

银行

2025 年 07 月 28 日

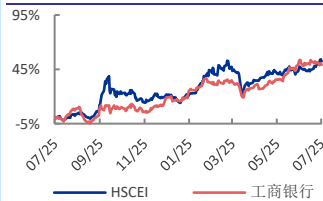
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 07 月 25 日

收盘价（港币）	6.09
恒生中国企业指数	9150.49
52 周最高/最低（港币）	6.48/4.06
H 股市值（亿港元）	21,705.14
流通 H 股（百万股）	86,794.04
汇率（人民币/港币）	1.0991

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com
李禹昊 A0230525070004
liyuh2@swsresearch.com

联系人

李禹昊
(8621)23297818x
liyuh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

工商银行

(01398)

——行稳致远，稳定且可预期的红利优势

投资要点：

- **稳居港股大行股息率之首，低波红利属性更突出。**回顾看，过去五年（2019-2024 年）工行总体保持稳健的盈利表现，归母净利润 CAGR 为 3.2%，背后映射了在资产质量“底盘”相对稳定的基础上，稳步改善的信用成本支撑 ROE 维持 11.5%的中枢水平。基于盈利稳定这一核心前提，我们看到工行（H）对应 25 年股息率约 5.6%、为港股大行最高，有望持续吸引以险资为代表的中长期资金流入（2024 年 12 月，中国平安已举牌工行-H）。客观来看，利率下行周期量难补价，银行经营持续承压，1Q25 工行营收、利润表现阶段性低于预期，但考虑到资产定价下行幅度已有限、负债端存款成本改善空间仍有空间（测算工行 2025/2026 年存款成本降幅分别为 12.1/11.6bps），叠加中收有望触底，预计工行中报营收增速不排除超预期回正，利润降幅也有望收窄，全年业绩回归正增长是大概率事件。
- **依托涉政基本盘及新兴产业赛道双引擎，信贷增速整体平稳。**2019-2024 年间工行信贷 CAGR 约 11.1%，基本持平四大行平均。拆分来看，头雁作用下对公端贡献区间信贷增量的 65%，其中涉政基建类（包含租赁及商务服务业，交运仓储，建筑业，电力、燃气及水的生产，公用事业）贡献总贷款增量的 43.4%；在此基础上，2022 年来工行加大新兴赛道如制造业、绿色、战略新兴、小微贷款投放（分别贡献 2022-2024 年贷款增量的 10.0%/45.7%/27.3%/23.3%），信贷结构加速优化。零售端，2022 年来工行消费类贷款投放偏审慎，受居民购房情绪偏弱及提前还款扰动，过去 2 年按揭也持续负增长，零售信贷资源主要集中于个人经营贷。
- **前期定价更快回落拖累息差较同业不占优，但不应忽视，央行已高度重视“银行资产负债表健康性”，降低负债成本、呵护息差态度空前明确，后续工行息差筑底企稳也是可预期趋势。**测算 1Q25 工行净息差为 1.33%，落后四大行平均（1.34%）。拆分看，扎实存款基础上 2024 年工行存款成本为 1.72%，好于四大行平均约 2bps，但由于工行特殊地位下承担更多让利实体经济责任，信贷定价更快回落（2020-2024 年下降 86bps，高于四大行平均 7bps），2024 年末贷款收益率落后四大行平均约 5bps。央行现阶段高度重视金融安全，而大行自身经营稳定性更与之息息相关。今年 5 月，央行已首次引导存款非对称降息，并在一季度《货币政策执行报告》中首次明确要“降低银行负债成本”，我们预计后续工行息差降幅也将逐步收敛、对营收负贡献渐趋改善。
- **受益对公风险化解，资产质量整体平稳向好，但零售风险暴露节奏仍需关注。**1Q25 工行不良率季度环比下降 1bp 至 1.33%，2020 年来累计下降 25bps；拨备覆盖率保持 215.7%相对高位，较 2020 年末累计提升 35pct。分行业看，稳中向好的资产质量趋势主因对公风险的持续化解，2024 年末房地产、制造业贷款不良率分别较年初下降 38、48bps 至 4.99%、1.87%，带动对公不良率较 2023 年下降 27bps 至 1.50%。但零售风险加速暴露，2024 年零售不良率较年初提升 64bps 至 1.34%，其中按揭/经营贷/消费贷/信用卡分别提升 29/41/105/105bps 至 0.73%/1.27%/2.39%/3.50%。
- **投资分析意见：银行业“哑铃”格局愈发明朗，作为金融稳定的压舱石，“做优做强”国有大行是明确方向；与此同时，伴随长期、耐心资本入市，权重个股也有望直接受益，率先享受估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。**预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 -0.9%、3.1%、4.3%，当前股价对应 25 年 PB 为 0.51 倍，考虑工行平稳 ROE 和突出的股息优势，给予 0.64x25 年目标 PB，对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；地产、零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	843,070.00	821,803.00	812,378.22	829,125.68	864,225.99
同比增长率（%）	(3.73)	(2.52)	(1.15)	2.06	4.23
归母净利润（百万元）	363,993.00	365,863.00	362,618.67	374,008.10	389,910.94
同比增长率（%）	0.79	0.51	(0.89)	3.14	4.25
每股收益（元/股）	0.98	0.98	0.98	1.01	1.05
净资产收益率（%）	10.67	9.96	9.24	8.96	8.79
市盈率	5.66	5.63	5.68	5.50	5.27
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

银行业“哑铃”格局愈发明朗，作为金融稳定的压舱石，“做优做强”国有大行是明确方向；与此同时，伴随长期、耐心资本入市，权重个股也有望直接受益、率先享受估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-0.9%、3.1%、4.3%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.51 倍，考虑工行平稳 ROE 和突出的股息优势，给予 0.64x2025 年目标 PB，对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

预计工商银行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为-0.9%、3.1%、4.3%。1) 规模：预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 7.5%、7.3%、7.0%。2) 息差：预计 2025-2027 年息差分别同比-11、-5、-2bps。3) 资产质量：预计 2025-2027 年不良率分别为 1.33%、1.33%、1.32%，拨备覆盖率分别为 216.7%、221.4%、227.5%。

有别于大众的认识

1) 市场对工行突出的股息优势认知尚不充分。依托稳健的盈利表现（2019-2024 年均 ROE 约 11.5%）、高位平稳的分红水平，叠加短期不受定增摊薄扰动，现阶段工行 H 股股息率为大行第一（对应 2025 年股息率为 5.6%），有望吸引以险资为代表的中长期资金持续流入。

2) 市场对工行后续盈利能力的平稳性认知尚不充分，这本质上源自工行对于金融系统安全性的特殊地位。短期来看，出于真实反映经营压力考虑，一季报业绩表现阶段性低于预期，但伴随存款改善成效兑现，二季度与债市投资相关的非息基数压力缓解、中收有望触底改善，预计利润降幅或也将收窄。中长期视角，工行作为我国规模最大银行，之于金融系统的稳定性和安全性具有特殊意义，在需要银行持续支持实体、消化风险的大背景下，政策呵护银行经营的“健康性”和业绩的“持续性”是必由之路。

股价表现的催化剂

1) 政策持续落地见效，宏观经济复苏好于预期；2) 地产销售回暖趋势延续；3) PMI 持续位于枯荣线上，实体需求修复节奏好于预期带动量价修复。

核心假设风险

经济复苏低于预期，息差持续承压；地产、零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 1：工行前十大股东合计持股占比 70.8%（剔除香港中央结算公司），第一大股东中央汇金持股比例 34.8%（截至 1Q25）

排名	股东	持股比例
1	中央汇金投资有限责任公司	34.8%
2	中华人民共和国财政部	31.1%
3	全国社会保障基金理事会	3.5%
4	中国证券金融股份有限公司	0.7%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	0.3%
6	中国工商银行 - 上证50交易型开放式指数证券投资基金	0.2%
7	中国工商银行股份有限公司 - 华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	0.2%
8	中国建设银行股份有限公司 - 易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	0.1%
合计		70.8%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 2：1Q25 营收、归母净利润下滑客观反映息差压力和非息收入的阶段性扰动

