

公司研究

经营稳中有进，资产质量稳健

——工商银行（601398.SH）2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：7.01 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

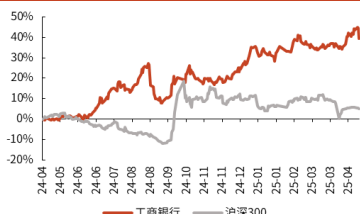
010-57378035

dongwx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元):	24,984.08
一年最低/最高(元):	4.98/7.34
近 3 月换手率:	13.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.74	4.00	34.16
绝对	1.74	2.79	38.77

资料来源：Wind

要点

事件：

工商银行发布 2025 年一季度报告，报告期内实现营业收入 2128 亿，同比下降 3.2%；实现归母净利润 842 亿，同比下降 4%。归属普通股股东加权平均净资产收益率 9.06%，同比下降 1 个百分点。

点评：

主要指标合理增长，营收盈利增速环比下降。25Q1 工商银行营收、PPOP、归母净利润同比分别下降 3.2%、3.6%、4%，营收、归母净利润降幅分别较 2024 年走阔 0.7、4.5pct，PPOP 降幅较 2024 年收窄 0.7pct。营收主要构成上，净利息收入、非息收入同比分别下降 2.9%、4.2%，降幅较上年分别走阔 0.2、2.3pct。拆分盈利同比增速结构，规模扩张为主要贡献分项，拉动业绩增速 14.7pct；从边际变化看，规模扩张正贡献稳中略降，净息差负向拖累收窄，非息收入负向拖累小幅走阔，拨备正贡献有所收窄。

扩表保持较高强度，重点领域信贷投放持续加力。25Q1 末，工商银行生息资产、贷款分别同比增长 8.2%、8.5%，增速较上年末分别下降 0.4、0.3pct；贷款占生息资产比重较上年末下降 0.6pct 至 59.5%。1Q 生息资产增量 2.7 万亿，其中，新增贷款、金融投资、同业资产规模分别为 1.31 万亿、0.92 万亿、0.47 万亿，贷款、金融投资分别同比多增 271 亿、5887 亿。年初政府债发行前置背景下，公司适时加大配置力度，债券投资出现同比较大幅度多增。

1Q 新增贷款中，对公贷款、零售贷款、票据贴现增量分别为 1.11 万亿、1820 亿、175 亿，开年信贷投放主要由对公贷款驱动。信贷投向上，制造业、战略性新兴产业、绿色、普惠、民营、涉农贷款增速均高于各项贷款平均水平，信贷资源持续加大向重大战略、重点领域和薄弱环节倾斜。

负债规模保持平稳增长，存款定期化态势延续。25Q1 末，工商银行付息负债、存款分别同比增长 8.5%、4%，增速较上年末分别变动-0.8、0.1pct。1Q 付息负债增量 2.81 万亿，其中，新增存款、应付债券、同业负债规模分别为 1.64 万亿、0.44 万亿、0.73 万亿，1Q 存款同比多增 872 亿。25Q1 末，存款占付息负债比重较上年末下降 1.4pct 至 79.1%。存款期限结构上，1Q 定期存款、活期存款分别增加 1.25 万亿、3967 亿。25Q1 末，定期存款占比较上年末提升 0.8pct 至 60.4%，存款定期化态势延续。

净息差较上年收窄 9bp 至 1.33%。25Q1 工商银行披露净息差 1.33%，较 2024 年收窄 9bp，同比 24Q1 下降 15bp。按期初期末时点平均生息资产测算，25Q1 净息差 1.29%，较 2024 年收窄 10bp。**资产端来看**，生息资产收益率环比 2024 年下降 33bp 至 2.79%，预估主要受到 LPR 下调、年初存量贷款滚动重定价、新发放贷款利率下行等因素拖累；**负债端来看**，随着公司加强存款定价管理、有序推进负债成本下行，25Q1 付息负债成本率较 2024 年下降 26bp 至 1.65%，部分对冲资产端收益率下行压力。

非息收入同比下降 4.2%，主要受净其他非息收入拖累。工商银行 25Q1 非息收入同比下降 4.2%至 560 亿，非息收入占比 26.6%，较上年提升 3.9pct。非息收入构成上，**(1) 净手续费及佣金收入**同比下降 1.2%至 388.8 亿，降幅较 2024 年收窄 7.1pct，预估主要受益公司拓展多元化的中收业务来源，及前期降费影响基数效应逐步消退；**(2) 净其他非息收入**同比下降 10.4%至 171.1 亿，增速较 2024 年下降 19.6pct。从主要变动科目看，1Q 投资收益 133.4 亿，同比多增 41.3 亿；公允价值变动亏损 25.4 亿，24Q1 为正收益 59.8 亿，1Q25 债市波动加大，TPL 户债券投资价值重估对收入形成一定扰动。此外，汇兑净亏损收窄至 10.4 亿，24Q1 为亏损 39 亿。

资产质量保持稳健，拨备覆盖率稳中略升。25Q1 末，工商银行不良贷款余额较上年末增加 159 亿至 3954 亿，不良贷款率 1.33%，较上年末略降 1bp。在资产质量保持稳健情况下，25Q1 计提信用减值损失 571.4 亿，同比少提 29.4 亿，降幅 4.9%。公司妥善安排使用核销资源，拨备余额进一步增加，截至 25Q1 末，拨备覆盖率为 215.7%，较上年末小幅提升 0.8pct；拨贷比为 2.87%，较上年末持平，保持较强风险抵御能力。

扩表强度高加剧资本消耗，各级资本充足率均有下降。25Q1 末，工商银行 RWA 同比增长 4.9%，增速较上年末提升 0.5pct。25Q1 末，公司核心一级/一级/资本充足率分别为 13.89%、15.11%、19.15%，较上年末分别下降 21、25、24bp。工行资本充足率安全边际厚实，按照发行特别国债注资大行“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，被注资时点或相对靠后，短期内不太可能有因注资价格可能低于 1 倍市净率而摊薄 EPS 的扰动，拉长时间轴看，随着注资增厚核心一级资本，资本安全边际将进一步增厚，为增强信贷投放夯实基础。

盈利预测、估值与评级。工商银行近年来持续推进实施“扬长补短、固本强基”战略布局，并深入推进 GBC+（政务、产业、个人服务）基础性工程。25Q1 持续加大重点领域信贷支持力度，经营开局良好，不良率较年初稳中略降，展现了大行的稳健特质。维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 1.05/1.08/1.11 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.64/0.60/0.56 倍。维持“买入”评级。

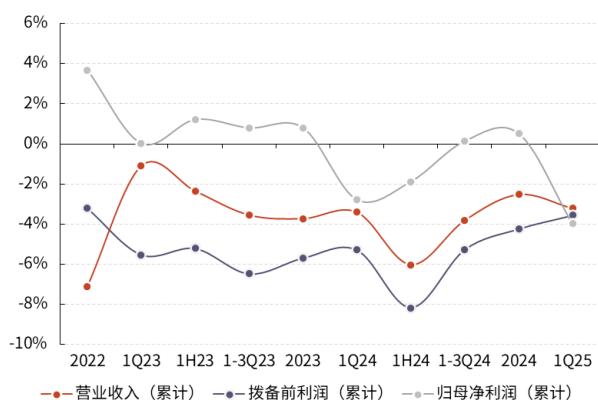
风险提示：经济复苏景气度不及预期，贷款利率下行压力加大。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	843,070	821,803	814,915	828,044	846,354
营业收入增长率	-3.7%	-2.5%	-0.8%	1.6%	2.2%
净利润（百万元）	363,993	365,863	372,560	383,373	395,513
净利润增长率	0.8%	0.5%	1.8%	2.9%	3.2%
EPS（元）	1.02	1.03	1.05	1.08	1.11
ROE（归属母公司）	11.12%	10.38%	9.86%	9.48%	9.15%
P/E	6.86	6.83	6.71	6.52	6.32
P/B	0.73	0.69	0.64	0.60	0.56

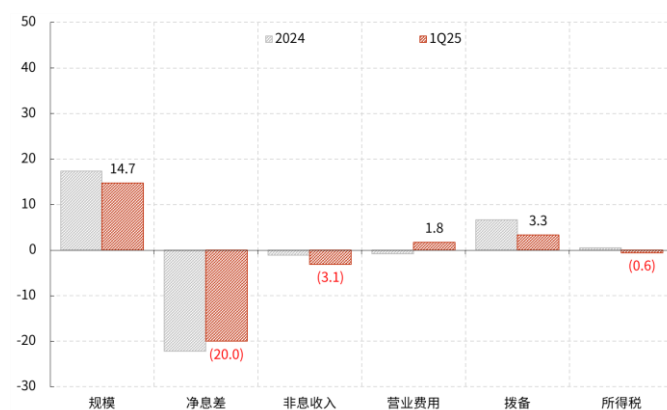
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-30

图 1：工商银行营收及盈利累计增速



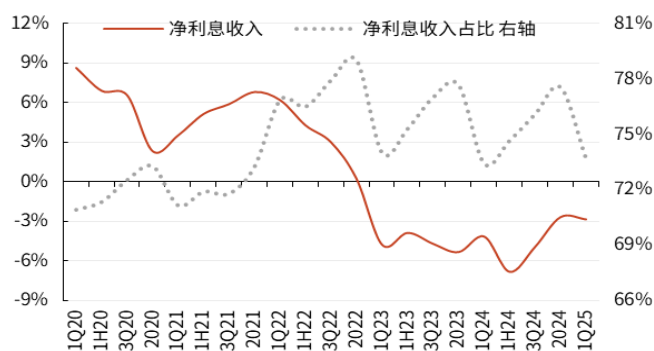
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：工商银行业绩同比增速拆分 (%)



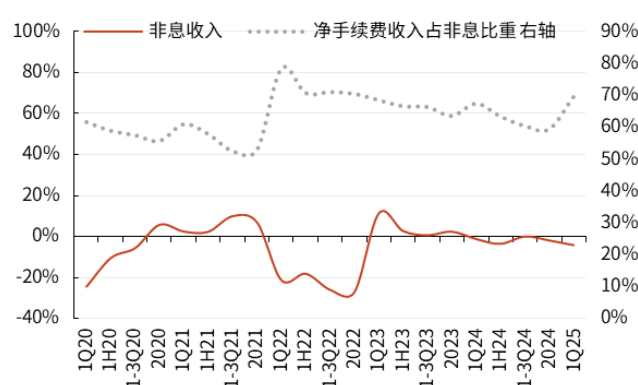
资料来源：公司财报，光大证券研究所；单位：%

图 3：工商银行净利息收入增速及占比



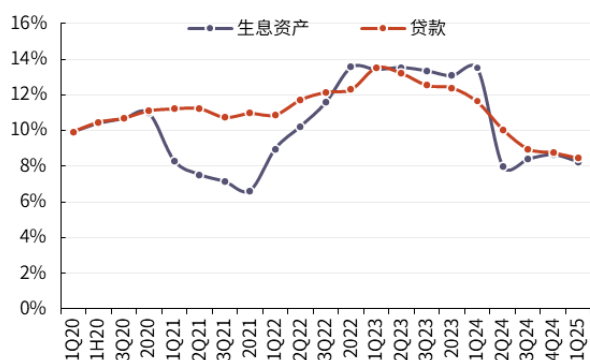
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：工商银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



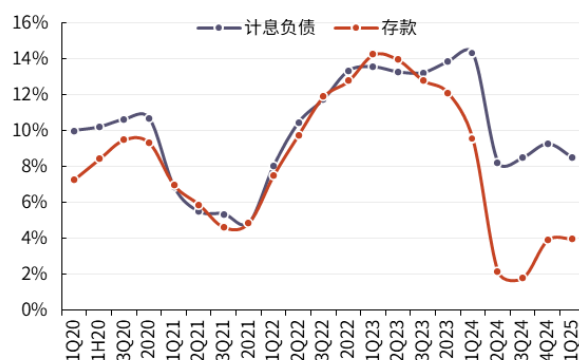
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：工商银行生息资产及贷款增速



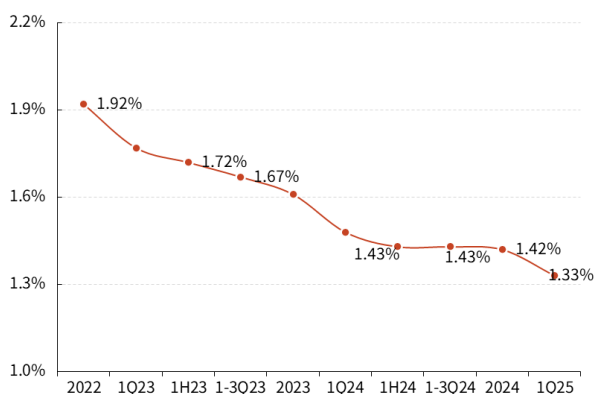
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：工商银行计息负债及存款增速



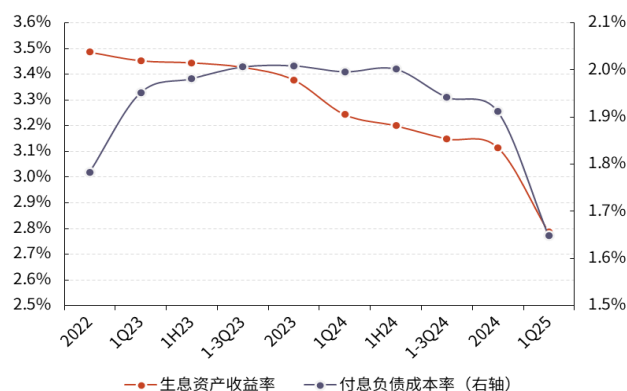
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：工商银行净息差走势（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 8：工商银行生息资产收益率及计息负债成本率（测算值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 2：工商银行资产质量主要指标

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25
不良贷款率	1.38%	1.38%	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%
较上季变动 (pct)	(0.02)	0.00	(0.02)	0.00	0.00	0.00	(0.01)	0.00	(0.01)	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	3.33%	N/A	3.15%	N/A	3.21%	N/A	3.27%	N/A	3.36%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	59.2%	N/A	55.2%	N/A	63.1%	N/A	66.6%	N/A	74.9%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	209.5%	213.6%	218.6%	216.2%	214.0%	216.3%	218.4%	220.3%	214.9%	215.7%
较上季变动 (pct)	2.7	4.1	5.1	(2.4)	(2.3)	2.3	2.1	1.9	(5.39)	0.79
拨贷比	2.90%	2.94%	2.97%	2.94%	2.90%	2.93%	2.95%	2.96%	2.87%	2.87%
较上季变动 (pct)	(0.00)	0.04	0.03	(0.03)	(0.04)	0.03	0.02	0.01	(0.09)	0.00

资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 3：工商银行资本充足率

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25
资本充足率	19.26%	18.79%	18.45%	18.79%	19.10%	19.21%	19.16%	19.25%	19.39%	19.15%
较上季变动 (pct)	0.40	(0.47)	(0.34)	0.34	0.31	0.10	(0.05)	0.09	0.14	(0.24)
一级资本充足率	15.64%	15.22%	14.67%	14.83%	15.17%	15.18%	15.25%	15.23%	15.36%	15.11%
较上季变动 (pct)	0.36	(0.42)	(0.55)	0.16	0.34	0.01	0.07	(0.02)	0.13	(0.25)
核心一级资本充足率	14.04%	13.70%	13.20%	13.39%	13.72%	13.78%	13.84%	13.95%	14.10%	13.89%
较上季变动 (pct)	0.36	(0.34)	(0.50)	0.19	0.33	0.05	0.06	0.11	0.15	(0.21)
风险加权资产同比增速	2.5%	5.9%	9.6%	10.5%	10.9%	8.4%	3.6%	4.1%	4.3%	4.9%
较上季变动 (pct)	(1.59)	3.44	3.7	0.9	0.4	(2.5)	(4.7)	0.5	0.2	0.52

资料来源：公司财报，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	843,070	821,803	814,915	828,044	846,354
净利息收入	655,013	637,405	630,049	640,815	654,320
非息收入	188,057	184,398	184,866	187,229	192,034
净手续费及佣金收入	119,357	109,397	106,115	106,115	109,299
净其他非息收入	68,700	75,001	78,751	81,114	82,736
营业支出	422,310	400,918	386,360	387,023	391,338
拨备前利润	572,782	548,490	571,383	580,573	593,390
信用及其他减值损失	150,816	126,663	141,885	138,610	137,432
税前利润	421,966	421,827	429,497	441,963	455,958
所得税	56,850	54,881	55,835	57,455	59,275
净利润	365,116	366,946	373,663	384,508	396,684
归属母公司净利润	363,993	365,863	372,560	383,373	395,513

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.43%	3.15%	2.99%	2.92%	2.89%
贷款收益率	3.86%	3.44%	3.30%	3.25%	3.23%
付息负债成本率	2.05%	1.94%	1.89%	1.87%	1.87%
存款成本率	1.89%	1.68%	1.60%	1.57%	1.57%
净息差	1.60%	1.41%	1.28%	1.22%	1.16%
净利差	1.38%	1.21%	1.10%	1.05%	1.01%
RORWA	1.56%	1.46%	1.41%	1.35%	1.26%
ROAA	0.87%	0.78%	0.73%	0.70%	0.67%
ROAE	11.12%	10.38%	9.86%	9.48%	9.15%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.36%	1.34%	1.35%	1.35%	1.36%
拨备覆盖率	214.0%	214.9%	211.4%	207.7%	203.4%
拨贷比	2.90%	2.87%	2.85%	2.81%	2.77%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.10%	19.39%	19.19%	18.80%	17.48%
一级资本充足率	15.17%	15.36%	15.33%	15.15%	14.20%
核心一级资本充足率	13.72%	14.10%	14.15%	14.06%	13.23%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-4-30

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	44,697,079	48,821,746	52,932,109	57,010,082	60,885,048
发放贷款和垫款	26,086,482	28,372,229	30,500,146	32,543,656	34,496,275
同业资产	6,316,568	5,680,935	6,202,166	6,530,527	6,818,540
金融投资	11,037,711	13,143,137	14,260,304	15,401,128	16,556,213
生息资产合计	43,440,761	47,196,301	50,962,616	54,475,311	57,871,028
总负债	40,920,491	44,834,480	48,680,175	52,484,642	56,077,146
吸收存款	32,985,681	34,277,636	36,505,682	38,513,495	40,054,035
市场类负债	5,989,115	8,312,864	9,755,602	11,375,641	13,263,594
付息负债合计	38,974,796	42,590,500	46,261,285	49,889,136	53,317,629
股东权益	3,776,588	3,987,266	4,251,933	4,525,439	4,807,902
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
归属母公司权益	3,756,887	3,969,841	4,233,406	4,505,777	4,787,069

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	12.8%	9.2%	8.4%	7.7%	6.8%
生息资产	13.1%	8.6%	8.0%	6.9%	6.2%
付息负债	13.9%	9.3%	8.6%	7.8%	6.9%
贷款余额	12.4%	8.8%	7.5%	6.7%	6.0%
存款余额	12.1%	3.9%	6.5%	5.5%	4.0%
净利息收入	-5.3%	-2.7%	-1.2%	1.7%	2.1%
净手续费及佣金收入	-7.7%	-8.3%	-3.0%	0.0%	3.0%
营业收入	-3.7%	-2.5%	-0.8%	1.6%	2.2%
拨备前利润	-5.7%	-4.2%	4.2%	1.6%	2.2%
归母净利润	0.8%	0.5%	1.8%	2.9%	3.2%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	1.02	1.03	1.05	1.08	1.11
PPOPPS (元)	1.61	1.54	1.60	1.63	1.66
BVPS (元)	9.55	10.23	10.97	11.73	12.52
DPS (元)	0.31	0.31	0.31	0.32	0.33
P/E	6.86	6.83	6.71	6.52	6.32
P/POP	4.36	4.56	4.37	4.30	4.21
P/B	0.73	0.69	0.64	0.60	0.56

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP