

2025年11月07日

增持（维持）

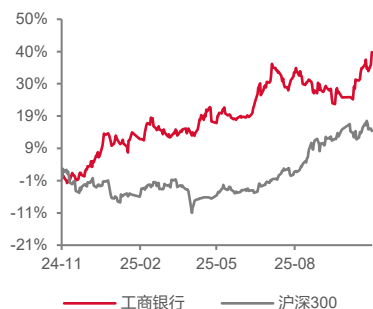
报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2025/11/06
收盘价	8.09
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(%)	92.06%
市净率(倍)	0.69
净资产收益率(加权)	6.98
12个月内最高/最低价	8.36/5.98



相关研究

《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

《工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量整体稳定——公司简评报告》2025.04.25

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

投资要点

- **事件：**工商银行公布2025三季度报告。前三季度，公司实现营业收入6400.28亿元（+2.17%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润2699.08亿元（+0.33%，YoY）。三季度末，公司总资产为52.81万亿元（+9.21%，YoY），总贷款30.45万亿元（+8.39%，YoY）。不良贷款率为1.33%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为217.21%（-0.50pct，QoQ）。Q3单季度净息差为1.24%，环比下降3BPs，同比下降19BPs。
- **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。**对公信贷方面，受需求放缓、隐债置换、反内卷政策影响，一般贷款增长略弱于近年中枢，但略好于去年同期；票据贴现延续Q2较好增势，弥补一般信贷缺口。个人信贷方面，Q3工行个人贷款表现为净偿还，与居民部门去杠杆相符，反映住房、消费、经营贷需求依然偏弱。今年银行业“开门红”信贷超预期，夯实年内信贷稳增长基础。在银行业信贷需求偏弱背景下，工商银行贷款增速快于行业，体现其在行业内的客户基础优势。下半年以来，行业信贷增速放缓，政府债发行力度从高位放缓，工商银行资产增速望随行业面临下行压力。目前5000亿元新型政策性工具作为项目资本金已经全部投放完毕，项目周期内有望持续撬动银行信贷增长，工行有望凭借客户优势受益更多。金融投资方面，受政府融资驱动，工商银行债券投资依然保持较快增长。其他资产方面，买入返售资产（逆回购业务）在Q2大幅增长后，于Q3大幅收缩，带动总资产增速回落，主要是公司结合资金变化情况，减少市场融出所致。存款方面，M2增速稳中有升、存款定期化缓解，工商银行存款增长及结构处于有利位置。
- **负债端缓冲作用下，息差压力趋于平缓。**测算Q3单季净息差为1.24%，环比下降约3BPs，反映息差压力趋于平缓；单季度净息差同比下降19BPs，同比降幅较Q2扩大，主要是因为去年治理手工补息后，存款成本率一次性下降较明显，于Q3形成低基数，导致负债端同比降幅较Q2收窄。测算生息率为2.58%，环比下降约14BPs，同比下降约53BPs（Q2为2.72%，环比下降15BPs，同比下降约52BPs）。生息率同比降幅仍较大，一方面是因为LPR、存量住房贷款利率重定价较为明显，另一方面是因为受近年政府债发行力度较大、利率下行影响，债券投资组合中低息券占比提升。测算付息率为1.46%，环比下降约9BPs，同比下降约34BPs（Q2为1.55%，环比下降约10BPs，同比下降约41BPs），同比降幅较Q2收窄，主要前述低基数因素造成。展望后市，前期LPR下降及收益较高资产占比下降仍对资产端形成压力，但资金利率回落至低位以及存款定期化缓解有望缓冲资产端压力。如果降息导致资产端下行压力加大，或触发新一轮存款降息，息差受到的影响偏中性。
- **手续费及佣金收入进一步修复，投资收益表现良好。**2025年Q3手续费及佣金净收入进一步修复，主要驱动因素包括：一方面，对公理财业务明显发力且结算及投资银行手续费压力缓解；另一方面，现阶段资管费率改革对手续费及佣金收入影响逐步淡化；再者，7月以来市场活跃度持续提升，财富管理业务收入有所修复。在债市偏弱的行情中，公司投资收益+公允价值变动实现较快增长，体现公司稳健经营风格。
- **不良率整体稳定，预计个贷压力可控。**受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。9月末不良贷款率为1.33%，环比持平，保持近年最低水平。2024年以来，银行业个人贷款风险上升趋势较为明显，反映居民收入及就业压力上升，工行个贷质量与行业趋势相符。当前政策纾困力度较大，居民还贷压力减轻，叠加工行对风险的处置较为审慎，预计个贷风险可控。然而，鉴于宏观层面仍面临压力，个人贷款风险拐点仍需进一步观察。对公方面，制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业整体资产质量继续稳中向好。综合来

看，虽个贷扰动仍存在，但在对公资产质量向好、不良处置审慎等积极因素影响下，整体资产质量有望保持稳定。

- **盈利预测与投资建议：**Q3，利息支出同比降幅因低基数收窄，致使利息净收入低于预期。中间业务收入因费率改革影响淡化及资本市场改善持续修复，且投资收益表现亮眼，二者均好于预期。另外，税基扩大至所得税实际税率明显高于去年同期，对利润有一定影响。我们相应调整盈利预测，预计2025-2027年营业收入分别为8331、8410、8827亿元（原预测为8292、8344、8873亿元），归母净利润分别为3676、3740、3814亿元（原预测为3695、3758、3835亿元），对应同比+0.47%、+1.74%与+1.99%。预计2025-2027年末普通股每股净资产为10.92、11.59、12.28元，对应11月6日收盘价PB为0.74、0.70、0.66倍。基于：1）工行客户基础良好、业务多元，预计仍能在压力上升的经营环境中实现稳健经营；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，对保险、社保基金、被动基金等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。

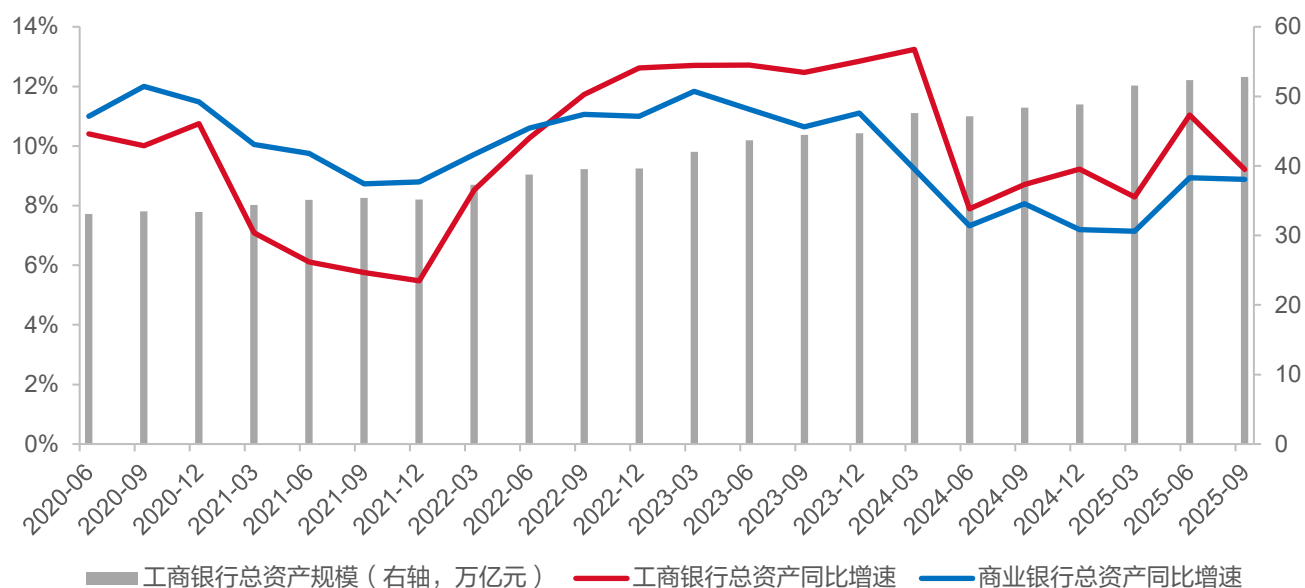
盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	8218	8331	8410	8827
同比增速	-2.52%	1.38%	0.94%	4.96%
归母净利润（亿元）	3659	3676	3740	3814
同比增速	0.51%	0.47%	1.74%	1.99%
净息差（测算值）	1.38%	1.26%	1.23%	1.23%
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.33%	1.34%
不良贷款拨备覆盖率	214.91%	211.23%	202.43%	202.17%
ROE	9.44%	8.96%	8.56%	8.23%
每股盈利（元）	1.03	1.03	1.05	1.07
PE（倍）	7.88	7.84	7.71	7.56
每股净资产（元）	10.23	10.92	11.59	12.28
PB（倍）	0.79	0.74	0.70	0.66

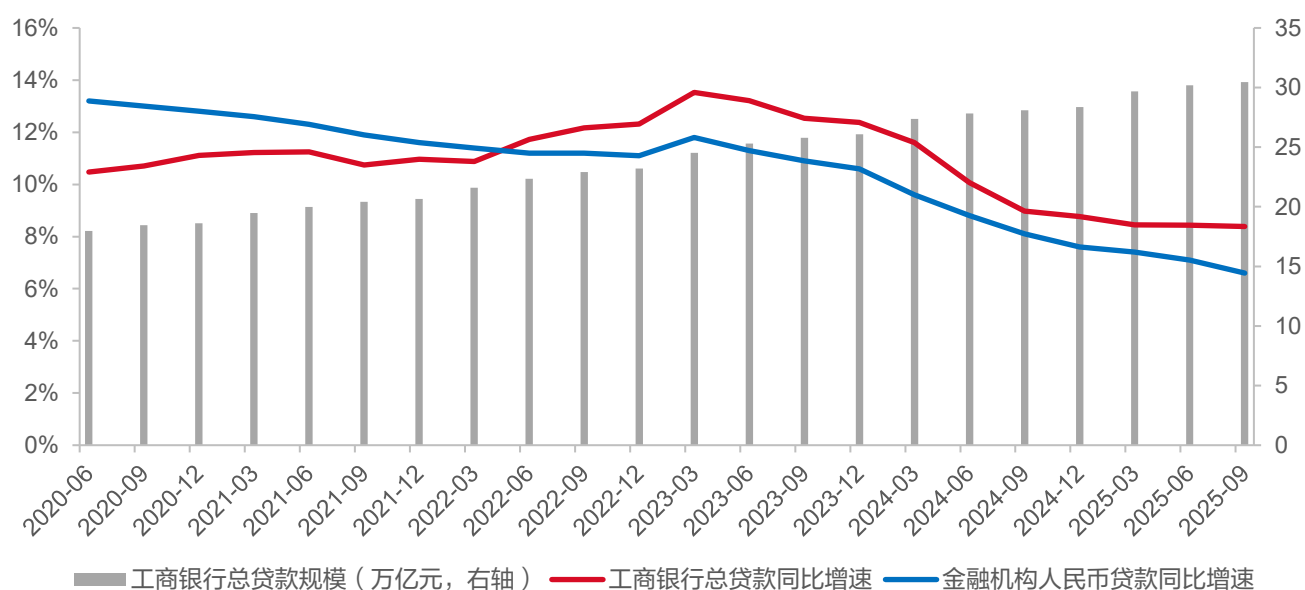
资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2025年11月6日收盘

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 Q3 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 2025H1 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

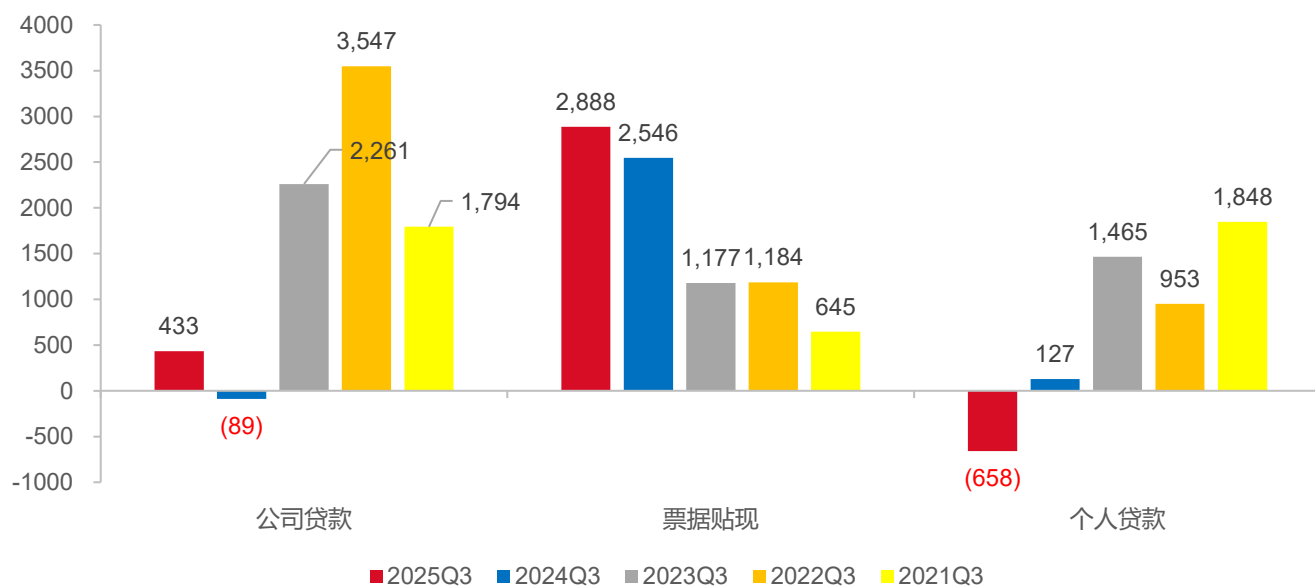
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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

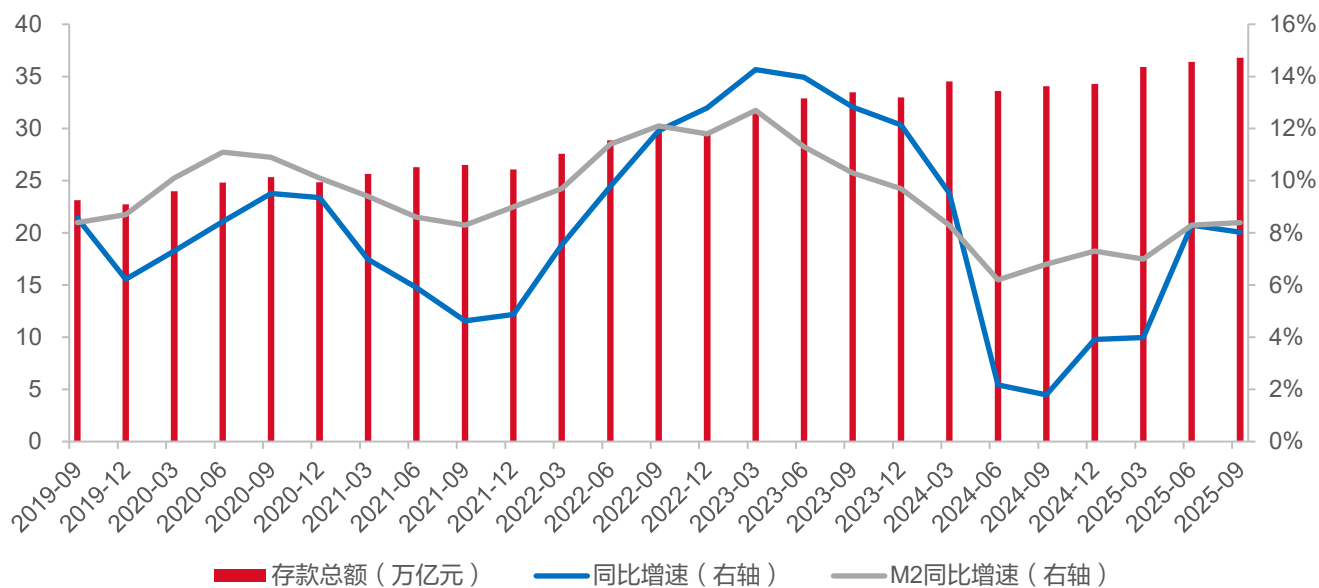
图3 工商银行金融投资规模及增速

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 Q3 新增贷款规模，单位：亿元

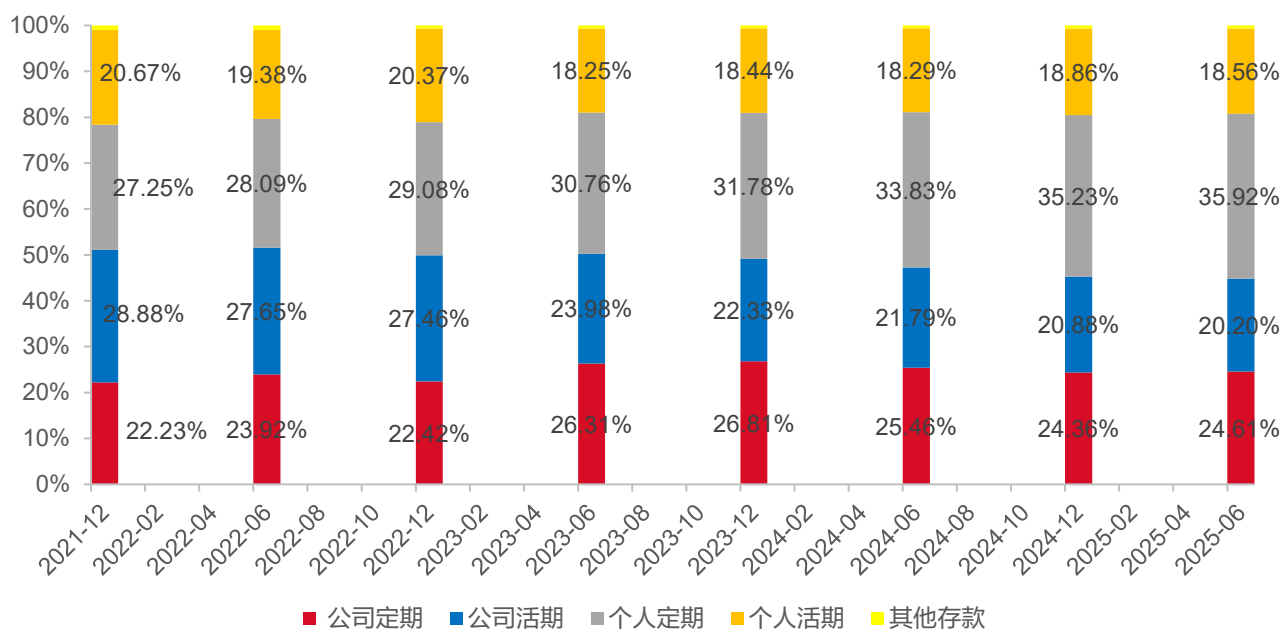
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 工商银行存款规模及增速



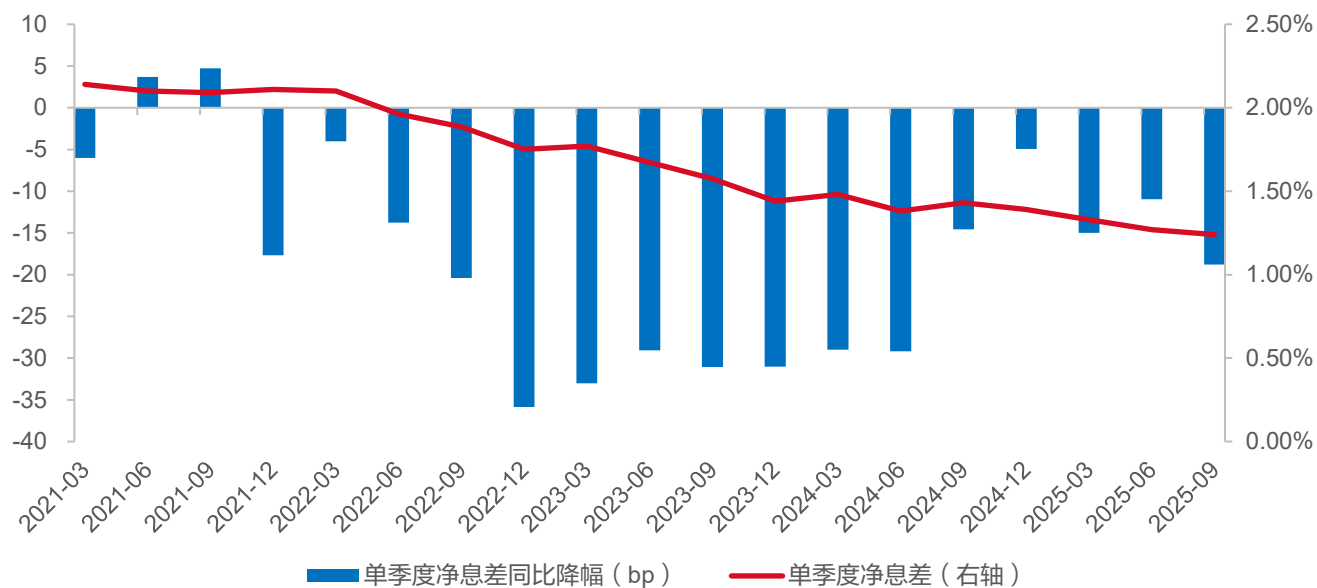
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 工商银行存款结构



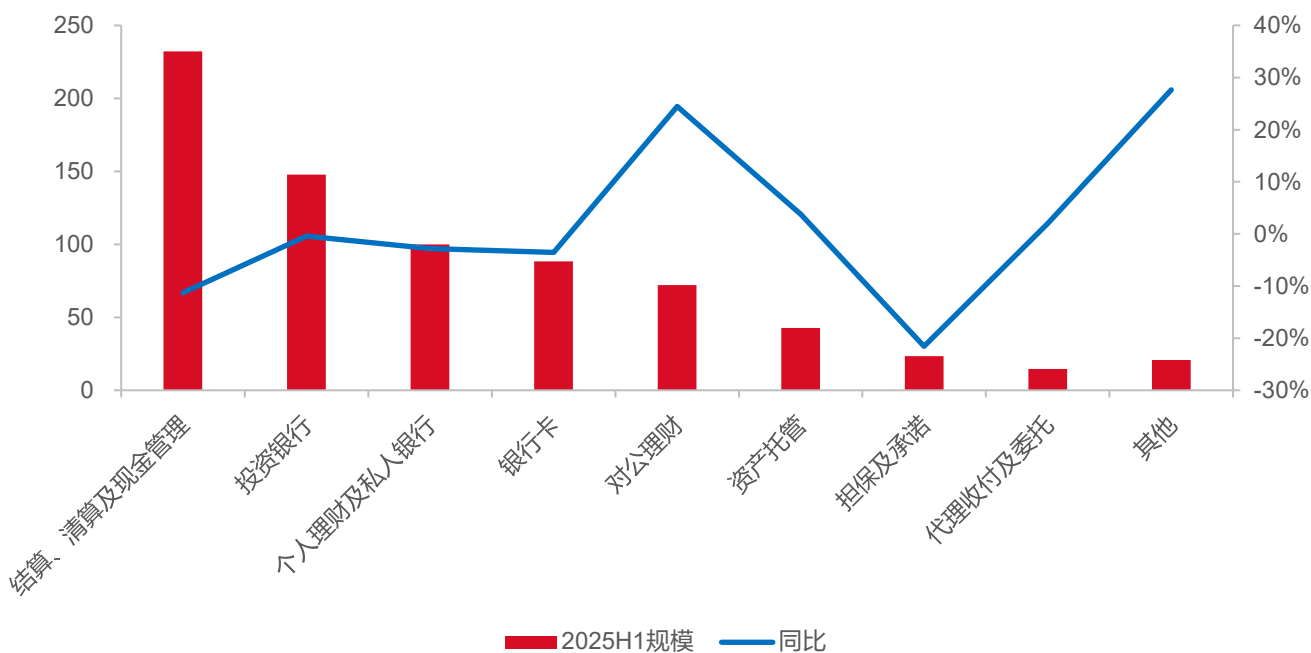
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行单季度净息差及同比变动

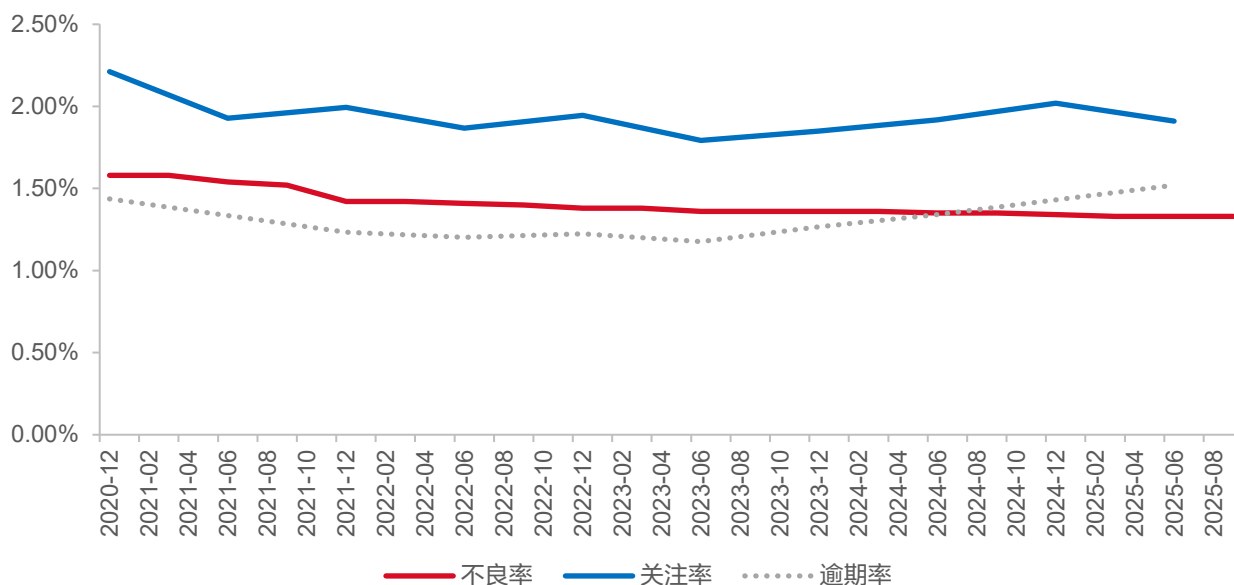


资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

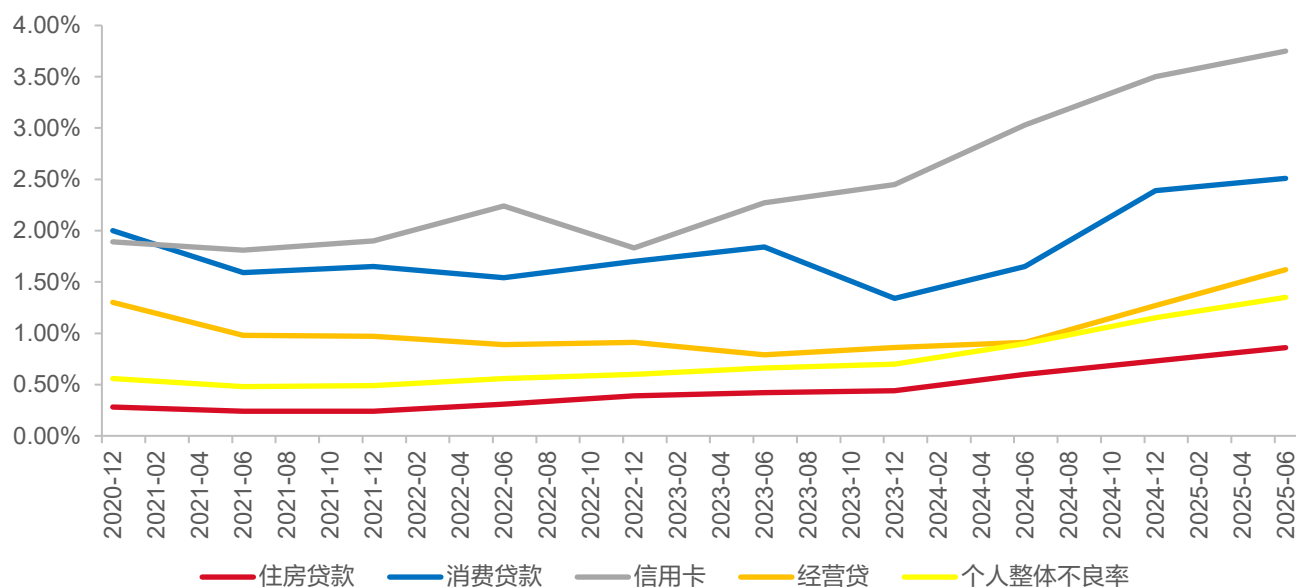
图8 2025H1 工商银行手续费及佣金收入及同比增速 左轴单位：亿元



资料来源：工商定期报告，Wind，东海证券研究所

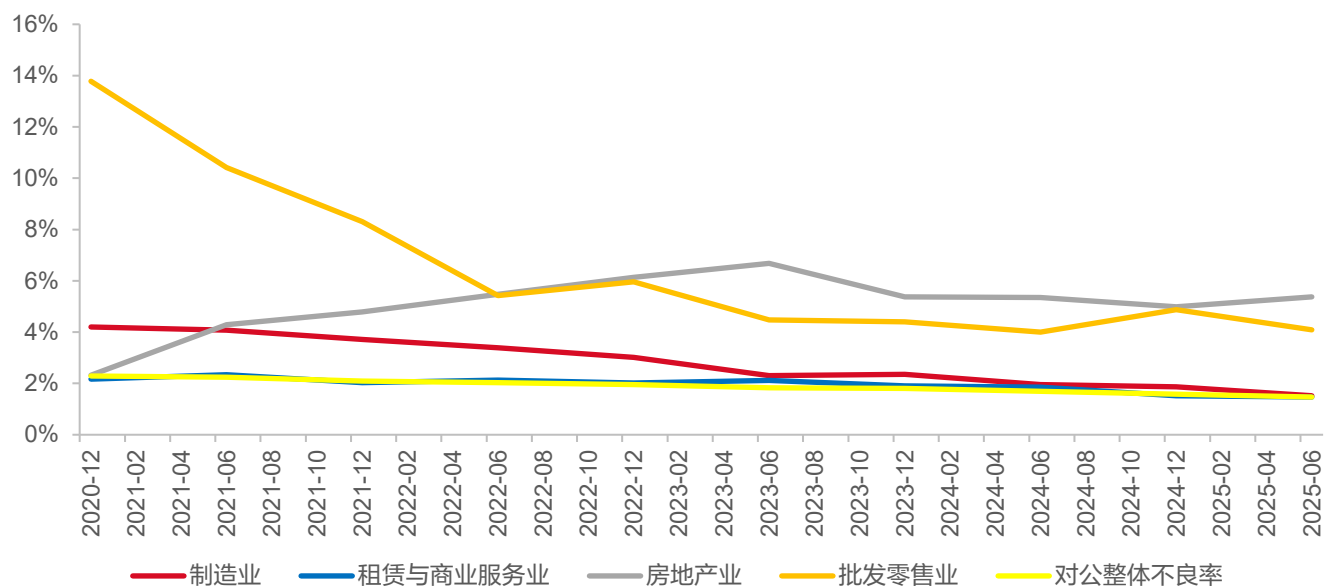
图9 工商银行不良率、关注率及逾期率

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	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (摊薄)	1.03	1.03	1.05	1.07
BVPS (元)	10.23	10.92	11.59	12.28
P/E (倍)	7.88	7.84	7.71	7.56
P/B (倍)	0.79	0.74	0.70	0.66

盈利能力	2024A	2025E	2026E	2027E
ROAA	0.78%	0.72%	0.69%	0.66%
ROAE	9.44%	8.96%	8.56%	8.23%
净利差 (SPREAD)	1.22%	1.13%	1.14%	1.13%
净息差 (NIM)	1.38%	1.26%	1.23%	1.23%
信贷成本	0.46%	0.43%	0.47%	0.51%
成本收入比	28.04%	28.34%	28.77%	28.24%
所得税有效税率	13.01%	14.75%	14.75%	14.75%

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利息收入	14279	13365	13486	14287
利息支出	7905	7053	6959	7398
利息净收入	6374	6312	6528	6889
手续费净收入	1094	1109	1160	1231
其他非息收入	420	657	722	707
营业收入	8218	8331	8410	8827
营业费用与税金	2412	2456	2510	2587
资产减值损失	1267	1297	1481	1703
营业利润	4209	4324	4419	4537
所得税	549	638	651	669
净利润	3669	3688	3765	3865
母公司所有者利润	3659	3676	3740	3814

业绩增长率	2024A	2025E	2026E	2027E
利息净收入	-2.69%	-0.97%	3.41%	5.53%
手续费及佣金净收入	-8.34%	1.35%	4.63%	6.13%
营业收入	-2.52%	1.38%	0.94%	4.96%
拨备前利润	-4.20%	2.66%	4.96%	5.77%
归母净利润	0.51%	0.47%	1.74%	1.99%

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 11 月 6 日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及存放央行	33229	35881	38048	40346
同业资产	24301	18732	19863	21063
金融投资	141536	157240	166247	176269
贷款总额	283722	305680	324368	344023
贷款损失准备	8155	8572	8718	9309
贷款净额	276138	297732	316280	335352
生息资产总额	472684	506308	536658	569117
总资产	488217	532261	564345	598364
同业负债	61145	69329	73475	77869
存款	348370	376170	398890	422983
应付债券	20287	23003	24378	25836
付息负债	431498	470425	498782	528848
总负债	443891	489644	519092	550404
少数股东权益	174	248	266	302
母公司所有者权益	39698	42368	44987	47657

规模指标	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产增速	9.23%	9.02%	6.03%	6.03%
总贷款增速	8.76%	7.74%	6.11%	6.06%
贷款净额增速	8.77%	7.82%	6.23%	6.03%
存款增速	3.93%	7.98%	6.04%	6.04%
贷存比	81.44%	81.26%	81.32%	81.33%

资产质量	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	1.34%	1.33%	1.33%	1.34%
不良贷款毛生成率	0.40%	0.43%	0.56%	0.48%
不良贷款净生成率	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%
拨备覆盖率	214.91%	211.23%	202.43%	202.17%
拨备/贷款总额	2.87%	2.80%	2.69%	2.71%

资本	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	19.39%	18.94%	18.80%	18.64%
核心一级资本充足率	14.10%	13.70%	13.80%	13.86%
杠杆倍数	12.24	12.49	12.47	12.47

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所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
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089