

2025年05月13日

增持（维持）

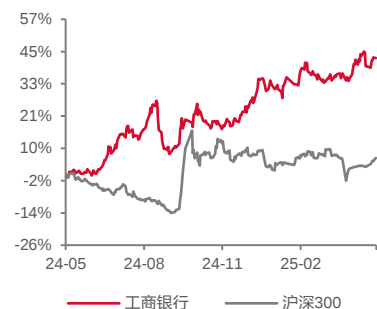
报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2025/05/12
收盘价	7.16
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(%)	92.12%
市净率(倍)	0.63
净资产收益率(加权)	2.26
12个月内最高/最低价	7.34/5.36



相关研究

《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》2025.04.25

《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）：息差和中间业务收入压力或趋于平缓

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司公布2025年一季度报告。2025年Q1，公司实现营业收入2127.74亿元（-3.22%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润841.56亿元（-3.99%，YoY）。Q1末，公司总资产为51.55万亿元（+8.29%，YoY），不良贷款率为1.33%（-1BP，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为215.70%（+0.80pct，QoQ）。Q1净息差为1.33%，同比下降15BPs。
- **政府融资驱动投资类资产增长提速；受需求影响，贷款增速边际放缓。**2025年Q1，受政府融资驱动，工商银行债券投资增速持续提升。对公信贷方面，受需求放缓及隐债置换影响，一般贷款增长略弱于去年同期，带动总贷款增速小幅放缓；票据贴现明显超季节性，这一特征与2024年Q2-Q4类似，反映公司提升票据贴现力度以维持信贷平稳增长。个人信贷未能延续2024Q4的强势，新增规模低于2024年Q1，反映住房、消费、经营贷较弱需求存在粘性，但仍强于2022与2023年同期，反映稳地产、促消费政策的托底效果。银行业“开门红”信贷超预期，夯实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，预计工商银行资产规模有望随行业保持较快增长。
- **存款增速继续小幅回升；关注宏观政策对存款结构的正面影响。**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。2024年Q3“挤水分”影响基本消除，存款增长趋于稳定。2024年Q4存款增速明显回升，2025年Q1存款增速继续小幅回升，反映财政力度加大及存款脱媒放缓的影响。2024下半年工行存款定期化程度随行业继续上升，一方面是由于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。
- **负债端缓冲作用下，息差压力或趋于平缓。**2025年Q1单季息差为1.33%，环比下降约6BPs，同比下降15BPs，降幅较2024年Q4明显扩大，反映重定价效果。测算生息率2.87%，环比下降19BPs，同比下降约46BPs。生息率降幅较大，一方面是因为LPR、存量住房贷款利率重定价较为明显，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。测算付息率为1.65%，环比下降约13BPs，同比下降约33BPs，主要是多轮存款降息重定价、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，资产端而言，存量住房贷款利率及LPR下降的重定价影响将对Q2生息率仍有一点负面影响，另外，降息落地将进一步加大资产端压力。负债端，3月下旬以来资金利率持续下降有望缓冲资产端压力，如果LPR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，负债端缓冲效果明显，息差压力或趋于平缓。
- **手续费及佣金收入降幅继续收窄。**2025年Q1手续费及佣金收入同比降幅继续收窄，或主要是理财及私人银行业务、银行卡、托管业务改善。现阶段手续费及佣金收入仍受到资管费率改革的制约，不过其影响逐步淡化。另外，当前监管层面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。叠加全年Q2-Q3基数较低，手续费及佣金收入有望转增。
- **不良率整体稳定，预计个贷压力可控。**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1.33%，环比下降1BP，续创近年新低。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，政策纾困力度较大，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，预计制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业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：**Q1是重定价高峰，息差下降较为明显，叠加债市调整影响投资收益，单季度营收由增转降。收入承压局面下，公司适当控制管理费用与减值损失，实现归母净利润降幅与收入端大致匹配。由于政策利率下降相对克制，负债端资金与存款利率缓冲效果明显，年内息差压力或趋于平缓。此外，中间业务收入因费率改革影响淡化及资本市场修复具备改善潜力。预计2025-2027年营业收入分别为8175、8330、8802亿元（原预测为8084、8391、8842亿元），归母净利润分别为3682、3724、3821亿元（原预测为3695、3767、3847亿元），对应同比+0.64%、+1.14%与+2.61%。预计2025-2027年末普通股每股净资产为10.91、11.59、12.27元，对应5月12日收盘价PB为0.66、0.62、0.58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、社保基金、被动基金等长线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。

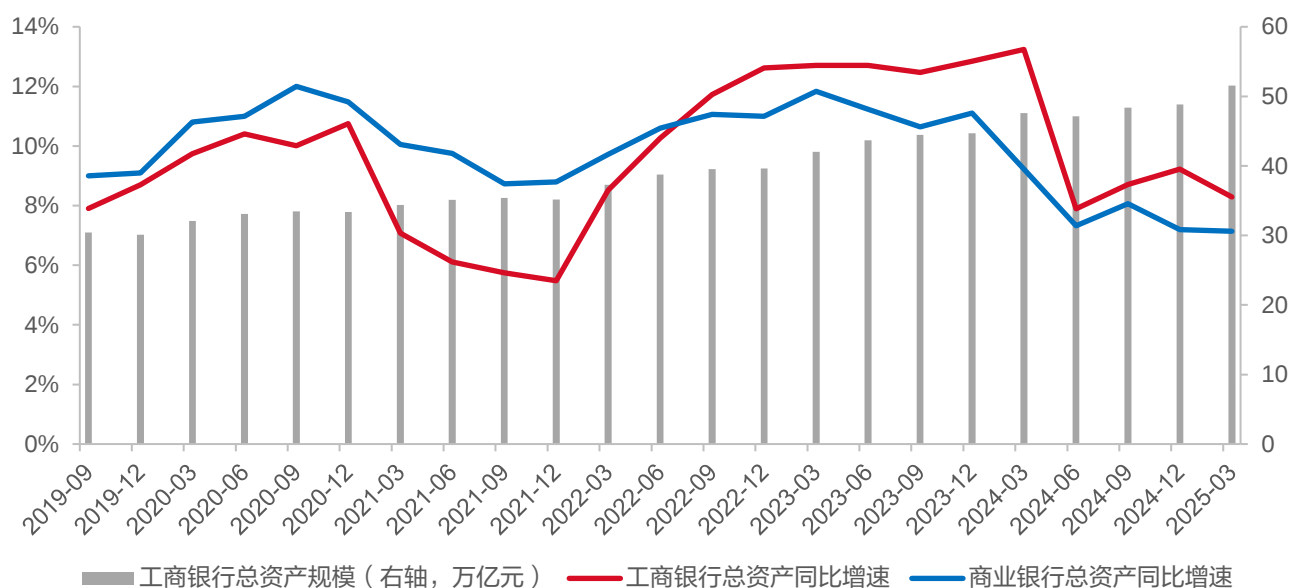
盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	8218	8175	8330	8802
同比增速	-2.52%	-0.52%	1.89%	5.67%
归母净利润（亿元）	3659	3682	3724	3821
同比增速	0.51%	0.64%	1.14%	2.61%
净息差（测算值）	1.38%	1.32%	1.26%	1.25%
不良贷款率	1.34%	1.34%	1.34%	1.34%
不良贷款拨备覆盖率	214.91%	214.38%	205.92%	204.11%
ROE	9.44%	8.98%	8.53%	8.25%
每股盈利（元）	1.03	1.03	1.04	1.07
PE（倍）	6.97	6.93	6.85	6.68
每股净资产（元）	10.23	10.91	11.59	12.27
PB（倍）	0.70	0.66	0.62	0.58

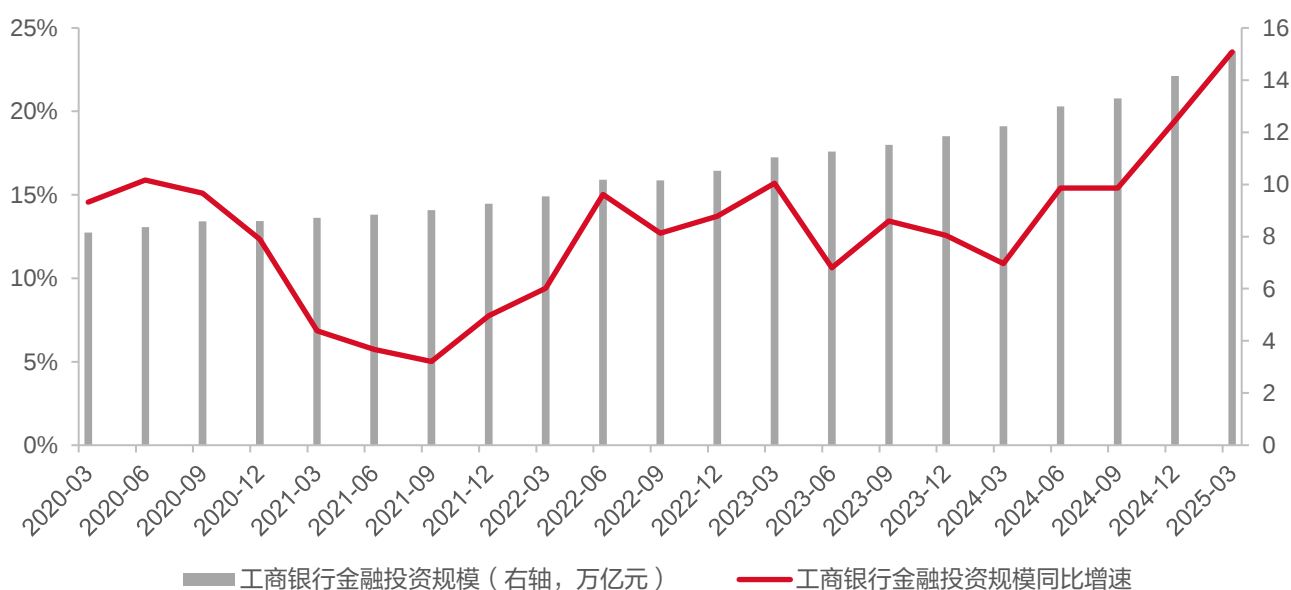
资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2025年5月12日收盘

图表目录

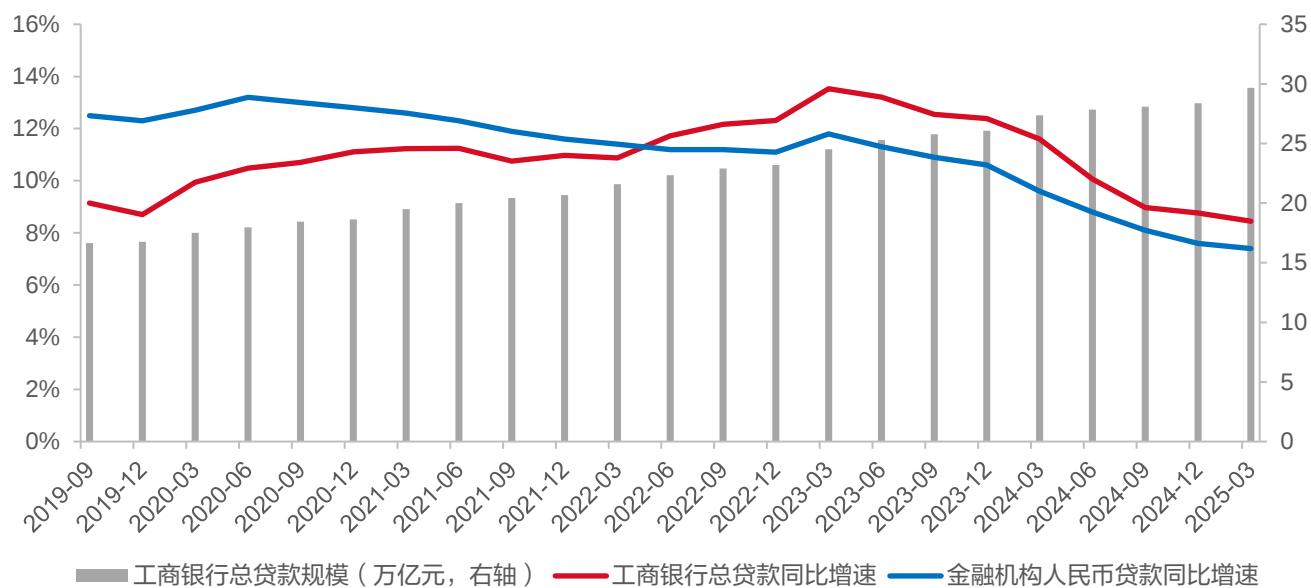
图 1 工商银行总资产规模及增速	4
图 2 工商银行金融投资规模及增速	4
图 3 工商银行总贷款规模及增速	5
图 4 工商银行历年 Q1 新增贷款规模，单位：亿元	5
图 5 工商银行存款规模及增速	6
图 6 工商银行存款结构	6
图 7 工商银行单季度净息差及同比变动	7
图 8 工商银行半年度手续费及佣金收入：亿元	7
图 9 工商银行不良率、关注率及逾期率	8
图 10 工商银行个贷不良率	8
图 11 工商银行对公贷款不良率	9
附录：三大报表预测值	10

图1 工商银行总资产规模及增速

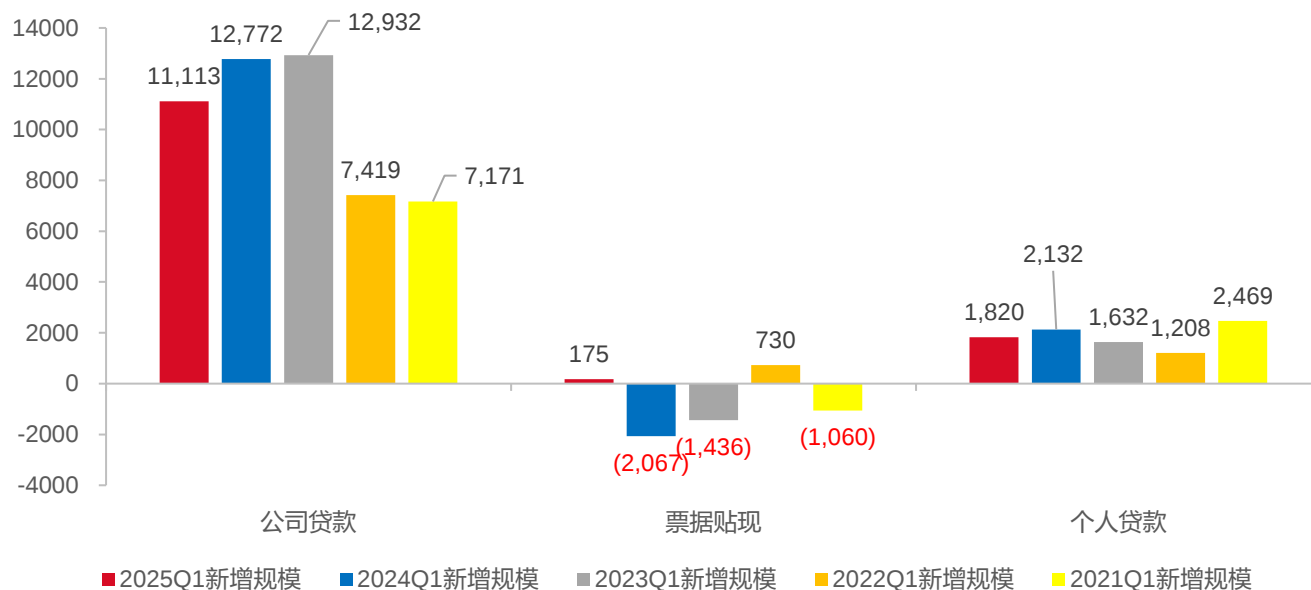
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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

