

# 招商银行 (600036.SH)

## 买入(首次评级)

当前价格: 29.40 元  
 目标价格: 40.82 元

### 深耕零售轻型战略, 铸就高增势能零售龙头

#### 投资要点:

➤ **规模、效益均居上市股份行首位。**2023年前三季度, 招商银行实现营业收入2603亿元, 虽同比减少1.72%, 但优于同业平均水平。归母净利润1139亿元, 同比增长6.52%, 均领先同业平均水平。**优异的盈利能力得益于优异的资产质量、高中收贡献以及低负债成本, 这与招行轻资产的运营模式及“零售银行”的定位密切相关。**截至2023Q3, 招商银行手续费及佣金净收入在营收的比例为26%, 均远超过股份行平均水平, 且均在上市股份行中位居第一。中收优势主要来源于领先的大财富管理布局和强大的渠道力。

➤ **(1) 资产端: 以零售为主, 贷款投放低定价低不良。招商银行负债成本在行业最低, 因此得以用低价吸引优质客户。**截至2023H, 招商银行的对公贷款平均利率为3.49%, 在上市股份行中最低。**客群优质也使得招行的资产质量长期保持优异。**招商银行不良率、不良+关注率均为上市股份行最低, 不良贷款生成率也远远低于行业平均。

➤ **(2) 负债端: 零售低息负债优势明显。**截至2023Q3, 招商银行计息负债成本率为1.74%, 在上市股份银行中最低。**低负债成本优势来自高存款占比、高零售占比、高活期占比。**截至2023H, 招商银行存款在计息负债中的占比高达86%, 存款成本率较上市股份行平均水平(2.15%)低54bp, 个人存款活期比例为57.41%, 对公存款活期比例59.32%, 上述指标优势均处于同业首位。

➤ **盈利预测与投资建议:**预测2023-2025年营收增速分别为0.56%、5.95%、9.86%, 归母净利润增速为7.7%、10.3%、11.6%, 对应ROE为17.0%、16.8%、16.8%。考虑到招商银行ROE在上市股份行中排名前列, 且占据零售龙头地位, 大财富业务有望进一步发展。**根据历史估值法, 截至2023年11月28日, PB值低于0.9, 近一年PB平均值为1.03, 我们认为估值有望回升, 给予公司2024年目标PB 1倍, 对应目标价40.82元, 首次覆盖给予“买入”评级。**

➤ **风险提示:**经济下行超预期, 信贷需求不足; 财富管理修复不及预期, 拖累中收表现; 信用风险波动, 资产质量出现恶化。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	25,220/20,629
总市值/流通市值(百万元)	741,463/606,491
每股净资产(元)	33.97
资产负债率(%)	90.82
一年内最高/最低(元)	46.03/26.82

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 郭其伟  
 执业证书编号: S0210523080001  
 邮箱: gqw30259@hfzq.com.cn

研究助理 谢洁仪  
 邮箱: xjy30292@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务预测	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	2905	3313	3448	3467	3673	4035
增长率(%)	7.7	14.0	4.1	0.6	5.9	9.9
归属母公司股东净利润(亿元)	973	1199	1380	1486	1639	1830
增长率(%)	4.82	23.20	15.08	7.66	10.30	11.64
每股收益	3.79	4.61	5.26	5.89	6.50	7.26
PE	7.76	6.38	5.59	4.99	4.52	4.05
PB	1.16	1.01	0.90	0.80	0.72	0.64

数据来源: WIND、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

预计 2024 年在消费需求进一步提升、信贷需求逐渐恢复的背景下，资产稳定扩张。预计 2023-2025 年生息资产增速稳定为 11%。

从政策导向来看，强调“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”。与此同时，国内经济具有韧性和潜力，贷款利率会逐步企稳，预计明年净息差企稳。预计 2023-2025 年净息差分别为 2.18%、2.13%、2.13%。

预计资产质量保持稳定。2023-2025 年不良率保持在 0.96%，拨备覆盖率分别为 455%、456%、458%。

### 我们区别于市场的观点

当前市场对招商银行能否继续保持现有经营机制保持担忧。我们认为，招商银行战略执行以及战略执行不会发生偏移，仍坚持零售战略、市场化机制稳定，稳健经营，具有可持续性和护城河效应，长期价值依然可期。

### 股价上涨的催化因素

宏观经济超预期复苏，居民资产负债表修复好于预期，大财富管理业务发展持续领先同业。

### 估值与目标价格

预测 2023-2025 年营收增速分别为 0.56%、5.95%、9.86%，归母净利润增速为 7.7%、10.3%、11.6%，对应 ROE 为 17.0%、16.8%、16.8%。

相比净资产，银行业的净利润随经济周期波动更明显，因此相比 PE，PB 更适合作为银行股的估值乘数。考虑到招商银行 ROE 在上市股份行中排名前列，且占据零售龙头地位，大财富业务有望进一步发展。根据历史估值法，截至 2023 年 11 月 28 日，PB 值低于 0.9，近一年 PB 平均值为 1.03，我们认为估值有望回升，给予公司 2024 年目标 PB 1 倍，对应目标价 40.82 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

经济下行超预期，企业扩大再生产主动性较低，信贷需求不足；财富管理修复不及预期，拖累中收表现；信用风险波动，资产质量出现恶化。

## 正文目录

1	公司简介.....	5
2	核心竞争力分析.....	9
	2.1 资产端：以零售为主，贷款投放低定价低不良 .....	9
	2.2 负债端：零售低息负债优势明显 .....	14
	2.3 资产质量：长期保持优异，拨备安全垫丰厚 .....	17
3	盈利预测与投资建议.....	20
	3.1 关键假设及盈利预测.....	20
	3.2 投资建议.....	20
4	风险提示.....	21
	4.1 资产扩张不及预期的风险 .....	21
	4.2 中间收入恢复不及预期的风险 .....	21
	4.3 资产质量恶化的风险.....	21

## 图表目录

图表 1：前十大股东持股情况.....	5
图表 2：招商银行第一大股东持股情况.....	5
图表 3：招商银行零售转型 3.0 模式.....	6
图表 4：2023H 上市股份行的资产规模及增速.....	7
图表 5：招商银行总资产增速高于上市股份行整体.....	7
图表 6：招商银行营收增速高于上市股份行整体 .....	7
图表 7：招商银行归母净利润增速高于上市股份行整体 .....	7
图表 8：招商银行 ROE 高于上市股份行平均.....	8
图表 9：招商银行 ROA 高于上市股份行平均.....	8
图表 10：2022 年上市股份行 ROE 拆解.....	8
图表 11：上市股份行净息差（测算值）变化.....	9
图表 12：2023Q3 上市股份行净息差（测算值） .....	9
图表 13：招商银行生息资产收益率低于上市股份行平均 .....	10
图表 14：2023H 招商银行生息资产收益率较低.....	10
图表 15：2023Q3 上市股份行生息资产结构.....	10
图表 16：上市股份行贷款收益率 .....	11
图表 17：2023H 上市股份行贷款收益率.....	11
图表 18：2023H 上市股份行贷款结构（按产品） .....	11
图表 19：招商银行个人贷款收益率低于股份行平均.....	12
图表 20：2023H 上市股份行个人贷款收益率.....	12
图表 21：上市股份行按揭贷款占零售贷款比例 .....	12
图表 22：2023H 上市股份行零售贷款结构 .....	12
图表 23：上市股份行对公贷款收益率.....	13
图表 24：2023H 上市股份行对公贷款收益率.....	13
图表 25：2023H 上市股份行对公贷款结构（按行业） .....	13
图表 26：招商银行手续费及佣金净收入在营收的比例高于上市股份行整体 .....	14
图表 27：2023H 上市股份行理财产品规模及增速 .....	14
图表 28：招商银行计息负债成本率显著优于上市股份行平均 .....	14
图表 29：2023Q3 上市股份行计息负债成本率.....	14
图表 30：2023Q3 上市股份行计息负债结构.....	15

图表 31: 存款成本率远低于上市股份行平均.....	15
图表 32: 2023H 上市股份行存款成本率.....	15
图表 33: 2023H 上市股份行存款结构.....	16
图表 34: 上市股份行个人存款成本率.....	16
图表 35: 上市股份行对公存款成本率.....	16
图表 36: 上市股份行个人活期存款占个人存款比例.....	17
图表 37: 上市股份行对公活期存款占对公存款比例.....	17
图表 38: 招商银行不良率低于上市股份行平均.....	17
图表 39: 2023Q3 上市股份行不良率.....	17
图表 40: 招商银行不良+关注率低于上市股份行平均.....	18
图表 41: 2023H 上市股份行不良+关注率.....	18
图表 42: 招商银行不良贷款生成率低于上市股份行平均.....	18
图表 43: 2023Q3 上市股份行不良贷款生成率.....	18
图表 44: 招商银行拨备覆盖率高于上市股份行平均.....	18
图表 45: 2023Q3 上市股份行拨备覆盖比.....	18
图表 46: 招商银行拨贷比高于上市股份行平均.....	19
图表 47: 2023Q3 上市股份行拨贷比.....	19
图表 48: 招商银行信贷成本低于上市股份行平均.....	19
图表 49: 2023Q3 上市股份行信贷成本.....	19
图表 50: 2023H 招商银行对公贷款不良率(分行业).....	19
图表 51: 招商银行历史估值(PB-band, 截至 2023 年 11 月 28 日).....	20
图表 52: 财务预测摘要.....	22

## 1 公司简介

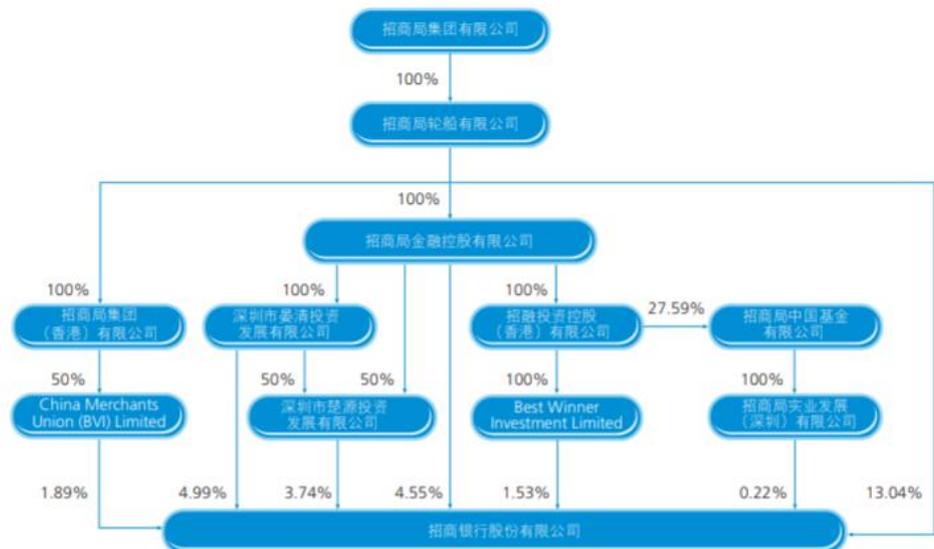
招商银行股份有限公司是一家总部位于广东省深圳市的股份制商业银行。公司成立于1987年03月31日，并于2002年04月09日在A股上市。截至2023年09月30日，总资产规模106,680亿元，员工总数共有111,819人。前十大股东国资占比为35.32%。第一大股东为招商局轮船有限公司，持股13.04%。招商局集团有限公司为第一大股东，直接和间接持有29.97%的股份。

图表 1：前十大股东持股情况

序号	大股东名称	股东性质	持股比例 (%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	外商独资企业	18.06
2	招商局轮船有限公司	中央国有企业	13.04
3	中国远洋运输有限公司	中央国有企业	6.24
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	--	5.70
5	深圳市晏清投资发展有限公司	中央国有企业	4.99
6	招商局金融控股有限公司	中央国有企业	4.55
7	和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	--	4.48
8	深圳市楚源投资发展有限公司	中央国有企业	3.74
9	大家人寿保险股份有限公司-万能产品	--	3.08
10	中远海运(广州)有限公司	中央国有企业	2.76
合计			66.64

数据来源：wind，华福证券研究所

图表 2：招商银行第一大股东持股情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

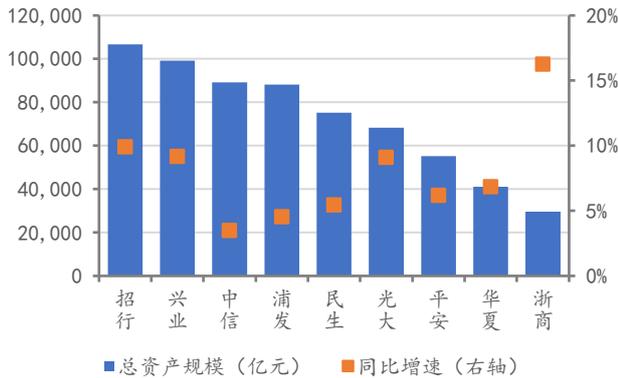
招商银行零售业务强劲，零售转型成效显著。招商银行坚守近 20 年的零售战略的转型方向，紧跟时代步伐实现自身的突破与发展。2004 年在银行业普遍集中于对公业务的同质化竞争的环境下，招行率先提出“零售银行”战略，开启了一次转型，大力发展零售业务，实现从存款经营向 AUM 经营的转变。2010 年招行提出二次转型，着眼于管理模式的转变，重视节约资本与控制成本。2014 年招行在二次转型的基础上明确提出“轻型银行”战略，重点建设“一体两翼”业务体系，实现以量取胜的 1.0 模式向以质取胜的 2.0 模式的转变。2018 年招行正式提出数字化时代 3.0 经营模式，将 MAU 作为经营的“北极星”指标，逐步构建“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+开放融合的组织模式”的框架。

图表 3：招商银行零售转型 3.0 模式



数据来源：中国银行保险报网、金融科技研究公众号、华福证券研究所

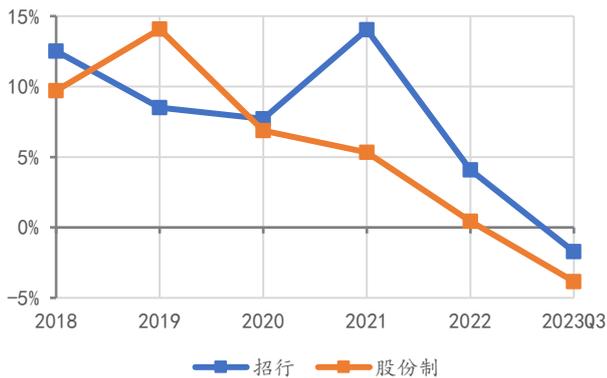
截至 2023 年 09 月 30 日，公司总资产为 106,680 亿元，同比增长 9.90%。2019 年后的总资产增速均在 10%左右，2022 年总资产规模迈上 10 万亿的新台阶。营收有一定的下降，2023 年前三季度招商银行实现营业收入 2,603 亿元，同比-1.72%，但优于同业平均水平。归母净利润 1139 亿元，同比增长 6.52%，领先同业平均水平。

**图表 4：2023H 上市股份行的资产规模及增速**


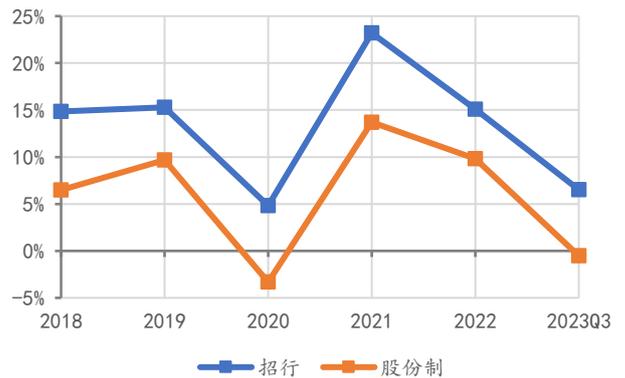
数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 5：招商银行总资产增速高于上市股份行整体**


数据来源：wind，华福证券研究所

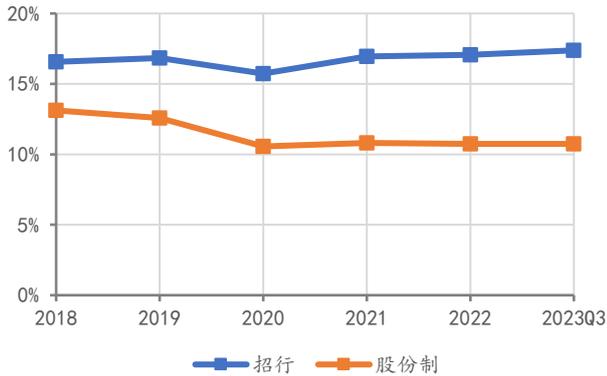
**图表 6：招商银行营收增速高于上市股份行整体**


数据来源：wind，华福证券研究所

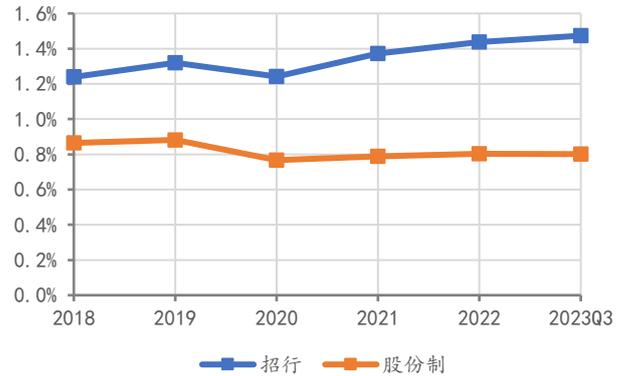
**图表 7：招商银行归母净利润增速高于上市股份行整体**


数据来源：wind，华福证券研究所

**ROE 领先同业。**在保持资产快速增长的同时，招商银行盈利水平始终显著领先同业。2022 年达到 17.06%，居上市股份行第一。招商银行杠杆处于同业最低水平，这主要由于招商银行始终保持较高的资本充足率，近年招商银行资本充足率、核心一级资本充足率均位列上市股份行首位，保障招商银行持续稳健发展。2022 年加权平均 ROA 达 1.44%，同样位居上市股份行首位。

**图表 8：招商银行 ROE 高于上市股份行平均**


数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 9：招商银行 ROA 高于上市股份行平均**


数据来源：wind，华福证券研究所

拆解来看，银行较好的 ROA 表现得益于优异的资产质量、高中收贡献以及低负债成本，这与招行轻资产的运营模式及“零售银行”的定位密切相关。从 2022 年 ROE 数据拆解来看，招商银行 ROA 排名第 1，利息净收入占平均总资产比值排名第 2，资产减值损失占平均总资产比值排名第 2，中间收入占平均总资产比值排名第 1。细项较弱的是，管理费用占平均总资产排名第 9，较高的管理费用与招商银行积极投入信息科技人力资源配置、建设数字化基础设施有关。

**图表 10：2022 年上市股份行 ROE 拆解**

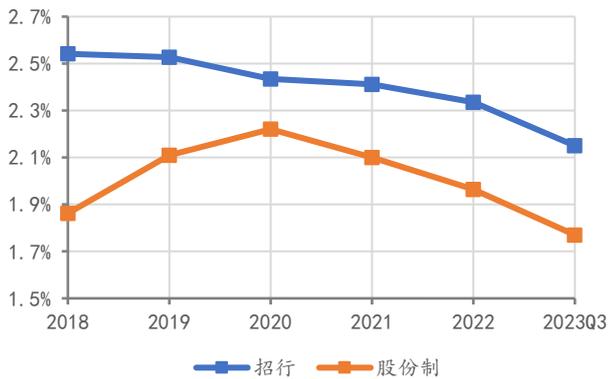
上市银行	招行	中信	浦发	兴业	民生	光大	平安	华夏	浙商
ROA	1.4%	0.8%	0.6%	1.0%	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	0.6%
营业收入/平均总资产	3.56%	2.55%	2.24%	2.49%	2.01%	2.49%	3.51%	2.48%	2.49%
利息净收入/平均总资产	2.25%	1.82%	1.59%	1.63%	1.51%	1.86%	2.54%	1.96%	1.92%
利息收入/平均总资产	3.65%	3.78%	3.56%	3.68%	3.70%	3.96%	4.47%	3.99%	4.16%
利息支出/平均总资产	1.39%	1.96%	1.97%	2.05%	2.19%	2.09%	1.93%	2.03%	2.24%
中间收入/平均总资产	0.97%	0.45%	0.34%	0.50%	0.29%	0.44%	0.59%	0.27%	0.20%
其他业务/平均总资产	0.33%	0.28%	0.30%	0.35%	0.20%	0.18%	0.38%	0.24%	0.37%
管理费用/平均总资产	1.17%	0.78%	0.62%	0.73%	0.71%	0.69%	0.96%	0.75%	0.68%
资产减值损失/平均总资产	0.59%	0.86%	0.90%	0.54%	0.70%	0.83%	1.39%	0.81%	1.13%
其他/平均总资产	0.09%	0.03%	0.04%	0.03%	0.07%	0.05%	0.03%	0.03%	0.03%
所得税/平均总资产	0.27%	0.13%	0.05%	0.15%	0.02%	0.18%	0.23%	0.21%	0.08%
权益乘数	10.7	12.5	12.2	12.3	11.8	12.3	12.3	12.1	14.7
ROE	15.3%	9.5%	7.5%	12.7%	6.0%	9.1%	11.0%	8.2%	8.4%

数据来源：wind，华福证券研究所（颜色标注规则：比较同一行数，颜色偏红，说明该指标表现较为优秀）

## 2 核心竞争力分析

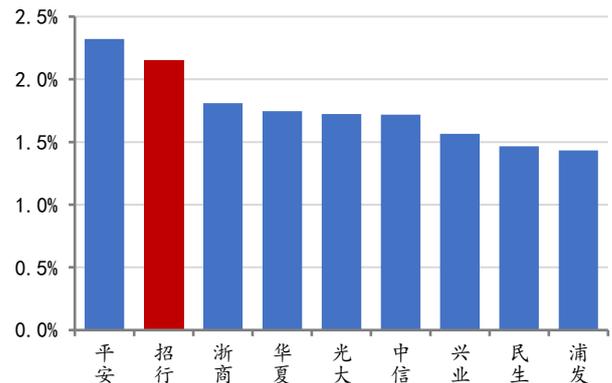
得益于成本优势，招商银行净息差在上市股份行中居前列。招商银行在推动 MAU 向 AUM 和收入转化的过程中，完成大量低成本活期资金的自然积累，从而形成稳健的负债端优势，为资产端的定价提供了较大的空间。截至 2023Q3，招商银行净息差为 2.19%（披露值），高于上市股份行平均水平，在 9 家上市股份行中排名第 2，属于领先水平。

图表 11：上市股份行净息差（测算值）变化



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 12：2023Q3 上市股份行净息差（测算值）



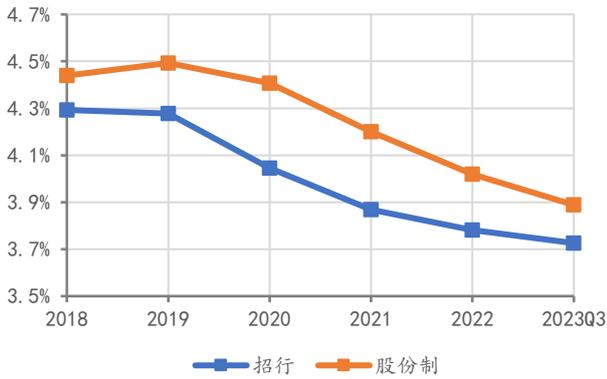
数据来源：wind，华福证券研究所

### 2.1 资产端：以零售为主，贷款投放低定价低不良

资产投放以个贷为主，资产收益率较低。截至 2023Q3，生息资产以贷款为主，占比为 60%。进一步拆分贷款来看，个人贷款占比稳定在 51%，位列上市股份行第 2 名，显示出招商银行零售的底色。

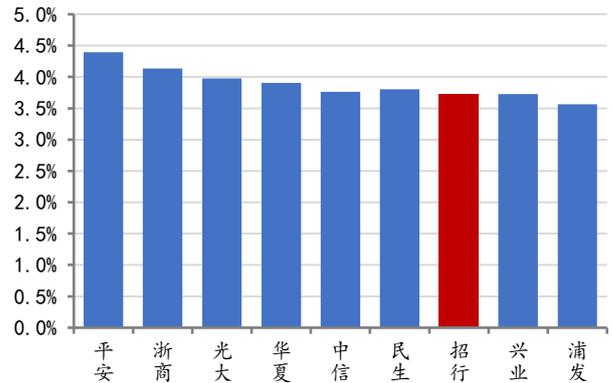
低负债成本铸就护城河，资产投放“低定价-低不良”。相较个人贷款，对公贷款通常风险较高。由于招商银行负债成本在行业最低，因此得以用低价吸引优质客户。截至 2023H，招商银行的对公贷款平均利率为 3.49%，在上市股份行中最低，“优质公司客户”也使得招行的资产质量长期保持优异，不良率也在上市股份行中最低。

图表 13: 招商银行生息资产收益率低于上市股份行平均



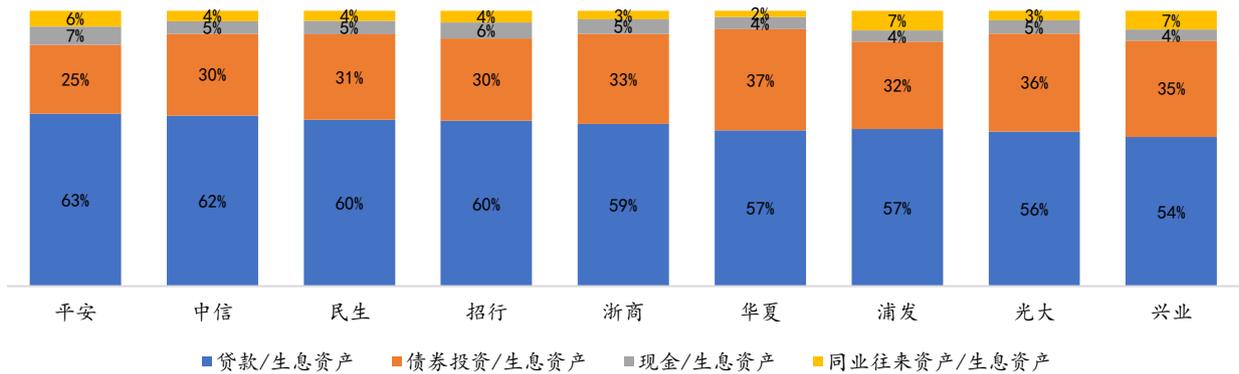
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 14: 2023H 招商银行生息资产收益率较低



数据来源: wind, 华福证券研究所

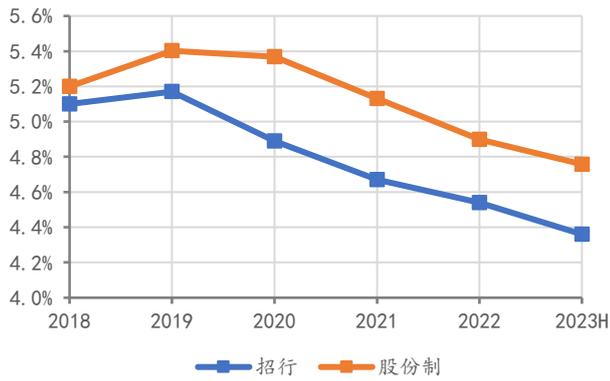
图表 15: 2023Q3 上市股份行生息资产结构



数据来源: wind, 华福证券研究所

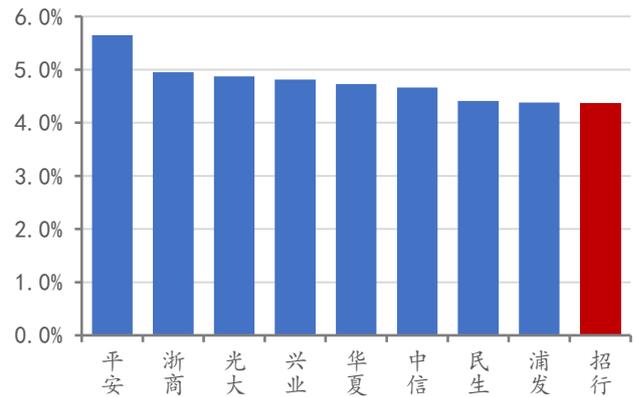
**贷款: 收益率低于行业平均, 零售业务领先于同业。**截至 2023H, 贷款收益率为 4.36%, 低于行业平均 (4.76%) 40bp。原因在于招商银行零售贷款收益率、对公贷款收益率均较低, 对公贷款收益率比行业平均低 51bp, 零售贷款收益率比行业平均低 60bp, 且零售贷款占比较高。受 LPR 下行、向实体经济让利等因素的影响, 行业整体贷款资产收益率下行, 但是招商银行的收益率降幅可控。招商银行零售贷款占比在同业中排第 2 名, 截至 2023H 零售贷款占比达 51%, 较其他上市股份行平均水平高出 10.36pct。上半年, 国内经济呈现恢复向好态势, 贷款需求复苏。招商银行新发放公司贷款主要集中在制造业、普惠金融、绿色经济、科技金融等重点领域, 增强对实体经济重点领域的支持力度。零售贷款方面, 保持住房按揭贷款的相对稳定, 着力发展小微贷款、信用卡贷款、消费贷款。

图表 16: 上市股份行贷款收益率



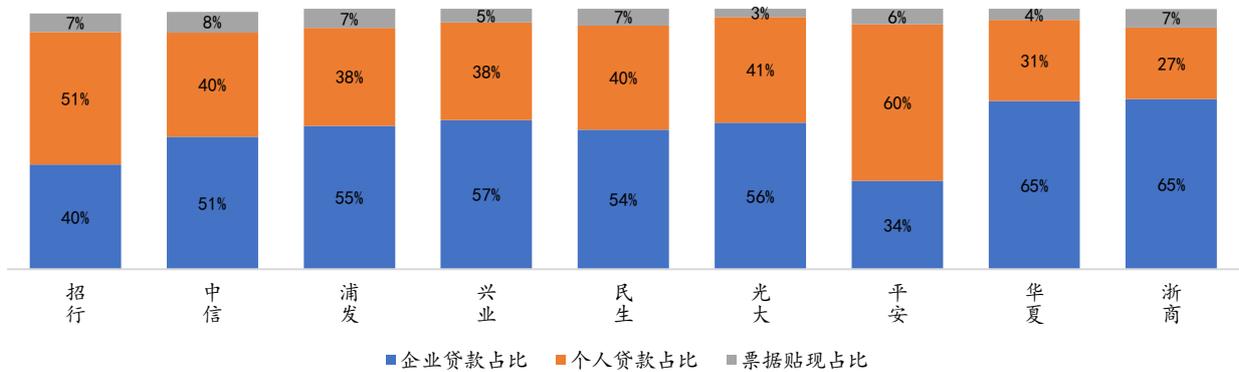
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 17: 2023H 上市股份行贷款收益率



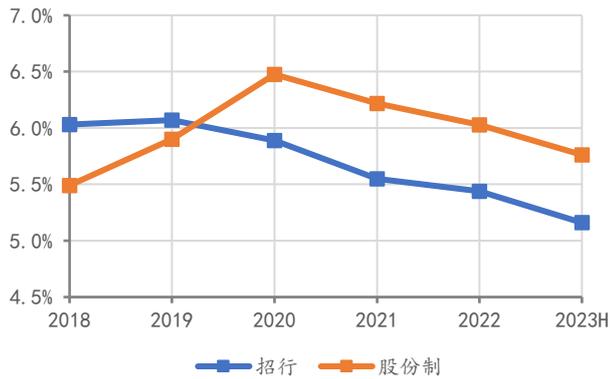
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 18: 2023H 上市股份行贷款结构 (按产品)

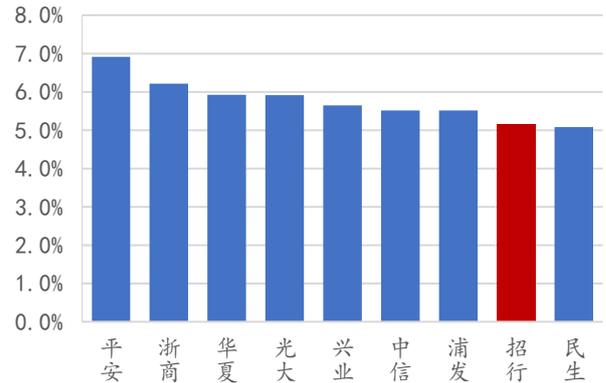


数据来源: wind, 华福证券研究所

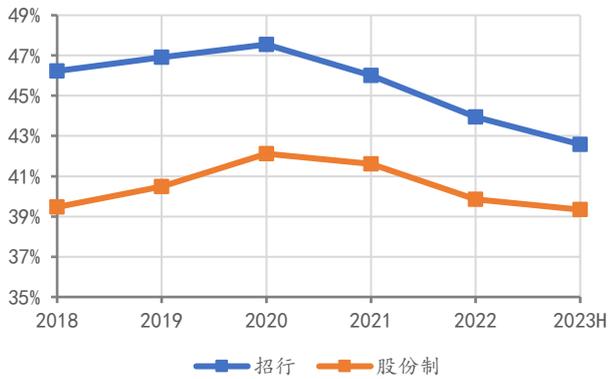
**零售贷款: 收益率低于行业平均, 以非按揭贷款为主。**截至 2023H, 按揭贷款比重 43%, 低于行业平均水平。招商银行个人贷款收益率为 5.16%, 比行业平均 (5.76%) 低 60bp, 原因在于招行客户群较为优质, 风险溢价较低, 但同时确保了资产质量。

**图表 19：招商银行个人贷款收益率低于股份行平均**


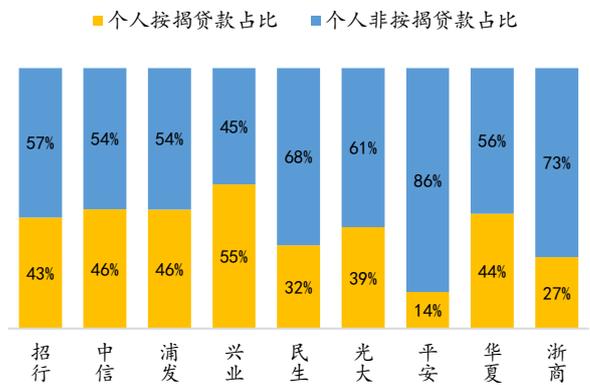
数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 20：2023H 上市股份行个人贷款收益率**


数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 21：上市股份行按揭贷款占零售贷款比例**


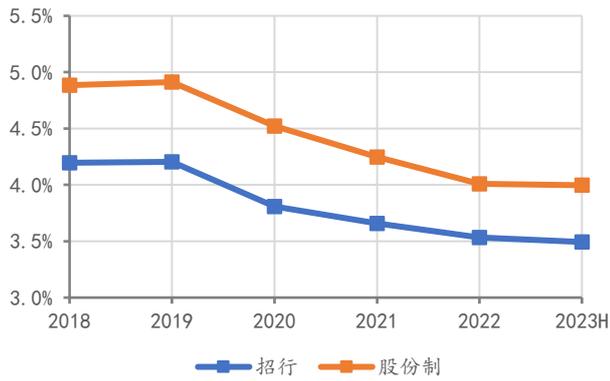
数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 22：2023H 上市股份行零售贷款结构**


数据来源：wind，华福证券研究所

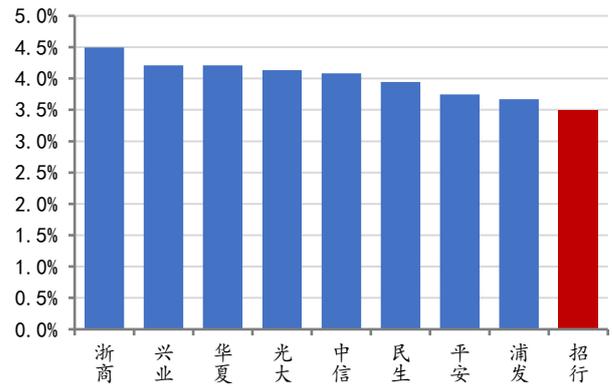
**对公贷款：收益率处于较低水平，以基建业务为主。**截至 2023H，招商银行对公贷款收益率为 3.49%，低于行业平均值，由于负债端的显著优势，招商银行有能力以较低的价格发放贷款，从而有利于其扩大客户规模。基建类业务占比达 40%，为行业中等水平。除了基建类贷款外，制造业贷款是招商银行对公贷款的最大投向，截至 2023H 制造业贷款占对公贷款比例达 22%。招商银行对公贷款投放聚焦数智金融、科技金融、绿色金融、智造金融、跨境金融、普惠金融、行业金融等经济重点领域，同时有效满足房地产企业合理融资需求。

图表 23：上市股份行对公贷款收益率



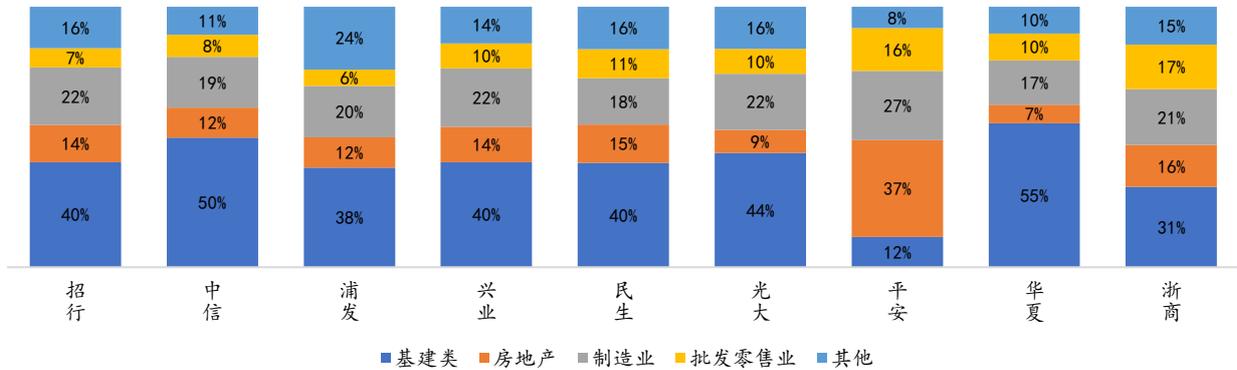
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 24：2023H 上市股份行对公贷款收益率



数据来源：wind，华福证券研究所

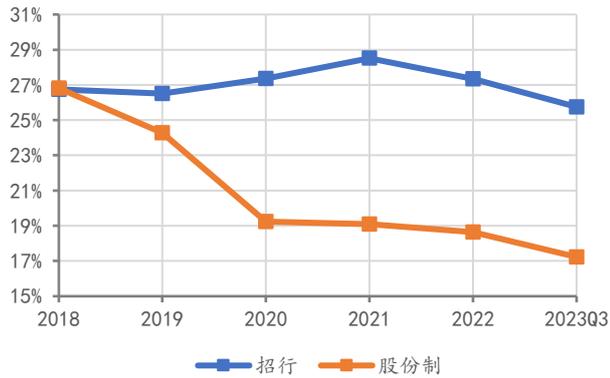
图表 25：2023H 上市股份行对公贷款结构（按行业）



数据来源：wind，华福证券研究所

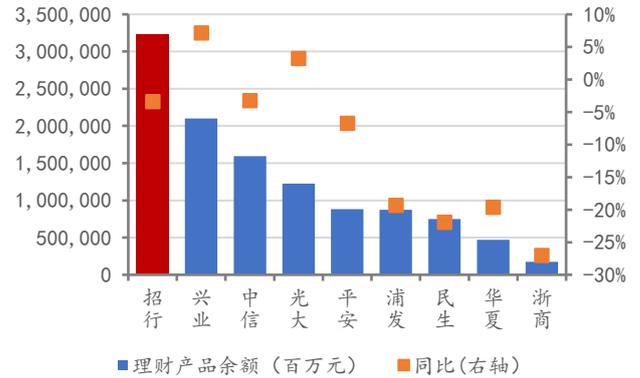
**中收占比高，资本内生增长能力强劲。**截至 2023Q3，手续费及佣金净收入在营收的比例为 26%，远超过股份行平均水平，且均在上市股份行中位居第一。招商银行理财产品规模显著领先于同业，截至 2023H 规模同比有一定的下降，但增速仍优于多数股份行。中收优势主要来源于领先的大财富管理布局和强大的渠道力。中间收入的特征是轻资产、轻资本，符合招行的“轻型银行”发展战略，不断增强内源性增长能力。

图表 26: 招商银行手续费及佣金净收入在营收的比例高于上市股份行整体



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 27: 2023H 上市股份行理财产品规模及增速



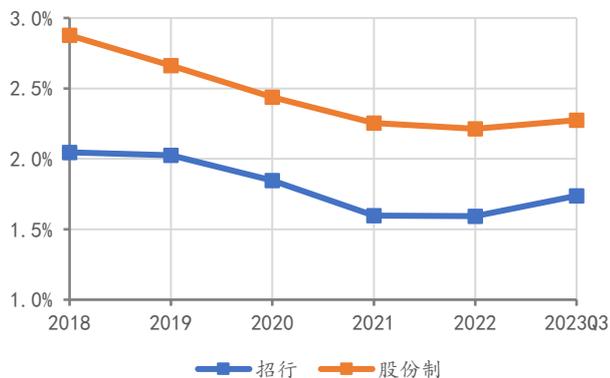
数据来源: wind, 华福证券研究所

## 2.2 负债端: 零售低息负债优势明显

**零售转型先发优势构筑低负债成本核心优势。**计息负债成本率持续显著优于行业平均, 以低成本存款为主。截至 2023Q3, 计息负债成本率为 1.74%, 在 9 家上市股份行中排名第 1, 在行业内处于领先地位。

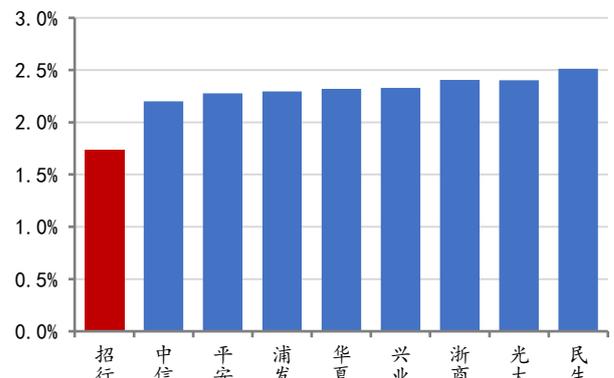
**低负债成本优势来自高存款占比、高零售占比、高活期占比。**截至 2023Q3, 招商银行存款在计息负债中的占比高达 86%, 在上市股份行中均位居第一。较高的存款计息负债占比有助于压降计息负债成本, 减轻主动负债压力。存款能力较强, 不需要在资产端通过信用下沉来获取收益, 可以避免将利率风险传导到信用风险; 同时, 稳定的资金来源也有助于支持更长期限和稳定的资产 (如长期贷款和长期的债券), 在收益上也更有保证。

图表 28: 招商银行计息负债成本率显著优于上市股份行平均



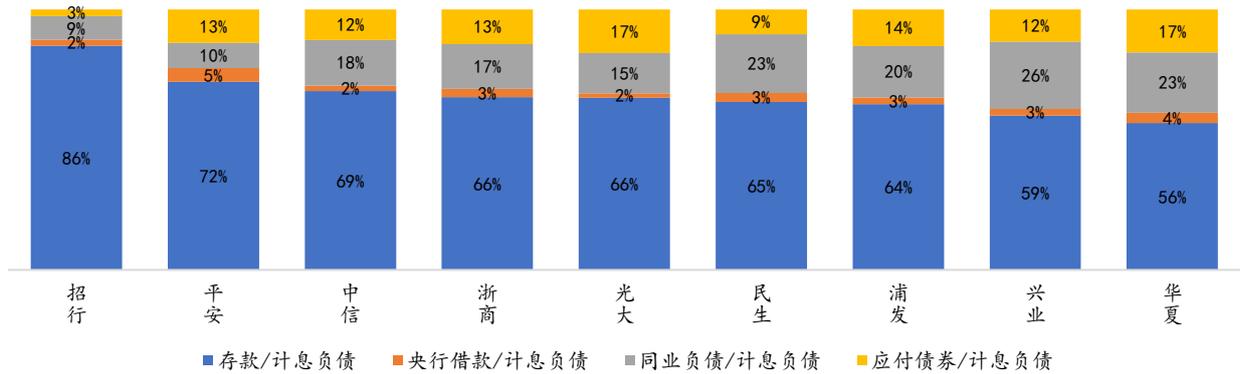
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 29: 2023Q3 上市股份行计息负债成本率



数据来源: wind, 华福证券研究所

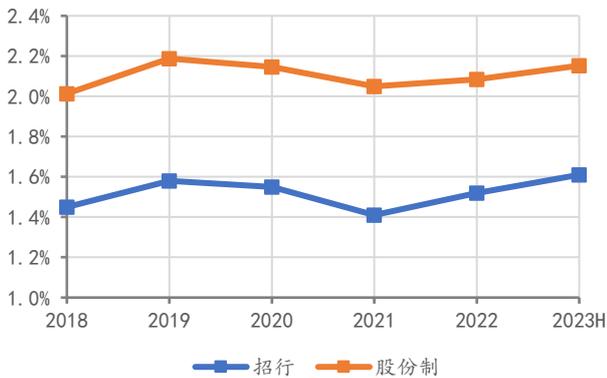
图表 30：2023Q3 上市股份行计息负债结构



数据来源：wind，华福证券研究所

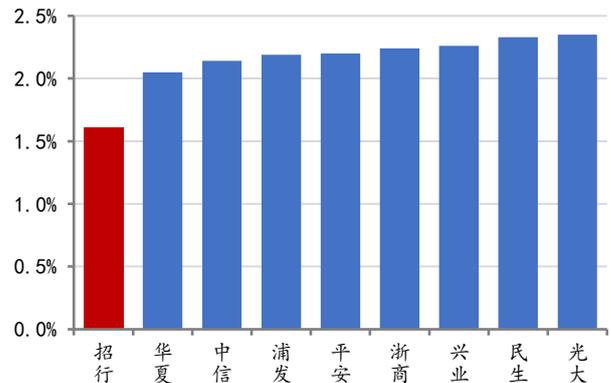
**存款定价能力强，存款成本率明显低于同业。**招商银行存款成本率相对较低，2023H 为 1.61%，较上市股份行平均水平（2.15%）低 54bp，成本优势排名第 1/9。拆分结构来看，对公存款占比为 59%，零售存款占比为 41%。零售存款成本率为 1.35%，比行业平均低 80bp；对公存款成本率为 1.77%，比行业平均低 36bp。反映出招商银行零售存款、对公存款能力均较强，尤其是零售存款能力。

图表 31：存款成本率远低于上市股份行平均



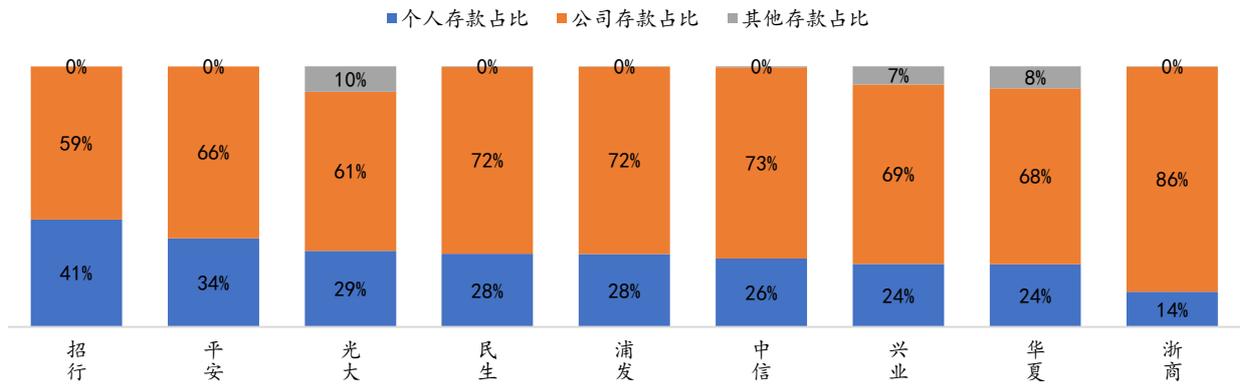
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 32：2023H 上市股份行存款成本率



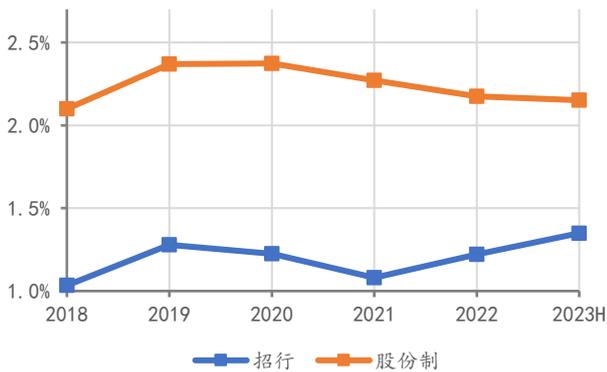
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 33：2023H 上市股份行存款结构



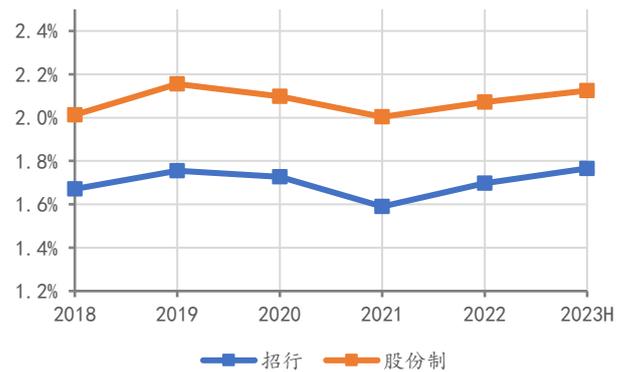
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 34：上市股份行个人存款成本率



数据来源：wind，华福证券研究所

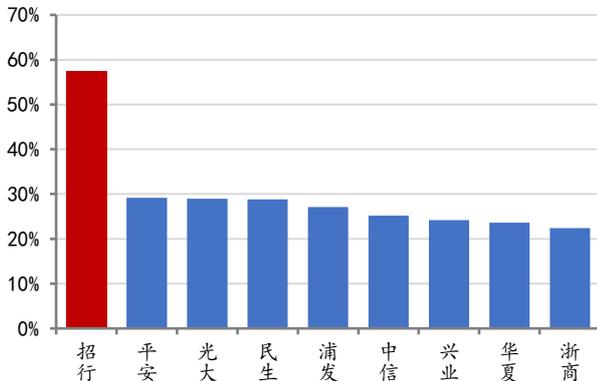
图表 35：上市股份行对公存款成本率



数据来源：wind，华福证券研究所

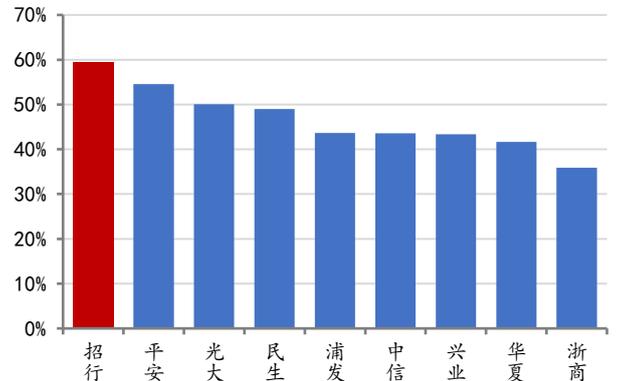
**活期率领先于同业。**截至 2023H，个人存款活期比例、对公存款活期比例均处于同业首位。个人活期存款占个人存款比例为 57.41%，远高于同业水平，远高于第二名 (29.17%)。对公活期存款占对公存款的比例高达 59.32%。从存款结构来看，招商银行的活期存款占比高，是其能够压降存款成本的主要原因。具体来看，招商银行重视存款成本的管控，优化存款结构，持续扩大客群规模，丰富存款资金来源，提升结算类存款份额以巩固高活期占比带来的成本优势。

图表 36：上市股份行个人活期存款占个人存款比例



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 37：上市股份行对公活期存款占对公存款比例

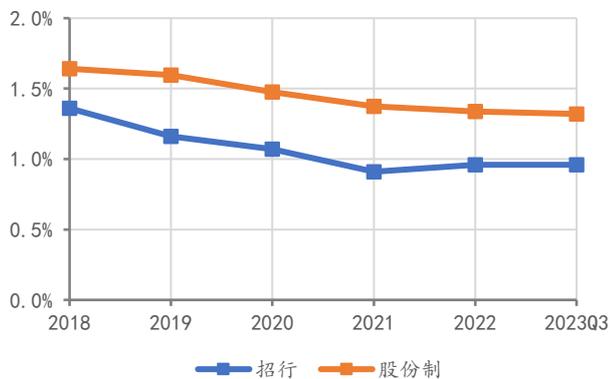


数据来源：wind，华福证券研究所

### 2.3 资产质量：长期保持优异，拨备安全垫丰厚

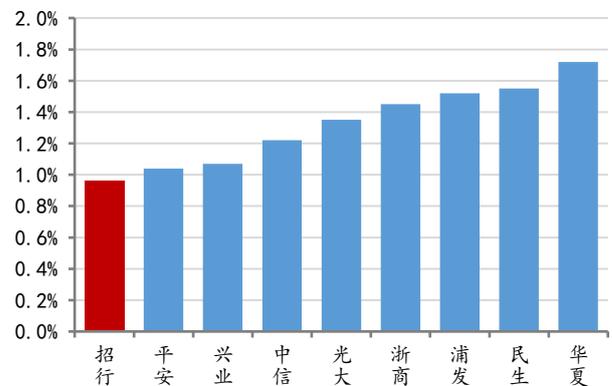
招商银行资产质量与同业相比长期保持优势水平。截至 2023Q3，招商银行不良率为 0.96%，不良+关注率为 2.0%（2023H1），不良贷款生成率为 0.77%，前两项均为上市股份行最低，后一项仅高于民生银行。招商银行坚持“质量为本”，实行“一行一策”名单制经营，资产端投放以零售业务为主，有利于分散风险，抵御经济周期波动，因而其资产质量长期保持稳定，并且合理利用金融科技数字化管理风险。截至 2023H，个人住房贷款、消费类贷款、小微贷款、地方政府融资平台、名单制行业等重点领域资产质量总体稳定，消费贷款、信用卡贷款、小微贷款不良贷款率均有一定的下降，个人住房贷款不良率保持与 2022 年末持平。

图表 38：招商银行不良率低于上市股份行平均



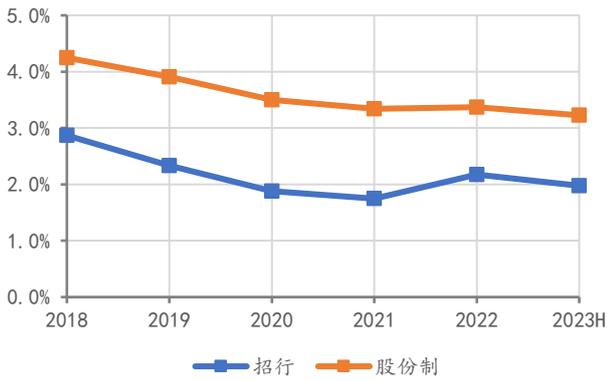
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 39：2023Q3 上市股份行不良率



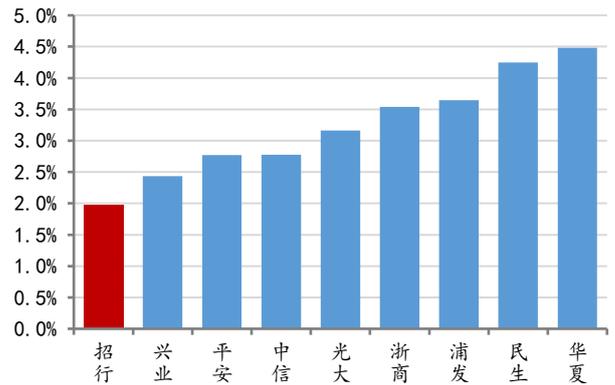
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 40：招商银行不良+关注率低于上市股份行平均



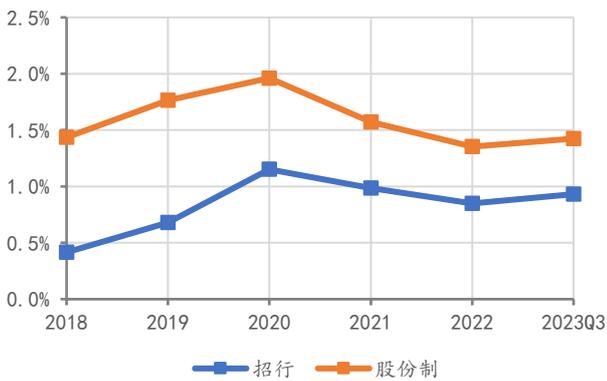
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 41：2023H 上市股份行不良+关注率



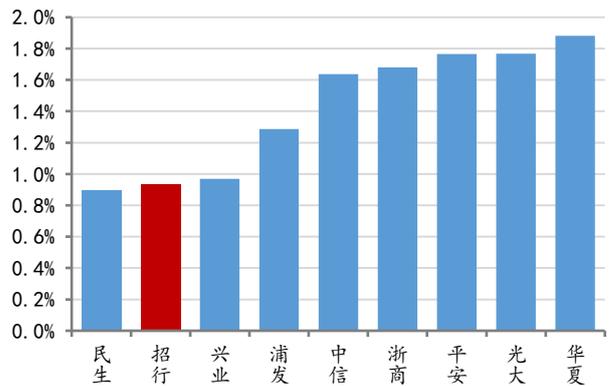
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 42：招商银行不良贷款生成率低于上市股份行平均



数据来源：wind，华福证券研究所

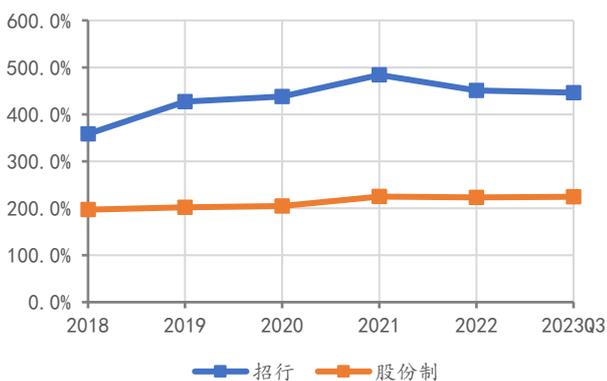
图表 43：2023Q3 上市股份行不良贷款生成率



数据来源：wind，华福证券研究所

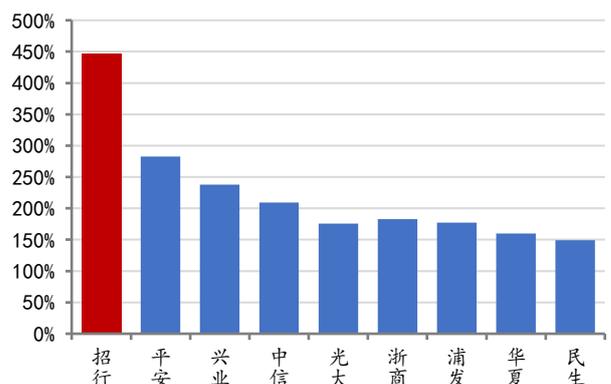
**拨备安全垫丰厚，风险抵御能力强。**2023Q3 拨备覆盖率达 445.86%（在上市股份行中排名第 1），拨贷比为 4.27%（排名第 1）。信贷成本为 0.85%，为上市股份行中最低。

图表 44：招商银行拨备覆盖率高高于上市股份行平均

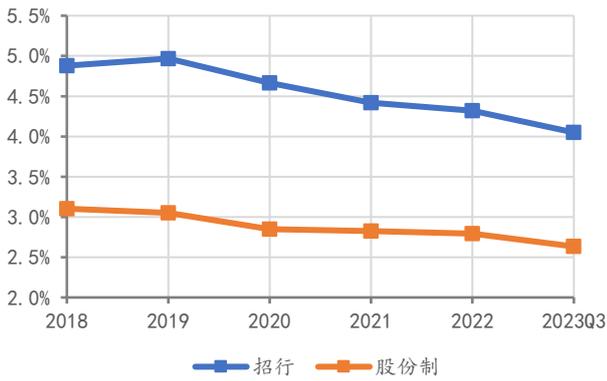


数据来源：wind，华福证券研究所

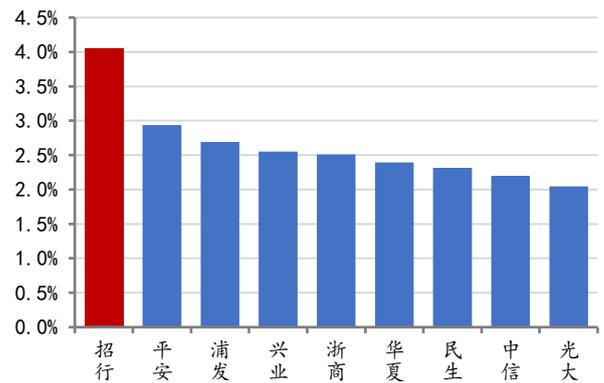
图表 45：2023Q3 上市股份行拨备覆盖比



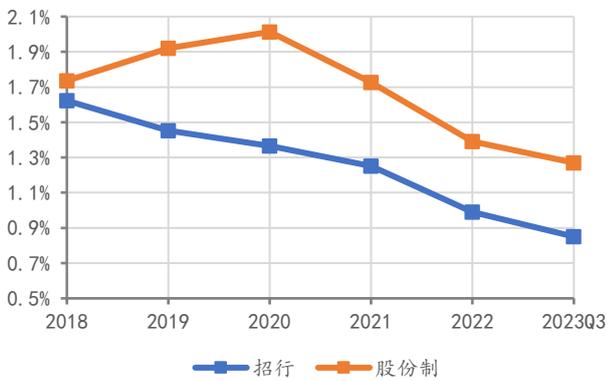
数据来源：wind，华福证券研究所

**图表 46: 招商银行拨贷比高于上市股份行平均**


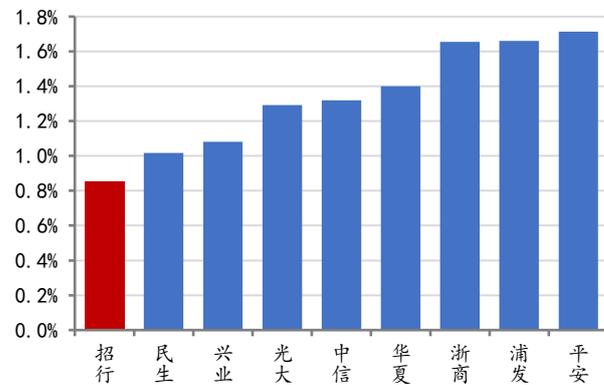
数据来源: wind, 华福证券研究所

**图表 47: 2023Q3 上市股份行拨贷比**


数据来源: wind, 华福证券研究所

**图表 48: 招商银行信贷成本低于上市股份行平均**


数据来源: wind, 华福证券研究所

**图表 49: 2023Q3 上市股份行信贷成本**


数据来源: wind, 华福证券研究所

分行业来看, 招商银行对公贷款中, 房地产行业的不良率最高, 为 5.5%, 远高于其他行业不良率。近年来, 公司持续推动房地产不良处置, 未来资产质量有望逐渐改善。

**图表 50: 2023H 招商银行对公贷款不良率 (分行业)**

行业	在对公贷款中的占比	不良率
制造业	18%	0.7%
批零售业	6%	0.7%
房地产业	12%	5.5%
基建相关	33%	0.3%
交运、仓储和邮政业	17%	0.2%
电力、热力、水生产和供应业	8%	0.2%
水利、环境和公共设施管理业	2%	0.2%
租赁和商务服务业	6%	0.9%
其他行业	31%	0.5%
建筑业	4%	0.3%
采矿业	1%	1.3%
信息传输、软件和信息技术服务	3%	0.4%
金融业	4%	0.3%

数据来源: wind, 华福证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 关键假设及盈利预测

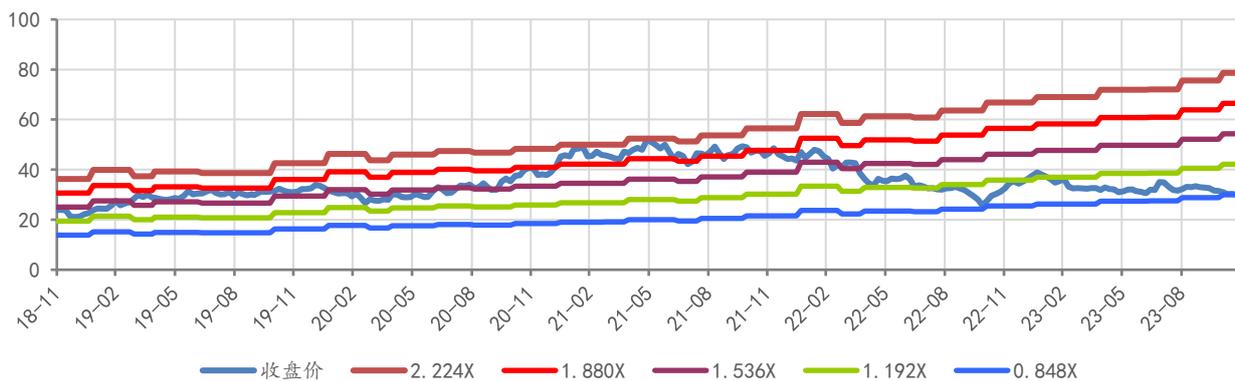
1. 预计 2024 年在消费需求进一步提升、信贷需求逐渐恢复的背景下，资产稳定扩张。预计 2023-2025 年生息资产增速稳定为 11%。
2. 从政策导向来看，强调“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”。与此同时，国内经济具有韧性和潜力，贷款利率会逐步企稳，预计明年净息差企稳。预计 2023-2025 年净息差分别为 2.18%、2.13%、2.13%。
3. 预计资产质量保持稳定。2023-2025 年不良率保持在 0.96%，拨备覆盖率分别为 455%、456%、458%。

基于上述假设，预测 2023-2025 年营收增速分别为 0.56%、5.95%、9.86%，归母净利润增速为 7.7%、10.3%、11.6%，对应 ROE 为 17.0%、16.8%、16.8%。

#### 3.2 投资建议

相比净资产，银行业的净利润随经济周期波动更明显，因此相比 PE，PB 更适合作为银行股的估值乘数。考虑到招商银行 ROE 在上市股份行中排名前列，且占据零售龙头地位，大财富业务有望进一步发展。根据历史估值法，截至 2023 年 11 月 28 日，PB 值低于 0.9，近一年 PB 平均值为 1.03，我们认为估值有望回升，给予公司 2024 年目标 PB 1 倍，对应目标价 40.82 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 51：招商银行历史估值（PB-band，截至 2023 年 11 月 28 日）



数据来源：wind，华福证券研究所

## **4 风险提示**

### **4.1 资产扩张不及预期的风险**

经济下行超预期，企业扩大再生产主动性较低，信贷需求不足。同业竞争进一步白热化，资产获取难度加大。

### **4.2 中间收入恢复不及预期的风险**

财富管理修复不及预期，拖累中收表现。

### **4.3 资产质量恶化的风险**

信用风险波动，资产质量出现恶化。

**图表 52: 财务预测摘要**

人民币(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>收入增长</b>				
净利息收入	2,182	2,205	2,391	2,654	归母净利润增速	15.1%	7.7%	10.3%	11.6%
手续费及佣金	943	848	865	952	拨备前利润增速	3.8%	1.3%	5.9%	9.8%
其他收入	3	4	4	4	税前利润增速	11.4%	8.1%	10.3%	11.6%
营业收入	3,448	3,467	3,673	4,035	营业收入增速	4.1%	0.6%	5.9%	9.9%
营业税及附加	30	32	33	35	净利息收入增速	7.0%	1.1%	8.4%	11.0%
业务管理费	1,220	1,213	1,285	1,412	手续费及佣金增速	-0.2%	-10.0%	2.0%	10.0%
拨备前利润	2,227	2,256	2,390	2,625	营业费用增速	4.4%	-0.6%	5.9%	9.9%
计提拨备	576	470	421	427	<b>规模增长</b>				
税前利润	1,651	1,785	1,969	2,198	生息资产增速	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
所得税	258	286	315	352	贷款净额增速	8.8%	6.5%	9.5%	10.0%
归母净利润	1,380	1,486	1,639	1,830	同业资产增速	-21.0%	67.8%	19.8%	16.3%
<b>资产负债表</b>					证券投资增速	27.4%	10.0%	11.0%	11.0%
贷款总额	60,515	64,545	70,682	77,767	其他资产增速	-12.3%	10.0%	10.0%	10.0%
同业资产	6,316	10,600	12,697	14,765	计息负债增速	10.1%	11.9%	10.9%	10.9%
证券投资	27,727	30,503	33,859	37,583	存款增速	18.9%	12.7%	12.2%	12.2%
生息资产	98,145	108,941	120,924	134,226	同业负债增速	-13.4%	-19.0%	-11.3%	10.9%
非生息资产	3,244	3,569	3,926	4,318	股东权益增速	10.2%	10.4%	10.5%	10.7%
总资产	101,389	112,509	124,850	138,544	<b>存款结构</b>				
客户存款	75,906	85,571	96,016	107,696	活期	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
其他计息负债	12,992	13,930	14,347	14,686	定期	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
非计息负债	2,949	2,477	2,849	3,276	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总负债	91,847	101,979	113,212	125,658	<b>贷款结构</b>				
股东权益	9,542	10,531	11,638	12,886	企业贷款(不含贴				
<b>每股指标(元)</b>					现)	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
每股净利润	5.26	5.89	6.50	7.26	个人贷款	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
每股拨备前利润	8.83	8.94	9.48	10.41	<b>资产质量</b>				
每股净资产	32.71	36.54	40.82	45.63	不良贷款率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
每股总资产	402	446	495	549	正常	97.8%			
P/E	5.59	4.99	4.52	4.05	关注	1.2%			
P/PPOP	3.33	3.29	3.10	2.82	次级	0.4%			
P/B	0.90	0.80	0.72	0.64	可疑	0.4%			
P/A	0.07	0.07	0.06	0.05	损失	0.2%			
<b>利率指标</b>					拨备覆盖率	451%	455%	456%	458%
净息差	2.4%	2.18%	2.13%	2.13%	<b>资本状况</b>				
净利差	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	资本充足率	17.8%	19.0%	18.8%	18.5%
贷款利率	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	核心资本充足率	13.7%	15.1%	15.2%	15.3%
存款利率	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	资产负债率	90.6%	90.6%	90.7%	90.7%
生息资产收益率	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	<b>其他数据</b>				
计息负债成本率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	总股本(亿)	252	252	252	252
<b>盈利能力</b>									
ROA	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%					
ROE	17.7%	17.0%	16.8%	16.8%					
拨备前利润率	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%					

数据来源: wind, 华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn