

公司研究 | 点评报告 | 工商银行 (601398.SH)

营收&利润双正增长，息差降幅逐季收窄 ——2025 年年报点评

报告要点

工商银行 2025 年营业收入同比+2.0% (Q4 单季+1.5%)，归母净利润同比+0.7% (Q4 单季+1.9%)。2025 年末不良率为 1.31%，环比-2BP；拨备覆盖率 214%，同比-1pct。利息净收入同比下滑 0.4%，降幅逐季度收窄，2026 年即将增速转正，投资收益大幅增长 54.6%是支撑营收正增长的关键。2025 年息差较前三季度持平于 1.28%，息差降幅逐季收窄，预计 2026 年迎来利息收入增速拐点。2025 年末不良率同比降低 3BP 至 1.31%。目前 2026 年 A/H 股预期股息率 4.2%/5.1%，估算财政注资的摊薄幅度约 5%。长期推荐，维持“买入”评级。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

工商银行 (601398.SH)

2026-04-15

营收&利润双正增长，息差降幅逐季收窄

——2025 年年报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

工商银行 2025 年营业收入同比+2.0% (Q4 单季+1.5%)，归母净利润同比+0.7% (Q4 单季+1.9%)。2025 年末不良率为 1.31%，环比-2BP；拨备覆盖率 214%，同比-1pct。

事件评论

- **投资收益大幅增长支撑营收，利润小幅加速。** 利息净收入同比下滑 0.4%，降幅逐季度收窄，2026 年即将增速转正，反映息差压力缓释。2) 非息收入同比增长 10.2%，其中投资收益大幅增长 54.6% 是支撑营收正增长的关键，主要兑现 AC 账户投资收益 190 亿 (2024 年仅 34 亿)，目前 AC 账户剩余浮盈 4451 亿，占 2025 年度总营收比例 53%。手续费净收入同比提速至增长 1.6%，财富管理拉动，扭转 2022 年以来连续负增长的趋势。
- **对公信贷拉动资产扩张，预计 2026 年信贷增量同比少增。** 资产规模同比增长 9.5%，贷款同比增长 7.5%，其中：1) 对公贷款同比增长 7.8%，行业维度上基础设施为压舱石，制造业/交通运输/租赁与商业服务业分别增长 12%/4%/15%。2) 零售贷款同比增长 0.5%，Q4 环比收缩 1.1%，其中按揭贷款规模较期初-3.4% (行业共性)，但个人经营贷/消费贷同比+15%/18%。预计十五五期间淡化规模情结，2026 年信贷增量或同比少增。3) 全年存款同比增长 7.4%，活期存款占比同比-0.5pct 至 39.3%，2026 年关注存款活化进程。
- **息差降幅逐季收窄，预计 2026 年迎来利息收入增速拐点。** 2025 年息差较前三季度持平于 1.28%，同比 2024 年下降 14BP，呈现逐季度企稳的趋势 (测算 Q4 单季度约 1.26%)。1) 资产端贷款收益率 2025 年同比下降 59BP，去年 5 月 LPR 调整对收益率的冲击基本体现充分，2025 年对公贷款收益率已低至 2.81%。管理层预计 2026 年 1-2 月新发贷款利率较 2025 年仅降低 2BP，同比少降 18BP，呈现企稳态势。2) 存款成本率 2025 年同比下降 36BP，2026 年大量定期存款到期重置，付息率进一步下降。预计 2026 年息差降幅收窄至 10BP 内，如果不考虑 LPR 大幅下调，利息净收入增速将迎来转正拐点。
- **新发生不良势头有所放缓，适度回拨非信贷减值支撑利润增长。** 2025 年末不良率同比降低 3BP 至 1.31%，环比降低 2BP，主要通过加大核销处置力度，2025 年核销转出金额高达 1200 亿元 (接近 2020 年峰值，2024 年仅 851 亿)，对应提高贷款的信用成本率至 0.50% (2024 年 0.44%)，贷款的信用减值金额同比高增长 22%，拨备覆盖率同比小幅降低 1.3pct 至 213.6%。通过非贷款减值金额的回拨，支撑利润稳定增长。
- **分红比例保持稳定，关注财政注资进展。** 2025 年度分红比例 (占归母净利润) 维持 30%。核心一级资本充足率 13.6%，同比-0.5pct，假设今年财政注资 1500 亿，对应提升约 0.5pct。G-SIBs 组别已经升至第三组，2027 年起核心一级资本充足率监管底线将从 9% 升至 9.5%。2025 年末 TLAC 风险加权比率 21.47%，距离 2028 年监管要求 22.5% 仍有一定缺口，2025 年末 Δ EVE 利率风险指标同比-30BP 至 14.41%，低于 15% 监管要求。
- **投资建议：** 目前 2026 年 A/H 股预期股息率 4.2%/5.1%，估算财政注资的摊薄幅度约 5%，影响有限。长期推荐，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、信贷规模扩张不及预期；
- 2、资产质量出现明显波动。

