



公司研究 | 深度报告 | 工商银行 (601398.SH)

大行工匠，基业长青

报告要点

我们重点推荐工商银行，看好基本面稳健性和长期配置价值。1) 资产负债表映射实体，伴随经济结构转型，市占率进入上行周期。经济结构转型、新旧动能转换背景下，金融总量降速，银行转向高质量发展。2) 利率周期视角下，净息差筑底、核心营收反转。近七年的降息周期中，银行业净息差创历史新低。目前利率周期低位运行，但下行空间受到约束，预计 2026 年利息净收入将实现反转，大型银行的核心营收（利息及手续费）增速转正。3) 资产质量韧性穿越地产周期，风险指标波动低。目前 A/H 股 2026 年预期股息率 4.39%、5.37%。重点推荐，给予“买入”评级。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

大行工匠，基业长青

工商银行资产负债表全面映射实体，伴随经济结构转型

过去二十余年，地产、基建等传统动能高速扩张阶段，中小银行扩表弹性超过国有大行。2022年以来地产周期确立拐点，经济结构转型、新旧动能转换背景下，金融总量规模进入降速周期。工商银行为代表的国有大行，顺应“五篇大文章”导向、拥有产业资源优势 and 低负债成本优势，市占率重新进入持续上升周期。十五五期间，预计银行业逆周期调节力度弱于十四五，大型银行的资产规模跟随 M2 稳定扩张但增速下降，降低规模情结的同时，更注重发展质量。

除了传统业务市占率上升，工商银行也在积极培育创新增长点。国际化业务是中长期增长新动能，大型银行的“走出去”战略伴随中国企业出海浪潮。目前工商银行在全球 49 个国家设立机构（不含参股标准银行间接覆盖的非洲地区），资源牌照优势领先。此外，综合化经营也是发展重点，以 AIC 业务为例，国有大行在 2017 年率先取得牌照，2021 年起率先试点科创股权投资，布局新兴产业。现行政策要求 AIC 股权投资规模不能超过总资产规模 10%，而工商银行的 AIC 资产规模领先，股权投资上限更高，具备广泛的合作渠道资源和资产选择能力。

利率周期视角下息差筑底，利息等核心营收增速迎来反转

当前低利率环境下，2025 年以来银行存款付息率确立下行拐点，净息差降幅收窄，预计工商银行的净息差将在 1.20% 水平以上企稳。从资产端来看，我们预计贷款收益率可能在 2.5%-3.0% 企稳。2025 年国有大行的对公贷款账面收益率已经跌破 3%，目前新发利率预计仍在下行，零售按揭贷款和消费贷款维持 3% 底线。为保持金融系统稳定性，我们预计银行业自律机制将更加严格管控新发贷款的利率下限，指导银行降低规模情结、更关注经营效益。

我们预计工商银行 2026 年净息差同比降幅进一步收窄至 5~10BP，利息净收入增速将实现转正（2023 年以来连续下滑）。此外，工商银行金融投资 AC 账户的债券资产浮盈丰厚（2025 年上半年末浮盈约 6253 亿元，在国有大行中金额位居第二），浮盈远超过单年度的利润金额，未来一定程度上能够起到平滑营收压力的作用，同时能够兑现收益调节利率风险指标。

资产质量韧性穿越地产周期，拨备以丰补歉的空间充裕

近年来市场始终担心房地产风险，目前关注点从大型民营房企向按揭等零售贷款扩散。但政策托底房地产风险底线的思路清晰，预计继续以时间换空间消化风险。工商银行等国有大行在 2020 年经过一轮风险充分暴露处置后，对公非房地产领域的存量历史不良出清。预计 2026 年不良生成率的上升压力不大，其中零售风险主要关注个人经营贷的风险暴露，而按揭贷款多数是刚需、唯一住房的客群，违约压力可控，预计本轮周期内资产质量指标波动率可控。此外，大型银行的资产质量认定标准严格，不良口径与金融资产三阶段分类没有缺口，目前拨备覆盖率依然维持 200% 以上，预计未来信用成本依然有释放空间，反哺利润增长。

投资建议：重点推荐，看好基本面稳健性和长期配置价值

目前工商银行 A 股、H 股 2026 年度预期股息率 4.39%、5.37%（未考虑财政注资影响）。虽然国债收益率筑底回升，但股息率与国债利差依然非常高。大型资本以类债思维和替换非标资产的逻辑长期配置，工商银行的红利投资价值吸引力突出。重点推荐，给予“买入”评级。

风险提示

1、贷款扩张不及预期；2、息差持续大幅下降；3、资产质量明显波动；4、盈利假设不及预期。

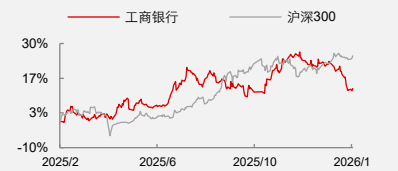
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.26
总股本(万股)	35,640,626
流通A股/B股(万股)	26,961,221/0
每股净资产(元)	10.73
近12月最高/最低价(元)	8.40/6.60

注：股价为 2026 年 1 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

资产负债表全面映射实体经济	6
国有大行的市占率进入上行周期	6
信贷结构演变与经济转型相匹配	7
国际化与 AIC 等业务形成创新增长点	8
利率周期视角下的息差筑底	9
低利率环境下，息差最大压力阶段已过	9
核心营收反转，金融投资浮盈丰厚	12
资产质量韧性穿越地产周期	13
不良生成率总体稳定，零售风险波动	13
不良认定严格，拨备以丰补歉有空间	14
盈利预测及投资建议	15
核心假设及盈利预测	15
投资建议及公司估值	17
附录	18
风险提示	20

图表目录

图 1：2022 年以来国有大行的贷款市占率逐年持续上升	6
图 2：大型银行新增贷款占比持续领先	6
图 3：近年来工商银行资产和贷款增速基本持平	6
图 4：工商银行贷款增量市占率不断提升	6
图 5：2025/09 工商银行贷款占比在五大行中偏低	7
图 6：近年来工商银行贷款占比在总资产中的占比总体稳定	7
图 7：工商银行对公贷款占比不断提升	7
图 8：工商银行贷款区域分布	8
图 9：工商银行在国际化业务竞争力在国有行中具备优势	8
图 10：工商银行 AIC 资产规模领先（单位：亿元）	9
图 11：2025/09 工商银行贷款占比在五大行中偏低	9
图 12：近年来工商银行贷款占比在总资产中的占比总体稳定	9
图 13：工商银行净息差历史上主要受贷款收益率下行和金融市场负债成本率上行的冲击	10
图 14：工商银行生息资产和各项贷款收益率在可比同业中偏低	10
图 15：工商银行贷款收益率降幅收窄企稳	11
图 16：工商银行对公和个人存款成本率加速下行	11
图 17：国有大行的定期存款付息率存在至少 70BP 下行空间	12
图 18：国有大行的对公活期存款付息率存在进一步下降空间	12
图 19：2025/09 工商银行营收&利润全面转正	12
图 20：2025/09 工商银行非息收入高增拉动营收	12

图 21: 工商银行 OCI+AC 历史浮盈丰厚	12
图 22: 工商银行不良率持续下行, 逐步向国有大行均值收敛	13
图 23: 工商银行的不良净生成率持续改善, 低于国有大行均值	13
图 24: 工商银行 2019~2025/06 的不良贷款余额和不良贷款率	13
图 25: 工商银行 2014~2020 年大力核销不良贷款, 2021 年以来核销比例下降	14
图 26: 工商银行逾期偏离度显著低于股份行平均	14
图 27: 工商银行信用成本率在国有大行中最低	15
图 28: 工商银行拨备覆盖率迈入上行通道	15
图 29: 2024 年大型银行 ROA 拆分对比	15
图 30: 工商银行历史 ROA 拆分情况	15
图 31: 工商银行核心财务指标假设及盈利预测 (基于 2026 年 1 月 29 日收盘价)	16
图 32: 工商银行 2026 年财政注资对 roe 和股息率摊薄影响测算	16
图 33: 工商银行的财政注资后 ROE 摊薄预测值	17
图 34: 工商银行的财政注资核心一级资本充足率预测	17
图 35: 工商银行 A/H 股息率均高于五大行平均	18
图 36: 2025/09 工商银行董事会和高管	18
图 37: 2025/09 工商银行前十大股东明细	19
图 38: 工商银行基准情形及悲观假设下业绩预测情况	20

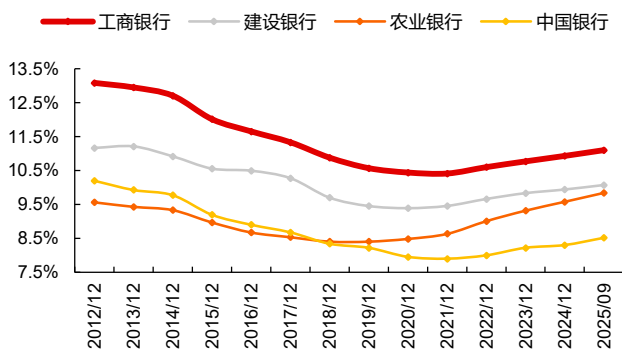
资产负债表全面映射实体经济

长期以来，我国大型银行的资产负债表演变与实体经济转型相匹配。新一轮经济周期，国有大行市占率上行、信贷结构转变，同时积极培育新兴业务增长点。

国有大行的市占率进入上行周期

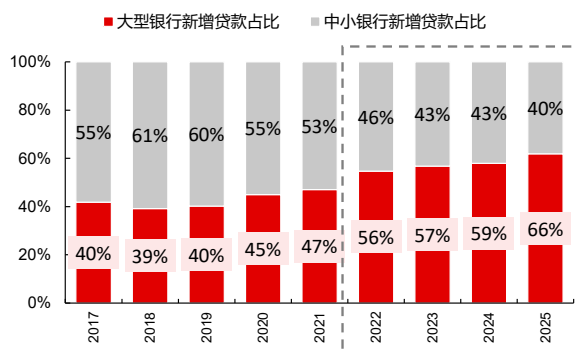
经济转型与金融向实重塑银行业格局。过去二十余年，地产、基建等传统动能高速扩张的阶段，中小银行扩表弹性超过国有大行。2022 年以来房地产周期确立拐点，实体回报率降低，新旧动能转换，全国信贷规模进入降速周期。顺应“五篇大文章”导向、拥有产业资源优势和低负债成本优势的国有大行，市占率重新进入上升周期，中期维度趋势将持续。

图 1：2022 年以来国有大行的贷款市占率逐年持续上升



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

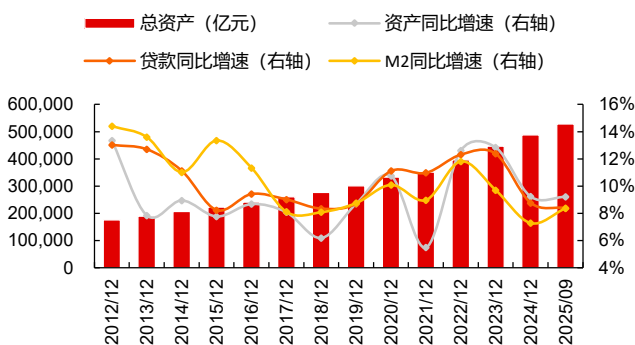
图 2：大型银行新增贷款占比持续领先



资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

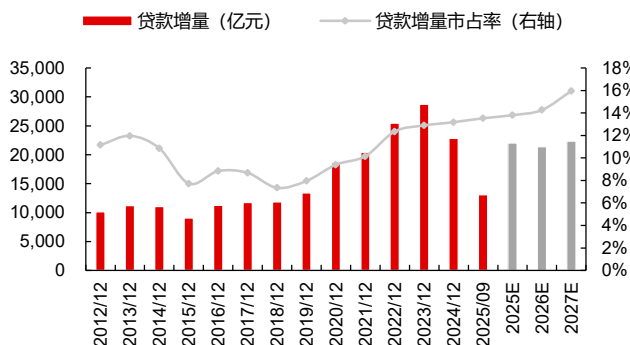
资产规模锚定 M2，维持低速增长。1) 市场担心传统动能衰减造成信贷规模收缩，拖累盈利，但预计我国 M2 增速中期维度将维持 5% 以上，叠加国有大行市占率上升，资产和信贷规模增速高于全国。2) 当前政策导向下，预计十五五期间银行业的逆周期调节力度弱于十四五，金融总量降速，摒弃规模情结、注重发展质量，因此信贷增量可能逐年同比少增。

图 3：近年来工商银行资产和贷款增速基本持平



资料来源：中国人民银行，公司财务报告，长江证券研究所

图 4：工商银行贷款增量市占率不断提升

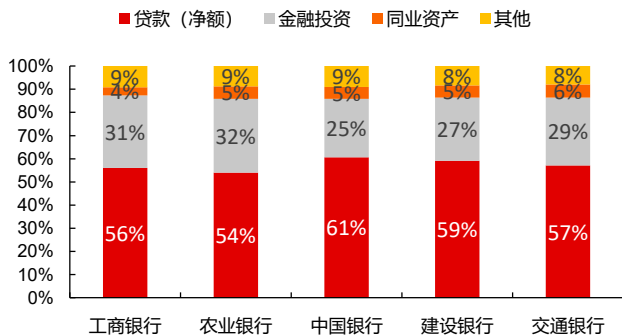


资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

国有大行的资产负债表正在重构。过去五年连续降准及支持实体经济，大型银行的贷款+债券投资占比明显上升。未来随着直接融资扩大及政府加杠杆，预计债券投资占比仍将继续上升。2025 年社融增量结构中，政府债券融资规模占比已经达到 39%，同比大

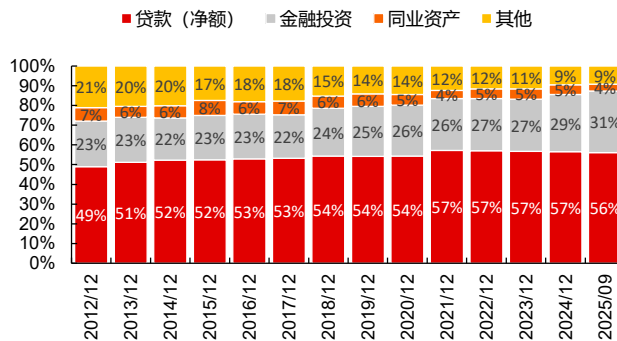
幅提升 4pct。预计十五五期间，银行业资产端将延续低利率状态，但同时信用成本率也明显下降。

图 5：2025/09 工商银行贷款占比在五大行中偏低



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 6：近年来工商银行贷款占比在总资产中的占比总体稳定



资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

信贷结构演变与经济转型相匹配

本轮信贷结构调整向对公五篇大文章转型。2010~2021 年信贷投放以房地产为重心，住房贷款占比翻番。2022 年以来对公贷款占比重新上升至 60%以上，除了政府类相关行业保持高占比，新兴制造业成为投放重点，国有大行具备产业链客群资源优势。以普惠金融为例，目前贷款占比约 11%（包含小微企业贷款及个人经营贷），预计中期维度将继续保持双位数增速。

图 7：工商银行对公贷款占比不断提升

	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
公司贷款	71.9%	71.0%	69.0%	65.9%	62.3%	62.8%	61.1%	59.4%	59.6%	59.0%	59.6%	61.9%	61.6%	62.4%
制造业	15.8%	15.0%	13.9%	12.5%	10.8%	9.9%	9.0%	8.6%	8.4%	8.0%	8.4%	9.0%	8.7%	9.2%
批发和零售业	8.0%	7.9%	7.0%	6.2%	4.8%	4.0%	3.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.6%	2.7%	3.0%
房地产业	5.5%	4.7%	4.0%	3.6%	3.3%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%	3.4%	3.1%	2.9%	3.1%	3.0%
政府类相关行业	30.8%	29.6%	29.8%	29.6%	28.9%	31.0%	31.6%	32.3%	33.9%	35.0%	35.0%	36.9%	36.5%	36.5%
租赁和商务服务业	4.3%	4.6%	5.2%	5.5%	5.6%	6.4%	6.8%	7.1%	7.7%	8.1%	8.2%	8.8%	8.5%	8.9%
交通运输、仓储和邮政业	12.9%	12.3%	12.1%	12.0%	11.6%	12.1%	12.3%	12.7%	13.3%	13.6%	13.6%	13.7%	13.6%	13.3%
水利、环境和公共设施管理业	5.3%	4.7%	4.3%	3.9%	4.0%	4.6%	5.0%	5.4%	6.2%	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%	6.4%
电力、热力、燃气及水供应	6.6%	6.2%	6.3%	6.5%	6.3%	6.3%	6.0%	5.6%	5.3%	5.2%	5.2%	6.1%	6.2%	6.1%
建筑业	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%
票据贴现	2.1%	1.5%	3.2%	4.4%	5.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.2%	2.6%	4.9%	4.9%	6.8%	7.3%
个人贷款	26.0%	27.5%	27.8%	29.7%	32.1%	34.7%	36.6%	38.1%	38.2%	38.4%	35.5%	33.2%	31.6%	30.4%
个人住房贷款	15.2%	17.3%	18.8%	21.1%	24.8%	27.7%	29.8%	30.8%	30.8%	30.8%	27.7%	24.1%	21.4%	20.0%
个人消费贷款	4.3%	3.7%	2.8%	2.6%	1.9%	1.8%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%
个人经营性贷款	3.6%	3.3%	2.9%	2.5%	2.0%	1.5%	1.4%	2.1%	3.4%	3.4%	4.0%	5.2%	5.9%	6.2%
信用卡透支	2.8%	3.1%	3.3%	3.5%	3.5%	3.8%	4.1%	4.0%	3.7%	3.3%	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

信贷区域分布向长三角等核心地区集中。工商银行约 55%的存量贷款分布于长三角/环渤海/中部地区，上述地区 2025 年 6 月末的整体贷款较期初增速分别为 6.8%/5.2%/6.0%，高于全国总体增速（5.0%）。本轮经济周期具有清晰的大省挑大梁特征，从社融、信贷增速观察江苏/浙江/山东/川渝/安徽等大省持续领先全国，全国布局的国有大行具备网络优势。

图 8：工商银行贷款区域分布

区域信贷占比									
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	趋势图
长三角	18.3%	18.6%	19.2%	20.1%	20.7%	21.5%	21.8%	22.0%	
珠三角	13.4%	14.0%	14.7%	15.2%	15.6%	15.5%	15.3%	15.1%	
环渤海	16.4%	16.3%	16.3%	16.3%	16.4%	16.4%	16.5%	16.8%	
中部	14.3%	14.6%	15.0%	15.2%	15.3%	15.6%	15.6%	15.8%	
西部	17.7%	17.8%	18.1%	18.1%	18.2%	18.3%	18.4%	18.4%	
东北	4.9%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	
区域信贷增速 (较期初)									
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	趋势图
长三角	8.6%	10.7%	14.7%	16.2%	15.2%	17.0%	10.1%	7.6%	
珠三角	9.3%	13.0%	17.3%	14.2%	15.5%	12.0%	7.2%	4.7%	
环渤海	7.9%	8.5%	10.6%	11.2%	13.2%	12.3%	9.1%	8.3%	
中部	9.9%	11.0%	14.1%	12.4%	13.7%	14.1%	8.7%	7.9%	
西部	8.9%	9.3%	12.7%	11.2%	12.8%	12.8%	9.8%	6.3%	
东北	3.4%	5.2%	5.4%	6.4%	9.3%	10.7%	7.0%	2.7%	
区域信贷市占率									
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	趋势图
长三角	9.5%	9.3%	9.3%	9.4%	9.6%	9.9%	10.0%	10.0%	
珠三角	10.8%	10.6%	10.7%	10.8%	11.3%	11.5%	11.7%	11.8%	
环渤海	11.0%	10.9%	10.7%	10.9%	11.2%	11.3%	11.5%	11.8%	
中部	9.4%	9.1%	9.1%	9.1%	9.3%	9.6%	9.6%	9.8%	
西部	9.9%	9.7%	9.8%	9.8%	10.0%	10.2%	10.4%	10.5%	
东北	9.0%	8.7%	8.6%	8.8%	9.2%	9.9%	10.6%	10.6%	

资料来源：中国人民银行，公司财务报告，长江证券研究所

国际化与 AIC 等业务形成创新增长点

大型银行“走出去”战略伴随企业出海浪潮。内需不足的宏观背景下，中国企业正在积极出海走向全球，从产品出海向产业出海升级，大型银行的国际化业务及企业服务能力将是未来重要的增长极。目前工商银行在全球 49 个国家设立机构（不含参股标准银行间接覆盖的非洲地区），国际化业务资源在国有行中具备优势。

图 9：工商银行在国际化业务竞争力在国有行中具备优势

五大行海外资产占比								
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
工商银行	13.34%	13.19%	12.07%	11.66%	11.02%	9.52%	11.79%	11.18%
建设银行	5.13%	4.92%	3.84%	3.57%	4.48%	4.52%	4.42%	4.44%
农业银行	4.12%	4.06%	4.46%	4.00%	3.68%	3.33%	3.47%	3.17%
中国银行	29.18%	27.58%	26.21%	25.89%	25.31%	23.44%	23.66%	23.06%
交通银行	10.56%	11.11%	10.42%	9.39%	8.83%	8.57%	8.20%	7.95%
五大行海外机构数量 (个)								
	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
工商银行	556	560	558	554	549	547	758	755
建设银行	31	33	33	34	34	34	35	35
农业银行	17	17	16	17	17	17	17	17
中国银行	548	557	559	550	531	534	543	539
交通银行	66	68	69	69	69	69	66	66

资料来源：中国人民银行，公司财务报告，长江证券研究所

AIC 业务规模已经具备领先优势。国有行在 2017 年率先取得 AIC 牌照，除了传统的债转股业务以外，2021 年起率先试点科创股权投资，布局新兴产业。现行政策要求 AIC 股权投资的规模不能超过总资产规模 10%，而工商银行的 AIC 资产规模领先，股权投资的上限更高，同时广泛的合作渠道资源对于资产选择能力形成支撑。

图 10: 工商银行 AIC 资产规模领先 (单位: 亿元)

银行名称	AIC名称	成立时间	注册资本	2025/06 资产	2025/06 净利润
工商银行	工银投资	2017/09	270	1,969	27
农业银行	农银投资	2017/08	200	1,276	19
中国银行	中银资产	2017/11	140	949	8
建设银行	建信投资	2017/07	270	1,230	12
交通银行	交银投资	2017/12	150	746	5
邮储银行	中邮投资	获批筹建	100	-	-
兴业银行	兴银投资	2025/11	100	-	-
招商银行	招银投资	2025/12	150	-	-
中信银行	信银金投	2025/12	100	-	-

资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

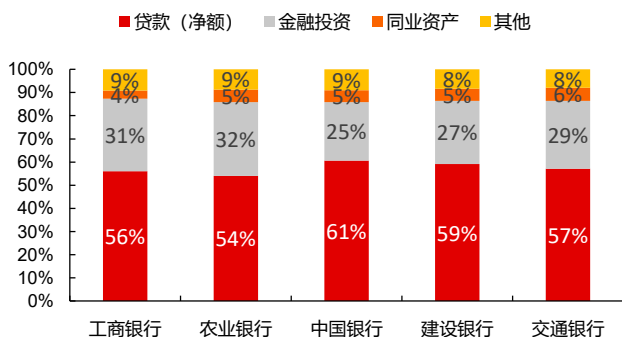
利率周期视角下的息差筑底

近七年的降息周期中银行业净息差创历史新低, 目前利率周期低位运行, 但下行空间受到约束, 同时银行负债成本加速降低, 大型银行的净息差正在筑底。

低利率环境下, 息差最大压力阶段已过

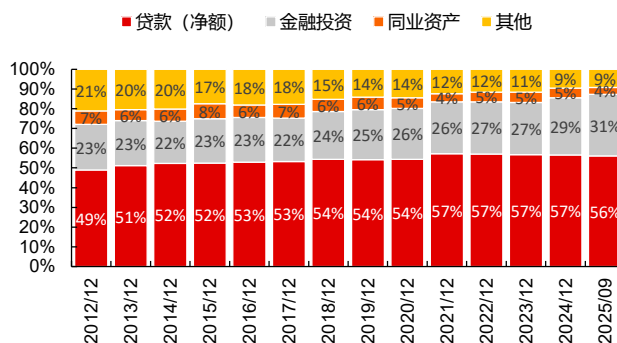
负债端存款占比高, 近年来同业负债占比上升。历史上工商银行负债端存款占比 80% 以上, 2024 年以来下降, 主要受到规范手工补息的影响, 大型银行揽储压力上升, 同时资产端承接债券的需求旺盛, 通过金融市场补充负债来源。截至 2025/09 工商银行的存款在总负债中占比 77%, 仍然高于国有行同业, 金融市场负债 (应付债券+同业负债) 占比约 20%。

图 11: 2025/09 工商银行贷款占比在五大行中偏低



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

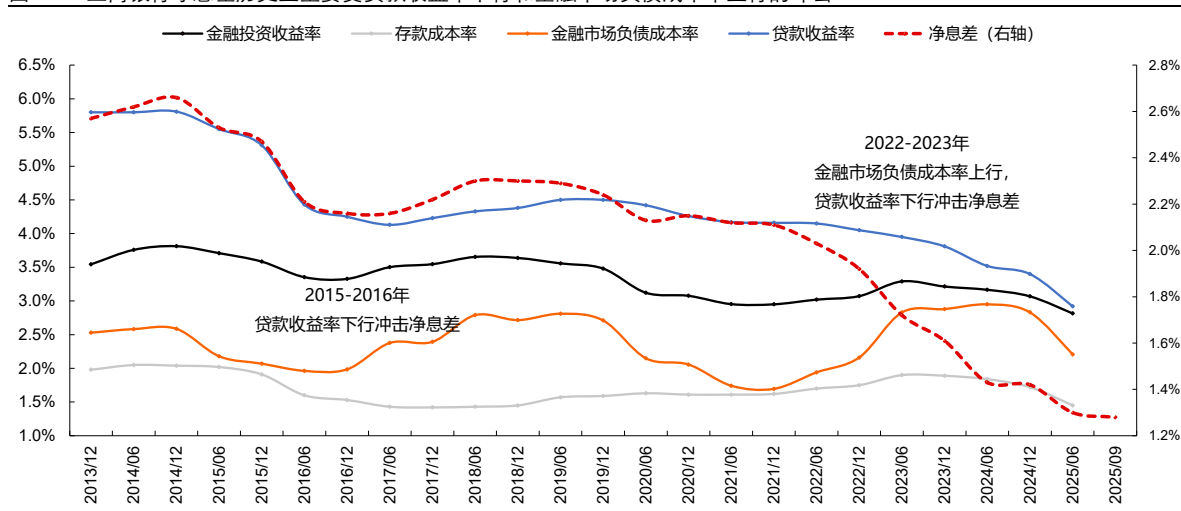
图 12: 近年来工商银行贷款占比在总资产中的占比总体稳定



资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究所

利率低位震荡, 息差最大压力阶段已过。历史上工商银行的净息差主要受到贷款收益率下行和金融市场负债成本上行的影响。在持续降息的周期内, 部分阶段金融市场利率可能回升 (例如 2022-2023 年), 推升同业负债成本、拖累息差。目前低利率环境下, 2025 年以来银行存款付息率确立下行拐点, 净息差边际降幅收窄, 预计工商银行的净息差将在 1.20% 水平企稳。

图 13: 工商银行净息差历史上主要受贷款收益率下行和金融市场负债成本率上行的冲击



资料来源：中国人民银行，公司财务报告，长江证券研究所（注：1）金融负债成本率为同业负债成本率和应付债券成本率的加权平均值；2）净息差 2020/12 前（不含）为不包含信用卡分期收入的旧口径）

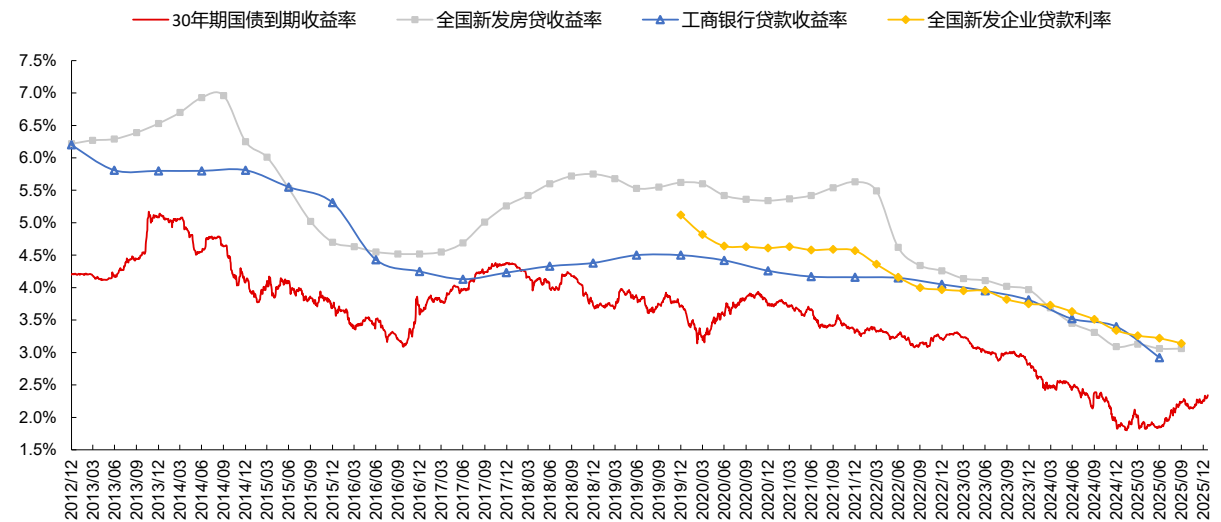
预计贷款收益率将在 2.5%-3.0%企稳。2025 年国有大行的对公贷款账面收益率已经跌破 3%，目前新发贷款利率预计仍在下行，零售贷款的按揭和消费贷根据监管要求维持 3%底线。为保持金融系统稳定性，我们预计银行业自律机制将更加严格管控对公贷款的新发利率下限，同时指导大型银行降低规模情结、关注发展质量，间接支撑新发贷款利率企稳。

图 14: 工商银行生息资产和各项贷款收益率在可比同业中偏低

生息资产收益率	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	2024A变动	边际变动
工商银行	3.88%	3.64%	3.56%	3.54%	3.45%	3.17%	2.79%	-0.28%	-0.38%
农业银行	3.89%	3.75%	3.70%	3.57%	3.41%	3.12%	2.80%	-0.29%	-0.32%
中国银行	3.68%	3.38%	3.25%	3.36%	3.58%	3.34%	2.96%	-0.24%	-0.38%
建设银行	3.92%	3.77%	3.71%	3.67%	3.45%	3.18%	2.82%	-0.27%	-0.36%
交通银行	4.04%	3.77%	3.64%	3.63%	3.59%	3.37%	3.04%	-0.22%	-0.33%
招商银行	4.38%	4.13%	3.98%	3.89%	3.76%	3.50%	3.14%	-0.26%	-0.36%
贷款收益率	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	2024A变动	边际变动
工商银行	4.50%	4.26%	4.16%	4.05%	3.81%	3.40%	2.92%	-0.41%	-0.48%
农业银行	4.51%	4.38%	4.23%	4.09%	3.79%	3.41%	2.97%	-0.38%	-0.44%
中国银行	4.29%	3.96%	3.83%	3.90%	3.97%	3.56%	3.07%	-0.41%	-0.49%
建设银行	4.55%	4.39%	4.25%	4.17%	3.82%	3.43%	2.96%	-0.39%	-0.47%
交通银行	4.89%	4.55%	4.33%	4.21%	3.95%	3.61%	3.16%	-0.34%	-0.45%
招商银行	5.17%	4.89%	4.67%	4.54%	4.26%	3.91%	3.45%	-0.35%	-0.46%
对公贷款收益率	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	2024A变动	边际变动
工商银行	4.48%	4.23%	4.08%	3.86%	3.57%	3.26%	2.89%	-0.31%	-0.37%
农业银行	4.48%	4.27%	4.09%	3.92%	3.64%	3.34%	2.96%	-0.30%	-0.38%
中国银行	4.45%	4.27%	4.08%	3.86%	3.48%	3.14%	2.82%	-0.34%	-0.32%
建设银行	4.41%	4.12%	3.99%	3.91%	3.48%	3.21%	2.86%	-0.27%	-0.35%
交通银行	4.64%	4.28%	4.04%	4.00%	3.84%	3.55%	3.18%	-0.29%	-0.37%
招商银行	4.34%	3.98%	3.84%	3.85%	3.75%	3.40%	2.93%	-0.35%	-0.47%
零售贷款收益率	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	2024A变动	边际变动
工商银行	4.72%	4.77%	4.71%	4.69%	4.23%	3.65%	3.11%	-0.58%	-0.54%
农业银行	4.76%	4.82%	4.67%	4.64%	4.27%	3.74%	3.27%	-0.53%	-0.47%
中国银行	4.84%	4.88%	4.83%	4.84%	4.43%	3.76%	3.26%	-0.67%	-0.50%
建设银行	4.85%	4.92%	4.81%	4.86%	4.39%	3.87%	3.29%	-0.52%	-0.58%
交通银行	5.55%	5.27%	4.99%	4.87%	4.49%	3.99%	3.35%	-0.50%	-0.64%
招商银行	6.07%	5.89%	5.55%	5.44%	5.02%	4.58%	4.08%	-0.44%	-0.50%

资料来源：中国人民银行，公司财务报告，长江证券研究所

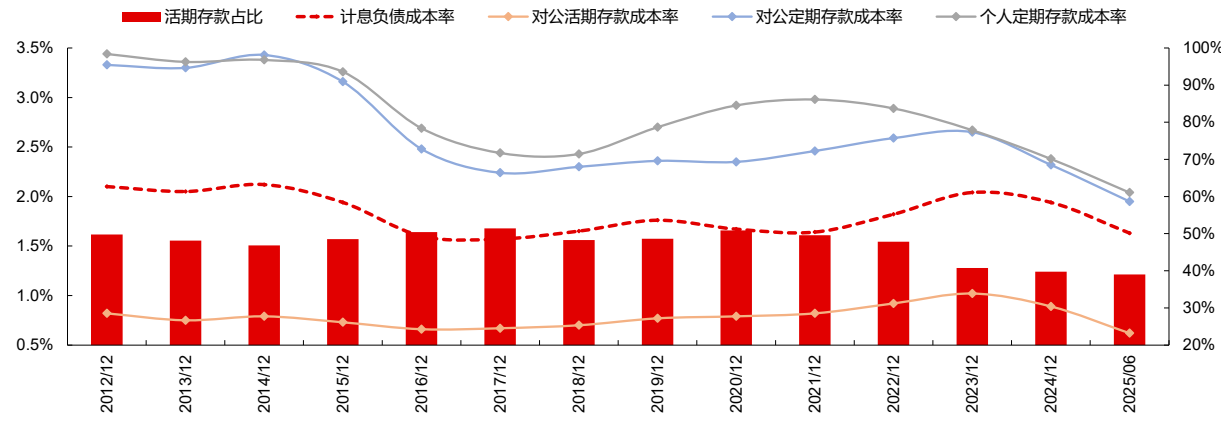
图 15: 工商银行贷款收益率降幅收窄企稳



资料来源: 中国人民银行, 公司财务报告, 长江证券研究所

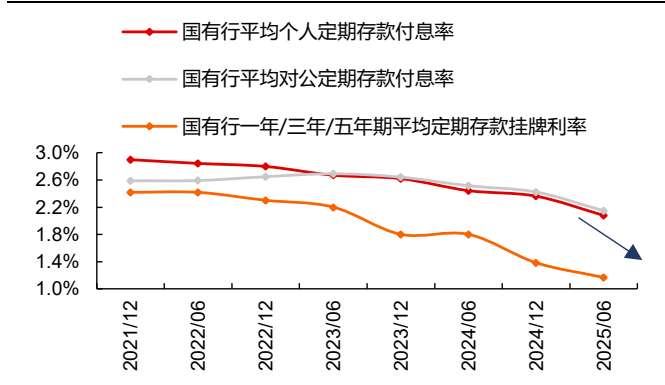
高息存款到期后加速重定价改善付息率。随着 2022-2023 年的定期存款陆续到期重定价, 付息率加速下行, 预计 2026 年仍有高比例的定期存款到期。工商银行 2025/05 下调存款利率后, 一年期/三年期/五年期存款挂牌利率分别降至 0.95%/1.25%/1.30%, 而 2025 年上半年财报的个人定期存款付息率均值依然高达 2.04%, 意味着逐步重定价后付息率下降空间依然显著。

图 16: 工商银行对公和个人存款成本率加速下行



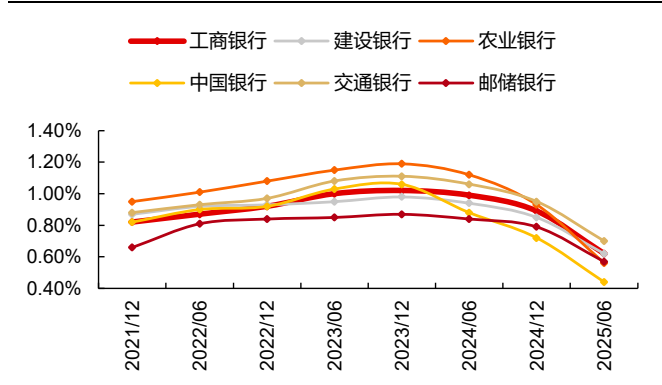
资料来源: 中国人民银行, 公司财务报告, 长江证券研究所

图 17: 国有大行的定期存款付息率存在至少 70BP 下行空间



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 18: 国有大行的对公活期存款付息率存在进一步下降空间

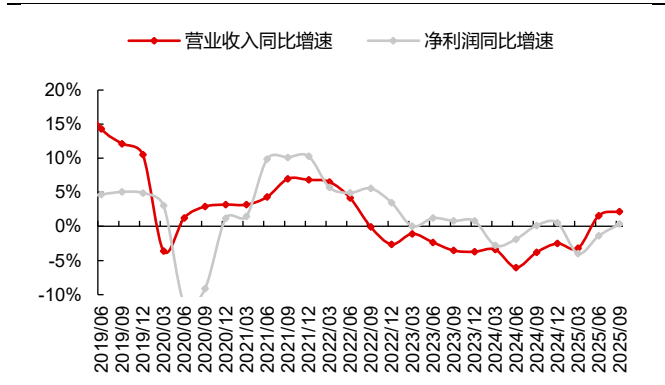


资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究所

核心营收反转, 金融投资浮盈丰厚

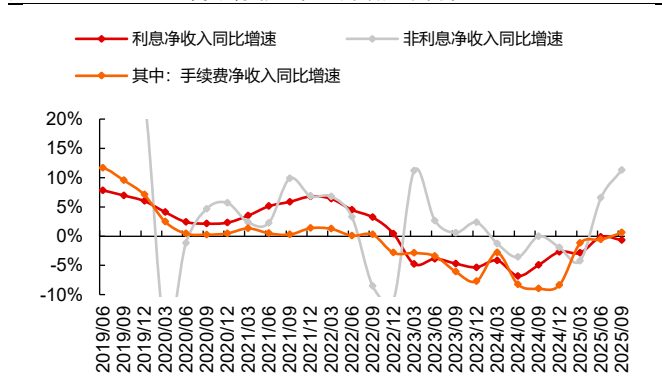
业绩增速转正, 利息净收入将迎来拐点。2025 年前三季度营收、利润实现全面正增长, 其中非利息收入高增长 11% 拉动营收, 利息净收入小幅下滑, 主要源于息差压力, 前三季度较上半年下降 2BP 至 1.28%, 降幅收窄。预计 2026 年息差降幅进一步收窄至个位数 BP, 预计利息净收入增速将持续回升转正, 全年业绩也将保持稳定正增长。

图 19: 2025/09 工商银行营收&利润全面转正



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 20: 2025/09 工商银行非息收入高增拉动营收



资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究所

国有大行 AC 账户债券投资历史浮盈丰厚。截至 2025 年上半年末, 工商银行 AC 账户浮盈约 6253 亿元, 在国有大行中规模位居第二, 虽然过去半年债市调整造成浮盈收缩, 但预计目前浮盈依然远超过单年度的利润金额。存量债券的浮盈兑现从中长期角度会流失高息资产、拖累净息差, 但短期也能够起到平滑营收压力的作用, 同时能够调节利率风险指标。

图 21: 工商银行 OCI+AC 历史浮盈丰厚

	AC浮盈(亿元)		OCI浮盈(亿元)		营业收入(亿元)		净利润(亿元)	
	2025/06	2025/06	2024/12	占比	2024/12	占比		
工商银行	6,253	469	8,218	76%	3,659	171%		
建设银行	6,161	433	7,502	82%	3,356	184%		
农业银行	7,109	827	7,106	100%	2,821	252%		
中国银行	2,199	893	6,301	35%	2,378	92%		
交通银行	1,239	158	2,598	48%	936	132%		
邮储银行	1,991	63	3,488	57%	865	230%		

资料来源: 中国人民银行, 公司财务报告, 长江证券研究所

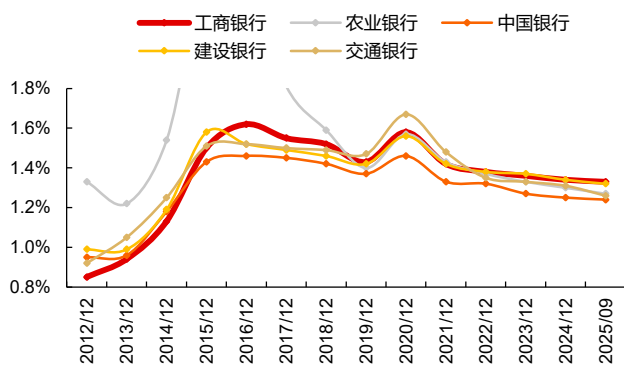
资产质量韧性穿越地产周期

近年来市场始终担心房地产风险，目前关注点从大型民营房企向按揭等个人贷款扩散。但政策托底房地产风险底线的思路清晰，预计以时间换空间消化风险。

不良生成率总体稳定，零售风险波动

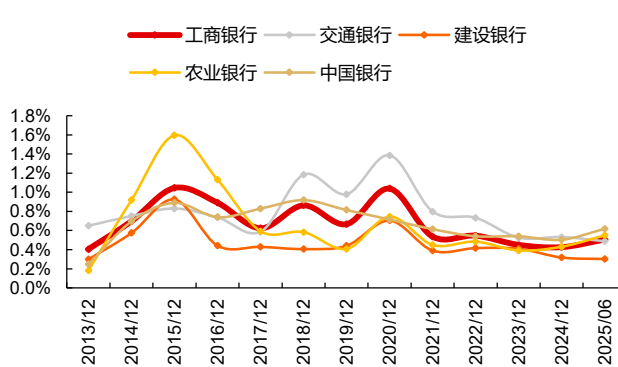
2025 年不良生成率小幅抬升反映零售波动。工商银行等国有大行在 2020 年经过一轮充分暴露处置后，对公领域的存量历史不良出清。因此虽然近年来房地产风险持续上升，但总体不良生成率保持基本稳定。预计 2026 年不良生成率的上升压力不大，其中零售风险主要关注个人经营贷的风险暴露，而按揭贷款的多数客群是刚需唯一住房，违约压力预计可控。

图 22：工商银行不良率持续下行，逐步向国有大行均值收敛



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 23：工商银行的不良净生成率持续改善，低于国有大行均值



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

对公不良双降，零售风险尚未确立拐点。2025 年上半年末境内对公贷款的不良率 1.38%，较年初下降 12BP，其中制造业、批发零售等主要行业板块的不良指标均较年初双降，新增不良集中在房地产领域。零售贷款不良率较期初上升 20BP 至 1.35%，消费贷、经营贷和信用卡等零售领域的不良率普遍上升，变动趋势与全行业一致，预计经营贷款 2026 年仍有波动压力。

图 24：工商银行 2019~2025/06 的不良贷款余额和不良贷款率

	不良贷款余额 (亿元)							不良贷款率						
	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/06
公司不良贷款合计	1,921	2,451	2,424	2,609	2,628	2,438	2,412	2.24%	2.51%	2.22%	2.08%	1.77%	1.50%	1.38%
制造业	740	654	616	589	554	459	423	5.12%	4.20%	3.72%	3.02%	2.35%	1.87%	1.52%
批发和零售业	425	603	386	317	299	374	369	10.45%	13.78%	8.31%	5.96%	4.40%	4.87%	4.06%
房地产业	109	162	338	445	410	440	483	1.71%	2.32%	4.79%	6.14%	5.37%	4.99%	5.37%
政府类相关行业	405	730	842	973	1,086	898	863	0.97%	1.67%	1.39%	1.52%	1.59%	1.37%	1.26%
租赁和商务服务业	117	312	338	382	440	368	394	0.98%	2.17%	2.03%	2.02%	1.91%	1.52%	1.47%
交通运输、仓储和邮政业	175	207	248	193	175	143	118	0.82%	0.84%	0.88%	0.61%	0.49%	0.37%	0.29%
水利、环境和公共设施管理业	41	84	114	239	205	167	150	0.45%	0.73%	0.83%	1.58%	1.19%	0.91%	0.78%
电力、热力、燃气及水供应	19	40	87	84	125	75	63	0.20%	0.40%	0.81%	0.69%	0.79%	0.43%	0.34%
建筑业	53	86	55	75	141	144	140	2.12%	3.31%	1.77%	2.09%	3.25%	2.98%	2.42%
个人不良贷款合计	388	395	385	496	608	1,028	1,237	0.61%	0.56%	0.49%	0.60%	0.70%	1.15%	1.35%
个人住房贷款	117	162	155	254	278	443	520	0.23%	0.28%	0.24%	0.39%	0.44%	0.73%	0.86%
个人消费贷款	45	37	31	40	44	101	116	2.30%	2.00%	1.65%	1.70%	1.34%	2.39%	2.51%
个人经营性贷款	77	68	68	85	116	213	301	2.23%	1.30%	0.97%	0.91%	0.86%	1.27%	1.62%
信用卡透支	150	129	132	117	169	272	299	2.21%	1.89%	1.90%	1.83%	2.45%	3.50%	3.75%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

预计本轮周期资产质量指标波动率可控。2015 年前后国有大行曾经系统性暴露、消化落后产能坏账，不良生成率、逾期率、核销金额等指标压力明显上升。本轮房地产风险周期与当时相比，银行借助 2020 年的窗口期，已经消化了相当一部分存量包袱，同时

新增投放对区域和客群筛选严格。此外，房地产风险依然受到政策全面管控，以时间换空间，中长期维度内逐步消化。

图 25：工商银行 2014~2020 年大力核销不良贷款，2021 年以来核销比例下降

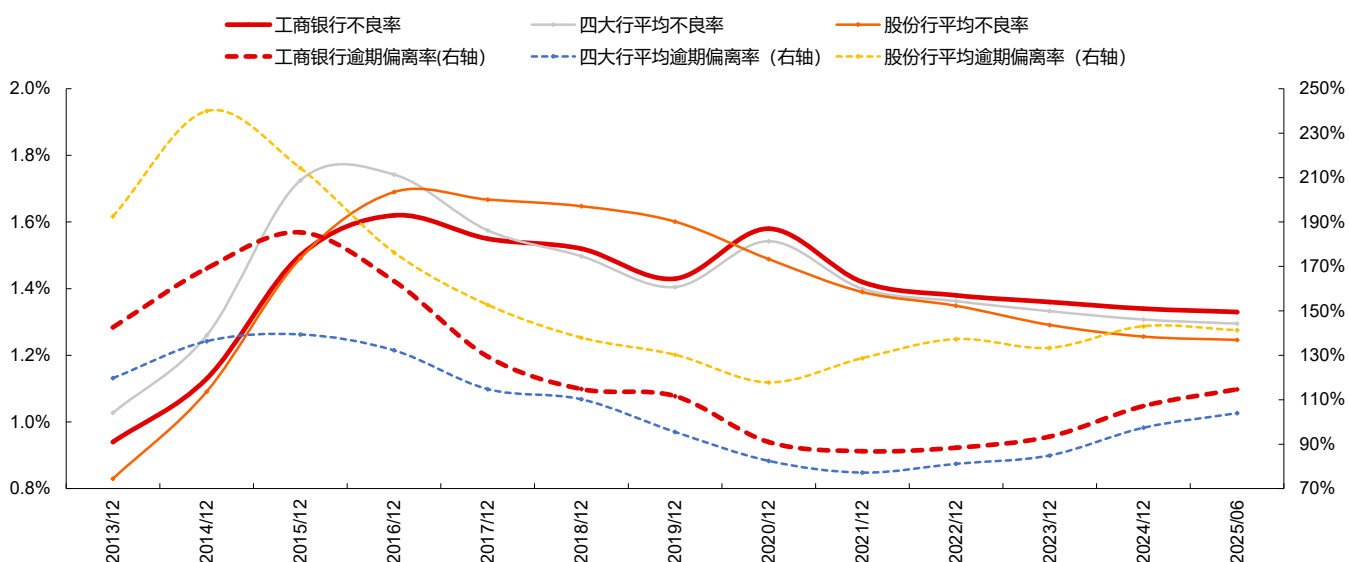
不良贷款核销比例	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025/06
工商银行	18%	31%	34%	35%	33%	46%	41%	41%	34%	27%	21%	22%	25%
建设银行	14%	19%	21%	19%	19%	22%	23%	22%	23%	18%	16%	16%	11%
农业银行	11%	23%	19%	36%	49%	35%	27%	21%	24%	21%	16%	24%	29%
中国银行	12%	26%	35%	36%	44%	55%	48%	31%	41%	27%	29%	31%	36%
交通银行	34%	37%	27%	34%	29%	69%	54%	55%	49%	47%	29%	32%	30%
关注类贷款占比	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025/06
工商银行	1.98%	2.90%	4.36%	4.47%	3.95%	2.92%	2.71%	2.21%	1.99%	1.95%	1.85%	2.02%	1.91%
建设银行	2.38%	2.97%	2.89%	2.87%	2.83%	2.81%	2.93%	2.95%	2.69%	2.52%	2.44%	1.89%	1.81%
农业银行	3.82%	3.84%	4.20%	3.88%	3.27%	2.74%	2.24%	2.01%	1.48%	1.46%	1.42%	1.40%	1.39%
中国银行	2.49%	2.37%	2.51%	3.11%	2.91%	2.90%	2.22%	1.87%	1.35%	1.35%	1.46%	1.47%	1.44%
交通银行	1.81%	2.68%	3.17%	3.02%	2.93%	2.45%	2.16%	1.41%	1.35%	1.44%	1.51%	1.57%	1.59%
逾期贷款比例	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025/06
工商银行	1.35%	1.91%	2.79%	2.65%	2.01%	1.75%	1.60%	1.44%	1.23%	1.22%	1.27%	1.43%	1.52%
建设银行	1.01%	1.41%	1.65%	1.51%	1.29%	1.28%	1.15%	1.09%	0.94%	1.03%	1.12%	1.28%	1.33%
农业银行	1.39%	2.06%	3.14%	2.83%	2.09%	1.70%	1.37%	1.29%	1.08%	1.08%	1.08%	1.18%	1.22%
中国银行	1.16%	1.48%	1.96%	2.15%	1.86%	1.86%	1.25%	1.26%	1.07%	1.10%	1.06%	1.19%	1.32%
交通银行	1.41%	2.37%	3.04%	2.64%	2.22%	1.84%	1.71%	1.54%	1.33%	1.16%	1.38%	1.38%	1.41%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

不良认定严格，拨备以丰补歉有空间

资产质量认定标准严格，未来减值计提可控。国有大行的不良率高于股份行均值，核心原因在于受到最严格的监管约束，逾期贷款基本纳入不良口径，因此逾期率明显低于股份行，不良与逾期偏离度较低。同时不良口径与金融资产阶段三分类也没有缺口，资产质量指标扎实意味着不需要补提信用减值，未来信用成本有释放空间。

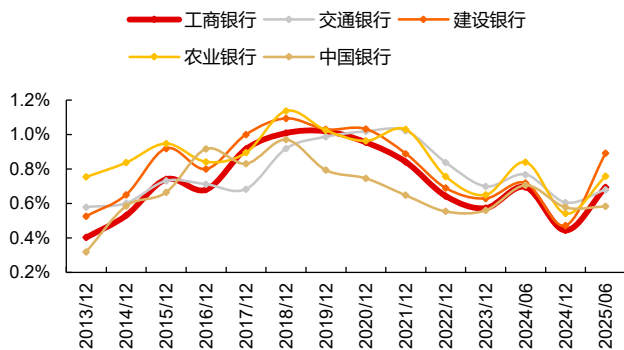
图 26：工商银行逾期偏离度显著低于股份行平均



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

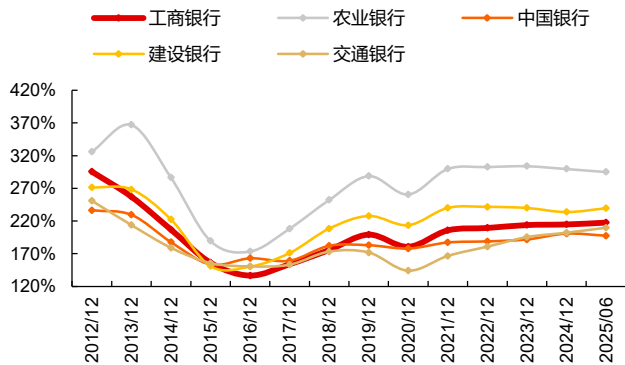
拨备目前依然有充裕的以丰补歉空间。2019 年以来工商银行的信用成本持续下行，支撑利润增速。2025 年上半年贷款的年化信用成本率已经降至 0.69%（通常上半年信用成本明显高于全年），在国有行中较低。考虑海外银行的拨备覆盖率监管要求宽松，而国内大型银行普遍还在 200% 以上，预计未来信用成本依然有释放空间，反哺利润增长。

图 27: 工商银行信用成本率在国有大行中最低



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 28: 工商银行拨备覆盖率迈入上行通道



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

盈利预测及投资建议

国有大行近年来估值修复, 但工商银行目前估值依然深度破净。我们认为在低利率、资产荒环境下, 大型银行股权成为稀缺资产, 看好大型资本以类债思维长期配置。

核心假设及盈利预测

工商银行 ROA 在可比同业中具备优势。由于大型银行的资本要求更高, ROE 受到杠杆倍数低的影响, 目前降至接近 9%。从 ROA 角度, 费用和资产质量管控具备优势, 在国股行中盈利能力居前列。

图 29: 2024 年大型银行 ROA 拆分对比

2024	工商银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	招商银行	建设银行
ROA	0.78%	0.68%	0.75%	0.65%	0.53%	1.29%	0.85%
利息净收入/平均资产总额	1.36%	1.40%	1.33%	1.17%	1.74%	1.82%	1.50%
手续费净收入/平均资产总额	0.23%	0.18%	0.23%	0.25%	0.15%	0.62%	0.27%
其他非利息净收入/平均资产总额	0.16%	0.13%	0.31%	0.37%	0.23%	0.47%	0.14%
业务及管理费/平均资产总额	0.49%	0.59%	0.54%	0.54%	1.37%	0.93%	0.56%
信用减值损失/平均资产总额	0.27%	0.31%	0.30%	0.36%	0.17%	0.34%	0.31%
所得税/平均资产总额	0.02%	0.02%	0.03%	0.06%	0.06%	0.08%	0.02%
其他权益工具股利/平均资产总额	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.05%	0.02%
权益乘数	12.59	15.38	12.69	13.95	18.62	11.23	12.54
ROE	9.88%	10.46%	9.50%	9.08%	9.84%	14.49%	10.69%

资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 30: 工商银行历史 ROA 拆分情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROA	1.45%	1.44%	1.40%	1.30%	1.20%	1.14%	1.11%	1.08%	1.00%	1.02%	0.97%	0.87%	0.78%
利息净收入/平均资产总额	2.53%	2.43%	2.50%	2.37%	2.04%	2.08%	2.13%	2.10%	2.04%	2.02%	1.86%	1.55%	1.36%
手续费净收入/平均资产总额	0.64%	0.67%	0.67%	0.67%	0.63%	0.56%	0.54%	0.54%	0.41%	0.39%	0.35%	0.28%	0.23%
其他非利息净收入/平均资产总额	0.08%	0.13%	0.17%	0.22%	0.25%	0.26%	0.21%	0.32%	0.33%	0.35%	0.25%	0.16%	0.16%
业务及管理费/平均资产总额	0.93%	0.91%	0.89%	0.83%	0.76%	0.71%	0.69%	0.69%	0.62%	0.66%	0.61%	0.54%	0.49%
信用减值损失/平均资产总额	0.20%	0.21%	0.29%	0.41%	0.38%	0.51%	0.60%	0.62%	0.64%	0.59%	0.49%	0.36%	0.27%
所得税/平均资产总额	0.42%	0.41%	0.43%	0.40%	0.36%	0.31%	0.27%	0.27%	0.23%	0.22%	0.16%	0.13%	0.12%
其他权益工具股利/平均资产总额	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.03%
权益乘数	15.92	15.20	14.28	13.18	12.65	12.54	12.41	12.04	11.93	11.88	11.84	12.31	12.59
ROE	23.02%	21.92%	19.96%	17.10%	15.24%	14.35%	13.79%	13.05%	11.95%	12.15%	11.43%	10.66%	9.88%

资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

假设工商银行 2026 年: 1) 贷款增速 7.0%, 增量同比少增; 2) 净息差同比降幅约 7BP, 降幅有所收窄; 3) 不良生成率稳定, 拨备覆盖率维持 200%以上良好水平。基于以上假

设，预测 2026 年营业收入同比增速 2.35%，归母净利润同比增速 1.49%。不考虑再融资的情况下，ROE 小幅下降至 9.08%，核心资本充足率维持 13% 上充裕水平。

图 31：工商银行核心财务指标假设及盈利预测（基于 2026 年 1 月 29 日收盘价）

单位：百万元	2022/12	2023/12	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/12	2027/12
资产总额	39,610,146	44,697,079	48,821,746	51,547,045	52,317,931	52,813,421	53,737,656	58,595,697	63,389,766
增速（较期初）	12.62%	12.84%	9.23%	5.58%	7.16%	8.18%	10.07%	9.04%	8.18%
负债总额	36,094,727	40,920,491	44,834,480	47,486,219	48,179,055	48,619,638	49,457,919	54,064,283	58,602,536
增速（较期初）	13.17%	13.37%	9.56%	5.91%	7.46%	8.44%	10.31%	9.31%	8.39%
营业收入	875,734	843,070	821,803	212,774	427,092	640,028	839,489	859,210	880,009
增速（同比）	-2.63%	-3.73%	-2.52%	-3.22%	1.57%	2.17%	2.15%	2.35%	2.42%
归属于母公司股东的净利润	361,132	363,993	365,863	84,156	168,103	269,908	369,263	374,769	380,486
增速（同比）	3.49%	0.79%	0.51%	-3.99%	-1.39%	0.33%	0.93%	1.49%	1.53%
净息差	1.92%	1.61%	1.42%	1.33%	1.30%	1.28%	1.28%	1.21%	1.20%
成本收入比	26.05%	26.96%	28.04%	21.97%	24.10%	25.25%	28.00%	28.00%	27.50%
不良贷款率	1.38%	1.36%	1.34%	1.33%	1.33%	1.33%	1.31%	1.31%	1.31%
拨备覆盖率	209.47%	213.97%	214.91%	215.70%	217.71%	217.21%	214.28%	212.12%	214.98%
不良贷款净生成率（年化）	0.55%	0.45%	0.43%		0.51%		0.49%	0.50%	0.45%
信用成本（年化）	0.64%	0.57%	0.44%		0.69%		0.49%	0.51%	0.52%
ROA	0.97%	0.86%	0.78%	0.67%	0.66%	0.71%	0.72%	0.67%	0.62%
ROE	11.46%	10.67%	9.96%	9.06%	8.89%	9.33%	9.51%	9.08%	8.68%
核心一级资本充足率	14.04%	13.72%	14.10%	13.89%	13.89%	13.57%	13.57%	13.25%	13.00%
一级资本充足率	15.64%	15.17%	15.36%	15.11%	15.25%	14.80%	14.92%	14.49%	14.15%
资本充足率	19.26%	19.10%	19.39%	19.15%	19.54%	18.85%	18.82%	18.12%	17.62%
EPS（元）	0.97	0.98	0.98	0.23	0.46	0.73	1.00	1.02	1.03
BVPS（元）	8.82	9.55	10.23	10.41	10.52	10.73	10.86	11.56	12.27
每股分红（元）	0.30	0.31	0.31				0.31	0.32	0.32
P/E（A股）	7.47	7.41	7.37				7.24	7.13	7.02
P/E（H股）	6.10	6.05	6.02				5.91	5.82	5.73
P/B（A股）	0.82	0.76	0.71				0.67	0.63	0.59
P/B（H股）	0.67	0.62	0.58				0.55	0.51	0.48
股息率（A股）	4.18%	4.22%	4.24%				4.32%	4.39%	4.46%
股息率（H股）	5.12%	5.17%	5.20%				5.29%	5.37%	5.46%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

2025 年四家国有大行完成财政注资，预计工商银行和农业银行将于 2026 年完成注资。

参考此前国有大行再融资方案，我们假设工商银行的注资定价相对方案公告日的股价溢价 9%，再融资规模按照提升核心一级资本充足率 0.7pct 测算，注资金额约 1970 亿元。

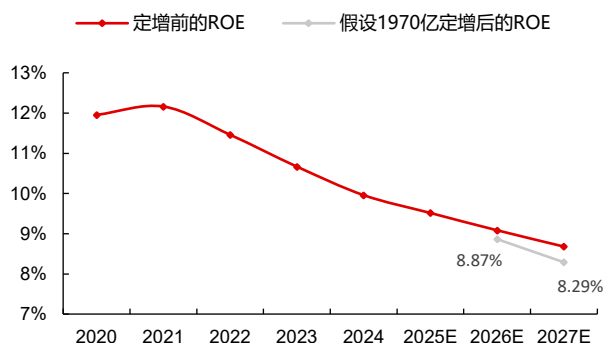
测算注资后 2026-2027 年 ROE 将被摊薄至 8.87%、8.29%，核心一级资本充足率对应上升至 13.88%、13.59%。

图 32：工商银行 2026 年财政注资对 roe 和股息率摊薄影响测算

	2026E 定增金额 (亿元)	核心一级资本充足率			总股本 (亿股)			定增价格			股息率 (以2025E 分红数据测算)					2026E PB				2026E ROE	
		2025/09	提升幅度	增加股本	最新 (定增前)	定增后	测算定增 价 (元)	24年PB	较A股 溢价率	A股 定增前	A股 定增后	H股 定增前	H股 定增后	摊薄幅度	A股 定增前	A股 定增后	H股 定增前	H股 定增后	摊薄前	摊薄后	
工商银行	1970	13.6%	0.7%	249	3564	3813	7.90	0.77	9%	4.2%	3.9%	5.1%	4.8%	7%	0.66	0.66	0.54	0.54	9.6%	8.7%	
农业银行	2447	11.2%	1.0%	332	3500	3832	7.38	1.00	9%	3.5%	3.2%	4.7%	4.3%	9%	0.85	0.87	0.63	0.65	10.2%	9.1%	
	2025年 定增金额 (亿元)	核心一级资本充足率			总股本 (亿股)			定增价格			股息率 (以2024年 分红数据测算)					2025E PB				2025E ROE	
		2024/12	提升幅度	增加股本	2024/12 (定增前)	最新 (定增后)	定增价 (元)	24年PB	较A股 溢价率	A股 定增前	A股 定增后	H股 定增前	H股 定增后	摊薄幅度	A股 定增前	A股 定增后	H股 定增前	H股 定增后	摊薄前	摊薄后	
建设银行	1050	14.5%	0.5%	116	2500	2616	9.27	0.73	9%	4.7%	4.5%	5.5%	5.3%	4%	0.60	0.61	0.52	0.53	9.9%	9.7%	
中国银行	1650	12.2%	0.9%	278	2944	3222	5.93	0.73	8%	4.4%	4.0%	5.7%	5.2%	9%	0.59	0.61	0.46	0.47	8.7%	8.4%	
交通银行	1200	10.2%	1.3%	141	743	884	8.51	0.65	16%	5.1%	4.3%	6.2%	5.2%	16%	0.47	0.51	0.40	0.43	8.2%	7.7%	
邮储银行	1300	9.6%	1.5%	209	992	1201	6.21	0.74	19%	5.0%	4.2%	5.6%	4.7%	17%	0.50	0.54	0.45	0.48	8.7%	8.1%	

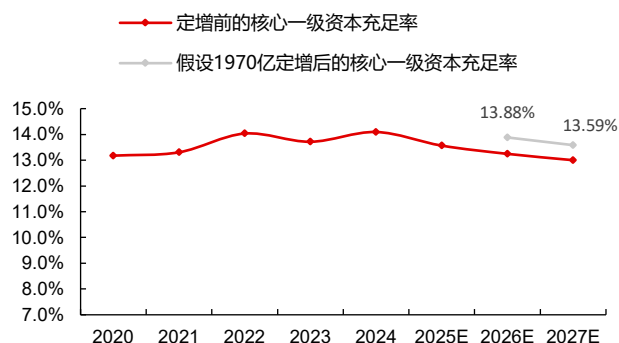
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所（注：1）假设定增后工商银行/农业银行核心一级资本充足率分别提升 0.7pct 和 1.0pct；2）假设工商银行/农业银行定增价格较 A 股溢价率均为 9%，股价为 2026 年 1 月 29 日收盘价）

图 33: 工商银行的财政注资后 ROE 摊薄预测值



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 34: 工商银行的财政注资核心一级资本充足率预测



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

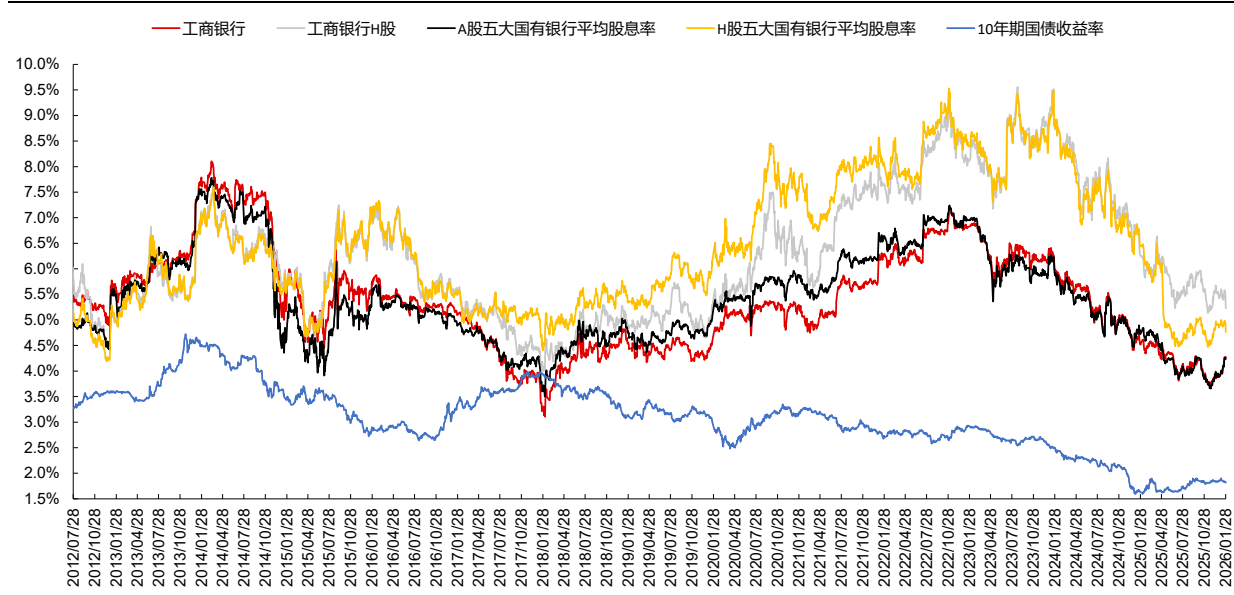
投资建议及公司估值

我们重点推荐工商银行, 看好公司基本面稳健性和长期配置价值。核心投资逻辑:

- **资产负债表映射实体, 本轮周期内市占率上行。**经济结构转型、新旧动能转换的背景下, 金融总量降速, 银行转向高质量发展。工商银行为代表的国有大行资产负债和信贷结构伴随实体经济转型, 凭借产业资源优势 and 低负债成本优势, 贷款市占率持续上升。此外, 稀缺性综合金融牌照带来的国际化、AIC 等新兴业务逐步形成有壁垒的二次增长曲线。
- **利率周期视角下, 净息差筑底、核心营收反转。**近七年的降息周期中, 银行业净息差创历史新低。目前利率周期低位运行, 但下行空间受到约束 (例如自律机制约束贷款投放利率下限), 同时银行负债成本加速降低, 大型银行的净息差正在筑底。预计 2026 年利息净收入将实现反转, 大型银行的核心营收 (利息及手续费) 增速转正。
- **资产质量韧性穿越地产周期, 风险指标波动低。**近年来市场始终担心房地产风险冲击银行, 目前民营大型房企的风险已经相对充分暴露, 处置消化仍需要一定时间。零售贷款的风险波动仍有压力, 但占比最高的按揭贷款客群相对优质。预计中期维度内工商银行的不良净生成率将保持稳定, 目前拨备资源依然具备以丰补歉的空间。

目前工商银行 A 股、H 股 2026 年度预期股息率 4.39%、5.37%, 虽然国债收益率筑底回升, 但股息率与国债收益率利差依然非常高。对于大型资本而言, 以类债思维和替换非标资产的逻辑长期配置, 工商银行的红利投资价值吸引力突出。

图 35: 工商银行 A/H 股息率均高于五大行平均



资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

附录

图 36: 2025/09 工商银行董事会和高管

姓名	职务	年龄	简介
廖林	董事长、执行董事	59	自2024年2月起任中国工商银行股份有限公司董事长、执行董事, 2020年7月起任中国工商银行股份有限公司执行董事。2019年11月起历任中国工商银行股份有限公司副行长, 副行长兼任首席风险官, 副董事长、执行董事、行长。1989年加入中国建设银行, 曾任中国建设银行广西分行副行长, 宁夏分行行长, 湖北分行行长, 北京分行行长, 中国建设银行首席风险官、副行长兼任首席风险官。
刘珺	行长、副董事长、执行董事	53	自2020年8月至2024年5月任交通银行股份有限公司副董事长、执行董事, 自2020年7月至2024年5月任交通银行行长。刘珺先生曾任中国投资有限责任公司副总经理, 曾任中国光大集团股份公司副总经理, 中国光大(集团)总公司执行董事、副总经理, 期间先后兼任光大永明人寿保险有限公司董事长、中国光大集团有限公司副董事长、中国光大控股有限公司执行董事兼副主席、中国光大国际有限公司执行董事兼副主席、中国光大实业(集团)有限责任公司董事长。曾任中国光大银行副行长, 期间先后兼任中国光大银行金融市场中心总经理、中国光大银行上海市分行行长。曾任中国光大银行行长助理。自2024年5月起任中国工商银行股份有限公司行长, 2024年6月起任中国工商银行股份有限公司副董事长、执行董事。
王景武	副行长、执行董事、首席风险官	59	自2021年9月起任中国工商银行股份有限公司执行董事、副行长兼任首席风险官, 2020年4月起任中国工商银行股份有限公司副行长。历任中国人民银行石家庄中心支行监管专员(副局级), 石家庄中心支行行长兼国家外汇管理局河北省分局局长, 呼和浩特中心支行行长兼国家外汇管理局内蒙古自治区分局局长, 广州分行行长兼国家外汇管理局广东省分局局长, 中国人民银行金融稳定局局长。
姚明德	副行长	55	自2024年3月起任中国工商银行股份有限公司副行长。1998年8月加入中国农业银行, 2009年4月起历任中国农业银行总行财务会计部副总经理、财务会计部/三农核算与考评中心副总经理, 2017年3月任总行财务会计部/考评中心办公室/三农核算与考评中心(三农及普惠金融核算与考评中心)总经理, 2022年5月任深圳市分行行长(2021年5月至2022年8月兼任中国农业银行(莫斯科)有限公司董事长)。
张伟武	副行长	50	自2021年6月起任中国工商银行股份有限公司副行长。1999年7月加入中国工商银行, 2011年1月任工银欧洲阿姆斯特丹分行总经理, 2013年2月任新加坡分行总经理, 2017年1月任总行国际业务部总经理。
张守川	副行长	52	加入中国工商银行前, 一直在中国银行工作, 曾任中国银行总行风险管理部评审秘书处处长、风险规划团队主管, 2007年11月起历任风险管理部副总经理兼新资本协议实施规划协调办公室主任、山东省分行副行长兼风险总监, 2016年12月任内蒙古自治区分行行长, 2018年3月任总行办公室主任, 2021年1月任上海市分行行长兼上海人民币交易业务总部常务副总裁。
田枫林	董事会秘书	59	自2023年12月起任中国工商银行股份有限公司高级业务总监。曾任中国工商银行新加坡分行副总经理, 工银马来西亚执行董事、总经理, 工银阿根廷副董事长, 江苏分行副行长兼苏州分行行长, 江苏分行行长, 总行公司金融业务部总经理兼投资银行部总经理。

资料来源: 公司财务报告, 长江证券研究所

图 37：2025/09 工商银行前十大股东明细

2025/09	持股数量（万股）	持股比例	报告期股份变动（万股）	股本性质
中央汇金投资有限责任公司	12,400,466	34.79%		A股流通股
中华人民共和国财政部	11,098,481	31.14%		A股流通股
香港中央结算(代理人)有限公司	8,618,859	24.18%	844	H股流通股
全国社会保障基金理事会	1,233,165	3.46%		A股流通股
中国证券金融股份有限公司	241,613	0.68%		A股流通股
香港中央结算有限公司	156,489	0.44%	-92,015	A股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	101,392	0.28%		A股流通股
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	75,728	0.21%		A股流通股
上证50交易型开放式指数证券投资基金	66,939	0.19%	-1,780	A股流通股
华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	59,789	0.17%	-2,497	A股流通股
合 计	34,052,920	95.54%		

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

风险提示

- 1、贷款市场份额扩张不及预期：公司的贷款增长一定程度上依赖渗透率提升，倘若业务进展较慢，将影响贷款投放量的增长速度，从而影响业绩。
- 2、净息差超预期大幅下行：当前我国经济仍处于经济复苏早期，未来不排除进一步降低贷款利率支持实体经济，届时公司的净息差可能面临进一步下行的压力，可能导致营业收入和净利润增速不及预期。
- 3、资产质量明显波动：当前我国经济仍处于经济复苏早期，如果企业和居民客户持续面临较大的现金流压力，将可能导致公司不能按时收回贷款的利息和本金，形成坏账，从而影响公司的资产质量以及利润水平。
- 4、盈利假设不及预期：在对公司进行盈利预测时，我们基于公司自身情况和所处宏观环境做出了如下假设：1) 工商银行 2026、2027 年贷款增速 7.0%、6.8%；2) 净息差受降息环境影响，收窄至 1.21%、1.20%；3) 资产质量指标总体稳定，不良率为 1.31%、1.31%，拨备覆盖率分别为 212%、215%。

假如上述假设条件不及预期，则我们的盈利预测以及估值结果可能出现偏差。在悲观假设下，若工商银行 2026、2027 年贷款增速降至 3.3%、2.8%，净息差将会下行至 1.19%、1.16%，资产质量波动，不良率 1.46%、1.60%，拨备覆盖率回落至 198%、185%，那么工商银行 2026、2027 年营业收入增速分别为 1.1%、0.4%，归母净利润增速分别为 -0.1%、-0.1%。

图 38：工商银行基准情形及悲观假设下业绩预测情况

单位：亿元	基准情形		悲观假设	
	2026E	2027E	2026E	2027E
贷款总额	327,170	349,528	315,841	324,832
较期初增速	7.0%	6.8%	3.3%	2.8%
净息差	1.21%	1.20%	1.19%	1.16%
不良贷款率	1.31%	1.31%	1.46%	1.60%
拨备覆盖率	212%	215%	198%	185%
营业收入	8,592	8,800	8,489	8,519
营业收入同比增速	2.3%	2.4%	1.1%	0.4%
归母净利润	3,748	3,805	3,690	3,686
归母净利润同比增速	1.5%	1.5%	-0.1%	-0.1%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

财务报表及预测指标 (千元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	48,821,746	53,737,656	58,595,697	63,389,766	营业收入	821,803	839,489	859,210	880,009
现金及存放央行款项	3,322,911	3,232,124	3,455,647	3,664,582	利息净收入	637,405	634,073	655,361	706,283
发放贷款和垫款	27,613,781	29,780,459	31,873,001	34,043,112	手续费净收入	109,397	112,694	115,853	119,867
金融投资	14,153,576	16,658,673	18,750,623	20,601,674	投资收益等	75,001	92,723	87,996	53,858
交易性金融资产	1,010,439	1,000,722	1,126,390	1,237,586	营业支出	-400,918	-406,374	-429,692	-443,925
其他债权投资	3,291,152	11,667,216	13,132,353	14,428,771	PPOP	546,624	561,138	575,101	597,548
债权投资	9,851,985	3,990,735	4,491,880	4,935,316	信用减值损失	-125,739	-127,023	-144,583	-160,464
存放同业款项	480,765	537,377	585,957	633,898	营业利润	420,885	433,115	429,518	436,084
拆出资金	739,111	752,327	820,340	887,457	归母净利润	365,863	369,263	374,769	380,486
衍生金融资产	222,361	131,709	143,616	155,366	经营指标	2024A	2025E	2026E	2027E
买入返售金融资产	1,210,217	1,468,133	1,683,268	2,015,442	资产增速	9.23%	10.07%	9.04%	8.18%
贵金属	208,242	241,819	263,681	285,254	贷款增速	8.76%	7.77%	7.00%	6.83%
长期股权投资	73,357	75,233	82,034	88,746	负债增速	9.56%	10.31%	9.31%	8.39%
其他资产合计	797,425	859,802	937,531	1,014,236	存款增速	0.60%	1.53%	1.42%	0.59%
负债合计	44,834,480	49,457,919	54,064,283	58,602,536	营业收入增速	-2.52%	2.15%	2.35%	2.42%
向中央银行借款	169,622	161,213	175,787	190,169	利息收入增速	-2.69%	-0.52%	3.36%	7.77%
同业存放款项	4,020,537	4,728,914	5,156,421	5,705,079	非息收入增速	-1.95%	11.40%	-0.76%	-14.78%
拆入资金	570,428	604,826	659,504	713,462	成本收入比	28.04%	28.00%	28.00%	27.50%
交易性金融负债	76,056	134,344	146,489	158,474	归母净利润增速	0.51%	0.93%	1.49%	1.53%
衍生金融负债	197,795	107,958	117,718	127,349	EPS	0.98	1.00	1.02	1.03
卖出回购金融资产	1,523,555	1,880,818	2,050,849	2,218,642	BVPS	10.23	10.86	11.56	12.27
吸收存款	34,836,973	37,878,673	40,554,867	43,056,405	ROE	9.96%	9.51%	9.08%	8.68%
已发行债务证券	2,028,722	2,579,407	3,222,763	3,930,165	ROA	0.78%	0.72%	0.67%	0.62%
其他负债	1,410,792	1,381,765	1,979,884	2,502,790	净息差	1.42%	1.28%	1.21%	1.20%
股东权益合计	3,987,266	4,279,737	4,531,414	4,787,230	不良贷款率	1.34%	1.31%	1.31%	1.31%
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	拨备覆盖率	214.91%	214.28%	212.12%	214.98%
其他权益工具	324,344	384,657	384,657	384,657	估值	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	148,128	146,946	146,946	146,946	P/E (A股)	7.4	7.2	7.1	7.0
其他综合收益	47,695	24,168	24,168	24,168	P/E (H股)	6.0	5.9	5.8	5.7
盈余公积	464,365	500,113	536,395	573,249	P/B (A股)	0.71	0.67	0.63	0.59
一般风险准备	614,816	668,437	722,861	778,143	P/B (H股)	0.58	0.55	0.51	0.48
未分配利润	2,014,086	2,173,133	2,332,582	2,494,716	股息率 (A股)	4.24%	4.32%	4.39%	4.46%
归母净资产	3,645,497	3,869,204	4,119,360	4,373,629	股息率 (H股)	5.20%	5.29%	5.37%	5.46%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所 (估值对应 2026 年 1 月 29 日收盘价)

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。