

工商银行（601398）

证券研究报告
2025 年 04 月 08 日

利润持续修复

事件：

工商银行发布 2024 年财报。截止 24 年末，公司实现营收约 8218 亿元，归母净利润 3659 亿元，YoY+0.51%。

点评摘要：

利润持续回暖。2024 年，工商银行营收约 8218 亿元（YoY-2.52%），其中净利息收入 6374 亿元（YoY-2.69%）。营收结构上，利息净收入占比回升至 77.6%，较 24 前三季度提升 1.5pct；非息净收入 1844 亿元，同比减少 1.95%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，2024Q1、2024H1、2024 年前三季度、2024 分别同比-5.29%、-8.18%、-5.28%、-4.24%，归母净利润分别同比-2.78%、-1.89%、+0.13%、+0.51%。2024 年初以来工商银行营收和盈利延续向上修复趋势。另外，受益于资产质量的稳健表现，2024 年拨备较 2023 年减少 242 亿元，提振利润空间的同时维持健康资产拨备水准。

资产收益端：受 LPR 调降、存量房贷利率下调等多方面影响，公司 2024 年生息资产收益率下滑至 3.17%，分别较 2024 年中、2023 年末下行 11bp、28bp。

负债成本端：去年 7 月存款挂牌利率调降为息差企稳提供有力支撑，2024 年计息负债成本率较年中改善 10bp 至 1.94%。

息差企稳：2024 年末，工商银行净息差录得 1.42%，环比下行 1bp，同比下行 19bp。

资产端：从信贷投向看，2024 年末工商银行对公贷款同比增长 8.3%。对公行业中，采矿、房地产、建筑、批发和零售贷款扩张势头较为强劲，较 2023 年末分别增长 10.0%、9.5%、11.7%、9.9%；零售方面，2024 年零售贷款同比增长 3.5%，其中个人经营性贷款表现亮眼，全年同比高增 24.6%。但是个人住房贷款方面依旧承压，2024 年末同比负增 3.3%。

资产质量稳步改善。截止 2024 年末，工商银行不良贷款率压降至 1.34%，较 2024 年中、2023 年末下行 1、2bp。逾期率较 2023 年末上行 17bp 至 1.43%。

盈利预测与估值：

工商银行 2024 公司营收和利润稳步改善，资产质量稳健。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润同比增长为 0.82%、2.64%、3.40%，对应现价 BPS：11.05、11.84、12.60 元。使用股息贴现模型测算目标价为 7.88 元，对应 25 年 0.71x PB，现价空间 17%，维持“增持”评级

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	6.76 元
目标价格	7.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	269,612.21
流通 A 股股本(百万股)	269,612.21
A 股总市值(百万元)	1,822,578.56
流通 A 股市值(百万元)	1,822,578.56
每股净资产(元)	10.23
资产负债率(%)	91.83
一年内最高/最低(元)	7.14/5.27

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工商银行-季报点评:息差企稳，盈利向上修复，拨备维持高位。》 2024-11-01
- 《工商银行-半年报点评:稳健经营，资产质量向优》 2024-09-05
- 《工商银行-年报点评报告:发挥宽信用头雁效应，支持实体经济》 2023-04-04

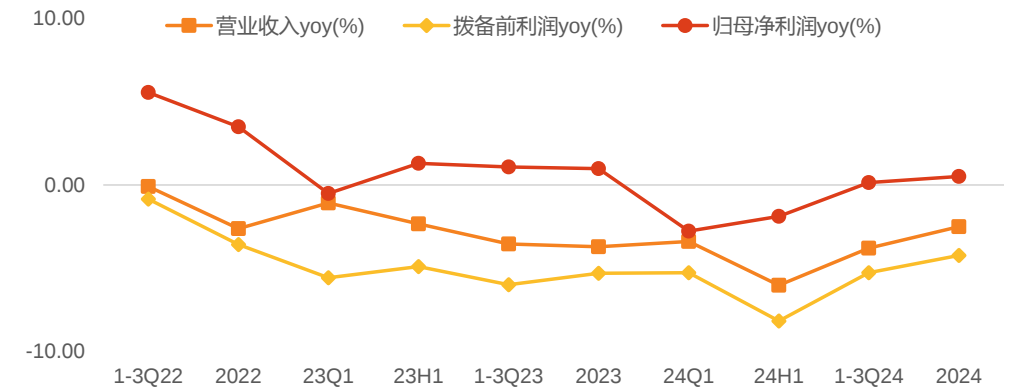
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	8,431	8,218	8,232	8,412	8,622
增长率（%）	-3.73	-2.52	0.18	2.18	2.50
归属母公司股东净利润（亿元）	3,640	3,659	3,689	3,786	3,915
增长率（%）	0.79	0.51	0.82	2.64	3.40
每股收益（元）	1.02	1.03	1.03	1.06	1.10
市盈率(P/E)	6.68	6.64	6.59	6.42	6.21
市净率(P/B)	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 盈利回暖

