

招商银行(600036)/银行

证券研究报告/公司点评

2023 年 10 月 29 日

**评级：增持(维持)**

市场价格：31.53

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.zts.com.cn

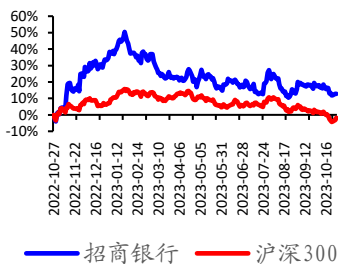
分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	25,220
流通股本(百万股)	20,629
市价(元)	31.53
市值(百万元)	783,160
流通市值(百万元)	650,431

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	326,873	339,102	335,360	343,792	364,533
增长率 yoy%	13.90%	3.70%	-1.10%	2.50%	6.00%
净利润(百万元)	119,922	138,012	146,440	154,189	162,649
增长率 yoy%	23.20%	15.10%	6.10%	5.30%	5.50%
每股收益(元)	4.69	5.41	5.74	6.05	6.39
每股现金流量					
净资产收益率	17.49%	17.73%	16.75%	15.74%	14.85%
P/E	6.72	5.83	5.49	5.21	4.93
PEG					
P/B	1.09	0.96	0.86	0.77	0.69

备注：股价截止 2023/10/27

**投资要点**

- 综述：1、营收、利润增速稳定：营收同比-1.9%、净利润同比+6.5%。其中，净利息收入同比增 0.1%，增速边际放缓；净非息收入同比下降 5.2%，降幅略有走阔。2、净利息收入环比-0.55%，资产端拖累息差环比下行，单季负债成本环比平稳。单季年化生息资产收益率环比下降 8bp 至 3.72%，单季年化计息负债付息率环比小幅下降 1bp 至 1.73%，基本维持稳定。贷款利率和债券投资分别环比下降 7bp 和 4bp 至 4.24%和 3.18%。存款付息率环比提升 1bp 至 1.64%，同业负债付息率环比下降 17bp 至 1.99%。3、资产负债增速及结构：债券投资持续高增；单季存贷增长放缓。资产端：生息资产同比增 9.5%；总贷款同比增 6.6%、债券投资同比高增 23.6%。负债端：计息负债同比增 9.7%；总存款同比增 12.3%。存款占比较 2Q23 增 0.5 个百分点至 85.5%，存款占比延续上升趋势。4、存贷细拆：地产持续压降；信用卡增维持改善；个人存款占比持续提升。贷款方面：1Q23-3Q23 新增对公：零售：票据=42:56:2。存量房地产贷款占比总贷款环比下降 0.4 个百分点至 4.9%。零售贷款新增占比维持高位，占前三季度新增贷款的 55.9%，信用卡投放延续改善趋势。存款方面：存款定期化延续，定期存款占比提升 3.1%。企业定期、个人定期分别单季新增 822 亿、1417 亿。5、净非息同比增速继续走低：手续费平稳，其他非息增速放缓。净非息收入同比下跌 5.2%，跌幅较 1H23 走阔 2 个百分点。其中：净手续费收入累积同比下降 11.5%(vs 1H23 同比-11.8%)，净其他非息收入累积同比增长 15.8%(vs 1H23 同比+26.7%)，预计由于三季度资金利率上行，增幅有所放缓。代理保险收入同比+17%，增速边际提升明显。6、零售客户和 AUM：财私客户及其 AUM 维持较高增速，私行 AUM 占比持续提升。金葵花和私行客户分别同比增 10.6%和 9.5%，对应 AUM 增速分别 8.9%和 9.9%。私行 AUM 占比 31.42%，环比提升 14bp。7、资产质量：总体稳定，对公维持平稳，信用卡逾期率连续三个季度改善。(1) 不良率环比小幅提升 1bp 至 0.96%。逾期率为 1.25%，环比维持平稳；其中逾期 3 个月以上贷款占总贷款比重环比上升 1bp 至 0.75%。拨备覆盖率 445.86%、环比下降 1.77 个百分点，仍维持高位。拨贷比 4.27%，环比维持平稳。(2) 对公：不良率维持 1.26%，逾期率环比改善 14bp 至 1.18%。对公房地产不良率环比下降 14bp 至 5.31%。(3) 零售：不良率环比维持在 0.86%，信用卡改善带动逾期率环比下降 1bp 至 1.28%。**
- 投资建议：**公司当前股价对应 2023E、2024E、2025E PB 0.86X/0.77X/0.69X；PE 5.49X/5.21X/4.93X。招行在零售和财富管理赛道，逐渐积累起来“商业模式的护城河”；在于长期形成的内部市场化、外部客户导向的“企业文化”(在银行业内里是稀缺的)；在于一大批务实勤奋、专业和进取正派的中高层和业务骨干形成的“团队人员”。这些底层价值并未发生变化，仍是行业中稀缺优秀的银行，值得长期持有。
- 风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

## 内容目录

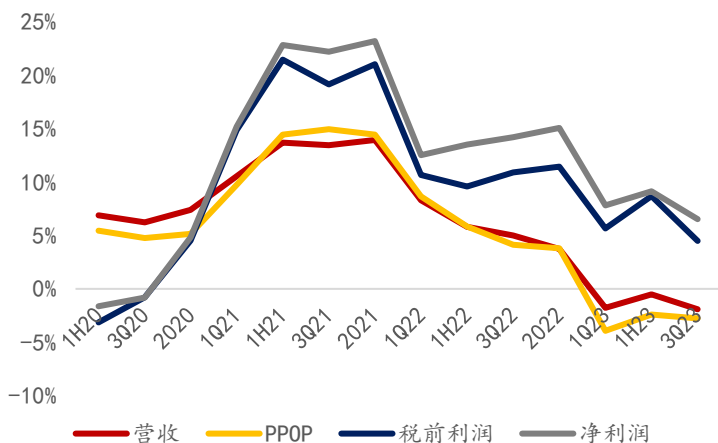
1、	营收、利润增速稳定：营收同比-1.9%、净利润同比+6.5%.....	- 4 -
2、	净利息收入环比-0.55%，资产端拖累息差环比下行，单季负债成本环比平稳.....	- 5 -
3、	资产负债增速及结构：债券投资持续高增；单季存贷增长放缓.....	- 6 -
4、	存贷细拆：地产持续压降；信用卡增维持改善；个人存款占比持续提升.....	- 7 -
5、	净非息同比增速继续走低：手续费平稳，其他非息增速放缓.....	- 8 -
6、	零售客户和 AUM：财私客户及其 AUM 维持较高增速，私行 AUM 占比持续提升.....	- 10 -
7、	资产质量：总体稳定，对公维持平稳，信用卡逾期率连续三个季度改善.....	- 11 -
8、	其他.....	- 14 -