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)	7.46
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)	10.83
近12月最高/最低价(元)	8.40/6.85

注：股价为 2026 年 4 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

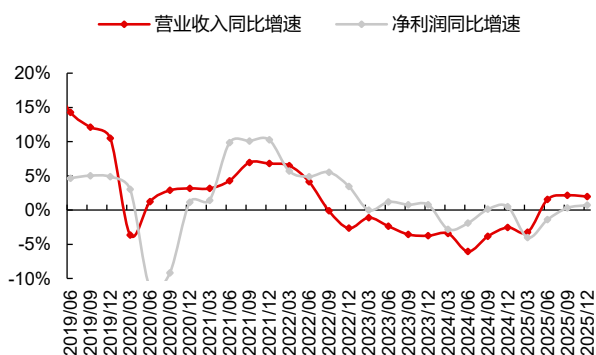
- 《大行工匠，基业长青》2026-01-30



更多研报请访问
长江研究小程序

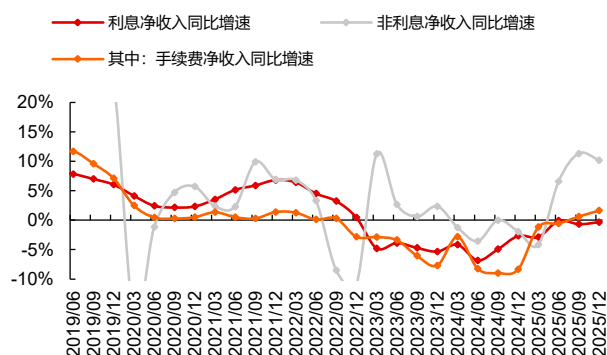
投资收益大幅增长支撑营收，利润小幅加速。2025 年营业收入同比增长 2.0%（Q4 单季增长 1.5%），归母净利润同比增长 0.7%（Q4 单季增长 1.9%）。其中：1）利息净收入同比下滑 0.4%，但降幅逐季度收窄，2026 年即将增速转正，反映息差压力缓释。2）非息收入同比增长 10.2%，其中投资收益大幅增长 54.6%，是支撑营收正增长的关键，主要兑现 AC 账户投资收益 190 亿（2024 年仅 34 亿），目前 AC 账户剩余浮盈 4451 亿，占 2025 年度总营收比例 53%。手续费净收入同比提速至增长 1.6%，财富管理拉动，扭转 2022 年以来连续负增长的趋势。

图 1：工商银行 2025 年营业收入和净利润均转正



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：工商银行非息收入大幅增长支撑营收



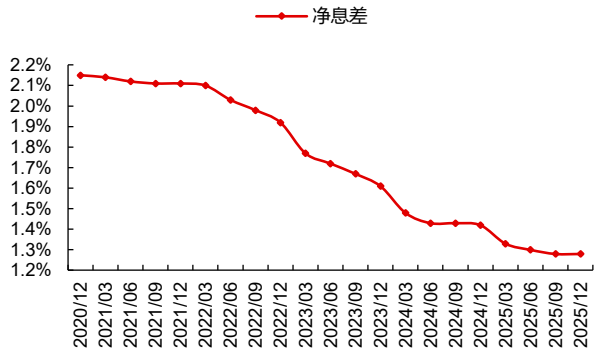
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

对公信贷拉动资产扩张，预计 2026 年信贷增量同比少增。全年资产规模同比增长 9.5%，贷款同比增长 7.5%，其中：1）对公贷款同比增长 7.8%，行业维度上基础设施为压舱石，制造业/交通运输/租赁与商业服务业分别增长 12%/4%/15%。2）零售贷款同比增长 0.5%，Q4 环比收缩 1.1%，零售贷款增速偏低主要因按揭贷款规模收缩 3.4%（行业共性），连续三年收缩，但个人经营贷/消费贷同比增长 15%/18%，下半年保持高速扩张。预计十五五期间淡化规模情结，2026 年信贷增量或同比少增。3）全年存款同比增长 7.4%，其中对公贷款/个人存款同比增长 5.4%/9.0%，活期存款占比同比下降 0.5pct 至 39.3%，2026 年关注存款活化进程。

息差降幅逐季收窄，预计 2026 年迎来利息收入增速拐点。2025 年息差较前三季度持平于 1.28%，同比 2024 年下降 14BP，呈现逐季度企稳的趋势（测算 Q4 单季度约 1.26%）。

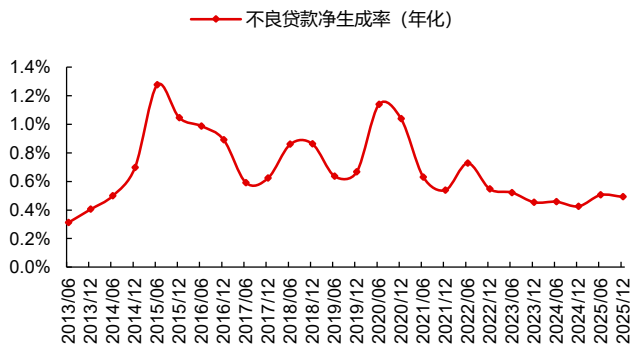
1) 资产端贷款收益率 2025 年同比下降 59BP，去年 5 月 LPR 调整对收益率的冲击基本体现充分，2025 全年对公贷款收益率已低至 2.81%，较 2025H1 降低 8BP。管理层预计 2026 年 1-2 月新发贷款利率较 2025 年仅降低 2BP，同比少降 18BP，呈现企稳态势。2) 存款成本率 2025 年同比下降 36BP，2026 年大量定期存款到期重置，付息率进一步下降。预计 2026 年息差降幅收窄至 10BP 内，如果不考虑 LPR 大幅下调，预计 2026 年利息净收入增速将迎来转正拐点。

图 3：工商银行净息差降幅逐季收窄



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

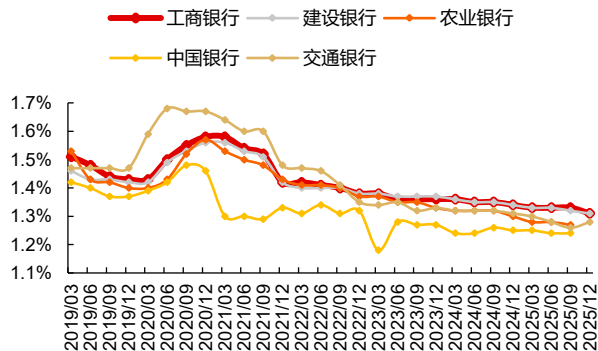
图 4：工商银行不良净生成率总体稳定



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

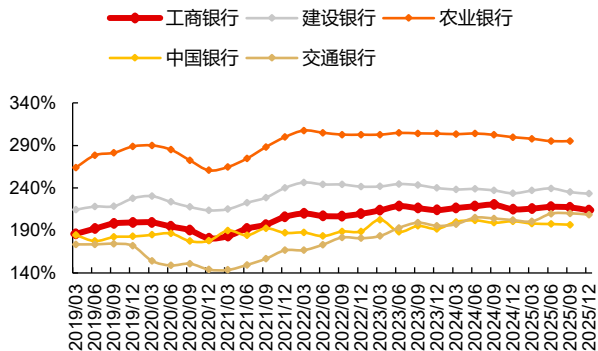
新发生不良势头有所放缓，适度回拨非信贷减值支撑利润增长。2025 年末不良率同比降低 3BP 至 1.31%，环比降低 2BP，主要通过加大核销处置力度，2025 年核销转出金额高达 1200 亿元（接近 2020 年峰值，2024 年仅 851 亿），对应提高贷款的信用成本率至 0.50%（2024 年 0.44%），贷款的信用减值金额同比高增长 22%，拨备覆盖率同比小幅降低 1.3pct 至 213.6%。通过非贷款减值金额的回拨，支撑利润稳定增长。1) 对公贷款不良率 1.36%，较期初降低 22BP。房地产对公贷款不良率同比上升 40BP 至 5.39%，下半年已核销部分不良。2) 个人贷款受外部环境影响，不良率仍处于上升势头，较期初上升 43BP 至 1.58%，较 6 月末升高 23BP。其中，按揭贷款较 6 月末上升 20BP 至 1.06%，全年上升 33BP；经营贷上升 20BP 至 1.82%，全年上升 55BP。预计目前新发生不良势头已有所放缓。

图 5：工商银行 2025 年 Q4 不良率环比下降



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 6：工商银行近年拨备覆盖率基本稳定



资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

分红比例保持稳定，关注财政注资进展。2025 年度分红比例(占归母净利润)维持 30%。2025 年末核心一级资本充足率 13.6%，同比下降约 0.5pct，主要资产扩张较快，假设今年财政注资 1500 亿，对应提升约 0.5pct。G-SIBs 组别已经升至第三组，2027 年起核心一级资本充足率监管底线将从 9%升至 9.5%。2025 年末 TLAC 风险加权比率 21.47%，距离 2028 年监管要求 22.5%仍有一定缺口，通过注资及发行资本工具补充。2025 年末 Δ EVE 利率风险指标 14.41%，较 2024 年末-30BP，低于 15%监管要求。

风险提示

- 1、信贷规模扩张不及预期：公司以利息净收入为主要收入来源，如果信贷需求不足导致投放较差，将导致公司营业收入增速疲弱，从而对业绩造成负面影响。
- 2、资产质量出现明显波动：当前我国经济仍处于经济复苏早期，假如公司的企业和居民客户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。

财务报表及预测指标 (百万元)

合并资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	合并利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
资产合计	53,477,773	57,576,211	61,084,345	64,806,230	营业收入	838,270	862,175	891,117	936,533
现金及存放央行款项	3,674,558	3,835,794	4,068,795	4,317,094	利息净收入	635,126	657,455	705,098	748,954
发放贷款和垫款	29,712,359	31,719,012	33,720,733	35,831,066	手续费净收入	111,171	117,446	120,895	126,812
金融投资	16,907,415	19,000,150	20,157,834	21,386,056	投资收益等	91,973	87,274	65,124	60,768
交易性金融资产	943,953	1,060,792	1,125,426	1,193,999	营业支出	414,159	432,613	453,555	490,857
其他债权投资	3,823,279	13,642,848	14,474,110	15,356,022	PPOP	558,971	578,887	602,531	642,207
债权投资	12,140,183	4,296,510	4,558,297	4,836,035	信用减值损失	132,973	148,325	163,969	195,531
存放同业款项	422,402	575,762	610,843	648,062	营业利润	424,111	429,562	437,562	445,676
拆出资金	841,617	806,067	855,181	907,287	归母净利润	368,562	374,269	381,234	388,299
衍生金融资产	130,414	141,117	149,715	158,837	经营指标	2025A	2026E	2027E	2028E
买入返售金融资产	530,737	237,391	214,038	203,377	资产增速	9.54%	7.66%	6.09%	6.09%
贵金属	330,123	259,093	274,880	291,628	贷款增速	7.52%	6.71%	6.26%	6.32%
长期股权投资	78,313	80,607	85,518	90,729	负债增速	9.75%	7.82%	6.13%	6.14%
其他资产合计	849,835	921,219	946,807	972,093	存款增速	-0.01%	1.42%	0.61%	0.62%
负债合计	49,205,749	53,051,518	56,301,780	59,760,774	营业收入增速	2.00%	2.85%	3.36%	5.10%
向中央银行借款	176,793	172,729	183,253	194,419	利息收入增速	-0.36%	3.52%	7.25%	6.22%
同业存放款项	4,568,696	5,066,707	5,497,591	5,832,561	非息收入增速	10.17%	0.78%	-9.13%	0.84%
拆入资金	534,551	648,030	687,514	729,405	成本收入比	28.05%	28.00%	28.00%	27.50%
交易性金融负债	150,196	143,941	152,711	162,016	归母净利润增速	0.74%	1.55%	1.86%	1.85%
衍生金融负债	134,082	115,670	122,717	130,194	EPS	1.00	1.02	1.04	1.06
卖出回购金融资产	2,536,376	2,303,048	2,137,952	2,268,218	BVPS	10.83	11.53	12.25	12.99
吸收存款	37,311,778	39,950,798	42,424,567	45,060,740	ROE	9.51%	9.09%	8.71%	8.37%
已发行债务证券	2,216,807	3,166,692	3,665,061	3,888,374	ROA	0.72%	0.67%	0.64%	0.62%
其他负债	1,576,470	1,483,905	1,430,414	1,494,847	净息差	1.28%	1.22%	1.23%	1.23%
股东权益合计	4,272,024	4,524,693	4,782,565	5,045,456	不良贷款率	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	拨备覆盖率	214%	210%	206%	211%
其他权益工具	384,657	384,657	384,657	384,657	估值	2025A	2026E	2027E	2028E
资本公积	143,871	143,871	143,871	143,871	P/E (A股)	7.5	7.3	7.2	7.1
其他综合收益	17,099	17,099	17,099	17,099	P/E (H股)	6.2	6.1	5.9	5.8
盈余公积	501,177	537,409	574,338	611,973	P/B (A股)	0.69	0.65	0.61	0.57
一般风险准备	660,896	715,244	770,637	827,090	P/B (H股)	0.57	0.53	0.50	0.47
未分配利润	2,180,152	2,340,598	2,504,472	2,671,567	股息率 (A股)	4.16%	4.22%	4.30%	4.38%
归母净资产	3,859,602	4,110,629	4,366,825	4,628,007	股息率 (H股)	5.04%	5.12%	5.21%	5.31%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所 (估值对应 2026 年 4 月 14 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情形范围内，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。