

招商银行（600036）：零售客群稳健增长，资产质量环比向好

2023年4月28日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

事件：4月26日，招商银行公布2023年一季度报，实现营收、拨备前利润、净利润906.4、648.4、388.4亿，分别同比-1.5%、-3.4%、+7.8%。年化加权平均ROE为18.43%，同比减少0.81pct。点评如下：

息差、非息拖累营收同比下降，信用成本下降反哺利润。收入端：1Q23招商银行实现营业收入906.4亿，同比下降5.6pct；主要受息差、非息拖累。①规模保持较快增长、净息差环比继续收窄，净利息收入增速较22年有所下滑（554.1亿，同比增长1.7%、增速环比下降5.3pct）。②非息收入方面：实现手续费净收入250.8亿，同比下降12.6%；其中，财富管理手续费收入91.1亿，同比下降13.25%，主要由于当前客户风险偏好仍较低，投资情绪恢复尚需时间。但零售客户基础持续夯实，实现高基数下的稳健增长。3月末零售客户达1.87亿户，零售AUM 12.54万亿元，同比分别增长6.25%和10.55%。其中，金葵花及以上客户数、AUM同比分别增长11.17%和10.08%，私行客户数和AUM同比分别增长10.71%和11.01%。实现其他非息收入101.5亿，同比增长14.9%。**支出端：**信用成本降低、反哺利润，1Q23信用减值损失同比下降23.7%，净利润同比增7.8%，较22年下降7.3pct，基本符合预期。

贷款规模实现较快扩张，存款定期化趋势延续。招商银行一季度保持较快信贷投放，3月末贷款余额同比增10.0%，较年初增4.7%。1Q23新增贷款2845亿，同比多增964亿；对公、个人、票据分别贡献增量的62.3%、26.6%、11.1%，较去年同期分别+16.7pct、6.6pct、-23.2pct，反映一季度信贷需求恢复情况较好。3月末存款余额同比增16.3%。从存款结构来看，仍存在定期化趋势，1Q23活期存款日均余额占比为60.1%，同比下降3.31pct。展望2023年，在经济恢复、消费复苏的背景下，预计零售信贷需求逐步恢复，有望带动信贷总量、结构、收益逐步改善。

贷款重定价+负债成本上升，1Q23净息差环比收窄。招商银行1Q23净息差为2.29%，环比4Q22下降8BP，符合预期。**资产端：**生息资产收益率环比下降2BP，其中贷款收益率下降5BP。主要源于贷款重定价及新发放贷款收益率下行。**负债端：**计息负债付息率环比上升6BP，其中存款付息率上升4BP，主要由于存款定期化趋势，以及外币存款成本上升。展望2023年，我们预计全年息差仍有收窄压力。单季度来看，预计息差收窄压力最大阶段已过去。后续随着经济复苏、需求恢复，贷款利率下行幅度有望趋缓、筑底；零售贷款投放将逐步发力，资产结构优化、收益率有望逐步企稳。近期利率自律机制新增存款利率市场化定价考核，叠加存款结构优化、美联储加息逐渐见顶，负债成本有望逐步下行。判断净息差或在二季度之后迎来环比企稳。

资产质量总体稳健向好，零售资产质量转好、对公房地产持续承压。3月末招商银行不良贷款率0.95%，较上年末下降1BP。对公不良率1.25%，与上年末持平；其中，对公房地产不良贷款较上年末增19.4亿，不良率上升56BP至4.55%；预计全年地产领域不良压力小于去年，年内有望基本出清。零售不良率0.89%，较上年末下降1BP，资产质量稳中向好。从不良生成情况来看，1Q23年化不良净生成率为1.09%，同比下降7BP，较22年下降6BPpct，不良生成率有所回落。从前瞻性指标来看，关注率较上年末下降9BP至1.12%；逾期率较上年末下降6BP至1.23%，潜在不良压力可控。3月末拨备覆盖率为448.32%，较上年末下降2.47pct，保持较强风险抵补能力。

投资建议：随着经济及消费复苏，零售贷款、财富管理需求回暖，招行零售优势有望凸显，催化基本面与估值修复。预计2023-2025年净利润增速分别为10.9%、12.9%、13.5%，对应BVPS分别为38.8、45.6、53.4元/股。2023年4月27日收盘价32.6元/股，对应0.84倍2023年PB。我们看好招行领先业务模式、运营模式、组织模式，大财富管理价值循环链有望持续发力，巩固公司市场竞争力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

公司简介：

招商银行于1987年成立于中国改革开放的最前沿——深圳蛇口，是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。成立35年来，招商银行已成为沪港两地上市，拥有商业银行、金融租赁、基金管理等、人寿保险、境外投行、消费金融、理财子公司等金融牌照的银行集团，在全球具有鲜明的发展特色和重要的市场影响力。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

交易数据

| | |
|--------------|---------------------|
| 52周股价区间（元） | 42.03-26.82 |
| 总市值（亿元） | 8,229.24 |
| 流通市值（亿元） | 6,731.22 |
| 总股本/流通A股（万股） | 2,521,985/2,062,894 |
| 流通B股/H股（万股） | -/459,090 |
| 52周日均换手率 | 0.74 |

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

021-25102905

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

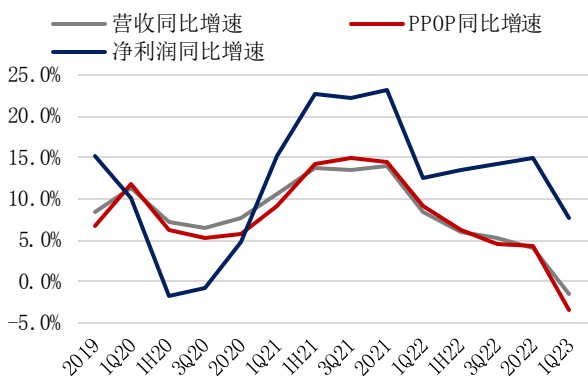
S1480521070003

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 3313 | 3448 | 3599 | 3881 | 4214 |
| 增长率(%) | 14.0 | 4.1 | 4.4 | 7.8 | 8.6 |
| 净利润(亿元) | 1199 | 1380 | 1530 | 1727 | 1960 |
| 增长率(%) | 23.2 | 15.1 | 10.9 | 12.9 | 13.5 |
| 净资产收益率(%) | 17.5 | 17.7 | 17.0 | 16.2 | 15.7 |
| 每股收益(元) | 3.79 | 3.79 | 6.07 | 6.85 | 7.77 |
| PE | 8.61 | 8.61 | 5.38 | 4.77 | 4.20 |
| PB | 1.12 | 1.00 | 0.84 | 0.72 | 0.61 |

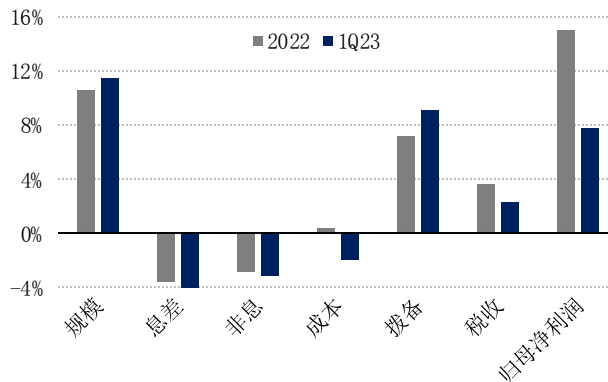
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 招商银行 1Q23 净利润同比增长 7.8%



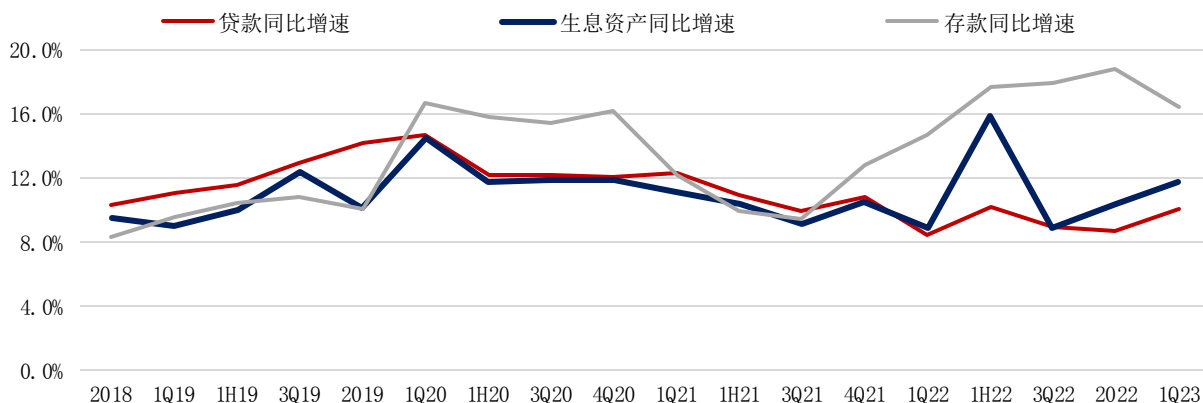
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 招商银行 2022、1Q23 业绩拆分



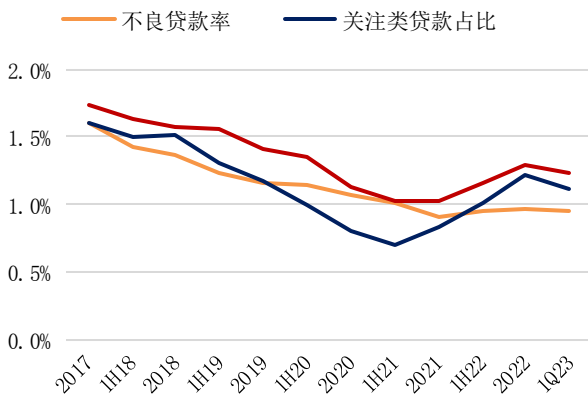
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 3 月末招商银行贷款同比增 10%、存款同比增 16.3%



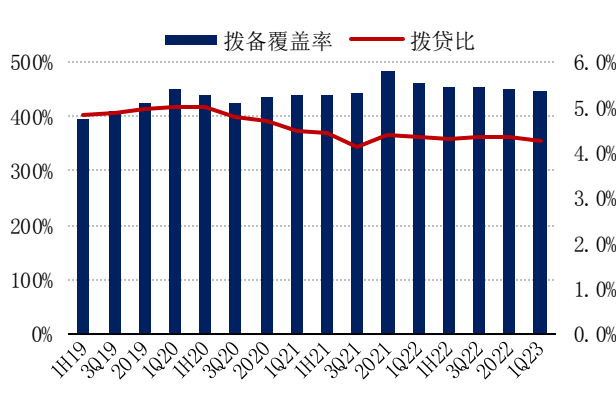
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 3 月末招商银行不良、关注、逾期率有所波动



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 招行 3 月末拨备覆盖率较年初下降 2.47pct 至 448.3%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 1: 招商银行财富管理相关指标跟踪

| | 1H19 | 2019 | 1H20 | 2020 | 1H21 | 2021 | 1H22 | 2022 | 1Q23 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 零售户数 (万户) | 13,400 | 14,400 | 15,100 | 15,800 | 16,500 | 17,300 | 17,800 | 18,400 | 18,700 |
| 同比增速 | 15.19% | 14.82% | 12.69% | 9.72% | 9.27% | 9.49% | 7.88% | 6.36% | 6.25% |
| 零售 AUM (万亿) | 7.26 | 7.49 | 8.26 | 8.94 | 9.99 | 10.76 | 11.72 | 12.12 | 12.54 |
| 同比增速 | 9.44% | 10.21% | 13.84% | 19.32% | 20.84% | 20.33% | 17.35% | 12.68% | 10.55% |
| 金葵花及以上客户数 (万户) | 255.94 | 264.77 | 291.79 | 310.18 | 343.66 | 367.20 | 402.36 | 414.34 | 432.96 |
| 同比增速 | 11.50% | 12.07% | 14.01% | 17.15% | 17.78% | 18.38% | 17.08% | 12.84% | 11.17% |
| 金葵花客户 AUM (万亿) | 5.89 | 6.09 | 6.75 | 7.35 | 8.22 | 8.84 | 9.57 | 9.87 | 10.19 |
| 同比增速 | 8.55% | 10.48% | 14.72% | 20.71% | 21.70% | 20.30% | 16.43% | 11.66% | 10.08% |
| 私行户数 (万户) | 7.82 | 8.17 | 9.10 | 10.00 | 11.19 | 12.21 | 13.00 | 13.48 | 13.86 |
| 同比增速 | 9.01% | 11.98% | 16.34% | 22.41% | 22.97% | 22.09% | 16.15% | 10.43% | 10.71% |
| 私行 AUM (万亿) | 2.16 | 2.23 | 2.50 | 2.77 | 3.13 | 3.39 | 3.65 | 3.79 | 3.89 |
| 同比增速 | 6.24% | 9.42% | 15.57% | 24.36% | 25.30% | 22.32% | 16.57% | 11.74% | 11.01% |

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 利润表 (亿元) | | | | | | | | | | | |
| 净利息收入 | 2039 | 2182 | 2283 | 2486 | 2721 | 收入增长 | | | | | |
| 手续费及佣金 | 944 | 943 | 999 | 1079 | 1176 | 净利润增速 | 23.2% | 15.1% | 10.9% | 12.9% | 13.5% |
| 其他收入 | 329 | 323 | 317 | 316 | 316 | 拨备前利润增速 | 14.4% | 4.4% | 4.6% | 9.7% | 10.7% |
| 营业收入 | 3313 | 3448 | 3599 | 3881 | 4214 | 税前利润增速 | 21.0% | 11.4% | 10.9% | 13.0% | 13.6% |
| 营业税及附加 | (28) | (30) | (30) | (32) | (37) | 营业收入增速 | 14.0% | 4.1% | 4.4% | 7.8% | 8.6% |
| 业务管理费 | (1097) | (1134) | (1179) | (1226) | (1275) | 净利息收入增速 | 10.2% | 7.0% | 4.6% | 8.9% | 9.5% |
| 拨备前利润 | 2188 | 2284 | 2390 | 2622 | 2902 | 手续费及佣金增速 | 18.8% | -0.2% | 6.0% | 8.0% | 9.0% |
| 计提拨备 | (664) | (576) | (489) | (470) | (451) | 营业费用增速 | 13.4% | 3.3% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 税前利润 | 1482 | 1651 | 1832 | 2070 | 2352 | | | | | | |
| 所得税 | (273) | (258) | (286) | (323) | (367) | 规模增长 | | | | | |
| 归母净利润 | 1199 | 1380 | 1530 | 1727 | 1960 | 生息资产增速 | 10.4% | 10.4% | 10.5% | 9.4% | 9.5% |
| 资产负债表 (亿元) | | | | | | | | | | | |
| 贷款总额 | 55700 | 60515 | 66566 | 71891 | 77643 | 贷款增速 | 10.8% | 8.6% | 10.0% | 8.0% | 8.0% |
| 同业资产 | 7994 | 6316 | 6316 | 6316 | 6316 | 同业资产增速 | 29.7% | -21.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 证券投资 | 21770 | 27727 | 31886 | 36669 | 42169 | 证券投资增速 | 5.2% | 27.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 生息资产 | 91003 | 100436 | 110940 | 121357 | 132932 | 其他资产增速 | 10.8% | -9.6% | 62.4% | 60.1% | 47.7% |
| 非生息资产 | 3948 | 3568 | 5795 | 9277 | 13700 | 计息负债增速 | 9.8% | 10.0% | 12.2% | 11.8% | 12.2% |
| 总资产 | 92490 | 101389 | 114068 | 127892 | 143821 | 存款增速 | 12.8% | 18.7% | 16.0% | 14.0% | 14.0% |
| 客户存款 | 63471 | 75357 | 87415 | 99653 | 113604 | 同业负债增速 | 7.1% | -12.5% | -10.0% | -10.0% | -10.0% |
| 其他计息负债 | 16880 | 12992 | 11728 | 11199 | 10787 | 股东权益增速 | 18.5% | 10.2% | 16.1% | 15.6% | 15.3% |
| 非计息负债 | 3483 | 3497 | 3847 | 4232 | 4655 | | | | | | |
| 总负债 | 83833 | 91847 | 102990 | 115084 | 129046 | 存款结构 | | | | | |
| 股东权益 | 8657 | 9542 | 11077 | 12809 | 14775 | 活期 | 66.3% | 63.0% | 62.98% | 62.98% | 62.98% |
| 每股指标 | | | | | | | | | | | |
| 每股净利润(元) | 3.79 | 3.79 | 6.07 | 6.85 | 7.77 | 定期 | 33.7% | 37.0% | 37.02% | 37.02% | 37.02% |
| 每股拨备前利润(元) | 8.67 | 9.06 | 9.48 | 10.40 | 11.50 | 其他 | 0.0% | 0.0% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 每股净资产(元) | 29.01 | 32.71 | 38.78 | 45.63 | 53.41 | 贷款结构 | | | | | |
| 每股总资产(元) | 366.73 | 402.02 | 452.29 | 507.11 | 570.26 | 企业贷款(不含贴) | 38.6% | 39.3% | 39.26% | 39.26% | 39.26% |
| P/E | 8.6 | 8.6 | 5.4 | 4.8 | 4.2 | 个人贷款 | 53.6% | 52.2% | 52.25% | 52.25% | 52.25% |
| P/PPOP | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 贷款质量 | | | | | |
| P/B | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 不良贷款率 | 0.91% | 0.96% | 0.92% | 0.91% | 0.87% |
| P/A | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 正常 | 98.25% | 97.83% | 98.79% | 98.79% | 98.79% |
| 利率指标 | | | | | | | | | | | |
| 净息差(NIM) | 2.35% | 2.28% | 2.16% | 2.14% | 2.14% | 关注 | 0.84% | 1.21% | 1.21% | 1.21% | 1.21% |
| 净利差(Spread) | 2.39% | 2.28% | 2.30% | 2.32% | 2.34% | 可疑 | 0.31% | 0.38% | | | |
| 贷款利率 | 4.67% | 4.54% | 4.59% | 4.64% | 4.69% | 损失 | 0.37% | 0.39% | | | |
| 存款利率 | 1.41% | 1.52% | 1.52% | 1.52% | 1.52% | 拨备覆盖率 | 483.87% | 450.79 | 437.02 | 420.41% | 413.84% |
| 生息资产收益率 | 3.98% | 3.89% | 3.91% | 3.93% | 3.95% | 资本状况 | | | | | |
| 计息负债成本率 | 1.59% | 1.61% | 1.63% | 1.65% | 1.67% | 资本充足率 | 17.48% | 17.77% | 19.23% | 20.78% | 22.42% |
| 盈利能力 | | | | | | | | | | | |
| ROAA | 1.37% | 1.44% | 1.44% | 1.44% | 1.46% | 核心一级资本充足 | 12.66% | 13.68% | 15.38% | 17.14% | 18.98% |
| ROAE | 17.5% | 17.7% | 17.0% | 16.2% | 15.7% | 资产负债率 | 90.64% | 90.59% | 90.29% | 89.98% | 89.73% |
| 拨备前利润率 | 2.48% | 2.36% | 2.22% | 2.17% | 2.14% | 其他数据 | | | | | |
| 其他数据 | | | | | | | | | | | |
| 拨备前利润率 | 2.48% | 2.36% | 2.22% | 2.17% | 2.14% | 总股本(亿) | 252.20 | 252.20 | 252.20 | 252.20 | 252.20 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|--|------------|
| 公司普通报告 | 招商银行（600036）：Q4 息差环比小幅改善，财富管理业务稳健发展-2023-3-28 | 2023-03-28 |
| 公司普通报告 | 招商银行（600036）：战略和客户优势持续，关注长期投资价值 | 2022-04-25 |
| 公司普通报告 | 招商银行（600036）：大财富管理开局出色，盈利能力稳健提升 | 2022-03-21 |
| 行业普通报告 | 银行业：社融超预期，居民信贷需求加速修复——3月社融金融数据点评-2023-4-12 | 2023-04-12 |
| 行业深度报告 | 银行业跟踪月报（2023年3月）：年报符合预期，关注行业营收拐点 | 2023-04-10 |
| 行业深度报告 | 银行投资观点更新：政策持续发力，看好银行配置价值-20230321 | 2023-03-21 |
| 行业普通报告 | 银行业：信贷增量延续改善，结构优化在路上-2023-3-13 | 2023-03-13 |
| 行业深度报告 | 银行业跟踪月报（2023年2月）：经济升温，板块戴维斯双击行情可期-2023-3-1 | 2023-03-01 |
| 行业普通报告 | 银行业：差异化、精细化监管，风险权重有升有降——《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评 | 2023-02-22 |
| 行业普通报告 | 银行业：4Q22 盈利增速改善，资产质量指标平稳——2022 年商业银行监管数据点评 -20230220 | 2023-02-20 |
| 行业普通报告 | 银行业：金融资产风险分类新规落地，长期利好银行风险管理-2023-2-13 | 2023-02-13 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

| 北京 | 上海 | 深圳 |
|--------------------------|-------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033 | 邮编: 200082 | 邮编: 518038 |
| 电话: 010-66554070 | 电话: 021-25102800 | 电话: 0755-83239601 |
| 传真: 010-66554008 | 传真: 021-25102881 | 传真: 0755-23824526 |