## 图表目录

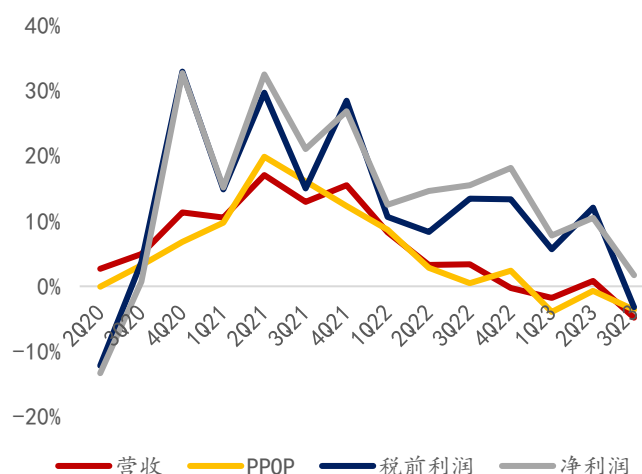
图表 1: 招商银行业绩累积同比.....	- 4 -
图表 2: 招商银行业绩单季同比.....	- 4 -
图表 3: 招商银行业绩增长拆分 (累积同比) .....	- 4 -
图表 4: 招商银行业绩增长拆分 (单季环比) .....	- 4 -
图表 5: 招商银行日均余额单季净息差.....	- 5 -
图表 6: 招商银行日均余额单季收益付息率.....	- 5 -
图表 7: 招商银行单季资产负债收益付息率拆解.....	- 5 -
图表 8: 招商银行资产负债端增速与结构情况 (单季日均规模) .....	- 6 -
图表 9: 招商银行存量与新增贷款结构 (母行数据) .....	- 7 -
图表 10: 招商银行存款增速及结构.....	- 8 -
图表 11: 招商银行净非息收入同比增速.....	- 9 -
图表 12: 招商银行净非息收入占比营收情况.....	- 9 -
图表 13: 招商银行净手续费各业务条线情况 (集团口径) .....	- 9 -
图表 14: 招商银行零售客户数量及 AUM 规模.....	- 10 -
图表 15: 招商银行资产质量指标.....	- 11 -
图表 16: 招商银行拨备覆盖率情况.....	- 12 -
图表 17: 招商银行各业务条线资产质量情况 (母行数据) .....	- 12 -
图表 18: 招商银行各业务条线不良净生成情况 (母行口径) .....	- 13 -
图表 19: 招商银行房地产和地方政府融资平台贷款情况 (亿元) .....	- 14 -
图表 20: 招商银行单季成本收入比.....	- 14 -
图表 21: 招商银行前十大股东持股情况 (3Q23) .....	- 15 -
图表 21: 招商银行盈利预测表.....	- 17 -

**1、营收、利润增速稳定：营收同比-1.9%、净利润同比+6.5%**

- 招行3季度累积营收同比-1.9%，净利润同比+6.5%。其中，净利息收入同比增0.1%，增速边际放缓；净非息收入同比下降5.2%，降幅略有走阔。3Q22-3Q23期间，累积营收、PPOP、归母净利润分别同比增长5%/3.7%/-1.8%/-0.5%/-1.9%、4.1%/3.8%/-3.9%/-2.4%/-2.8%、14.2%/15.1%/7.8%/9.1%/6.5%。

**图表 1：招商银行业绩累积同比**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表 2：招商银行业绩单季同比**


来源：公司财报，中泰证券研究所

- 3Q23 业绩累积同比增长拆分：规模增长主贡献、对业绩支撑 10.1 个点；其次为拨备计提、税收和其他非息，分别对业绩正向贡献 7.3、2.0 和 1.7 个点。息差、手续费和成本均负向贡献业绩。细看各因子贡献边际变化情况，**边际对业绩贡献改善的是**：1、税收对业绩正贡献，边际贡献上升 1.5 个点。2、成本和手续费负向贡献分别收窄 1 和 0.6 个点。**边际贡献减弱的是**：1、拨备、其他非息和规模增长对业绩正贡献，正向贡献度分别边际下降 3.8、0.9 和 0.5 个点。2、净息差对业绩负向贡献边际走阔 0.6 个点。

**图表 3：招商银行业绩增长拆分（累积同比）**

	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
规模增长	9.6%	10.4%	11.1%	10.6%	10.1%
净息差扩大	-2.0%	-3.4%	-9.4%	-9.4%	-10.0%
净手续费收入	-2.5%	-2.3%	-4.9%	-4.3%	-3.7%
净其他非息收入	-0.1%	-1.0%	1.4%	2.6%	1.7%
成本	-0.9%	0.1%	-2.2%	-1.9%	-0.9%
拨备	6.8%	7.6%	9.6%	11.1%	7.3%
税收	3.5%	3.9%	2.3%	0.5%	2.0%
税后利润	14.4%	15.3%	8.0%	9.2%	6.5%

**图表 4：招商银行业绩增长拆分（单季环比）**

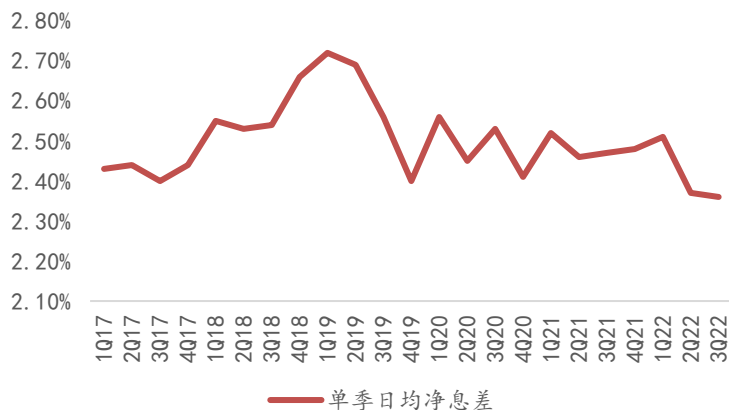
	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
规模增长	1.5%	2.3%	4.1%	2.9%	0.7%
净息差扩大	0.8%	0.8%	-5.3%	-6.2%	-1.3%
净手续费收入	-3.8%	-5.9%	9.1%	-2.8%	-2.5%
净其他非息收入	-0.1%	-4.1%	5.7%	3.0%	-4.1%
成本	-5.5%	-15.6%	35.0%	-4.1%	-2.7%
拨备	23.7%	0.6%	-17.4%	1.0%	10.6%
税收	-3.9%	4.4%	-5.9%	1.0%	2.9%
税后利润	12.7%	-17.5%	25.3%	-5.1%	3.6%

来源：公司财报，中泰证券研究所

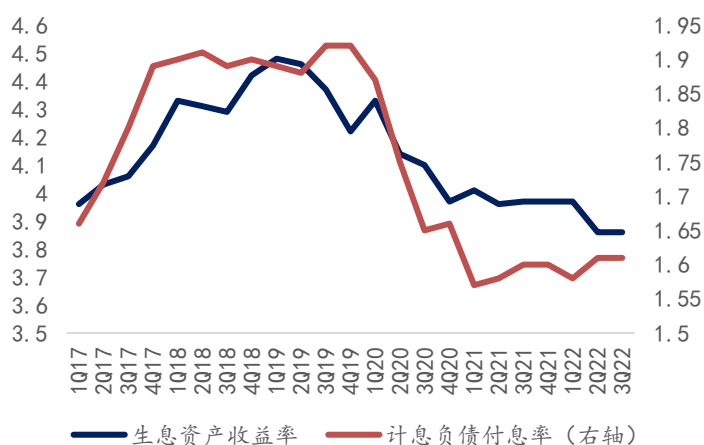
来源：公司财报，中泰证券研究所

## 2、净利息收入环比-0.55%，资产端拖累息差环比下行，单季负债成本环比平稳

- 净利息收入环比-0.55个百分点：规模增长稳健，资产端拖累息差环比下行，负债成本环比平稳。单季日均生息资产环比增长 0.9%，单季日均净息差环比下降 5bp 至 2.11%。

**图表 5：招商银行日均余额单季净息差**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表 6：招商银行日均余额单季收益付息率**


来源：公司财报，中泰证券研究所

- 资产端：单季年化生息资产收益率环比下降 8bp 至 3.72%，利率因素是主要拖累项。我们测算资产端结构因素为 0，利率因素拖累 8bp。1、结构因素：结构因素：贡献为 0，贷款、债券投资占比分别上升 0.1 和 0.9 个点，占比分别为 63.1%和 25.5%，贷款占比维持稳定，同业资产占比下降了 1 个点至 5.5%。2、利率因素：贷款利率和债券投资分别环比下降 7bp 和 4bp 至 4.24%和 3.18%。主要受 LPR 下调、市场利率中枢低位运行影响，贷款利率和投资收益率均有下降。
- 负债端：单季年化计息负债付息率环比小幅下降 1bp 至 1.73%，基本维持稳定。1、结构因素：存款占比提升 0.5 个点至 85.5%，同业负债占比下降 0.4 个点至 10%。存款为负向贡献，同业负债为正向贡献。2、利率因素：存款付息率环比提升 1bp 至 1.64%，同业负债付息率环比下降 17bp 至 1.99%。预计仍是存款定期化趋势支撑负债成本刚性。

**图表 7：招商银行单季资产负债收益付息率拆解**

	占比								利率							
	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
贷款	65.2%	64.5%	64.3%	64.8%	64.0%	63.1%	63.0%	63.1%	4.64%	4.68%	4.55%	4.48%	4.46%	4.41%	4.31%	4.24%
投资	20.9%	21.3%	21.9%	22.6%	23.6%	24.7%	24.6%	25.5%	3.33%	3.28%	3.24%	3.21%	3.24%	3.27%	3.22%	3.18%
存放央行	6.4%	6.4%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.9%	1.44%	1.41%	1.49%	1.57%	1.62%	1.65%	1.67%	1.72%
同业资产	7.5%	7.8%	7.7%	6.6%	6.4%	6.3%	6.5%	5.5%	2.08%	2.11%	1.78%	2.04%	2.49%	2.75%	2.85%	2.37%
生息资产									3.97%	3.97%	3.86%	3.86%	3.88%	3.86%	3.80%	3.72%
存款	78.4%	80.8%	82.2%	83.5%	84.1%	84.6%	85.0%	85.5%	1.44%	1.46%	1.52%	1.54%	1.55%	1.59%	1.63%	1.64%
同业负债	13.2%	12.2%	11.9%	11.7%	11.6%	10.7%	10.4%	10.0%	1.67%	1.65%	1.58%	1.58%	1.73%	1.97%	2.16%	1.99%
应付债券	5.5%	5.2%	4.3%	3.3%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.99%	2.91%	2.95%	3.08%	3.09%	3.07%	3.12%	3.35%
向央行借款	2.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.4%	2.0%	1.7%	1.7%	2.68%	2.36%	2.35%	2.35%	2.19%	2.12%	2.18%	2.16%
租赁负债	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	3.90%	4.03%	4.08%	3.80%	3.28%	4.11%	3.69%	3.57%
计息负债									1.60%	1.58%	1.61%	1.61%	1.62%	1.68%	1.74%	1.73%
净利差									2.37%	2.39%	2.25%	2.25%	2.26%	2.18%	2.06%	1.99%
净息差									2.48%	2.51%	2.37%	2.36%	2.37%	2.29%	2.16%	2.11%
	结构因素								利率因素							
	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
贷款	-0.01%	-0.03%	-0.01%	0.02%	-0.04%	-0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	-0.08%	-0.05%	-0.01%	-0.03%	-0.06%	-0.04%
投资	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.03%	0.04%	0.00%	0.03%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.01%	0.01%	-0.01%	-0.01%
存放央行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
同业资产	0.00%	0.01%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	-0.03%	0.01%	0.00%	-0.03%	0.02%	0.03%	0.02%	0.01%	-0.03%
生息资产	0.00%	-0.01%	0.01%	0.02%	-0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.02%	-0.12%	-0.04%	0.03%	0.00%	-0.06%	-0.08%
存款	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.05%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.01%
同业负债	-0.02%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.02%	0.03%	0.02%	-0.02%
应付债券	0.00%	-0.01%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
向央行借款	-0.02%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
租赁负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
计息负债	-0.01%	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.04%	0.02%	0.03%	0.06%	0.05%	0.00%
净利差									0.00%	0.02%	-0.14%	0.00%	0.01%	-0.08%	-0.12%	-0.07%
净息差									0.01%	0.03%	-0.14%	-0.01%	0.01%	-0.08%	-0.13%	-0.05%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 3、资产负债增速及结构：债券投资持续高增；单季存贷增长放缓

- 资产端：1、资产增速及结构：**1Q23-3Q23 生息资产同比增 9.5%；总贷款同比增 6.6%、债券投资同比高增 23.6%。贷款、债券投资、同业业务分别占比 63.1%、25.5%和 5.5%，占比较 1H23 变动-0.1、+0.9 和-1pcts，贷款增速仍低于总资产增速，债券投资维持高增速。**2、信贷增长情况：**三季度信贷增长放缓，3Q23 单季新增 565 亿元，较去年同期单季少增 907 亿，前三季度累积同比少增 662 亿。
- 负债端：1、负债增速及结构：**计息负债同比增 9.7%；总存款同比增 12.3%。存款、同业负债和发债分别占比 85.5%、10.0%和 2.7%，占比较 2Q23 变动+0.5、-0.4 和-0.1pcts，存款占比延续上升趋势。**2、存款增长情况：**3Q23 单季新增存款 329 亿，前三季度累积存款增长 6617 亿，虽较 2022 年前三季度高基数情况下少增 2110 亿，但其实整体存款增长仍维持较高水平，较 2021 年前三季度多增 2944 亿。

图表 8：招商银行资产负债端增速与结构情况（单季日均规模）



	同比增速										
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
贷款	11.9%	11.0%	10.1%	11.8%	9.0%	9.3%	9.8%	8.2%	8.8%	8.3%	6.6%
投资	17.0%	8.1%	8.7%	8.9%	17.6%	21.7%	21.4%	24.3%	29.3%	24.6%	23.6%
存放央行	7.9%	11.4%	7.9%	8.6%	5.5%	3.3%	5.7%	2.8%	2.3%	4.3%	7.5%
同业资产	-6.5%	4.4%	18.2%	8.9%	7.2%	0.4%	-4.2%	-5.9%	-9.8%	-6.3%	-8.1%
生息资产	10.9%	9.9%	10.2%	10.8%	10.3%	10.6%	10.9%	10.2%	11.3%	10.5%	9.5%
存款	14.9%	9.0%	9.4%	11.3%	12.5%	16.5%	19.1%	17.5%	17.3%	15.8%	12.3%
同业负债	29.6%	14.5%	11.5%	4.7%	-6.7%	-9.3%	-10.0%	-3.5%	-2.5%	-1.8%	-6.5%
应付债券	-41.2%	-6.6%	8.6%	16.9%	22.1%	-17.7%	-34.4%	-46.0%	-42.1%	-27.0%	-9.7%
向央行借款	0.3%	0.4%	11.7%	-20.5%	-57.2%	-58.4%	-59.6%	-45.5%	35.4%	28.4%	37.9%
租赁负债	-2.4%	-12.4%	17.9%	-10.4%	-6.0%	-3.6%	-3.5%	-7.2%	-8.1%	-3.3%	-3.7%
计息负债	11.2%	8.3%	9.8%	9.4%	7.4%	8.0%	9.1%	9.4%	12.0%	12.0%	9.7%
单季新增规模 (亿元)											
贷款	2,513	760	1,107	1,489	1,334	985	1,472	764	1,786	778	565
存款	2,842	123	708	2,639	3,867	2,479	2,381	2,109	4,425	1,863	329
	占比										
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
贷款	65.3%	65.1%	65.4%	65.2%	64.5%	64.3%	64.8%	64.0%	63.1%	63.0%	63.1%
投资	20.0%	19.9%	20.6%	20.9%	21.3%	21.9%	22.6%	23.6%	24.7%	24.6%	25.5%
存放央行	6.7%	6.6%	6.3%	6.4%	6.4%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.9%
同业资产	8.0%	8.5%	7.6%	7.5%	7.8%	7.7%	6.6%	6.4%	6.3%	6.5%	5.5%
生息资产											
存款	77.1%	76.2%	76.5%	78.4%	80.8%	82.2%	83.5%	84.1%	84.6%	85.0%	85.5%
同业负债	14.1%	14.1%	14.2%	13.2%	12.2%	11.9%	11.7%	11.6%	10.7%	10.4%	10.0%
应付债券	4.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.2%	4.3%	3.3%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%
向央行借款	4.1%	3.9%	3.6%	2.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.4%	2.0%	1.7%	1.7%
租赁负债	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
计息负债											

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

#### 4、存贷细拆：地产持续压降；信用卡增维持改善；个人存款占比持续提升

- 贷款结构：1-3Q23 新增对公：零售：票据=42:56:2 (VS 1H23 对公：零售：票据=66:60:-26)。**
  - 对公：**新增对公贷款投向以制造业、电力燃气、租赁商服为主，存量房地产贷款占比总贷款维持下降趋势，较 1H22 环比下降 0.4 个点至 4.9%。
  - 零售：**零售贷款新增占比维持高位，占前三季度新增贷款的 55.9%，投放仍以小微和消费贷为主，新增占比分别为 29.1%、22.7%，信用卡投放延续改善趋势，新增占比环比提升 1.6 个点至 9.8%。

**图表 9：招商银行存量与新增贷款结构（母行数据）**

	贷款结构							比年初新增占比						
	2021	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
制造业	6.1%	6.5%	6.8%	7.8%	8.5%	8.8%	8.6%	11.0%	12.7%	16.6%	26.4%	25.7%	30.6%	21.4%
建筑业	2.3%	2.2%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	3.4%	1.7%	-2.2%	-3.5%	4.5%	4.0%	3.0%
采掘业	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	1.6%	1.4%	0.6%	1.8%	0.6%
房地产业	6.8%	6.3%	6.1%	5.8%	5.6%	5.3%	4.9%	5.5%	-0.2%	-2.2%	-4.8%	0.6%	-7.1%	-9.4%
交通运输、仓储和邮政业	7.0%	6.9%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%	7.0%	10.0%	6.5%	9.4%	9.9%	7.5%	7.1%	3.4%
电力、燃气及水的生产和供应企业	2.8%	2.6%	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%	3.3%	-2.7%	-0.2%	0.3%	4.3%	5.0%	6.1%	8.6%
金融业	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	3.1%	4.2%	1.9%	3.3%	7.2%	10.2%	6.0%
批发和零售业	2.7%	2.9%	2.7%	3.1%	3.2%	3.0%	2.9%	5.7%	5.4%	2.5%	7.0%	6.4%	2.0%	0.4%
租赁和商务服务业	3.0%	2.9%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.3%	1.0%	-2.0%	-3.2%	4.4%	6.9%	6.4%
信息传输、计算机服务和软件	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	3.5%	6.2%	4.1%	4.2%	1.6%	2.9%	4.9%
水利、环境和公共设施管理业	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.8%	-1.8%	-5.6%
其它	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	2.2%	3.0%	1.0%	0.6%	1.9%	3.0%	2.6%
对公贷款	35.8%	36.1%	35.5%	36.7%	37.9%	37.9%	37.0%	44.7%	40.8%	30.7%	45.9%	66.4%	65.7%	42.3%
个人按揭贷款	26.0%	24.6%	24.4%	24.1%	22.9%	22.9%	22.3%	5.7%	4.0%	4.6%	3.3%	-5.8%	-4.0%	-5.7%
信用卡	16.0%	15.3%	15.8%	15.5%	14.8%	15.1%	15.1%	-9.7%	4.1%	12.6%	9.4%	-1.0%	8.1%	9.8%
消费贷	3.3%	3.6%	3.5%	3.8%	4.1%	4.7%	4.9%	-2.7%	7.1%	5.2%	8.6%	12.5%	25.9%	22.7%
小微贷款	10.7%	10.9%	11.1%	11.0%	11.4%	11.9%	12.1%	17.7%	13.9%	16.1%	14.7%	19.3%	30.3%	29.1%
其他			0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			3.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
个人贷款	56.0%	54.3%	55.0%	54.4%	53.3%	54.6%	54.4%	21.1%	29.1%	42.1%	36.0%	29.9%	60.3%	55.9%
贴现票据	8.2%	9.5%	9.0%	9.0%	8.8%	7.4%	8.6%	34.1%	30.0%	27.2%	18.1%	3.7%	-26.0%	1.8%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- 存款结构：存款定期化延续，定期存款占比提升 3.1%。**1、期限来看，企业活期存款、个人活期分别单季下降 1836 亿、901 亿，企业定期、个人定期分别单季新增 822 亿、1417 亿。企业定期占比 23.3%，环比上升 1.2pcts。个人存款定期占比 19.5%，环比上升 1.9pcts。2、客户结构上看，个人存款占比持续提升趋势，环比提升 0.9pcts 至 42.2%。

图表 10：招商银行存款增速及结构

	结构占比										环比增速							
	1H21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
企业活期	41.0%	39.6%	41.8%	39.8%	39.8%	37.0%	36.7%	35.4%	34.8%	32.8%	-3.0%	11.5%	0.3%	5.4%	-6.5%	5.4%	-0.3%	1.6%
个人活期	25.4%	24.8%	24.5%	23.8%	23.7%	24.1%	26.3%	24.7%	23.7%	22.7%	-1.9%	4.6%	2.1%	5.0%	2.5%	15.9%	-3.3%	-0.7%
企业定期	23.1%	24.6%	22.2%	23.7%	23.4%	24.9%	22.1%	23.3%	23.9%	25.1%	7.2%	-5.1%	12.6%	3.8%	7.5%	-5.6%	8.5%	5.9%
个人定期	10.5%	11.0%	11.5%	12.6%	13.0%	14.0%	14.9%	16.6%	17.6%	19.5%	5.6%	10.3%	15.6%	8.8%	7.8%	13.2%	15.1%	9.4%
总存款											0.5%	5.6%	5.2%	5.3%	0.8%	6.3%	3.1%	3.3%
单季新增存款(亿元)																		
企业活期		-739	2,736	84	1,429	-1,832	1,418	-87	436	-1,836								
个人活期		-289	690	328	794	419	2,715	-664	-141	-901								
企业定期		994	-757	1,778	609	1,226	-986	1,418	1,076	822								
个人定期		352	683	1,140	739	717	1,309	1,695	1,213	1,417								
总存款		318	3,351	3,330	3,571	529	4,457	2,361	2,584	-497								

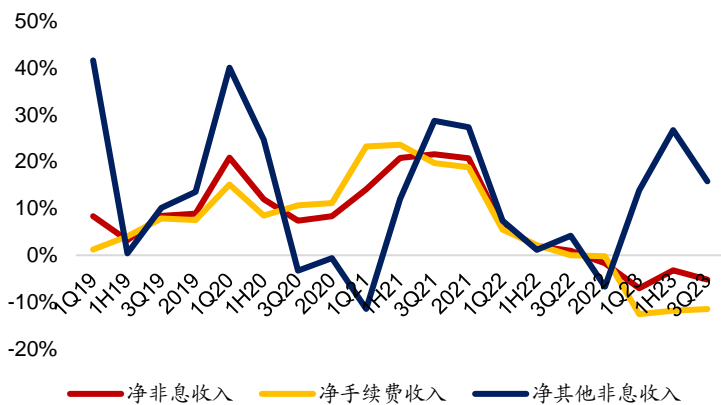
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 5、净非息同比增速继续走低：手续费平稳，其他非息增速放缓

- 净非息收入同比下跌 5.2%，跌幅较 1H23 走阔 2 个百分点。**其中：净手续费收入累积同比下降 11.5%（vs 1H23 同比-11.8%），净其他非息收入累积同比增长 15.8%（vs 1H23 同比+26.7%），预计由于三季度资金利率上行，增幅有所放缓。截至 3Q23，净非息、净手续费和净其他非息收入分别占营收 36.5%、26.2%和 10.3%，由于银行旺季营销等因素，手续费在季度间前占比前高后低季节波动，但由于今年资本市场行情持续低迷等因素，手续费收入占比营收持续走低，较去年同期下降 2.9pct，拖累净非息收入占比低于去年同期 1.3pct。

