

2026年04月03日

增持（维持）

报告原因：业绩点评

工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量稳中有进

——公司简评报告

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2026/04/02
收盘价	7.63
总股本(万股)	35,640,626
流通A股/B股(万股)	26,961,221/0
资产负债率(%)	92.01%
市净率(倍)	0.64
净资产收益率(加权)	9.45
12个月内最高/最低价	8.40/6.60



相关研究

《工商银行（601398）：非息收入明显改善，资产质量稳定——公司简评报告》2025.11.07

《工商银行（601398）：息差降幅收窄，资产质量稳定——公司简评报告》2025.09.30

《工商银行（601398）：息差和中间业务收入压力或趋于平缓——公司简评报告》2025.05.13

投资要点

- 事件：**工商银行公布2025年年度报告。2025年，公司实现营业收入8382.70亿元，同比增长2.00%；归属于母公司普通股股东净利润3685.62亿元，同比增长0.74%。分季度来看，Q4单季公司实现营业收入1982.42亿元，同比增长1.46%；实现归母净利润986.54亿元，同比增长1.88%。
- 政府融资驱动投资类资产保持较快增长；受需求影响，贷款增速边际放缓。**2025年末，公司总资产同比增速由Q3末的9.21%升至9.54%。拆分来看，Q4在信贷需求放缓的背景下，对公贷款和个人贷款增速如期放缓，但票据贴现明显发力，对总信贷形成支撑。工商银行贷款增速仍快于行业，体现公司客户基础优势。政府债发行收尾的背景下，金融投资增速虽从高位回落，但仍是扩表的重要支柱，体现出在实体融资需求仍偏弱背景下，工商银行顺应财政扩张的资产摆布特征。央行及现金类资产在低基数下实现较快增长，是驱动Q4扩表提速的主要因素。2026年1-2月，在货币政策、财政政策及出口产业链融资需求支撑下，社会融资规模保持较快增长，指向工行等太行带动下的银行业规模扩张仍然稳健。结构上看，对公信贷与政府债券较强、个人信贷偏弱的分化格局依然明显。负债端看，Q4客户存款环比基本持平，同比增速略低于M2，扩表更多依赖同业负债支持，这与资产端非信贷化扩张相匹配。2026年一季度央行中长期资金投放力度较大，M2增速回升，流动性总体充裕，预计工行存款增速将随行业回升。
- 负债端重定价进入快车道，息差压力明显减轻。**测算2025年Q4单季生息资产收益率约2.51%，较Q3再降约6bps，同比降幅扩大至约47bps；计息负债成本率约1.39%，较Q3再降约7bps，同比降幅扩大至近40bps，负债端改善快于资产端，带动单季息差回升4bps至1.28%。当前息差的积极信号不在于资产端企稳，而在于负债端缓冲持续释放，这一点对2026年息差的支撑依然重要。结合当前利率环境看，2026年1-2月公司和个人新发放贷款利率整体稳定、国债收益率大体横盘，而同业存单利率有所下行，这一整体陡峭化的利率曲线对息差较为有利。资产负债结构方面，资产端债券投资（收益率偏低）占比上升而一般信贷（收益率较高）占比下降，对息差产生负面影响，负债端存款占比上升则对息差产生正面影响。整体看，在利率环境向好的主导作用下，2026年全年息差大概率呈L型企稳。
- 中间业务总体修复但结构分化，市场环境仍需积极关注。**2025年Q4手续费及佣金净收入同比增速连续三个季度回升，说明中间业务收入修复方向已经基本确认。拆分来看，2025年下半年结算业务在低基数、财政发力带动企业资金流转回升以及外贸表现较好的共同作用下，同比修复较为明显。其中，低基数主要来自2024年金融“挤水分”及手工补息治理后企业活期资金沉淀下降，对结算中收形成压制。与此同时，个人理财及私人银行、对公理财受益于金融市场活跃度修复，也有较明显改善。投资银行、银行卡、资产托管、担保承诺等业务收入波动仍较大，说明当前市场环境下，中间业务并不是线性改善。当前金融市场活跃度延续，对公理财和财富管理业务仍有修复空间，但如果市场波动加大，手续费和投资收益的节奏仍可能有反复。其他非息方面，Q4债市震荡走弱，公司相应加大配置力度、降低交易强度，投资收益加公允价值变动损益仍实现较好增长。现阶段宏观修复信号明显，债市预计波动加大，预计2026年投资收益面临基数压力。
- 对公改善对冲零售扰动，资产质量整体稳健。**2025年末，公司不良贷款率1.31%，较Q3末下降2bp，拨备覆盖率由Q3末的217.21%降至213.60%，整体延续稳中向好。前瞻指标上，年末关注率约1.95%，较年中上升4bp、较年初下降7bp；逾期率约1.52%，较年中持平、

较年初上升9bp，说明潜在风险生成并未完全消失，但仍处于可控范围。拆分结构看，零售风险仍是当前主要扰动项。年末零售贷款不良率为1.58%，较年初上升43bp；其中，个人住房贷款、个人消费贷款、个人经营性贷款、信用卡透支不良率分别升至1.06%、2.58%、1.82%、4.61%，较年中均有所上升，表明零售压力仍在继续暴露。对公条线资产质量延续改善，年末公司类贷款不良率为1.36%，较年中下降11bp，较年初下降22bp。行业层面，批发零售业处置力度较大，不良率较年中大幅下降；制造业、房地产业较年中小幅反弹；租赁与商业服务业保持低位稳定。往后看，2026年一季度制造业和基建链条景气度总体不弱，这对对公贷款资产质量偏正面；消费和地产修复力度仍偏弱，则意味着居民端现金流修复仍需时间，个贷不良压力大概率还会延续一段时间。不过，现阶段促消费、保民生、稳地产政策持续发力，零售风险暴露节奏趋缓值得期待。

- **盈利预测与投资建议。**公司经营在底部出现多个积极信号：扩表韧性较强、负债成本明显下降、中收稳步回升、费用控制效果较优。资产质量相对上述经营指标具有一定滞后性，对公条线预计仍较稳健，零售风险仍需继续跟踪。在息差压力明显减轻的背景下，公司对风险资产的处置节奏有望加快。预计2026-2028年营业收入分别为8364、8856、9443亿元（2026-2027年原预测为8410、8827亿元），归母净利润分别为3756、3828、3920亿元（2026-2027年原预测为3740、3814亿元），对应同比+1.91%、+1.92%与+2.40%。预计2026-2028年末普通股每股净资产为11.50、12.18、12.88元，对应4月2日收盘价PB为0.66、0.63、0.59倍。基于：1）工行客户基础良好、业务多元，公司经营在底部出现多个积极信号；2）财政部对国有大行注资将提升市场对国有行信心；3）公司分红稳定、股息率较高，对长线资金具有较强吸引力，我们维持“增持”评级。
- **风险提示：**信用卡、经营贷、消费贷等质量大幅恶化导致信用减值损失大幅上升；贷款利率大幅下行挤压公司净息差；债市剧烈调整，投资收益大幅度亏损。

盈利预测与估值简表

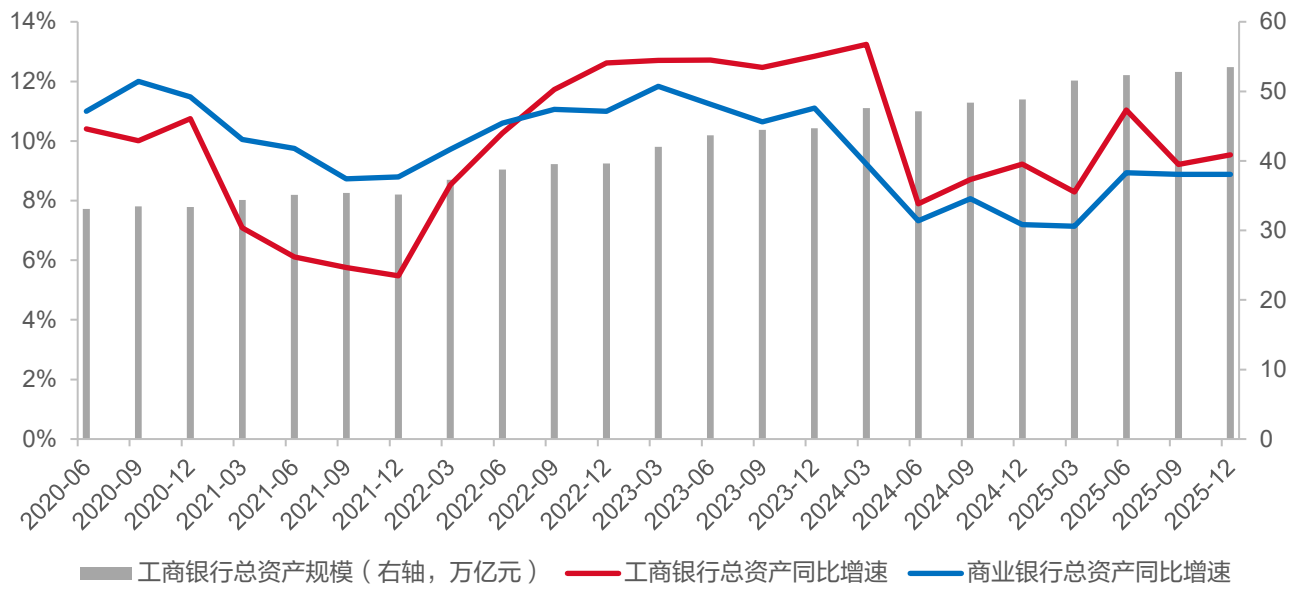
	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	8383	8364	8856	9443
同比增速	2.00%	-0.22%	5.88%	6.63%
归母净利润（亿元）	3686	3756	3828	3920
同比增速	0.74%	1.91%	1.92%	2.40%
净息差（测算值）	1.26%	1.22%	1.22%	1.22%
不良贷款率	1.31%	1.30%	1.30%	1.28%
不良贷款拨备覆盖率	213.60%	210.16%	213.71%	223.97%
ROE	8.97%	8.58%	8.25%	7.96%
每股盈利（元）	1.03	1.05	1.07	1.10
PE（倍）	7.38	7.24	7.10	6.94
每股净资产（元）	10.83	11.50	12.18	12.88
PB（倍）	0.70	0.66	0.63	0.59

