

公司研究

盈利增速回正，资产质量稳健

——工商银行（601398.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：7.78 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

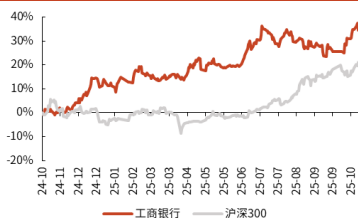
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元):	27,728.41
一年最低/最高(元):	5.74/8.19
近 3 月换手率:	14.81%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.58	-12.35	14.95
绝对	6.58	2.10	34.22

资料来源：Wind

要点

事件：

10 月 30 日，工商银行发布 2025 年三季度报告，前三季度实现营业收入 6400 亿，同比增长 2.2%，归母净利润 2699 亿，同比增长 0.3%。加权平均净资产收益率 9.3%，同比下降 0.47 个百分点。

点评：

营收增速季环比提升，盈利增速回正，经营韧性增强。工商银行 1-3Q 营业收入、PPOP、归母净利润分别同比增长 2.2%、1.8%、0.3%，增速较 25H1 分别提升 0.6、0.4、1.7pct。 **营收主要构成上：**（1）净利息收入同比下降 0.7%，降幅较 25H1 略走阔 0.6pct，扩表速度稳中有降仍保持较好水平，息差收窄压力趋缓；（2）非息收入同比增长 11.3%，增速较 25H1 提升 4.8pct，其中，手续费净收入增速小幅转正，净其他非息收入增速季环比提升 8.8pct。

1-3Q “两投”增加超 4 万亿，扩表保持较高强度。工商银行积极发挥大行“头雁”作用，1-3Q 贷款投放、债券投资“两投”增加超 4 万亿，增量再创新高。截至 25Q3 末，生息资产同比增长 9.4%，增速较 2Q 末小幅下降 1.9pct；其中，贷款同比增长 8.4%，增速较 2Q 末持平。 **贷款投向上**，加力支持“两重一薄”“两重”“两新”等重点领域，制造业、战略性新兴产业、绿色、普惠、民营和涉农贷款增速均高于各项贷款平均增速。

3Q 单季生息资产增量 3640 亿，其中，贷款增加 2663 亿，规模占比 73.2%。贷款增量中，公司贷款、零售贷款、票据贴息增量分别为+433 亿、-658 亿、+2888 亿，公司贷款（含贴现）持续发挥“压舱石”作用，零售贷款增长相对承压；3Q 票据资产同比多增，对广义信贷规模形成较强支撑。

存款增速稳中略降 0.3pct，存款定期化趋势延续。25Q3 末，工商银行付息负债、存款分别同比增长 10.5%、8%，增速较 2Q 末分别下降 1.4、0.3pct。3Q 付息负债增量 4669 亿，其中，存款增量 4080 亿，为主要贡献分项。截至 25Q3 末，存款占付息负债比重 79.1%，年初以来各季末占比保持稳定。分期限结构看，3Q 定期、活期存款余额分别为+4684 亿、-604 亿。截至 25Q3 末，定期存款占比较 2Q 末提升 0.6pct 至 61.1%，存款定期化趋势延续但斜率趋缓。

1-3Q 净息差较 25H1 收窄 2bp 至 1.28%。公司 1-3Q 披露净息差为 1.28%，较 25H1 下降 2bp，较上年同期下降 15bp。按期初期末时点平均值测算，生息资产收益率、付息负债成本率分别为 2.69%、1.57%，较 25H1 均下降 4bp。资产端收益率延续承压态势，与行业趋势一致；负债端公司积极落实各项自律倡议，根据政策利率变动调整存款利率推动付息成本持续下行。后续伴随存量存款到期滚动重定价，负债成本管控效果有望持续释放。

1-3Q 非息收入同比增长 11.3%，手续费及净其他非息收入季环比均有提升。工商银行 1-3Q 非息收入同比增长 11.3%至 1666 亿，增速较 25H1 提升 4.8pct。其中，（1）手续费及佣金净收入 909 亿（YoY +0.6%），增速较 25H1 小幅提升 1.2pct，3Q 资本市场景气度提升背景下，预估财富代销及资产管理业务收入增长季环比改善，同时，工商银行综合化经营程度深、中间业务收入来源广，也有助于对手续费形成有力支撑；（2）净其他非息收入 757 亿（YoY +27.6%），增速较 25H1 提升 8.8pct。3Q 单季净其他非息收入 292 亿，其中，投资收益 157 亿，为主要正贡献项，预估公司加大了债券类资产流转，提升买卖价差收益贡献。

不良率连续 3 个季度持平于 1.33%，风险抵补能力保持较好水平。25Q3 末，工商银行不良贷款率 1.33%，较年初下降 1bp。25Q1 以来，各季末不良率均稳定在 1.33%。拨备方面，1-3Q 计提各类资产减值损失 1271 亿，同比略降 1.7%；其中，贷款减值损失 1375 亿，同比增长 12%。截至 25Q3 末，拨备覆盖率为 217.2%，较 2Q 末略降 0.5pct；拨贷比 2.89%，较 2Q 末持平。

加权风险资产增速提升，各级资本充足率较 2Q 末下降。扩表保持较强势头加剧资本消耗，25Q3 末，工商银行风险加权资产同比增长 9.7%，增速较 2Q 末提升 2.8pct。25Q3 末，核心一级/一级/资本充足率分别为 13.57%、14.8%、18.85%，较 2Q 末分别下降 32bp、45bp、69bp，资本充足率保持合理区间。后续伴随财政部特别国债发行支持补充大行核心一级资本有序推进，资本安全边际有望增厚，为信贷投放奠定坚实基础。

盈利预测、估值与评级。工商银行近年来持续推进实施“扬长补短、固本强基”战略布局，并深入推进 GBC+（政务、产业、个人服务）基础性工程。在发挥工商、零售、科技等“老三篇”优势的同时，积极拓展新型金融基础设施、新型任务、新质生产力等“新赛道”。年初以来，公司积极发挥大行“头雁”，扩表保持较高强度，二季度以来营收增速逐季回暖，1-3Q 归母净利润同比增速实现回正，体现了较强的基本面韧性。维持公司 2025-27 年 EPS 预测为 1.05/1.08/1.11 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.71/0.66/0.62 倍。维持“买入”评级。

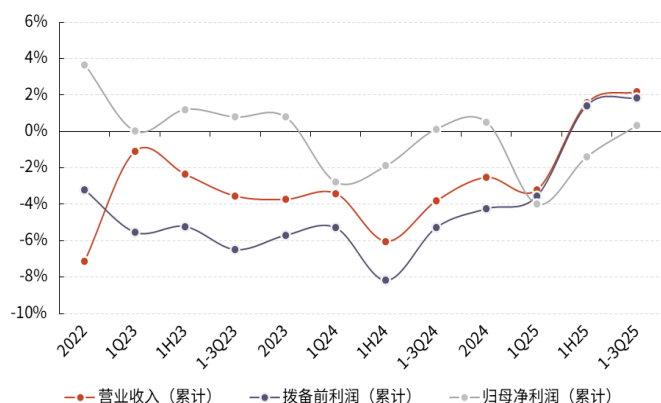
风险提示：经济复苏景气度不及预期，贷款利率下行压力加大。

表 1：工商银行盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	843,070	821,803	814,915	828,044	846,354
营业收入增长率	-3.7%	-2.5%	-0.8%	1.6%	2.2%
净利润（百万元）	363,993	365,863	372,560	383,373	395,513
净利润增长率	0.8%	0.5%	1.8%	2.9%	3.2%
EPS（元）	1.02	1.03	1.05	1.08	1.11
ROE	11.12%	10.38%	9.86%	9.48%	9.15%
P/E	7.62	7.58	7.44	7.23	7.01
P/B	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62

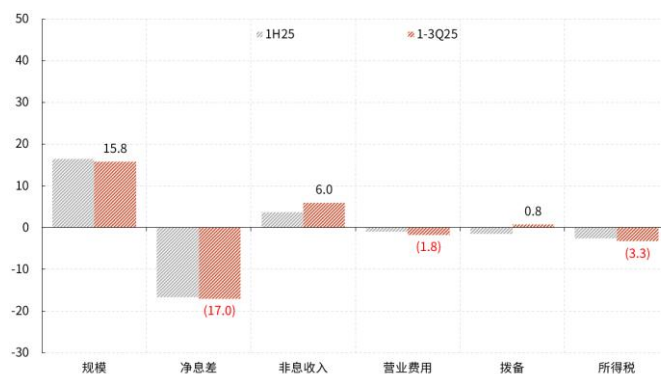
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31

图 1：工商银行营收及盈利累计增速



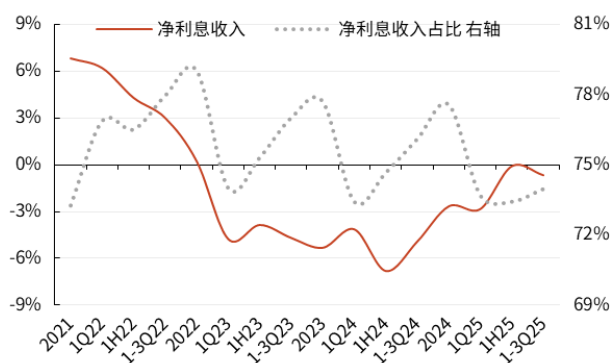
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：工商银行业绩同比增速拆分 (%)



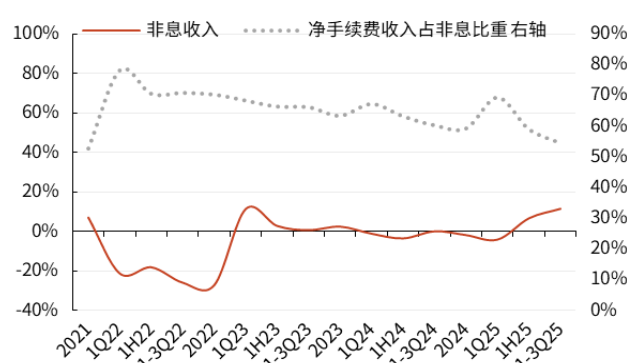
资料来源：公司财报，光大证券研究所；单位：%

图 3：工商银行净利息收入增速及占比



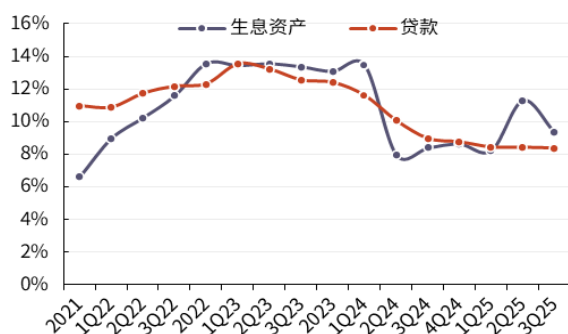
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：工商银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



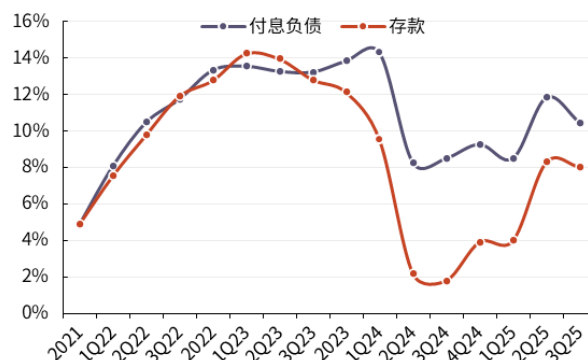
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：工商银行生息资产及贷款增速



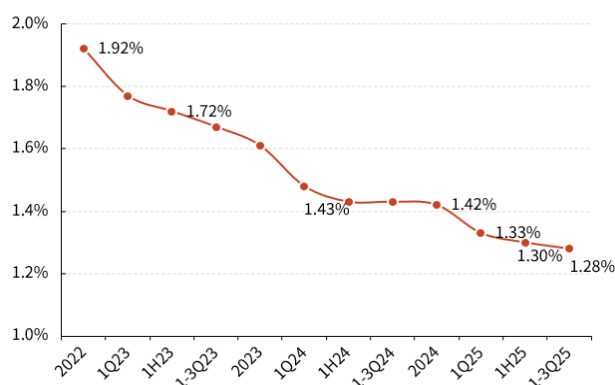
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：工商银行计息负债及存款增速



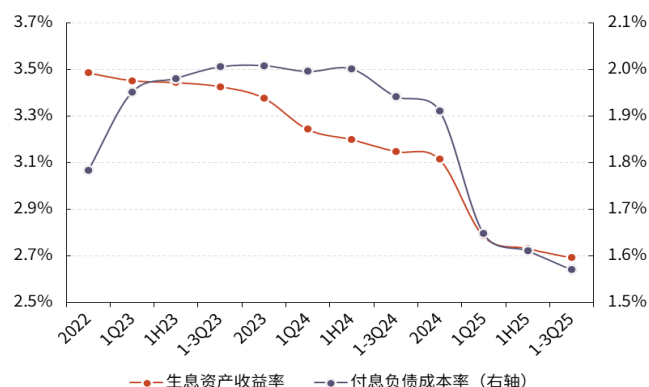
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：工商银行净息差走势（披露值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 8：工商银行生息资产收益率及计息负债成本率（测算值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 2：工商银行资产质量主要指标

	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
不良贷款率	1.36%	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%	1.33%	1.33%
较上季变动 (pct)	0.00	0.00	0.00	(0.01)	0.00	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.21%	N/A	3.27%	N/A	3.36%	N/A	3.23%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	63.1%	N/A	66.6%	N/A	74.9%	N/A	80.99%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	216.2%	214.0%	216.3%	218.4%	220.3%	214.9%	215.7%	217.7%	217.2%
较上季变动 (pct)	(2.4)	(2.3)	2.3	2.1	1.9	(5.4)	0.8	2.0	(0.5)
拨贷比	2.94%	2.90%	2.93%	2.95%	2.96%	2.87%	2.87%	2.89%	2.89%
较上季变动 (pct)	(0.03)	(0.04)	0.03	0.02	0.01	(0.09)	0.00	0.02	(0.00)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 3：工商银行资本充足率

	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
资本充足率	18.79%	19.10%	19.21%	19.16%	19.25%	19.39%	19.15%	19.54%	18.85%
较上季变动 (pct)	0.34	0.31	0.10	(0.05)	0.09	0.14	(0.24)	0.39	(0.69)
一级资本充足率	14.83%	15.17%	15.18%	15.25%	15.23%	15.36%	15.11%	15.25%	14.80%
较上季变动 (pct)	0.16	0.34	0.01	0.07	(0.02)	0.13	(0.25)	0.14	(0.45)
核心一级资本充足率	13.39%	13.72%	13.78%	13.84%	13.95%	14.10%	13.89%	13.89%	13.57%
较上季变动 (pct)	0.19	0.33	0.05	0.06	0.11	0.15	(0.21)	0.00	(0.32)
风险加权资产同比增速	10.5%	10.9%	8.4%	3.6%	4.1%	4.3%	4.9%	6.9%	9.7%
较上季变动 (pct)	0.9	0.4	(2.5)	(4.7)	0.5	0.2	0.52	2.0	2.8

资料来源：公司财报，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	843,070	821,803	814,915	828,044	846,354
净利息收入	655,013	637,405	630,049	640,815	654,320
非息收入	188,057	184,398	184,866	187,229	192,034
净手续费及佣金收入	119,357	109,397	106,115	106,115	109,299
净其他非息收入	68,700	75,001	78,751	81,114	82,736
营业支出	422,310	400,918	386,360	387,023	391,338
拨备前利润	572,782	548,490	571,383	580,573	593,390
信用及其他减值损失	150,816	126,663	141,885	138,610	137,432
税前利润	421,966	421,827	429,497	441,963	455,958
所得税	56,850	54,881	55,835	57,455	59,275
净利润	365,116	366,946	373,663	384,508	396,684
归属母公司净利润	363,993	365,863	372,560	383,373	395,513

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.43%	3.15%	2.99%	2.92%	2.89%
贷款收益率	3.86%	3.44%	3.30%	3.25%	3.23%
付息负债成本率	2.05%	1.94%	1.89%	1.87%	1.87%
存款成本率	1.89%	1.68%	1.60%	1.57%	1.57%
净息差	1.60%	1.41%	1.28%	1.22%	1.16%
净利差	1.38%	1.21%	1.10%	1.05%	1.01%
RORWA	1.56%	1.46%	1.41%	1.35%	1.26%
ROAA	0.87%	0.78%	0.73%	0.70%	0.67%
ROAE	11.12%	10.38%	9.86%	9.48%	9.15%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.36%	1.34%	1.35%	1.35%	1.36%
拨备覆盖率	214.0%	214.9%	211.4%	207.7%	203.4%
拨贷比	2.90%	2.87%	2.85%	2.81%	2.77%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.10%	19.39%	19.19%	18.80%	17.48%
一级资本充足率	15.17%	15.36%	15.33%	15.15%	14.20%
核心一级资本充足率	13.72%	14.10%	14.15%	14.06%	13.23%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2025-10-31

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	44,697,079	48,821,746	52,932,109	57,010,082	60,885,048
发放贷款和垫款	26,086,482	28,372,229	30,500,146	32,543,656	34,496,275
同业资产	6,316,568	5,680,935	6,202,166	6,530,527	6,818,540
金融投资	11,037,711	13,143,137	14,260,304	15,401,128	16,556,213
生息资产合计	43,440,761	47,196,301	50,962,616	54,475,311	57,871,028
总负债	40,920,491	44,834,480	48,680,175	52,484,642	56,077,146
吸收存款	32,985,681	34,277,636	36,505,682	38,513,495	40,054,035
市场类负债	5,989,115	8,312,864	9,755,602	11,375,641	13,263,594
付息负债合计	38,974,796	42,590,500	46,261,285	49,889,136	53,317,629
股东权益	3,776,588	3,987,266	4,251,933	4,525,439	4,807,902
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
归属母公司权益	3,756,887	3,969,841	4,233,406	4,505,777	4,787,069

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	12.8%	9.2%	8.4%	7.7%	6.8%
生息资产	13.1%	8.6%	8.0%	6.9%	6.2%
付息负债	13.9%	9.3%	8.6%	7.8%	6.9%
贷款余额	12.4%	8.8%	7.5%	6.7%	6.0%
存款余额	12.1%	3.9%	6.5%	5.5%	4.0%
净利息收入	-5.3%	-2.7%	-1.2%	1.7%	2.1%
净手续费及佣金收入	-7.7%	-8.3%	-3.0%	0.0%	3.0%
营业收入	-3.7%	-2.5%	-0.8%	1.6%	2.2%
拨备前利润	-5.7%	-4.2%	4.2%	1.6%	2.2%
归母净利润	0.8%	0.5%	1.8%	2.9%	3.2%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	1.02	1.03	1.05	1.08	1.11
PPOPPS (元)	1.61	1.54	1.60	1.63	1.66
BVPS (元)	9.55	10.23	10.97	11.73	12.52
DPS (元)	0.31	0.31	0.31	0.32	0.33
P/E	7.62	7.58	7.44	7.23	7.01
P/PPOP	4.84	5.06	4.85	4.78	4.67
P/B	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP