

# 工商银行 (601398)

证券研究报告  
2025年04月30日

## 短期波动不改稳健经营底色

### 事件：

4月29日，工商银行发布2025年一季度报告。2025Q1公司实现营收2128亿元，YoY-3.22%；归母净利润842亿元，YoY-3.99%；年化ROE同比下降1.00pct至9.06%。

### 点评：

**营收和利润进一步下滑。**2025Q1公司营收、归母净利润分别同比增长-3.22%、-3.99%，分别较2024年下降0.7pct、4.5pct。业绩归因来看，净息差下行和其他非息负拖累营收表现，规模扩张和拨备释放提振业绩。

**持续发挥头雁作用，息差下行压力仍存。**2025Q1净利息收入同比增长-2.9%，而2024年同比增长-2.7%，降幅进一步扩大。

规模方面，2025Q1末总资产同比增长8.3%，其中贷款总额、金融投资分别同比增长8.5%、23.6%，信贷前置发力和增配债券带动资产规模扩张。信贷投向上，一季度对公贷款、零售贷款分别新增1.11万亿、1820亿，分别贡献贷款增量的84.8%、13.9%，对公端仍是信贷扩张的主要抓手。此外，2025Q1末存款总额同比增长4.0%，远低于8.6%的总负债增速，预计受一般性存款回流偏慢、同业活期自律整改影响较大。

净息差方面，2025Q1净息差为1.33%，较2024年下降9bp。国有大行按揭占比较高，一季度受此前LPR和存量按揭利率下调影响较深，2024年末工商银行按揭贷款占比达21.4%，排名上市银行第四。测算公司2025Q1生息资产收益率较2024年下降37bp至2.77%，资产端收益下行压力较大。但受益于前期存款挂牌利率下调、同业存款利率自律整改等举措，负债成本压力明显减轻，测算公司2025Q1计息负债成本率较2024年下降28bp至1.63%。

**中收降幅收窄，其他非息负增长。**2025Q1净手续费及佣金收入同比增长-1.2%，较去年各季度降幅皆有所收窄，或与资本市场回暖有关。2025Q1净其他非息收入同比增长-10.4%，一季度债市利率快速上行，公允价值变动损益同比减少85亿。

**资产质量仍较稳健。**2025Q1末，公司不良贷款余额较年初增加159亿至3954亿，但不良率环比下降1bp至1.33%，整体保持平稳。2025Q1末拨备覆盖率环比上升0.79pct至215.7%，风险抵御能力仍较充足。

### 盈利预测与估值：

**持续发挥国有大行头雁作用，短期波动不改稳健经营底色。**我们预测公司2025-2027年归母净利润同比增长0.94%、2.67%、3.49%，对应BPS分别为11.38、12.60、14.25元，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济震荡，不良资产大量暴露，息差下行压力加大

### 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	7.01元
目标价格	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)	1,889,981.61
流通A股市值(百万元)	1,889,981.61
每股净资产(元)	10.41
资产负债率(%)	92.12
一年内最高/最低(元)	7.34/5.35

### 作者

刘杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002	
liujie@tfzq.com	
曹旭冉	联系人
caoxuran@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《工商银行-年报点评报告:利润持续修复》 2025-04-08
- 《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

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	8,431	8,218	8,169	8,382	8,650
增长率(%)	-3.73	-2.52	-0.59	2.61	3.19
归属母公司股东净利润(亿元)	3,640	3,659	3,693	3,792	3,924
增长率(%)	0.79	0.51	0.94	2.67	3.49
每股收益(元)	1.02	1.03	1.04	1.06	1.10
市盈率(P/E)	6.86	6.83	6.77	6.59	6.37
市净率(P/B)	0.73	0.69	0.62	0.56	0.49

