

银行

2025 年 11 月 10 日

工商银行 (601398)

——业绩增速回正好于预期，关注低估大行补涨潜力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

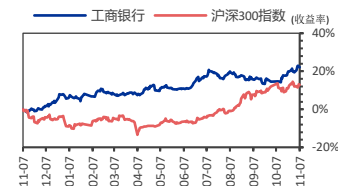
市场数据：2025 年 11 月 07 日

收盘价 (元) 8.05
一年内最高/最低 (元) 8.36/5.98
市净率 0.8
股息率% (分红/股价) 3.83
流通 A 股市值 (百万元) 2,170,378
上证指数/深证成指 3,997.56/13,404.06
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 10.73
资产负债率% 92.06
总股本/流通 A 股 (百万) 356,406/269,612
流通 B 股/H 股 (百万) -/86,794

一年内股价与大盘对比走势：



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
liyh2@swsresearch.com
联系人
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：工商银行披露 2025 年三季报，9M25 实现营收 6400 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利润 2699 亿元，同比增长 0.3%。3Q25 不良率季度环比持平于 1.33%，拨备覆盖率季度环比下降 0.5pct 至 217%。

- **非息支撑营收提速，业绩增速回正、略好于预期：**9M25 工商银行营收同比增长 2.2% (1H25: 1.6%)，归母净利润同比增长 0.3% (1H25: -1.4%)。从驱动因子来看，① **公允价值净收益大幅改善，支撑非息提速。**9M25 非息收入同比增长 11.3% (1H25: 6.5%)，贡献营收增速 2.7pct，投资相关非息同比增长 27.6%，贡献 2.6pct，中收同比增长 0.6%，贡献 0.1pct。② **息差承压，利息净收入仍负增。**9M25 利息净收入同比下降 0.7% (1H25: -0.1%)，拖累营收增速 0.5pct，其中规模增长贡献 7.5pct，息差收窄拖累 8pct。③ **拨备对业绩贡献转正，**9M25 支撑利润增速 1.5pct (1H25: -0.5pct)。
- **三季报关注点：① 业绩增速回正。**9M25 归母净利润同比增长 0.3% (1H25: -1.4%)。② **信贷平稳增长但票据冲量明显。**3Q25 贷款同比增长 8.4% (2Q25: 8.4%)，3Q25 新增贷款 2663 亿元，主要依赖票据 (单季票据新增近 2900 亿)。③ **息差环比基本趋稳，资产质量保持稳健。**9M25 息差 1.28%，较 1H25 下降 2bps，测算 3Q25 息差为 1.26% (2Q25: 1.25%)。3Q25 不良率环比持平于 1.33%，拨备覆盖率环比下降 0.5pct 至 217.2%。
- **票据补位支撑贷款平稳投放；存款增速快于信贷，定期化趋势边际放缓：**3Q25 贷款同比增速持平为 8.4%，前三季度累计新增 2.1 万亿元，增量较去年同期基本持平。其中 3Q25 新增 2663 亿元，单季票据新增近 2890 亿，对公新增 433 亿，零售贷款下降约 660 亿。负债端，3Q25 存款同比增长 7.8% (2Q25: 8.3%)，前三季度新增存款超 3 万亿 (2024 全年为 1.3 万亿)，3Q25 存贷比也仅为 81.6%。结构上看，3Q25 活期存款在总存款中占比为 38.2%，季度环比仅下降 0.6pct (上半年下降约 1pct)。
- **负债成本改善支撑息差环比趋稳，但读数已处低位，稳息差也需重点关注“反内卷”对资产价格下行的缓解：**9M25 工商银行息差 1.28%，同比下降 15bps，较 1H25 下降 2bps，测算 3Q25 息差为 1.26% (2Q25: 1.25%)。以期初期末平均口径估算，3Q25 生息资产收益率环比 2Q25 下降 6bps 至 2.60%，而付息负债成本率环比 2Q25 下降 9bps 至 1.54%适度对冲。
- **资产质量整体稳健，也是工行业绩可持续正增的底气所在。**3Q25 工商银行不良率季度环比持平于 1.33%，估算 9M25 年化加回核销后不良生成率 0.45% (1H25: 0.46%)。从风险抵补能力来看，3Q25 拨备覆盖率环比微降 0.5pct 至 217.2%。
- **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，“做强做优”国有大行是明确方向，而工行三季报交出业绩转正、资产质量平稳的成绩单也验证这一趋势；短期来看，在农行估值迈过 1 倍 PB 大关后，其余大行亦有补涨潜力，维持“买入”评级。出于审慎考虑，下调息差预测、下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润同比增速为 1.2%、1.8%、3.0% (原 2025-2026 年盈利预测分别为 2.2%、3.7%)，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.74 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；地产风险超预期暴露；实体需求长期不振，经济修复节奏低于预期。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	843,070.00	821,803.00	842,900.51	875,504.12	919,260.88
营业总收入同比增长率 (%)	-3.73	-2.52	2.57	3.87	5.00
资产减值损失 (百万元)	150,816.00	126,663.00	148,210.13	159,407.77	180,910.38
资产减值损失同比增长率 (%)	-17.44	-16.01	17.01	7.56	13.49
归母净利润 (百万元)	363,993.00	365,863.00	370,364.01	377,005.04	388,368.31
归母净利润同比增长率 (%)	0.79	0.51	1.23	1.79	3.01
每股收益 (元/股)	0.98	0.98	1.00	1.02	1.05
ROE (%)	10.67	9.96	9.43	9.01	8.74
不良贷款率 (%)	1.36	1.34	1.34	1.34	1.35
拨备覆盖率 (%)	213.97	214.91	208.71	207.36	208.27
市盈率	8.22	8.18	8.07	7.92	7.68
市净率	0.84	0.79	0.74	0.69	0.65

表 1：非息支撑营收提速，业绩增速回正、略好于预期

工商银行	2021	2022	2023	2024	1Q25	1H25	9M25
营业收入同比增长	6.8%	-7.1%	-3.7%	-2.5%	-3.2%	1.6%	2.2%
利息净收入贡献	5.0%	0.1%	-4.2%	-2.1%	-2.1%	-0.1%	-0.5%
其中：平均生息资产规模贡献	6.2%	6.9%	8.6%	7.2%	5.3%	6.8%	7.5%
其中：息差变动贡献	-1.3%	-6.7%	-12.8%	-9.3%	-7.4%	-6.9%	-8.0%
手续费净收入贡献	0.2%	-0.4%	-1.1%	-1.2%	-0.2%	-0.1%	0.1%
其他净收益贡献	1.6%	-6.9%	1.6%	0.7%	-0.9%	1.7%	2.6%
营业支出贡献（成本收入比）	-1.4%	3.8%	-1.8%	-1.7%	-0.2%	0.1%	-0.2%
拨备贡献利润	2.9%	3.2%	5.1%	4.2%	0.8%	-0.5%	1.5%
营业外收支贡献	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
实际税率等变化贡献	1.9%	3.4%	1.5%	0.5%	-1.0%	-2.4%	-2.8%
归母净利润同比增长	10.3%	3.7%	0.8%	0.5%	-4.0%	-1.4%	0.3%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 2：信贷整体平稳但票据冲量较为明显

增量（亿元）	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
总贷款	9,359	7,382	5,684	3,028	13,127	7,667	4,903	3,042	12,837	4,674	2,584	2,763	13,108	5,026	2,663
对公	9,419	1,738	3,547	1,618	12,932	6,402	2,261	1,587	12,772	932	-89	-245	11,113	2,360	433
票据	730	2,908	1,184	1,388	1,436	504	1,177	1,143	2,067	4,064	2,546	1,904	175	2,390	2,888
零售	1,228	718	953	21	1,630	761	1,465	312	2,132	-323	127	1,105	1,820	276	-658
金融投资	2,784	6,380	-195	3,790	4,990	2,225	2,630	3,315	3,837	7,555	3,028	8,619	9,625	4,523	8,966
同业资产	4,773	2,201	1,713	-3,027	3,709	4,979	-379	-5,466	11,406	13,103	3,509	-920	2,778	3,122	11,429
总资产	21,251	14,479	8,063	595	24,237	16,357	8,132	2,143	29,029	-4,835	12,412	4,640	27,253	7,709	4,955
存量（占比）	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
总贷款	57.9%	57.7%	57.9%	58.6%	58.3%	57.9%	58.0%	58.4%	57.5%	59.1%	58.1%	58.1%	57.6%	57.7%	57.7%
对公（占总贷款）	60.8%	59.6%	59.6%	59.6%	61.7%	62.3%	62.0%	61.9%	63.7%	62.9%	62.3%	61.6%	62.6%	62.4%	62.0%
票据（占总贷款）	2.8%	4.0%	4.4%	4.9%	4.1%	4.2%	4.6%	4.9%	3.9%	5.3%	6.2%	6.8%	6.6%	7.3%	8.1%
零售（占总贷款）	37.3%	36.4%	35.9%	35.5%	34.2%	33.5%	33.4%	33.2%	32.4%	31.7%	31.5%	31.6%	30.8%	30.4%	29.9%
金融投资	25.6%	26.3%	25.7%	26.6%	26.2%	25.8%	25.9%	26.5%	25.7%	27.6%	27.5%	29.0%	29.3%	29.8%	31.2%
同业资产	5.3%	5.6%	6.0%	5.2%	5.8%	6.7%	6.5%	5.2%	7.3%	4.6%	5.2%	5.0%	5.3%	5.8%	3.6%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
YoY															
贷款	10.9%	11.7%	12.2%	12.3%	13.5%	13.2%	12.5%	12.4%	11.6%	10.1%	9.0%	8.8%	8.5%	8.4%	8.4%
对公	11.1%	10.0%	11.3%	13.4%	15.1%	18.4%	17.0%	16.8%	15.2%	11.1%	9.5%	8.3%	6.7%	7.5%	7.8%
零售	9.6%	7.4%	6.1%	3.7%	4.1%	4.1%	4.7%	5.1%	5.6%	4.2%	2.6%	3.5%	3.1%	3.8%	2.9%
总资产	8.5%	10.3%	11.7%	12.6%	12.7%	12.7%	12.5%	12.8%	13.2%	7.9%	8.7%	9.2%	8.3%	11.0%	9.2%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：工商银行 3Q25 业绩概览

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
Net interest income 净利息收入	156,784	156,792	159,840	1.9%	-1.8%	313,950	313,576	-3.1%	-0.1%	476,732	473,416	-0.7%	655,013	637,405	-2.7%
Non-interest income 非利息收入	55,990	57,526	53,096	-7.7%	23.1%	106,549	113,516	45.8%	6.5%	149,690	166,612	11.3%	188,057	184,398	-1.9%
Net fee income 净手续费收入	38,878	28,142	23,848	-15.3%	4.1%	67,405	67,020	59.6%	-0.6%	90,323	90,868	0.6%	119,357	109,397	-8.3%
Operating income 营业收入	212,774	214,318	212,936	-0.6%	3.4%	420,499	427,092	6.4%	1.6%	626,422	640,028	2.2%	843,070	821,803	-2.5%
Operating expenses 营业支出	(56,141)	(67,516)	(70,768)	4.8%	4.6%	(122,014)	(123,657)	-18.8%	1.3%	(189,649)	(194,425)	2.5%	(271,494)	(274,255)	1.0%
Taxes and surcharges 营业税金及附加	(2,458)	(2,741)	(2,272)	-17.1%	-0.2%	(5,550)	(5,199)	-0.3%	-6.3%	(7,826)	(7,471)	-4.5%	(10,662)	(10,765)	1.0%
PPOP 拨备前营业利润	156,633	146,802	142,168	-3.2%	2.8%	298,485	303,435	21.8%	1.7%	436,773	445,603	2.0%	571,576	547,548	-4.2%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(57,136)	(47,393)	(22,564)	-52.4%	-17.1%	(102,069)	(104,529)	325.0%	2.4%	(129,282)	(127,093)	-1.7%	(150,816)	(126,663)	-16.0%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(57,244)	(44,971)	(35,258)	-21.6%	24.9%	(94,526)	(102,215)	265.7%	8.1%	(122,748)	(137,473)	12.0%	(143,422)	(122,479)	-14.6%
Operating profit 营业利润	99,497	99,409	119,604	20.3%	7.7%	196,416	198,906	-11.4%	1.3%	307,491	318,510	3.6%	420,760	420,885	0.0%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	113	(11)	51	-563.6%	-64.3%	768	102	-41.4%	-86.7%	911	153	-83.2%	1,206	942	-21.9%
Profit before taxation 利润总额	99,610	99,398	119,655	20.4%	7.6%	197,184	199,008	-11.4%	0.9%	308,402	318,663	3.3%	421,966	421,827	0.0%
Income tax 所得税费用	(14,901)	(15,304)	(16,576)	8.3%	37.7%	(25,888)	(30,205)	4.2%	16.7%	(37,927)	(46,781)	23.3%	(56,850)	(54,881)	-3.5%
Net profit 净利润	84,709	84,094	103,079	22.6%	3.9%	171,296	168,803	-13.7%	-1.5%	270,475	271,882	0.5%	365,116	366,946	0.5%
Minority interest 少数股东权益	(553)	(147)	(1,274)	766.7%	105.2%	(829)	(700)	175.6%	-15.6%	(1,450)	(1,974)	36.1%	(1,123)	(1,083)	-3.6%
NPAT 归属股东净利润	84,156	83,947	101,805	21.3%	3.3%	170,467	168,103	-14.0%	-1.4%	269,025	269,908	0.3%	363,993	365,863	0.5%
AT1 shareholders 优先股及其他	2,182	1,487	506	-66.0%	-94.2%	3,662	3,669	-67.5%	0.2%	12,412	4,175	-66.4%	14,964	14,963	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	81,974	82,460	101,299	22.8%	12.8%	166,805	164,434	-10.7%	-1.4%	256,613	265,733	3.6%	349,029	350,900	0.5%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
Total loans 贷款总额	29,683,041	30,185,659	30,451,929	0.9%	8.4%	27,837,550	30,185,659	6.4%	8.4%	28,095,905	30,451,929	8.4%	26,086,482	28,372,229	8.8%
Total deposits 存款总额	35,912,682	36,402,805	37,307,824	2.5%	7.8%	33,613,742	36,402,805	6.2%	8.3%	34,592,836	37,307,824	7.8%	32,985,681	34,277,636	3.9%
NPLs 不良贷款余额	395,399	400,105	405,011	1.2%	7.2%	375,350	400,105	5.4%	6.6%	377,955	405,011	7.2%	353,502	379,458	7.3%
Loan provisions 贷款损失准备	852,876	871,069	879,724	1.0%	5.7%	819,877	871,069	6.8%	6.2%	832,635	879,724	5.7%	756,396	815,497	7.8%
Total assets 资产总额	51,547,045	52,317,931	52,813,421	0.9%	9.2%	47,116,536	52,317,931	7.2%	11.0%	48,357,755	52,813,421	9.2%	44,697,079	48,821,746	9.2%
Total liabilities 负债总额	47,486,219	48,179,055	48,619,638	0.9%	9.4%	43,252,035	48,179,055	7.5%	11.4%	44,435,477	48,619,638	9.4%	40,920,491	44,834,480	9.6%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	4,036,224	4,114,692	4,168,427	1.3%	6.9%	3,843,526	4,114,692	3.6%	7.1%	3,901,083	4,168,427	6.9%	3,756,887	3,969,841	5.7%
Other equity instruments 优先股及其他	324,344	364,344	344,657	-5.4%	6.3%	354,331	364,344	12.3%	2.8%	324,344	344,657	6.3%	354,331	324,344	-8.5%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	47,153,083	50,272,575	50,906,043	1.3%	12.7%	44,202,542	48,721,446	6.5%	10.2%	44,531,650	49,449,645	11.0%	40,676,019	44,980,961	10.6%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)															
Shares 普通股股本 (百万元)	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	356,407	356,407	0.0%	0.0%	356,407	356,407	0.0%	356,407	356,407	0.0%
EPS	0.23	0.23	0.28	22.8%	12.8%	0.47	0.46	-4.4%	-1.4%	0.72	0.75	3.6%	0.98	0.98	0.5%
BVPS	10.41	10.52	10.73	2.0%	6.9%	9.79	10.52	2.9%	7.5%	10.04	10.73	6.9%	9.55	10.23	7.1%
DPS	0.00	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	na	0.31	0.31	0.5%
PPOP/sh	0.44	0.41	0.40	-3.2%	2.8%	0.84	0.85	21.8%	1.7%	1.23	1.25	2.0%	1.60	1.54	-4.2%
Main indicators 主要指标 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	QoQ	YoY	1H24	1H25	HoH	YoY	9M24	9M25	YoY	2023	2024	YoY
ROA	0.68%	0.65%	0.78%	0.1pct	0.0pct	0.75%	0.67%	-0.1pct	-0.1pct	0.78%	0.71%	-0.1pct	0.87%	0.78%	-0.1pct
ROE	8.91%	8.84%	10.70%	1.9pct	0.5pct	9.68%	8.89%	-1.4pct	-0.8pct	9.80%	9.49%	-0.3pct	10.67%	9.96%	-0.7pct
NIM 净息差	1.33%	1.25%	1.26%	0bps	-18bps	1.43%	1.30%	-10bps	-13bps	1.43%	1.28%	-15bps	1.61%	1.42%	-19bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	25.23%	30.22%	32.17%	1.9pct	0.4pct	27.70%	27.74%	-8.9pct	0.0pct	29.03%	29.21%	0.2pct	30.94%	32.06%	1.1pct
Effective tax rate 有效所得税率	14.96%	15.40%	13.85%	-1.5pct	3.0pct	13.13%	15.18%	2.3pct	2.0pct	12.30%	14.68%	2.4pct	13.47%	13.01%	-0.5pct
LDR 贷存比	82.65%	82.92%	81.62%	-1.3pct	0.4pct	82.82%	82.92%	0.1pct	0.1pct	81.22%	81.62%	0.4pct	79.08%	82.77%	3.7pct
NPL ratio 不良率	1.33%	1.33%	1.33%	0bps	-2bps	1.35%	1.33%	-1bps	-2bps	1.35%	1.33%	-2bps	1.36%	1.34%	-2bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	215.70%	217.71%	217.21%	-0.5pct	-3.1pct	218.43%	217.71%	2.8pct	-0.7pct	220.30%	217.21%	-3.1pct	213.97%	214.91%	0.9pct
Provision ratio 拨贷比	2.87%	2.89%	2.89%	0bps	-7bps	2.95%	2.89%	1bps	-6bps	2.96%	2.89%	-7bps	2.90%	2.87%	-3bps
Credit cost 信用成本	0.20%	0.15%	0.12%	-3bps	2bps	0.35%	0.35%	25bps	0bps	0.45%	0.47%	1bps	0.58%	0.45%	-13bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	26.31%	26.84%	24.94%	-1.9pct	4.0pct	25.34%	26.58%	7.2pct	1.2pct	23.90%	26.03%	2.1pct	22.31%	22.44%	0.1pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	18.27%	13.13%	11.20%	-1.9pct	0.1pct	16.03%	15.69%	5.2pct	-0.3pct	14.42%	14.20%	-0.2pct	14.16%	13.31%	-0.8pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.89%	13.89%	13.57%	-0.3pct	-0.4pct	13.84%	13.89%	-0.2pct	0.1pct	13.95%	13.57%	-0.4pct	13.72%	14.10%	0.4pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	15.11%	15.25%	14.80%	-0.5pct	-0.4pct	15.25%	15.25%	-0.1pct	0.0pct	15.23%	14.80%	-0.4pct	15.17%	15.36%	0.2pct
CAR 资本充足率	19.15%	19.54%	18.85%	-0.7pct	-0.4pct	19.16%	19.54%	0.1pct	0.4pct	19.25%	18.85%	-0.4pct	19.10%	19.39%	0.3pct

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：工商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	655,013	637,405	640,063	662,524	704,151	-5.3%	-2.7%	0.4%	3.5%	6.3%
Non-interest income 非利息收入	188,057	184,398	202,838	212,980	215,109	2.3%	-1.9%	10.0%	5.0%	1.0%
Net fee income 净手续费收入	119,357	109,397	110,491	112,701	114,955	-7.7%	-8.3%	1.0%	2.0%	2.0%
Operating income 营业收入	843,070	821,803	842,901	875,504	919,261	-3.7%	-2.5%	2.6%	3.9%	5.0%
Operating expenses 营业支出	(271,494)	(274,255)	(278,369)	(281,153)	(286,776)	0.4%	1.0%	1.5%	1.0%	2.0%
Taxes and surcharges 营业税	(10,662)	(10,765)	(8,429)	(8,755)	(9,193)	5.6%	1.0%	-21.7%	3.9%	5.0%
PPOP 拨备前营业利润	571,576	547,548	564,532	594,352	632,485	-5.6%	-4.2%	3.1%	5.3%	6.4%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(150,816)	(126,663)	(148,210)	(159,408)	(180,910)	-17.4%	-16.0%	17.0%	7.6%	13.5%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(143,422)	(122,479)	(144,863)	(156,730)	(178,768)	0.2%	-14.6%	18.3%	8.2%	14.1%
Operating profit 营业利润	420,760	420,885	416,322	434,944	451,575	-0.4%	0.0%	-1.1%	4.5%	3.8%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	1,206	942	1,083	1,246	1,433	-44.9%	-21.9%	15.0%	15.0%	15.0%
Profit before taxation 利润总额	421,966	421,827	417,405	436,190	453,008	-0.6%	0.0%	-1.0%	4.5%	3.9%
Income tax 所得税	(56,850)	(54,881)	(45,915)	(58,013)	(63,421)	-9.2%	-3.5%	-16.3%	26.4%	9.3%
Net profit 净利润	365,116	366,946	371,490	378,176	389,587	0.8%	0.5%	1.2%	1.8%	3.0%
Minority interest 少数股东权益	(1,123)	(1,083)	(1,126)	(1,171)	(1,218)	na	na	na	na	na
NPAT 归属股东净利润	363,993	365,863	370,364	377,005	388,368	0.8%	0.5%	1.2%	1.8%	3.0%
AT1 shareholders 优先股股息	14,964	14,963	14,963	14,963	14,963	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	355,401	362,042	373,405	0.8%	0.5%	1.3%	1.9%	3.1%

Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	26,086,482	28,372,229	30,755,496	33,215,936	35,541,051	12.4%	8.8%	8.4%	8.0%	7.0%
Total deposits 存款总额	32,985,681	34,277,636	36,848,459	39,427,851	42,187,800	12.1%	3.9%	7.5%	7.0%	7.0%
NPLs 不良贷款余额	353,502	379,458	411,978	443,964	478,342	10.1%	7.3%	8.6%	7.8%	7.7%
Loan provisions 贷款损失准备	756,396	815,497	859,843	920,616	996,248	12.4%	7.8%	5.4%	7.1%	8.2%
Total assets 资产总额	44,697,079	48,821,746	53,127,957	57,391,763	61,545,816	12.8%	9.2%	8.8%	8.0%	7.2%
Total liabilities 负债总额	40,920,491	44,834,480	48,894,017	52,905,854	56,795,100	13.4%	9.6%	9.1%	8.2%	7.4%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	3,756,887	3,969,841	4,215,469	4,466,330	4,729,963	7.5%	5.7%	6.2%	6.0%	5.9%
Other equity instruments 优先股及其他	354,331	324,344	324,344	324,344	324,344	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	49,190,639	53,638,223	58,555,147	12.6%	10.6%	9.4%	9.0%	9.2%

Per share data (Yuan) 每股数据 (元)										
Shares 普通股股本 (百万元)	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.98	0.98	1.00	1.02	1.05	0.8%	0.5%	1.3%	1.9%	3.1%
BVPS	9.55	10.23	10.92	11.62	12.36	8.3%	7.1%	6.7%	6.4%	6.4%
DPS	0.31	0.31	0.31	0.32	0.33	1.0%	0.5%	1.3%	1.9%	3.1%
PPOP/sh	1.60	1.54	1.58	1.67	1.77	-5.6%	-4.2%	3.1%	5.3%	6.4%

Main indicators 主要指标 (%)										
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	0.87%	0.78%	0.73%	0.68%	0.66%	-0.10%	-0.08%	-0.06%	-0.04%	-0.03%
ROE	10.7%	10.0%	9.4%	9.0%	8.7%	-0.79%	-0.71%	-0.53%	-0.42%	-0.28%
NIM 净息差	1.61%	1.42%	1.30%	1.24%	1.20%	-0.31%	-0.19%	-0.12%	-0.07%	-0.03%
Cost-to-income ratio 成本收入比	30.94%	32.06%	32.03%	31.11%	30.20%	1.20%	1.12%	-0.04%	-0.91%	-0.92%
Effective tax rate 有效所得税率	13.47%	13.01%	11.00%	13.30%	14.00%	-1.27%	-0.46%	-2.01%	2.30%	0.70%
LDR 贷存比	79.08%	82.77%	83.46%	84.24%	84.24%	0.18%	3.69%	0.69%	0.78%	0.00%
NPL ratio 不良率	1.36%	1.34%	1.34%	1.34%	1.35%	-0.03%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.01%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	213.97%	214.91%	208.71%	207.36%	208.27%	4.50%	0.94%	-6.20%	-1.35%	0.91%
Provision ratio 拨贷比	2.90%	2.87%	2.80%	2.77%	2.80%	0.00%	-0.03%	-0.08%	-0.02%	0.03%
Credit cost 信用成本	0.58%	0.45%	0.49%	0.49%	0.52%	-0.07%	-0.13%	0.04%	0.00%	0.03%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	22.31%	22.44%	24.06%	24.33%	23.40%	1.32%	0.13%	1.63%	0.26%	-0.93%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	14.16%	13.31%	13.11%	12.87%	12.51%	-0.61%	-0.85%	-0.20%	-0.24%	-0.37%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.72%	14.10%	14.21%	14.09%	13.93%	-0.32%	0.37%	0.11%	-0.12%	-0.16%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	15.17%	15.36%	15.40%	15.20%	14.96%	-0.47%	0.20%	0.04%	-0.20%	-0.23%
CAR 资本充足率	19.10%	19.39%	19.32%	18.93%	18.52%	-0.16%	0.29%	-0.08%	-0.39%	-0.41%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 11 月 7 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	流通市值(亿元)	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	601398.SH	8.05	21,704	8.07	7.92	0.74	0.69	9.4%	9.0%	0.73%	0.68%	3.8%	3.9%
建设银行	601939.SH	9.39	1,989	7.59	7.36	0.72	0.68	9.9%	9.5%	0.80%	0.78%	4.1%	4.0%
农业银行	601288.SH	8.08	25,795	10.43	10.06	1.02	0.95	10.1%	9.8%	0.64%	0.61%	3.0%	3.1%
中国银行	601988.SH	5.64	13,456	7.95	7.53	0.70	0.66	9.1%	9.0%	0.71%	0.70%	3.9%	4.1%
邮储银行	601658.SH	5.80	5,814	8.56	8.19	0.77	0.72	9.4%	9.1%	0.49%	0.47%	3.7%	3.8%
招商银行	600036.SH	42.51	8,769	7.44	7.22	0.94	0.86	13.2%	12.5%	1.20%	1.15%	4.7%	4.7%
中信银行	601998.SH	8.11	3,306	6.92	6.68	0.62	0.58	9.2%	8.9%	0.72%	0.71%	4.4%	4.4%
民生银行	600016.SH	4.03	1,429	6.42	6.48	0.31	0.30	4.9%	4.7%	0.41%	0.39%	4.8%	4.7%
浦发银行	600000.SH	11.70	3,897	8.68	7.78	0.57	0.56	6.7%	7.3%	0.52%	0.54%	3.1%	3.5%
兴业银行	601166.SH	21.17	4,480	6.03	5.74	0.55	0.51	9.4%	9.2%	0.73%	0.72%	5.0%	5.0%
光大银行	601818.SH	3.45	1,601	5.46	5.32	0.40	0.38	7.5%	7.3%	0.60%	0.60%	5.5%	5.5%
华夏银行	600015.SH	6.94	1,104	4.80	4.63	0.35	0.33	7.4%	7.3%	0.57%	0.57%	5.8%	5.2%
平安银行	000001.SZ	11.55	2,241	5.43	5.39	0.49	0.46	9.4%	8.9%	0.75%	0.72%	5.3%	5.2%
浙商银行	601916.SH	3.09	666	6.62	6.61	0.46	0.44	7.2%	6.8%	0.42%	0.41%	5.4%	4.9%
南京银行	601009.SH	11.61	1,435	6.93	6.38	0.79	0.72	12.1%	11.8%	0.79%	0.75%	4.5%	4.8%
宁波银行	002142.SZ	29.31	1,936	6.80	6.13	0.84	0.76	13.0%	13.0%	0.89%	0.86%	3.1%	3.3%
江苏银行	600919.SH	11.06	2,030	6.12	5.59	0.78	0.70	13.4%	13.2%	0.87%	0.85%	4.7%	5.1%
上海银行	601229.SH	10.00	1,421	6.11	5.90	0.57	0.53	9.6%	9.3%	0.72%	0.70%	5.0%	5.1%
杭州银行	600926.SH	15.91	1,153	6.11	5.38	0.83	0.74	15.2%	14.5%	0.87%	0.88%	3.5%	3.3%
苏州银行	002966.SZ	8.33	372	7.15	6.61	0.73	0.68	11.0%	10.6%	0.77%	0.74%	4.4%	4.8%
成都银行	601838.SH	16.98	720	5.43	5.02	0.80	0.72	15.6%	15.0%	1.01%	0.96%	5.2%	5.5%
重庆银行	601963.SH	11.18	212	7.28	6.50	0.67	0.62	9.5%	9.9%	0.65%	0.61%	3.7%	4.1%
齐鲁银行	601665.SH	6.08	374	6.92	6.17	0.82	0.76	12.6%	12.8%	0.79%	0.78%	4.3%	4.0%
厦门银行	601187.SH	7.23	191	8.53	8.39	0.71	0.67	8.5%	8.2%	0.63%	0.62%	4.3%	4.1%
无锡银行	600908.SH	6.19	136	6.09	5.76	0.59	0.54	10.1%	9.8%	0.87%	0.83%	3.7%	3.8%
常熟银行	601128.SH	7.18	238	5.16	4.55	0.67	0.60	13.8%	14.0%	1.16%	1.17%	3.5%	3.5%
江阴银行	002807.SZ	5.02	124	5.81	5.49	0.61	0.56	11.0%	10.7%	1.01%	0.99%	4.0%	4.2%
苏农银行	603323.SH	5.30	107	5.24	4.98	0.54	0.49	10.8%	10.3%	0.92%	0.89%	3.4%	3.2%
张家港行	002839.SZ	4.59	112	6.22	5.88	0.59	0.55	9.8%	9.7%	0.83%	0.81%	4.4%	4.4%
瑞丰银行	601528.SH	5.64	111	5.47	5.19	0.54	0.50	10.2%	9.9%	0.88%	0.85%	3.5%	3.7%
紫金银行	601860.SH	2.88	105	6.49	6.41	0.47	0.42	7.7%	6.9%	0.57%	0.51%	3.5%	3.5%
沪农商行	601825.SH	8.87	855	6.90	6.66	0.65	0.61	9.7%	9.4%	0.83%	0.80%	4.9%	4.9%
渝农商行	601077.SH	7.01	620	6.62	6.23	0.60	0.56	9.3%	9.3%	0.79%	0.77%	4.3%	4.6%
A 股板块平均				7.14	6.82	0.71	0.66	10.3%	10.0%	0.79%	0.76%	3.9%	4.0%

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.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”）在中华人民共和国内地（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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。