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2026年4月2日收盘

图表目录

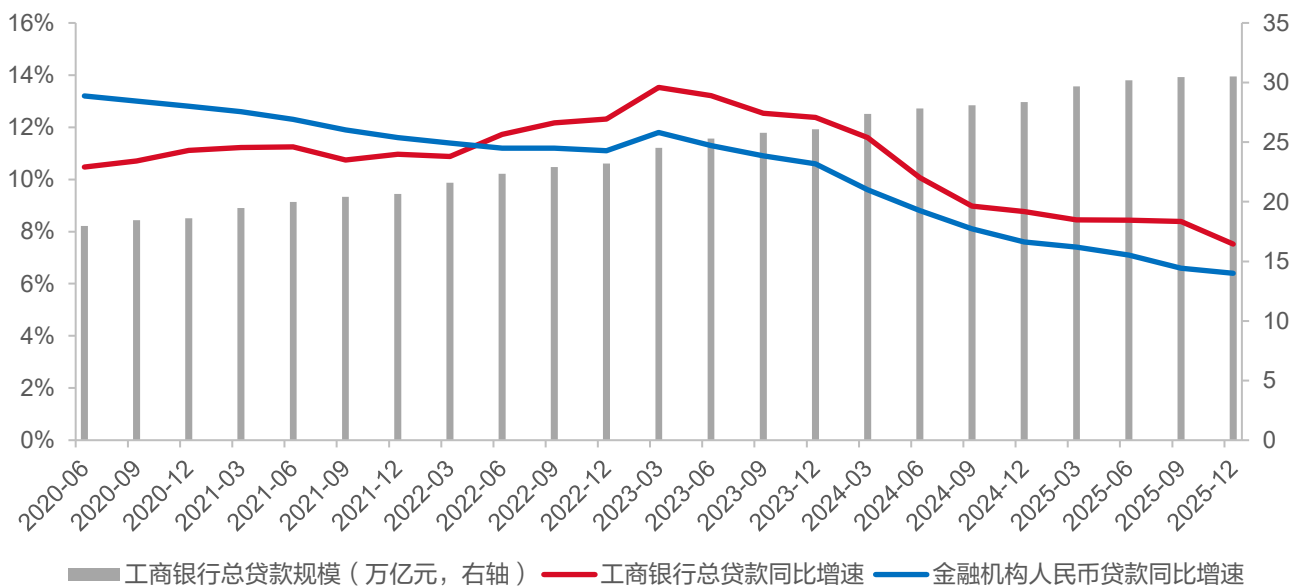
图 1 工商银行总资产规模及增速	4
图 2 工商银行贷款规模及增速	4
图 3 工商银行金融投资规模及增速	5
图 4 工商银行历年 Q4 新增贷款规模, 单位: 亿元	5
图 5 工商银行存款规模及增速	6
图 6 工商银行存款结构	6
图 7 工商银行单季度净息差及同比变动	7
图 8 2025H2 工商银行手续费及佣金收入及同比增速 左轴单位: 亿元	7
图 9 工商银行不良率、关注率及逾期率	8
图 10 工商银行个贷不良率	8
图 11 工商银行对公贷款不良率	9
附录: 三大报表预测值	10

图1 工商银行总资产规模及增速



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图2 工商银行贷款规模及增速



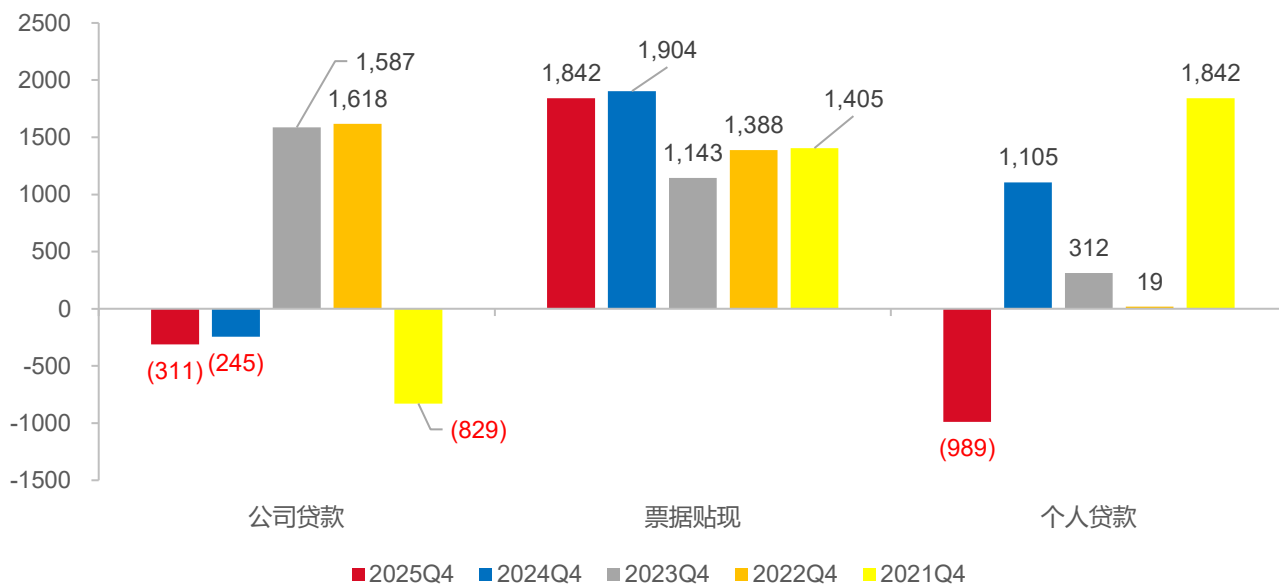
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图3 工商银行金融投资规模及增速



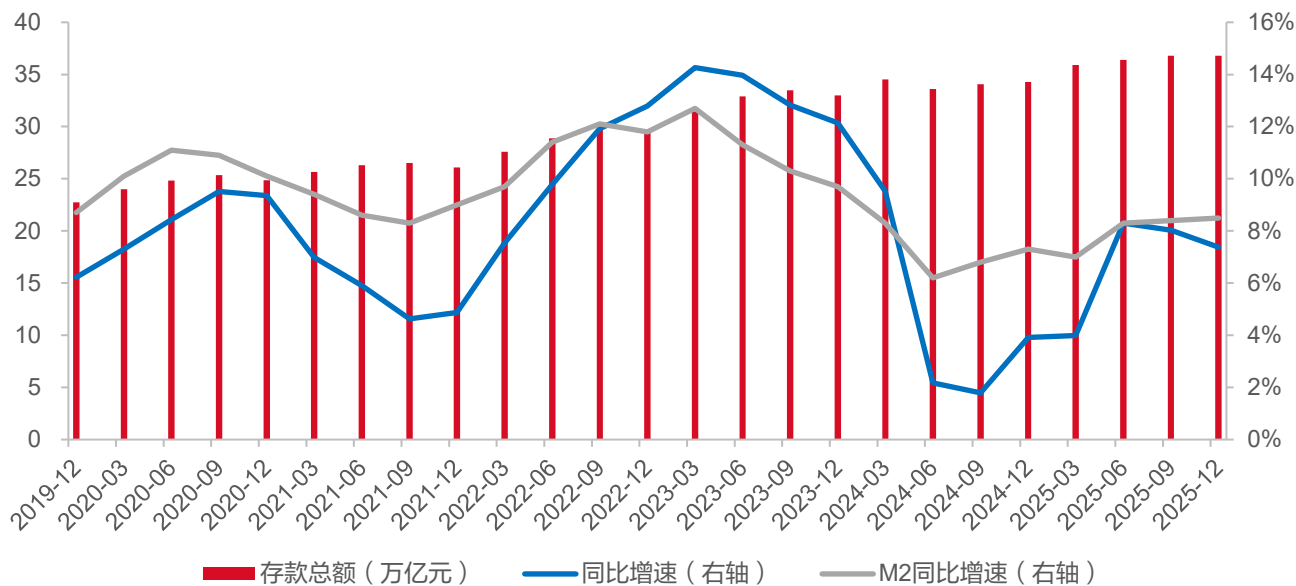
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 工商银行历年 Q4 新增贷款规模，单位：亿元



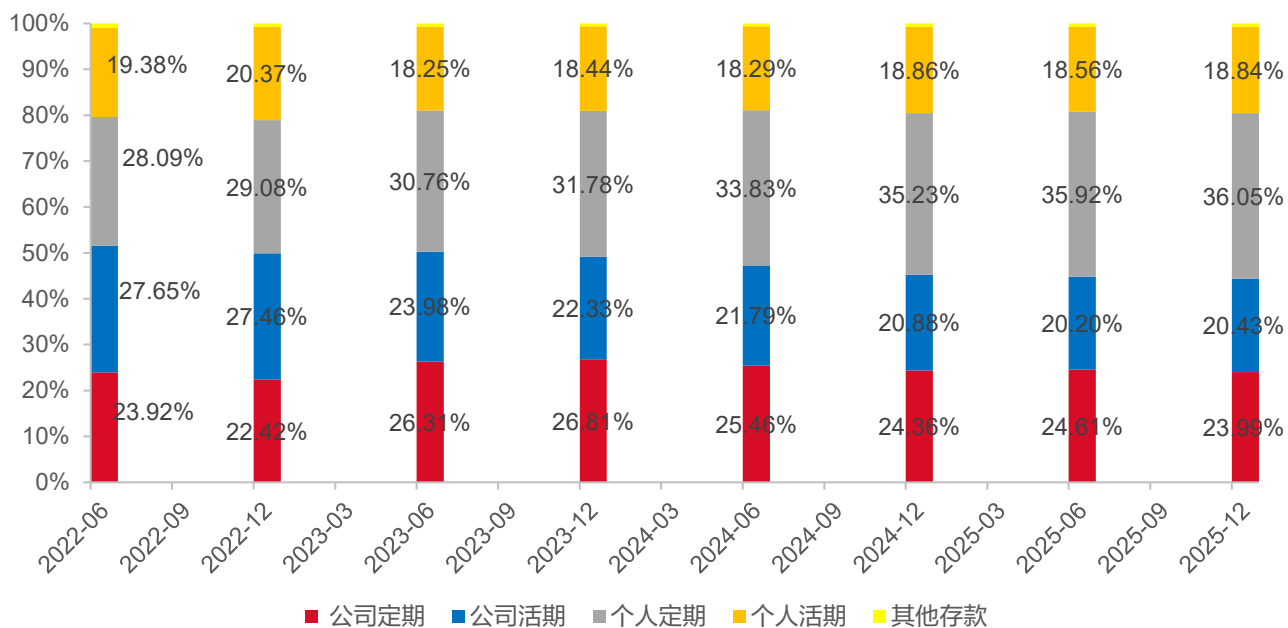
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 工商银行存款规模及增速



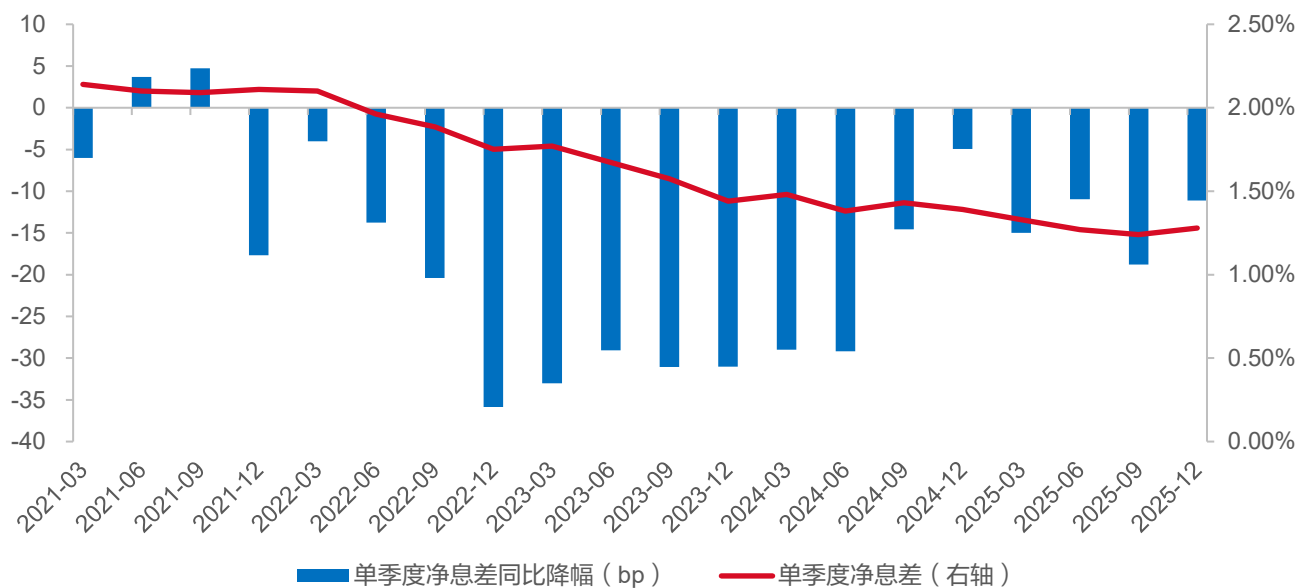
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 工商银行存款结构



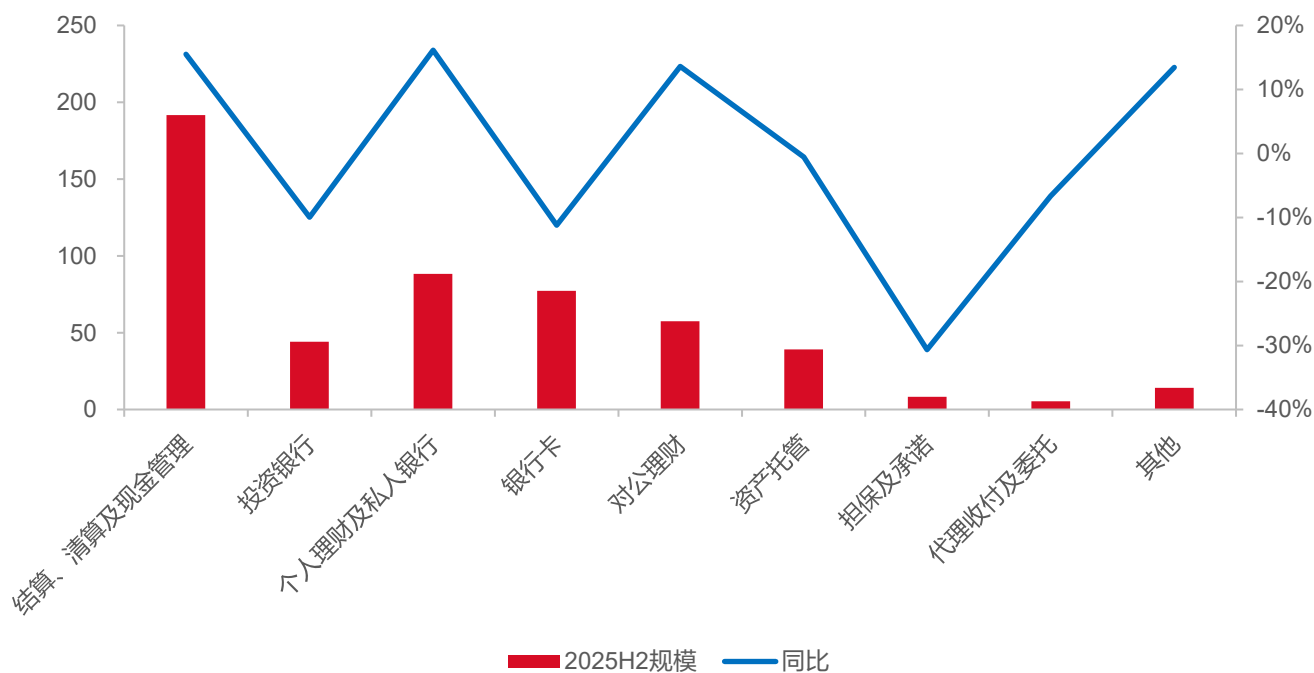
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行单季度净息差及同比变动



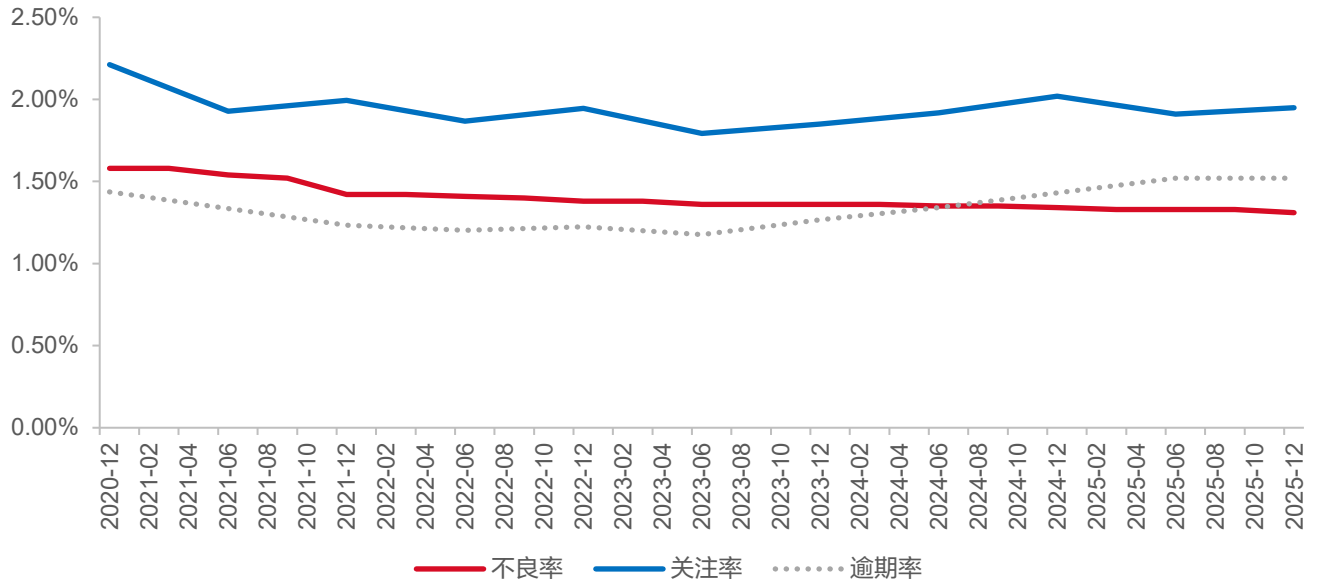
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图8 2025H2 工商银行手续费及佣金收入及同比增速 左轴单位：亿元



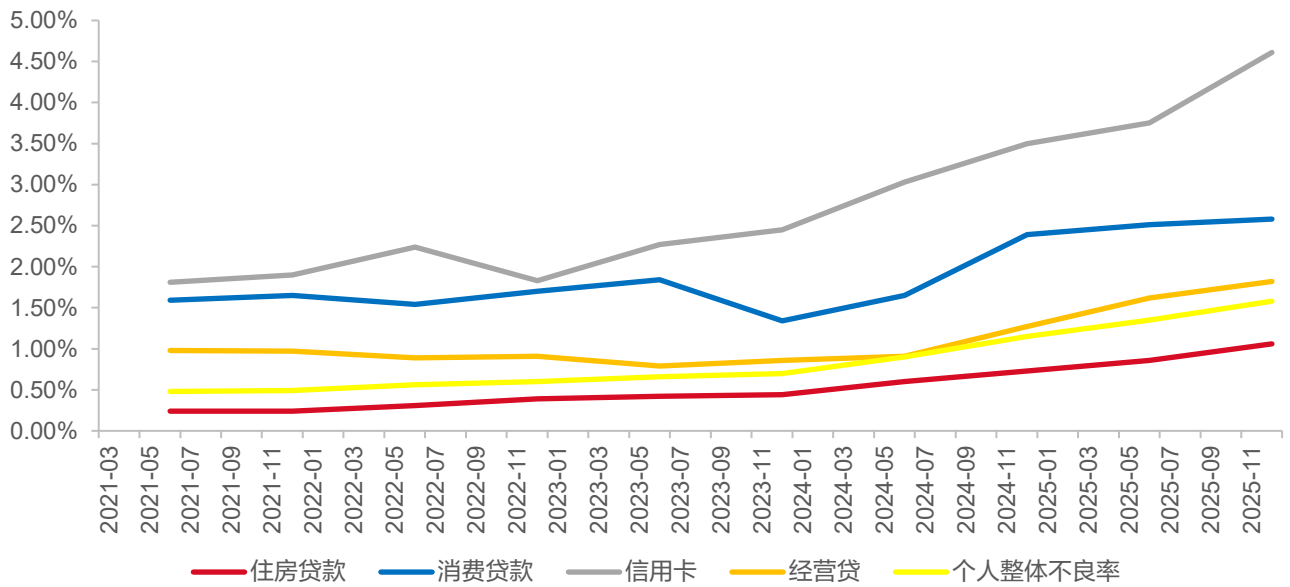
资料来源：工商定期报告，Wind，东海证券研究所

图9 工商银行不良率、关注率及逾期率



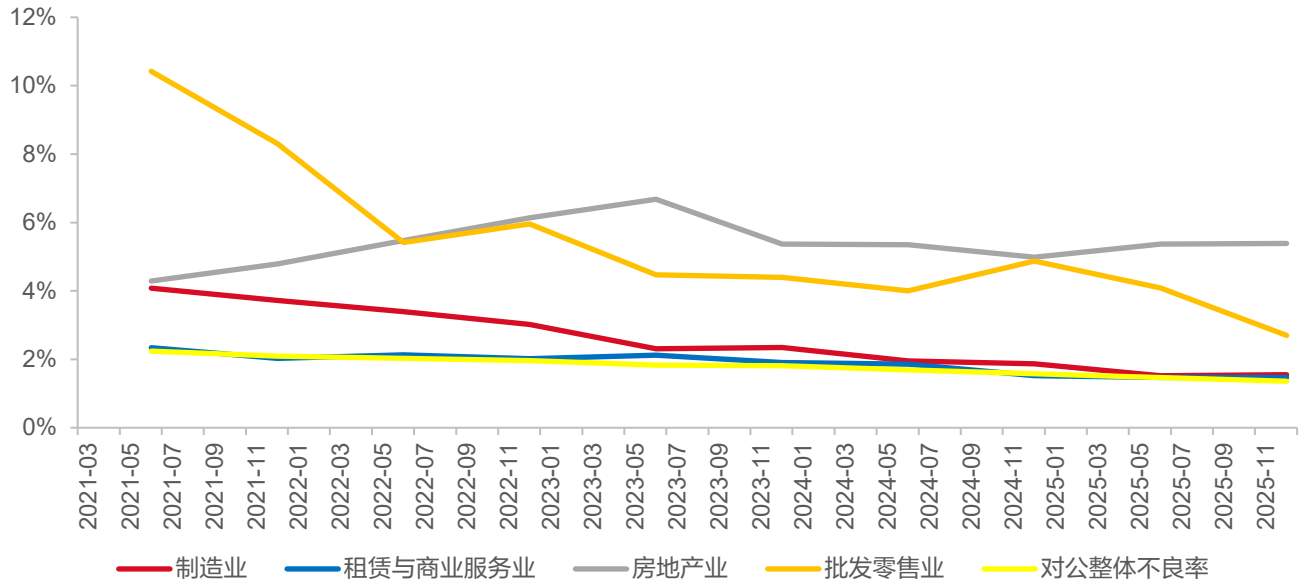
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图10 工商银行个贷不良率



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图11 工商银行对公贷款不良率



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS (摊薄)	1.03	1.05	1.07	1.10
BVPS (元)	10.83	11.50	12.18	12.88
P/E (倍)	7.38	7.24	7.10	6.94
P/B (倍)	0.70	0.66	0.63	0.59

盈利能力	2025A	2026E	2027E	2028E
ROAA	0.72%	0.67%	0.64%	0.62%
ROAE	8.97%	8.58%	8.25%	7.96%
净利差 (SPREAD)	1.13%	1.12%	1.12%	1.13%
净息差 (NIM)	1.26%	1.22%	1.22%	1.22%
信贷成本	0.45%	0.48%	0.53%	0.61%
成本收入比	28.05%	28.72%	28.43%	28.07%
所得税有效税率	12.64%	12.63%	12.60%	12.50%

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利息收入	13318	13662	14593	15650
利息支出	6967	7082	7606	8194
利息净收入	6351	6580	6986	7456
手续费净收入	1112	1203	1278	1375
其他非息收入	920	581	592	613
营业收入	8383	8364	8856	9443
营业费用与税金	2458	2537	2660	2803
资产减值损失	1349	1543	1805	2166
营业利润	4241	4285	4391	4475
所得税	537	541	553	559
净利润	3708	3742	3837	3914
母公司所有者利润	3686	3756	3828	3920

业绩增长率	2025A	2026E	2027E	2028E
利息净收入	-0.36%	3.60%	6.17%	6.72%
手续费及佣金净收入	1.62%	8.17%	6.26%	7.60%
营业收入	2.00%	-0.22%	5.88%	6.63%
拨备前利润	2.09%	4.25%	6.33%	7.18%
归母净利润	0.74%	1.91%	1.92%	2.40%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应4月2日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及存放央行	36746	39391	41770	44293
同业资产	17948	13429	14240	15100
金融投资	169074	188388	201429	213571
贷款总额	305061	323753	342769	363733
贷款损失准备	8523	8837	9557	10396
贷款净额	297124	315545	333847	353978
生息资产总额	519389	554443	588962	624773
总资产	534778	578774	614936	652005
同业负债	76396	85599	91581	97063
存款	373118	399982	424141	449759
应付债券	22168	24839	26574	28165
付息负债	473450	512401	544416	577234
总负债	487032	533434	566910	601239
少数股东权益	278	268	274	270
母公司所有者权益	42443	45072	47752	50496

规模指标	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产增速	9.54%	8.23%	6.25%	6.03%
总贷款增速	7.52%	6.13%	5.87%	6.12%
贷款净额增速	7.60%	6.20%	5.80%	6.03%
存款增速	7.10%	7.20%	6.04%	6.04%
贷存比	81.76%	80.94%	80.81%	80.87%

资产质量	2025A	2026E	2027E	2028E
不良贷款率	1.31%	1.30%	1.30%	1.28%
不良贷款毛生成率	0.47%	0.50%	0.46%	0.48%
不良贷款净生成率	0.07%	0.07%	0.08%	0.05%
拨备覆盖率	213.60%	210.16%	213.71%	223.97%
拨备/贷款总额	2.79%	2.73%	2.79%	2.86%

资本	2025A	2026E	2027E	2028E
资本充足率	18.76%	18.25%	18.06%	17.89%
核心一级资本充足率	13.57%	13.40%	13.44%	13.47%
杠杆倍数	12.51	12.76	12.80	12.84

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089