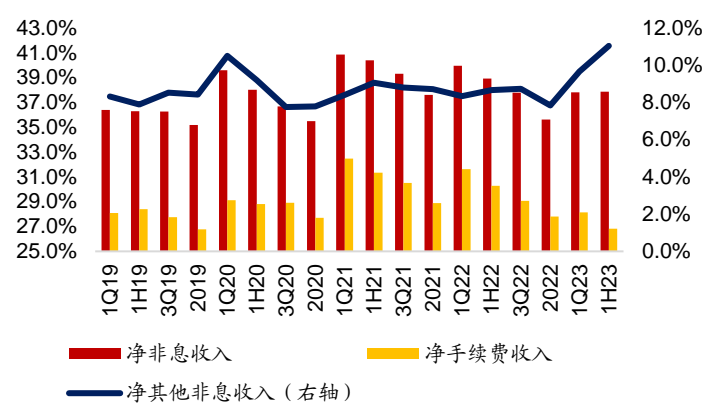


图表 11: 招商银行净非息收入同比增速



来源: 公司财报, 中泰证券研究所

图表 12: 招商银行净非息收入占比营收情况



来源: 公司财报, 中泰证券研究所

- 3Q23 净手续费收入同比下降 11.5%，较 1H23 同比降幅小幅收窄 0.3 个点：**1、结构来看，公司中收结构保持稳定，财富管理业务、银行卡业务对中收贡献最多，其次是结算业务、资产管理业务和托管业务，分别占比 32.8%、19.8%、16.0%、11.8%和 5.6%，其中财富管理业务占比下降，托管费收入占比保持不变，资产管理和银行卡业务占比环比小幅提升，分别提高 0.1 和 0.2 个百分点，结算与清算业务手续费收入占比提升幅度较大，环比上升 0.8 个百分点。**2、增幅来看，除结算业务外其他中收同比均有所下降，财富管理收入降幅收窄。**其中资产管理业务、银行卡业务中收规模同比下降幅度最大，分别下降 8.1 和 8.6 个百分点，结算与清算业务中收同比上升 2.2%。资管收入下降主要是招银理财产品管理规模同比下降拖累。财富管理收入同比负增 6%，降幅较 1H23 收窄 4.2 个点。
- 净其他非息收入同比增长 15.8%，增速边际下降 10.9 个点。**其中，公允价值变动损益、汇兑净损益、投资收益分别较去年同期变动+14.3 亿、+1.3 亿、+15.2 亿，较 1H22 变动-4.8 亿、+8.1 亿、50.1 亿。
- 集团口径财富管理手续费详细拆解：**从大财富管理价值循环链角度看各重点项目情况。**1、结构占比情况，财富管理业务各项收入占比也相对均衡。**受托理财、代理基金、保险、信托分别贡献财富管理手续费 16.8%、17.0%、52.4%和 10.4%。**2、同比增速情况，代理保险收入同比增速提升至 17%，其余代理业务同比维持负增。**代理保险费收入 126.11 亿元，同比增长 16.94%，主要是保障型保险销量及占比同比上升；代理基金收入 40.84 亿元，同比下降 22.81%，主要是费率较高的权益类基金保有规模及占比下降；代销理财收入 40.29 亿元，同比下降 24.31%，主要是代理信托规模下降；代理证券交易收入 5.76 亿元，同比下降 20.11%，主要是香港资本市场持续低迷，股票交易量减少。

图表 13: 招商银行净手续费各业务条线情况 (集团口径)

	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
收入 (亿元)								
手续费及佣金收入	1,023	308	576	824	1,034	273	513	734
财富管理手续费及佣金收入	361	104	189	256	309	91	169	240.49
受托理财收入	63	18	35	53	66	14	26	40
代理基金收入	123	17	35	53	66	15	29	41
代理保险收入	82	55	90	108	124	51	93	126
代理信托收入	75	12	23	32	40	9	17	25
代理贵金属收入	2	0	2	3	4	0	0	2
代理证券交易收入	13	2	5	7	9	2	4	6
资产管理手续费及佣金收入	109	32	63	94	125	33	60	87
托管费收入	54	16	30	44	58	14	29	41
银行卡手续费收入	194	56	107	159	214	52	101	146
结算与清算手续费收入	139	45	78	115	151	38	78	117
同比增速								
手续费及佣金收入	18.0%	6.1%	2.9%	1.1%	1.0%	-11.4%	-10.9%	-10.9%
财富管理手续费及佣金收入	29.8%	-11.1%	-8.1%	-13.8%	-14.3%	-12.6%	-10.2%	-6.0%
受托理财收入	53.8%		22.6%	15.9%	5.6%	-23.5%	-25.9%	-24.3%
代理基金收入	36.2%		-47.0%	-49.0%	-46.4%	-11.8%	-17.8%	-22.8%
代理保险收入	42.8%		61.6%	47.7%	51.3%	-7.2%	3.1%	17.0%
代理信托收入	-1.1%		-49.5%	-47.9%	-47.2%	-29.8%	-25.5%	-22.1%
代理贵金属收入	-14.8%		-4.6%	36.9%	79.1%	-100.0%	-100.0%	-7.1%
代理证券交易收入	22.7%		-38.5%	-31.9%	-29.5%	-8.9%	-20.1%	-20.1%
资产管理手续费及佣金收入	57.5%	47.6%	32.8%	20.2%	14.7%	2.6%	-5.1%	-8.1%
托管费收入	27.7%	11.3%	6.6%	6.6%	6.6%	-11.6%	-5.3%	-6.8%
银行卡手续费收入	-0.9%		13.9%	6.5%	10.4%	0.0%	-6.1%	-8.6%
结算与清算手续费收入	9.9%		7.4%	8.9%	8.3%	0.0%	-0.2%	2.2%
占比手续费								
手续费及佣金收入								
财富管理手续费及佣金收入	35.2%	33.8%	32.8%	31.1%	29.9%	33.3%	33.0%	32.8%
受托理财收入	6.1%	5.7%	6.1%	6.5%	6.4%	4.9%	5.0%	5.5%
代理基金收入	12.0%	5.6%	6.0%	6.4%	6.4%	5.6%	5.6%	5.6%
代理保险收入	8.0%	17.7%	15.6%	13.1%	12.0%	18.6%	18.0%	17.2%
代理信托收入	7.4%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.2%	3.3%	3.4%
代理贵金属收入	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%
代理证券交易收入	1.3%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%
资产管理手续费及佣金收入	10.6%	10.5%	11.0%	11.5%	12.1%	12.2%	11.7%	11.8%
托管费收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.6%	5.3%	5.6%	5.6%
银行卡手续费收入	18.9%	18.1%	18.6%	19.3%	20.7%	19.2%	19.6%	19.8%
结算与清算手续费收入	13.6%	14.5%	13.6%	14.0%	14.6%	14.0%	15.2%	16.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 6、零售客户和 AUM：财私客户及其 AUM 维持较高增速，私行 AUM 占比持续提升

- **零售客户和 AUM 增长情况。**1、**客户数。**零售客户数 1.94 亿户。其中金葵花及以上 452.61 万户。客户数增长方面，财富客户保持较高速增长。零售客户同比增 6.5%，金葵花和私行客户分别同比增 10.6%和 9.5%，维持较高增速。2、**AUM。**管理零售客户总资产余额 13.08 万亿元，同比增 9.4%。其中管理金葵花及以上客户总资产余额 10.66 万亿元。金卡及普卡、金葵花、私行管理的 AUM 增速分别同比 9.9%、8.9%和 9.9%。私行 AUM 占比 31.42%，环比提升 14bp。

图表 14：招商银行零售客户数量及 AUM 规模

	2020	1H21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
<b>绝对值规模</b>										
<b>零售客户数量 (万户)</b>										
金卡及普卡	15,490	16,156	16,933	17,211	17,398	17,791	17,986	18,267	18,556	18,947
金葵花	300	332	355	377	389	396	401	419	430	438
私人银行	10	11	12	13	13	13	13	14	14	15
财富产品持仓客户数	2,914		3,779		4,075		4,313			
<b>AUM (亿元)</b>										
金卡及普卡	15,962	17,644	19,228	20,830	21,463	21,992	22,564	23,459	23,700	24,166
金葵花	45,710	50,914	54,425	57,555	59,235	60,194	60,742	63,031	64,522	65,544
私人银行	27,746	31,292	33,939	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864	40,160	41,094
<b>户均资产规模</b>										
金卡及普卡 (元/户)	10,305	10,921	11,355	12,103	12,336	12,361	12,545	12,842	12,772	12,755
金葵花 (万元/户)	152	153	153	153	152	152	151	150	150	150
私人银行 (万元/户)	2,775	2,795	2,780	2,797	2,805	2,805	2,813	2,804	2,805	2,813
<b>同比增速</b>										
<b>零售客户数量</b>										
金卡及普卡	9.6%	9.1%	9.3%	9.1%	7.7%	7.5%	6.2%	6.1%	6.7%	6.5%
金葵花	16.7%	17.3%	18.3%	17.5%	17.2%	15.5%	13.0%	11.1%	10.5%	10.6%
私人银行	22.4%	23.0%	22.1%	17.1%	16.2%	13.9%	10.4%	10.7%	10.1%	9.5%
<b>AUM</b>										
金卡及普卡	13.3%	17.0%	20.5%	21.5%	21.6%	19.2%	17.4%	12.6%	10.4%	9.9%
金葵花	18.6%	19.6%	19.1%	17.6%	16.3%	14.4%	11.6%	9.5%	8.9%	8.9%
私人银行	24.4%	25.3%	22.3%	17.3%	16.6%	14.6%	11.7%	11.0%	10.1%	9.9%
<b>结构情况</b>										
<b>零售客户数量</b>										
金卡及普卡	98.04%	97.92%	97.88%	97.79%	97.74%	97.75%	97.75%	97.68%	97.66%	97.66%
金葵花	1.90%	2.01%	2.05%	2.14%	2.19%	2.18%	2.18%	2.24%	2.26%	2.26%
私人银行	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%	0.08%
<b>AUM</b>										
金卡及普卡	17.85%	17.67%	17.87%	18.37%	18.32%	18.39%	18.61%	18.71%	18.46%	18.47%
金葵花	51.12%	50.99%	50.58%	50.76%	50.55%	50.33%	50.10%	50.28%	50.26%	50.11%
私人银行	31.03%	31.34%	31.54%	30.87%	31.13%	31.28%	31.28%	31.00%	31.28%	31.42%
非储蓄存款占比AUM	78.8%	79.7%	79.8%		79.1%		75.6%			

注：金卡及普卡：AUM50 万以下；金葵花：AUM50 万以上；私人银行：AUM1000 万以上

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 7、资产质量：总体稳定，对公维持平稳，信用卡逾期率连续三个季度改善

- 招行资产质量总体仍维持稳健，零售不良率环比下降，公司拨备覆盖率 445.86%，总体安全边际仍然较高。
- 不良维度——不良在低位平稳。1、不良率环比小幅提升 1bp 至 0.96%。2、单季年化不良净生成 0.71%，环比上升 8bp。
- 逾期维度——逾期 3 个月以内有所改善；逾期 3 个月以上增加。逾期率为 1.25%，环比维持平稳；其中逾期 3 个月以上贷款占总贷款比重环比上升 1bp 至 0.75%。逾期占比不良 130.23%，环比下降 1.23 个百分点。
- 拨备维度——安全垫维持在高位。拨备覆盖率 445.86%、环比下降 1.77 个点，仍维持高位。拨贷比 4.27%，环比维持平稳。

图表 15：招商银行资产质量指标

	2019	2020	2021	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23	环比变动	同比变动
不良维度											
不良率	1.16%	1.07%	0.91%	0.95%	0.95%	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0.01%	0.01%
不良净生成率 (单季年化)	0.91%	1.19%	0.48%	0.59%	0.53%	0.71%	0.66%	0.63%	0.71%	0.08%	0.18%
不良净生成率 (累计年化)	0.78%	1.00%	0.64%	0.86%	0.76%	0.83%	0.66%	0.83%	0.80%	-0.03%	0.04%
不良核销转出率	60.07%	83.66%	65.48%	72.54%	67.09%	76.85%	52.96%	77.20%	74.70%	-2.50%	7.61%
关注类占比	1.17%	0.81%	0.84%	1.01%	1.14%	1.21%	1.12%	1.02%	1.01%	-0.01%	-0.13%
(关注+不良)/贷款总额	2.34%	1.88%	1.75%	1.96%	2.09%	2.17%	2.07%	1.98%	1.97%	-0.01%	-0.12%
逾期维度										环比变动	同比变动
逾期率	1.41%	1.12%	1.03%	1.16%	1.21%	1.29%	1.23%	1.25%	1.25%	0.00%	0.04%
逾期90天以上/贷款总额	0.99%	0.81%	0.63%	0.62%	0.68%	0.68%	0.73%	0.74%	0.75%	0.01%	0.07%
逾期/不良	121.21%	105.51%	112.91%	122.04%	126.63%	134.96%	129.13%	131.46%	130.23%	-1.23%	3.60%
逾期90天以上/不良贷款余额	85.06%	76.44%	69.01%	65.40%	71.43%	70.82%	76.92%	77.56%	78.74%	1.18%	7.31%
拨备维度										环比变动	同比变动
信用成本 (累积)	1.29%	0.98%	0.70%	0.79%	0.79%	0.78%	1.07%	0.88%	0.88%	0.00%	0.09%
信用成本 (单季年化)			1.86%	0.80%	0.75%	0.74%	1.07%	0.68%	0.89%	0.21%	0.14%
拨备覆盖率	426.78%	437.68%	483.87%	454.06%	455.67%	450.79%	448.32%	447.63%	445.86%	-1.77%	-9.81%
拨备/贷款总额	4.97%	4.67%	4.42%	4.32%	4.34%	4.32%	4.27%	4.27%	4.27%	0.00%	-0.07%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 16：招商银行拨备覆盖率情况

	2021	1Q22	1H22	3Q22	4Q22	1Q23	1H23	3Q23	1H23环比变动	3Q23环比变动
拨备覆盖率 (%)										
集团	483.87	462.68	454.06	455.67	450.79	448.32	447.63	445.86	-0.69	-1.77
母行	490.66	483.14	473.42	471.43	467.43	468.43	465.73	466.73	-2.70	1.00
集团 (百万元)										
贷款减值准备	246,104	250,486	256,027	260,133	261,476	270,346	271,447	275,515	1,101	4,068
不良余额	50,862	54,138	56,386	57,088	58,004	60,302	60,641	61,794	339	1,153
母行 (百万元)										
贷款减值准备	239,187	243,237	248,641	251,802	253,413	262,027	263,618	263,619	1,591	1
不良余额	48,748	50,345	52,520	53,412	54,214	56,570	56,603	56,482	33	-121
子公司 (百万元)										
贷款减值准备	6,917	7,249	7,386	8,331	8,063	8,319	7,829	11,896	-490	4,067
不良余额	2,114	3,793	3,866	3,676	3,790	3,732	4,038	5,312	306	1,274

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 各业务条线资产质量情况：对公资产质量维持稳定，零售资产质量环比小幅改善。**
  - 对公：**不良率维持 1.26%，逾期率环比改善 14bp 至 1.18%。
  - 零售：**不良率环比维持在 **0.86%**，信用卡改善带动逾期率环比下降 1bp 至 1.28%。信用卡逾期率环比连续维持三个季度的改善趋势，环比继续下降 11bp 至 2.87%，小微、按揭分别小幅环比上升 1bp 至 0.64%和 0.5%，消费贷维持在 1.13%。

图表 17：招商银行各业务条线资产质量情况 (母行数据)

	1Q21	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
不良率											
公司贷款	1.64%	1.70%	1.47%	1.31%	1.33%	1.35%	1.38%	1.25%	1.25%	1.26%	1.26%
票据	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
零售贷款	0.76%	0.76%	0.78%	0.82%	0.82%	0.83%	0.83%	0.90%	0.89%	0.86%	0.86%
小微贷款	0.54%	0.51%	0.59%	0.62%	0.57%	0.63%	0.60%	0.64%	0.62%	0.56%	0.55%
个人住房贷款	0.26%	0.25%	0.24%	0.28%	0.27%	0.27%	0.29%	0.35%	0.36%	0.35%	0.36%
信用卡贷款	1.62%	1.58%	1.54%	1.65%	1.72%	1.67%	1.67%	1.77%	1.76%	1.68%	1.69%
消费贷款	1.42%	1.16%	1.19%	1.02%	1.03%	1.05%	0.95%	1.08%	0.97%	0.99%	0.97%
其他	2.36%	4.76%	6.11%	6.85%	7.67%	8.08%	8.42%	9.10%	9.92%	10.54%	11.15%
贷款总额	1.04%	1.04%	0.95%	0.93%	0.93%	0.94%	0.94%	0.95%	0.95%	0.95%	0.94%
关注类占比											
公司贷款	0.58%	0.49%	0.40%	0.56%	0.78%	0.93%	1.18%	1.03%	0.94%	0.85%	0.70%
票据	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%
零售贷款	0.92%	0.92%	1.21%	1.12%	1.18%	1.19%	1.26%	1.42%	1.31%	1.24%	1.29%
小微贷款	0.18%	0.16%	0.37%	0.32%	0.37%	0.38%	0.37%	0.40%	0.34%	0.29%	0.34%
个人住房贷款	0.12%	0.11%	0.38%	0.36%	0.55%	0.63%	0.72%	0.75%	0.77%	0.69%	0.85%
信用卡贷款	2.94%	2.91%	3.27%	3.06%	3.02%	2.87%	2.94%	3.41%	3.16%	3.08%	3.01%
消费贷款	0.36%	0.23%	0.31%	0.32%	0.32%	0.35%	0.36%	0.43%	0.35%	0.34%	0.39%
其他	0.40%	0.57%	0.82%	0.78%	0.70%	0.68%	0.77%	0.80%	0.81%	0.73%	0.78%
贷款总额	0.73%	0.69%	0.82%	0.83%	0.93%	0.98%	1.11%	1.15%	1.06%	1.00%	0.71%
逾期率											
公司贷款	1.44%	1.40%	1.06%	1.00%	1.12%	1.28%	1.33%	1.23%	1.33%	1.32%	1.18%
票据	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
零售贷款	1.02%	0.98%	1.22%	1.25%	1.26%	1.28%	1.31%	1.50%	1.32%	1.29%	1.28%
小微贷款	0.53%	0.51%	0.63%	0.55%	0.57%	0.65%	0.64%	0.73%	0.66%	0.63%	0.64%
个人住房贷款	0.27%	0.26%	0.27%	0.28%	0.30%	0.34%	0.40%	0.50%	0.45%	0.48%	0.50%
信用卡贷款	2.50%	2.30%	2.98%	3.19%	3.26%	3.13%	3.11%	3.55%	3.11%	2.98%	2.87%
消费贷款	1.62%	1.30%	1.28%	1.11%	1.12%	1.15%	1.08%	1.26%	1.09%	1.13%	1.13%
其他	2.44%	4.88%	6.05%	6.89%	7.77%	8.09%	8.47%	9.18%	9.97%	10.61%	11.24%
贷款总额	1.11%	1.05%	1.05%	1.06%	1.10%	1.16%	1.19%	1.27%	1.21%	1.21%	1.13%

注：其他主要包括商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款、教育贷款及以货币资产质押的其他个人贷款。1H21，公司将互联网联合消费贷款纳入其他零售贷款统计，并同口径调整年初数据。

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 18：招商银行各业务条线不良净生成情况（母行口径）

招商银行，亿元	2020	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
<b>新生成不良</b>									
总贷款	561.43	473.19	154.36	307.02	461.69	629.75	160.23	305.09	454.95
公司贷款	150.81	109.76	52.33	90.73	134.82	178.38	30.7	56.93	92.08
零售贷款	410.21	363.43	102.03	216.29	327.13	451.15	129.67	247.69	362.69
信用卡	324	292	88	180.48	271	368	105	204	297
零售贷款（不含信用卡）	86.21	71.37	14.35	35.81	56.13	83.15	24.67	43.69	65.69
<b>贷款余额</b>									
总贷款	47,304	52,523	54,225	55,956	56,594	57,207	59,731	59,834	60,939
公司贷款（含票据）	20,864	23,113	24,455	25,545	25,469	26,110	27,880	27,152	27,710
零售贷款	26,440	29,410	29,770	30,411	31,125	31,097	31,852	32,683	33,229
信用卡	7,466	8,403	8,238	8,545	8,915	8,844	8,819	9,058	9,198
零售贷款（不含信用卡）	18,974	21,007	21,532	21,866	22,210	22,253	23,033	23,625	24,031
<b>不良净生成（单季年化）</b>									
总贷款	1.09%	0.94%	1.18%	1.13%	1.11%	1.19%	1.12%	0.97%	1.00%
公司贷款（含票据）	0.40%	0.26%	0.91%	0.63%	0.69%	0.68%	0.47%	0.38%	0.52%
零售贷款	1.64%	1.47%	1.39%	1.54%	1.46%	1.59%	1.67%	1.48%	1.41%
信用卡	4.75%	3.76%	4.17%	4.51%	4.24%	4.35%	4.75%	4.49%	4.11%
零售贷款（不含信用卡）	0.48%	0.54%	0.27%	0.40%	0.37%	0.49%	0.44%	0.33%	0.37%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所



- 房地产行业及资产质量相关情况：1、表内外规模：规模持续压降。**集团房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 4,147 亿元，较 1H23 下降 4.9%。其中，公司对公房地产贷款余额 4,147 亿元，占公司贷款和垫款总额的 4.92%，占比较 2Q23 下降 0.34 个百分点。其中，高信用评级客户贷款余额占比超过八成；从项目区域看，公司 85% 的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区。集团理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计 2,569 亿元，较 1H23 上升 3.8%。
 **2、对公房地产不良率环比下降 14bp 至 5.31%。**招行公司贷款不良生成额 92.08 亿元，同比减少 42.74 亿元，主要是房地产业贷款不良生成额同比减少。

**图表 19：招商银行房地产和地方政府融资平台贷款情况（亿元）**

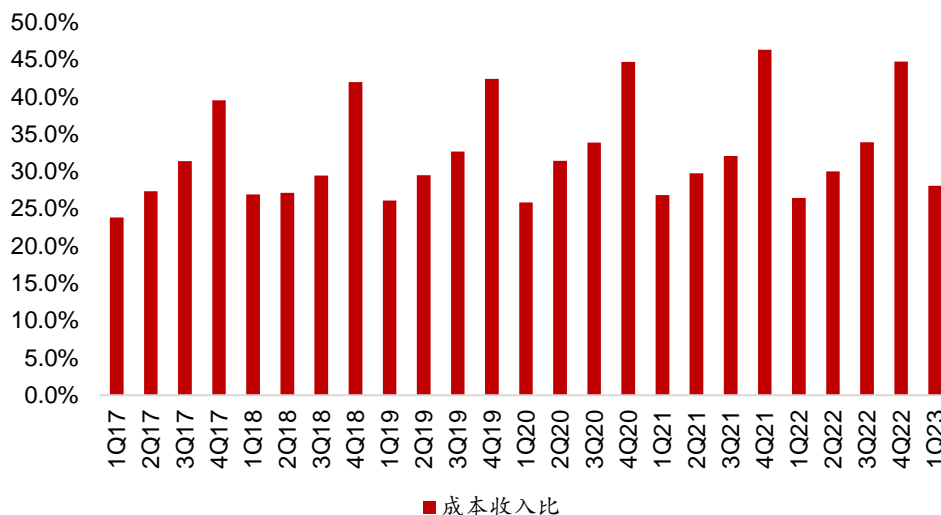
亿元	2020	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q23	1H23	3Q23
<b>房地产</b>											
对公房地产贷款余额	3,114	3,323	3,589	3,560	3,653	3,552	3,470	3,337	3,353	3,150	4,147
占比总贷款	6.19%	6.17%	6.52%	6.39%	6.34%	5.99%	6.13%	5.83%	5.61%	5.26%	4.92%
对公房地产贷款不良率	0.22%	1.15%	1.29%	1.39%	2.57%	2.95%	3.32%	3.99%	4.55%	5.45%	5.31%
地产相关需承担信用风险总业务余额	4,943		5,204	5,115	5,175	4,937	4,737	4,633	4,632	4,361	4,147
地产相关不需承担信用风险的业务余额	5,191		4,788	4,121	3,784	3,164	3,141	3,004	2,738	2,475	2,569
地产相关合计业务余额	10,134		9,992	9,236	8,959	8,101	7,878	7,637	7,370	6,836	6,716
<b>地方政府融资平台</b>											
广义口径风险业务余额（信贷、债券投资、自营及理财资金投资等）						2,684		2,636		2,486	
境内公司贷款余额	1,149	1,195		1,235		1,279		1,326		1,373	
占比总贷款	2.28%	2.22%		2.22%		2.29%		2.32%		2.29%	
地方政府融资平台不良贷款率	0.55%	0.53%		0.63%		0.74%		0.14%		0.14%	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 8、其他

- 业务及管理费增速边际下降、同比+0.03%（VS 1H23 同比+4.4%）。**累积年化成本收入比 30.63%，较去年同期上升 0.6 个点。

**图表 20：招商银行单季成本收入比**



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **核心一级资本充足率环比上升：**高级法下核心一级资本、一级资本、资本充足率分别为 13.37%、15.23%、17.38%，环比上升 0.28%、0.24% 和 0.29%。风险加权资产增速环比+1.9%、生息资产环比-0.8%。
- **前十大股东变动情况：**减持——香港中央结算（代理人）有限公司增持 7.7 万股至持仓占比 18.10%，香港中央结算有限公司减持 1.01 个百分点至 4.70%

图表 21：招商银行前十大股东持股情况（3Q23）

十大股东明细	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
香港中央结算(代理人)有限公司	不变	4,553,984,238	77,007	18.06	0.0000
招商局轮船有限公司	不变	3,289,470,337	0	13.04	0.0000
中国远洋运输有限公司	不变	1,574,729,111	0	6.24	0.0000
深圳市晏清投资发展有限公司	不变	1,258,542,349	0	4.99	0.0000
香港中央结算有限公司	减持	1,181,739,503	-255301894	4.69	-1.0100
招商局金融控股有限公司	不变	1,147,377,415	0	4.55	0.0000
和谐健康保险股份有限公司-传统-普通	不变	1,130,991,537	0	4.48	0.0000
深圳市楚源投资发展有限公司	不变	944,013,171	0	3.74	0.0000
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	新进	776,574,735		3.08	
中远海运(广州)有限公司	不变	696,450,214	0	2.76	0.0000
<b>合计</b>	<b>不变</b>	<b>16,553,872,610</b>		<b>65.63</b>	

来源：公司财报，中泰证券研究所

- **投资建议：**公司当前股价对应 2023E、2024E、2025E PB 0.86X/0.77X/0.69X；PE5.49X/5.21X/4.93X。招行在零售和财富管理赛道，逐渐积累起来“商业模式的护城河”；在于长期形成的内部市场化、外部客户导向的“企业文化”（在银行业内里是稀缺的）；在于一大批务实勤奋、专业和进取正派的中高层和业务骨干形成的“团队人员”。这些底层价值并未发生变化，仍是行业中稀缺优秀的银行，值得长期持有。

- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。
-

图表 22: 招商银行盈利预测表

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
PE	5.83	5.49	5.21	4.93	净利息收入	218,235	226,144	246,172	266,913
PB	0.96	0.86	0.77	0.69	手续费净收入	94,275	77,306	65,710	65,710
EPS	5.41	5.74	6.05	6.39	营业收入	339,102	335,360	343,792	364,533
BVPS	32.71	36.61	41.07	45.79	业务及管理费	(113,375)	(112,346)	(115,170)	(122,119)
每股股利	1.74	1.74	1.83	1.93	拨备前利润	222,679	220,110	225,630	239,226
<b>盈利能力</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	拨备	(57,566)	(39,649)	(35,344)	(38,172)
净息差	2.28%	2.15%	2.15%	2.15%	税前利润	165,113	180,461	190,286	201,054
贷款收益率	4.57%	4.45%	4.45%	4.45%	税后利润	139,294	147,978	156,035	164,864
生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.57%	3.56%	归属母公司净利润	138,012	146,440	154,189	162,649
存款付息率	1.52%	1.53%	1.52%	1.52%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
计息负债成本率	1.60%	1.63%	1.61%	1.60%	贷款总额	6,051,459	6,535,576	7,058,422	7,623,096
ROAA	1.42%	1.38%	1.32%	1.28%	债券投资	2,772,689	3,049,958	3,354,954	3,690,449
ROAE	17.73%	16.75%	15.74%	14.85%	同业资产	631,598	663,178	696,337	731,154
成本收入比	33.43%	33.50%	33.50%	33.50%	生息资产	10,043,564	10,982,995	11,924,767	12,941,258
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产总额	10,138,912	11,141,516	12,179,845	13,236,728
净利息收入	7.0%	3.6%	8.9%	8.4%	存款	7,535,742	8,440,031	9,368,434	10,305,277
营业收入	3.7%	-1.1%	2.5%	6.0%	同业负债	1,075,369	1,021,601	970,521	921,995
拨备前利润	3.8%	-1.2%	2.5%	6.0%	发行债券	223,821	217,106	227,961	239,359
归属母公司净利润	15.1%	6.1%	5.3%	5.5%	计息负债	8,834,932	9,678,738	10,566,916	11,466,631
净手续费收入	-0.2%	-18.0%	-15.0%	0.0%	负债总额	9,184,674	10,082,019	11,007,204	11,944,407
贷款余额	8.64%	8.00%	8.00%	8.00%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220
生息资产	10.4%	9.4%	8.6%	8.5%	归属母公司股东权益	945,503	1,050,238	1,162,826	1,281,917
存款余额	18.7%	12.0%	11.0%	10.0%	所有者权益总额	954,238	1,059,497	1,172,641	1,292,321
计息负债	10.0%	9.6%	9.2%	8.5%	<b>资本状况</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资本充足率	17.77%	18.04%	18.26%	18.41%
不良率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	核心资本充足率	13.68%	14.17%	14.71%	15.16%
拨备覆盖率	450.0%	406.3%	358.3%	314.6%	杠杆率	10.68	10.63	10.52	10.39
拨贷比	4.32%	3.90%	3.44%	3.02%	RORWA	2.56%	2.54%	2.46%	2.38%
不良净生成率	0.83%	0.85%	0.80%	0.80%	风险加权系数	54.92%	54.48%	54.32%	54.48%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。



## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。