公司研究 | 点评报告 | 工商银行（601398.SH）

# 传统业务周期回升，综合经营加速成长——2026 年中报点评

## 报告要点

工商银行 2026 年上半年营收同比增长 9.1%（Q1 增速 8.3%，Q2 单季增速 9.9%），归母净利润同比增长 3.3%，与 Q1 增速基本持平。目前国有大行传统业务处于筑底回升的周期，表现为息差企稳回升、营收加速增长、不良加快处置，同时综合经营子公司打开第二增长曲线。预计今年财政注资规模可控，叠加利润增速上升及中期分红比例提升 1pct 至 31%，预计注资对股东回报的摊薄有限。目前 A 股/H 股 2026 年 PB 估值 0.70x/0.56x ，预期股息率 4.1%/5.1%，看好国有大行龙头的估值修复空间与红利配置价值，长期重点推荐，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



谢金彤

工商银行（601398.SH）

# 传统业务周期回升，综合经营加速成长——2026 年中报点评

## 事件描述

工商银行 2026 年上半年营收同比增长 9.1%（Q1 增速 8.3%，Q2 单季增速 9.9%），归母净利润同比增长 3.3%，与 Q1 增速基本持平。

## 事件评论

- **息差企稳利息加速，PPOP 增速突破双位数。**1）利息净收入同比增长 8.8%（Q1 增速 7.5%，Q2 单季增速 10.1%），受益于息差企稳及今年资产扩张提速，预计下半年将延续接近双位数高增长。2）非利息净收入同比增长 9.8%，其中投资收益等其他非息收入 2025Q2 以来连续高增长，上半年增速 19.1%，高基数下继续积极兑现债券浮盈（AC 和 OCI 合计处置收益同比增加 11.6%至 164 亿元），同时公允价值受益股市和债市行情。在当前科创牛市环境中，子公司业绩大幅增长，综合化经营的成长性显现，上半年工银投资（AIC）/工银安盛人寿净利润分别高增长 44%/229%，金额达到 39/44 亿元。3）PPOP 高增长 11.2%情况下，夯实资产质量，信用减值同比增长 22.1%，税率小幅上升 0.8pct 至 16.0%，叠加少数股东损益增加，归母净利润增速低于税前利润增速（5.5%）。

- **直接融资拉动扩表，资产结构匹配社融转型。**上半年总资产较期初增长 6.7%，其中金融投资增长 10.2%，贷款较期初增长 4.9%，增速低于可比大行，以债券拉动总资产扩张。1）对公贷款较期初增长 6.6%，预计五篇大文章等领域仍为主要投向。零售贷款规模较期初基本持平，消费贷/经营贷增长 22.0%/6.4%，房贷/信用卡分别收缩 2.3%/14.4%。上半年净息差 1.29%，环比持平，较 2025 全年回升 1BP。2）资产端对公/个人贷款收益率较 2025 年分别下降 12BP/15BP 至 2.69%/2.84%，考虑自律机制约束，预计进一步下行空间有限，未来资产收益率预计主要受到债券占比上升影响缓慢下行。3)存款成本率较 2025 年下降 21BP 至 1.15%，上半年存量个人定期存款付息率降至 1.69%，考虑目前大行主力新发的一年期/三年期存款定价 1.10%/1.55%，预计付息率仍有下行空间。

- **不良环比双降、拨备回升，加大核销力度。**上半年不良率环比改善 2BP 至 1.29%，前瞻指标关注率和逾期率 1.97%/1.60%，较期初上升 2BP/8BP，预计反映零售风险波动。测算不良净生成率同比上升 11BP 至 0.62%，其中核销金额高达 819 亿元，为半年度历史新高金额，同时贷款的信用成本率也同比提高 9BP 至 0.78%，反映大行在营收高增长条件下，加大不良处置力度，做实资产质量，拨备覆盖率较期初提升约 4pct 至 218%。房地产对公贷款不良率上升 88BP 至 6.27%，对应不良金额增加 73 亿元，存量风险更充分暴露。零售贷款不良率较期初上升 19BP 至 1.77%，其中房贷不良率较期初明显上升 23BP 至 1.29%，不良金额增加约 121 亿元，零售风险仍处于暴露周期。

- **投资建议：**目前国有大行传统业务处于筑底回升的周期，表现为息差企稳回升、营收加速增长、不良加快处置，同时综合经营子公司打开第二增长曲线。预计今年财政注资规模可控，叠加利润增速上升及中期分红比例提升 1pct 至 31%，预计注资对股东回报的摊薄有限。目前 A 股/H 股 2026 年 PB 估值 0.70x/0.56x，预期股息率 4.1%/5.1%，看好国有大行龙头的估值修复空间与红利配置价值，长期重点推荐，维持“买入”评级。

## 风险提示

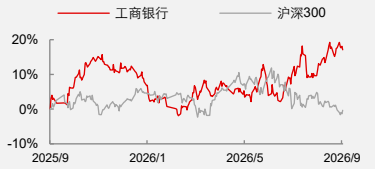
1、信贷规模扩张不及预期；2、资产质量出现明显波动。

**公司基础数据**

| | |
|---|---|
| 当前股价(元) | 8.07 |
| 总股本(万股) | 35,640,626 |
| 流通A股/B股(万股) | 26,961,221/0 |
| 近12月最高/最低价(元) | 8.40/6.85 |

注：股价为 2026 年 9 月 18 日收盘价

**市场表现对比图(近 12 个月)**




资料来源：Wind

**相关研究**

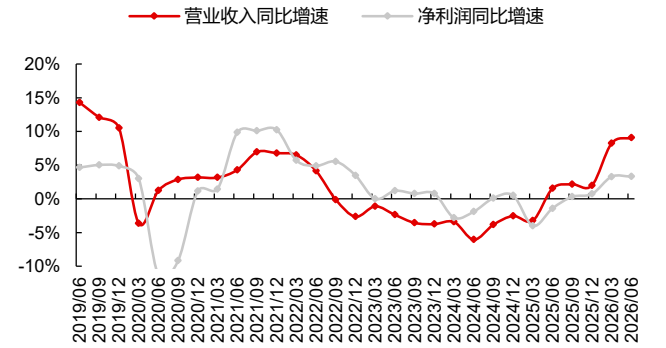
•《息差正式回升，利息增速反转——2026 年一季报点评》2026-06-10

•《营收&利润双正增长，息差降幅逐季收窄——2025 年年报点评》2026-04-15

•《大行工匠，基业长青》2026-01-30

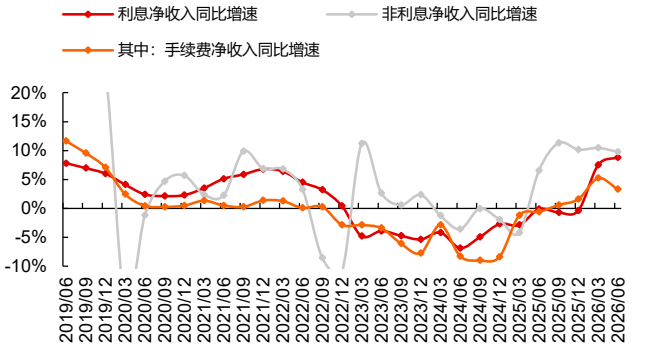
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：工商银行 2026 上半年营收实现 2020 年以来最高增速



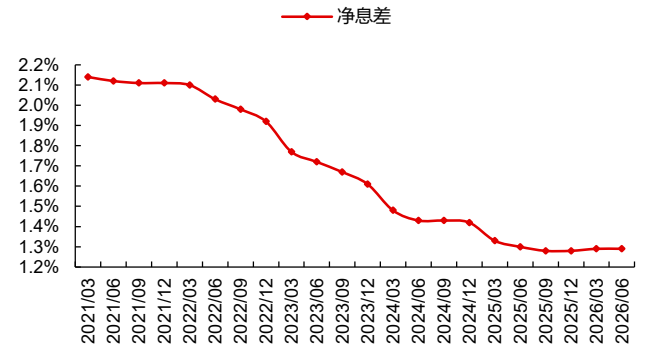

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：工商银行 2026Q2 利息收入增速继续提升



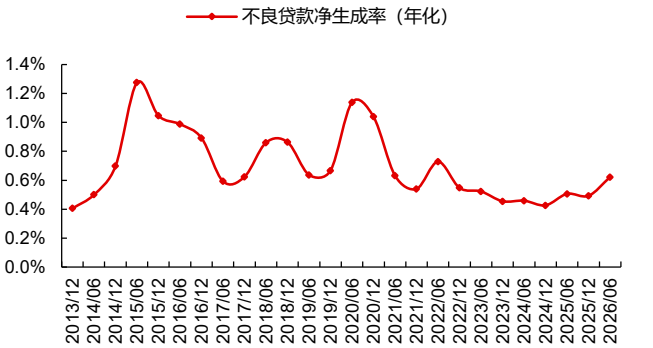

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：工商银行 2026 上半年净息差保持稳定



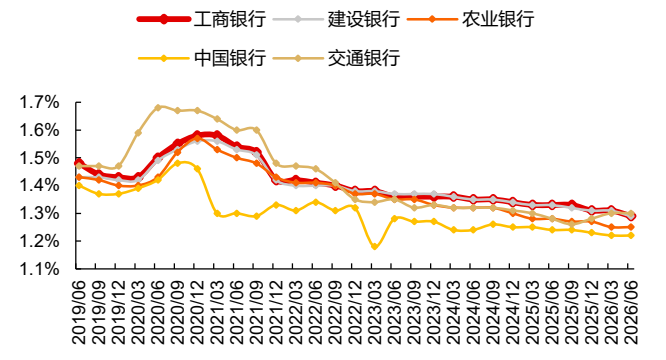

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：工商银行上半年不良净生成率较上年末提升



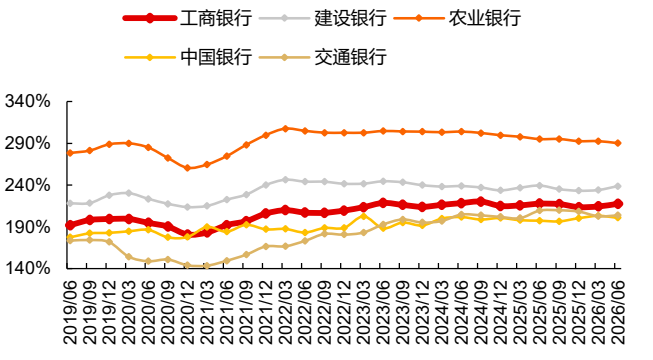

资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 5：工商银行 2026Q2 不良率环比略降




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

图 7：工商银行核心指标假设和盈利预测（截至 2026 年 9 月 18 日）

| 单位：百万元 | 2022/12 | 2023/12 | 2024/12 | 2025/12 | 2026/03 | 2026/06 | 2026/09 | 2026/12 | 2027/12 | 2028/12 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 资产总额 | 39,610,146 | 44,697,079 | 48,821,746 | 53,477,773 | 55,772,584 | 57,070,593 | 57,355,946 | 57,929,505 | 62,376,466 | 66,504,690 |
| 增速（较期初） | 12.62% | 12.84% | 9.23% | 9.54% | 4.29% | 6.72% | 7.25% | 8.32% | 7.68% | 6.62% |
| 负债总额 | 36,094,727 | 40,920,491 | 44,834,480 | 49,205,749 | 51,416,825 | 52,714,749 | 52,878,165 | 53,407,097 | 57,587,877 | 61,441,076 |
| 增速（较期初） | 13.17% | 13.37% | 9.56% | 9.75% | 4.49% | 7.13% | 7.46% | 8.54% | 7.83% | 6.69% |
| 营业收入 | 875,734 | 843,070 | 821,803 | 838,270 | 230,370 | 465,859 | 708,311 | 919,257 | 959,946 | 1,006,995 |
| 增速（同比） | -2.63% | -3.73% | -2.52% | 2.00% | 8.27% | 9.08% | 10.67% | 9.66% | 4.43% | 4.90% |
| 归属于母公司股东的净利润 | 361,132 | 363,993 | 365,863 | 368,562 | 86,941 | 173,682 | 279,130 | 380,707 | 393,236 | 406,143 |
| **增速（同比）** | **3.49%** | **0.79%** | **0.51%** | **0.74%** | **3.31%** | **3.32%** | **3.42%** | **3.30%** | **3.29%** | **3.28%** |
| 净息差 | 1.92% | 1.61% | 1.42% | 1.28% | 1.29% | 1.29% | 1.29% | 1.29% | 1.28% | 1.27% |
| 成本收入比 | 26.05% | 26.96% | 28.04% | 28.05% | 21.18% | 22.70% | 24.00% | 27.00% | 27.00% | 27.00% |
| 不良贷款率 | 1.38% | 1.36% | 1.34% | 1.31% | 1.31% | 1.29% | 1.29% | 1.29% | 1.26% | 1.24% |
| 拨备覆盖率 | 209.47% | 213.97% | 214.91% | 213.60% | 214.38% | 217.58% | 215.76% | 210.88% | 212.76% | 216.80% |
| 不良贷款净生成率（年化） | 0.55% | 0.45% | 0.43% | 0.49% | | 0.62% | 0.65% | 0.65% | 0.60% | 0.60% |
| 信用成本（年化） | 0.64% | 0.57% | 0.44% | 0.50% | | 0.78% | 0.70% | 0.62% | 0.62% | 0.65% |
| ROA | 0.97% | 0.86% | 0.78% | 0.72% | 0.64% | 0.63% | 0.67% | 0.68% | 0.65% | 0.63% |
| **ROE** | **11.46%** | **10.67%** | **9.96%** | **9.51%** | **8.91%** | **8.70%** | **9.11%** | **9.26%** | **9.07%** | **8.81%** |
| 核心一级资本充足率 | 14.04% | 13.72% | 14.10% | 13.57% | 13.26% | 13.21% | 13.55% | 13.57% | 13.41% | 13.36% |
| 一级资本充足率 | 15.64% | 15.17% | 15.36% | 14.94% | 14.56% | 14.43% | 14.84% | 14.84% | 14.59% | 14.47% |
| 资本充足率 | 19.26% | 19.10% | 19.39% | 18.76% | 18.21% | 18.57% | 18.89% | 18.80% | 18.33% | 18.07% |
| EPS（元） | 0.97 | 0.98 | 0.98 | 1.00 | 0.24 | 0.48 | 0.76 | 1.03 | 1.08 | 1.11 |
| BVPS（元） | 8.82 | 9.55 | 10.23 | 10.83 | 11.06 | 11.12 | 11.40 | 11.53 | 12.27 | 13.03 |
| 每股分红（元） | 0.30 | 0.31 | 0.31 | 0.31 | | | | 0.33 | 0.34 | 0.35 |
| P/E（A股） | 8.31 | 8.24 | 8.20 | 8.06 | | | | 7.80 | 7.48 | 7.24 |
| P/E（H股） | 6.68 | 6.62 | 6.59 | 6.48 | | | | 6.27 | 6.01 | 5.82 |
| **P/B（A股）** | **0.92** | **0.85** | **0.79** | **0.75** | | | | **0.70** | **0.66** | **0.62** |
| **P/B（H股）** | **0.74** | **0.68** | **0.63** | **0.60** | | | | **0.56** | **0.53** | **0.50** |
| 股息率（A股） | 3.76% | 3.80% | 3.82% | 3.85% | | | | 4.10% | 4.24% | 4.38% |
| 股息率（H股） | 4.68% | 4.72% | 4.75% | 4.78% | | | | 5.10% | 5.27% | 5.45% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

# 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 |
|---|---|---|---|---|
| **资产合计** | **53,477,773** | **57,929,505** | **62,376,466** | **66,504,690** |
| 现金及存放央行款项 | 3,674,558 | 3,516,277 | 3,724,523 | 3,945,360 |
| 发放贷款和垫款 | 29,712,359 | 31,534,635 | 33,329,544 | 35,154,717 |
| 金融投资 | 16,907,415 | 19,116,737 | 21,207,999 | 23,276,641 |
| 交易性金融资产 | 943,953 | 1,046,137 | 1,160,578 | 1,273,781 |
| 其他债权投资 | 3,823,279 | 13,805,663 | 15,315,924 | 16,809,849 |
| 债权投资 | 12,140,183 | 4,264,937 | 4,731,497 | 5,193,011 |
| 存放同业款项 | 422,402 | 579,295 | 623,765 | 665,047 |
| 拆出资金 | 841,617 | 811,013 | 873,271 | 931,066 |
| 衍生金融资产 | 130,414 | 141,983 | 152,882 | 163,000 |
| 买入返售金融资产 | 530,737 | 960,909 | 1,129,627 | 978,911 |
| 贵金属 | 330,123 | 260,683 | 280,694 | 299,271 |
| 长期股权投资 | 78,313 | 81,101 | 87,327 | 93,107 |
| 其他资产合计 | 849,835 | 926,872 | 966,835 | 997,570 |
| **负债合计** | **49,205,749** | **53,407,097** | **57,587,877** | **61,441,076** |
| 向中央银行借款 | 176,793 | 173,789 | 187,129 | 199,514 |
| 同业存放款项 | 4,568,696 | 5,503,303 | 5,925,764 | 6,650,469 |
| 拆入资金 | 534,551 | 652,006 | 702,057 | 748,521 |
| 交易性金融负债 | 150,196 | 144,824 | 155,941 | 166,262 |
| 衍生金融负债 | 134,082 | 116,379 | 125,313 | 133,607 |
| 卖出回购金融资产 | 2,536,376 | 2,317,180 | 2,495,059 | 2,660,188 |
| 吸收存款 | 37,311,778 | 39,658,891 | 42,049,631 | 44,584,936 |
| 已发行债务证券 | 2,216,807 | 3,186,123 | 3,742,588 | 3,990,281 |
| 其他负债 | 1,576,470 | 1,654,602 | 2,204,393 | 2,307,298 |
| **股东权益合计** | **4,272,024** | **4,522,408** | **4,788,590** | **5,063,614** |
| 股本 | 356,407 | 356,407 | 356,407 | 356,407 |
| 其他权益工具 | 384,657 | 384,666 | 384,666 | 384,666 |
| 资本公积 | 143,871 | 143,789 | 143,789 | 143,789 |
| 其他综合收益 | 17,099 | 10,658 | 10,658 | 10,658 |
| 盈余公积 | 501,177 | 538,053 | 576,494 | 616,225 |
| 一般风险准备 | 660,896 | 716,210 | 773,871 | 833,468 |
| 未分配利润 | 2,180,152 | 2,342,672 | 2,510,989 | 2,684,863 |
| 归母净资产 | 3,859,602 | 4,107,789 | 4,372,207 | 4,645,410 |

| 合并利润表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 838,270 | 919,257 | 959,946 | 1,006,995 |
| 利息净收入 | 635,126 | 696,972 | 743,916 | 791,198 |
| 手续费净收入 | 111,171 | 115,663 | 119,367 | 125,581 |
| 投资收益等 | 91,973 | 106,621 | 96,662 | 90,217 |
| 营业支出 | 414,159 | 470,156 | 506,318 | 538,467 |
| PPOP | 558,971 | 628,494 | 660,862 | 697,481 |
| 信用减值损失 | 132,973 | 178,394 | 206,234 | 227,953 |
| 营业利润 | 424,111 | 449,100 | 453,628 | 468,528 |
| **归母净利润** | 368,562 | 380,707 | 393,236 | 406,143 |

| 经营指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 资产增速 | 9.54% | 8.32% | 7.68% | 6.62% |
| 贷款增速 | 7.52% | 6.04% | 5.66% | 5.47% |
| 负债增速 | 9.75% | 8.54% | 7.83% | 6.69% |
| 存款增速 | -0.01% | 0.95% | 0.71% | 0.72% |
| 营业收入增速 | 2.00% | 9.66% | 4.43% | 4.90% |
| 利息收入增速 | -0.36% | 9.74% | 6.74% | 6.36% |
| 非息收入增速 | 10.17% | 9.42% | -2.81% | -0.11% |
| 成本收入比 | 28.05% | 27.00% | 27.00% | 27.00% |
| 归母净利润增速 | 0.74% | 3.30% | 3.29% | 3.28% |
| EPS | 1.00 | 1.03 | 1.08 | 1.11 |
| BVPS | 10.83 | 11.53 | 12.27 | 13.03 |
| ROE | 9.51% | 9.26% | 9.07% | 8.81% |
| ROA | 0.72% | 0.68% | 0.65% | 0.63% |
| 净息差 | 1.28% | 1.29% | 1.28% | 1.27% |
| 不良贷款率 | 1.31% | 1.29% | 1.26% | 1.24% |
| 拨备覆盖率 | 214% | 211% | 213% | 217% |

| 估值 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| P/E（A 股） | 8.1 | 7.8 | 7.5 | 7.2 |
| P/E（H 股） | 6.5 | 6.3 | 6.0 | 5.8 |
| P/B（A 股） | 0.75 | 0.70 | 0.66 | 0.62 |
| P/B（H 股） | 0.60 | 0.56 | 0.53 | 0.50 |
| 股息率（A 股） | 3.85% | 4.10% | 4.24% | 4.38% |
| 股息率（H 股） | 4.78% | 5.10% | 5.27% | 5.45% |

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所（估值对应 2026 年 9 月 18 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，本报告清晰准确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/或其附属机构（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。

