

招商银行（600036.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 42.43
总市值 1.07万亿
PE-TTM 7.20
PB-MRQ 1.01

估值结果

价值 14375亿
动态估值 上行空间 34%
状态 偏低估

四维评级

成长空间 ★★☆☆☆
盈利趋势 ★★☆☆☆
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

招商银行是一家以零售业务为特色的商业银行，财富管理业务已成为行业标杆。

公司护城河极深，零售战略具有先发优势，长期积淀下形成高客户粘性、低负债成本等护城河。产业格局良好，银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业竞争格局稳定，但较强的行业管控与让利措施对产业格局不利。盈利趋势中等，公司以零售贷款及财富管理业务为核心，当前信贷需求不足及财富管理业务手续费率价格战不利于公司盈利趋势。成长空间一般，中国GDP增速中枢下移带动公司信贷增速下移，且市场份额拓展空间有限。

根据市净率模型，招商银行2025年目标市值为14,375亿元，当前市值低估较多。

我们区别于市场的观点

不良贷款的潜在风险对银行的业绩具有重要影响，市场普遍使用不良率、拨备覆盖率、不良贷款迁徙率等指标来跟踪银行的资产质量，但各银行在认定不良贷款的标准上不一致，因此采取简单的市净率模型无法准确地反映银行的真实价值，我们通过不良贷款偏离度、“关注贷款率+不良贷款率”等指标对银行的不良贷款认定严格程度进行衡量，并对市净率进行调整，使得调整后的市净率更能反映银行的真实资产质量及估值。对于招商银行，由于其不良资产认定标准严格，我们认为招商银行应该具备更高的估值，经过调整后，招商银行2025年市净率目标为1.12倍。

风险提示

1) 信贷不良风险超预期。房价超预期下跌或导致居民房贷违约大面积爆发；2) 居民消费复苏不及预期。进入低欲望社会，零售信贷投放或受阻；3) 财富管理业务成长性不及预期。居民财富配置权益比例提升受阻，或制约财富管理成长性。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	5
3.3 人力资源高端度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9

1. 基本信息

招商银行是中国领先的股份制商业银行，成立于1987年，总部位于深圳，核心业务包括利息收入和非息收入，为实体经济和居民提供信贷服务和财富管理服务。

2. 业务介绍

对于招商银行公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

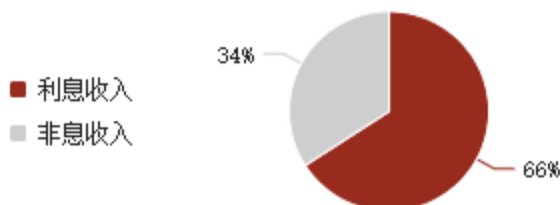
利息收入：

利息收入业务主要指通过配置生息资产（投放信贷、金融投资等）来获取利息收入，同时为计息负债（吸收存款、同业负债等）支出利息，从中获取净利息收入。我们对该业务的市场界定主要为中国境内银行利息收入市场。

非息收入：

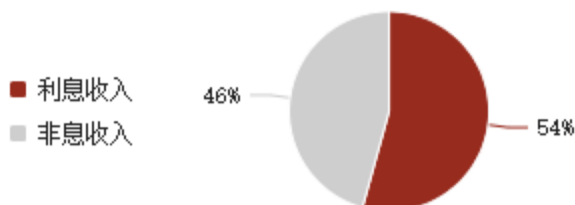
非息收入业务包含中收业务（手续费及佣金收入等）和投资收入业务，其中中收业务主要包括财富管理、结算与清算等业务获取的手续费及佣金收入，投资业务指银行通过配置金融资产，获得金融资产价差收益的业务。我们对该业务的市场界定主要为中国境内银行业非息业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

招商银行在全国布局营业网点，通过营销人员触及企业客户和个人客户，依靠吸收存款获取资金，将资金配置在信贷投放、金融投资等资产获取利息收入。公司的经营特色是零售客户资源丰富，除了向零售客户投放信贷以外，公司积极做大财富管理业务，赚取财富管理业务手续费。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高。公司通过吸收存款、发行债券等途径获取资金，随后将资金配置在生息资产获取利息收入，贷款资产及金融投资资产合计占总资产的比重近90%。

3.2 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

公司人力资源密集度中等。公司在全国布局网点，通过营销人员触及企业客户及个人客户，截至2024年末，公司共有员工117,201人，人力费用占整体业务及管理费的63.6%。

3.3 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

公司人力资源高端度高。招商银行在财富管理领域聚焦服务高净值客户群体，该类客户对专业化、定制化金融服务需求较高，因此需要一支具备较高学历背景、专业资质和综合服务能力的员工队伍，为此招行持续推动人才结构升级，截至2024年末，公司拥有硕士及以上学历者30,885人，占整体员工比例近30%。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度低。公司零售业务主要服务个人，产品围绕个人提供零售贷款、财富管理等业务，截至2024年末，公司零售客户数超过2亿户，管理零售客户总资产(AUM)接近15万亿元。

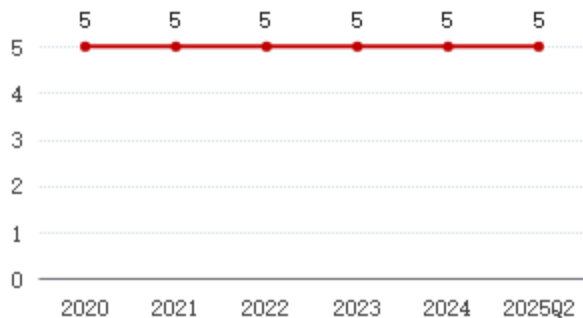
4. 历史经营绩效

公司盈利能力和业务控制力优秀，成长能力中等，重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



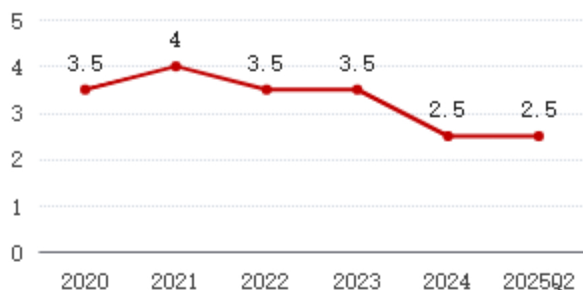
公司盈利能力优秀。公司聚焦零售业务战略，依靠零售业务获得更高的贷款利率和更低的负债成本，构建更高的息差空间，同时依靠积累的高净值私人客户从财富管理业务中获益，进一步提升盈利能力，2020年至2024年ROE始终保持在14%至17%的较高水平，显著优于同业。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



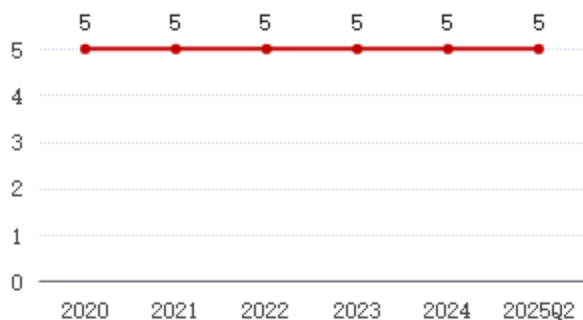
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力下降。居民消费能力低迷，导致招行零售信贷业务与信用卡业务增长乏力，2020年-2025上半年营收及净利润增速持续下滑。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



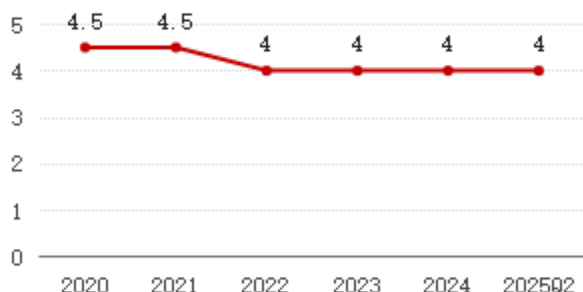
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力强。公司信贷资产质量优秀，不良率较低，客户发生无力偿还本息的现象相对同业较少，2024年经营活动产生的经营现金净额/归母净利润为244%，处于A股前列。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级高。招商银行的盈利稳定性及高核心资本充足度为稳定高分红提供条件，2020年至2024年分红率呈现稳步上升趋势，始终维持在30%以上，2024年分红率位列A股上市银行第一。

5. 四维评级

公司护城河极深，成长空间与盈利趋势一般，所处行业竞争格局较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较小，主要系宏观经济增速中枢下移及财富管理业务费率价格战激烈。

利息收入(2星)：

利息收入成长能力较弱。信贷需求与宏观经济相关性高，当前宏观需求低迷，企业扩张意愿和居民消费意愿不断下降，公司信贷增速与信贷收益率不断下滑，尤其是零售贷款受到消费降级的影响更大，2024公司零售贷款收益率下降35BP(4.26%→3.91%)，整体营收增速下降。

非息收入(2.5星)：

公司非息收入成长能力一般。居民理财购买力下降，叠加保险“报行合一”政策压缩佣金率、基金申购费率恶性竞争（中小银行降至0.1折），招行非息收入空间受到挤压。2024年代销基金收入下滑13.25%，财富管理业务增速降至个位数。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势一般，主要系净息差持续下降及财富管理业务手续费率价格战激烈。

利息收入(2.5星)：

利息收入盈利空间缩小。贷款增速下滑限制生息资产规模扩张，实体经济信贷需求低迷导致信贷资产收益率快速下降，双重因素驱动净息差持续收窄，压缩利息收入盈利空间。2020年-2024年，公司净息差从2.49%下滑至1.98%。

非息收入(2.5星)：

非息收入盈利空间缩小。政策推行保险“报行合一”，倒逼银保渠道佣金合规化，降低代理保险手续费率，同时基金代销费率竞争激烈（银行代销基金申购费降至1折），基金代销业务承压明显，整体财富管理业务盈利承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局良好，银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业竞争格局稳定。

利息收入(3.5星)：

利息业务产业格局较好。银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业竞争格局稳定，但近年来行业管控较强，降低存量房贷利率等监管强制的让利措施压缩行业及公司的盈利空间，产业格局有所变差。

非息收入(3.5星):

非息收入产业格局较好。由于银行业的网点分布进入相对稳定状态以及近年来监管对银行业牌照的收紧，银行业竞争格局保持稳定，但近年来财富管理领域手续费率价格战异常激烈，导致行业盈利有所走弱，对产业格局形成负面影响。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河极深，主要系公司长期深耕零售业务，具备显著的先发优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
利息收入	(5星) 利息收入护城河宽度极高。招行特色经营的个人业务拥有更高的贷款利率，赋予招行更高的经壹评级调整的超额ROE，同时招行的市场份额处于行业二线龙头，业务控制力也较强，因此招行利息收入业务具备极高的护城河宽度星级。	(4星) 利息业务的护城河来自品牌和产品力。品牌护城河超额ROE衰减速度慢，主要系招商银行作为优秀的股份行，国民知名度高，且该优势预计长期持续，因此护城河持续性强。产品力超额ROE可长期保持较高，主要系公司深耕零售业务领域，拥有众多匹配客户的零售产品，其他银行在零售业务发展起步晚，需要较长时间发展零售业务，因此公司产品力超额ROE衰减速度慢，护城河持续性强。
非息收入	(5星) 非息收入护城河宽度极高。规模庞大的高净值客户为招行带来收益更高的财富管理业务，经壹评级调整的超额ROE高于同业，同时此业务的市占率与业务控制力处于行业前列，因此护城河宽度星级高。	(4.5星) 该业务护城河来自资源优势，该优势具备较高的超额ROE且在显性期及半显性期衰减速度较慢，主要系公司较其他对手更早发展零售业务，积累的零售客户资源更多，质量更高，其他对手较难短期复刻该优势，因此具备高护城河持续性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对招商银行采取市净率估值法，经过测算当前公司处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

- 1) 利息业务：驱动力主要来自于净息差和生息资产规模。信贷低迷导致贷款收益率持续下滑，当贷款收益率触底后有望净息差触底，预计2027年净息差触底（2027年招行净息差预计值1.78%）。生息资产规模主要受贷款资产增速影响，预计2027年生息资产规模增速触底（2027年招行生息资产规模增速预计值5.9%）。
- 2) 非息业务：手续费及佣金净收入方面，居民理财购买力下降，叠加保险“报行合一”政策压缩佣金率、基金申购费率恶性竞争（中小银行降至0.1折），招行非息收入空间受到挤压，我们预测2026年手续费下降的负面因素可缓解，预计2026年招行手续费及佣金净收入增速触底（2026年招行手续费及佣金净收入增速预计值6.5%）；净其他非息收入方面，在2024年高基数基础上，预计净其他非息收入增速将在未来三年逐步触底。

盈利能力假设：

- 1) 成本收入比：招商银行成本控制能力优秀，最近五年成本收入比波动幅度小，预计未来五年成本收入比波动区间为[30.2%, 31.0%]。
- 2) 信用成本：信用成本取决于新生成不良贷款及贷款迁徙率，近年来招商银行新生成不良率走低，信用成本压力下降，预计公司未来五年信用成本率保持在0.6%左右。

表2：公司整体业绩预测

招商银行	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3448.0	3391.0	3375.0	3333.0	3453.0	3665.0	4082.0	4510.0
归母净利润(亿)	1380.0	1466.0	1484.0	1470.0	1523.0	1608.0	1814.0	2027.0
归母净利润增速(%)	15.1	6.2	1.2	-0.9	3.6	5.6	12.8	11.7
经营性净利润(亿)	1393.0	1480.0	1496.0	1482.1	1535.1	1620.5	1828.6	2043.4
经营性净利润增速(%)	15.3	6.2	1.1	-0.9	3.6	5.6	12.8	11.7
经营性归母净利润(亿)	1380.0	1466.0	1484.0	1470.0	1523.0	1608.0	1814.0	2027.0
经营性归母净利润增速(%)	15.1	6.2	1.2	-0.9	3.6	5.6	12.8	11.7

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

银行业属于成熟型行业，公司历史营收及利润波动性较低，行业关键信息披露较为完善，因此总体估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。