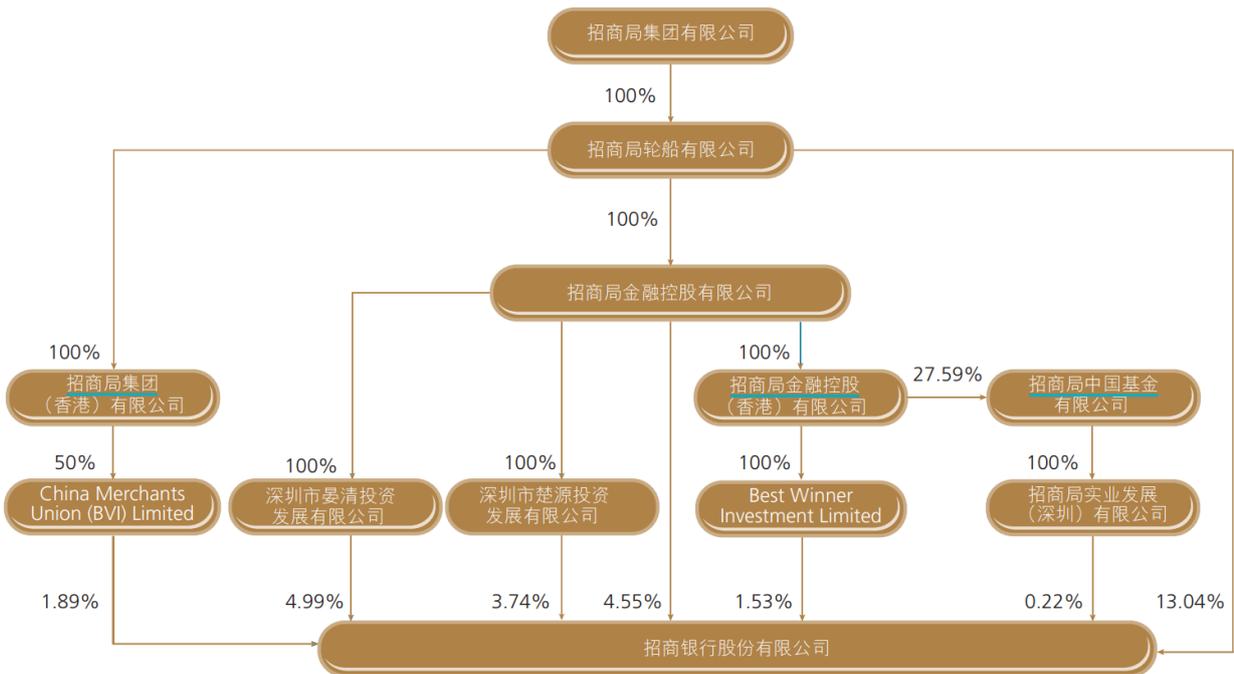
入市场化投资者，同时主要股东持股比例保持稳定。招商局集团是招商银行最大单一股东，截至 2024 年末，招商局集团合计直接+间接持有招商银行 29.97% 的股份（其中第二大股东招商局轮船有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司、招商局金融控股有限公司和深圳市楚源投资发展有限公司为招商局集团的子公司）。招商局集团是国资委监管的中央企业，前身为轮船招商局，创立于 1872 年中国晚清洋务运动时期，在中国近代民族工商业现代化进程起到重要推动作用。招商银行脱胎于招商局集团，历任董事长均由招商局集团董事长兼任，体现集团对招商银行发展的高度重视和鼎力支持。中国远洋海运集团是招商银行第二大单一股东，在招商银行董事会中也占有重要席位，二者合计持股比例 39.94%，形成相对稳定的股权结构。

图表 2 招商银行前十大股东 (2024A)

股东名称	参考市值(亿元)	占总股本比例	股本性质	股东性质
香港中央结算(代理人)有限公司	1,581.35	18.06%	流通 H 股	境外法人
招商局轮船有限公司	1,237.17	13.04%	流通 A 股	国有法人
中国远洋运输有限公司	592.26	6.24%	流通 A 股	国有法人
香港中央结算有限公司	498.51	5.26%	流通 A 股	境外法人
深圳市晏清投资发展有限公司	473.34	5.04%	流通 A 股	国有法人
招商局金融控股有限公司	431.53	4.55%	流通 A 股	国有法人
和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	425.37	4.48%	流通 A 股	境内法人
深圳市楚源投资发展有限公司	355.04	3.74%	流通 A 股	国有法人
中远海运(广州)有限公司	261.93	2.76%	流通 A 股	国有法人
中国证券金融股份有限公司	197.16	2.08%	流通 A 股	境内法人
合计	6,053.66	64.98%		

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 招商局集团直接和间接持有招商银行共 29.97% 股份 (2024A)



资料来源: 招商银行 2024 年年报, 华安证券研究所

1.3 董事会与管理层角色分明，战略优势突出

公司治理机制完善，“董事会领导”与“行长负责制”有机结合。成立 30 多年来，招商银行始终坚持“董事会领导下的行长负责制”。即股东通过选举产生董事会，由董事会负责战略引领、风险管理和激励约束，确保银行的稳健发展；管理层在授权范围内高效执行长期战略规划，确保日常运营的专业性和灵活性。这一决定使得招行管理层始终具备日常经营自主权，历史上招商银行仅经历四任行长，平均任职时间超过 10 年，保障了招行一贯的市场化、专业化发展路径。

董事会引领战略转型，管理层多是招行老将，金融从业经验丰富。招商银行现任董事长**缪建民**自 2020 年 9 月起任职，同时兼任招商局集团董事长，曾在中国人寿、中国人保等金融机构担任高管，深刻理解金融行业和实体经济的协同发展之道，顺应挑战提出“错位发展”、打造“马利克曲线”，引领招商银行战略转型；现任行长**王良**1995 年加入招商银行北京分行，2019 年起担任招商银行财务负责人，著有《商业银行资产负债管理实践》，是在招商银行耕耘 30 年的业务老将，确保招商银行持续构建“堡垒式资产负债表”。行领导班子中其他成员如首席风险官钟德胜、财务负责人彭家文等也均是和招商银行一同成长起来的业务副行长。管理层金融从业经验丰富，确保战略执行高效。

图表 4 招商银行现任高管简历

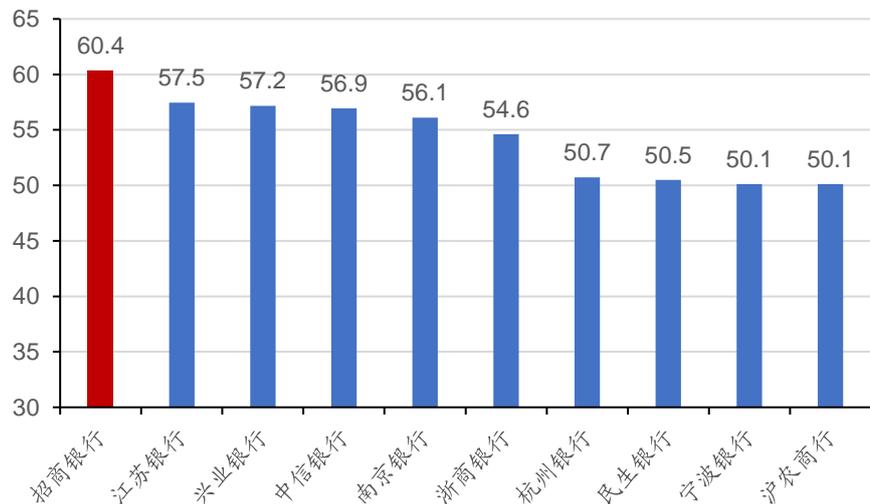
姓名	职务	任职时间	年龄	任职经历
缪建民	董事长	2020-09	59	现任招商局集团和招商银行董事长。兼任招商局金融控股有限公司董事长，招商局仁和人寿保险董事长。历任香港中国保险（集团）有限公司常务董事、副总经理，中国人寿保险（集团）公司副董事长、总裁，中国人民保险集团董事长，中国人民财产保险董事长等。
王良	党委书记、行长、执行董事	2019-08	59	现任招商银行行长兼首席执行官。1995 年 6 月加入招商银行，历任招商银行北京分行行长，公司财务负责人、董事会秘书、公司秘书，2022 年 6 月起任招商银行行长。兼任招银国际金融控股、招银国际金融、招商永隆银行四家公司董事长，招联消费金融副董事长等。
钟德胜	党委副书记、首席风险官、执行董事	2024-12	57	现任招商银行副行长、首席风险官、执行董事。1993 年 7 月加入招商银行，历任武汉分行副行长，总行国际业务部总经理，总行贸易金融部总经理，广州分行行长，总行公司金融总部总裁兼战略客户部总经理，行长助理，招银金融租赁有限公司董事长等。2023 年 10 月起任招商银行副行长。
彭家文	副行长、董事会秘书、财务负责人	2023-11	55	现任招商银行副行长兼财务负责人、董事会秘书。2001 年 9 月加入招商银行，历任总行零售综合管理部总经理，总行零售金融总部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，行长助理等。2023 年 11 月起任招商银行副行长，兼任招商银行财务负责人、董事会秘书。
朱江涛	副行长、执行董事	2023-08	52	现任招商银行执行董事、副行长兼首席风险官。2003 年 1 月加入招商银行，历任招商银行广州分行副行长，重庆分行行长，公司信用风险管理部总经理，风险管理部总经理，首席风险官等，2021 年 9 月起任招商银行副行长。
赵卫朋	纪委书记	2023-06	52	现任招商银行纪委书记。历任招商局船务企业有限公司财务部经理，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，招商局太平洋开发投资有限公司党委书记、总经理，招商局集团财务有限公司党委书记、总经理等。2023 年 8 月起任招商银行纪委书记。

徐明杰	副行长	2024-12	56	现任招商银行副行长。1995年9月加入招商银行，历任招商银行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，总行行长助理。2024年12月起任招商银行副行长。
王小青	副行长	2023-01	53	现任招商银行副行长。历任中国人保资产管理公司组合管理部总经理、总裁助理、副总裁。2020年3月加入招商银行，历任招商基金总经理、董事长，招商银行行长助理。2023年7月起任招商银行副行长。兼任深圳分行行长、招商基金董事长、招商信诺董事长、招商信诺资管董事长。
王颖	副行长	2023-11	52	现任招商银行副行长。1997年1月加入招商银行，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，招商银行行长助理，2023年11月起任招商银行副行长。
雷财华	副行长	2024-12	50	现任招商银行行长助理。1995年7月加入招商银行，历任招商银行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、拓朴银行筹备组组长、上海分行行长，总行行长助理。2024年12月起任招商银行副行长。

资料来源：iFinD，华安证券研究所

员工薪酬管理充分体现绩效导向，人均薪酬位居上市银行前列。招商银行一直以来坚持市场化薪酬激励机制，遵循“战略导向，风险约束，效率优先、兼顾公平，市场适应”的薪酬管理原则，能够充分调动员工积极性。2023年招商银行人均薪酬60.4万元，位列上市银行第一名，2024年人均薪酬降至58.1万元。同时，为缓释各类经营和管理风险，建立薪酬延期支付和绩效薪酬追索扣回相关机制，确保风险责任与薪酬激励长期绑定。

图表 5 2023 年上市银行人均薪酬前 10 名（万元）



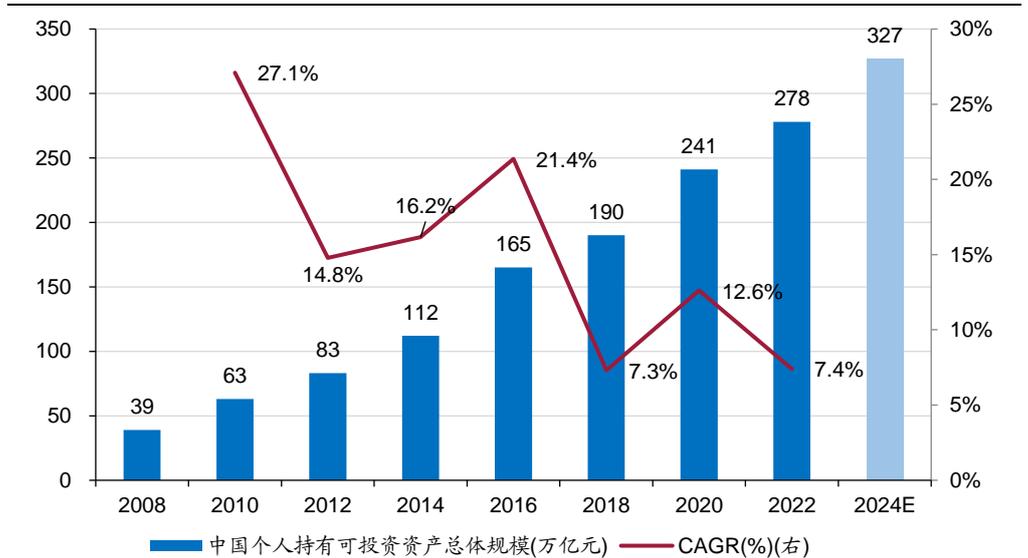
资料来源：iFind，华安证券研究所

2 招商银行：财富管理领军者，受益于居民财富增长

2.1 居民财富总量庞大，财富升级仍有空间

中国居民财富持续增长，财富管理需求有望升级。改革开放以来，中国居民收入随经济发展持续增长，人均可支配收入从 1978 年的 171 元增至 2024 年的 41314 元，年复合增长率 12.67%。收入结构日趋多元化带动居民财富池逐渐扩容，个人可投资资产总规模达 278 万亿。2020-2022 年疫情期间复合增速为 7%，增速较前期有所放缓，但仍保持与经济增速相适应的增长水平。2022 年以来，消费及投资信心减弱、资本市场波动等因素一定程度上抑制投资意愿，居民预防性储蓄有所增加，但新常态也催生出新的财富管理升级需求。根据招商银行《2023 年中国私人财富报告》预计，2024 年底个人投资总资产将达到 327 万亿元，居民财富扩张持续，财富管理需求有望升级。

图表 6 中国个人持有可投资资产总体规模



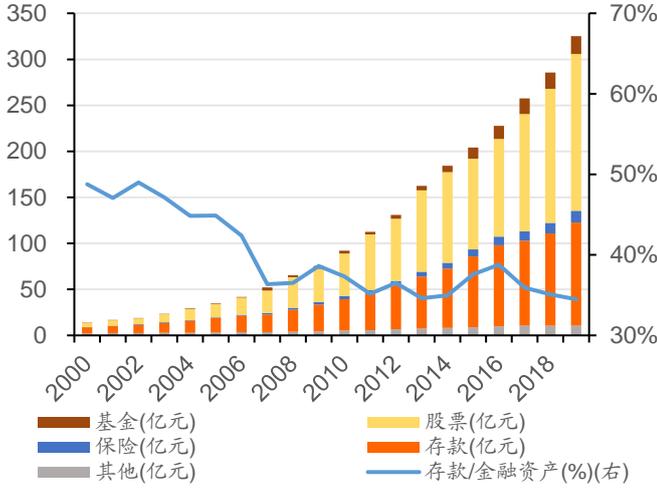
资料来源：招商银行《2023 年中国私人财富报告》，华安证券研究所

存款利率下调，居民金融资产配置趋于多元化。2019 年，中国居民金融资产总额为 325 万亿元，其中存款 112 万亿元，占比 34.48%，居民整体投资偏好仍比较保守。非存金融资产占比在 2019 年前逐年上升，银行理财、基金、债券、股权、保险等产品在居民财富配置的吸引力逐渐加强。伴随资管新规全面落地，资本市场改革向纵深推进，存款利率下调，以及中长期资金入市方案落地等影响逐步释放，居民投资理念和投资习惯也将不断改善，推动金融资产配置偏好由存款管理向多元化资产配置发展。

居民财富总量庞大，但家庭杠杆水平距发达经济体还有提升空间。过去 20 年中国家庭部门杠杆率随住房贷款不断攀升，2020-2024 年逐渐企稳于 60.5% 左右水平。较发达经济体家庭部门杠杆率还有一定距离。2024Q3 中国家庭部门杠杆率为 60.1%，分别低于英国、美国、日本 16.9pcts、10.4pcts、5.0pcts。政策和监管环境趋于宽松，呵护杠杆率温和上行。2022 年起人行通过放松房贷利率、首付比例、调降存量

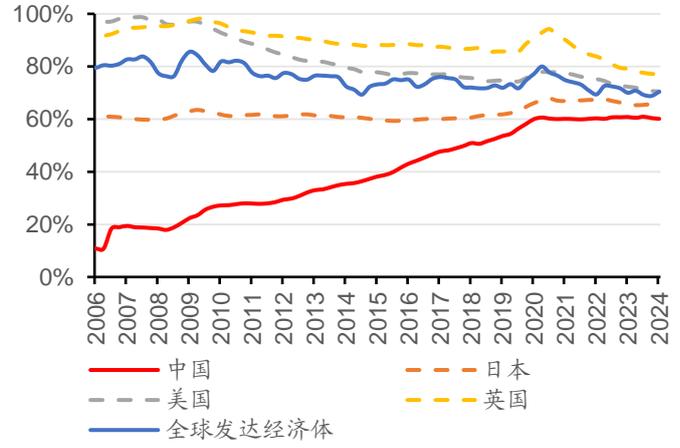
房贷利率等政策呵护居民购房意愿，各部委通过家电补贴、汽车购置税减免等政策减轻消费者负担，居民杠杆率具备提升空间。

图表 7 居民金融资产结构



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 中国和全球发达经济体家庭部门杠杆率对比

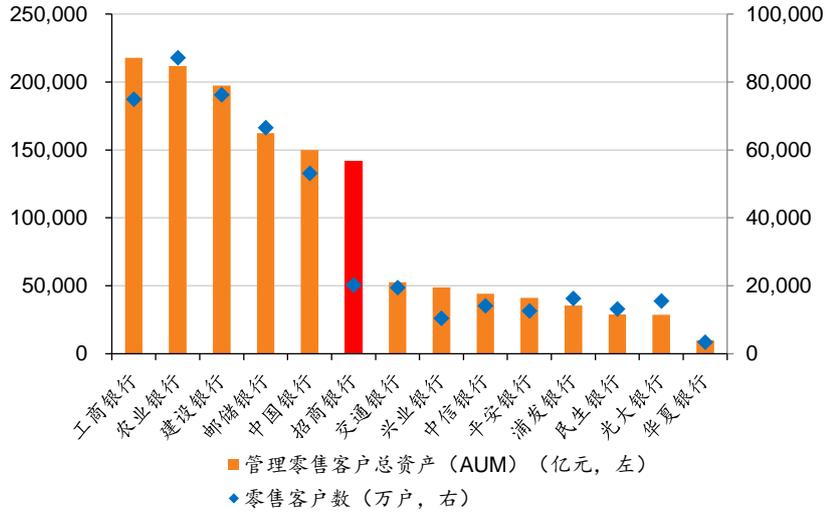


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2.2 招商银行发展与居民财富管理历程深度关联

招商银行率先把握中国财富群体崛起红利，使财富管理业务将成为驱动零售金融发展的最强驱动力。早期银行理财主要采取辅助渠道模式，作为信托和其他非银行机构产品的分销渠道作用，2005年《商业银行个人理财业务管理暂行办法》出台，使得银行能够凭借强大的分支网络和客户资源参与到拓客营销环节中。招商银行率先提出客户分层经营的理念，2002年10月，招商银行面向资产50万元以上的中高端客户推出“金葵花”理财服务体系，“金葵花理财”成为国内第一个面向中高端客户的金融理财服务品牌；2007年8月，招商银行启动私人银行业务，为金融资产在1000万元以上的高净值客户提供全方位、个性化、私密性的综合财富管理服务；2009年4月，招商银行面向金融资产超过500万元的客户群体推出“金葵花”钻石服务体系。通过“金葵花-金葵花钻石-私人银行”三级分层服务，精准覆盖财富管理中高端客群，这一布局早于行业普遍认知，最终使得招商银行在产品、服务、客户资源等方面占据先机。2024年上半年末，招商银行零售客户AUM达到14.2万亿元，居于上市银行第6名，股份行第1名。

图表 9 2024H1 上市银行 AUM 及零售客户数



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

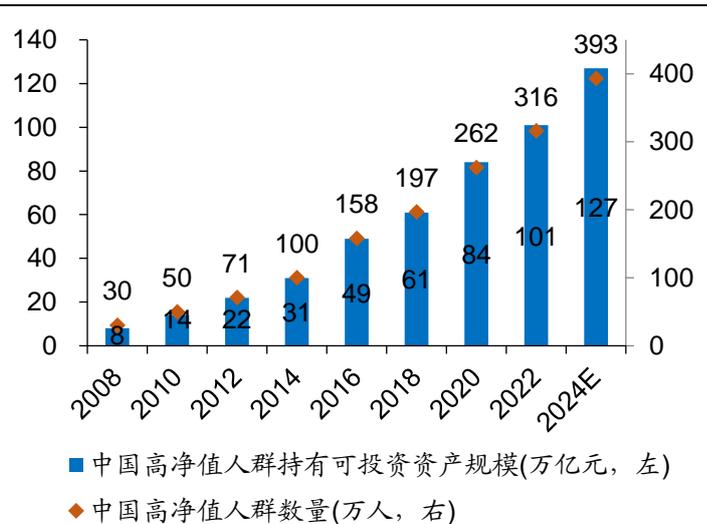
高净值人群首选银行, 有望受益于中国居民财富升级。2022 年, 中国高净值人群数量为 316 万, 较 2020 年增加约 54 万, 年复合增速有所放缓但仍有 10% 左右。从财富规模看, 2022 年中国高净值人群共持有 101 万亿人民币的可投资资产, 2020-2022 年复合增速为 9%。根据胡润研究院《2025 胡润至尚优品—中国高净值人群品质生活报告》, 招商银行连续多年稳居最受中国高净值人群最青睐的银行及信用卡第一名。招商银行作为国内领先的私人银行机构, 凭借其成熟的财富管理体系, 能够有效满足高净值客户需求。截至 2024 年末, 招商银行金葵花及以上客户 527.57 万户, YoY+12.82%, 金葵花及以上客户总资产余额 12.2 万亿元, YoY+15.43%, “准私行”客群基数庞大。尽管宏观经济增速有所放缓, 但中国居民财富升级仍在进行时, 是财富客户向私行客户跃迁的最直接受益者。

图表 10 中国高净值人群首选银行及信用卡排名

	最受高净值人群青睐的银行	最受高净值人群青睐的信用卡
1	招商银行	招商银行
2	工商银行	建设银行
3	建设银行	工商银行
4	平安银行	汇丰银行
5	浦发银行	浦发银行
6	广发银行	广发银行
7	上海银行	上海银行
8	交通银行	交通银行
9	农业银行	中国银行
10	中国银行	民生银行

资料来源: 胡润研究院, 华安证券研究所

图表 11 中国高净值人群数量及其持有可投资资产规模

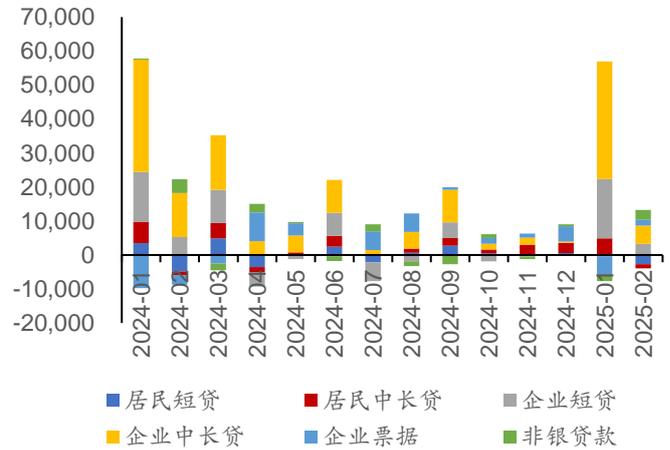
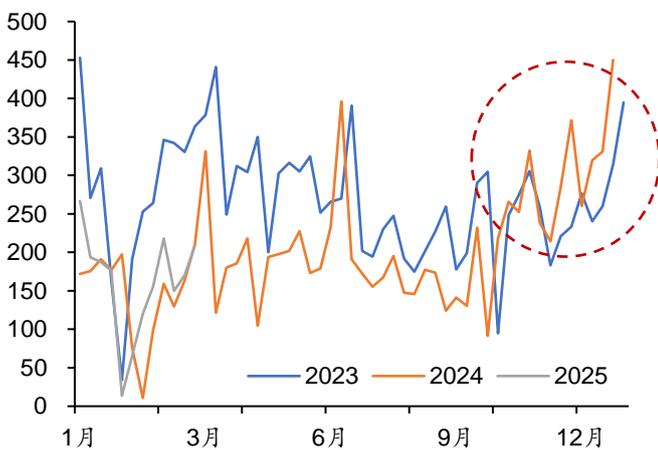


资料来源: 招商银行《中国私人财富报告》, 华安证券研究所

2.3 宏观经济步入复苏，财富市场有望转暖

宏观发力稳增长，推动地产销售、居民中长贷温和复苏。过去三年，中国经济发展持续面临挑战，但在波动中展现出强大韧性。受宏观经济影响，房地产市场持续降温，居民部门整体信贷需求偏弱。2024年9月24日国务院新闻办举办新闻发布会公布一系列金融支持高质量发展相关政策，“组合拳”力度超预期，重振稳增长信心。进入2024年四季度以来，人行通过降准、降低存量住房贷款利率及稳定社会融资成本等举措为经济修复提供流动性支持。引导金融机构聚焦“五篇大文章”，叠加存量房贷利率调整和化债政策推进，进一步缓解银行资产端压力。并推出一系列促进消费和投资的政策措施，包括优化资本市场环境、推动中长期资金入市等。政策呵护下地产、金融高频数据显著修复，30大中城市房地产销售面积较2023年同期显著放量，指示核心城市地产销售有所回暖。代表居民住房按揭贷款的居民中长贷也较2023年同期温和回升，指示居民加杠杆信心有所修复。

图表 12 30 大中城市房地产销售面积在 2024Q4 显著回暖 (万平方米) 图表 13 每月新增社融结构中居民中长贷温和回升(亿元)

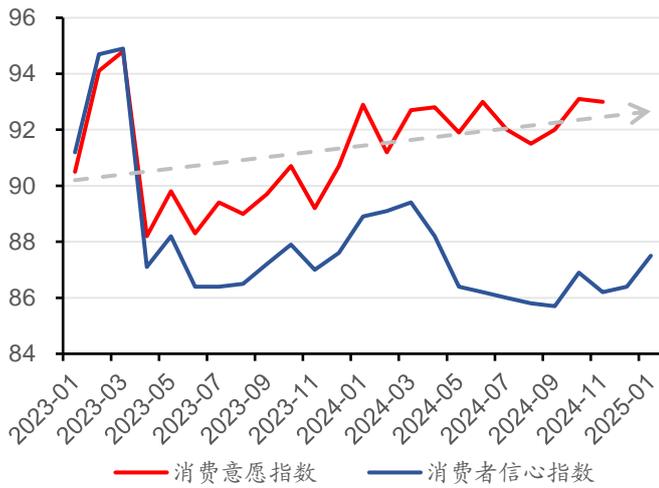


资料来源: wind, 华安证券研究所

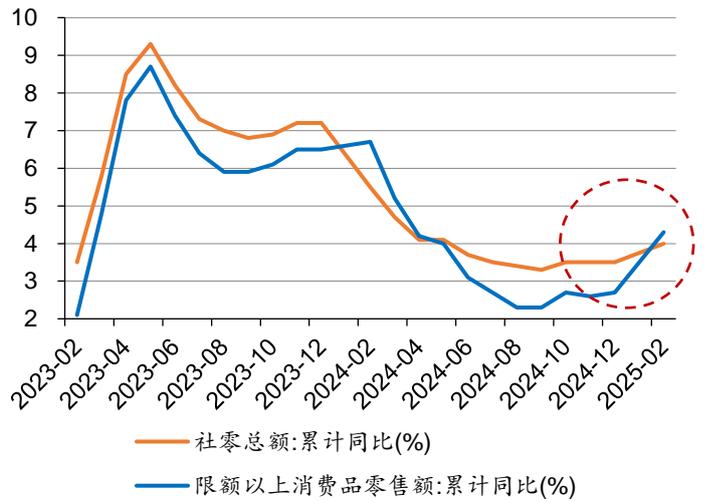
资料来源: wind, 华安证券研究所

消费者信心持续修复，政策更进一步向消费发力。2024年四季度末，城镇居民人均可支配收入同比增长4.6%，收入稳步增长带动居民消费意愿增强，消费意愿指数和消费者信心指数均较2024年三季度末触底回升，消费者信心指数自2024年9月末的85.7上升至25年1月末的87.5。2025年1-2月，社会消费品零售总额83731亿元，同比增长4.0%，增速较2024年末再上升0.5pct。限额以上消费品零售额同比增速则改善更为明显，较2024年9月末的2.3%增至2025年2月末的4.3%，指示居民消费信心有所修复，政策效果逐渐显现。

图表 14 消费者信心与消费意愿指数触底回升



图表 15 社零总额及限额以上消费品零售额累计同比



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 16 2024 年下半年以来促消费政策陆续出台

时间	部门文件	政策核心内容
2024.6.13	国家发展改革委等部门印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》的通知	要求各地“培育餐饮消费、文旅体育、购物消费、大宗商品消费、健康养老托育消费、社区消费等六大新场景”，加强对大宗消费、服务消费的综合金融支持，依法依规合理降低消费领域企业用地成本和制度性交易成本。
2024.7.24	国家发展改革委财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知	优化设备更新项目支持方式，支持老提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准，提高设备更新贷款财政贴息比例，支持地方提升消费品以旧换新能力，提高汽车报废更新补贴标准，支持家电产品以旧换新，落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。
2024.7.29	国务院关于促进服务消费高质量发展的意见	挖掘基础型消费潜力，激发改善型消费活力，培育壮大新型消费，增强服务消费动能，优化服务消费环境，强化政策保障。扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点，为经济高质量发展提供有力支撑。
2024.9.15	国家金融监督管理总局发布《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》	支持金融租赁公司发挥自身资源禀赋更好满足企业设备更新现实需求。支持企业集团财务公司发挥对集团客户的融资服务。支持符合条件的企业集团财务公司通过买方信贷、消费信贷等方式，满足集团下游客户对设备、消费品的采购和换新需求。鼓励消费金融公司和汽车金融公司提供相关消费信贷和汽车金融服务。鼓励消费金融公司对消费品以旧换新提供金融支持。鼓励汽车金融公司加大对市政交通企业的融资支持，助力新能源汽车推广应用。
2024.9.26	中央政治局会议，分析研究当前经济形势和经济工作	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。
2024.12.12	中央经济工作会议	将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为 2025 年的首要任务。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。

2025.1.5	发改委、财政部《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进设备更新，扩围支持消费品以旧换新，加快提升回收循环利用水平，充分发挥标准提升牵引作用，加强组织实施“两新”政策，加强统筹协调和跟踪调度。
2025.1.25	商务部等8部门办公厅联合印发《关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知》	稳定和扩大汽车消费，促进二手车高效流通，持续完善二手车流通管理制度，加快二手车经纪转经销，提升二手车流通服务能力。完善报废汽车回收利用体系，鼓励发展“互联网+回收”模式，加快再制造重点技术研发应用。
2025.3.14	国家金融监管总局《关于发展消费金融助力提振消费的通知》	商业银行可根据客户还款能力和风险情况，实施差异化授信。对于信用良好、有大额消费需求的客户， 个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从30万元提高至50万元，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从20万元提高至30万元。 在期限方面，针对有长期消费需求的客户，商业银行用于个人消费的贷款期限可阶段性由 不超过5年延长至不超过7年。
2025.3.16	中共中央办公厅国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	制定并实施“城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动”等七大行动，完善相关支持政策，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿。

资料来源：中国政府网，财联社，华安证券研究所

政策的持续发力和居民信心改善助力财富市场回暖。宏观政策的实施有助于提升市场流动性，增强投资者信心，亦有利于呵护财富管理市场发展。2020-2022年个人可投资资产中，个人持有现金及存款年复合增速为11%，为近五年高位，居民部门积累了庞大的储蓄规模。在国内经济稳健复苏的宏观背景下，同时伴随零售复苏和居民信心修复、投资和消费意愿回升，有望带动居民储蓄率下行和财富管理需求的进一步释放。招商银行作为深耕零售金融的财富客群首选银行，是有望收益于经济复苏的首选标的。

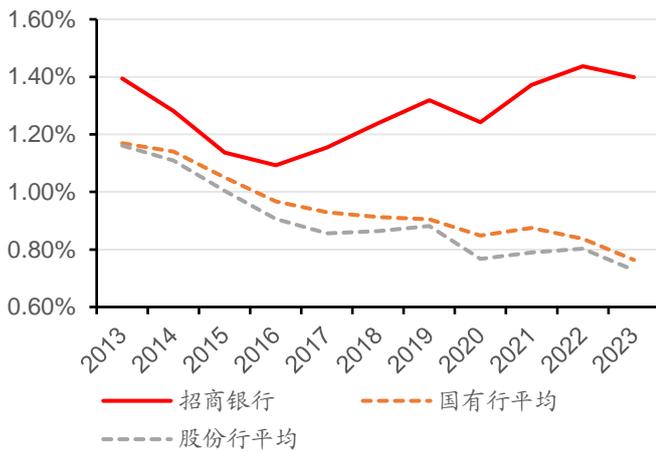
3 效益与质量并重，“财富管理+风险管理+金融科技”核心能力巩固

3.1 招商银行 ROE、ROA 长期领跑上市银行

招商银行 ROE、ROA 长期领跑上市银行，经济增速下行期体现韧性。2023 年末招商银行 ROE、ROA 水平在全国性银行中稳居第一，主要由于高非息收入占比、低负债成本、较低的信用成本。2024 年招商银行 ROAA、ROAE 分别为 1.29%、14.49%。市场普遍认为招商银行是顺周期标的，而过去十年全国性银行同业 ROA、ROE 持续下行，招商银行 ROE 保持并扩大相对优势，ROA 则强势上行，体现招商银行经营能力在顺逆周期都具备较强韧性，不断发挥轻资本经营的优势。高 ROE 水平也是支撑招商银行维持高分红比例的底气，2023 年招商银行股利支付率提升 2pct 至 35%，达到上市银行当年分红率的最高水平，在 2024 年利润分配方案继续维持 35% 分红率，体现业绩与分红的双重稳定性。

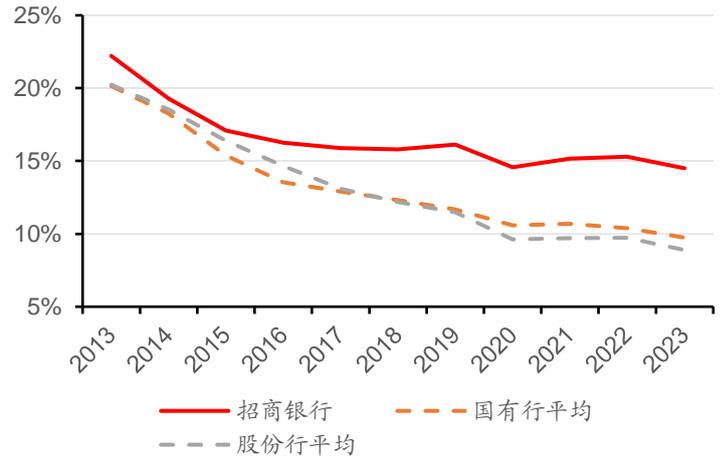
招商银行低负债成本、中收业务领先、信用成本较低共同贡献高 ROA 水平。负债端低成本优势凸显，主要得益于存款高活期占比带来的超低负债成本。同时给予资产端较高的配置自由度，长期深耕零售贷款业务，结构持续调优使得息差优势得以维持。其中，负债端：2024Q3(TTM) 利息支出/平均资产为 1.49%，较股份行均值 1.94%低 45bps，较国有行均值 1.74%低 20bps，低负债成本优势甚至超过大部分国有行。中收端：中收净收入对 ROA 贡献为 0.65%，较股份行均值 0.30%高 30bps，较国有行均值 0.22%高 0.43bps，中收业务贡献度大幅领先上市行；风险端：信用减值损失/平均资产为 0.34%，较股份行平均水平 0.66%少 32bps，信用成本压力远小于股份行同业。

图表 17 招商银行 ROA 水平强势上行



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 18 招商银行 ROE 水平与同业差距扩大



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 19 招商银行及可比上市行 ROE 拆分

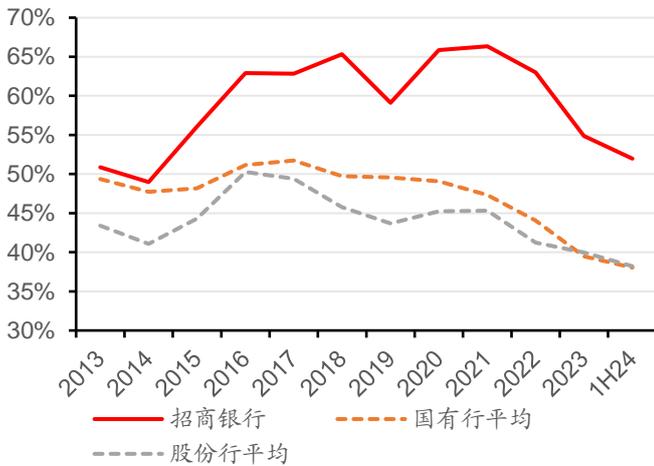
2024Q3 (TTM) 利润表科目/平均资产	招商银行	国有行平均	股份行平均	邮储银行	兴业银行	平安银行	中信银行	浙商银行
营业收入	2.97%	1.87%	2.23%	2.14%	2.11%	2.64%	2.33%	2.13%
利息净收入	1.88%	1.43%	1.53%	1.78%	1.47%	1.76%	1.59%	1.51%
利息收入	3.37%	3.17%	3.47%	3.17%	3.46%	3.69%	3.43%	3.63%
利息支出	-1.49%	-1.74%	-1.94%	-1.40%	-1.99%	-1.93%	-1.85%	-2.12%
中收净收入	0.65%	0.22%	0.30%	0.16%	0.24%	0.45%	0.33%	0.16%
业务及管理费用	-0.97%	-0.68%	-0.70%	-1.40%	-0.61%	-0.76%	-0.77%	-0.65%
信用减值损失	-0.34%	-0.31%	-0.66%	-0.15%	-0.66%	-0.85%	-0.67%	-0.89%
所得税	-0.25%	-0.09%	-0.12%	-0.03%	-0.07%	-0.18%	-0.11%	-0.05%
其他	0.20%	0.08%	0.07%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.05%
ROAA	1.31%	0.70%	0.70%	0.54%	0.74%	0.83%	0.74%	0.49%
权益乘数	10.24	13.28	12.35	16.46	12.08	11.78	11.70	16.15
ROAE	13.38%	9.16%	8.35%	8.87%	8.98%	9.73%	8.68%	7.88%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

近三年中收收入增速承压下行，但支撑招商银行高质量增长的核心客群并未流失。招商银行中收净收入近 3 年有所下降，主要由于有效需求不足、资本市场波动及减费让利等外部因素影响。2024 年中收净收入同比下降 14.28%，主要由于财富管理手续费及

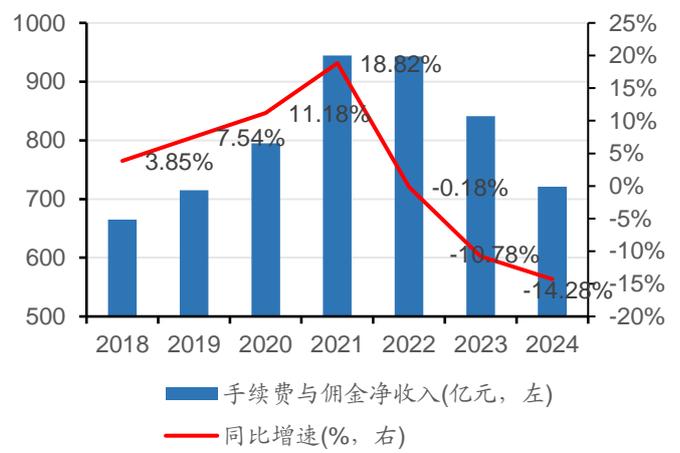
佣金净收入同比下降 22.7%拖累。从代销规模来看，2024 年招商银行子公司招银理财、招商基金、招商信诺资管和招银国际的资管业务总规模为 4.48 万亿元，同比仅下降 0.11%，银保渠道报行合一、基金和理财代销降费等因素调整对中收净收入拖累更大。与此同时，招商银行核心客户金葵花客户数及金葵花客户 AUM 则分别录得 12.82%、12.98% 增长，可见招商银行财富管理业务获客和留存均保持强劲，核心客群财富池不断扩容。若费率阶段性调整结束或居民信心筑底修复则招商银行中收净收入均有望获得强劲修复。员工考核层面，招商银行不是单一考核存贷款增量，而是将 AUM 增速、客户渗透率、资产配置率等多元化考核指标纳入分支机构 KPI，强化财富业务与存贷业务的条线协同，能够充分激发员工营销积极性，提升客户粘性。

图表 20 招商银行活期存款占比远超全国性银行同业



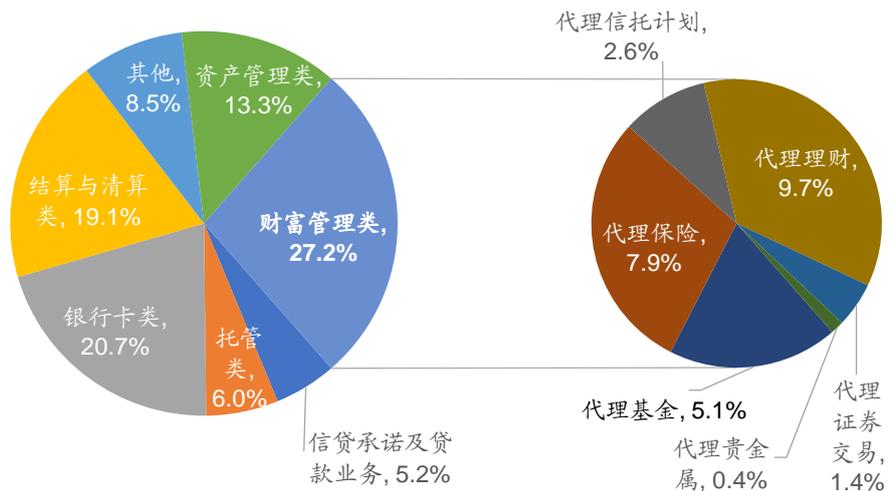
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 21 招商银行中收净收入及增速



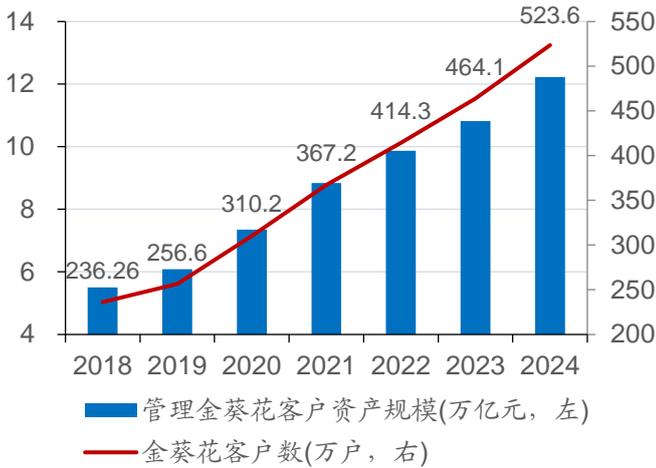
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 22 2024 年招商银行中收结构



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

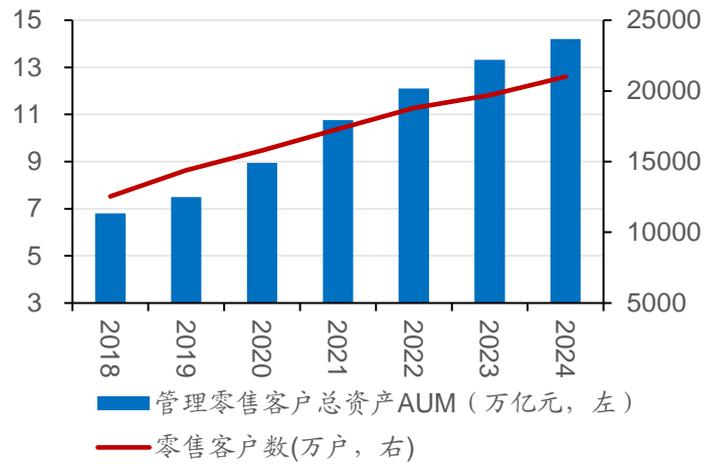
图表 23 招商银行金葵花客户数及管理资产规模



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

注: 金葵花客户指月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户

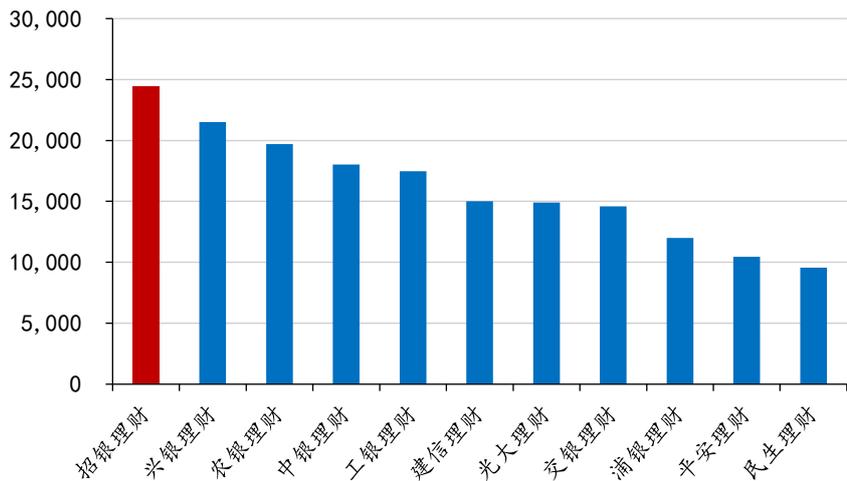
图表 24 招商银行零售客户及管理零售客户总资产(AUM)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

扩大资管机构合作圈、依托条线协同优势，打造理财客户首选银行。招商银行财富管理坚持以客户为中心，围绕“增量-增收-增效-增值”的价值创造链，通过零售金融、公司金融、投行与金融市场、财富管理与资产管理四大板块业务的全面融合，推动管理零售客户总量和零售客户 AUM 和持续增长。代销产品涵盖银行理财、公募基金、保险、信托、私募等全品类，通过“招财号”开放平台引入 157 家资管机构，覆盖头部公募、保险资管及另类投资机构，通过数据共享与场景共建（如直播、投教）提升客户粘性，形成“平台+机构+客户”三方共赢模式。招商银行通过不断提升客户在全渠道、全旅程、全产品的服务体验，持续拓展财富持仓客户。截至 2024 年半年末，招银理财管理产品余额为 2.44 万亿元，在全市场理财子公司管理规模中排名第一。

图表 25 招银理财管理理财产品余额排名全行业第一 (1H24, 亿元)

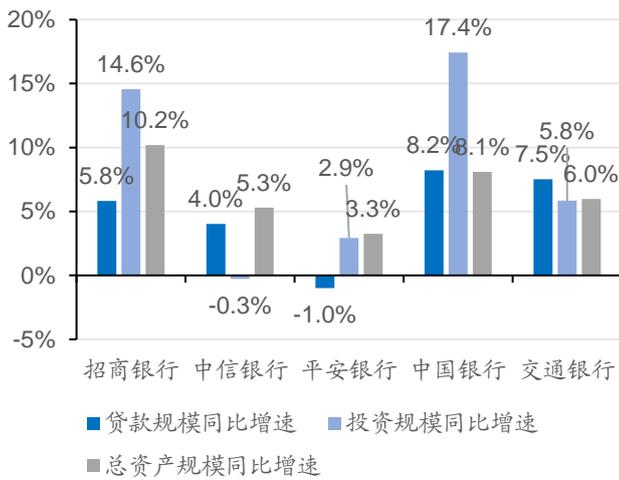


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

3.2 扩表速度稳健，近两年结构调优成效显著

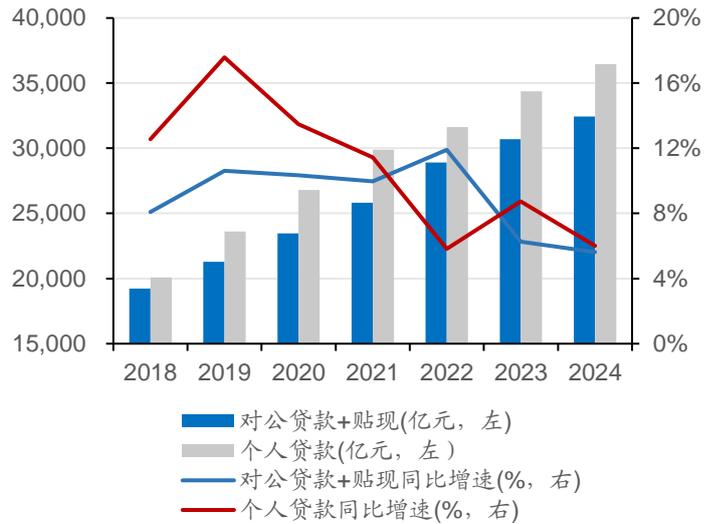
招商银行扩表速度稳健，零售贷款保持领先优势。近年来招商银行扩表速度保持优于全国大盘，2024 年招商银行总资产、贷款、金融投资分别同比增长 10.2%、5.8%、14.6%，基本持平于国有行平均水平，较股份行同业保持绝对领先优势。其中，贷款端来看，过去 7 年对公、零售年复合增速分别为 9%、10.7%，2024 年增速分别为 5.62%、6.01%，零售业务表现更为亮眼（2024 年全国住户贷款本外币同比增长仅 3.3%），应对按揭提前还款、互联网贷款竞争等外部挑战仍保持领先优势。需求较弱时期，稳健扩表能力对于零售型银行来说更为难得，使得招商银行能够对冲净息差下行，有效带动营收增长。

图表 26 2024 年招商银行扩表速度稳健



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 27 招商银行零售、对公贷款规模及增速

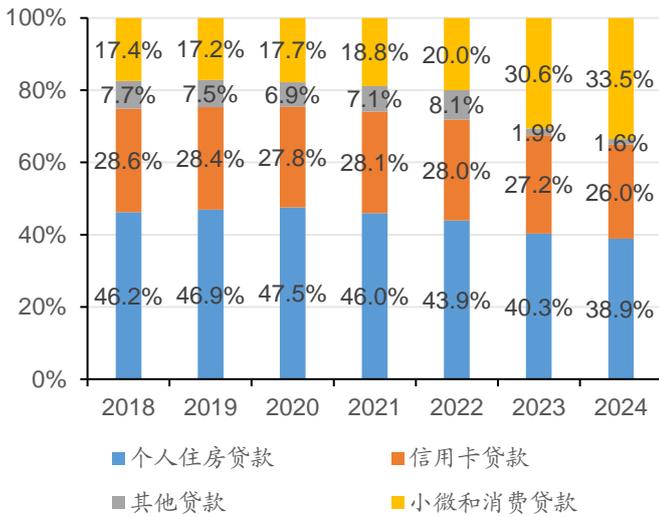


资料来源：iFinD，华安证券研究所

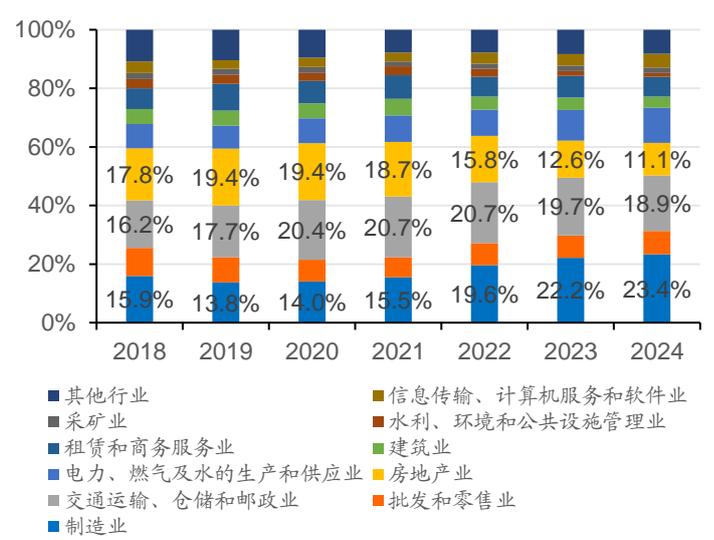
对公、个人贷款“涉房”占比不断压降，小微+消费贷+制造业成为增长新引擎。个人住房按揭和信用卡业务是招商银行曾经的零售贷款发展基石，二者合计占比全部个人贷款在 2020 年达到最高值 75.3%。随着地产相关需求转弱和房企风险抬升，招商银行适时调整策略，向曾经的薄弱环节进发。2020-2024 年，个人按揭贷款占比由 47.5% 大幅下降至 38.9%，与此同时招商银行大力发展个人经营贷和消费贷业务，小微+消费贷占比全部个人贷款自 2020 年末的 17.7% 迅速升至 2024 年的 33.5%。截至 2024 年末，招商银行个人贷款中按揭、小微+零售、信用卡等业务已形成三足鼎立格局。

“零售之王”的对公经营能力同样坚韧。招商银行对公贷款中地产业贷款占比也在 2020 年达到峰值 19.4%，到 2024 年末，地产业贷款占比对公贷款大幅压降至 11.1%。招商银行 85% 以上的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区，区域结构保持良好。地产业不良贷款清收处置力度较大，2024 年末房地产业不良贷款率 4.74%，较上年末下降 0.27pcts。同时贷款投向进一步支持实体经济，招商银行制造业贷款占比全部对公贷款较 2020 年的 14% 大幅上升至 2024 年的 23.4%。自 2023 年起，招商银行对公业务占比最高行业即由交通运输、仓储和邮政业转变为制造业，体现批发业务能力同样强劲，新增贷款不急于上量，贷款结构实、增长稳。2024 年末招商银行对公客户 FPA 余额（公司客户融资总量）达到 6.2 万亿元，公私协同“B 端生态→C 端转化”模式优势尽显。

图表 28 招商银行个人贷款结构



图表 29 招商银行对公贷款结构

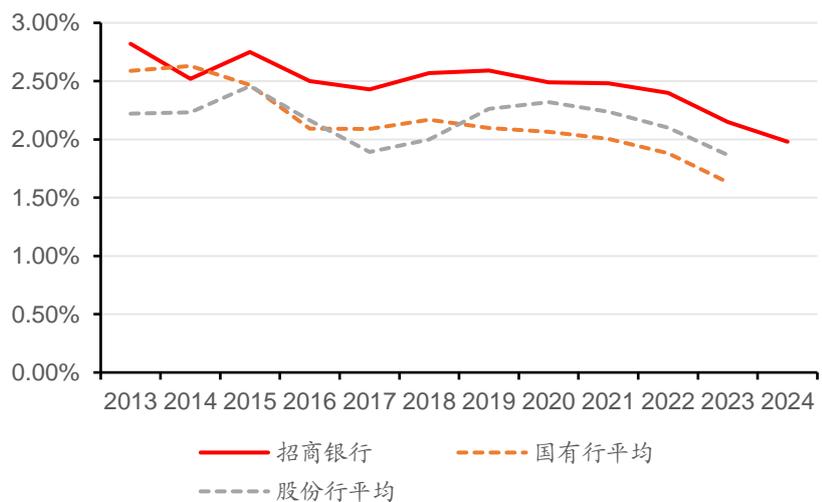


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

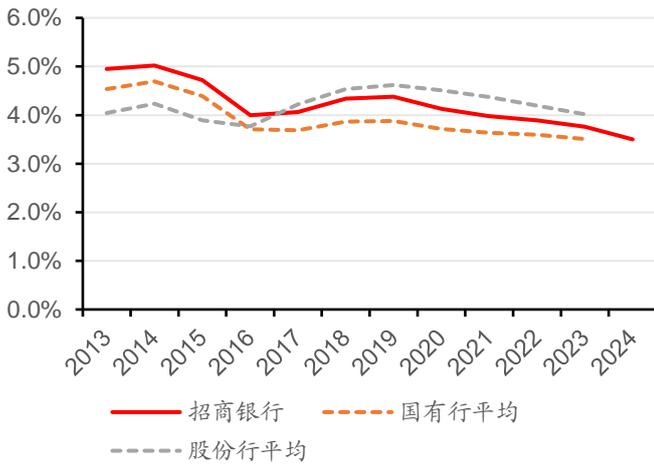
招商银行净息差收窄, 但仍保持领先同业水平。净息差自 2014 年来随广谱利率下行, 2024 年末降至 1.98%, 较年初下降 17bps, 降幅持平于同业 (2024 年末全国商业银行净息差 1.52%, 全年降幅 17bps)。息差下行主要原因在于: 资产端, 受上年存量房贷利率下调、LPR 下降及有效信贷需求不足影响, 新发放贷款定价持续下行, 贷款平均收益率继续走低; 市场利率中枢持续下行, 带动债券投资、同业和票据贴现等市场化资产收益率继续下降。负债端, 低成本活期存款增长承压, 存款定期化趋势延续, 一定程度上削弱存款利率市场化下调的效果, 负债成本率维持相对刚性。招商银行的低成本存款增长是其核心优势, 未来有望通过灵活安排市场化资金的吸收, 持续优化负债的组合配置, 保持和扩大息差的领先优势。

图表 30 银行净息差持续下行但仍领先同业

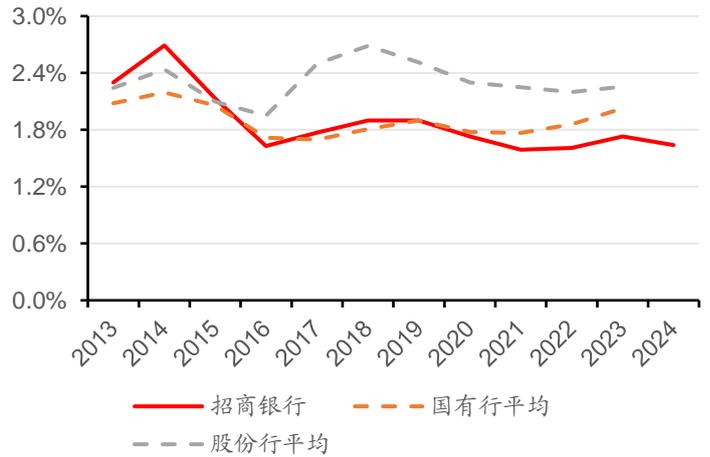


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 31 招商银行生息资产收益率变化



图表 32 招商银行计息负债成本率变化



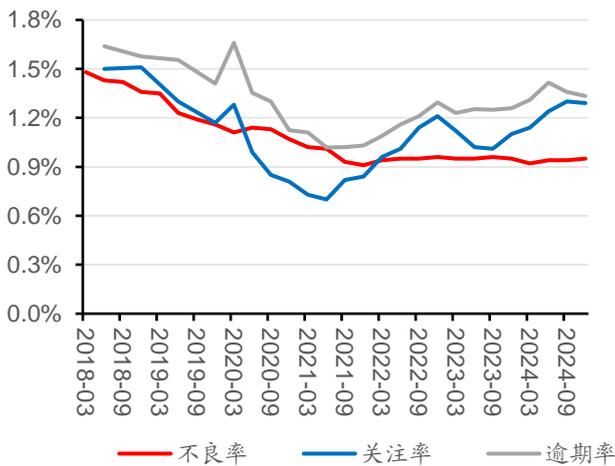
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

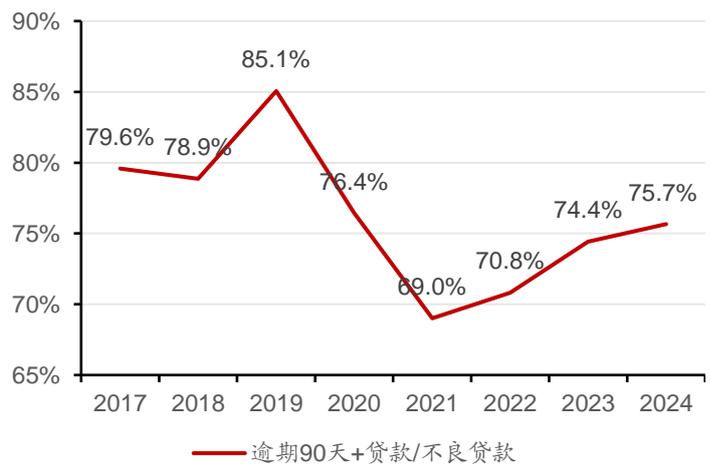
3.3 资产质量穿越周期, 不良生成高峰期已过

招商银行资产质量领先同业, 不良认定严格。招商银行不良率、关注率、逾期率连续 5 年呈现下降趋势, 2021 年压降到 1% 以下后基本维持, 2024 年末招商银行不良率 0.95% 较 2023 年末持平, 关注率 1.29% 较 2023 年末小幅抬升 19bps。逾期率 1.36% 较 2023 年末上升 10bps。招商银行面对利率、人口、地产的趋势性、周期性变化和外部冲击影响, 提出筑牢堡垒式全面风险与合规管理体系, 强调重点领域风险防范化解, 结合城市房地产融资协调机制和一揽子化债政策, 强化房地产和地方政府类业务管理。从不良偏离度来看, 招商银行不良认定严格, 逾期 90 天以上贷款/不良贷款自 2020 年后始终低于 76.4%。

图表 33 招商银行不良、关注、逾期率变化



图表 34 招商银行逾期 90 天+贷款/不良贷款



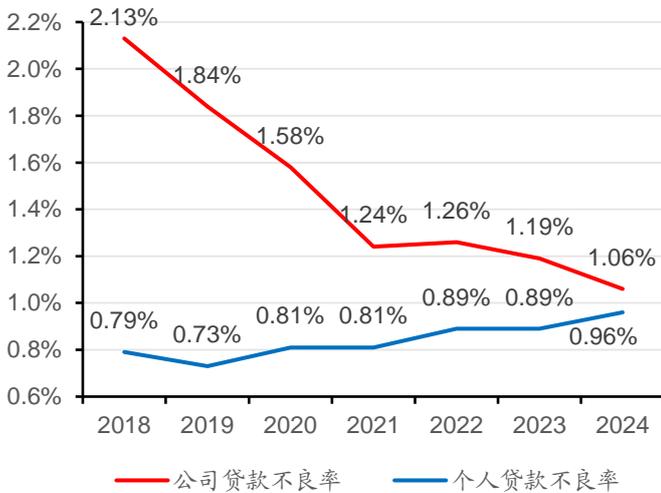
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

不良生成高峰期已过, 信用卡、对公贷款不良生成双降。招商银行公司贷款资产质量改善幅度明显, 2018 年末至 2024 年末, 招商银行公司贷款不良率从 2.13% 大幅降至

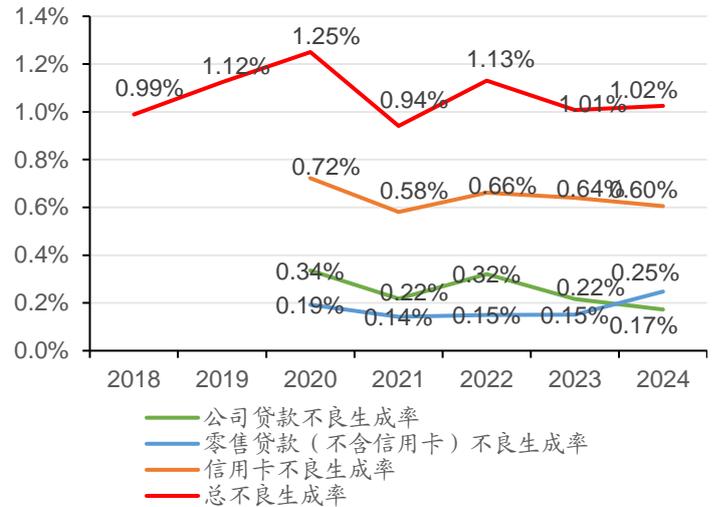
1.06%，依托智能化集团风险管理系统（GRS），实现表内外“全业务”智能化预警覆盖率100%。个人贷款不良率则出现小幅抬升，由0.79%升至0.96%。从不良生成角度来看，不良生成率高峰水平为2020年的1.25%，2024年末已降至1.02%，不良生成高峰期已过，招商银行前瞻性风险管控能力夯实。细分项来看，仅零售贷款（不含信用卡）不良生成率2024年有所抬升，零售资产裂变与经济基本面息息相关，且这部分贷款风险较信用卡较低（2024年末不良率为0.61%），招商银行持续提升大数据风控能力，严格审核客户共债情况，零售贷款整体风险可控。风险相对下沉的信用卡业务不良生成率已较2020年的0.72%下降至2024年末的0.60%，公司贷款不良生成率也较2020年的0.34%下降至2024年的0.17%，堡垒式风险管理体系不断构建。

图表 35 招商银行个人、对公贷款不良率



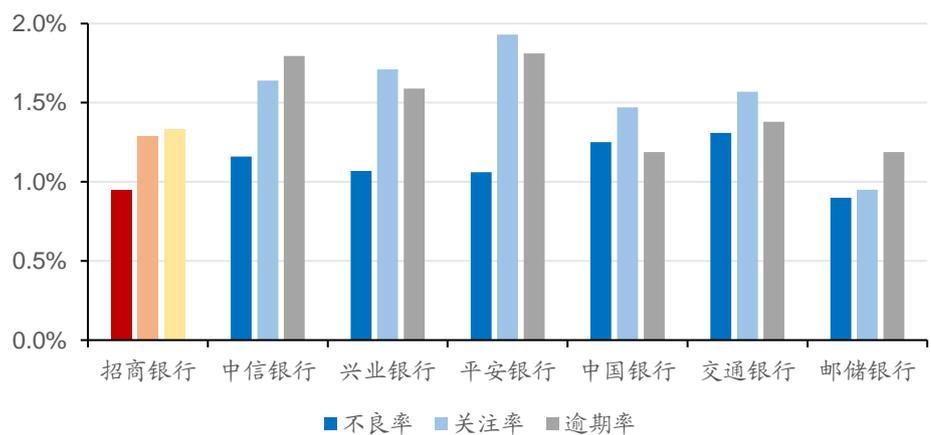
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 36 招商银行各项贷款不良生成率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 37 招商银行资产质量领先同业（2024A）

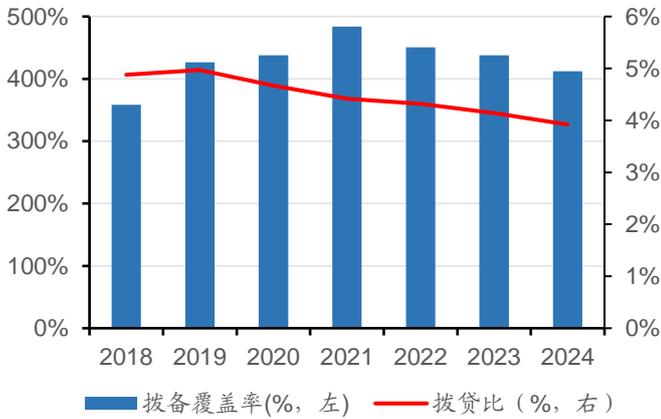


资料来源：iFinD，华安证券研究所

拨备安全垫不断夯实，风险抵补能力保持绝对领先优势。招商银行拨备覆盖率、拨贷比均保持稳定且领先行业。按年来看，2019-2024年末，招商银行拨备覆盖率始终未低于400%，其中2020-2022年尾部风险抬升时期也体现了风险的前瞻性计提，2024年

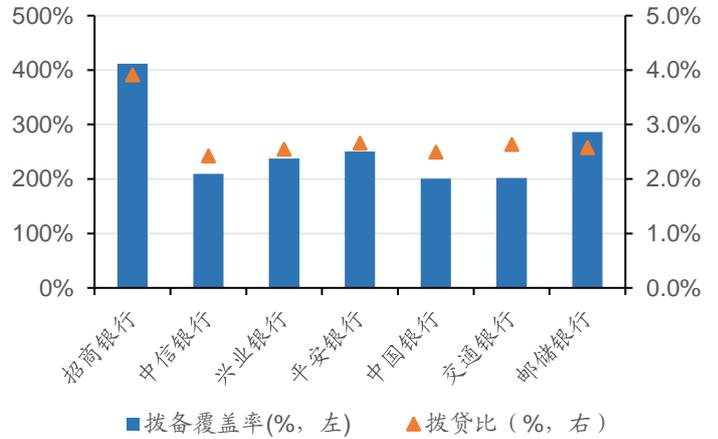
拨备覆盖率为 412%，较年初下降 24.8bps，较全国性银行同业仍保持绝对领先优势，风险抵补能力充足。2018-2023 年拨贷比维持 4% 以上，2024 年末小幅下降至 3.9%，仍较全国性银行同业大幅领先。

图表 38 招商银行拨备覆盖率、拨贷比变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 39 招商银行拨备覆盖率大幅领先同业 (2024A)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

3.4 科技驱动“数智招行”建设，不断打破金融服务边界

科技不断打破银行服务边界，也构成了招商银行第四次转型后的核心竞争力。2024 年招商银行信息科技投入 133.5 亿元，占比营收 4.37%， “金融科技”与财富管理、风险管理共同组成招商银行的三大核心能力。重点投向 AI+金融、大数据及数字化经营，科技研发人员占比员工总数 9.30%。科技投入强度对标头部互联网机构，2024 年全年新增立项金融科技创新项目 610 个，新增上线项目 731 个。金融科技对业务的赋能作用主要体现在以下几个方面：

①**前台智能化客户交互体验。**AI 助理“小招”实现从财富助理向能听会说的银行助理升级，融合专业领域知识、数据和一线服务实践经验，提供资产变动、收支查询、养老规划等智能服务，为客户提供“AI 预测需求+人在情感温度”新智能服务模式。远程经营服务质量不断提升，2024 年远程线上全渠道人工接通率 98.13%，远程线上全渠道人工 20 秒响应率 90.99%，远程线上全渠道客户满意度 99.69%。数智赋能批发业务转型，融资业务线上化率达 93.81%，外汇业务线上化率达 77.41%，线上渠道月活跃客户数达 194.94 万户，财富管理云服务企业客户 61.52 万户。招商银行还通过“TREE 资产配置服务体系”实现数字化资产配置，覆盖 1037.56 万户客户，为不同风险偏好的客户提供了一站式资产配置解决方案。

②**中台智能化支撑保驾护航。**大数据服务覆盖全行 63% 员工，数据中台赋能员工通过客户画像、行为预测模型实现精准营销。创新人力资源数字化服务模式，基于大模型技术开发“数字美眉”机器人，实现对员工的智能服务，2024 年“数字美眉”用户数达 2.53 万人。零售条线聚焦经营分析与业务策略，打造零售智能助手产品矩阵，提升零售条线协同与管理效率。批发条线针对客户经理用户打造 CRM 智能助手，实现单户查询、产品问答、智能纪要等重点场景功能，提升客户经理的工作效率。资产负债管理领域积极应用数字化工具进行机构经营监测、智能归因分析、多维情景模拟及风险预警管控。在线风控平台新发放公司贷款 4025 亿元，同比增长 32.61%，科技对业务赋能不断加强。

③**后台科技基础设施建设提效降本。**作为“数智”招行技术支撑的云服务总体可用性

达 99.999%，技术中台不断提升组件规模与质量，提高 IT 资源复用水平，2024 年累计发布组件 5942 个，持续沉淀企业级的数据能力和数据资产。2024 年智能化应用实现替代工时数 2600 万小时，海螺 RPA+（机器人流程自动化）实现替代工时数 800 万小时，提升银行精细化管理能力。

图表 40 招商银行“AI+金融”布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

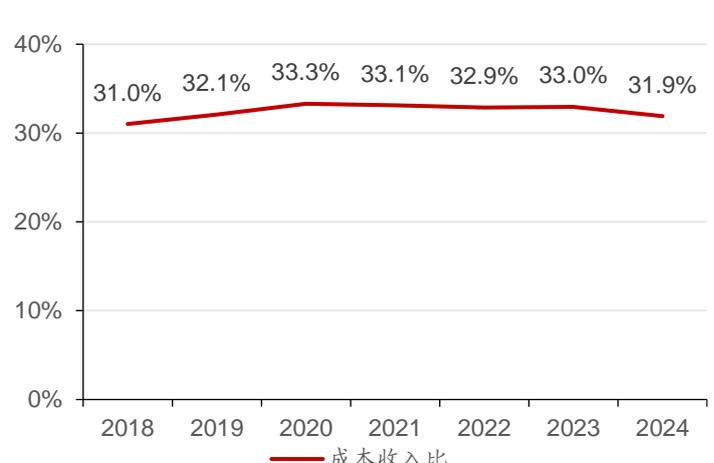
长尾客群数字化渗透，降本增效成果显著。随着智能手机普及率和银行业务离柜率提升，银行 APP 逐渐成为客户更便捷的选择。科技赋能效果也体现在手机银行 APP 渗透率上。招商银行手机银行月活跃用户数逐年提升。截至 2024 年末，招商银行+掌上生活 APP 月活跃用户(MAU)达 1.23 亿户。AI 赋能零售客户分层经营，2024 年招商银行总行进行了零售架构调整，新成立零售客群部，零售领域的智能化触达能够起到倍增作用，有效赋能前台不断做强、做优、做大客户基础。“AI+金融”应用下集约效能提升，资源配置优化，降本增效成果显著，2024 年末招商银行成本收入比降至 31.9%，同比下降 1.1pct。

图表 41 招商银行手机银行月活用户数（万户）稳健上升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 42 招商银行成本收入比小幅下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所

4 分红率居上市银行之首，不应忽视高股息属性

股息回报稳步提升，分红率居上市银行第一。招商银行持续优化资本管理，提高股东回报率，2023 年现金分红比例提升 2pct 至 35%，为上市银行中最高。2024 年保持 35% 分红率，在已披露 2024 年利润分配计划的银行中仍保持第一。招行早在 2013 年就把“在符合届时法律法规和监管机构对资本充足率规定及满足本公司正常经营资金要求、业务发展和重大投资并购需求的前提下，每年现金分红原则上不低于当年按中国会计准则审计的归属于本行普通股股东税后净利润 30%”写入公司章程，是国内首个这样做的上市银行。招商银行董事长缪建民在 2023、2024 年业绩会上也多次表示希望保持行业内领先且比较稳定的现金分红比例，招商银行资本安全垫厚，内生资本能力充足，高分红具备可持续性。截至 2025 年 3 月 28 日收盘，招商银行 A 股股息率为 4.63%，依然具备较强的高股息配置属性。

图表 43 2024 年已披露年报的上市银行分红率及股息率

公司简称	现金分红比例	股价	股息率
招商银行	35.34%	43.22	4.63%
交通银行	32.33%	7.36	5.10%
中国银行	32.32%	5.50	4.41%
邮储银行	32.30%	5.20	5.03%
农业银行	32.25%	5.10	4.74%
渝农商行	30.77%	6.02	5.06%
建设银行	30.76%	8.52	4.73%
兴业银行	30.20%	21.53	4.92%
重庆银行	30.00%	9.60	4.31%
中信银行	29.07%	7.11	4.99%
平安银行	28.28%	11.35	5.36%
青岛银行	23.19%	4.18	3.83%
瑞丰银行	20.41%	5.37	3.72%
常熟银行	19.84%	6.96	3.59%
郑州银行	13.33%	1.94	1.03%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：现金分红比例采用公司 2024 年全年现金分红金额计算，股价、股息率计算采用 2025 年 3 月 28 日收盘价

盈利预测及投资建议

招商银行是当前市场稀缺的兼具经济复苏弹性+股息韧性的投资标的。招商银行始终走在时代潮头，面对挑战勇于自我改革，多次引领中国银行业实现创新突破。当前经济结构转型、银行业竞争加剧，对传统银行业务尤其是零售和财富管理业务提出新的挑战，但在危机中也孕育着新的机遇：人工智能引领新一轮科技革命、居民财富升级，需求趋于多元化、政策呵护居民消费信心回暖... 招商银行面对新趋势、新变化提出打造“马利克曲线”和构建“堡垒式资产负债表”。近两年改革成效来看，资产端结构调优，核心客户基本盘持续扩大，风险计提稳健审慎，金融科技赋能成本节约，带动营收、利

润稳健增长。作为财富客户首选银行，更有望受益于宏观经济修复。此外，分红率提升至 35% 后 2024 年继续维持，拨备及资本安全垫厚，股息率高且稳定，也具备较高的绝对收益配置价值。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别同比增长 -1.84%/1.4%/3.15%，归母净利润分别同比增长 0.27%/1.5%/3.23%。主要假设如下：

1. 规模增长：招商银行近三年总资产、贷款规模年复合增速分别为 9.5%、7.33%，2024 年为 10.19%、5.83%。贷款结构中零售、对公占比分别为 52.91%、47.09%，考虑到当前零售贷款需求仍在磨底，且招商银行资产端结构持续调整，预计未来三年贷款规模复合增速为 5.1%，2025/2026/2027 年分别为 5.5%/5.1%/4.65%。

2. 净息差：招商银行负债端低成本负债优势显著，存款端活期占比较高。资产端长期深耕零售贷款业务，近两年结构持续调优使得息差优势得以维持。由于市场利率持续下行、存量房贷利率调整、LPR 重定价等因素持续，预计息差仍存在下行压力，预计 2026/2027/2028 年净息差分别为 1.7%/1.6%/1.53%。

3. 非息收入：招商银行财富管理客群优势稳固，2024 年中收、其他非息占比营收分别为 21.36%、16.04%，未来看，若理财、基金代销费率阶段性调整结束，宏观政策加持呵护居民消费信心，则财富市场有望回暖，支撑十年期国债收益率大幅下行的因素则较 2024 年有所减弱。预计非息收入中中收净收入逐渐回暖，其他非息收入贡献有所下降。2025-2027 年非息收入增速分别为 1.65%/2.55%/5.37%。

4. 成本收入比：银行业整体处于降本增效进程中，且招商银行金融科技投入持续加强，拓展服务边界，员工智能助手、智能外呼等应用不断升级，带动业务效率提升、集约化经营优势显现，2024 年降本增效成果显著，成本收入比降至 31.89%，根据过去三年成本收入比变化，预计 2025-2027 年成本收入比分别为 30%/29.36%/29.21%。

5. 资产质量：招商银行拨备覆盖率在全国性银行同业中保持绝对领先优势，风险管理审慎，资产质量保持稳健，风险抵补能力较强。从不良生成曲线和近年来核销规模来看，重点领域风险持续化解，未来利润释放能力较同业更充足。预计招商银行 2025-2027 年不良率分别为 0.93%/0.91%/0.9%，拨备覆盖率分别为 395.18%/382.13%/371.05%。

考虑到招商银行为全球排名前 10、国内各项业务领先的全国性银行，经营和分红具有相对其他行业的稳定性，首次覆盖采用 DDM 绝对估值法。假设详细预测期分红率保持 35% 不变，过渡增长期为 2028-2038 年，2038 年后进入永续增长期，过渡增长期及永续增长期平均分红率为 40%。过渡增长期、永续增长期净息差分别为 1.49%、1.26%，ROAE 分别为 7.55%、4.92%。假设市场无风险利率为十年期国债收益率 1.8%，招商银行隐含合理估值为 1.2xPB。2025 年 3 月 28 日收盘价对应 2025 年 0.97xPB，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

利率风险：市场利率持续下行，优质客群竞争加剧，息差收窄。

经营风险：融资需求下降拖累信贷增速，代销费率持续下降。

市场风险：经济大幅下行，地产风险集中爆发，资产质量大幅恶化。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	6,888,315	7,267,172	7,637,798	7,992,956	净利息收入	211,277	202,988	204,367	207,903
贷款减值准备	270,301	268,238	264,563	265,469	净手续费收入	72,094	69,376	70,243	73,896
金融投资	3,663,490	3,868,645	4,158,794	4,490,666	其他非息收入	54,117	58,920	61,322	64,729
存放央行	574,065	790,394	846,489	900,310	营业收入	337,488	331,284	335,933	346,528
同业资产	900,515	1,063,997	1,177,025	1,248,626	税金及附加	(2,950)	(3,776)	(3,829)	(3,938)
资产总额	12,152,036	13,173,858	14,262,333	15,265,879	业务及管理费	(107,616)	(99,385)	(98,630)	(101,221)
吸收存款	9,195,329	10,133,253	11,079,698	11,877,437	营业外净收入	(367)	-	-	-
同业负债	1,209,327	1,250,440	1,325,517	1,411,031	拨备前利润	219,471	221,961	227,259	234,958
发行债券	222,921	231,129	225,329	243,162	资产减值损失	(40,819)	(43,125)	(45,851)	(48,072)
负债总额	10,918,561	11,861,576	12,886,725	13,790,987	税前利润	178,652	178,836	181,408	186,886
股东权益	1,233,475	1,312,282	1,375,609	1,474,892	税后利润	149,559	149,954	152,201	157,115
					归属母行净利润	148,391	148,784	151,014	155,890

盈利及杜邦分析				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	1.82%	1.60%	1.49%	1.41%
净非利息收入	1.09%	1.01%	0.96%	0.94%
营业收入	2.91%	2.62%	2.45%	2.35%
营业支出	0.95%	0.81%	0.75%	0.71%
拨备前利润	1.89%	1.75%	1.66%	1.59%
资产减值损失	0.35%	0.34%	0.33%	0.33%
税前利润	1.54%	1.41%	1.32%	1.27%
税收	0.25%	0.23%	0.21%	0.20%
ROAA	1.20%	1.17%	1.10%	1.06%
ROAE	14.49%	13.73%	12.92%	12.32%

业绩增长率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	(1.58%)	(3.92%)	0.68%	1.73%
净手续费收入	(14.28%)	(3.77%)	1.25%	5.20%
营业收入	(0.48%)	(1.84%)	1.40%	3.15%
拨备前利润	0.63%	1.13%	2.39%	3.39%
归属母行净利润	1.22%	0.27%	1.50%	3.23%

驱动性因素				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产增长	9.87%	8.01%	6.39%	5.88%
贷款增长	5.83%	5.50%	5.10%	4.65%
存款增长	11.59%	10.20%	9.34%	7.20%
净手续费收入/营收	21.36%	20.93%	21.05%	21.32%
成本收入比	31.89%	30.00%	29.36%	29.21%
实际所得税税率	16.28%	16.15%	16.10%	15.93%

每股指标				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
PE	7.35	7.33	7.22	6.99
PB	1.04	0.97	0.90	0.83
EPS	5.88	5.90	5.99	6.18
BVPS	41.46	44.51	48.21	52.14
每股拨备前利润	8.70	8.80	9.01	9.32

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，

A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。