资料来源：wind，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
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	6,550	6,374	6,343	6,485	6,657	净利润增速	0.83%	0.50%	0.94%	2.67%	3.49%
手续费及佣金	1,194	1,094	1,039	1,070	1,124	拨备前利润增速	-5.70%	-4.24%	-0.82%	2.73%	3.37%
其他收入	687	750	788	827	868	税前利润增速	-0.65%	-0.03%	0.35%	2.08%	2.89%
营业收入	8,431	8,218	8,169	8,382	8,650	营业收入增速	-3.73%	-2.52%	-0.59%	2.61%	3.19%
营业税及附加	-107	-108	-108	-113	-117	净利息收入增速	-5.34%	-2.69%	-0.49%	2.24%	2.66%
业务管理费	-2,273	-2,305	-2,291	-2,351	-2,426	手续费及佣金增速	-7.71%	-8.34%	-5.00%	3.00%	5.00%
拨备前利润	5,728	5,485	5,440	5,588	5,777	营业费用增速	0.36%	1.02%	-0.48%	2.37%	2.82%
计提拨备	-1,508	-1,267	-1,207	-1,267	-1,331	<b>规模增长</b>					
税前利润	4,220	4,218	4,233	4,321	4,446	生息资产增速	13.43%	8.94%	8.10%	7.00%	6.89%
所得税	-569	-549	-529	-519	-511	贷款增速	12.36%	8.77%	6.50%	5.50%	5.00%
净利润	3,651	3,669	3,704	3,802	3,935	同业资产增速	22.78%	3.81%	3.00%	7.00%	10.00%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	12.56%	19.44%	12.00%	10.00%	10.00%
贷款总额	253,869	276,138	294,903	311,134	326,666	其他资产增速	2.70%	1.11%	1.00%	1.80%	2.30%
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	158,520	174,372	191,810	存款增速	12.22%	3.93%	4.00%	4.00%	3.00%
生息资产	436,199	475,204	513,676	549,625	587,512	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	5,271	10,234	14,049	股东权益增速	7.49%	5.67%	9.61%	9.33%	11.87%
总资产	446,971	488,217	527,052	568,531	610,832	<b>存款结构</b>					
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	<b>贷款结构</b>					
股东权益	37,766	39,873	43,706	47,784	53,458	企业贷款(不含贴现)	61.9%	61.6%	63.0%	64.0%	64.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	33.2%	31.6%	30.2%	29.2%	29.2%
每股净利润(元)	1.02	1.03	1.04	1.06	1.10	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.61	1.54	1.53	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	11.38	12.60	14.25	正常	96.79%	97.30%	97.40%	97.40%	97.40%
每股总资产(元)	125.41	136.98	147.88	159.52	171.39	关注	1.85%	1.40%	1.26%	1.33%	1.33%
P/E	6.86	6.83	6.77	6.59	6.37	次级	0.38%	0.50%	0.45%	0.45%	0.45%
P/PPOP	4.36	4.56	4.59	4.47	4.32	可疑	0.45%	0.58%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	0.73	0.69	0.62	0.56	0.49	损失	0.53%	0.22%	0.34%	0.33%	0.33%
P/A	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	拨备覆盖率	213.9%	214.9%	193.4%	193.9%	193.9%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.60%	1.40%	1.28%	1.22%	1.17%	资本充足率	19.10%	19.85%	20.15%	20.46%	20.88%
净利差(Spread)	1.45%	1.26%	1.14%	1.08%	1.05%	核心资本充足率	13.72%	14.43%	14.40%	15.34%	16.16%
贷款利率	3.86%	3.44%	3.25%	3.15%	3.00%	资产负债率	91.55%	91.83%	91.71%	91.60%	91.25%
存款利率	1.86%	1.65%	1.50%	1.45%	1.35%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.42%	3.13%	2.90%	2.82%	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%	1.76%	1.74%	1.68%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.86%	0.78%	0.73%	0.69%	0.67%						
ROAE	9.99%	9.42%	8.84%	8.29%	7.75%						
拨备前利润率	1.36%	1.17%	1.07%	1.02%	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