



# 营收重回正增，重点领域信贷投放有力

## —— 工商银行 2025 年半年报业绩点评

2025 年 9 月 1 日

### 核心观点

- 业绩增速向好，营收重回正增：**2025H1，公司营业收入同比+1.57%，归母净利润同比-1.39%，年化加权平均 ROE 为 8.82%，同比-0.71pct。Q2 单季营收、净利分别同比+6.81%、+1.37%。公司营收增速自 22H1 以来首次回到正区间，主要由规模扩张和非息收入增长贡献。
- 息差降幅收窄，重点领域贷款景气度较高：**2025H1，公司利息净收入同比-0.12%，Q2 单季同比+2.78%，规模稳增为主要驱动。公司净息差 1.30%，较年初-12BP，降幅较去年同期有所收窄。生息资产收益率较年初-38BP 至 2.79%，其中贷款收益率-48BP，主要受重定价、LPR 和存量房贷利率下调，叠加结构调整影响；付息负债成本率较年初-31BP 至 1.45%，其中存款成本付息率-27BP。公司扩表节奏平稳。资产端，截至 6 月末，贷款较年初+6.39%。对公贷款较年初+7.71%，其中战略性新兴产业、普惠、制造业贷款分别+35.5%、+17.3%、+13.3%。零售贷款增长提速，较年初+2.34%，主要由于个贷业务结构转型推进，消费、经营贷分别+10.2%、+10.8%，同时，按揭贷款降幅收窄至-0.6%。负债端，存款较年初+5.94%，个人存款稳增 6.96%，同时，去年同期低基数之上，企业存款增速回正，较年初+5.19%。定期存款占比较年初+1.07pct 至 59.71%。
- 中收边际回暖，投资收益高增：**2025H1，公司非息收入重回正增，同比+6.54%。其中，中收同比-0.57%，Q2 单季同比+0.28%，主要由于对公理财收入同比+24.5%，此外，受益养老金业务增长较好，其他业务收入同比+27.6%。公司财富管理实现新突破，零售 AUM 超 24 万亿元，较年初+5.08%。其他非息收入同比+18.78%，主要受益投资业务收入增速回正，同比+6.2%，以及汇兑亏损减少。其中，投资收益同比+52%，公允价值变动损益同比-111.76%。
- 资产质量平稳，风险抵补能力提升：**6 月末，公司不良贷款率 1.33%，环比持平；关注类贷款占比 1.91%，较年初-11BP。分领域看，对公贷款风险敞口持续压降，不良率较年初-11BP 至 1.47%。零售贷款不良率较年初+20BP 至 1.35%，其中个人经营贷、信用卡不良率上升较多，分别较年初+35BP、+25BP 至 1.62%、3.75%。公司拨备覆盖率 217.71%，环比+2.01pct。核心一级资本充足率 13.89%，环比持平。
- 投资建议：**公司为国有行龙头，资产规模全球第一。国内市场份额领先同业，业务结构多元，综合经营韧性较强。做专主责主业，信贷稳步扩张，结构转型升级，“GBC+”改革推进，高质量发展能力增强。资产质量稳健，风险抵御能力提高，资本充足水平有望进一步提升。2025 年分红率稳定在 30%。结合公司基本面和股价弹性，我们维持“推荐”评级，2025-2027 年 BVPS 分别为 10.94 元/11.72 元/12.52 元，对应当前股价 PB 分别为 0.67X/0.63X/0.59X。
- 风险提示：**经济不及预期，资产质量恶化风险；利率下行，NIM 承压风险；关税冲击，需求走弱风险。

**工商银行** (股票代码: 601398)**推荐** 维持

### 分析师

张一纬

☎: 010-8092-7617

✉: zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519010001

研究助理 袁世麟

✉: yuanshilin\_yj@chinastock.com.cn

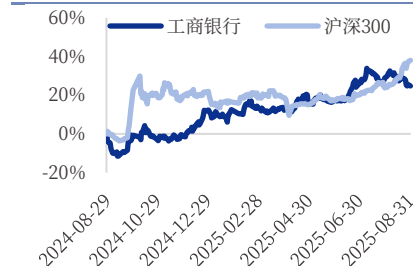
### 市场数据

2025-09-01

股票代码	601398
A 股收盘价(元)	7.38
上证指数	3875.53
总股本(万股)	35640625.71
实际流通 A 股(万股)	26961221.25
流通 A 股市值(亿元)	19897.38

### 相对沪深 300 表现图

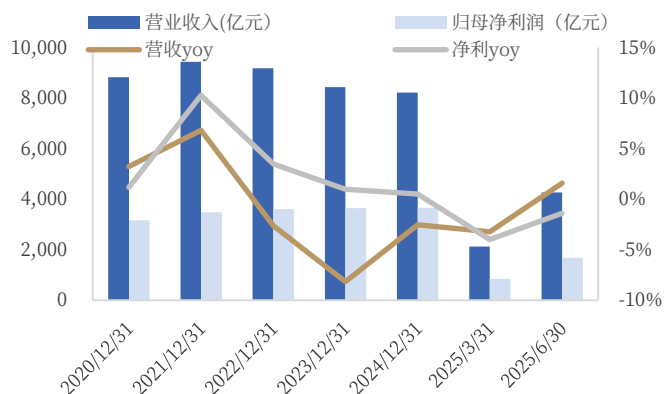
2025-09-01



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

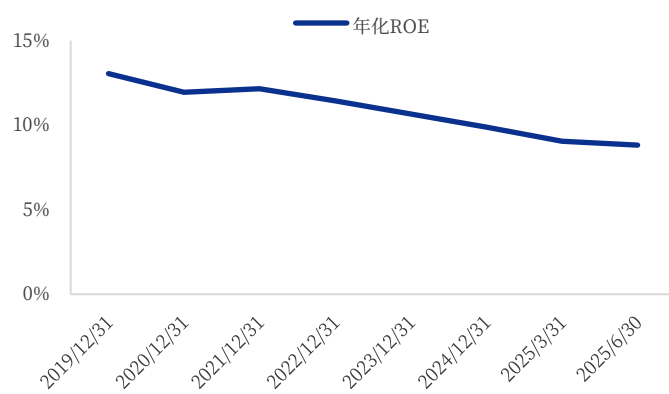
### 相关研究

图1: 工商银行营收、净利及增速



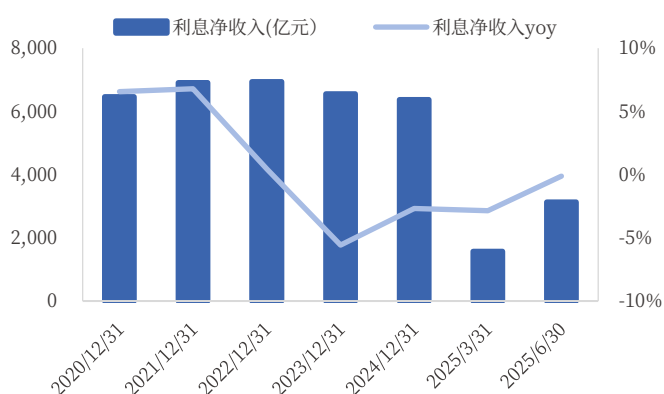
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图2: 工商银行 ROE



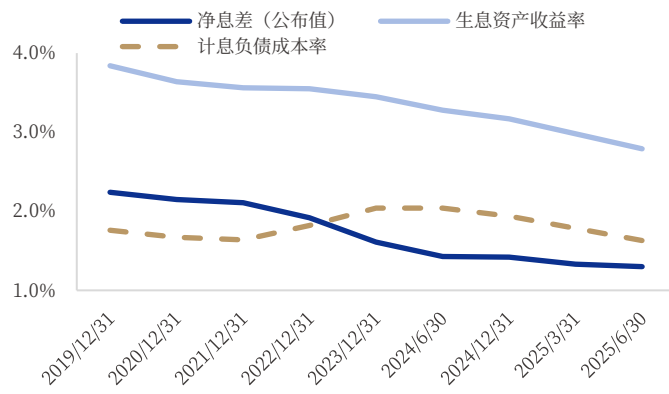
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图3: 工商银行利息净收入及增速



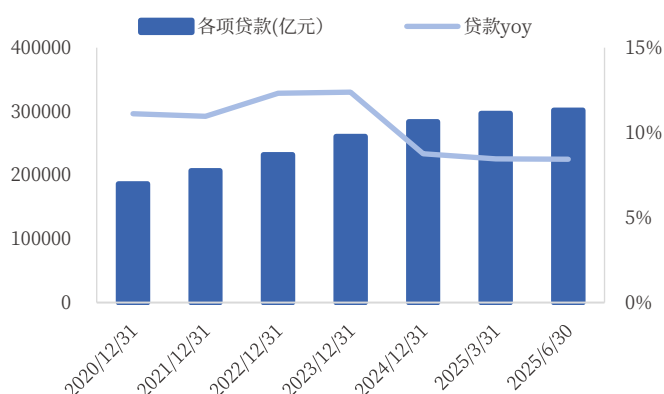
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图4: 工商银行净息差及资产负债收益/成本率



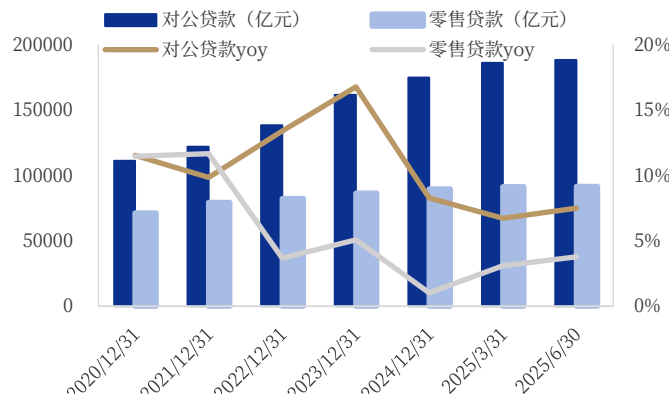
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图5: 工商银行贷款规模及增速



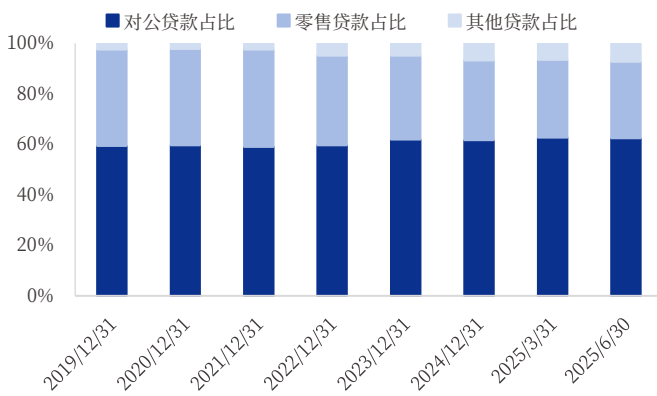
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图6: 工商银行对公、零售贷款规模及增速



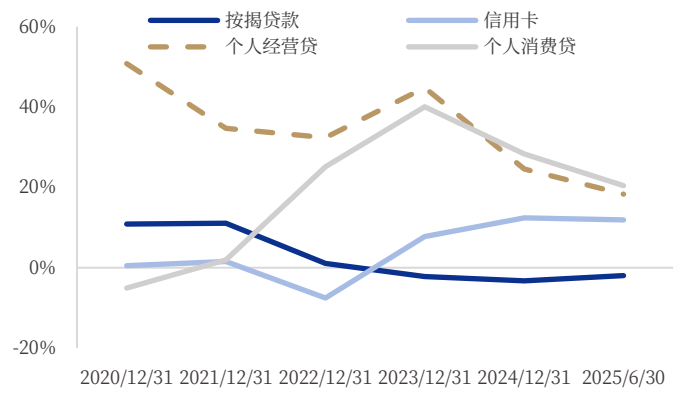
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图7：工商银行贷款结构



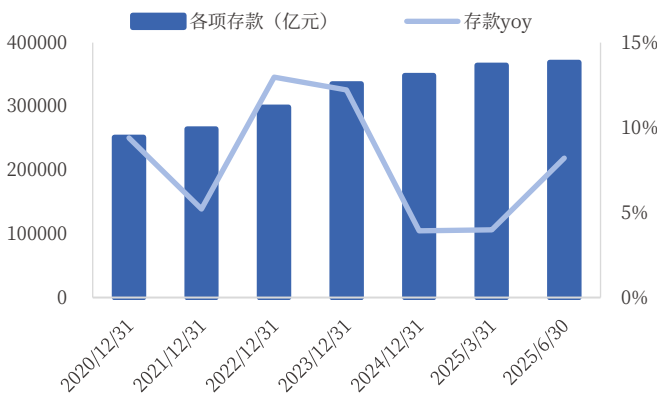
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图8：工商银行各项零售贷款同比增速



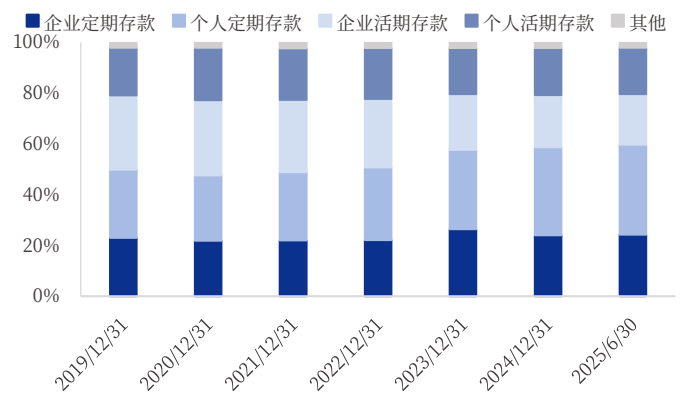
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图9：工商银行存款规模及增速



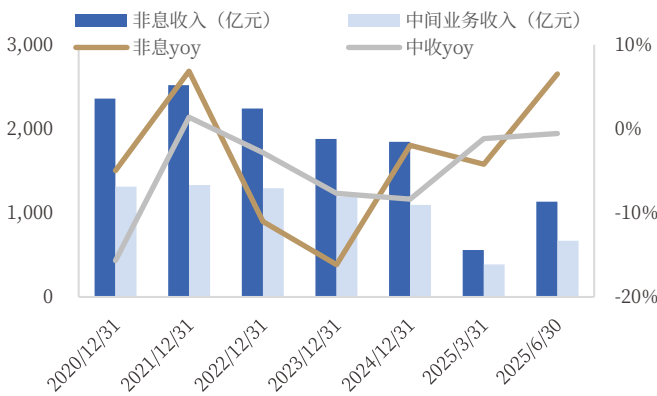
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图10：工商银行存款结构



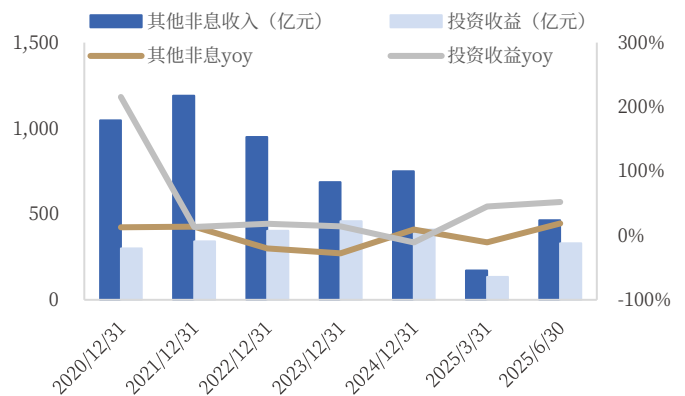
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图11：工商银行非息、中间业务收入及增速



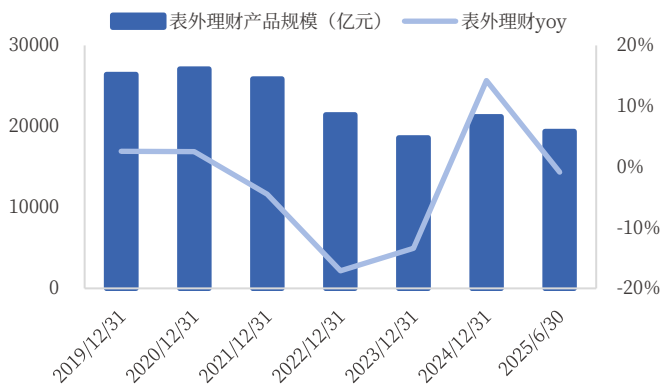
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图12：工商银行其他非息收入、投资收益及增速



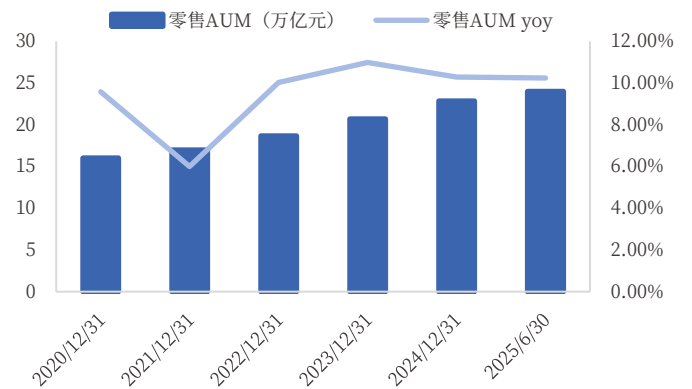
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图13: 工商银行理财产品规模及增速



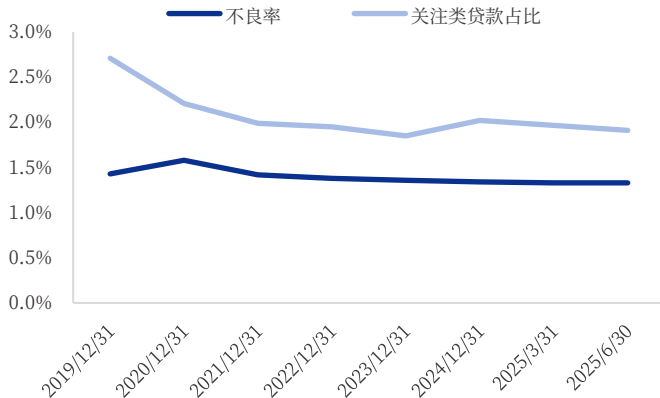
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图14: 工商银行零售 AUM 规模及增速



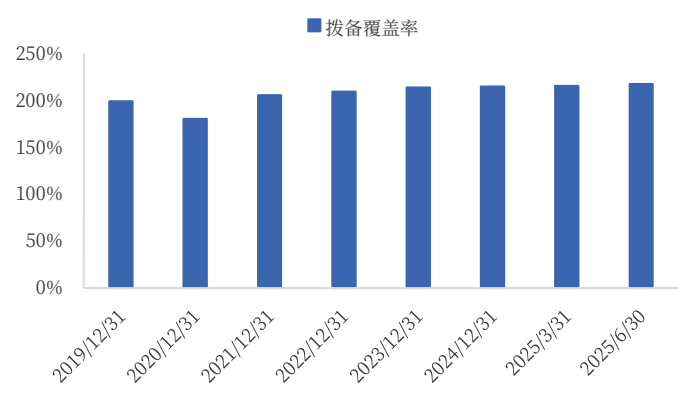
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图15: 工商银行不良率、关注类贷款占比



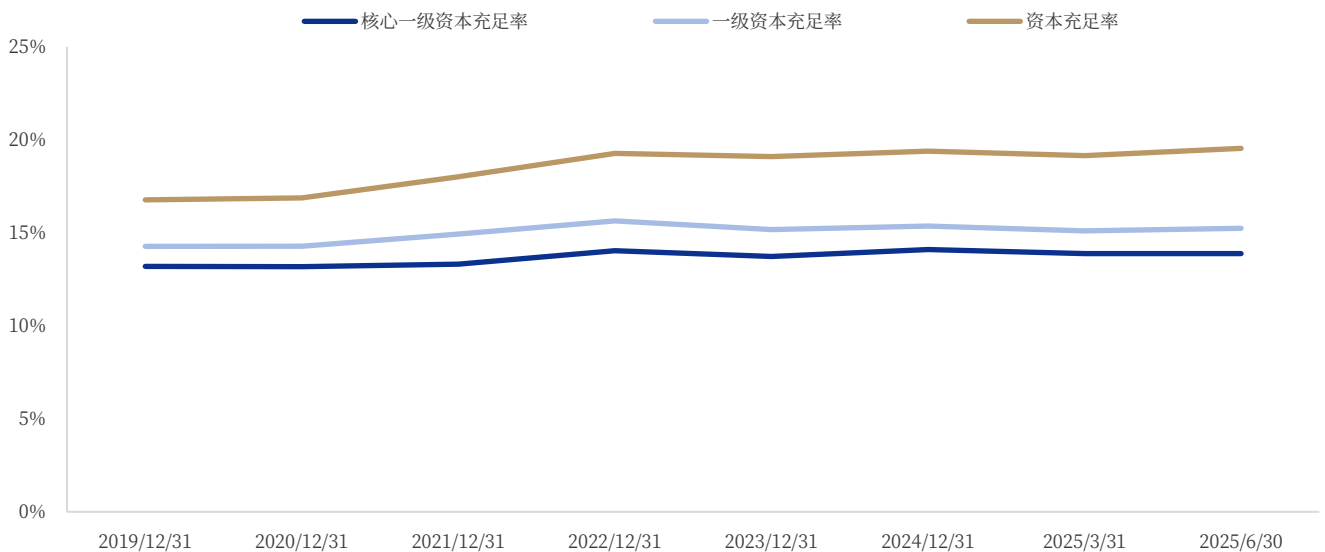
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图16: 工商银行拨备覆盖率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图17: 工商银行资本充足水平



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

**附录：**

表1：主要财务指标预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	843,070.00	821,803.00	825,907.71	839,717.33	859,554.05
增长率	-3.73%	-2.52%	0.50%	1.67%	2.36%
归属母公司股东净利润（百万元）	363,993.00	365,863.00	368,015.52	374,319.01	383,575.83
增长率	0.79%	0.51%	0.59%	1.71%	2.47%
EPS(元)	1.02	1.03	1.03	1.05	1.08
BVPS(元)	9.55	10.23	10.94	11.72	12.52
P/E(当前股价/EPS)	7.23	7.19	7.15	7.03	6.86
P/B(当前股价/BVPS)	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59

资料来源：ifind，中国银河证券研究

表2: 公司财务预测表

人民币百万	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>				
净利息收入	637,405	633,263	644,289	660,398
净手续费及佣金	109,397	112,002	116,397	120,125
其他收入	75,001	80,643	79,031	79,031
营业收入	821,803	825,908	839,717	859,554
营业税及附加	10,765	9,924	9,717	10,523
业务管理费	230,460	233,293	239,319	248,230
其他业务成本	33,030	31,685	32,749	33,773
营业外净收入	942	313	820	692
拨备前利润	548,490	551,318	558,752	567,721
计提拨备	126,663	124,502	125,096	123,538
税前利润	421,827	426,816	433,657	444,182
所得税	54,881	58,171	58,291	59,600
归母净利润	365,863	368,016	374,319	383,576
<b>资产负债表</b>				
贷款	27,613,781	29,850,325	32,102,194	34,461,035
同业资产	2,430,093	2,584,032	2,773,157	2,959,391
证券投资	14,153,576	15,541,645	16,950,691	18,179,118
生息资产	46,509,922	51,094,409	55,018,828	58,802,635
非生息资产	2,311,824	2,323,063	2,569,426	2,909,519
总资产	48,821,746	53,417,472	57,588,254	61,712,154
存款	34,836,973	37,449,746	39,883,979	42,277,018
其他计息负债	8,219,298	9,616,476	10,839,646	11,978,435
非计息负债	1,778,209	2,062,722	2,298,161	2,604,967
总负债	44,834,480	49,128,944	53,021,786	56,860,421
母公司所有者权益	3,969,841	4,264,414	4,541,307	4,825,567
<b>利率指标</b>				
净息差(NIM)	1.42%	1.26%	1.20%	1.15%
净利差(Spread)	1.23%	1.13%	1.10%	1.06%
生息资产收益率	3.17%	2.69%	2.42%	2.28%
计息负债成本率	1.94%	1.55%	1.32%	1.21%
<b>盈利能力</b>				
成本收入比	33.37%	33.28%	33.56%	34.03%
ROAA	0.78%	0.69%	0.65%	0.62%
ROAE	9.88%	9.52%	8.96%	8.60%
拨备前利润率	66.74%	66.75%	66.54%	66.05%

财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入增长</b>				
归母净利润增速	0.51%	0.59%	1.71%	2.47%
拨备前利润增速	-4.24%	0.52%	1.35%	1.61%
税前利润增速	-0.03%	1.18%	1.60%	2.43%
营业收入增速	-2.52%	0.50%	1.67%	2.36%
净利息收入增速	-2.69%	-0.65%	1.74%	2.50%
净手续费及佣金增速	-8.34%	2.38%	3.92%	3.20%
业务管理费用增速	1.41%	1.23%	2.58%	3.72%
其他业务成本增速	-1.60%	-4.07%	3.36%	3.13%
<b>规模增长</b>				
生息资产增速	8.65%	9.86%	7.68%	6.88%
贷款增速	8.77%	8.10%	7.54%	7.35%
同业资产增速	3.81%	6.33%	7.32%	6.72%
证券投资增速	19.44%	9.81%	9.07%	7.25%
其他资产增速	22.37%	0.49%	10.61%	13.24%
计息负债增速	9.44%	9.31%	7.77%	6.96%
存款增速	3.93%	7.50%	6.50%	6.00%
同业负债增速	39.35%	15.00%	10.00%	8.00%
归属母公司权益增速	5.67%	7.42%	6.49%	6.26%
<b>资产质量</b>				
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.33%	1.32%
拨备覆盖率	214.91%	210.36%	206.64%	204.88%
拨贷比	2.87%	2.76%	2.72%	2.68%
<b>资本</b>				
资本充足率	19.39%	19.59%	19.06%	18.64%
核心一级资本充足率	14.10%	14.08%	13.95%	13.87%
杠杆率	8.09%	7.94%	7.82%	7.74%
<b>每股指标</b>				
EPS (摊薄) (元)	1.03	1.03	1.05	1.08
每股拨备前利润(元)	1.54	1.55	1.57	1.59
BVPS (元)	10.23	10.94	11.72	12.52
每股总资产(元)	136.98	149.88	161.58	173.15
P/E	7.19	7.15	7.03	6.86
P/PPOP	4.80	4.77	4.71	4.63
P/B	0.72	0.67	0.63	0.59

资料来源: ifind, 中国银河证券研究

## 图表目录

图 1: 工商银行营收、净利及增速 .....	2
图 2: 工商银行 ROE.....	2
图 3: 工商银行利息净收入及增速 .....	2
图 4: 工商银行净息差及资负收益/成本率 .....	2
图 5: 工商银行贷款规模及增速 .....	2
图 6: 工商银行对公、零售贷款规模及增速 .....	2
图 7: 工商银行贷款结构.....	3
图 8: 工商银行各项零售贷款同比增速 .....	3
图 9: 工商银行存款规模及增速 .....	3
图 10: 工商银行存款结构 .....	3
图 11: 工商银行非息、中间业务收入及增速 .....	3
图 12: 工商银行其他非息收入、投资收益及增速 .....	3
图 13: 工商银行理财产品规模及增速 .....	4
图 14: 工商银行零售 AUM 规模及增速.....	4
图 15: 工商银行不良率、关注类贷款占比 .....	4
图 16: 工商银行拨备覆盖率.....	4
图 17: 工商银行资本充足水平.....	4
表 1: 主要财务指标预测.....	5
表 2: 公司财务预测表.....	6

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬，银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn