



2025年04月25日

增持（维持）

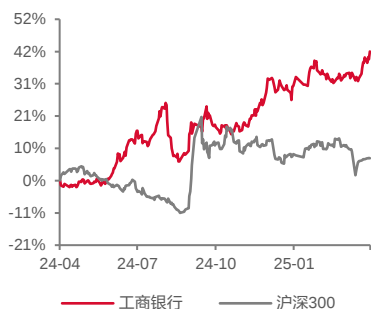
报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2025/04/24
收盘价	7.24
总股本(万股)	35,640,626
流通A股/B股(万股)	26,961,221/0
资产负债率(%)	91.83%
市净率(倍)	0.65
净资产收益率(加权)	9.88
12个月内最高/最低价	7.29/5.34



相关研究

《工商银行（601398）：付息率明显改善，资产质量稳定——公司简评报告》2024.11.01

《工商银行（601398）：规模增长进一步淡化，资产质量稳定——公司简评报告》2024.09.04

《工商银行（601398）：信贷增速小幅放缓，息差降幅明显收窄——公司简评报告》2024.05.09

工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量整体稳定

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司公布2024年度报告。公司实现营业收入8218.03亿元（-2.52%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润3658.63亿元（+0.51%，YoY）。年末，公司总资产为48.82万亿元（+9.23%，YoY），不良贷款率为1.34%（-1BP，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为214.91%（-5.39pct，QoQ）。全年净息差为1.42%，同比下降19BPs，降幅进一步收窄。
- **受政府融资力度加大影响，金融投资增长提速；受需求偏弱及隐债置换影响，对公一般贷款增长放缓。**2024年Q4总资产增速较Q3小幅提升，主要是受非信贷金融资产驱动：一方面同业资产同比由降转增，另一方面受政府融资力度明显加大驱动，债券投资规模继续提速。对公信贷方面，受需求放缓及隐债置换影响，一般贷款增长明显弱于去年同期，带动总贷款增速小幅放缓。虽一般贷款较弱，但票据贴现同比大幅多增，这一特征与Q2、Q3类似，反映公司提升票据贴现力度以维持信贷平稳增长。Q4个人信贷增长明显好于去年同期，较Q2、Q3明显改善，一方面是由于房贷利率下降后销售端改善、提前还贷边际放缓；另一方面是公司向阻力较小的信用卡领域发力，透支规模增长较快。今年Q1“开门红”信贷超预期，奠定年内信贷稳增长基础。关税压力下信贷对实体支持力度只增不减，叠加政府融资力度仍然较大，预计工行资产规模有望保持较快增长。
- **存款增速随M2回升，反映财政发力对货币供应量的正面影响；关注宏观政策对存款定期化的正面影响。**2024年Q2，受金融“挤水分”影响工商银行存款环比净流出，明显弱于季节性，致使存款增速回落幅度明显大于M2。Q3“挤水分”影响基本消除，存款增长趋于稳定。Q4存款增速随M2回升，反映财政力度加大对货币供应量的正面影响。2024下半年工行存款定期化程度随行业继续上升，一方面是由同业存款定价约束加强对理财活期存款的负面影响较大，另一方面是由于需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。去年“9.24”以来，积极财政、稳地产、促消费政策持续发力，对存款结构影响正面，今年Q1企业活期存款已边际改善，后续关注房地产与消费回暖对存款结构影响的持续性。
- **存款降息效果显现，促进息差降幅持续收窄。**测算2024年Q4单季息差为1.39%，环比下降4BPs，同比下降5BPs，同比降幅较Q3明显收窄。测算Q4生息率2.98%，环比下降5BPs，同比下降约20BPs，同比降幅较Q3收窄。生息率下降趋势延续，一方面是因为LPR、存量住房贷款利率下调影响持续，另一方面是因为受近年政府债发行力度较大、利率下行影响，债券投资组合中低息券占比提升。生息率降幅收窄主要是因为Q4重定价影响较为平缓。测算Q4付息率为1.78%，环比下降1BP，同比下降约17BPs，主要是多轮存款降息、治理“手工补息”及同业存款定价的重定价效果显现。展望后市，资产端，存量住房贷款利率及LPR下降的重定价影响将于今年上半年继续显现。目前货币政策对银行息差较为友好，不过关税压力下年内降息可能性较大，或进一步加大资产端压力。负债端，去年10月公司较大力度下调存款挂牌利率，叠加此前多轮下调，今年Q1存款重定价将较为明显，有望较大程度缓冲资产端下行压力。如果政策降息导致资产端下行压力加大，或触发新一轮存款降息。综合来看，虽然资产端仍面临压力，但由于负债端缓冲效果明显，息差压力趋于平缓。
- **理财及私人银行、银行卡及托管业务修复，手续费及佣金收入降幅收窄。**2024年Q4手续费及佣金收入降幅明显收窄，主要是理财及私人银行业务、银行卡、托管业务明显改善。其中，理财及私人银行业务改善一方面与保险“报行合一”低基数有关，另一方面与理财规模回升有关。银行卡手续费改善或与透支规模较快增长有关。结算、投资银行、担保承诺业务收入明显放缓，或主要是降费及企业融资需求放缓所致。现阶段手续费及佣金收入

仍受到资管费率改革的制约。不过，当前监管对资本市场支持力度较大，若市场活跃度持续提升，财富管理业务收入具有复苏弹性。综合影响下，手续费及佣金收入有望弱复苏。

- **不良率整体稳定，个贷压力持续，对公延续改善。**受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。2024年末不良贷款率为1.34%，环比下降1BP，保持近年最低水平。前瞻性指标方面，关注率贷款占比与逾期贷款占比继续上升，主要是受个贷扰动。2024年银行业个贷风险上升趋势较为明显，反映居民收入及就业压力上升，工行与行业趋势相符。去年“9.24”以来纾困力度较大，居民还贷压力减轻，叠加工行对风险的处置较为审慎，预计个贷风险可控。然而，鉴于宏观层面仍面临压力，个贷风险拐点仍需要进一步观察。对公方面，制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业不良率继续下降，批发零售业不良率有所反弹，整体资产质量继续稳中向好。综合来看，虽个贷扰动仍存在，但在对公资产质量向好、不良处置审慎等积极因素影响下，预计整体资产质量仍能保持稳定。
- **盈利预测与投资建议：**2024年Q4息差降幅明显收窄，利息收入好于预期。手续费及佣金收入结构分化，整体表现弱于预期。今年以来，债市表现较弱，或对投资收益产生不利影响。我们相应调整盈利预测。预计2025-2027年营业收入分别为8084、8391、8842亿元（2025-2026年原预测为8127、8615亿元），归母净利润分别为3695、3767、3847亿元（2025-2026年原预测为3660、3727亿元），对应同比0.98%、1.97%与2.12%。预计2025-2027年末普通股每股净资产为10.90、11.58、12.27元，对应4月24日收盘价PB为0.66、0.63、0.59倍。基于：1）工行客户基础良好、业务多元，预计仍能在压力上升的经营环境中实现稳健经营；2）财政部对国有大行注资将提升市场对国有行信心；3）公司分红稳定、股息率较高，对保险、养老金、被动基金等资金具有较强吸引力，我们维持“增持”评级。
- **风险提示：**个人贷款质量大幅恶化；贷款利率大幅下行与定期化加剧挤压公司净息差。

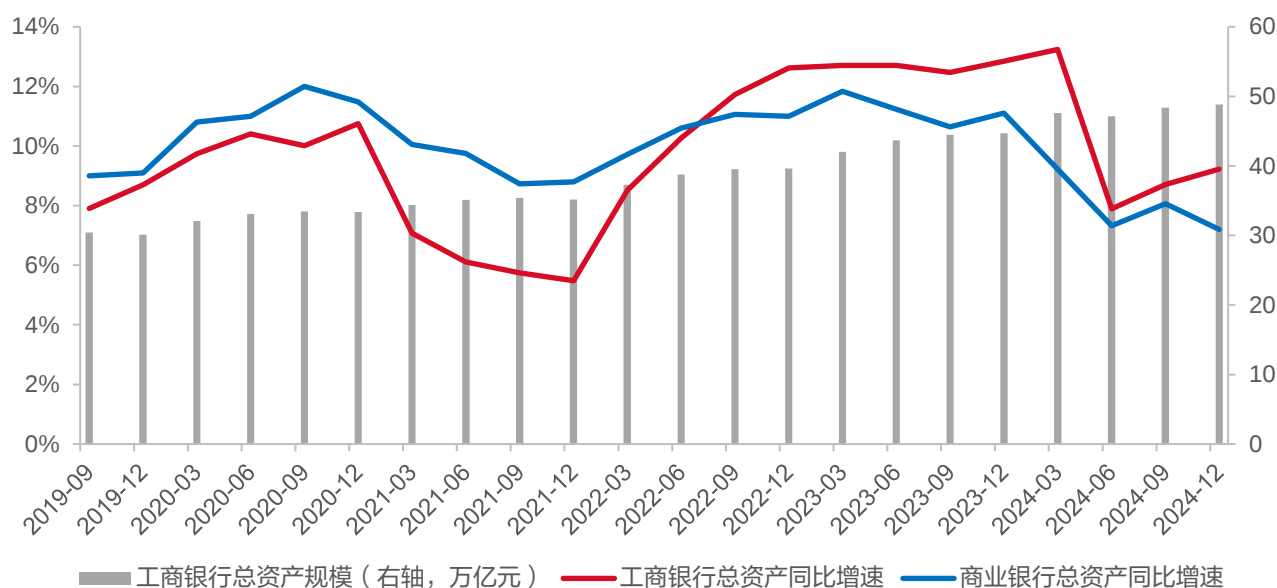
盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	8218	8084	8391	8845
同比增速	-2.52%	-1.64%	3.80%	5.42%
归母净利润（亿元）	3659	3695	3767	3847
同比增速	0.51%	0.98%	1.97%	2.12%
净息差（测算值）	1.38%	1.32%	1.28%	1.29%
不良贷款率	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
不良贷款拨备覆盖率	214.91%	210.82%	202.84%	200.90%
ROE	9.44%	9.01%	8.64%	8.31%
每股盈利（元）	1.03	1.04	1.06	1.08
PE（倍）	7.05	6.98	6.85	6.71
每股净资产（元）	10.23	10.90	11.58	12.27
PB（倍）	0.71	0.66	0.63	0.59

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2025年4月24日收盘

图表目录

图 1 工商银行总资产规模及增速，右轴单位：亿元	4
图 2 工商银行金融投资规模及增速	4
图 3 工商银行总贷款规模及增速，右轴单位：亿元	5
图 4 工商银行历年 Q4 新增贷款规模，单位：亿元	5
图 5 工商银行存款规模及增速，左轴单位：亿元	6
图 6 工商银行存款结构	6
图 7 工商银行单季度净息差及同比变动	7
图 8 工商银行半年度手续费及佣金收入：亿元	7
图 9 工商银行不良率、关注率及逾期率	8
图 10 工商银行个贷不良率	8
图 11 工商银行对公贷款不良率	9
附录：三大报表预测值	10

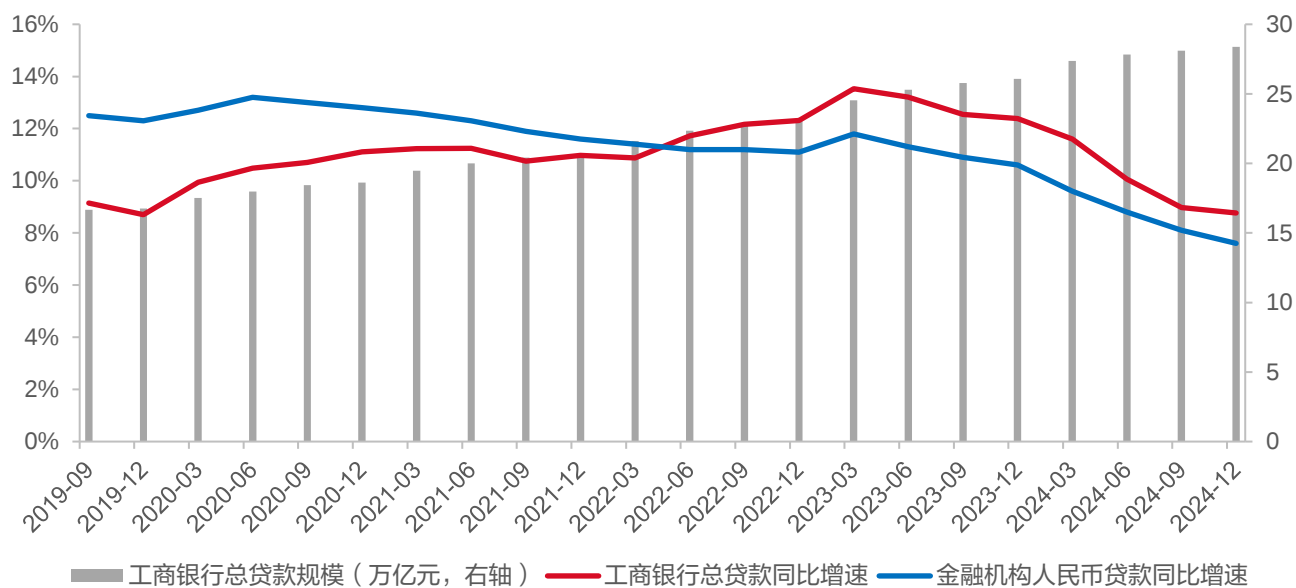
图1 工商银行总资产规模及增速，右轴单位：亿元

资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图2 工商银行金融投资规模及增速

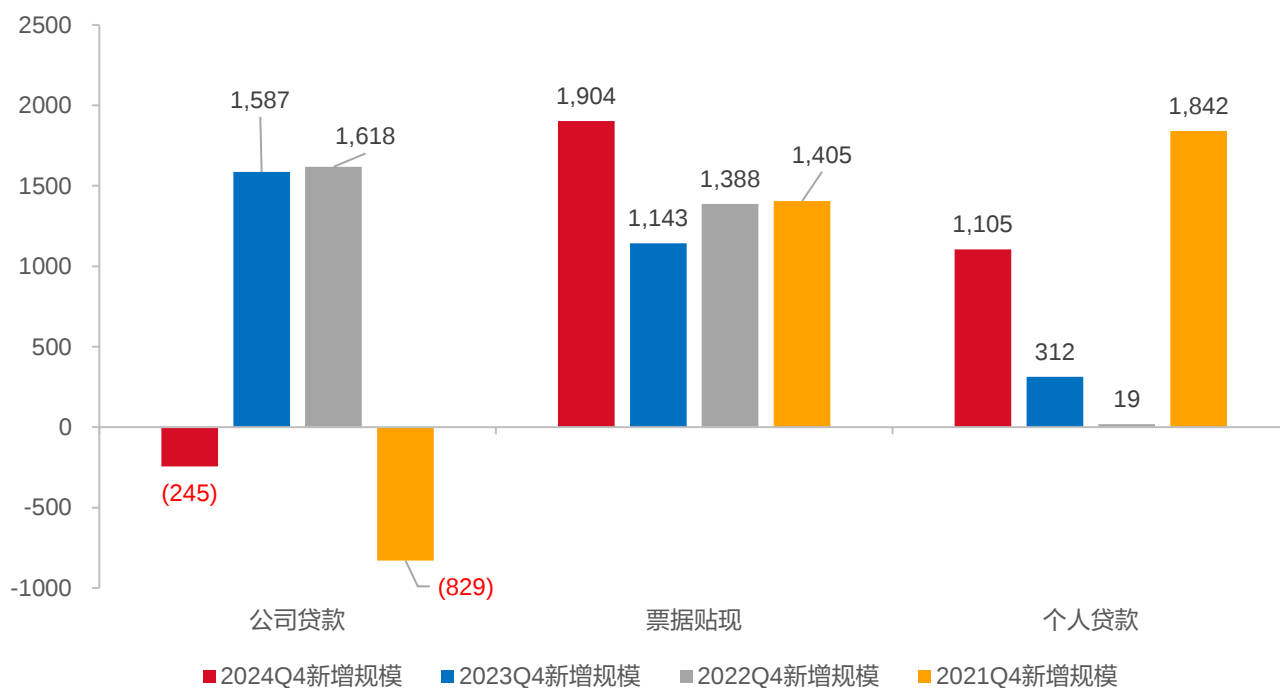
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图3 工商银行总贷款规模及增速，右轴单位：亿元



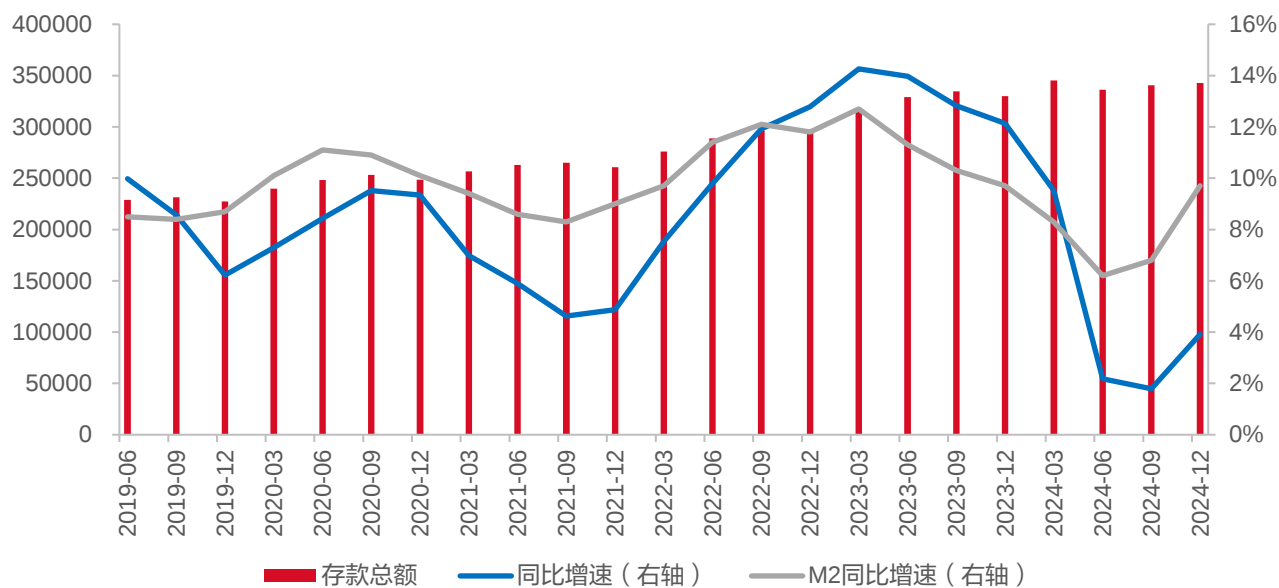
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 工商银行历年 Q4 新增贷款规模，单位：亿元



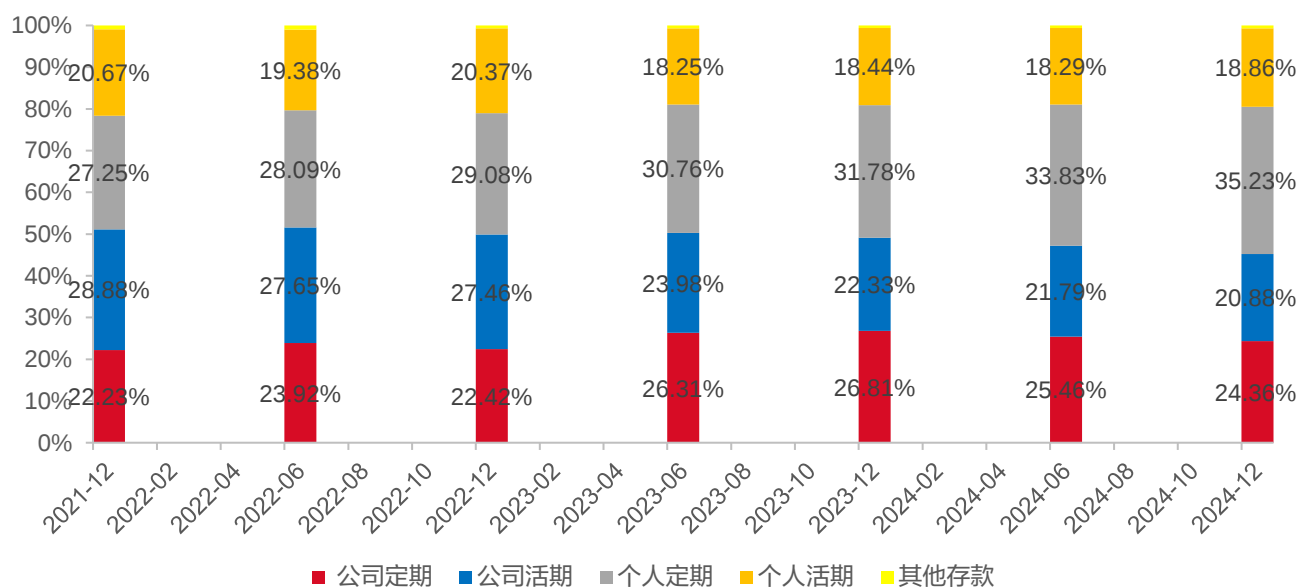
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 工商银行存款规模及增速，左轴单位：亿元



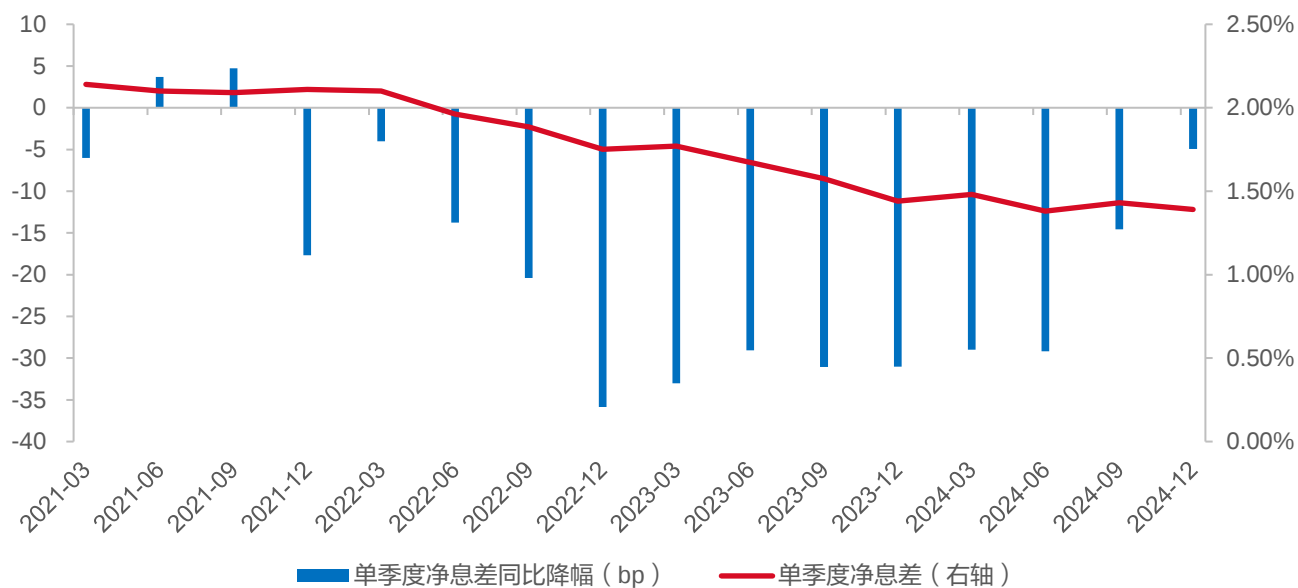
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 工商银行存款结构



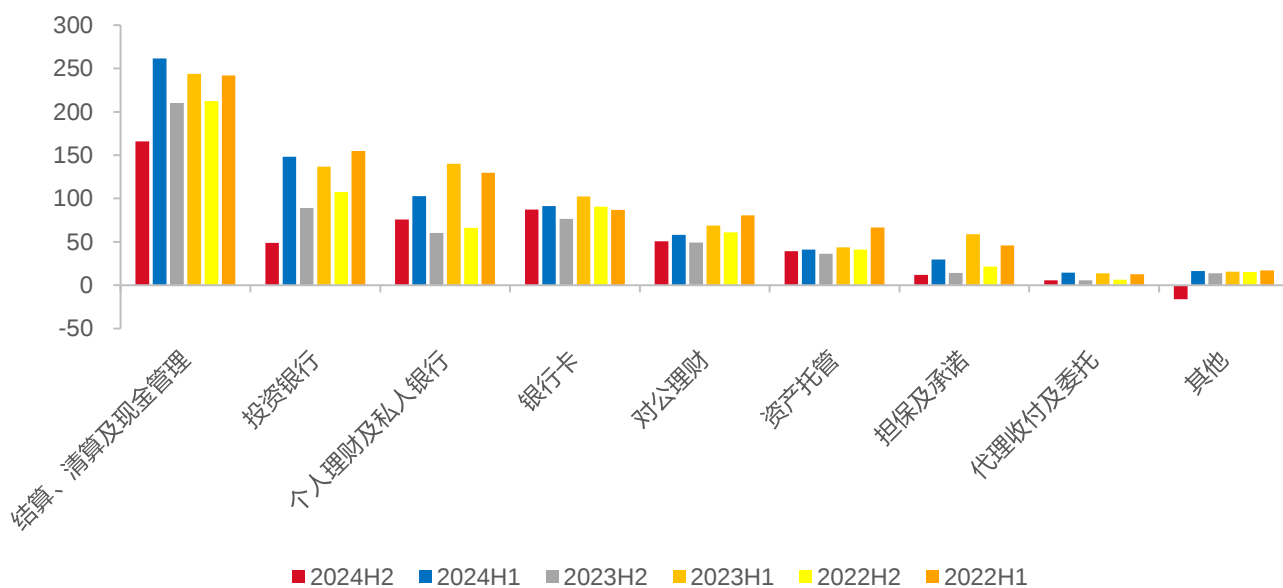
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行单季度净息差及同比变动

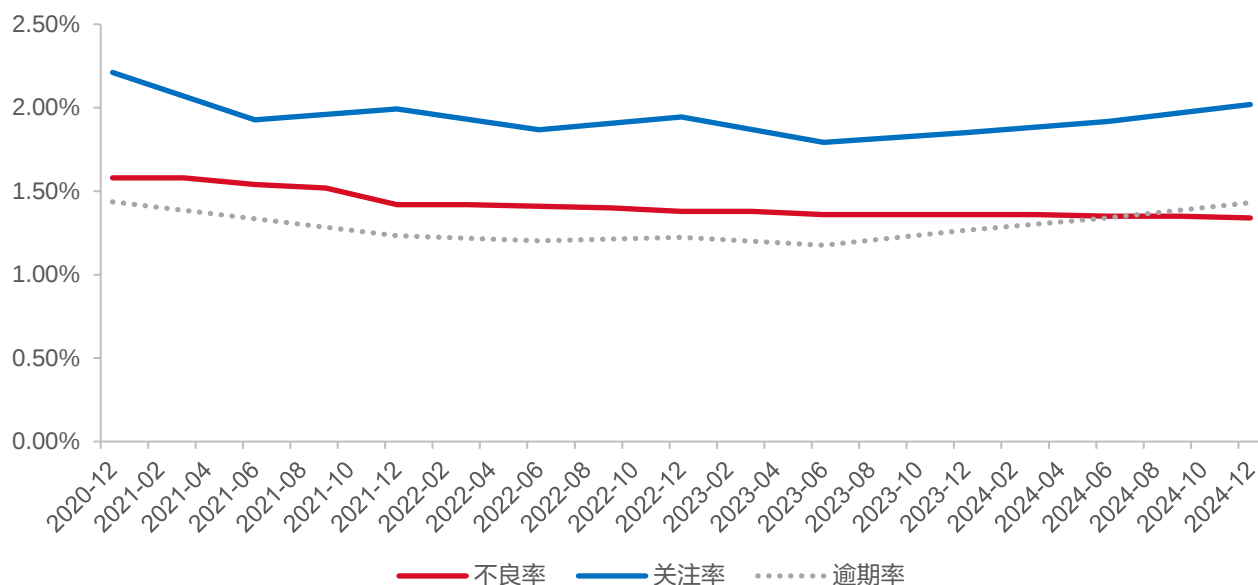


资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

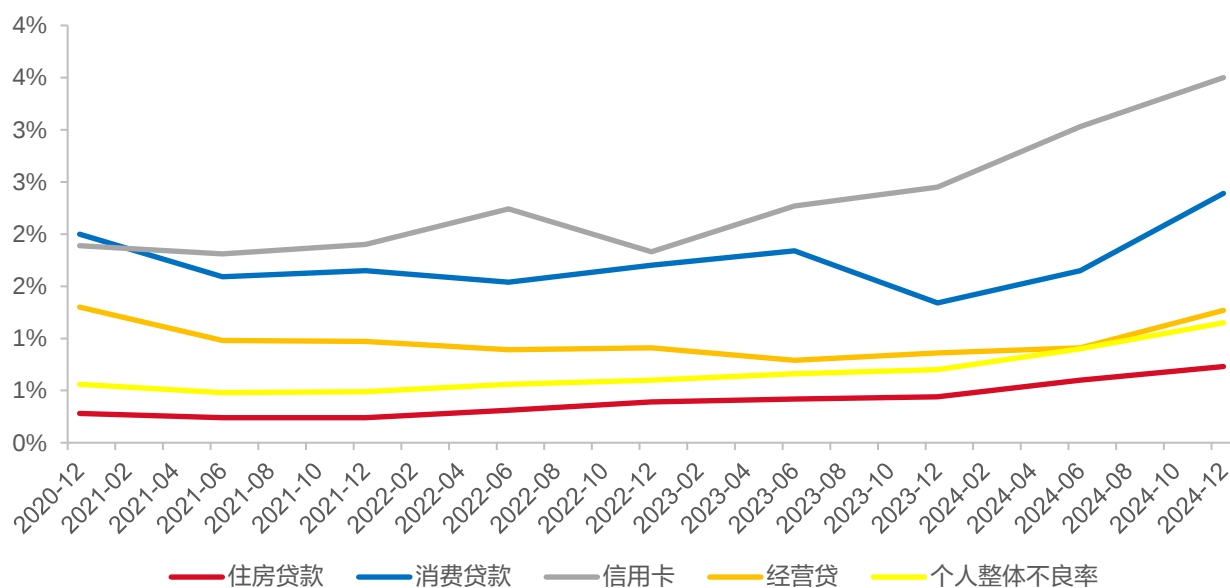
图8 工商银行半年度手续费及佣金收入：亿元



资料来源：工商定期报告，Wind，东海证券研究所

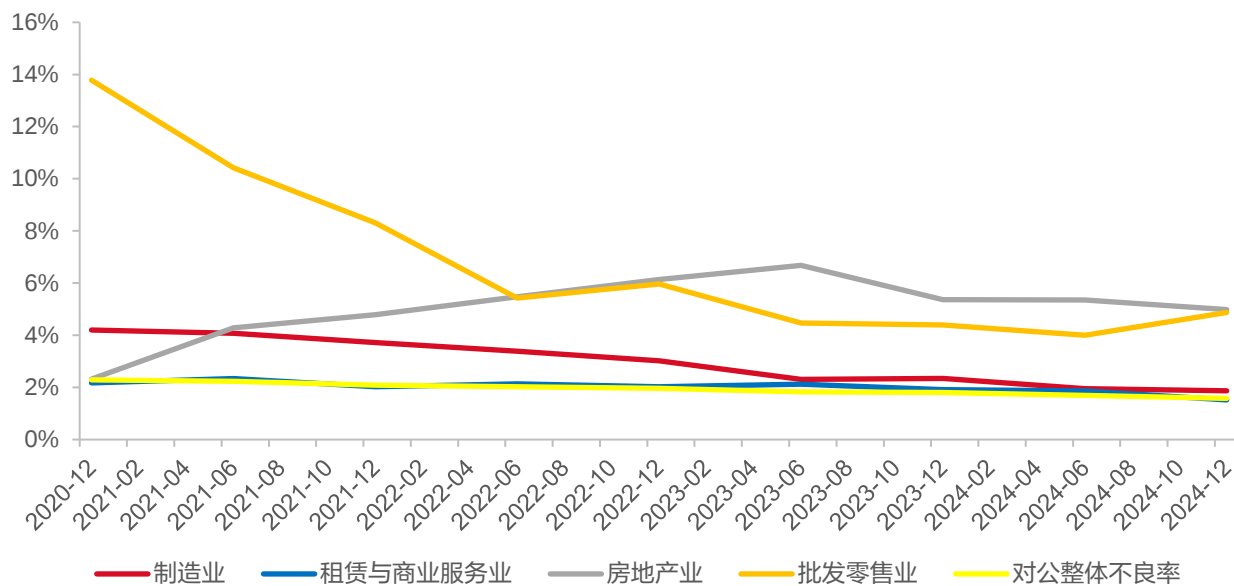
图9 工商银行不良率、关注率及逾期率

资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图10 工商银行个贷不良率

资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图11 工商银行对公贷款不良率



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (摊薄)	1.03	1.04	1.06	1.08
BVPS (元)	10.23	10.90	11.58	12.27
P/E (倍)	7.05	6.98	6.85	6.71
P/B (倍)	0.71	0.66	0.63	0.59

盈利能力	2024A	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.78%	0.73%	0.71%	0.71%
ROAE	9.44%	9.01%	8.64%	8.31%
净利差 (SPREAD)	1.22%	1.21%	1.17%	1.18%
净息差 (NIM)	1.38%	1.32%	1.28%	1.29%
信贷成本	0.46%	0.47%	0.47%	0.48%
成本收入比	28.04%	28.85%	28.57%	27.91%
所得税有效税率	13.01%	13.00%	13.00%	13.01%

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利息收入	14279	14403	15049	15953
利息支出	7905	7954	8406	8872
利息净收入	6374	6448	6644	7080
手续费净收入	1094	1130	1186	1257
其他非息收入	420	505	561	508
营业收入	8218	8084	8391	8845
营业费用与税金	2412	2430	2490	2567
资产减值损失	1267	1382	1485	1604
营业利润	4209	4272	4415	4674
所得税	549	557	575	609
净利润	3669	3725	3850	4075
母公司所有者利润	3659	3695	3767	3847

业绩增长率	2024A	2025E	2026E	2027E
利息净收入	-2.69%	1.17%	3.03%	6.57%
手续费及佣金净收入	-8.34%	3.30%	4.93%	5.99%
营业收入	-2.52%	-1.64%	3.80%	5.42%
拨备前利润	-4.20%	3.25%	4.37%	6.40%
归母净利润	0.51%	0.98%	1.97%	2.12%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应 4 月 24 日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及存放央行	33229	35512	37657	39931
同业资产	24301	18539	19659	20846
金融投资	141536	155314	164209	174108
贷款总额	283722	303079	321611	341006
贷款损失准备	8155	8560	8712	9207
贷款净额	276138	295164	313552	332460
生息资产总额	472684	498449	528339	560203
总资产	488217	526916	558677	592352
同业负债	61145	68699	72806	77159
存款	348370	372303	394790	418635
应付债券	20287	22794	24156	25600
付息负债	431498	465701	493772	523535
总负债	443891	484437	513502	544325
少数股东权益	174	195	253	412
母公司所有者权益	39698	42285	44922	47615

规模指标	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产增速	9.23%	7.93%	6.03%	6.03%
总贷款增速	8.76%	6.82%	6.11%	6.03%
贷款净额增速	8.77%	6.89%	6.23%	6.03%
存款增速	3.93%	6.87%	6.04%	6.04%
贷存比	81.44%	81.41%	81.46%	81.46%

资产质量	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
不良贷款毛生成率	0.40%	0.48%	0.56%	0.48%
不良贷款净生成率	0.09%	0.09%	0.07%	0.09%
拨备覆盖率	214.91%	210.82%	202.84%	200.90%
拨备/贷款总额	2.87%	2.82%	2.71%	2.70%

资本	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.39%	18.97%	18.85%	18.70%
核心一级资本充足率	14.10%	13.99%	14.09%	14.16%
杠杆倍数	12.24	12.40	12.36	12.33

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089