工商银行	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	1Q25
营业收入同比增长	3.2%	6.8%	-7.1%	-3.7%	-3.4%	-6.0%	-3.8%	-2.5%	-3.2%
利息净收入贡献	1.7%	5.0%	0.1%	-4.2%	-3.1%	-5.1%	-3.8%	-2.1%	-2.1%
其中：平均生息资产规模贡献	9.6%	6.2%	7.0%	8.4%	9.0%	7.9%	7.3%	7.2%	5.3%
其中：息差变动贡献	-7.9%	-1.3%	-6.9%	-12.6%	-12.1%	-13.0%	-11.1%	-9.3%	-7.4%
手续费净收入贡献	0.1%	0.2%	-0.4%	-1.1%	-0.5%	-1.4%	-1.4%	-1.2%	-0.2%
其他净收益贡献	1.4%	1.6%	-6.9%	1.6%	0.2%	0.5%	1.4%	0.7%	-0.9%
营业支出贡献（成本收入比）	1.1%	-1.4%	3.8%	-1.8%	-1.8%	-2.2%	-1.4%	-1.7%	-0.2%
拨备贡献利润	-4.1%	2.9%	3.2%	5.1%	1.4%	5.0%	3.4%	4.2%	0.8%
营业外收支贡献	-0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%
实际税率等变化贡献	1.3%	1.9%	3.4%	1.5%	0.9%	1.2%	2.1%	0.5%	-1.0%
少数股东权益贡献	-0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%
归母净利润同比增长	1.2%	10.3%	3.7%	0.8%	-2.8%	-1.9%	0.1%	0.5%	-4.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：依托更低的成本收入比和信用成本，工行 ROA 领先其他大行，但杠杆倍数相对偏低

ROE拆分（2024）	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	国有行平均
净利息收入(+)	1.36%	1.50%	1.40%	1.33%	1.74%	1.41%
净息差(+)	1.42%	1.51%	1.42%	1.40%	1.87%	1.46%
有效资产占比(+)	96%	99%	98%	95%	93%	97%
非息收入(+)	0.39%	0.41%	0.31%	0.54%	0.38%	0.42%
非息收入占比(+)	22%	21%	18%	29%	18%	23%
周转率(+)	1.76%	1.90%	1.71%	1.87%	2.13%	1.83%
营业支出(-)	0.59%	0.62%	0.62%	0.70%	1.38%	0.70%
成本收入比(-)	32%	32%	35%	36%	64%	37%
信用成本(-)	0.27%	0.31%	0.32%	0.30%	0.17%	0.29%
其他(-)	0.15%	0.14%	0.14%	0.21%	0.08%	0.15%
ROAA	0.75%	0.83%	0.63%	0.66%	0.49%	0.69%
杠杆倍数	13.3	12.9	16.6	14.6	20.3	14.6
ROAE	10.0%	10.7%	10.5%	9.6%	9.9%	10.1%

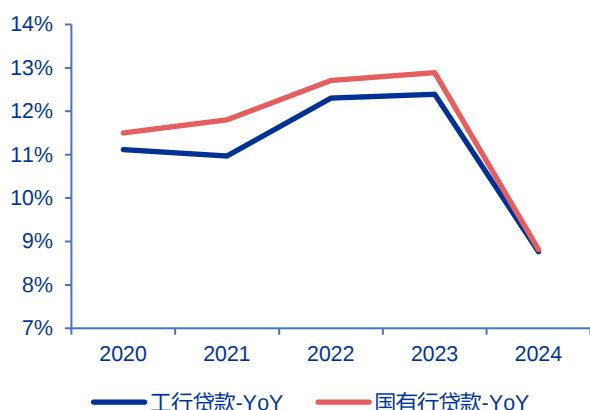
资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：依托涉政基本盘及新兴产业赛道双引擎，信贷增速整体平稳

增量-亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024
制造业	864	626	835	2,661	3,867	1,209
批零	(887)	121	101	492	1,483	749
房地产	582	501	(259)	441	377	966
租赁及商业服务业	1,069	2,651	2,221	2,407	4,160	1,279
基建类	4,105	6,773	6,877	6,914	10,848	6,212
其他对公	(363)	798	1,144	3,408	2,448	2,954
对公贷款	5,369	11,469	10,920	16,323	23,182	13,370
按揭	5,763	5,620	6,344	693	(1,435)	(2,053)
消费贷	(106)	(98)	36	451	958	929
经营贷	1,299	1,757	1,808	2,276	4,171	3,308
信用卡	515	37	107	(522)	496	856
零售贷款	7,471	7,317	8,295	2,898	4,190	3,041
票贴	574	(156)	1,215	6,210	1,389	6,446
总贷款	13,414	18,630	20,429	25,431	28,761	22,857

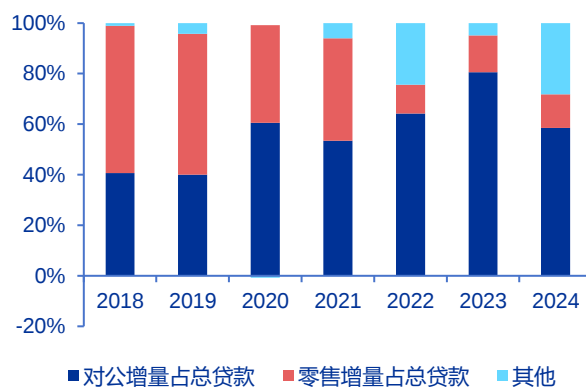
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 1：工行信贷增速基本同国有行一致，2024 年以来有所放缓



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2：从增量结构看，2020 年以来对公贷款是信贷扩张的主要支撑



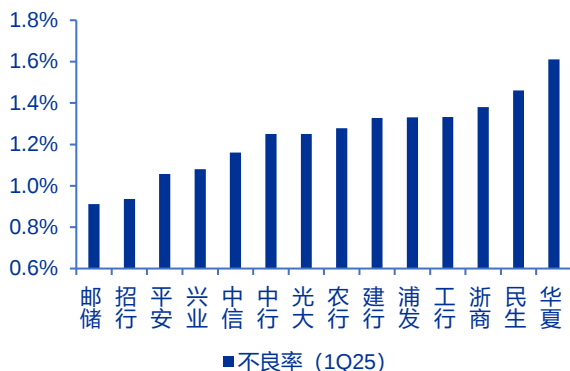
资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：工行存款成本同比降幅好于同业，但资产端定价下行压力依旧凸显

贷款收益率						生息资产收益率					
	2020	2021	2022	2023	2024		2020	2021	2022	2023	2024
工行	4.26%	4.16%	4.05%	3.81%	3.40%	工行	3.64%	3.56%	3.55%	3.45%	3.17%
建行	4.39%	4.25%	4.17%	3.82%	3.43%	建行	3.77%	3.71%	3.67%	3.45%	3.18%
农行	4.38%	4.23%	4.09%	3.79%	3.41%	农行	3.75%	3.70%	3.57%	3.41%	3.12%
中行	3.96%	3.83%	3.90%	3.97%	3.56%	中行	3.38%	3.25%	3.36%	3.58%	3.34%
邮储	4.75%	4.68%	4.48%	4.13%	3.78%	邮储	3.97%	3.95%	3.81%	3.56%	3.32%
四大行平均	4.25%	4.12%	4.05%	3.84%	3.45%	四大行平均	3.63%	3.56%	3.54%	3.47%	3.20%
工行-四大行平均	0.01%	0.04%	-0.01%	-0.04%	-0.05%	工行-四大行平均	0.00%	0.00%	0.01%	-0.02%	-0.03%
存款成本率						付息负债成本率					
	2020	2021	2022	2023	2024		2020	2021	2022	2023	2024
工行	1.61%	1.62%	1.75%	1.89%	1.72%	工行	1.67%	1.64%	1.82%	2.04%	1.94%
建行	1.59%	1.67%	1.73%	1.77%	1.65%	建行	1.73%	1.77%	1.85%	1.95%	1.85%
农行	1.53%	1.61%	1.70%	1.78%	1.63%	农行	1.71%	1.74%	1.84%	1.96%	1.85%
中行	1.58%	1.52%	1.65%	2.09%	1.99%	中行	1.66%	1.63%	1.75%	2.18%	2.12%
邮储	1.59%	1.63%	1.61%	1.53%	1.44%	邮储	1.61%	1.65%	1.63%	1.57%	1.47%
四大行平均	1.58%	1.61%	1.71%	1.88%	1.75%	四大行平均	1.69%	1.69%	1.81%	2.03%	1.94%
工行-四大行平均	0.03%	0.02%	0.05%	0.01%	-0.02%	工行-四大行平均	-0.02%	-0.06%	0.00%	0.01%	0.00%

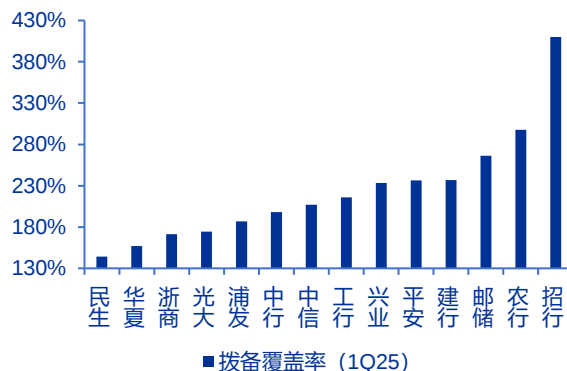
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 3：1Q25 工行不良率 1.33%，较年初回落 1bp



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 4：工行拨备覆盖率约 216%，处于同业平均水平



资料来源：公司财报，申万宏源研究

投资分析意见：稳健大行股息优势突出，首次覆盖给予“买入”评级

2023 年以来，受益弱复苏下寻找安全边际的考量及高股息催化，工行已收获一轮估值修复。2023 年初以来至 2025 年 7 月 25 日，工行 H 累计上涨 89%，绝对收益突出。而 2024 下半年来，伴随监管引导中长期资金入市，大行稳健股息优势和基于特殊地位的安全保证也吸引险资等中长期资金密集增持，2024 年 12 月中国平安已先行举牌。

银行业“哑铃”格局愈发明朗，作为金融稳定的压舱石，“做优做强”国有大行是明确方向；与此同时，伴随长期、耐心资本入市，权重个股也有望直接受益、率先享受估值修复，首次覆盖给予“买入”评级。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-0.9%、

3.1%、4.3%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.51 倍，考虑工行平稳 ROE 和突出的股息优势，给予 0.64x2025 年目标 PB，对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济复苏低于预期，息差持续承压；零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 6：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 7 月 25 日）

银行	不良率		拨备覆盖率		ROE		PB-H股		股息率-H股	
	4Q24	1Q25	4Q24	1Q25	2024	1Q25	25E	26E	25E	26E
建设银行	1.34%	1.33%	233.6%	236.8%	10.75%	10.43%	0.58	0.54	5.1%	5.0%
农业银行	1.30%	1.28%	299.6%	297.8%	10.51%	10.18%	0.60	0.56	5.1%	5.3%
中国银行	1.25%	1.25%	200.6%	198.0%	9.56%	8.75%	0.53	0.50	5.2%	5.4%
邮储银行	0.90%	0.91%	286.1%	266.1%	9.93%	11.52%	0.68	0.64	4.2%	4.3%
平均	1.26%	1.25%	242.7%	240.1%	10.00%	10.15%	0.60	0.57	4.8%	5.0%
工商银行	1.34%	1.33%	214.9%	215.7%	9.96%	8.91%	0.51	0.48	5.6%	5.5%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 7：工商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)					
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	655,013	637,405	637,200	659,203	699,401	0.2%	-5.3%	-2.7%	0.0%	3.5%	6.1%
Non-interest income 非利息收入	188,057	184,398	175,178	169,923	164,825	-27.1%	2.3%	-1.9%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
Net fee income 净手续费收入	119,357	109,397	110,491	112,701	114,955	-2.8%	-7.7%	-8.3%	1.0%	2.0%	2.0%
Operating income 营业收入	843,070	821,803	812,378	829,126	864,226	-7.1%	-3.7%	-2.5%	-1.1%	2.1%	4.2%
Operating expenses 营业支出	(271,494)	(274,255)	(278,369)	(281,153)	(286,776)	-14.5%	0.4%	1.0%	1.5%	1.0%	2.0%
Taxes and surcharges 营业税	(10,662)	(10,765)	(11,242)	(11,291)	(11,642)	8.4%	5.6%	1.0%	-24.5%	2.1%	4.2%
PPOP 拨备前营业利润	571,576	547,548	534,009	547,973	577,450	-3.3%	-5.6%	-4.2%	-2.5%	2.6%	5.4%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(150,816)	(126,663)	(126,390)	(116,486)	(124,082)	-9.8%	-17.4%	-16.0%	-0.2%	-7.8%	6.5%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(143,422)	(122,479)	(123,043)	(113,808)	(121,940)	-14.9%	0.2%	-14.6%	0.5%	-7.5%	7.1%
Operating profit 营业利润	420,760	420,885	407,619	431,487	453,369	-0.2%	-0.4%	0.0%	-3.2%	5.9%	5.1%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	1,206	942	1,083	1,246	1,433	63.8%	-44.9%	-21.9%	15.0%	15.0%	15.0%
Profit before taxation 利润总额	421,966	421,827	408,702	432,733	454,801	0.0%	-0.6%	0.0%	-3.1%	5.9%	5.1%
Income tax 所得税	(56,850)	(54,881)	(44,957)	(57,553)	(63,672)	-16.2%	-9.2%	-3.5%	-18.1%	28.0%	10.6%
Net profit 净利润	365,116	366,946	363,745	375,179	391,129	3.4%	0.8%	0.5%	-0.9%	3.1%	4.3%
Minority interest 少数股东权益	(1,123)	(1,083)	(1,126)	(1,171)	(1,218)	na	na	na	na	na	na
NPAT 归属股东净利润	363,993	365,863	362,619	374,008	389,911	3.7%	0.8%	0.5%	-0.9%	3.1%	4.3%
AT1 shareholders 优先股股息	14,964	14,963	14,963	14,963	14,963	54.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	349,029	350,900	347,656	359,045	374,948	2.2%	0.8%	0.5%	-0.9%	3.3%	4.4%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)											
Total loans 贷款总额	26,086,482	28,372,229	30,500,146	32,726,657	35,017,523	12.3%	12.4%	8.8%	7.5%	7.3%	7.0%
Total deposits 存款总额	32,985,681	34,277,636	38,219,564	42,232,618	46,667,043	12.8%	12.1%	3.9%	11.5%	10.5%	10.5%
NPLs 不良贷款余额	353,502	379,458	405,951	434,403	461,500	9.5%	10.1%	7.3%	7.0%	7.0%	6.2%
Loan provisions 贷款损失准备	756,396	815,497	879,668	961,863	1,049,930	11.4%	12.4%	7.8%	7.9%	9.3%	9.2%
Total assets 资产总额	44,697,079	48,821,746	53,267,700	57,431,369	62,047,485	12.6%	12.8%	9.2%	9.1%	7.8%	8.0%
Total liabilities 负债总额	40,920,491	44,834,480	49,041,506	52,953,780	57,303,545	13.2%	13.4%	9.6%	9.4%	8.0%	8.2%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	3,756,887	3,969,841	4,207,724	4,458,011	4,723,187	7.3%	7.5%	5.7%	6.0%	5.9%	5.9%
Other equity instruments 优先股及其他	354,331	324,344	324,344	324,344	324,344	0.0%	0.0%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	40,676,019	44,980,961	48,926,306	52,804,255	57,079,797	10.6%	12.6%	10.6%	8.8%	7.9%	8.1%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)											
Shares 普通股股本 (百万)	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.98	0.98	0.98	1.01	1.05	2.2%	0.8%	0.5%	-0.9%	3.3%	4.4%
BVPS	9.55	10.23	10.90	11.60	12.34	8.2%	8.3%	7.1%	6.5%	6.4%	6.4%
DPS	0.31	0.31	0.31	0.32	0.33	3.5%	1.0%	0.5%	-0.9%	3.3%	4.4%
PPOP/sh	1.60	1.54	1.50	1.54	1.62	-3.3%	-5.6%	-4.2%	-2.5%	2.6%	5.4%
Main indicators 主要指标 (%)											
ROA	0.87%	0.78%	0.71%	0.68%	0.65%	-0.05%	-0.10%	-0.08%	-0.07%	-0.03%	-0.02%
ROE	10.67%	9.96%	9.24%	8.96%	8.79%	-0.69%	-0.79%	-0.71%	-0.72%	-0.28%	-0.17%
NIM 净息差	1.61%	1.42%	1.30%	1.25%	1.23%	-0.20%	-0.31%	-0.19%	-0.11%	-0.05%	-0.02%
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.94%	32.06%	33.27%	32.91%	32.18%	-2.85%	1.20%	1.12%	1.20%	-0.36%	-0.73%
Effective tax rate 有效所得税率	13.47%	13.01%	11.00%	13.30%	14.00%	-2.84%	-1.27%	-0.46%	-2.01%	2.30%	0.70%
LDR 贷存比	79.08%	82.77%	79.80%	77.49%	75.04%	-0.34%	0.18%	3.69%	-2.97%	-2.31%	-2.45%
NPL ratio 不良率	1.36%	1.34%	1.33%	1.33%	1.32%	-0.04%	-0.03%	-0.02%	-0.01%	0.00%	-0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	213.97%	214.91%	216.69%	221.42%	227.50%	3.64%	4.50%	0.94%	1.78%	4.73%	6.08%
Provision ratio 拨贷比	2.90%	2.87%	2.88%	2.94%	3.00%	-0.02%	0.00%	-0.03%	0.01%	0.05%	0.06%
Credit cost 信用成本	0.58%	0.45%	0.42%	0.36%	0.36%	-0.20%	-0.07%	-0.13%	-0.03%	-0.06%	0.00%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	22.31%	22.44%	21.56%	20.49%	19.07%	-5.76%	1.32%	0.13%	-0.87%	-1.07%	-1.42%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	14.16%	13.31%	13.60%	13.59%	13.30%	0.66%	-0.61%	-0.85%	0.29%	-0.01%	-0.29%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.72%	14.10%	14.18%	14.07%	13.93%	0.74%	-0.32%	0.37%	0.08%	-0.11%	-0.14%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	15.17%	15.36%	15.37%	15.18%	14.97%	0.70%	-0.47%	0.20%	0.01%	-0.19%	-0.21%
CAR 资本充足率	19.10%	19.39%	19.29%	18.91%	18.52%	1.24%	-0.16%	0.29%	-0.11%	-0.38%	-0.39%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 8：港股重点上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 7 月 25 日）

上市银行	代码	收盘价 (港元)	自由流通市值 (亿港元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
工商银行	1398.HK	6.09	5,286	5.68	5.50	0.51	0.48	9.2%	9.0%	0.71%	0.68%	5.6%	5.5%
建设银行	0939.HK	8.30	7,097	6.10	5.92	0.58	0.54	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	5.1%	5.0%
农业银行	1288.HK	5.25	1,614	6.04	5.71	0.60	0.56	10.3%	10.2%	0.66%	0.63%	5.1%	5.3%
中国银行	3988.HK	4.67	3,905	5.99	5.67	0.53	0.50	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	5.2%	5.4%
邮储银行	1658.HK	5.67	902	7.61	7.29	0.68	0.64	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	4.2%	4.3%
招商银行	3968.HK	52.65	1,992	8.38	8.13	1.06	0.97	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.2%	4.2%
中信银行	0998.HK	7.50	866	5.82	5.62	0.52	0.49	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	5.2%	5.2%
民生银行	1988.HK	5.07	386	7.34	7.42	0.36	0.34	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.2%	4.1%
中国光大银行	6818.HK	3.90	184	5.48	5.21	0.41	0.39	7.7%	7.7%	0.62%	0.63%	5.3%	5.5%
重庆银行	1963.HK	8.11	48	4.95	4.54	0.44	0.41	9.2%	9.4%	0.66%	0.64%	5.6%	6.1%
重庆农村商业银行	3618.HK	6.43	140	5.53	5.20	0.50	0.47	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	5.2%	5.5%
H 股板块平均				6.25	6.02	0.59	0.55	9.7%	9.4%	0.76%	0.74%	5.1%	5.1%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

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、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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。