

工商银行(601398)

报告日期: 2025 年 05 月 05 日

核心营收改善

——工商银行 2025 年一季报点评

投资要点

- 工商银行 25Q1 核心营收降幅收窄，不良生成平稳。
- 数据概览
工商银行 2025Q1 营收同比下降 3.2%，降幅较 24A 扩大 0.7pc；利润同比下降 4.0%，较 24A 由增转减。2025Q1 末不良率 1.33%，较 24A 末下降 1bp；2025Q1 末拨备覆盖率 216%，较 24A 末上升 1pc。
- 核心营收改善
工商银行 2025Q1 营收同比下降 3.2%，降幅较 24A 扩大 0.7pc；利润同比下降 4.0%，较 24A 由增转减。其中，核心营收（中收+利息净收入）同比下降 2.5%，降幅较 24A 改善 1.1pc，边际改善。驱动因素来看，主要得益于息差拖累改善，中收增速修复。①息差，25Q1 日均息差环比 24A 下降 9bp，同比 24Q1 下降 15bp，同比降幅较 24A 收敛 4bp；②中收，25Q1 中收同比微降 1.2%，降幅较 24A 的 8.3%显著收敛。
- 息差边际下行
工行 25Q1 单季息差（测算，下同）环比 24Q4 下降 8bp 至 1.29%。①25Q1 资产端收益率环比 24Q4 下降 22bp 至 2.78%，归因 LPR 重定价、市场利率下行等行业共性因素影响。②25Q1 负债端成本率环比 24Q4 下降 17bp 至 1.65%，主要归因存款降息红利释放。
- 不良生成平稳
工行 25Q1 末不良率 1.33%，环比下降 1bp，不良 TTM 生成率 0.43%，环比基本持平，不良生成平稳。拨备方面，25Q1 末拨备覆盖率环比提升 1pc 至 216%。
- 盈利预测与估值
预计工商银行 2025-2027 年归母净利润同比增长 0.39%/4.48%/5.50%，对应 BPS 11.01/11.73/12.50 元。给予目标估值 2025 年 PB 0.74x，对应目标价 8.15 元/股，现价空间 16%，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁
 执业证书号：S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：陈建宇
 执业证书号：S1230522080005
 15014264583
 chenjianyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 7.01
 总市值(百万元) 2,498,407.86
 总股本(百万股) 356,406.26

股票走势图



相关报告

- 1 《息差超预期改善》
2024.05.02
- 2 《息差压力略超预期》
2024.03.28
- 3 《不良生成改善》 2023.10.29

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	821,803	799,427	834,898	885,202
(+/-) (%)	-2.52%	-2.72%	4.44%	6.03%
归母净利润	365,863	367,290	383,761	404,859
(+/-) (%)	0.51%	0.39%	4.48%	5.50%
每股净资产(元)	10.23	11.01	11.73	12.50
P/B	0.69	0.64	0.60	0.56

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

表 1: 工商银行 2025 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	24Q1	24A	25Q1	环比变化	同比变化	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	10.1%	9.9%	9.1%	-0.8pc	-1.0pc	9.2%	8.2%	10.6%	8.3%	8.4%	0.1pc
	ROA (年化)	0.76%	0.78%	0.68%	-10bp	-8.0bp	0.76%	0.70%	0.83%	0.80%	0.67%	-13bp
	拨备前利润	162,530	548,490	156,746	-3.6%	-3.6%	162,530	136,723	138,431	110,806	156,746	41.5%
	同比增速	-5.3%	-4.2%	-3.6%	0.7pc	1.7pc	-5.3%	-11.4%	1.7%	0.1%	-3.6%	-3.6pc
	归母净利润	87,653	365,863	84,156	-4.0%	-4.0%	87,653	82,814	98,558	96,838	84,156	-13.1%
	同比增速	-2.8%	0.5%	-4.0%	-4.5pc	-1.2pc	-2.8%	-0.9%	3.8%	1.6%	-4.0%	-5.6pc
	EPS (未年化)	0.24	0.98	0.23	-2.4%	-2.4%	0.25	0.23	0.28	0.27	0.24	-13.1%
收入拆分	BVPS (未年化)	9.83	10.23	10.41	1.8%	6.0%	9.83	9.79	10.04	10.23	10.41	1.8%
	营业收入	219,843	821,803	212,774	-3.2%	-3.2%	219,843	200,656	205,923	195,381	212,774	8.9%
	同比增速	-3.4%	-2.5%	-3.2%	-0.7pc	0.2pc	-3.4%	-8.8%	1.1%	1.9%	-3.2%	-5.1pc
	利息净收入	161,401	637,405	156,784	-2.9%	-2.9%	161,401	152,549	162,782	160,673	156,784	-2.4%
	生息资产 (期初期末平均, 注 1)	44,836,477	46,028,789	48,618,500	5.6%	8.4%	44,836,477	45,937,578	46,280,874	47,060,228	48,618,500	3.3%
	净息差 (日均余额口径)	1.48%	1.42%	1.33%	-9bp	-15bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.44%	1.38%	1.29%	-9bp	-15bp	1.44%	1.33%	1.41%	1.37%	1.29%	-8bp
非利息净收入	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.24%	3.10%	2.78%	-32bp	-46bp	3.24%	3.12%	3.05%	3.00%	2.78%	-22bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.00%	1.91%	1.65%	-26bp	-35bp	2.00%	1.98%	1.83%	1.82%	1.65%	-17bp
	非利息净收入	58,442	184,398	55,990	-4.2%	-4.2%	58,442	48,107	43,141	34,708	55,990	61.3%
	手续费净收入	39,342	109,397	38,878	-1.2%	-1.2%	39,342	28,063	22,918	19,074	38,878	103.8%
	其他非息收入	19,100	75,001	17,112	-10.4%	-10.4%	19,100	20,044	20,223	15,634	17,112	9.5%
	业务及管理费	45,685	230,460	46,754	2.3%	2.3%	45,685	53,768	57,473	73,534	46,754	-36.4%
	成本收入比	20.78%	28.04%	21.97%	-6.1pc	1.2pc	20.78%	26.80%	27.91%	37.64%	21.97%	-15.7pc
资产减值损失	资产减值损失	60,075	126,663	57,136	-4.9%	-4.9%	60,075	41,994	27,213	-2,619	57,136	-2281.6%
	贷款减值损失	57,130	122,479	55,249	-3.3%	-3.3%	57,130	37,396	28,222	-269	55,249	-20638.5%
	信用成本	0.85%	0.45%	0.76%	31bp	-9bp	0.85%	0.54%	0.40%	0.00%	0.76%	77bp
	所得税费用	14,393	54,881	14,901	3.5%	3.5%	14,393	11,495	12,039	16,954	14,901	-12.1%
	有效税率	14.05%	13.01%	14.96%	1.9pc	0.9pc	14.05%	12.13%	10.82%	14.95%	14.96%	0.0pc
	总资产	47,600,027	48,821,746	51,547,045	5.6%	8.3%	47,600,027	47,116,536	48,357,755	48,821,746	51,547,045	5.6%
	生息资产余额	46,165,493	47,268,370	49,968,629	5.7%	8.2%	46,165,493	45,709,662	46,852,086	47,268,370	49,968,629	5.7%
总负债	贷款总额	27,370,160	28,372,229	29,683,041	4.6%	8.5%	27,370,160	27,837,550	28,095,905	28,372,229	29,683,041	4.6%
	对公贷款	18,503,338	19,414,509	20,543,287	5.8%	11.0%	18,503,338	19,003,007	19,248,668	19,414,509	20,543,287	5.8%
	个人贷款	8,866,822	8,957,720	9,139,754	2.0%	3.1%	8,866,822	8,834,543	8,847,237	8,957,720	9,139,754	2.0%
	同业资产	3,481,526	2,430,093	2,707,886	11.4%	-22.2%	3,481,526	2,171,209	2,522,124	2,430,093	2,707,886	11.4%
	金融投资	12,233,385	14,153,576	15,116,116	6.8%	23.6%	12,233,385	12,988,922	13,291,683	14,153,576	15,116,116	6.8%
	存放央行	3,948,559	3,322,911	3,518,304	5.9%	-10.9%	3,948,559	3,628,128	3,748,270	3,322,911	3,518,304	5.9%
	总负债	43,723,412	44,834,480	47,486,219	5.9%	8.6%	43,723,412	43,252,035	44,435,477	44,834,480	47,486,219	5.9%
付息负债余额	付息负债余额	41,843,445	42,590,500	45,400,150	6.6%	8.5%	41,843,445	41,181,875	42,115,963	42,590,500	45,400,150	6.6%
	吸收存款	34,533,492	34,277,636	35,912,682	4.8%	4.0%	34,533,492	33,613,742	34,074,085	34,277,636	35,912,682	4.8%
	企业活期	n.a	7,158,295	n.a	n.a	n.a	n.a	7,323,016	n.a	7,158,295	n.a	n.a
	个人活期	n.a	6,463,845	n.a	n.a	n.a	n.a	6,149,139	n.a	6,463,845	n.a	n.a
	企业定期	n.a	8,349,110	n.a	n.a	n.a	n.a	8,556,554	n.a	8,349,110	n.a	n.a
	个人定期	n.a	12,077,665	n.a	n.a	n.a	n.a	11,372,222	n.a	12,077,665	n.a	n.a
	同业负债	5,640,793	6,114,520	6,848,013	12.0%	21.4%	5,640,793	5,761,103	5,939,663	6,114,520	6,848,013	12.0%
所有者权益	发行债券	1,457,576	2,028,722	2,470,828	21.8%	69.5%	1,457,576	1,588,738	1,907,690	2,028,722	2,470,828	21.8%
	向央行借款	211,584	169,622	168,627	-0.6%	-20.3%	211,584	218,292	194,525	169,622	168,627	-0.6%
	所有者权益	3,857,572	3,969,841	4,036,224	1.7%	4.6%	3,857,572	3,843,526	3,901,083	3,969,841	4,036,224	1.7%
	总股本	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%
资产质量	不良贷款	370,888	379,458	395,399	4.2%	6.6%	370,888	375,350	377,955	379,458	395,399	4.2%
	不良率	1.36%	1.34%	1.33%	-1bp	-2bp	1.36%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%	-1bp
	关注贷款	n.a	574,171	n.a	n.a	n.a	n.a	534,165	n.a	574,171	n.a	n.a
	关注率	n.a	2.02%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.92%	n.a	2.02%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	406,739	n.a	n.a	n.a	n.a	373,366	n.a	406,739	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.43%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.34%	n.a	1.43%	n.a	n.a
	不良生成额	31,938	111,083	39,250	-64.7%	22.9%	31,938	27,761	21,488	29,896	39,250	31.3%
核销转出额	不良生成率	0.49%	0.43%	0.55%	13bp	6bp	0.49%	0.41%	0.31%	0.43%	0.55%	13bp
	核销转出额	14,552	85,127	23,309	-72.6%	60.2%	14,552	23,299	18,883	28,393	23,309	-17.9%
	核销转出率	16.47%	24.08%	24.57%	0.5pc	8.1pc	16.47%	25.13%	20.12%	30.05%	24.57%	-5.5pc
	逾期90+偏离度	n.a	74.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	66.6%	n.a	74.9%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	216.3%	214.91%	215.70%	0.8pc	-0.6pc	216.3%	218.4%	220.3%	214.9%	215.7%	0.8pc
	拨贷比	2.93%	2.87%	2.87%	0bp	-6bp	2.93%	2.95%	2.96%	2.87%	2.87%	0bp
资本情况	核心一级资本充足率	13.78%	14.10%	13.89%	-21bp	11bp	13.78%	13.84%	13.95%	14.10%	13.89%	-21bp
	一级资本充足率	15.18%	15.36%	15.11%	-25bp	-7bp	15.18%	15.25%	15.23%	15.36%	15.11%	-25bp
	资本充足率	19.21%	19.39%	19.15%	-24bp	-6bp	19.21%	19.16%	19.25%	19.39%	19.15%	-24bp

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	3,322,911	3,331,786	3,598,329	3,886,195
同业资产	2,430,093	2,551,598	2,679,178	2,813,136
贷款总额	28,372,229	30,925,730	33,399,788	36,071,771
贷款减值准备	(815,072)	(828,851)	(830,108)	(832,851)
贷款净额	27,613,781	30,096,878	32,569,680	35,238,920
证券投资	14,153,576	15,081,068	16,141,024	17,282,422
其他资产	1,301,385	2,016,976	2,172,091	2,339,278
资产合计	48,821,746	53,078,306	57,160,301	61,559,953
同业负债	6,284,142	6,786,873	7,329,823	7,916,209
存款余额	34,277,636	37,019,847	39,981,435	43,179,949
应付债券	2,028,722	2,560,849	2,686,001	2,817,268
其他负债	2,243,980	2,442,984	2,634,222	2,840,555
负债合计	44,834,480	48,810,553	52,631,481	56,753,981
股东权益合计	3,987,266	4,267,752	4,528,820	4,805,971

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	637,405	615,029	649,750	699,297
净手续费收入	109,397	109,397	109,397	109,397
其他非息收入	75,001	75,001	75,751	76,509
营业收入	821,803	799,427	834,898	885,202
税金及附加	(10,765)	(9,895)	(10,584)	(11,341)
业务及管理费	(230,460)	(224,185)	(234,132)	(248,239)
营业外净收入	942	0	0	0
拨备前利润	548,490	533,216	556,625	590,044
资产减值损失	(126,663)	(108,219)	(112,570)	(121,575)
税前利润	421,827	424,997	444,055	468,468
所得税	(54,881)	(55,293)	(57,773)	(60,949)
税后利润	366,946	369,704	386,282	407,519
归属母公司净利润	365,863	367,290	383,761	404,859
归属母公司普通股股东净利润	350,900	352,327	368,798	389,896

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	(2.69%)	(3.51%)	5.65%	7.63%
手续费净增速	(8.34%)	0.00%	0.00%	0.00%
非息净收入增速	(1.95%)	0.00%	0.41%	0.41%
拨备前利润增速	(4.24%)	(2.78%)	4.39%	6.00%
归属母公司净利润增速	0.51%	0.39%	4.48%	5.50%
盈利能力				
ROAE	9.96%	9.31%	9.10%	9.03%
ROAA	0.78%	0.72%	0.70%	0.68%
RORWA	1.45%	1.38%	1.35%	1.32%
生息率	3.10%	2.76%	2.76%	2.76%
付息率	1.91%	1.67%	1.67%	1.67%
净利差	1.20%	1.09%	1.09%	1.09%
净息差	1.38%	1.24%	1.23%	1.23%
成本收入比	28.04%	28.04%	28.04%	28.04%
资本状况				
资本充足率	19.39%	19.39%	18.98%	18.47%
核心一级资本充足率	15.36%	15.43%	15.21%	15.00%
风险加权系数	52.66%	51.56%	51.56%	51.56%
股息支付率	31.28%	31.29%	31.29%	31.29%

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	379,458	412,269	440,122	471,588
不良贷款净生成率	0.43%	0.45%	0.45%	0.45%
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.32%	1.31%
拨备覆盖率	215%	201%	189%	177%
拨贷比	2.87%	2.68%	2.49%	2.31%
流动性				
贷存比	82.77%	83.54%	83.54%	83.54%
贷款/总资产	58.11%	58.26%	58.43%	58.60%
平均生息资产/平均总资产	97.07%	96.25%	95.68%	95.59%
每股指标 (元)				
EPS	0.98	0.99	1.03	1.09
BVPS	10.23	11.01	11.73	12.50
每股股利	0.45	0.31	0.32	0.34
估值指标				
P/E	7.12	7.09	6.77	6.41
P/B	0.69	0.64	0.60	0.56
P/PPOP	4.56	4.69	4.49	4.23
股息收益率	6.44%	4.41%	4.62%	4.88%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>