



2025年09月30日

增持（维持）

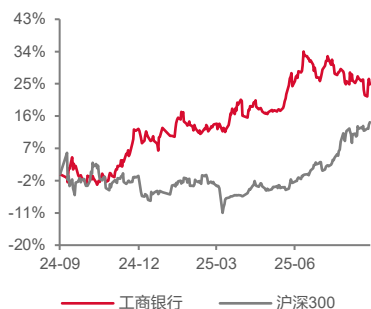
报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2025/09/29
收盘价	7.33
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(%)	92.09%
市净率(倍)	0.63
净资产收益率(加权)	4.41
12个月内最高/最低价	8.36/5.98



相关研究

《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》2025.05.13

《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）：息差降幅收窄，资产质量稳定

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司此前公布2025半年度报告。上半年，公司实现营业收入4270.92亿元（+1.57%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润1681.03亿元（-1.39%，YoY）。Q2末，公司总资产为52.32万亿元（+11.04%，YoY），总贷款30.19万亿元（+8.44%，YoY）。不良贷款率为1.33%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为217.71%（+2.01pct，QoQ）。Q2单季度净息差为1.27%，环比下降6BPs，同比下降11BPs。
- **政府融资驱动投资类资产保持较快增长；受需求影响，贷款增速边际放缓。**2025年Q2，受政府融资驱动，工商银行债券投资保持较快增长。对公信贷方面，受需求放缓、隐债置换、反内卷政策影响，一般贷款增长略弱于近年中枢，但明显好于去年低基数；票据贴现表现较好，但弱于去年高基数。个人信贷较弱，反映住房、消费、经营贷较弱需求存在粘性。今年银行业“开门红”信贷超预期，夯实年内信贷稳增长基础。与行业相比，工商银行贷款增速快于行业，体现公司在行业内的龙头地位。Q3以来，行业信贷增速放缓，政府债发行力度从高位下降，预计工商银行资产增速望随行业放缓。其他主要资产方面，买入返售款项同比大幅增长46.5%，对Q2总资产带动明显，主要是公司结合资金变化情况，增加市场融出所致。受金融“挤水分”影响，去年存款基数较低，叠加政府债货币派生较强，Q2工商存款增速明显回升。Q3以来，M2增速稳中有升，银行业存款定期化缓解，预计工行负债端仍将处于有利位置。
- **负债端缓冲作用下，息差压力趋于平缓。**2025年Q2单季息差为1.27%，环比下降约6BPs，同比下降11BPs，同比降幅较Q1收窄，反映息差压力趋于平缓。测算生息率2.72%，环比下降15BPs，同比下降约52BPs。生息率同比降幅较大，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1.55%，环比下降约10BPs，同比下降约41BPs，同比降幅较Q1扩大，主要是多轮存款降息重定价效果显现。展望后市，存量住房贷款利率及LPR下降的重定价影响将对Q2生息率仍有一定负面影响，但资金利率回落至低位以及存款定期化缓解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，息差压力有望继续趋于平缓。
- **手续费及佣金收入有望进一步修复。**2025年Q2手续费及佣金净收入同比由降转增，主要是对公理财业务实现快速增长，结算及投资银行手续费降幅收窄。现阶段资管费率改革对手续费及佣金收入影响逐步淡化。另外，7月以来市场活跃度持续提升，财富管理业务收入具有复苏弹性，预计手续费及佣金收入有望进一步修复。
- **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。6月末不良贷款率为1.33%，环比持平，保持近年最低水平。前瞻性指标来看，关注率下降，主要是由于公司加大确认力度，逾期率继续随行业小幅上升。2024年以来，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，工行个贷质量与行业趋势相符。当前政策纾困力度较大，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，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。公司坚持审慎原则，不良确认及核销保持较大力度，测算上半年不良生成率（加回核销）为0.24%，不

不良贷款核销比例为13.44%，均处于近年高位。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，整体资产质量有望保持稳定。

- **盈利预测与投资建议：**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8292、8344、8873亿元（原预测为8175、8330、8802亿元），归母净利润分别为3695、3758、3835亿元（原预测为3682、3724、3821亿元），对应同比+0.99%、+1.71%与+2.05%。预计2025-2027年末普通股每股净资产为10.97、11.64、12.34元，对应9月29日收盘价PB为0.67、0.63、0.59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：**信用卡、经营贷、消费贷等质量大幅恶化导致信用减值损失大幅上升；贷款利率大幅下行挤压公司净息差。

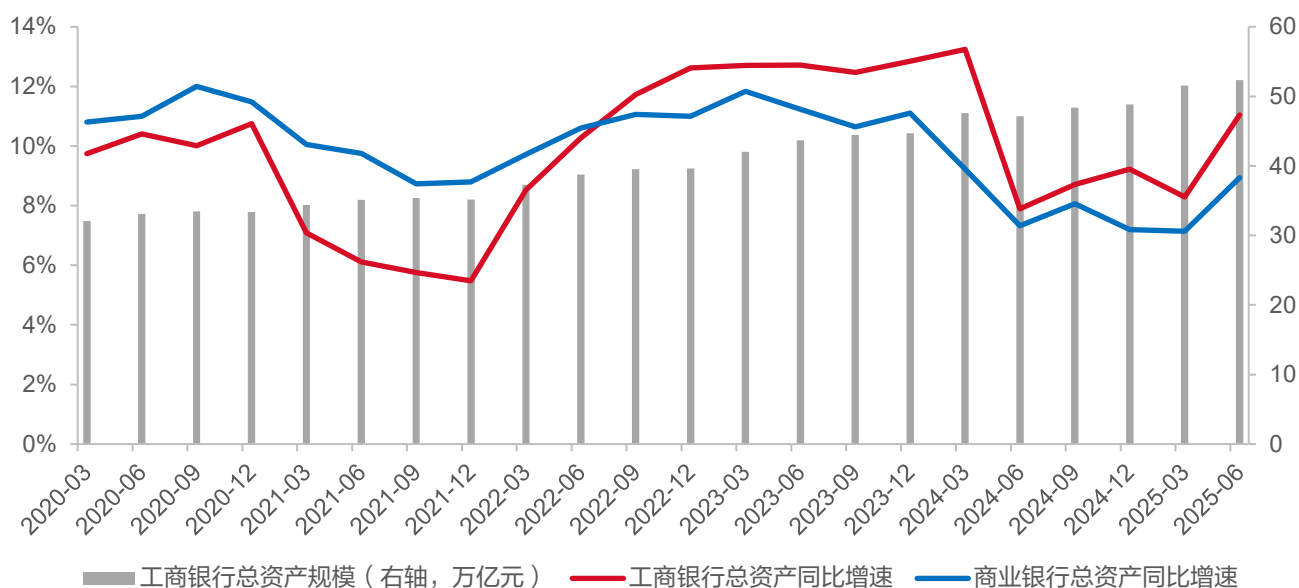
盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	8218	8292	8344	8873
同比增速	-2.52%	0.90%	0.63%	6.35%
归母净利润（亿元）	3659	3695	3758	3835
同比增速	0.51%	0.99%	1.71%	2.05%
净息差（测算值）	1.38%	1.29%	1.28%	1.29%
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.33%	1.34%
不良贷款拨备覆盖率	214.91%	210.43%	200.98%	203.21%
ROE	9.44%	8.98%	8.57%	8.24%
每股盈利（元）	1.03	1.04	1.05	1.08
PE（倍）	7.14	7.07	6.95	6.81
每股净资产（元）	10.23	10.97	11.64	12.34
PB（倍）	0.72	0.67	0.63	0.59

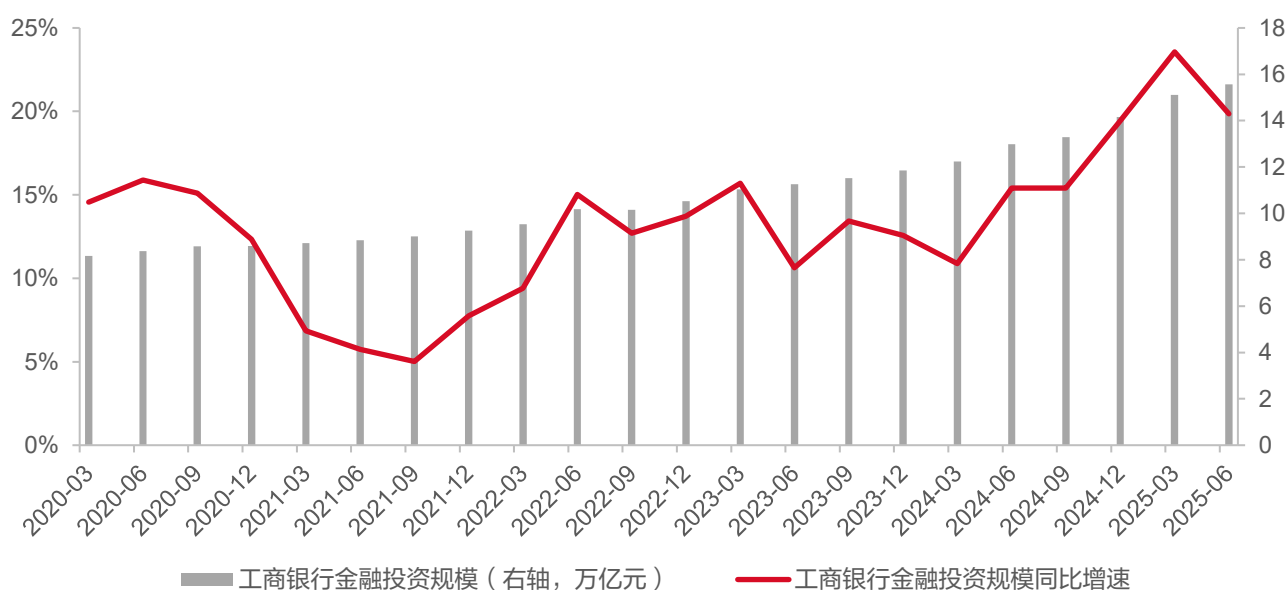
资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2025年9月29日收盘

图表目录

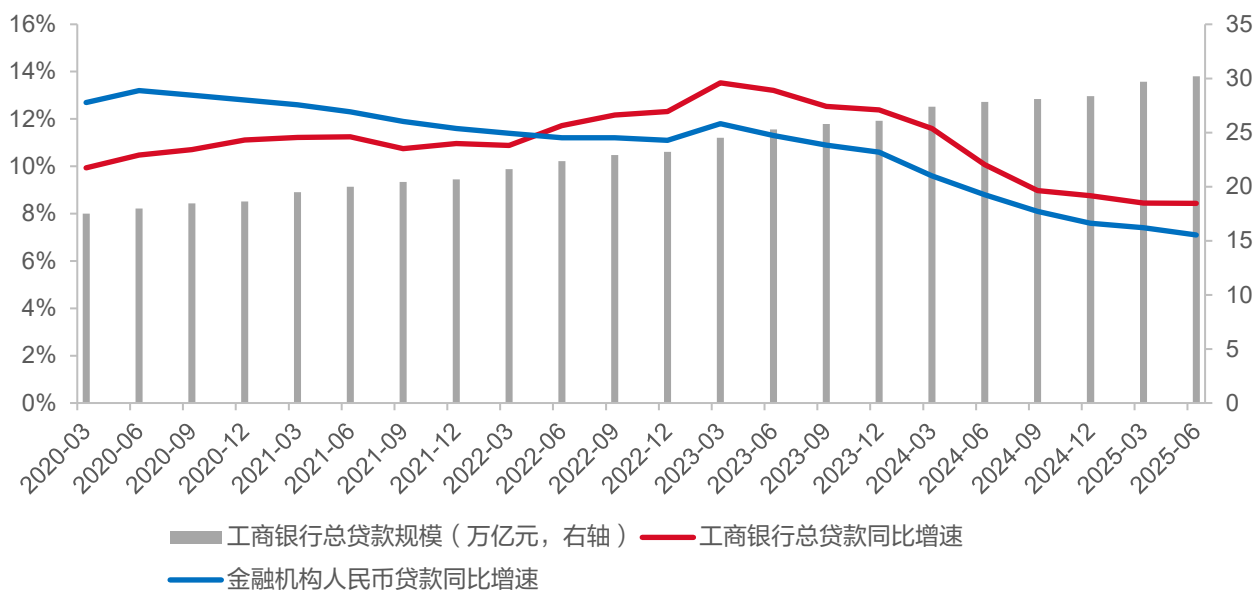
图 1 工商银行总资产规模及增速	4
图 2 工商银行金融投资规模及增速	4
图 3 工商银行总贷款规模及增速	5
图 4 工商银行历年 Q2 新增贷款规模，单位：亿元	5
图 5 工商银行存款规模及增速	6
图 6 工商银行存款结构	6
图 7 工商银行单季度净息差及同比变动	7
图 8 2025H1 工商银行手续费及佣金收入及同比增速 左轴单位：亿元	7
图 9 工商银行不良率、关注率及逾期率	8
图 10 工商银行个贷不良率	8
图 11 工商银行对公贷款不良率	9
附录：三大报表预测值	10

图1 工商银行总资产规模及增速

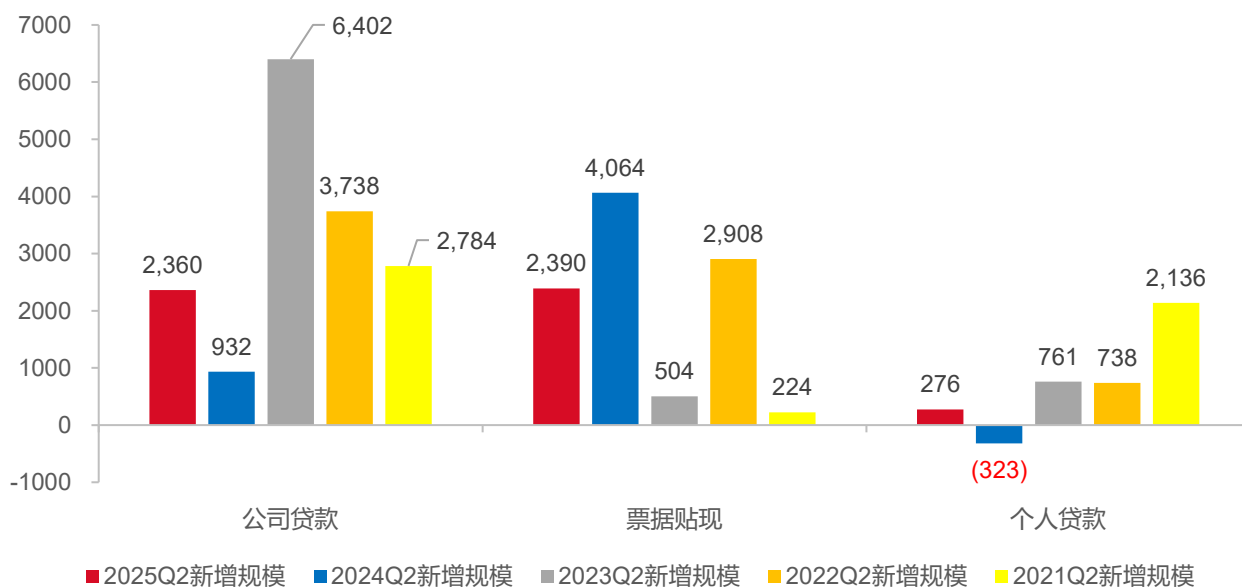
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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

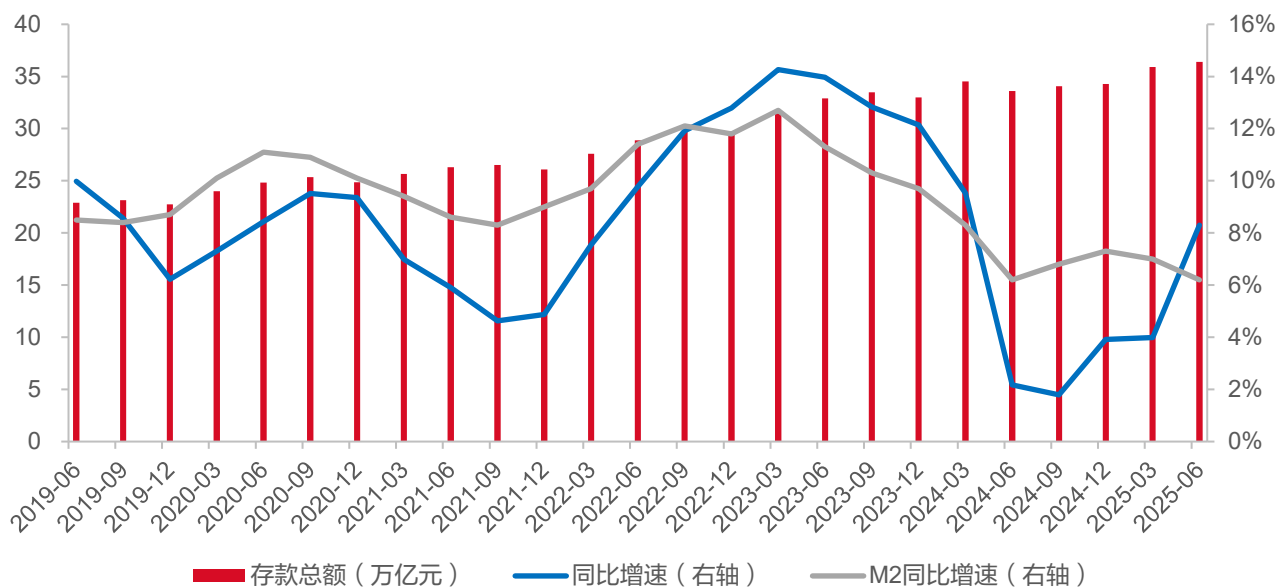
图3 工商银行总贷款规模及增速

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 Q2 新增贷款规模，单位：亿元

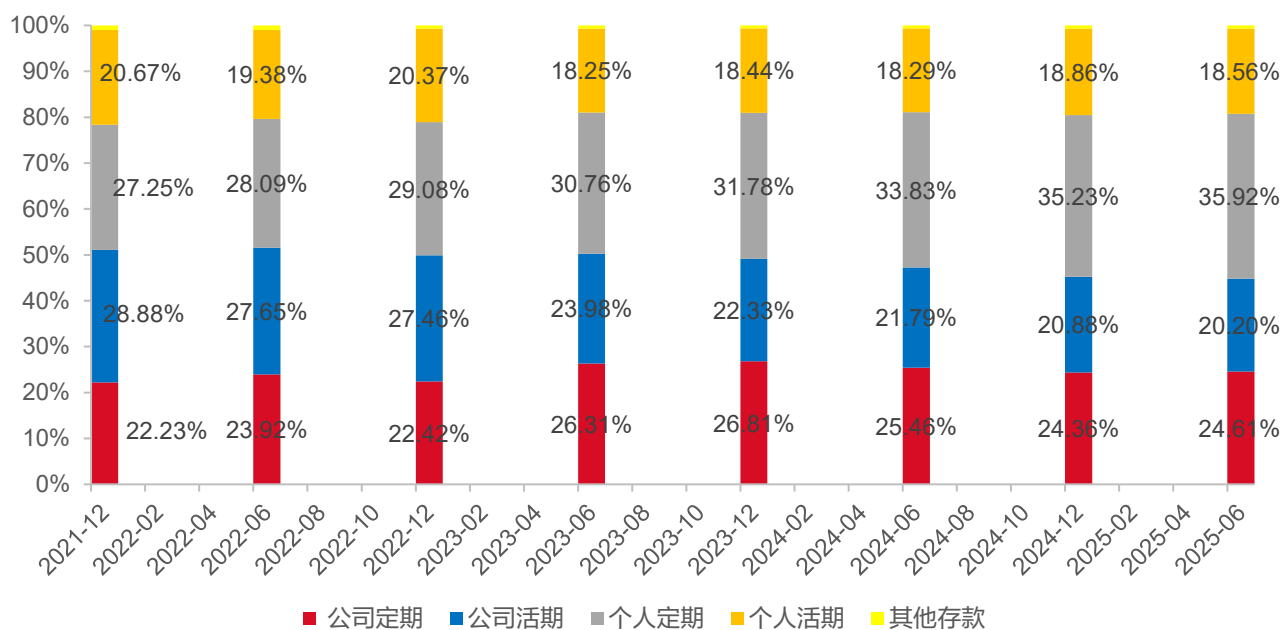
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 工商银行存款规模及增速



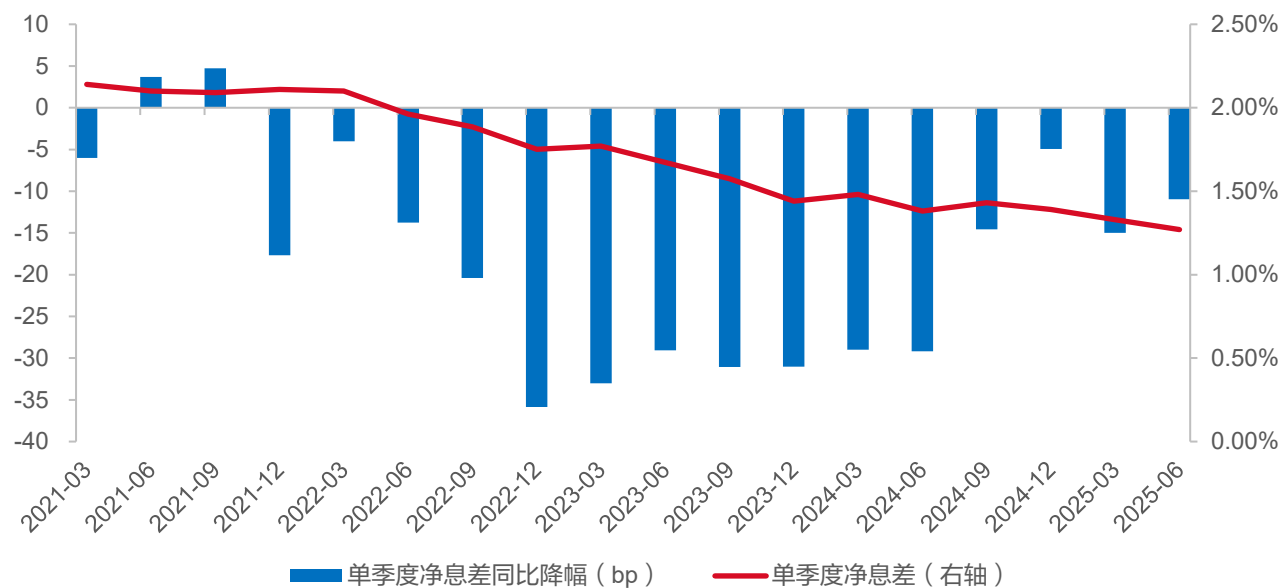
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 工商银行存款结构



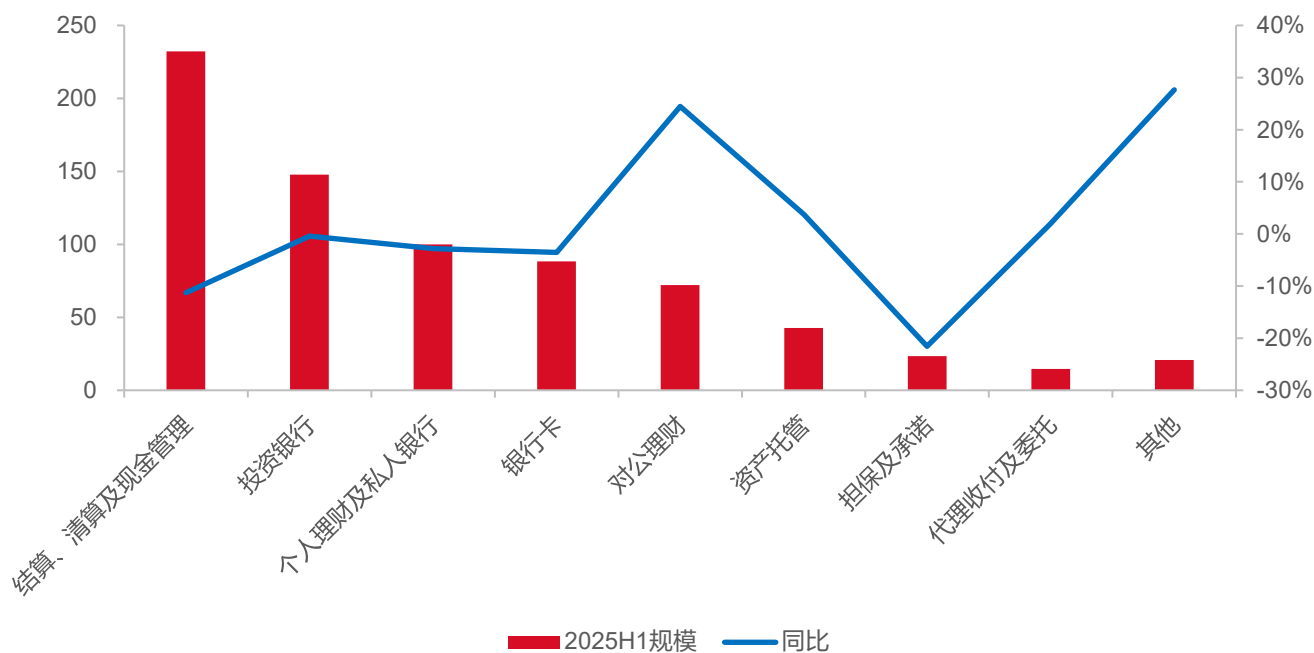
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行单季度净息差及同比变动

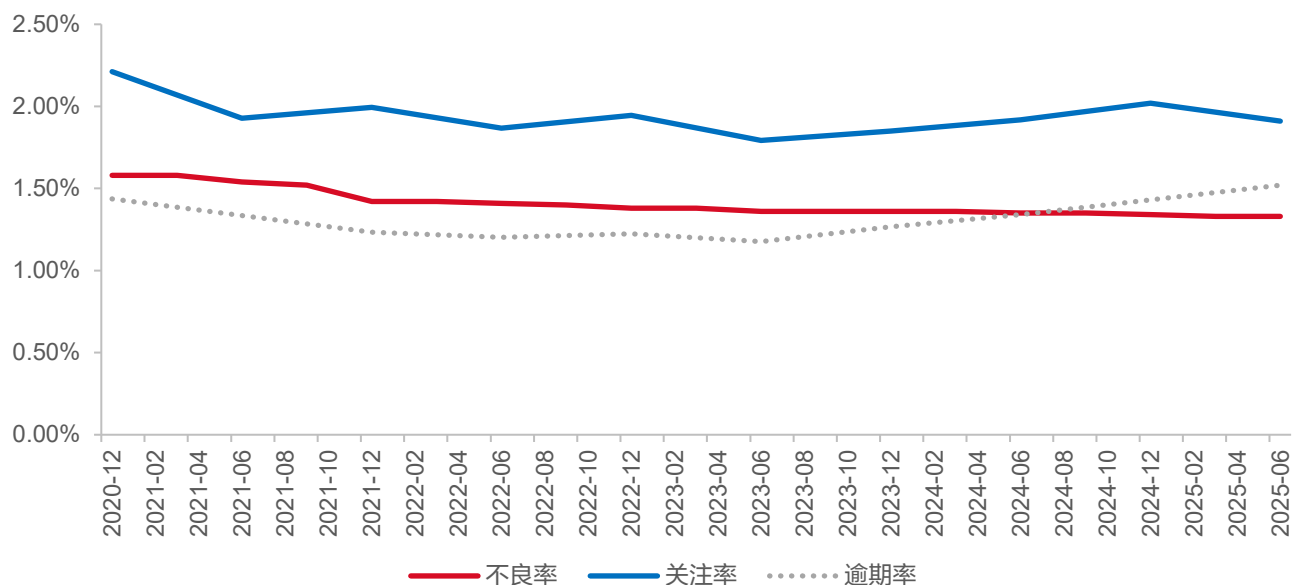


资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

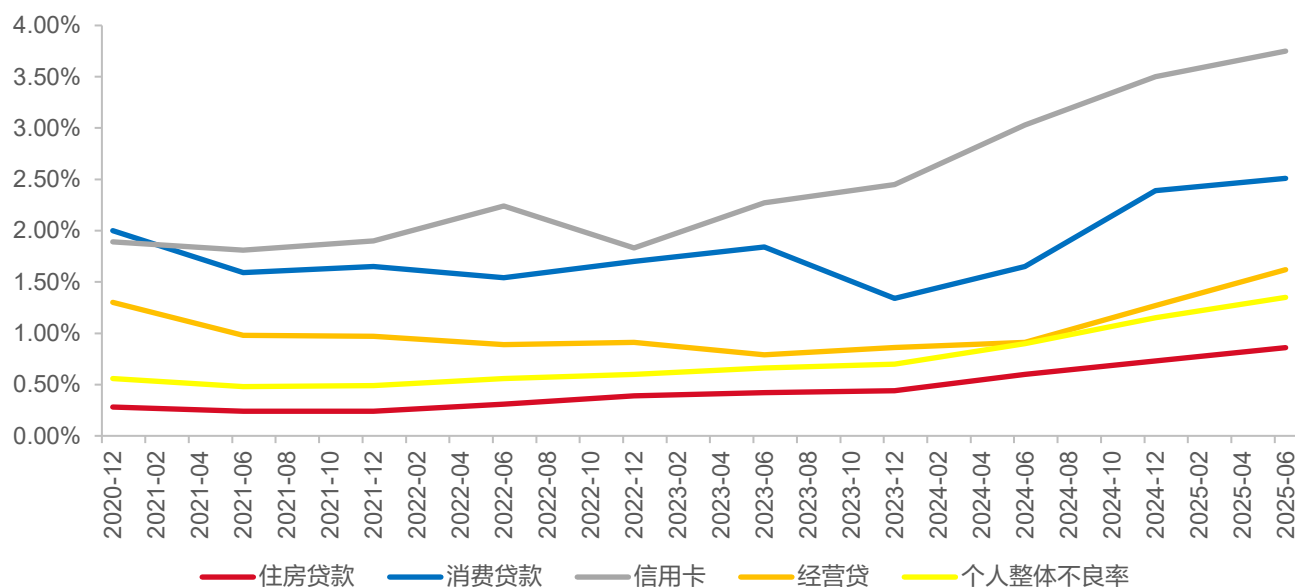
图8 2025H1 工商银行手续费及佣金收入及同比增速 左轴单位：亿元



资料来源：工商定期报告，Wind，东海证券研究所

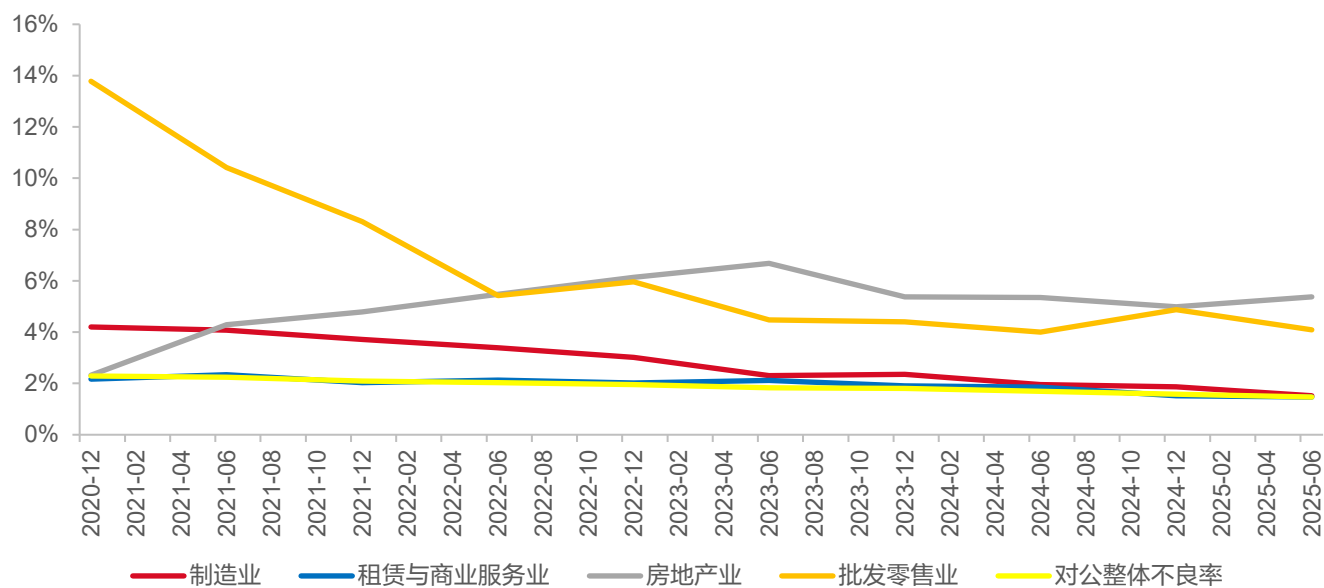
图9 工商银行不良率、关注率及逾期率

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	1.04	1.05	1.08
BVPS (元)	10.23	10.97	11.64	12.34
P/E (倍)	7.14	7.07	6.95	6.81
P/B (倍)	0.72	0.67	0.63	0.59

盈利能力	2024A	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.78%	0.73%	0.69%	0.66%
ROAE	9.44%	8.98%	8.57%	8.24%
净利差 (SPREAD)	1.22%	1.17%	1.17%	1.18%
净息差 (NIM)	1.38%	1.29%	1.28%	1.29%
信贷成本	0.46%	0.45%	0.46%	0.54%
成本收入比	28.04%	28.79%	29.32%	28.40%
所得税有效税率	13.01%	13.95%	13.77%	13.78%

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利息收入	14279	13781	14199	15043
利息支出	7905	7310	7459	7844
利息净收入	6374	6472	6739	7199
手续费净收入	1094	1108	1180	1265
其他非息收入	420	712	424	409
营业收入	8218	8292	8344	8873
营业费用与税金	2412	2483	2539	2618
资产减值损失	1267	1353	1451	1814
营业利润	4209	4300	4354	4441
所得税	549	600	601	613
净利润	3669	3703	3761	3836
母公司所有者利润	3659	3695	3758	3835

业绩增长率	2024A	2025E	2026E	2027E
利息净收入	-2.69%	1.53%	4.14%	6.82%
手续费及佣金净收入	-8.34%	1.31%	6.48%	7.22%
营业收入	-2.52%	0.90%	0.63%	6.35%
拨备前利润	-4.20%	3.24%	2.69%	7.76%
归母净利润	0.51%	0.99%	1.71%	2.05%

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 9 月 29 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	157240	166247	176269
贷款总额	283722	305629	324287	344052
贷款损失准备	8155	8539	8656	9357
贷款净额	276138	297732	316280	335352
生息资产总额	472684	506257	536577	569146
总资产	488217	532266	564350	598368
同业负债	61145	69333	73478	77872
存款	348370	376170	398890	422983
应付债券	20287	23004	24379	25837
付息负债	431498	470429	498786	528852
总负债	443891	489466	518917	550249
少数股东权益	174	242	244	245
母公司所有者权益	39698	42557	45189	47874

规模指标	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产增速	9.23%	9.02%	6.03%	6.03%
总贷款增速	8.76%	7.72%	6.10%	6.10%
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%	81.25%	81.30%	81.34%

资产质量	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.33%	1.34%
不良贷款毛生成率	0.40%	0.43%	0.56%	0.48%
不良贷款净生成率	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%
拨备覆盖率	214.91%	210.43%	200.98%	203.21%
拨备/贷款总额	2.87%	2.79%	2.67%	2.72%

资本	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.39%	19.73%	19.58%	19.41%
核心一级资本充足率	14.10%	14.17%	14.27%	14.33%
杠杆倍数	12.24	12.43	12.42	12.43

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