

工商银行(601398.SH/01398.HK)

净利息收入稳健，非息表现亮眼

核心观点：

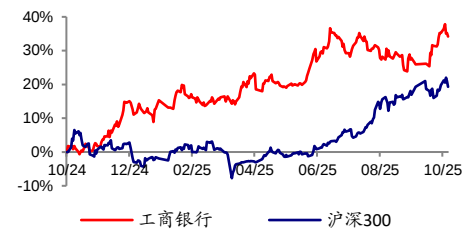
- 工商银行发布 2025 年三季度报告，点评如下：25Q1-3 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 2.2%、1.8%、0.3%，增速较 25H1 分别回升 0.60pct、0.41pct、1.72pct，**营收、利润增速环比向好**。从累计业绩驱动来看，规模扩张、其他收支高增和拨备计提减轻为主要正贡献，净息差收窄、有效税率形成拖累；25Q3 单季度拨备回补利润贡献加大。
- 亮点：（1）净利息收入稳健，量价双优。**25Q1-3 净利息收入同比减少 0.7%，为可比同业最优。**资产端**，25Q3 末贷款/金融投资分别同比增长 8.4%/23.9%，增速环比变动-0.05pct/+4.02pct，Q1-3 贷款/金融投资增量为 2.08/2.31 万亿元，同比多增 703/8,695 亿元，**随着财政发力前置，公司发挥大行头雁作用承接政府债发行，金融投资成为资产扩张的重要驱动**。**负债端**，25Q3 末存款同比增长 7.8%，增速环比回落 0.35pct，Q3 单季存款增量 4,032 亿元，同比少增 823 亿元；25Q3 末同业负债同比增长 21.2%，Q3 单季增量 3,032 亿元，同比多增 1,246 亿元，**存款非银化趋势初现**。**息差方面**，25Q1-3 净息差 1.28%，环比回落 2bp；测算 Q3 单季净息差 1.25%，环比回升 1bp。一方面**资产负债结构优化，贷款金融投资等高收益率资产配置比例提升和高息负债到期重定价利好息差**；另一方面，**5 月一揽子利率政策对息差影响中性，往后看监管呵护行业净息差，预计后续下行压力逐步缓解，明年有望企稳。****（2）中收增速回正。**25Q1-3 净手续费同比增长 0.6%，增速由负转正，预计主要是随着资本市场向好，财富管理业务相关收入增长势头良好。**（3）其他非息高增。**25Q1-3 其他非息同比增长 27.6%，增速环比走阔 8.80pct，其中投资收益+公允价值变动损益同比增长 22.99%，Q3 以来股债汇市场快速变化，公司金市、股权投资等业务抓住市场机会，实现同比高增。
- 关注：（1）OCI 浮盈回吐。**Q3 债市利率回升 OCI 估值波动其他综合收益承压；25Q1-3 其他综合收益-243 亿元，占利润总额-7.63%，去年同期 255 亿元。**（2）资产质量平稳。**25Q3 末不良率 1.33%，环比持平；拨备覆盖率 217.21%，环比下降 0.50pct；测算 25Q1-3 不良生成率为 0.42%，同比回升 2bp。**（3）Q3 末核充率下降 0.32pct 至 13.57%。**
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 25/26 年归母净利润增速分别为 1.31%/3.67%，EPS 为 1.00/1.04 元/股，当前股价对应 25/26 年 PE 分别为 7.80X/7.51X，对应 25/26 年 PB 分别为 0.71X/0.66X，给予公司最新财报每股净资产 0.80 倍 PB，合理价值 8.58 元/股，按照当前 AH 溢价比例，H 股合理价值 6.64 港币/股，均维持“买入”评级。
- 风险提示：**（1）零售资产质量恶化；（2）存款不确定性加大；（3）市场利率上行，交易账簿浮亏；（4）国际金融风险超预期。

公司评级

当前价格	7.78 元/6.02 港元
合理价值	8.58 元/6.64 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-10-31

买入-A/买入-H

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师：

林虎



SAC 执证号：S0260525040004



SFC CE No. BWK411



021-38003643



gflinhu@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

工商银行 (601398.SH/01398.HK):存贷 同比多增，负债成本大幅改善	2025-08-30
工商银行 (601398.SH/01398.HK):存贷 同比多增，中收降幅收窄	2025-04-30
工商银行 (601398.SH/01398.HK):资产 扩张稳健，存款成本压降有力	2025-03-30

联系人：

王宇 010-59136615

yfwangyu@gf.com.cn

图表索引

图 1: 累计营收、PPOP、归母净利润同比增速	4
图 2: 累计同比业绩拆分 (2025Q1-3)	5
图 3: 累计同比业绩拆分 (2025H1)	5
图 4: 单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速	7
图 5: 单季度同比业绩拆分 (2025Q3)	8
图 6: 资本充足率	19
图 7: 风险加权资产增速与内生资本增长	20
图 8: 股东数量与户均持股数量	20

表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元)	3
表 2: 累计业绩同比增速	4
表 3: 累计同比业绩拆分	6
表 4: 累计业绩结构	6
表 5: 单季度业绩同比增速	7
表 6: 单季度同比业绩拆分	8
表 7: 单季度业绩结构	9
表 8: 累计 ROE 拆解	9
表 9: 单季度 ROE 拆解	10
表 10: 净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率	10
表 11: 生息资产分项收益率、计息负债分项成本率、利息收支结构	11
表 12: 生息资产情况 (单位: 百万元)	12
表 13: 计息负债情况 (单位: 百万元)	13
表 14: 贷款情况	14
表 15: 存款情况 (单位: 百万元)	15
表 16: 投资类资产情况 (单位: 百万元)	16
表 17: 非息收入、其他综合收益	16
表 18: 手续费结构	17
表 19: 资产质量关键指标 (单位: 百万元)	17
表 20: 不良贷款情况	18
表 21: 减值损失、拨备余额 (单位: 百万元)	19
表 22: 前十大股东 (2025 年三季度末)	21
表 23: 前十大股东 (2025 年二季度末)	21

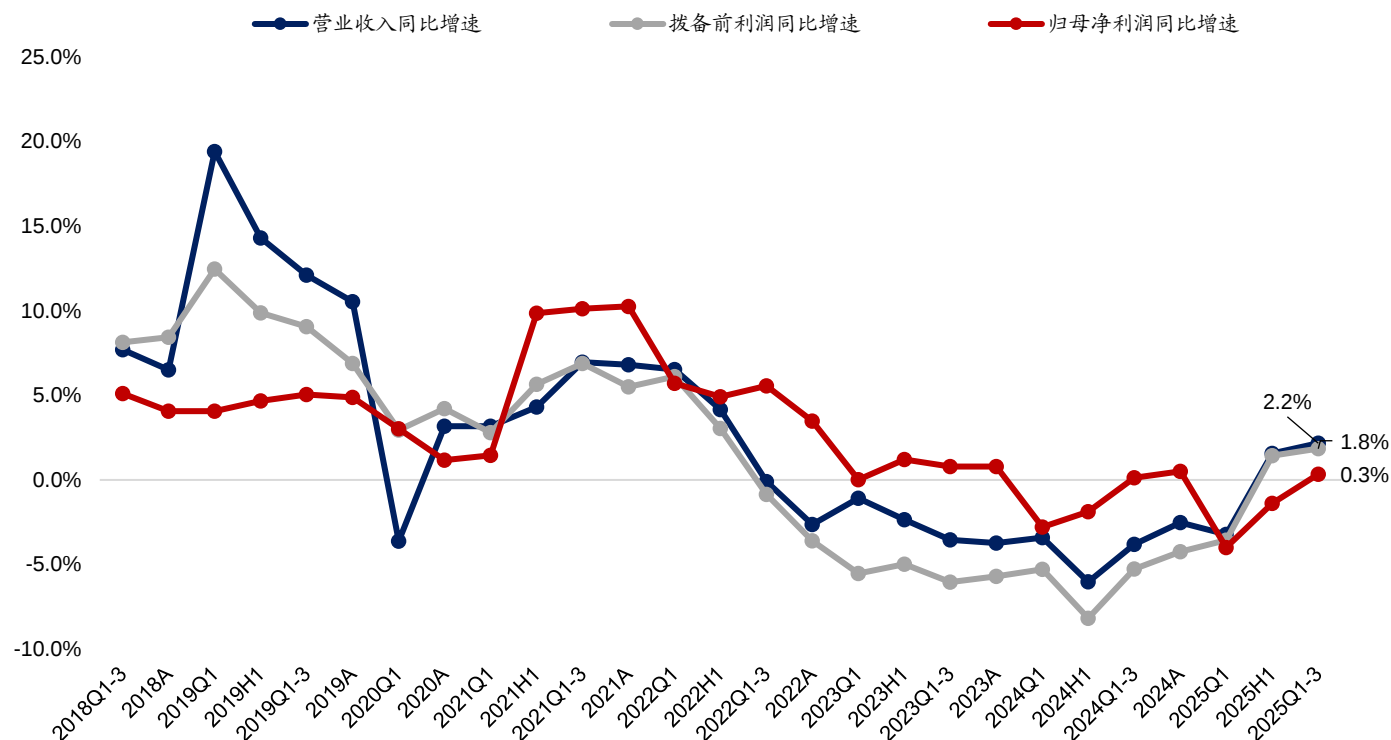
表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元)

关键财务指标	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
营业收入同比增速	-3.73%	-3.41%	-6.03%	-3.82%	-2.52%	-3.22%	1.57%	2.17%	0.60pct
拨备前利润同比增速			-8.18%	-5.28%	-4.24%	-3.56%	1.43%	1.84%	0.41pct
归母净利润同比增速	0.79%	-2.78%	-1.89%	0.13%	0.51%	-3.99%	-1.39%	0.33%	1.72pct
ROE (年化)	10.66%	10.06%	9.53%	9.77%	9.88%	9.06%	8.82%	9.30%	0.48pct
ROA (年化)	0.87%	0.76%	0.84%	0.78%	0.78%	0.68%	0.67%	0.71%	0.05pct
净息差	1.61%	1.48%	1.43%	1.43%	1.42%	1.33%	1.30%	1.28%	-0.02pct
净利差	1.41%		1.24%		1.23%		1.16%		
成本收入比	26.96%	20.78%	23.65%	25.05%	28.04%	21.97%	24.10%	25.25%	1.15pct
总资产同比增速	12.84%	13.24%	7.89%	8.71%	9.23%	8.29%	11.04%	9.21%	-1.83pct
贷款同比增速	12.39%	11.60%	10.06%	8.97%	8.76%	8.45%	8.44%	8.39%	-0.05pct
存款同比增速	12.22%	9.54%	2.20%	1.80%	3.93%	3.99%	8.20%	7.85%	-0.35pct
贷款/生息资产	58.86%	58.19%	59.70%	58.95%	58.77%	58.17%	58.24%	58.31%	0.07pct
存款/计息负债	84.84%	82.74%	81.84%	81.14%	80.73%	79.34%	79.26%	79.34%	0.08pct
贷款较年初增量	2,874,170	1,283,678	1,751,068	2,009,423	2,285,747	1,310,812	1,813,430	2,079,700	266,270
存款较年初增量	3,650,683	1,513,906	586,142	1,071,662	1,315,799	1,594,859	2,067,583	2,470,851	403,268
不良贷款余额	353,502	370,888	375,350	377,955	379,458	395,399	400,105	404,838	4,733
不良贷款率	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%	1.33%	1.33%	0.00pct
拨备覆盖率	213.97%	216.31%	218.43%	220.30%	214.91%	215.70%	217.71%	217.21%	-0.50pct
关注贷款率	1.85%		1.92%		2.02%		1.91%		
逾期贷款率	1.27%		1.34%		1.43%		1.52%		
逾期 90 天以上/不良	63.14%		66.62%		74.94%		80.99%		
逾期 1 年以上/损失	87.61%		106.02%		85.97%		87.95%		
逾期/不良	93.47%		99.47%		107.19%		114.72%		
(重组+逾期)/不良	116.87%		131.06%		143.84%		149.95%		
不良净新生成率	0.45%	0.48%	0.46%	0.40%	0.43%	0.50%	0.51%	0.42%	-0.09pct
不良核销转出率	22.73%	16.06%	21.41%	20.00%	24.08%	20.82%	26.88%	22.22%	-4.66pct
核心一级资本充足率	13.72%	13.78%	13.84%	13.95%	14.10%	13.89%	13.89%	13.57%	-0.32pct
资本充足率	19.10%	19.21%	19.16%	19.25%	19.39%	19.15%	19.54%	18.85%	-0.69pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 营业收入、拨备前利润、归母净利润、ROE (年化)、ROA (年化)、净息差、净利差、不良新生成率为当年累计数据。

图 1: 累计营收、PPOP、归母净利润同比增速



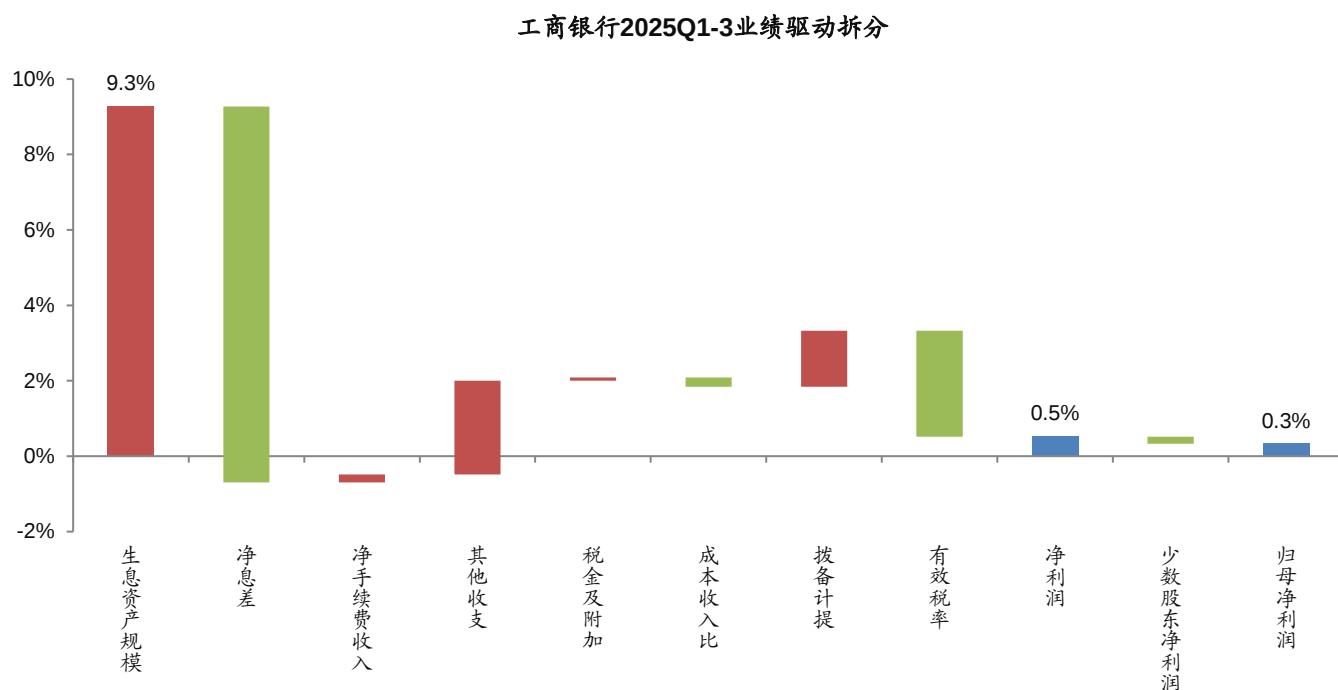
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 累计业绩同比增速

累计业绩同比增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
营业收入同比增速	-3.7%	-3.4%	-6.0%	-3.8%	-2.5%	-3.2%	1.6%	2.2%	0.60pct
净利息收入同比增速	-5.3%	-4.2%	-6.8%	-4.9%	-2.7%	-2.9%	-0.1%	-0.7%	-0.58pct
非息收入同比增速	2.3%	-1.3%	-3.6%	0.0%	-1.9%	-4.2%	6.5%	11.3%	4.77pct
净手续费收入同比增速	-7.7%	-2.8%	-8.2%	-9.0%	-8.3%	-1.2%	-0.6%	0.6%	1.17pct
其他非息收入同比增速	26.2%	2.1%	5.7%	17.5%	9.2%	-10.4%	18.8%	27.6%	8.80pct
营业支出同比增速	-7.6%	-3.9%	-9.0%	-5.9%	-5.4%	-2.0%	2.7%	0.7%	-1.97pct
拨备前利润同比增速	-5.7%	-5.3%	-8.2%	-5.3%	-4.2%	-3.6%	1.4%	1.8%	0.41pct
利润总额同比增速	-0.6%	-3.9%	-3.2%	-1.9%	0.0%	-2.8%	0.9%	3.3%	2.40pct
净利润同比增速	1.1%	-3.0%	-2.0%	0.2%	0.5%	-3.8%	-1.5%	0.5%	1.98pct
归母净利润同比增速	0.8%	-2.8%	-1.9%	0.1%	0.5%	-4.0%	-1.4%	0.3%	1.72pct

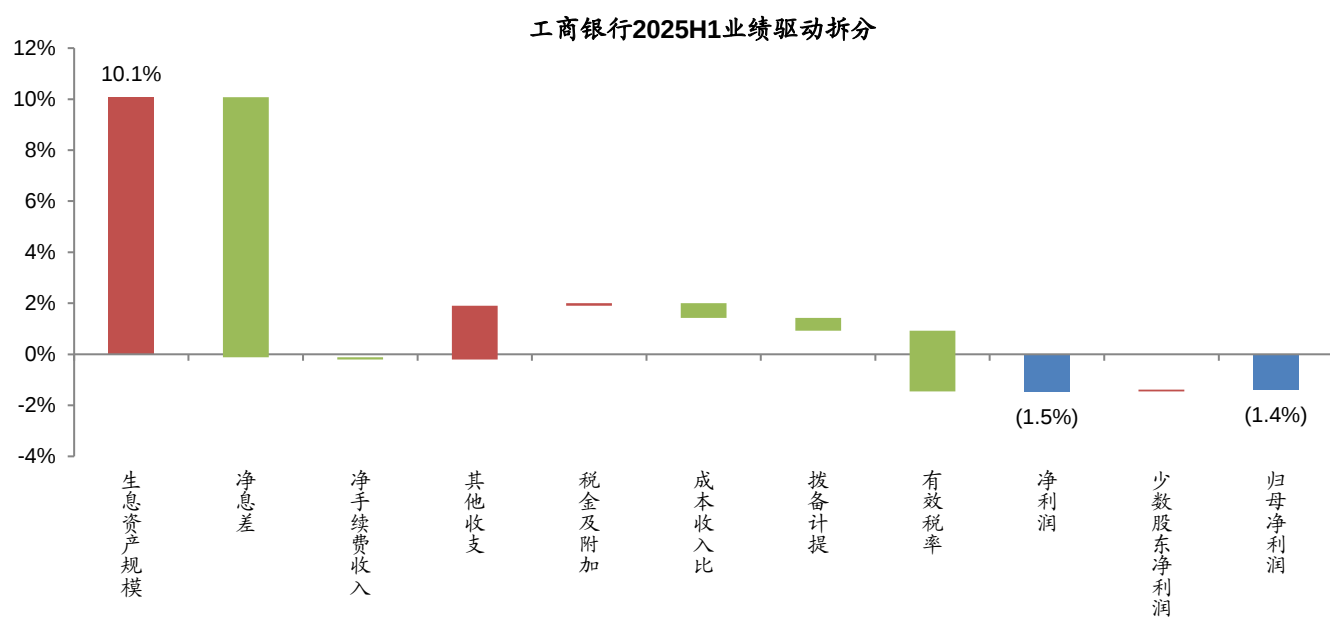
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2：累计同比业绩拆分（2025Q1-3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：累计同比业绩拆分（2025H1）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：累计同比业绩拆分

累计业绩驱动	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
生息资产规模	13.3%	13.1%	10.4%	10.6%	10.8%	8.7%	10.1%	9.3%	-0.80pct
净息差	-18.6%	-17.2%	-17.2%	-15.5%	-13.5%	-11.6%	-10.2%	-10.0%	0.23pct
净手续费收入	-0.4%	0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.9%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.29pct
其他收支	1.4%	-0.2%	0.7%	1.6%	0.9%	0.3%	2.1%	2.5%	0.39pct
税金及附加	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.02pct
成本收入比	-1.2%	-1.1%	-1.7%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-0.6%	-0.2%	0.33pct
拨备计提	5.1%	1.4%	5.0%	3.4%	4.2%	0.8%	-0.5%	1.5%	1.99pct
有效税率	1.8%	0.9%	1.2%	2.1%	0.5%	-1.0%	-2.4%	-2.8%	-0.43pct
净利润	1.1%	-3.0%	-2.0%	0.2%	0.5%	-3.8%	-1.5%	0.5%	1.98pct
少数股东净利润	-0.3%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.26pct
归母净利润	0.8%	-2.8%	-1.9%	0.1%	0.5%	-4.0%	-1.4%	0.3%	1.72pct

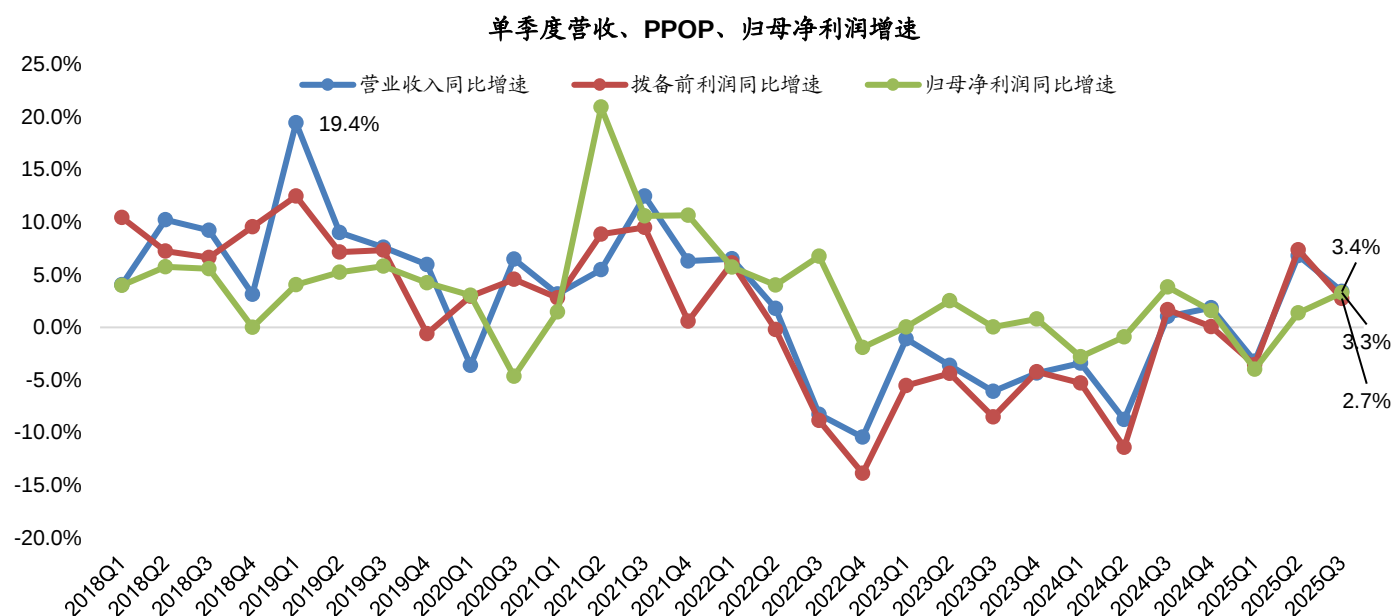
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：累计业绩结构

累计业绩占比(总营收)	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
净利息收入	77.7%	73.4%	74.7%	76.1%	77.6%	73.7%	73.4%	74.0%	0.55pct
利息收入	166.7%	165.2%	171.5%	171.5%	173.8%	158.9%	157.7%	157.0%	-0.68pct
利息支出	89.0%	91.7%	96.8%	95.4%	96.2%	85.2%	84.3%	83.1%	-1.22pct
非息收入	22.3%	26.6%	25.3%	23.9%	22.4%	26.3%	26.6%	26.0%	-0.55pct
净手续费收入	14.2%	17.9%	16.0%	14.4%	13.3%	18.3%	15.7%	14.2%	-1.49pct
其他非息收入	8.1%	8.7%	9.3%	9.5%	9.1%	8.0%	10.9%	11.8%	0.95pct
营业支出	46.1%	49.4%	49.2%	46.9%	44.8%	50.0%	49.8%	46.3%	-3.52pct
业务及管理费	27.0%	20.8%	23.7%	25.1%	28.0%	22.0%	24.1%	25.2%	1.15pct
减值损失	17.9%	27.3%	24.3%	20.6%	15.4%	26.9%	24.5%	19.9%	-4.62pct
拨备前利润	67.9%	73.9%	71.2%	69.9%	66.7%	73.7%	71.1%	69.6%	-1.42pct
利润总额	50.1%	46.6%	46.9%	49.2%	51.3%	46.8%	46.6%	49.8%	3.19pct
净利润	43.3%	40.1%	40.7%	43.2%	44.7%	39.8%	39.5%	42.5%	2.96pct
归母净利润	43.2%	39.9%	40.5%	42.9%	44.5%	39.6%	39.4%	42.2%	2.81pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：单季度业绩同比增速

单季度业绩同比增速	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
营业收入同比增速	-4.3%	-3.4%	-8.8%	1.1%	1.9%	-3.2%	6.8%	3.4%	-3.40pct
净利息收入同比增速	-7.3%	-4.2%	-9.5%	-1.1%	4.7%	-2.9%	2.8%	-1.8%	-4.59pct
非息收入同比增速	9.9%	-1.3%	-6.3%	10.0%	-9.4%	-4.2%	19.6%	23.1%	3.50pct
净手续费收入同比增速	-15.0%	-2.8%	-14.9%	-11.1%	-5.2%	-1.2%	0.3%	4.1%	3.78pct
其他非息收入同比增速	62.5%	2.1%	9.3%	50.1%	-14.0%	-10.4%	46.6%	44.6%	-1.97pct
营业支出同比增速	-15.5%	-3.9%	-14.0%	2.2%	-3.1%	-2.0%	7.9%	-4.0%	-11.88pct
拨备前利润同比增速	-4.2%	-5.3%	-11.4%	1.7%	0.1%	-3.6%	7.4%	2.7%	-4.63pct
利润总额同比增速	5.0%	-3.9%	-2.4%	0.6%	5.3%	-2.8%	4.9%	7.6%	2.66pct
净利润同比增速	0.7%	-3.0%	-0.9%	4.2%	1.3%	-3.8%	1.0%	3.9%	2.90pct
归母净利润同比增速	0.8%	-2.8%	-0.9%	3.8%	1.6%	-4.0%	1.4%	3.3%	1.93pct

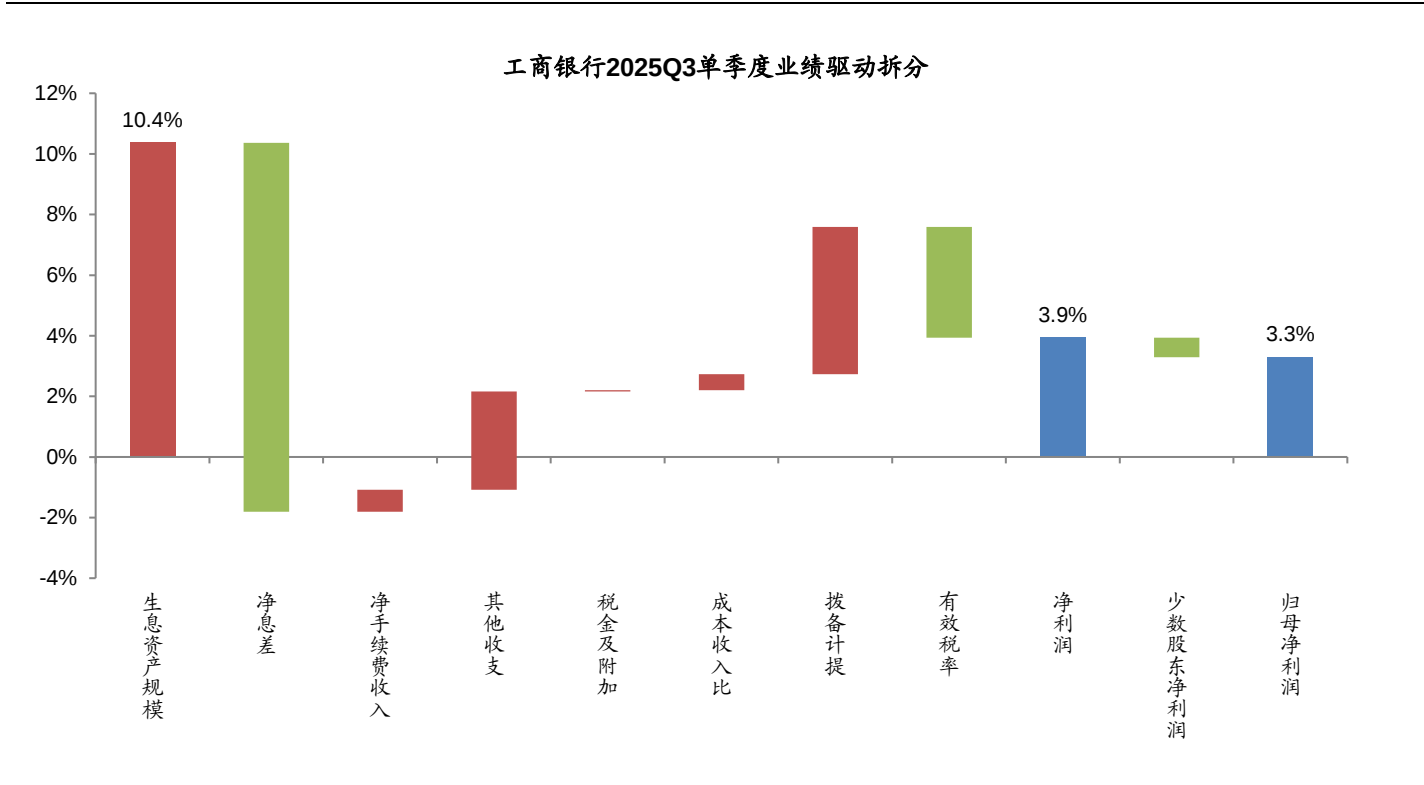
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6：单季度同比业绩拆分

单季度业绩驱动	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
生息资产规模	13.1%	13.1%	10.6%	8.2%	8.7%	8.7%	9.8%	10.4%	0.55pct
净息差	-20.4%	-17.2%	-20.1%	-9.3%	-4.0%	-11.6%	-7.0%	-12.2%	-5.14pct
净手续费收入	-1.0%	0.3%	-0.9%	-1.4%	-1.1%	0.3%	-0.4%	0.7%	1.11pct
其他收支	3.6%	-0.2%	1.6%	3.8%	-1.8%	0.3%	4.0%	3.2%	-0.71pct
增值税及附加	0.2%	-0.2%	0.0%	0.3%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.06pct
成本收入比	0.3%	-1.1%	-2.6%	0.0%	-1.3%	-1.5%	0.9%	0.5%	-0.38pct
拨备计提	9.3%	1.4%	9.0%	-1.1%	5.2%	0.8%	-2.4%	4.8%	7.28pct
有效税率	-4.4%	0.9%	1.6%	3.6%	-3.9%	-1.0%	-3.9%	-3.7%	0.24pct
净利润	0.7%	-3.0%	-0.9%	4.2%	1.3%	-3.8%	1.0%	3.9%	2.90pct
少数股东净利润	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.2%	0.3%	-0.6%	-0.97pct
归母净利润	0.8%	-2.8%	-0.9%	3.8%	1.6%	-4.0%	1.4%	3.3%	1.93pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：单季度同比业绩拆分（2025Q3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：单季度业绩结构

单季度业绩占比(占总营收)	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
净利息收入	80.0%	73.4%	76.0%	79.0%	82.2%	73.7%	73.2%	75.1%	1.91pct
利息收入	181.4%	165.2%	178.4%	171.6%	180.9%	158.9%	156.6%	155.7%	-0.87pct
利息支出	101.3%	91.7%	102.4%	92.6%	98.7%	85.2%	83.4%	80.6%	-2.77pct
非息收入	20.0%	26.6%	24.0%	21.0%	17.8%	26.3%	26.8%	24.9%	-1.91pct
净手续费收入	10.5%	17.9%	14.0%	11.1%	9.8%	18.3%	13.1%	11.2%	-1.93pct
其他非息收入	9.5%	8.7%	10.0%	9.8%	8.0%	8.0%	13.7%	13.7%	0.03pct
营业支出	39.7%	49.4%	49.1%	42.2%	37.8%	50.0%	49.6%	39.2%	-10.38pct
业务及管理费	36.9%	20.8%	26.8%	27.9%	37.6%	22.0%	26.2%	27.6%	1.35pct
减值损失	1.6%	27.3%	20.9%	13.2%	-1.3%	26.9%	22.1%	10.6%	-11.52pct
拨备前利润	57.7%	73.9%	68.1%	67.2%	56.7%	73.7%	68.5%	66.8%	-1.70pct
利润总额	56.2%	46.6%	47.2%	54.0%	58.1%	46.8%	46.4%	56.2%	9.81pct
净利润	49.6%	40.1%	41.5%	48.2%	49.4%	39.8%	39.2%	48.4%	9.17pct
归母净利润	49.7%	39.9%	41.3%	47.9%	49.6%	39.6%	39.2%	47.8%	8.64pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：累计ROE拆解

累计 ROE 拆分	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
营业收入	2.00%	1.91%	1.83%	1.80%	1.76%	1.70%	1.69%	1.68%	-0.01pct
净利息收入	1.55%	1.40%	1.37%	1.37%	1.36%	1.25%	1.24%	1.24%	0.00pct
净手续费收入	0.28%	0.34%	0.29%	0.26%	0.23%	0.31%	0.27%	0.24%	-0.03pct
其他非息收入	0.16%	0.17%	0.17%	0.17%	0.16%	0.14%	0.18%	0.20%	0.01pct
营业支出	-0.92%	-0.94%	-0.90%	-0.84%	-0.79%	-0.85%	-0.84%	-0.78%	0.06pct
税金及附加	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	0.00pct
业务及管理费	-0.54%	-0.40%	-0.43%	-0.45%	-0.49%	-0.37%	-0.41%	-0.42%	-0.02pct
减值损失	-0.36%	-0.52%	-0.44%	-0.37%	-0.27%	-0.46%	-0.41%	-0.33%	0.08pct
营业利润	1.08%	0.96%	0.93%	0.95%	0.97%	0.85%	0.85%	0.90%	0.05pct
营业外净收入	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.07%	-0.07%	-0.05%	-0.06%	-0.07%	-0.01pct
利润总额	1.00%	0.89%	0.86%	0.88%	0.90%	0.79%	0.79%	0.84%	0.05pct
所得税	-0.13%	-0.12%	-0.11%	-0.11%	-0.12%	-0.12%	-0.12%	-0.12%	0.00pct
年化 ROA	0.87%	0.76%	0.75%	0.78%	0.78%	0.68%	0.67%	0.71%	0.05pct
杠杆率	12.31	13.18	11.35	12.53	12.59	13.42	13.21	13.04	-0.17
年化 ROE	10.66%	10.06%	8.47%	9.71%	9.88%	9.06%	8.82%	9.30%	0.48pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：杠杆率同比变化的单位为“倍”。

表 9：单季度ROE拆解

单季度 ROE 拆分	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
营业收入	1.82%	1.91%	1.75%	1.77%	1.67%	1.70%	1.70%	1.68%	-0.02pct
净利息收入	1.46%	1.40%	1.33%	1.40%	1.37%	1.25%	1.24%	1.26%	0.02pct
净手续费收入	0.19%	0.34%	0.24%	0.20%	0.16%	0.31%	0.22%	0.19%	-0.03pct
其他非息收入	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	0.13%	0.14%	0.23%	0.23%	0.00pct
营业支出	0.72%	0.94%	0.86%	0.75%	0.63%	0.85%	0.84%	0.66%	-0.18pct
税金及附加	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00pct
业务及管理费	0.67%	0.40%	0.47%	0.49%	0.63%	0.37%	0.44%	0.46%	0.02pct
减值损失	0.03%	0.52%	0.37%	0.23%	-0.02%	0.46%	0.37%	0.18%	-0.20pct
营业利润	1.10%	0.96%	0.89%	1.02%	1.04%	0.85%	0.85%	1.02%	0.16pct
营业外净收入	-0.07%	-0.08%	-0.06%	-0.07%	-0.07%	-0.05%	-0.07%	-0.08%	-0.01pct
利润总额	1.02%	0.89%	0.83%	0.96%	0.97%	0.79%	0.79%	0.94%	0.16pct
所得税	0.12%	0.12%	0.10%	0.10%	0.15%	0.12%	0.12%	0.13%	0.01pct
年化 ROA	0.90%	0.76%	0.73%	0.85%	0.83%	0.68%	0.67%	0.81%	0.15pct
杠杆率	12.31	13.18	11.35	12.53	12.59	13.42	13.21	13.04	-0.17
年化 ROE	11.12%	10.06%	8.23%	10.68%	10.39%	9.06%	8.79%	10.58%	1.79pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：杠杆率同比变化的单位为“倍”。

表 10：净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率

累计（披露值）	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
净息差	1.61%	1.48%	1.43%	1.43%	1.42%	1.33%	1.30%	1.28%	-0.15pct
净利差	1.41%		1.24%		1.23%		1.16%		
生息资产收益率	3.45%		3.28%		3.17%		2.79%		
计息负债成本率	2.04%		2.04%		1.94%		1.63%		
单季度（测算值）	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
净息差	1.42%	1.44%	1.33%	1.41%	1.37%	1.29%	1.24%	1.25%	0.01pct
净利差	1.24%	1.27%	1.16%	1.25%	1.21%	1.15%	1.12%	1.13%	0.01pct
生息资产收益率	3.21%	3.24%	3.12%	3.05%	3.00%	2.78%	2.66%	2.60%	-0.06pct
计息负债成本率	1.97%	1.97%	1.96%	1.81%	1.80%	1.63%	1.55%	1.47%	-0.08pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：单季度测算时生息资产剔除交易性金融资产以及其他权益工具投资。

表 11：生息资产分项收益率、计息负债分项成本率、利息收支结构

生息资产平均收益率	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
发放贷款	4.16%	4.15%	4.05%	3.95%	3.81%	3.52%	3.40%	2.92%	-0.60pct
投资类资产	3.29%	3.30%	3.31%	3.37%	3.30%	3.20%	3.12%	2.81%	-0.39pct
存放央行	1.46%	1.46%	1.52%	1.66%	1.67%	1.70%	1.71%	1.69%	-0.01pct
同业资产	1.42%	1.69%	1.93%	2.88%	2.81%	3.02%	2.83%	2.43%	-0.59pct
计息负债平均付息率	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
存款	1.62%	1.70%	1.75%	1.90%	1.89%	1.84%	1.72%	1.45%	-0.39pct
同业负债	1.35%	1.66%	1.86%	2.48%	2.55%	2.73%	2.64%	2.00%	-0.73pct
发行债券	2.75%	2.88%	3.17%	3.78%	3.77%	3.59%	3.38%	2.76%	-0.83pct
利息收入结构	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
发放贷款	71.6%	71.5%	70.4%	68.5%	67.7%	66.0%	65.7%	63.3%	-2.70pct
投资类资产	22.6%	22.9%	23.2%	23.8%	24.1%	24.8%	25.6%	28.3%	3.48pct
存放央行	3.6%	3.4%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	0.06pct
同业资产	2.2%	2.4%	2.8%	3.9%	4.3%	5.4%	4.9%	4.6%	-0.84pct
利息支出结构	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
存款	84.3%	83.1%	81.8%	79.2%	78.6%	73.3%	71.3%	68.7%	-4.59pct
同业负债	9.4%	11.2%	12.1%	13.3%	13.8%	18.3%	19.8%	20.6%	2.23pct
发行债券	6.3%	5.8%	6.1%	7.5%	7.6%	8.3%	8.8%	10.7%	2.36pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 12: 生息资产情况 (单位: 百万元)

余额结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
贷款	58.9%	58.2%	59.7%	59.0%	58.8%	58.2%	58.2%	58.3%	-0.65pct
投资类资产	26.7%	26.0%	27.9%	27.9%	29.3%	29.6%	30.0%	31.5%	3.64pct
存放央行	9.1%	8.4%	7.8%	7.9%	6.9%	6.9%	5.9%	6.6%	-1.29pct
同业资产	5.3%	7.4%	4.7%	5.3%	5.0%	5.3%	5.8%	3.6%	-1.70pct
同比增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总生息资产	13.0%	13.1%	8.1%	8.4%	8.9%	8.5%	11.2%	9.6%	1.16pct
贷款	12.4%	11.6%	10.1%	9.0%	8.8%	8.5%	8.4%	8.4%	-0.59pct
投资类资产	12.5%	10.9%	15.4%	15.4%	19.4%	23.6%	19.9%	23.9%	8.48pct
存放央行	17.9%	10.0%	-1.2%	-0.5%	-17.8%	-10.9%	-15.8%	-8.4%	-7.95pct
同业资产	13.8%	43.4%	-25.8%	-12.7%	3.8%	-22.2%	39.1%	-25.6%	-12.92pct
较年初增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总生息资产	13.0%	6.1%	5.2%	7.5%	8.9%	5.7%	7.4%	8.2%	0.64pct
贷款	12.4%	4.9%	6.7%	7.7%	8.8%	4.6%	6.4%	7.3%	-0.37pct
投资类资产	12.5%	3.2%	9.6%	12.2%	19.4%	6.8%	10.0%	16.3%	4.16pct
存放央行	17.9%	-2.3%	-10.2%	-7.3%	-17.8%	5.9%	-8.0%	3.3%	10.56pct
同业资产	13.8%	48.7%	-7.3%	7.7%	3.8%	11.4%	24.3%	-22.8%	-30.49pct
较年初增量	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总生息资产	5,088,857	2,714,213	2,306,392	3,338,565	3,959,392	2,746,538	3,551,151	3,947,380	608,815
贷款	2,874,170	1,283,678	1,751,068	2,009,423	2,285,747	1,310,812	1,813,430	2,079,700	70,277
投资类资产	1,315,966	383,717	1,139,254	1,442,015	2,303,908	962,540	1,414,852	2,311,463	869,448
存放央行	614,401	-93,734	-414,165	-294,023	-719,382	195,393	-267,139	109,156	403,179
同业资产	284,320	1,140,552	-169,765	181,150	89,119	277,793	590,008	-552,939	-734,089
较年初增量结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
贷款	56.5%	47.3%	75.9%	60.2%	57.7%	47.7%	51.1%	52.7%	-7.50pct
投资类资产	25.9%	14.1%	49.4%	43.2%	58.2%	35.0%	39.8%	58.6%	15.36pct
存放央行	12.1%	-3.5%	-18.0%	-8.8%	-18.2%	7.1%	-7.5%	2.8%	11.57pct
同业资产	5.6%	42.0%	-7.4%	5.4%	2.3%	10.1%	16.6%	-14.0%	-19.43pct
单季增量	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
总生息资产	364,904	2,714,213	-407,821	1,032,173	620,827	2,746,538	804,613	396,229	-635,944
贷款	304,228	1,283,678	467,390	258,355	276,324	1,310,812	502,618	266,270	7,915
投资类资产	331,496	383,717	755,537	302,761	861,893	962,540	452,312	896,611	593,850
存放央行	275,768	-93,734	-320,431	120,142	-425,359	195,393	-462,532	376,295	256,153
同业资产	-546,588	1,140,552	-1,310,317	350,915	-92,031	277,793	312,215	-1,142,947	-1,493,862
单季增量/期末余额	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
贷款	0.7%	2.7%	1.0%	0.5%	0.6%	2.6%	1.0%	0.5%	-0.03pct
投资类资产	0.7%	0.8%	1.6%	0.6%	1.8%	1.9%	0.9%	1.7%	1.08pct
存放央行	0.6%	-0.2%	-0.7%	0.3%	-0.9%	0.4%	-0.9%	0.7%	0.47pct
同业资产	-1.2%	2.4%	-2.8%	0.7%	-0.2%	0.5%	0.6%	-2.2%	-2.92pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 计息负债情况 (单位: 百万元)

余额结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
存款	84.84%	82.74%	81.84%	81.14%	80.73%	79.34%	79.26%	79.34%	-1.80pct
向央行借款	0.59%	0.50%	0.52%	0.46%	0.39%	0.37%	0.35%	0.34%	-0.11pct
同业负债	11.11%	13.32%	13.82%	13.93%	14.17%	14.91%	14.81%	15.31%	1.38pct
发行债券	3.47%	3.44%	3.81%	4.47%	4.70%	5.38%	5.58%	5.01%	0.53pct
同比增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总计息负债	13.9%	14.3%	8.2%	8.4%	9.2%	8.4%	11.7%	10.3%	1.87pct
存款	12.2%	9.5%	2.2%	1.8%	3.9%	4.0%	8.2%	7.8%	6.05pct
向央行借款	58.7%	8.1%	-2.8%	-18.8%	-26.7%	-20.3%	-26.1%	-16.8%	2.04pct
同业负债	16.6%	48.6%	53.9%	52.5%	39.3%	21.4%	19.7%	21.2%	-31.33pct
发行债券	51.2%	34.4%	35.3%	58.2%	48.1%	69.5%	63.6%	23.4%	-34.76pct
较年初增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总计息负债	13.9%	7.2%	5.5%	7.9%	9.2%	6.4%	7.9%	9.0%	1.07pct
存款	12.2%	4.5%	1.7%	3.2%	3.9%	4.6%	5.9%	7.1%	3.90pct
向央行借款	58.7%	-8.6%	-5.7%	-15.9%	-26.7%	-0.6%	-4.9%	-4.6%	11.35pct
同业负债	16.6%	28.6%	31.3%	35.4%	39.3%	12.0%	12.8%	17.8%	-17.61pct
发行债券	51.2%	6.4%	16.0%	39.3%	48.1%	21.8%	28.1%	16.1%	-23.21pct
较年初增量	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总计息负债	4,825,574	2,834,744	2,165,160	3,124,425	3,639,548	2,769,463	3,412,032	3,874,233	749,808
存款	3,650,683	1,513,906	586,142	1,071,662	1,315,799	1,594,859	2,067,583	2,470,851	1,399,189
向央行借款	85,593	-19,790	-13,082	-36,849	-61,752	-995	-8,370	-7,758	29,091
同业负债	625,474	1,252,829	1,373,139	1,551,699	1,726,556	733,493	782,202	1,085,354	-466,345
发行债券	463,824	87,799	218,961	537,913	658,945	442,106	570,617	325,786	-212,127
较年初增量结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
存款	75.7%	53.4%	27.1%	34.3%	36.2%	57.6%	60.6%	63.8%	29.48pct
向央行借款	1.8%	-0.7%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.98pct
同业负债	13.0%	44.2%	63.4%	49.7%	47.4%	26.5%	22.9%	28.0%	-21.65pct
发行债券	9.6%	3.1%	10.1%	17.2%	18.1%	16.0%	16.7%	8.4%	-8.81pct
单季增量	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
总计息负债	190,162	2,834,744	-669,584	959,265	515,123	2,769,463	642,569	462,201	-497,064
存款	-459,652	1,513,906	-927,764	485,520	244,137	1,594,859	472,724	403,268	-82,252
向央行借款	-8,276	-19,790	6,708	-23,767	-24,903	-995	-7,375	612	24,379
同业负债	494,354	1,252,829	120,310	178,560	174,857	733,493	48,709	303,152	124,592
发行债券	163,736	87,799	131,162	318,952	121,032	442,106	128,511	-244,831	-563,783
单季增量/期末余额	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
存款	-1.2%	3.6%	-2.2%	1.1%	0.6%	3.5%	1.0%	0.9%	-0.28pct
向央行借款	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.06pct
同业负债	1.3%	3.0%	0.3%	0.4%	0.4%	1.6%	0.1%	0.6%	0.23pct
发行债券	0.4%	0.2%	0.3%	0.7%	0.3%	1.0%	0.3%	-0.5%	-1.27pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 14：贷款情况

余额结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
个人贷款	33.2%	32.4%	31.7%	31.5%	31.6%	30.8%	30.4%	29.9%	-1.60pct
个人住房贷款	24.1%		22.1%		21.4%		20.0%		
个人消费贷款	1.3%		1.4%		1.5%		1.5%		
经营性贷款	5.2%		5.6%		5.9%		6.2%		
信用卡应收账款	2.6%		2.6%		2.7%		2.6%		
票据贴现	4.9%	3.9%	5.3%	6.2%	6.8%	6.6%	7.3%	8.1%	1.94pct
对公贷款	61.9%	63.7%	62.9%	62.3%	61.6%	62.6%	62.4%	62.0%	-0.33pct
制造业	9.0%		9.3%		8.7%		9.2%		
批发和零售业	2.6%		2.8%		2.7%		3.0%		
基建	26.5%		26.4%		26.3%		25.7%		
房地产业	2.9%		3.1%		3.1%		3.0%		
租赁和商务服务业	8.8%		8.8%		8.5%		8.9%		
建筑业	1.7%		1.8%		1.7%		1.9%		
其他行业	10.4%		10.7%		10.7%		10.7%		
余额增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
个人贷款	5.1%	5.6%	4.2%	2.6%	3.5%	3.1%	3.8%	2.9%	0.27pct
个人住房贷款	-2.2%		-3.3%		-3.3%		-1.9%		
个人消费贷款	41.2%		46.9%		28.3%		20.5%		
经营性贷款	44.8%		32.2%		24.6%		18.3%		
信用卡应收账款	7.7%		9.5%		12.4%		11.9%		
票据贴现	12.1%	7.5%	40.9%	48.5%	50.1%	80.4%	47.2%	42.2%	-6.23pct
对公贷款	16.8%	15.2%	11.1%	9.5%	8.3%	6.7%	7.5%	7.8%	-1.71pct
制造业	20.6%		8.5%		4.4%		7.8%		
批发和零售业	27.7%		15.8%		13.2%		15.5%		
基建	17.5%		13.5%		8.0%		5.4%		
房地产业	5.2%		11.1%		15.6%		5.5%		
租赁和商务服务业	21.3%		10.5%		5.3%		10.0%		
建筑业	20.4%		11.2%		11.8%		13.4%		
其他行业	9.1%		7.2%		11.0%		7.8%		
较年初增量占比	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
个人贷款	14.6%	16.6%	10.3%	9.6%	13.3%	13.9%	11.6%	6.9%	-2.72pct
个人住房贷款	-5.0%		-7.0%		-9.0%		-2.0%		
个人消费贷款	3.3%		3.3%		4.1%		2.4%		
经营性贷款	14.5%		12.8%		14.5%		10.0%		
信用卡应收账款	1.7%		1.3%		3.7%		1.2%		
票据贴现	4.8%	-16.1%	11.4%	22.6%	28.2%	1.3%	14.1%	26.2%	3.61pct
对公贷款	80.7%	99.5%	78.3%	67.8%	58.5%	84.8%	74.3%	66.9%	-0.89pct
制造业	14.0%		13.1%		4.5%		18.0%		
批发和零售业	5.1%		6.2%		3.9%		7.8%		
基建	35.8%		26.4%		24.3%		16.9%		
房地产业	1.3%		5.1%		5.2%		1.0%		
租赁和商务服务业	14.0%		8.3%		5.3%		14.8%		
建筑业	2.5%		4.4%		2.2%		5.2%		
其他行业	7.9%		14.9%		13.1%		10.7%		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 15: 存款情况 (单位: 百万元)

余额结构	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
公司存款	51.1%	51.6%	49.1%	49.6%	48.4%	46.6%	44.5%	44.2%	-2.36pct
定期	22.2%	23.9%	22.1%	25.9%	26.4%	25.1%	24.0%	24.3%	-0.81pct
活期	28.9%	27.6%	27.0%	23.6%	22.0%	21.5%	20.5%	19.9%	-1.55pct
个人存款	47.9%	47.5%	48.7%	48.3%	49.4%	51.4%	53.2%	53.7%	2.37pct
定期	27.3%	28.1%	28.6%	30.3%	31.3%	33.3%	34.7%	35.4%	2.09pct
活期	20.7%	19.4%	20.1%	18.0%	18.1%	18.0%	18.6%	18.3%	0.28pct
余额增速	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
公司存款	3.0%	10.2%	10.0%	11.1%	10.5%	-4.0%	-4.3%	2.7%	6.75pct
定期	5.6%	23.0%	13.7%	25.3%	34.1%	-1.2%	-5.6%	4.7%	5.87pct
活期	1.0%	1.0%	7.2%	-1.2%	-8.8%	-7.2%	-2.8%	0.4%	7.57pct
个人存款	7.2%	9.7%	16.4%	17.7%	13.9%	8.7%	11.9%	13.2%	4.51pct
定期	10.0%	13.7%	20.4%	24.8%	22.5%	12.4%	15.2%	15.0%	2.59pct
活期	3.7%	4.5%	11.1%	7.3%	1.5%	2.4%	6.2%	9.9%	7.45pct
较年初增量	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
公司存款	386,603	1,555,927	1,339,691	1,874,048	1,538,774	-330,358	-702,523	804,546	1,134,904
定期	308,653	1,107,492	796,545	2,061,564	2,248,339	-286,683	-494,127	610,753	897,436
活期	77,950	448,435	543,146	-187,516	-709,565	-43,675	-208,396	193,793	237,468
个人存款	837,432	1,203,463	2,047,338	1,577,208	2,020,262	955,793	1,975,942	1,290,674	334,881
定期	643,457	1,000,340	1,446,533	1,565,742	1,927,808	890,495	1,595,938	997,254	106,759
活期	193,975	203,123	600,805	11,466	92,454	65,298	380,004	293,420	228,122
较年初增量结构	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
公司存款	29.6%	55.0%	39.1%	53.5%	42.2%	-56.4%	-53.4%	38.9%	95.27pct
定期	23.6%	39.1%	23.2%	58.8%	61.6%	-48.9%	-37.6%	29.5%	78.45pct
活期	6.0%	15.8%	15.8%	-5.4%	-19.4%	-7.5%	-15.8%	9.4%	16.82pct
个人存款	64.1%	42.5%	59.7%	45.0%	55.3%	163.1%	150.2%	62.4%	-100.64pct
定期	49.2%	35.3%	42.2%	44.7%	52.8%	151.9%	121.3%	48.2%	-103.69pct
活期	14.8%	7.2%	17.5%	0.3%	2.5%	11.1%	28.9%	14.2%	3.05pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 16: 投资类资产情况 (单位: 百万元)

余额结构	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
FVTPL	6.9%	7.1%	7.1%	6.1%	7.1%	7.0%	6.1%	6.0%	-0.06pct
AC	74.3%	73.7%	72.6%	70.7%	69.6%	67.5%	68.1%	70.0%	-0.64pct
FVOCI	18.8%	19.2%	20.3%	23.3%	23.3%	25.5%	25.8%	24.0%	0.70pct
余额增速	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
FVTPL	8.6%	-1.3%	12.6%	10.0%	24.4%	21.7%	4.4%	22.7%	12.71pct
AC	16.4%	15.0%	17.2%	12.1%	11.9%	13.1%	12.3%	22.7%	10.63pct
FVOCI	0.3%	1.5%	10.2%	28.4%	47.5%	64.5%	52.0%	27.6%	-0.84pct
较年初增量	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
FVTPL	64,483	56,180	104,190	-6,061	198,482	46,279	-53,593	-21,349	-15,288
AC	1,243,717	212,680	624,250	587,742	1,045,136	348,941	743,232	1,679,616	1,091,874
FVOCI	7,766	114,857	410,814	860,334	1,060,290	567,320	725,213	653,196	-207,138
较年初增量/期末余额	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
FVTPL	0.5%	0.5%	0.8%	0.0%	1.4%	0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.08pct
AC	10.5%	1.7%	4.8%	4.4%	7.4%	2.3%	4.8%	10.2%	5.78pct
FVOCI	0.1%	0.9%	3.2%	6.5%	7.5%	3.8%	4.7%	4.0%	-2.51pct
单季增量	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
FVTPL	79,475	56,180	48,010	-110,251	204,543	46,279	-99,872	32,244	142,495
AC	427,933	212,680	411,570	-36,508	457,394	348,941	394,291	936,384	972,892
FVOCI	-175,912	114,857	295,957	449,520	199,956	567,320	157,893	-72,017	-521,537
单季增量/期末余额	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化
FVTPL	0.7%	0.5%	0.4%	-0.8%	1.4%	0.3%	-0.6%	0.2%	1.03pct
AC	3.6%	1.7%	3.2%	-0.3%	3.2%	2.3%	2.5%	5.7%	5.96pct
FVOCI	-1.5%	0.9%	2.3%	3.4%	1.4%	3.8%	1.0%	-0.4%	-3.82pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: FVTPL 为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产; AC 为以摊余成本计量的金融资产或者债权投资; FVOCI 为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产或者 (其他债权投资+其他权益工具投资)。

表 17: 非息收入、其他综合收益

累计占比 (/营收)	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
净手续费及佣金收入	14.2%	17.9%	16.0%	14.4%	13.3%	18.3%	15.7%	14.2%	-1.49pct
投资收益	5.4%	4.2%	5.1%	5.0%	5.0%	6.3%	7.7%	7.6%	-0.10pct
公允价值变动损益	0.3%	2.7%	2.0%	1.9%	1.5%	-1.2%	-0.2%	0.7%	0.88pct
汇兑净损益	-0.9%	-1.8%	-1.3%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.17pct
其他业务收入	3.3%	3.6%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	0.00pct
其他综合收益	2.3%	5.9%	6.8%	4.1%	6.2%	-8.2%	-0.4%	-3.8%	-3.40pct
单季度占比 (/营收)	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	环比变化
净手续费及佣金收入	10.5%	17.9%	14.0%	11.1%	9.8%	18.3%	13.1%	11.2%	-1.93pct
投资收益	4.3%	4.2%	6.2%	4.6%	5.0%	6.3%	9.1%	7.4%	-1.73pct
公允价值变动损益	1.3%	2.7%	1.2%	1.7%	0.2%	-1.2%	0.7%	2.4%	1.70pct
汇兑净损益	-0.1%	-1.8%	-0.8%	0.4%	-1.1%	-0.5%	0.3%	0.4%	0.13pct
其他业务收入	3.9%	3.6%	3.4%	3.1%	3.9%	3.5%	3.6%	3.5%	-0.07pct
其他综合收益	4.5%	5.9%	7.9%	-1.6%	13.2%	-8.2%	7.4%	-10.6%	-18.00pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 18: 手续费结构

手续费结构 (I净收入)	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
手续费及佣金收入	111.8%	110.0%	112.8%	112.1%	115.5%	113.3%	115.3%	110.7%	-2.65pct
代理业务	1.4%	1.7%	1.5%	1.9%	1.6%	2.1%	1.8%	2.2%	0.05pct
理财业务	34.0%	31.0%	31.3%	28.4%	28.8%	23.8%	26.3%	25.7%	1.82pct
托管业务	6.6%	6.0%	6.7%	6.0%	6.7%	6.1%	7.4%	6.4%	0.27pct
支付结算业务	31.0%	31.8%	35.1%	33.2%	38.1%	38.8%	39.1%	34.6%	-4.17pct
咨询顾问业务	16.9%	17.1%	15.1%	18.6%	16.8%	22.0%	18.0%	22.0%	0.04pct
担保承诺业务	7.3%	8.8%	6.8%	8.0%	6.1%	4.4%	3.8%	3.5%	-0.93pct
银行卡业务	12.5%	11.4%	13.7%	13.9%	15.0%	13.6%	16.3%	13.2%	-0.40pct
其他	2.2%	2.2%	2.5%	2.1%	2.4%	2.4%	2.6%	3.1%	0.68pct
手续费及佣金支出	-11.8%	-10.0%	-12.8%	-12.1%	-15.5%	-13.3%	-15.3%	-10.7%	2.65pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 19: 资产质量关键指标 (单位: 百万元)

质	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	环比变化
不良贷款率	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%	1.34%	1.33%	1.33%	1.33%	0.00pct
拨备覆盖率	213.97%	216.31%	218.43%	220.30%	214.91%	215.70%	217.71%	217.21%	-0.50pct
关注贷款率	1.85%		1.92%		2.02%		1.91%		
逾期贷款率	1.27%		1.34%		1.43%		1.52%		
逾期 90 天以上/不良	63.14%		66.62%		74.94%		80.99%		
逾期 1 年以上/损失	87.61%		106.02%		85.97%		87.95%		
逾期/不良	93.47%		99.47%		107.19%		114.72%		
(重组+逾期)/不良	116.87%		131.06%		143.84%		149.95%		
不良净新生成率 (测算值)	0.45%	0.48%	0.46%	0.40%	0.43%	0.50%	0.51%	0.42%	-0.09pct
不良核销转出率 (测算值)	22.73%	16.06%	21.41%	20.00%	24.08%	20.82%	26.88%	22.22%	-4.66pct
不良贷款余额	353,502	370,888	375,350	377,955	379,458	395,399	400,105	404,838	4,733
关注类贷款余额	482,705		534,165		574,171		575,883		
损失类贷款余额	138,448		136,205		190,528		207,385		
逾期贷款余额	330,424		373,366		406,739		459,000		
逾期 90 天以上贷款余额	223,188		250,063		284,379		324,026		
逾期 1Y 以上贷款余额	121,299		144,405		163,800		182,389		
重组贷款余额	82,723		118,579		139,086		140,962		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 20: 不良贷款情况

不良贷款结构	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	环比变化
个人贷款	13.1%	14.4%	15.4%	16.2%	17.2%	21.2%	27.1%	30.9%	3.82pct
个人住房贷款	5.3%	6.4%	7.9%	7.8%	7.9%	9.9%	11.7%	13.0%	1.32pct
个人消费贷款	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%	1.2%	1.7%	2.7%	2.9%	0.26pct
经营性贷款	2.3%	2.3%	2.6%	2.7%	3.3%	3.8%	5.6%	7.5%	1.93pct
信用卡应收账款	4.5%	4.7%	3.6%	4.3%	4.8%	5.8%	7.2%	7.5%	0.31pct
对公贷款	86.9%	85.6%	84.6%	83.8%	82.8%	78.8%	72.9%	69.1%	-3.82pct
制造业	21.0%	20.4%	18.4%	16.0%	15.7%	13.4%	12.1%	10.6%	-1.54pct
批发和零售业	13.1%	9.5%	9.9%	8.9%	8.5%	8.4%	9.9%	9.2%	-0.63pct
基建	15.3%	17.0%	16.1%	15.0%	14.3%	12.8%	10.1%	8.2%	-1.90pct
房地产业	11.5%	12.3%	13.9%	14.9%	11.6%	12.1%	11.6%	12.1%	0.48pct
租赁和商务服务业	11.5%	12.4%	11.9%	13.6%	12.4%	12.1%	9.7%	9.8%	0.13pct
建筑业	1.9%	2.3%	2.3%	2.7%	4.0%	4.2%	3.8%	3.5%	-0.30pct
其他行业	12.5%	11.7%	12.2%	12.7%	16.4%	15.9%	15.7%	15.6%	-0.06pct
不良率	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	环比变化
个人贷款	0.49%	0.56%	0.60%	0.66%	0.70%	0.90%	1.15%	1.35%	0.20pct
个人住房贷款	0.24%	0.31%	0.39%	0.42%	0.44%	0.60%	0.73%	0.86%	0.13pct
个人消费贷款	1.65%	1.54%	1.71%	1.84%	1.34%	1.65%	2.39%	2.51%	0.12pct
经营性贷款	0.97%	0.89%	0.91%	0.79%	0.86%	0.91%	1.27%	1.62%	0.35pct
信用卡应收账款	1.90%	2.24%	1.83%	2.27%	2.45%	3.03%	3.50%	3.75%	0.25pct
对公贷款	2.09%	2.03%	1.96%	1.83%	1.81%	1.69%	1.58%	1.47%	-0.11pct
制造业	3.72%	3.39%	3.02%	2.31%	2.35%	1.95%	1.87%	1.52%	-0.35pct
批发和零售业	8.31%	5.42%	5.96%	4.47%	4.40%	4.00%	4.87%	4.06%	-0.81pct
基建	0.85%	0.96%	0.88%	0.79%	0.73%	0.65%	0.52%	0.42%	-0.09pct
房地产业	4.79%	5.47%	6.14%	6.68%	5.37%	5.35%	4.99%	5.37%	0.38pct
租赁和商务服务业	2.03%	2.13%	2.02%	2.12%	1.91%	1.86%	1.52%	1.47%	-0.06pct
建筑业	1.77%	1.87%	2.09%	2.03%	3.25%	3.07%	2.98%	2.42%	-0.56pct
其他行业	1.72%	1.58%	1.57%	1.57%	2.13%	2.00%	1.97%	1.95%	-0.02pct
较年初增量占比	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	同比变化
个人贷款	182.0%	31.3%	39.7%	27.3%	34.6%	85.4%	162.1%	101.1%	73.78pct
个人住房贷款	136.1%	21.3%	35.8%	6.0%	7.5%	42.5%	63.5%	37.3%	31.29pct
个人消费贷款	104.9%	0.7%	3.2%	3.8%	1.3%	9.1%	21.8%	7.7%	3.88pct
经营性贷款	-9.3%	2.3%	5.9%	3.9%	9.9%	12.4%	37.1%	42.9%	38.99pct
信用卡应收账款	-49.7%	7.0%	-5.3%	13.5%	16.0%	21.5%	39.6%	13.2%	-0.38pct
对公贷款	-195.3%	68.7%	60.3%	72.7%	65.4%	14.6%	-62.1%	-1.1%	-73.78pct
制造业	684.7%	12.8%	-9.6%	-17.5%	-11.1%	-23.3%	-36.3%	-17.7%	-0.18pct
批发和零售业	3955.2%	-37.9%	-24.7%	-5.7%	-5.6%	7.4%	29.0%	-2.3%	3.39pct
基建	-2132.8%	39.3%	24.5%	-0.6%	-3.2%	-11.7%	-46.5%	-26.7%	-26.18pct
房地产业	-3202.6%	21.9%	38.6%	29.8%	-11.1%	21.2%	11.6%	20.8%	-9.03pct
租赁和商务服务业	-470.3%	23.5%	15.7%	38.3%	17.8%	6.5%	-27.4%	12.3%	-26.03pct
建筑业	564.3%	8.1%	7.1%	8.0%	20.3%	7.2%	1.3%	-2.1%	-10.08pct
其他行业	406.2%	1.1%	8.6%	20.3%	58.1%	7.3%	6.3%	14.6%	-5.67pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

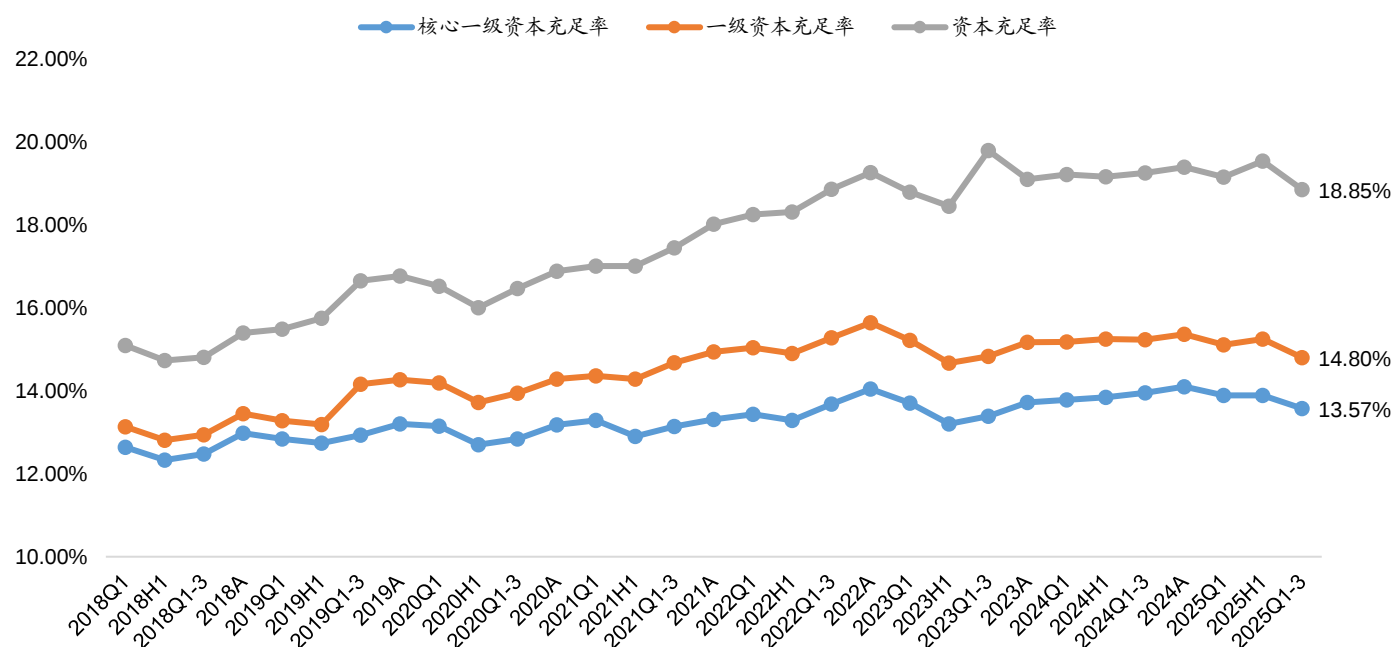
表 21: 减值损失、拨备余额 (单位: 百万元)

信用减值损失	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总资产	150,816	60,075	102,069	129,282	126,663	57,136	104,529	127,093	-2,189
贷款	143,422	59,698	94,526	122,748	122,479	57,244	102,215	137,473	14,725
金融投资	7,957		1,768		-1,182		-113		
其他	-563	377	5,775	6,534	5,366	-108	2,427	-10,380	-16,914
信用减值损失/资产平均余额	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总资产	0.36%	0.52%	0.44%	0.37%	0.27%	0.46%	0.41%	0.33%	-0.04pct
贷款	0.58%	0.89%	0.70%	0.60%	0.45%	0.79%	0.70%	0.62%	0.02pct
金融投资	0.07%	0.00%	0.03%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	
其他	-0.01%	0.02%	0.18%	0.13%	0.08%	-0.01%	0.08%	-0.23%	-0.35pct
拨备余额	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总资产	884,252		954,237		947,338		1,003,481		
贷款	756,391		819,886		815,497		871,064		
金融投资	48,287		50,213		47,428		47,136		
其他	79,574		84,138		84,413		85,281		
拨备余额/资产余额	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3	2024A	2025Q1	2025H1	2025Q1-3	同比变化
总资产	1.98%		2.03%		1.94%		1.92%		
贷款	2.90%		2.95%		2.87%		2.89%		
金融投资	0.41%		0.39%		0.34%		0.30%		
其他	1.18%		1.34%		1.34%		1.30%		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

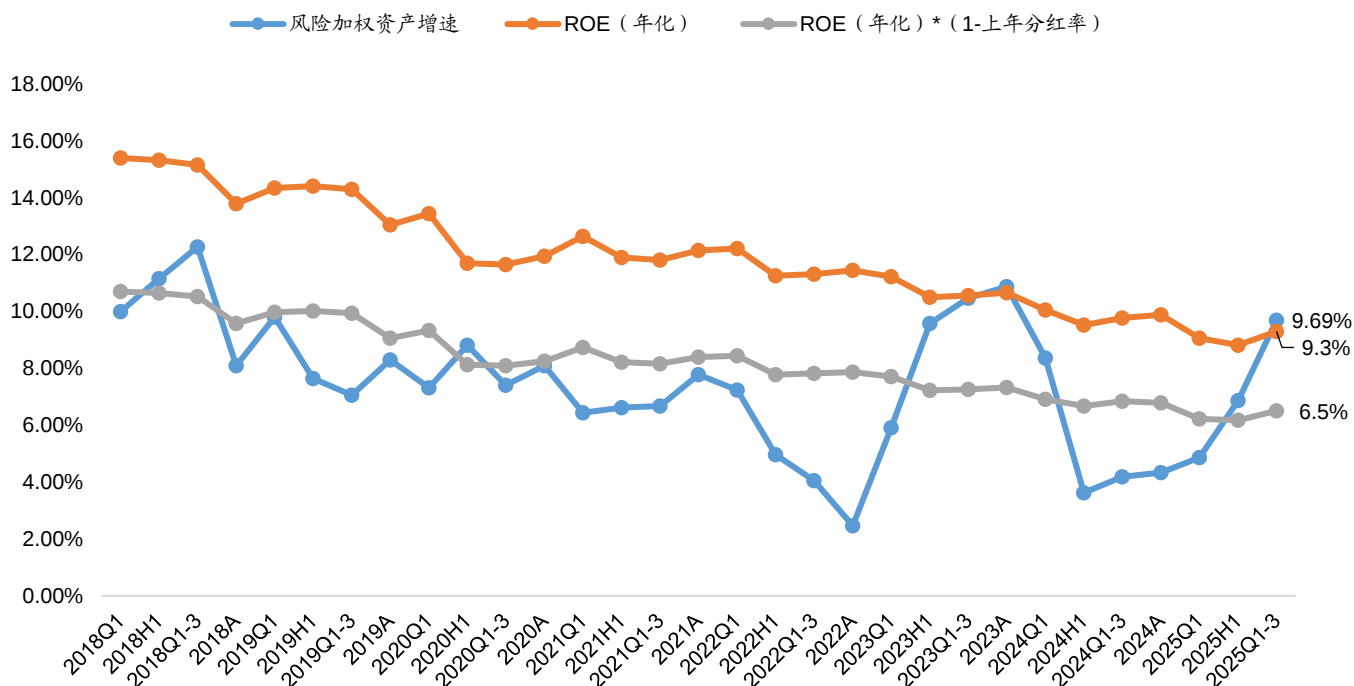
备注: 其他包括表外项目、应收同业和其他金融机构款项等。

图 6: 资本充足率



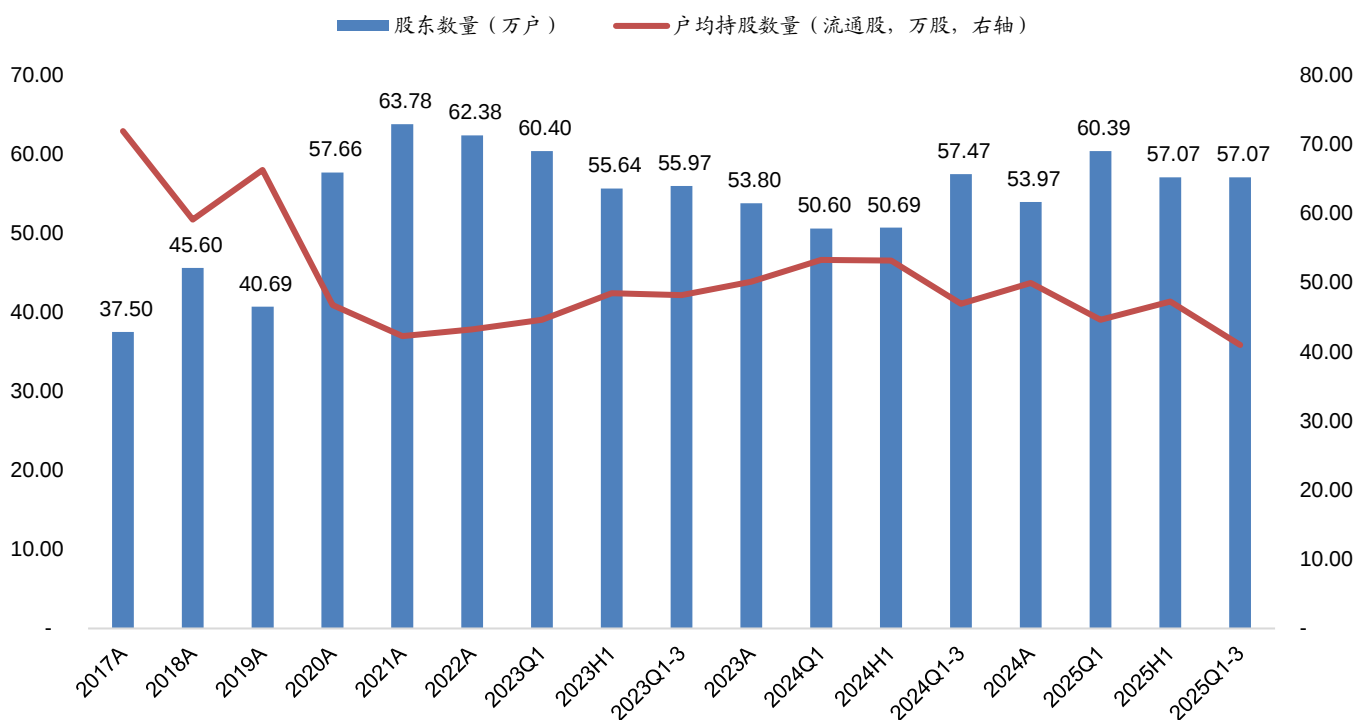
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：风险加权资产增速与内生资本增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：股东数量与户均持股数量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 22: 前十大股东 (2025年三季度末)

	股东名称	持股比例	股本性质	股东性质
1	中央汇金投资有限责任公司	34.8%	流通 A 股	国有法人
2	中华人民共和国财政部	31.1%	流通 A 股	国家
3	香港中央结算(代理人)有限公司	24.2%	流通 H 股	境外法人
4	全国社会保障基金理事会	3.5%	流通 A 股	国家
5	中国证券金融股份有限公司	0.7%	流通 A 股	国有法人
6	香港中央结算有限公司	0.4%	流通 A 股	境外法人
7	中央汇金资产管理有限责任公司	0.3%	流通 A 股	国有法人
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	0.2%	流通 A 股	其他
9	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%	流通 A 股	其他
10	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%	流通 A 股	其他
	合计	95.5%		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 23: 前十大股东 (2025年二季度末)

	股东名称	持股比例	股本性质	股东性质
1	中央汇金投资有限责任公司	34.8%	流通 A 股	国有法人
2	中华人民共和国财政部	31.1%	流通 A 股	国家
3	香港中央结算(代理人)有限公司	24.2%	流通 H 股	境外法人
4	全国社会保障基金理事会	3.5%	流通 A 股	国家
5	香港中央结算有限公司	0.7%	流通 A 股	境外法人
6	中国证券金融股份有限公司	0.7%	流通 A 股	国有法人
7	中央汇金资产管理有限责任公司	0.3%	流通 A 股	国有法人
8	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%	流通 A 股	其他
9	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%	流通 A 股	其他
10	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%	流通 A 股	其他
	合计	95.7%		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：工商银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	7.94	7.94	7.80	7.51	7.09	净利息收入	655,013	637,405	640,481	673,634	716,056
P/B	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62	利息收入	1,405,039	1,427,948	1,331,496	1,300,651	1,314,014
P/POP	4.84	5.06	4.91	4.63	4.36	利息支出	750,026	790,543	691,015	627,017	597,958
每股指标						净手续费收入	119,357	109,397	114,867	124,056	131,500
EPS	0.98	0.98	1.00	1.04	1.10	净其他非息收入	68,700	75,001	90,001	90,001	94,501
BVPS	9.55	10.23	10.95	11.70	12.51	营业收入	843,070	821,803	845,349	887,691	942,057
PPOPPS	1.61	1.54	1.58	1.68	1.79	营业支出	388,744	367,888	375,862	400,542	427,684
DPS	0.31	0.31	0.31	0.32	0.34	税金及附加	10,662	10,765	11,674	11,347	11,206
股息支付率	31.29%	31.28%	31.28%	31.28%	31.28%	业务及管理费	227,266	230,460	236,698	244,115	259,066
股息收益率	3.94%	3.96%	4.01%	4.17%	4.41%	营业利润	454,326	453,915	469,486	487,149	514,372
驱动性因素						营业外净收入	-32,360	-32,088	-32,088	-33,692	-35,377
贷款增长	12.4%	8.8%	9.0%	8.5%	8.5%	拨备前利润	572,782	548,490	564,889	598,537	636,408
存款增长	12.2%	3.9%	8.0%	8.0%	8.0%	资产减值损失	150,816	126,663	127,491	145,080	157,412
生息资产增长	13.0%	8.9%	10.7%	10.1%	9.3%	利润总额	421,966	421,827	437,398	453,457	478,995
计息负债增长	13.9%	9.2%	10.6%	10.2%	9.3%	所得税	56,850	54,881	65,610	68,018	71,849
平均贷款收益率	3.86%	3.44%	2.84%	2.50%	2.25%	净利润	365,116	366,946	371,789	385,438	407,146
平均生息资产收益率	3.36%	3.08%	2.62%	2.32%	2.13%	归母净利润	363,993	365,863	370,651	384,244	405,892
平均存款付息率	1.86%	1.65%	1.30%	1.00%	0.80%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.02%	1.91%	1.52%	1.25%	1.09%	贷款总额	26,086,482	28,372,229	30,925,730	33,554,417	36,406,542
净息差(NIM)-测算值	1.57%	1.38%	1.26%	1.20%	1.16%	贷款减值准备	756,388	815,493	829,146	860,131	909,405
净利差(NIS)-测算值	1.34%	1.17%	1.10%	1.07%	1.05%	拨备前利润	25,386,933	27,613,781	30,096,583	32,694,285	35,497,137
净手续费收入增速	-7.71%	-8.34%	5.00%	8.00%	6.00%	投资类资产	11,849,668	14,153,576	16,701,220	19,206,403	21,511,171
净非息收入/营收	22.31%	22.44%	24.23%	24.11%	23.99%	存放央行	4,042,293	3,322,911	3,386,154	3,657,046	3,949,610
成本收入比	26.96%	28.04%	28.00%	27.50%	27.50%	同业资产	2,340,974	2,430,093	2,430,093	2,430,093	2,430,093
拨备支出/平均贷款	0.61%	0.47%	0.43%	0.45%	0.45%	其他资产	1,077,211	1,301,385	1,342,583	1,475,581	1,609,145
实际所得税率	13.47%	13.01%	15.00%	15.00%	15.00%	生息资产	44,319,417	48,278,809	53,443,196	58,847,958	64,297,416
业绩年增长率						资产合计	44,697,079	48,821,746	53,703,337	59,023,241	64,365,781
净利息收入	-5.3%	-2.7%	0.5%	5.2%	6.3%	存款	33,521,174	34,836,973	37,623,931	40,633,845	43,884,553
净手续费收入	-7.7%	-8.3%	5.0%	8.0%	6.0%	向央行借款	231,374	169,622	169,622	169,622	169,622
营业收入	-3.7%	-2.5%	2.9%	5.0%	6.1%	同业负债	4,387,964	6,114,520	7,459,714	8,951,657	10,294,406
营业支出	-7.6%	-5.4%	2.2%	6.6%	6.8%	发行债券	1,369,777	2,028,722	2,475,041	2,846,297	3,130,927
拨备前利润	-5.7%	-4.2%	3.0%	6.0%	6.3%	计息负债	39,510,289	43,149,837	47,728,308	52,601,422	57,479,507
利润总额	-0.6%	0.0%	3.7%	3.7%	5.6%	负债合计	40,920,491	44,834,480	49,459,387	54,509,245	59,564,256
净利润	1.1%	0.5%	1.3%	3.7%	5.6%	股东权益合计	3,776,588	3,987,266	4,243,951	4,513,996	4,801,524
归母净利润	0.8%	0.5%	1.3%	3.7%	5.6%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	353,503	379,459	407,482	432,553	458,632
ROAA	0.87%	0.78%	0.73%	0.68%	0.66%	不良贷款率	1.36%	1.34%	1.32%	1.29%	1.26%
ROAE	10.66%	9.88%	9.43%	9.15%	9.06%	不良净生成率	0.45%	0.43%	0.50%	0.45%	0.40%
RORWA	1.56%	1.46%	1.38%	1.32%	1.28%	拨备覆盖率	214%	215%	203%	199%	198%
资本状况						拨贷比	2.90%	2.87%	2.68%	2.56%	2.50%
资本充足率	19.10%	19.39%	19.31%	19.18%	19.03%	流动性					
一级资本充足率	15.17%	15.36%	15.11%	14.85%	14.59%	存贷比	77.82%	81.44%	82.20%	82.58%	82.96%
核心一级资本充足率	13.72%	14.10%	13.85%	13.59%	13.33%	贷款/总资产	58.36%	58.11%	57.59%	56.85%	56.56%
加权风险资产	24,641,631	25,710,855	28,024,832	30,547,067	33,296,303	投资类资产/总资产	26.51%	28.99%	31.10%	32.54%	33.42%
风险加权系数	55.13%	52.66%	52.18%	51.75%	51.73%	同业资产/总资产	5.24%	4.98%	4.53%	4.12%	3.78%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

林 虎：资深分析师，中央财经大学硕士，2022 年开始从事银行与固收研究，2025 年进入广发证券发展研究中心。

李文洁：高级研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

王 宇：高级研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

刘婉琴：银行研究员，北京大学经济学硕士，2025 年 7 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。