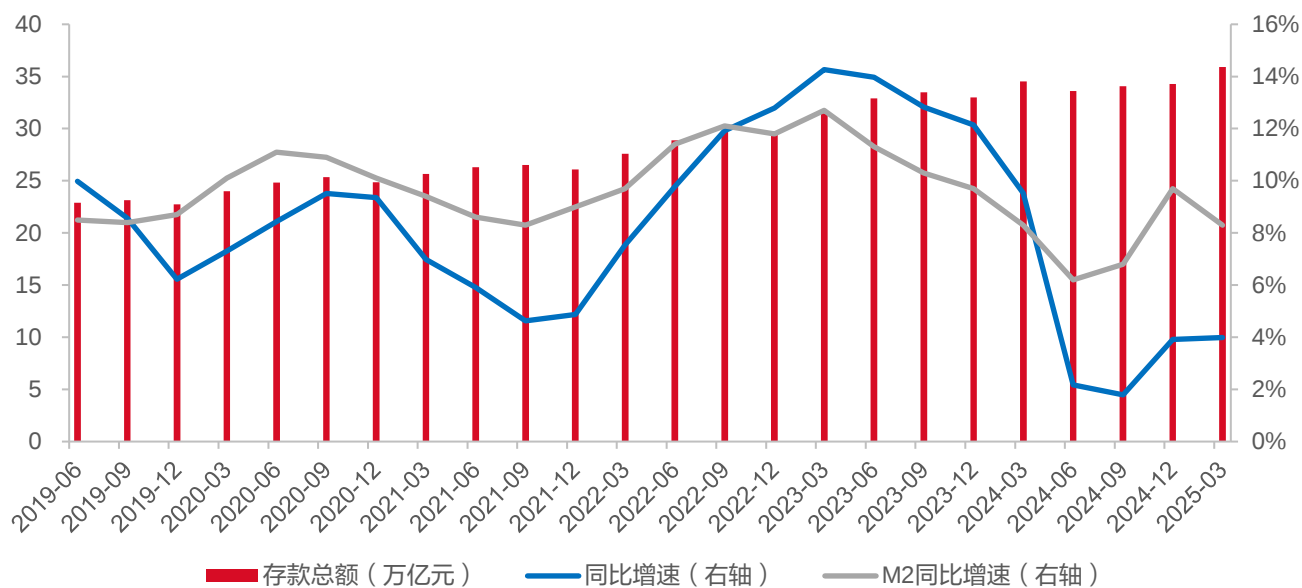
图3 工商银行总贷款规模及增速

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 Q1 新增贷款规模，单位：亿元

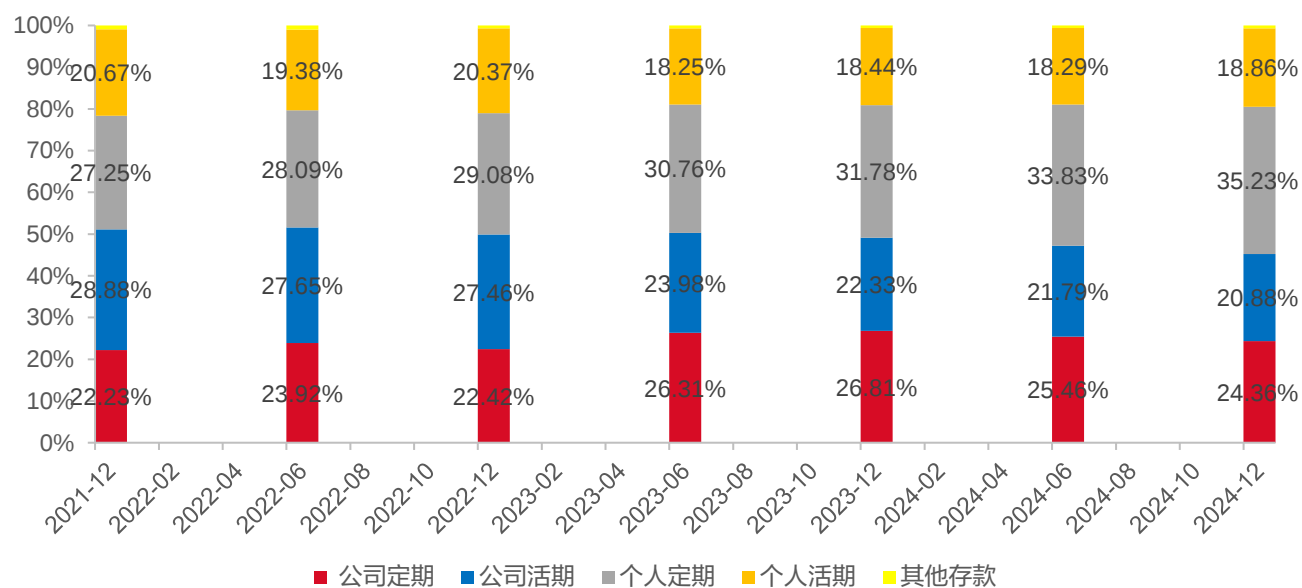
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 工商银行存款规模及增速



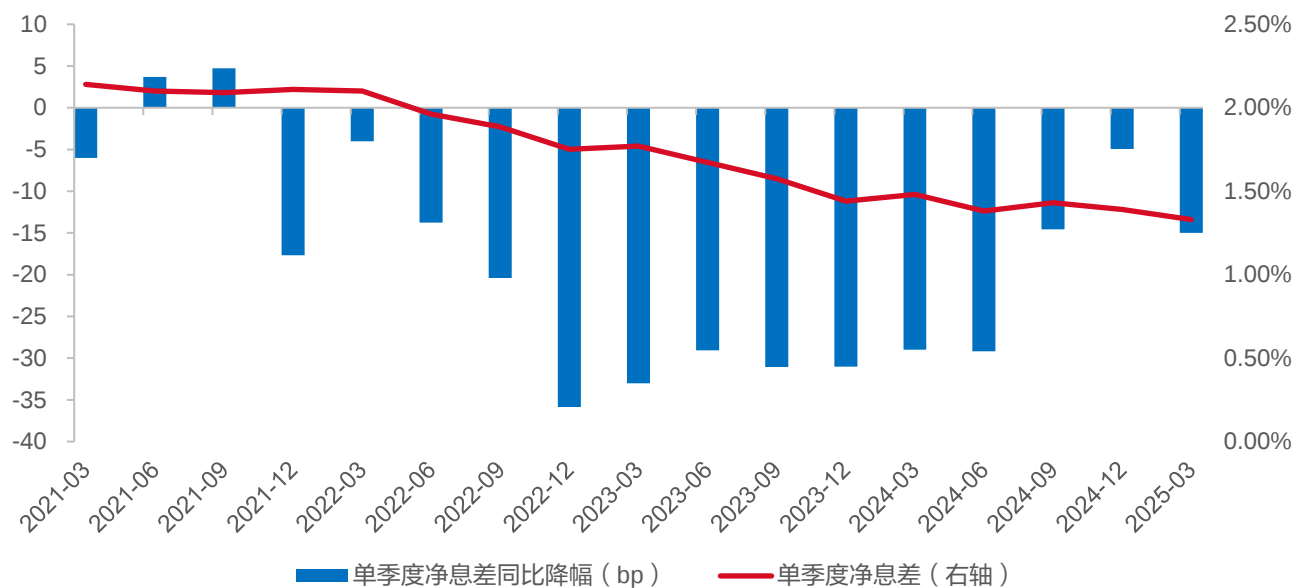
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 工商银行存款结构



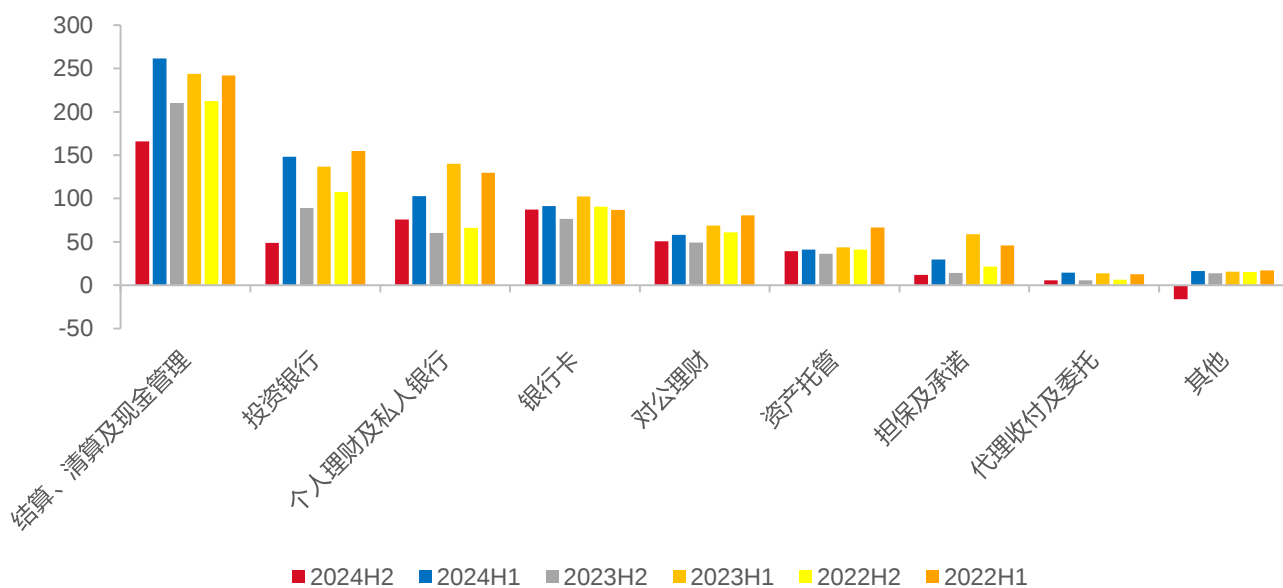
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行单季度净息差及同比变动

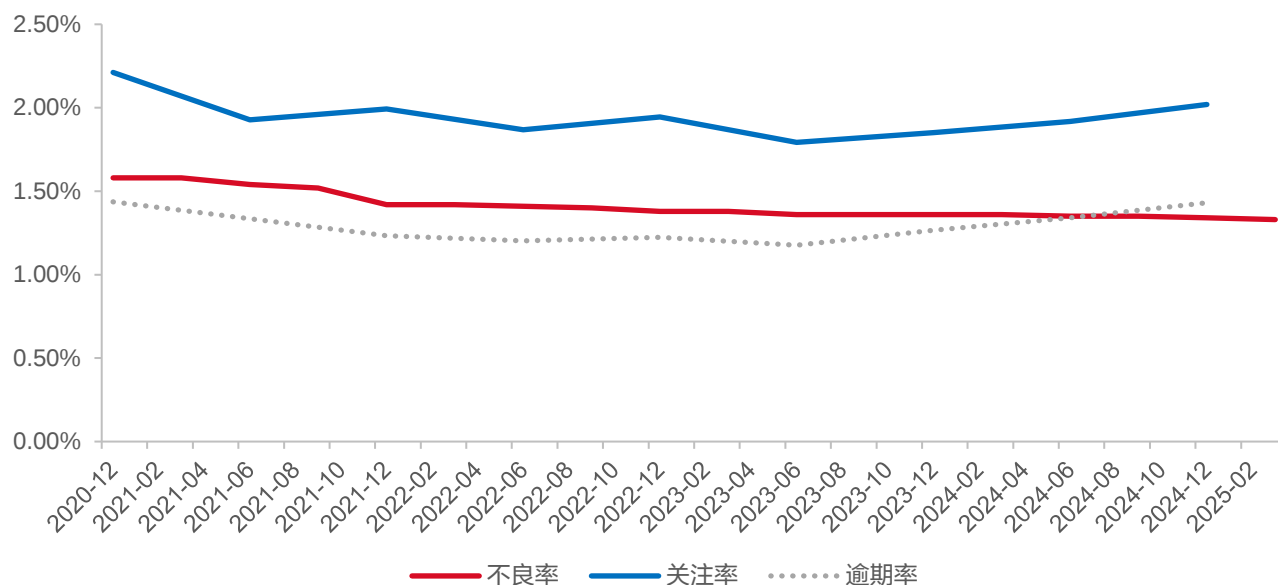


资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

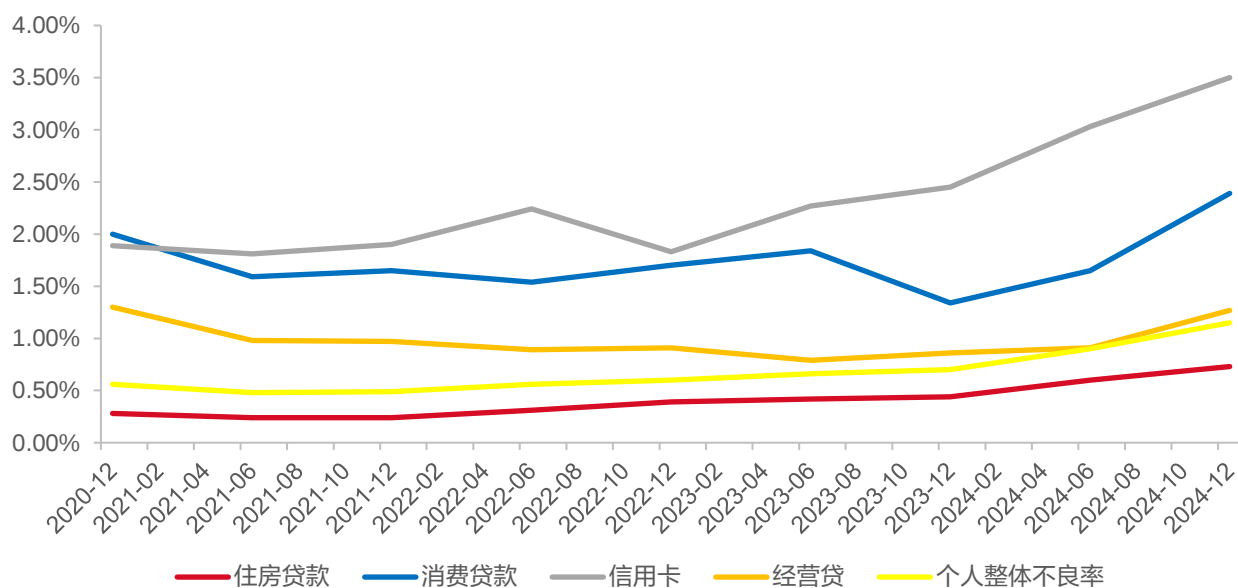
图8 工商银行半年度手续费及佣金收入：亿元



资料来源：工商定期报告，Wind，东海证券研究所

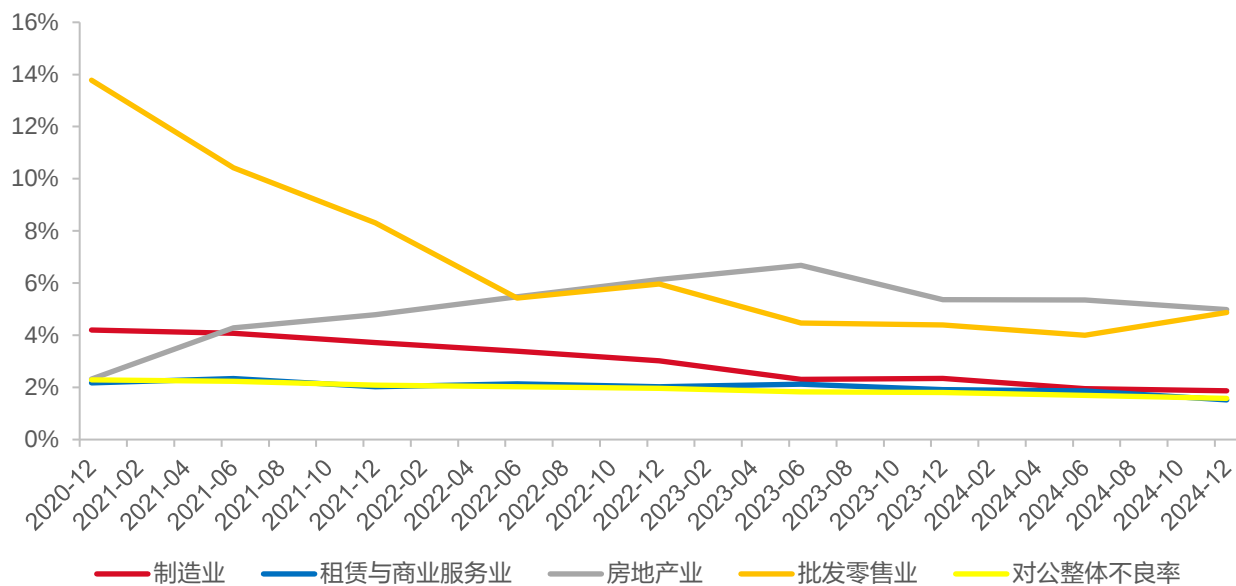
图9 工商银行不良率、关注率及逾期率

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	1.03	1.04	1.07
BVPS (元)	10.23	10.91	11.59	12.27
P/E (倍)	6.97	6.93	6.85	6.68
P/B (倍)	0.70	0.66	0.62	0.58

盈利能力	2024A	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.78%	0.73%	0.70%	0.69%
ROAE	9.44%	8.98%	8.53%	8.25%
净利差 (SPREAD)	1.22%	1.20%	1.15%	1.14%
净息差 (NIM)	1.38%	1.32%	1.26%	1.25%
信贷成本	0.46%	0.46%	0.47%	0.49%
成本收入比	28.04%	28.85%	28.88%	28.15%
所得税有效税率	13.01%	13.20%	12.99%	13.00%

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利息收入	14279	14009	14350	15201
利息支出	7905	7486	7782	8295
利息净收入	6374	6523	6568	6906
手续费净收入	1094	1101	1172	1257
其他非息收入	420	552	590	639
营业收入	8218	8175	8330	8802
营业费用与税金	2412	2456	2498	2575
资产减值损失	1267	1387	1485	1633
营业利润	4209	4263	4347	4594
所得税	549	564	566	599
净利润	3669	3706	3791	4005
母公司所有者利润	3659	3682	3724	3821

业绩增长率	2024A	2025E	2026E	2027E
利息净收入	-2.69%	2.34%	0.68%	5.16%
手续费及佣金净收入	-8.34%	0.61%	6.50%	7.23%
营业收入	-2.52%	-0.52%	1.89%	5.67%
拨备前利润	-4.20%	3.20%	3.21%	6.78%
归母净利润	0.51%	0.64%	1.14%	2.61%

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 5 月 12 日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及存放央行	33229	35881	38048	40346
同业资产	24301	18732	19863	21063
金融投资	141536	154070	162885	172704
贷款总额	283722	305884	324561	344138
贷款损失准备	8155	8796	8933	9446
贷款净额	276138	297732	316280	335352
生息资产总额	472684	500683	530681	562690
总资产	488217	528289	560132	593895
同业负债	61145	66748	70736	74964
存款	348370	376170	398890	422983
应付债券	20287	22146	23469	24872
付息负债	431498	466915	495058	524899
总负债	443891	485680	514869	545828
少数股东权益	174	259	306	434
母公司所有者权益	39698	42351	44958	47632

规模指标	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产增速	9.23%	8.21%	6.03%	6.03%
总贷款增速	8.76%	7.81%	6.11%	6.03%
贷款净额增速	8.77%	7.82%	6.23%	6.03%
存款增速	3.93%	7.98%	6.04%	6.04%
贷存比	81.44%	81.32%	81.37%	81.36%

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%	0.49%	0.56%	0.48%
不良贷款净生成率	0.09%	0.10%	0.07%	0.09%
拨备覆盖率	214.91%	214.38%	205.92%	204.11%
拨备/贷款总额	2.87%	2.88%	2.75%	2.74%

资本	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.39%	19.44%	19.30%	19.14%
核心一级资本充足率	14.10%	14.28%	14.37%	14.43%
杠杆倍数	12.24	12.39	12.37	12.35

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