

2025 年 05 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

规模平稳增长，非息影响营收

—工商银行（601398.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：罗云峰 S1050524060001

luoyf2@cfsc.com.cn

分析师：黄海澜 S1050523050002

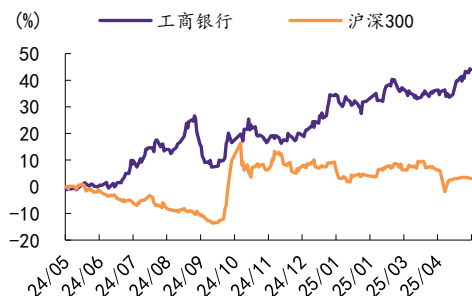
huanghl@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-30

当前股价（元）	7.01
总市值（亿元）	24984
总股本（百万股）	356406
流通股本（百万股）	269612
52 周价格范围（元）	5.37-7.29
日均成交额（百万元）	2286.09

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

工商银行发布 2024 年年报及 25Q1 季报，2024/25Q1 实现营业收入 8218/2127.7 亿元，同比-2.52%/-3.22%；归母净利润 3658.6/841.6 亿元，同比+0.51%/-3.99%。25Q1 不良率较年初下降 0.01pct 至 1.33%，拨备覆盖率环比上升 0.8pct 至 215.7%。

投资要点

■ 盈利增速放缓，息差下行压力仍在

公司 25Q1 营收同比-3.22%，增速较 24A 放缓 0.7pct；归母净利润同比-3.99%，增速较 24A 放缓 4.5 pct，盈利增速放缓。主要归因：利息收入和非息收入均有所放缓，拨备计提力度不大。

■ 存贷增长稳健

25Q1 总资产同比增长 8.3%至 51.5 万亿元，增速较 24A 回落 0.9pct。其中存款同比增长 4%至 36.4 万亿元，贷款总额同比增长 8.5%至 29.7 万亿元。从增量来看，一季度新增贷款 1.31 万亿元，较去年同期多增 0.03 万亿元。

■ 息差环比回落，同比降幅收窄

25Q1 公司息差环比下降 9bp 至 1.33%，主要源于资产端收益率的降幅大于负债端成本改善幅度。资负两端来看：25Q1 估算资产收益率环比下降 0.3pct 至 2.8%，受到贷款利率行业性下行，LPR 重定价影响。25Q1 估算负债成本率环比下降 0.3pct 至 1.7%，定期存款占比较 24 年年底上升 1.9pct 至 59.5%。

■ 中收企稳，非息收入增速回落

25Q1 非息收入同比-4.2%（较 24A 下降 2.2pct），主要由于市场利率上升使得公允价值变动损失增加。中收同比-1.2%，降幅较 2024 年收窄 7.2 pct。25Q1 成本收入比同比+1.2 pct 至 22%，维持较优水平。25Q1 公司有效税率升至 15%，同比上升 0.9pct。

■ 不良延续下行，资本保持优异

25Q1 不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.33%、215.7%，环比-1bp、+0.8pct，资产质量持续改善。公司一季度末核心一级资

本充足率 13.89%，一级资本充足率 15.11%，资本充足率 19.15%。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3644、3757、3884 亿元，EPS 分别为 1.02、1.05、1.09 元，当前股价对应 PB 分别为 0.64、0.58、0.54 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济环境波动、息差压力上升、不良加速暴露。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	8,218	8,285	8,529	8,795
增长率(%)	-2.5%	0.8%	2.9%	3.1%
归母净利润(亿元)	3,659	3,644	3,757	3,884
增长率(%)	0.5%	-0.4%	3.1%	3.4%
EPS(元)	1.03	1.02	1.05	1.09
股息率(%)	4.4%	4.4%	4.5%	4.7%
市盈率(P/E)	6.83	6.86	6.65	6.43
市净率(P/B)	0.69	0.64	0.58	0.54

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（亿元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
存放央行	32,508	32,508	32,508	32,508	净利息收入	6,374	6,515	6,812	7,112
同业资产	24,301	25,030	25,781	26,554	手续费及佣金	1,094	1,072	1,051	1,030
贷款总额	283,722	306,988	331,547	357,407	其他收入	750	698	666	653
贷款减值准备	8,151	8,570	9,021	9,508	营业收入	8,218	8,285	8,529	8,795
贷款净额	276,138	298,418	322,525	347,899	税金及附加	-108	-83	-85	-88
证券投资	141,536	155,689	171,258	188,384	业务及管理费	-2,305	-2,351	-2,398	-2,446
其他资产	14,301	11,642	10,726	10,765	营业支出	-2,412	-2,434	-2,483	-2,534
资产合计	488,217	523,288	562,799	606,111	拨备前利润	5,806	5,852	6,046	6,261
同业负债	61,145	70,317	80,865	92,994	资产减值损失	-1,267	-1,366	-1,470	-1,580
存款余额	348,370	365,788	384,078	403,282	税前利润	4,218	4,164	4,255	4,359
应付债券	20,287	24,345	29,214	35,056	所得税	-549	-509	-487	-464
其他负债	16,846	18,531	20,384	22,423	税后利润	3,669	3,655	3,768	3,895
负债合计	348,370	365,788	384,078	403,282	少数股东损益	11	11	11	11
股东权益	39,873	42,441	46,207	50,099	归母净利润	3,659	3,644	3,757	3,884

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股数据（元/股）					收入和规模增速				
每股净利润（元）	1.03	1.02	1.05	1.09	总资产	9.2%	7.2%	7.6%	7.7%
每股拨备前利润（元）	1.63	1.64	1.70	1.76	生息资产	8.9%	7.9%	7.9%	7.8%
每股净资产（元）	10.23	10.95	12.00	13.09	付息负债	9.2%	7.1%	7.3%	7.5%
每股总资产（元）	136.98	146.82	157.91	170.06	贷款余额	8.8%	8.2%	8.0%	7.8%
P/E	6.8	6.9	6.6	6.4	存款余额	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
P/PPOP	4.3	4.3	4.1	4.0	净利息收入	-2.7%	2.2%	4.6%	4.4%
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	净手续费及佣金收入	-8.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
P/A	0.1	0.0	0.0	0.0	营业收入	-2.5%	0.8%	2.9%	3.1%
盈利能力					拨备前利润	-4.1%	0.8%	3.3%	3.6%
生息资产收益率	3.17%	2.93%	2.89%	2.85%	归母净利润	0.5%	-0.4%	3.1%	3.4%
贷款收益率	3.40%	3.08%	2.96%	2.84%	资产质量				
付息负债成本率	1.94%	1.83%	1.83%	1.83%	不良贷款率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
存款成本率	1.72%	1.57%	1.53%	1.49%	拨备覆盖率	214.9%	209.7%	204.6%	199.8%
净息差	1.42%	1.30%	1.26%	1.22%	拨贷比	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
净利差	1.23%	1.10%	1.06%	1.02%	资本				
ROAA	0.78%	0.72%	0.69%	0.67%	资本充足率	19.4%	19.2%	19.1%	18.9%
ROAE	10.38%	9.66%	9.19%	8.69%	一级资本充足率	15.4%	15.4%	15.5%	15.5%
拨备前利润率	1.24%	1.16%	1.11%	1.07%	核心一级资本充足率	14.1%	14.2%	14.3%	14.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 固定收益组介绍

罗云峰：华鑫证券研究所所长助理/固收&大类资产配置首席分析师。南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。曾先后就职于国家发展改革委系统和多家券商研究所，政学商逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。新财富最佳分析师、21 世纪金牌分析师、万得金牌分析师、亚洲本币债券最佳卖方从业人员、2020 年“远见杯”中国经济年度预测第一名。

黄海澜：7 年固定收益研究经验，从事固定收益和大类资产配置研究，万得金牌分析师，2023 年 5 月加入华鑫证券研究所。

杨斐然：3 年总量和固定收益研究经验，从事转债研究。上海交通大学学士，南洋理工大学硕士，2024 年 7 月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。