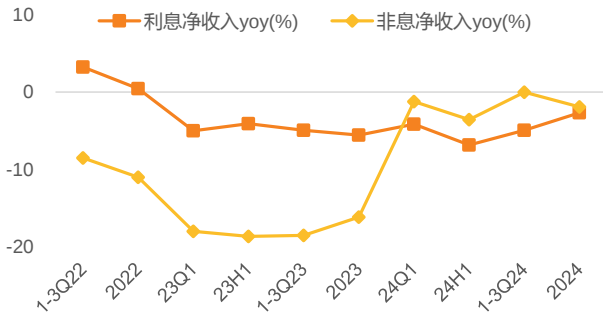
利润持续回暖。2024 年，工商银行营收约 8218 亿元（YoY-2.52%），其中净利息收入 6374 亿元（YoY-2.69%）。营收结构上，利息净收入占比回升至 77.6%，较 24 前三季度提升 1.5pct；非息净收入 1844 亿元，同比减少 1.95%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，2024Q1、2024H1、2024 年前三季度、2024 分别同比-5.29%、-8.18%、-5.28%、-4.24%，归母净利润分别同比-2.78%、-1.89%、+0.13%、+0.51%。2024 年初以来工商银行营收和盈利延续向上修复趋势。另外，受益于资产质量的稳健表现，2024 年拨备较 2023 年减少 242 亿元，提振利润空间的同时维持健康资产拨备水准。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速



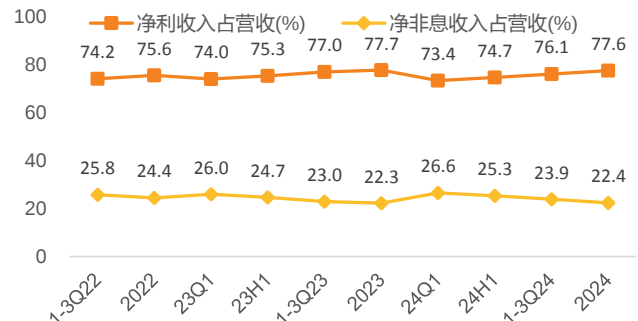
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收



资料来源：公司财报，天风证券研究所

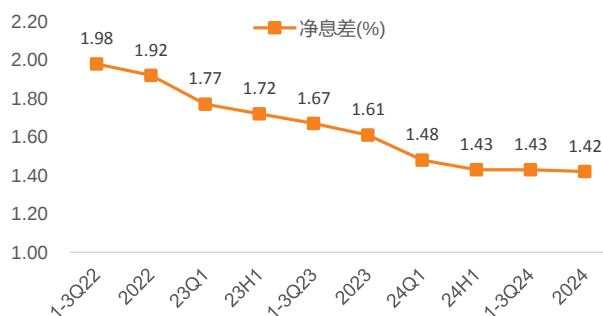
资产收益端：受 LPR 调降、存量房贷利率下调等多方面影响，公司 2024 年生息资产收益率下滑至 3.17%，分别较 2024 年中、2023 年末下行 11bp、28bp。

负债成本端：去年 7 月存款挂牌利率调降为息差企稳提供有力支撑，2024 年计息负债成本率较年中改善 10bp 至 1.94%。

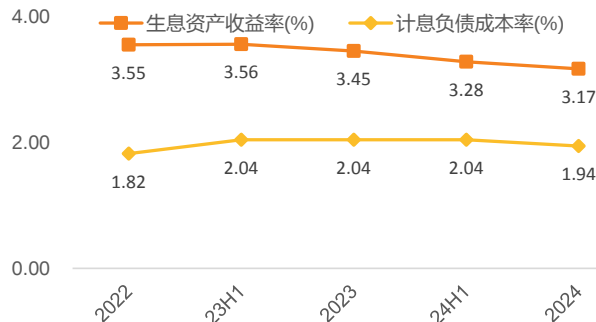
息差企稳：2024 年末，工商银行净息差录得 1.42%，环比下行 1bp，同比下行 19bp。

图 4：净息差走势

图 5：生息资产收益率、计息负债成本率走势



资料来源：公司财报，天风证券研究所



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：非息收入拆分

	1-3Q22	2022	23Q1	23H1	1-3Q23	2023	24Q1	24H1	1-3Q24	2024
手续费及佣金净收入(亿元)	1,056	1,293	405	735	992	1,194	393	674	903	1,094
其它非息净收入(亿元)	782	950	187	370	505	687	191	391	594	750
其中：投资净收益(亿元)	335	402	87	236	376	459	92	216	311	409
手续费及佣金净收入yoy(%)	0.29	-2.83	-2.84	-3.36	-6.03	-7.66	-2.83	-8.25	-8.98	-8.34
其它非息净收入yoy(%)	-18.25	-20.18	-38.73	-38.09	-35.41	-27.71	2.15	5.67	17.53	9.17
其中：投资净收益yoy(%)	26.68	18.30	-2.59	8.97	12.38	14.06	5.54	-8.35	-17.35	-10.78
手续费及佣金净收入占比营收(%)	14.84	14.08	17.79	16.42	15.24	14.16	17.90	16.03	14.42	13.31
其它非息净收入占比营收(%)	11.00	10.35	8.21	8.27	7.75	8.15	8.68	9.31	9.48	9.13
其中：投资净收益(%)	4.70	4.38	3.83	5.28	5.78	5.44	4.19	5.15	4.96	4.98

资料来源：公司财报，天风证券研究所

非息收入方面，其它非息净收入仍有上行空间。2024 年手续费及佣金净收入 1094 亿元，YoY-8.34%，占全年营收比重降至 13.31%。其它非息净收入 750 亿元，同比+9.17%，其主要成分为投资净收益，2024 全年贡献 409 亿元收入，YoY-10.78%。

2. 对公信贷扩张整体稳定

资产端：截止 2024 年末工商银行生息资产总计 47.52 万亿元，较 2024 年中增长 3.6%，比 2023 年末增长 2.7%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 58.1%、29.8%、5.1%、7.0%。资产规模扩张贡献上来看，贷款总额、金融投资 and 同业资产分别较 2024 年中增长 2.0%、9.0%、11.9%，同比 3.2%、5.3%、-20.0%。

从信贷投向看，2024 年末工商银行对公贷款同比增长 8.3%。对公行业中，采矿、房地产、建筑、批发和零售贷款扩张势头较为强劲，较 2023 年末分别增长 10.0%、9.5%、11.7%、9.9%；零售方面，2024 年零售贷款同比增长 3.5%，其中个人经营性贷款表现亮眼，全年同比高增 24.6%。但是个人住房贷款方面依旧承压，2024 年末同比负增 3.3%。

负债端：2024 年末工商银行计息负债余额 43.54 万亿元，同比增长 10.3%，较 2024 年中增长 3.0%。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别为 78.7%、4.7%、16.2%、0.4%。

从存款结构上看，2024 年末工商银行活期存款规模较 2023 年末下降 3.3%。其中对公活期和零售活期同比分别-6.6%、+1.3%；定期类存款全年同比增长 2.9%，对公定期和零售定期分别增长 2.2%、3.6%。这可能对公司未来成本端利息支出压降造成压力。

表 2：生息资产拆分

资产分结构	同比 (%)		环比 (%)		生息资产结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
贷款	8.9	3.2	6.7	2.0	57.9	58.2	59.0	58.1
金融投资	6.9	5.3	9.6	9.0	26.5	27.2	28.3	29.8
同业及拆放	53.4	-20.0	-7.3	11.9	6.9	5.4	4.7	5.1
存放央行	7.1	10.1	-10.2	-8.4	8.6	9.3	7.9	7.0
生息资产合计	10.4	2.7	5.1	3.6	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 3：贷款分行业

对公贷款分行业	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
对公								
基建类	12.4	7.2	6.5	0.7	36.0	36.8	36.8	36.3
采矿业	11.7	10.0	8.9	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
制造业	6.9	4.9	9.3	-4.0	9.9	9.4	9.6	9.1
房地产业	7.3	9.5	8.5	0.9	4.1	3.9	4.0	3.9
建筑业	10.0	11.7	16.8	-4.4	1.9	1.8	1.9	1.8
批发和零售业	12.7	9.9	11.9	-1.8	3.0	2.9	3.0	2.9
交通运输、仓储和邮政业	10.1	7.1	5.8	1.3	14.4	14.5	14.4	14.3
对公总计	11.1	8.3	8.5	-0.2	62.3	61.9	62.9	61.6
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	-3.3	-3.3	-2.0	-1.3	25.2	24.1	22.1	21.4
信用卡应收账款	9.5	12.4	3.2	8.9	2.6	2.6	2.6	2.7
个人经营性	32.2	24.6	16.7	6.8	4.7	5.2	5.6	5.9
零售总计	4.2	3.5	2.1	1.4	33.5	33.2	31.7	31.6

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 4：计息负债拆分

负债分结构	同比 (%)		环比 (%)		计息负债结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
吸收存款	2.2	3.9	1.9	2.0	86.3	83.6	79.5	78.7
发行债券	35.3	48.1	16.0	27.7	3.1	3.5	3.8	4.7
同业及拆入	79.0	44.9	40.5	3.2	10.0	12.4	16.2	16.2
向央行借款	-2.8	-26.7	-5.7	-22.3	0.6	0.6	0.5	0.4
计息负债总计	10.9	10.3	7.1	3.0	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 5：存款结构拆分

存款分行业	同比 (%)		环比 (%)		存款结构 (%)			
	24H1	2024	24H1	2024	23H1	2023	24H1	2024
定期	23.9	2.9	3.1	2.5	57.5	59.0	59.7	60.0
对公定期	31.3	2.2	-3.2	-2.4	26.5	27.0	25.6	24.5
零售定期	18.3	3.6	8.5	6.2	31.0	32.0	34.0	35.5
活期	-1.3	-3.2	0.2	1.1	42.5	41.0	40.3	40.0
对公活期	-2.3	-6.6	-0.6	-2.2	24.1	22.5	21.9	21.0
零售活期	0.2	1.3	1.1	5.1	18.4	18.6	18.4	19.0
总计	11.8	0.3	1.9	1.9	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量稳健

截止 2024 年末，工商银行不良贷款率压降至 1.34%，较 2024 年中、2023 年末下行 1、2bp。逾期率较 2023 年末上行 17bp 至 1.43%。

2024 年末贷款拨备率 2.87%，同比下行 0.03pct；拨备覆盖率为 214.9%，较 2023 年末上行 0.9pct。

表 6：资产质量分析

	22H1	2022	23H1	2023	24H1	2024	较上期	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)	96.72	96.67	96.85	96.79	96.73	96.64	-0.09	-0.15
关注贷款率 (%)	1.87	1.95	1.79	1.85	1.92	2.02	0.10	0.17
不良贷款率 (%)	1.41	1.38	1.36	1.36	1.35	1.34	-0.01	-0.02
关注+不良率 (%)	3.28	3.33	3.15	3.21	3.27	3.36	0.09	0.15
逾期贷款								
逾期率 (%)		1.22		1.27		1.43	0.17	0.17
3个月以内		0.40		0.41		0.43	0.43	0.02
3个月至1年		0.34		0.39		0.43	0.43	0.03
1年以上3年以内		0.39		0.33		0.44	0.44	0.11
3年以上		0.08		0.13		0.14	0.14	0.01
不良偏离度 (%)		59.23		63.14		74.94	11.81	12
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	2.93	2.90	2.97	2.90	2.95	2.87	-0.08	-0.03
拨备覆盖率 (%)	207.0	209.5	218.6	214.0	218.4	214.9	-3.5	0.9

资料来源：公司财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	6,550	6,374	6,401	6,548	6,715	净利润增速	0.83%	0.50%	0.82%	2.64%	3.40%
手续费及佣金	1,194	1,094	1,006	956	908	拨备前利润增速	-5.70%	-4.24%	0.01%	2.26%	2.62%
其他收入	687	750	825	908	998	税前利润增速	-0.65%	-0.03%	0.23%	2.04%	2.81%
营业收入	8,431	8,218	8,232	8,412	8,622	营业收入增速	-3.73%	-2.52%	0.18%	2.18%	2.50%
营业税及附加	-107	-108	-108	-113	-117	净利息收入增速	-5.34%	-2.69%	0.42%	2.30%	2.55%
业务管理费	-2,273	-2,305	-2,309	-2,359	-2,418	手续费及佣金增速	-7.71%	-8.34%	-8.00%	-5.00%	-5.00%
拨备前利润	5,728	5,485	5,486	5,610	5,757	营业费用增速	0.36%	1.02%	0.16%	2.01%	2.24%
计提拨备	-1,508	-1,267	-1,257	-1,295	-1,321	规模增长					
税前利润	4,220	4,218	4,228	4,315	4,436	生息资产增速	13.43%	8.94%	7.73%	7.60%	6.91%
所得税	-569	-549	-529	-518	-510	贷款增速	12.36%	8.77%	7.00%	6.50%	5.00%
净利润	3,651	3,669	3,700	3,797	3,926	同业资产增速	22.78%	3.81%	3.00%	7.00%	10.00%
资产负债表						证券投资增速	12.56%	19.44%	10.00%	10.00%	10.00%
贷款总额	253,869	276,138	295,996	315,487	331,488	其他资产增速	2.70%	1.11%	1.11%	1.11%	1.11%
同业资产	23,410	24,301	25,030	26,782	29,460	计息负债增速	13.44%	8.32%	7.75%	7.74%	7.03%
证券投资	118,497	141,536	155,690	171,259	188,384	存款增速	12.22%	3.93%	4.00%	4.00%	3.00%
生息资产	436,199	475,204	511,938	550,864	588,909	同业负债增速	18.26%	36.04%	25.00%	22.50%	21.00%
非生息资产	12,087	5,429	5,848	6,292	6,727	股东权益增速	7.49%	5.67%	6.63%	6.08%	5.44%
总资产	446,971	488,217	525,864	565,849	604,929	存款结构					
客户存款	335,212	348,370	362,305	376,797	388,101	活期	40.1%	40.0%	40.0%	39.0%	39.0%
其他计息负债	69,153	89,627	109,622	131,647	156,104	定期	57.7%	59.3%	59.3%	60.3%	60.3%
非计息负债	10,250	16,847	18,162	19,567	20,943	其他	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
总负债	409,205	448,345	483,347	520,747	557,374	贷款结构					
股东权益	37,766	39,873	42,517	45,102	47,555	企业贷款(不含贴现)	61.9%	61.6%	63.0%	64.0%	64.0%
每股指标						个人贷款	33.2%	31.6%	30.2%	29.2%	29.2%
每股净利润(元)	1.02	1.03	1.03	1.06	1.10	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.61	1.54	1.54	1.57	1.62	不良贷款率	1.36%	1.34%	1.34%	1.33%	1.33%
每股净资产(元)	9.55	10.23	11.05	11.84	12.60	正常	96.79%	97.30%	97.40%	97.40%	97.40%
每股总资产(元)	125.41	136.98	147.55	158.76	169.73	关注	1.85%	1.40%	1.26%	1.33%	1.33%
P/E	6.68	6.64	6.59	6.42	6.21	次级	0.38%	0.50%	0.45%	0.45%	0.45%
P/PPOP	4.24	4.43	4.43	4.33	4.22	可疑	0.45%	0.58%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54	损失	0.53%	0.22%	0.34%	0.33%	0.33%
P/A	0.05	0.03	0.03	0.02	0.04	拨备覆盖率	213.9%	214.9%	200.5%	195.3%	189.8%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.60%	1.40%	1.30%	1.23%	1.18%	资本充足率	19.10%	19.85%	20.19%	19.67%	19.13%
净利差(Spread)	1.45%	1.26%	1.16%	1.10%	1.05%	核心资本充足率	13.72%	14.43%	14.43%	14.50%	14.42%
贷款利率	3.86%	3.44%	3.25%	3.15%	3.00%	资产负债率	91.55%	91.83%	91.91%	92.03%	92.14%
存款利率	1.86%	1.65%	1.50%	1.45%	1.35%	其他数据					
生息资产收益率	3.42%	3.13%	2.91%	2.83%	2.73%	总股本(亿)	3,564	3,564	3,564	3,564	3,564
计息负债成本率	1.97%	1.88%	1.75%	1.73%	1.68%						
盈利能力											
ROAA	0.86%	0.78%	0.73%	0.69%	0.67%						
ROAE	9.99%	9.42%	8.95%	8.64%	8.45%						
拨备前利润率	1.36%	1.17%	1.08%	1.03%	0.98%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com