

邮储银行(601658)

报告日期: 2023年04月27日

## 营收大超预期

### ——邮储银行 2023 年一季报点评

#### 投资要点

- **营收逆势正增，增速显著跑赢同类可比银行，成长性凸显，维持首推组合。**
- **数据概览**  
邮储银行 23Q1 营收同比+3.5%，增速较 22A 下降-1.6pc；归母净利润同比+5.2%，增速环比下降 6.7pc；ROE（年化）14.4%，ROA（年化）0.73%。23Q1 末不良率较 22Q4 末-2bp 至 0.82%，拨备覆盖率较 22Q4 末-4pc 至 381%。
- **营收大超预期**  
2023Q1 邮储银行营收、归母净利润同比分别增长 3.5%、5.2%，**营收逆势正增，大超市场预期。**主要归因：（1）**规模增长，以量补价。**23Q1 末总资产同比增长 10.7%，保持快增，以量补价带动利息净收入同比增长 1.0%。（2）**中收快增，支撑盈利。**23Q1 中收同比增长 27.5%，判断主要归因在开门红发力下，财富管理、交易银行等业务的中收快增支撑。展望未来，随着息差企稳、基数影响消退，**邮储银行盈利增速有望稳中有升。**
- **负债降本见效**  
23Q1 邮储银行息差（期初期末，下同）环比 22Q4 下降 5bp，基本符合市场预期。（1）**23Q1 资产端收益率环比下降 11bp。**归因：①行业性的贷款重定价影响。②Q1 零售需求弱复苏，零售占比小幅下降。23Q1 末零售贷款环比增长 4.1%，增速较总贷款慢 1.6pc。（2）**23Q1 负债端成本率环比下降 6bp。**在市场利率上行、存款定期化行业性持续的背景下实现负债成本下行，显示邮储银行的存款降本成效正持续释放。展望未来，随着压降高息负债等举措的继续发力，未来邮储银行存款成本有望继续下降，支撑息差边际企稳。
- **战略全面发力**  
**2023Q1 邮储银行战略全面发力。**（1）**普惠：**23Q1 末，邮储银行建成信用村近 39 万个，主动授信白名单客户贷款 23Q1 净增 366 亿元。涉农贷款较年初增长约 8.8%，增速较总贷款快 3pc，个人小额贷款 23Q1 新增 1191 亿元，创历史新高。（2）**财富：**AUM 增长提速，客户数快增。23Q1 末，AUM 同比+11.5%，增速环比+0.7pc；23Q1 末富嘉及以上客户数较年初增长 8%，财富客群基础快速扩张。
- **不良延续优异**  
23Q1 末邮储银行不良率、关注率、逾期率较年初分别-2bp、-1bp、持平于 0.82%、0.55%、0.95%，延续优异表现。注意到 23Q1 邮储银行不良生成率 0.76%，同比上行 61bp，但整体仍处于较低水平，不良生成波动判断是 Q1 零售信用卡、经营贷的行业性风险暴露影响。**展望未来，随着疫后居民收入修复，零售领域风险有望行业性回落，带动邮储银行不良生成压力回落。**
- **盈利预测与估值**  
邮储银行营收逆势正增，成长性凸显。预计 2023-2025 年归母净利润同比增长 8.21%/12.11%/12.20%，对应 BPS 7.91/8.61/9.40 元。现价对应 PB 0.70/0.64/0.59 倍。目标价 7.12 元/股，对应 2023 年 PB 0.90 倍，现价空间 29%。
- **风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。**

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	334,956	352,169	387,986	428,262
(+/-) (%)	5.08%	5.14%	10.17%	10.38%
归母净利润	85,224	92,217	103,388	116,006
(+/-) (%)	11.89%	8.21%	12.11%	12.20%
每股净资产(元)	7.41	7.91	8.61	9.40
P/B	0.74	0.70	0.64	0.59

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁  
 执业证书号：S1230520100001  
 021-80108037  
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华  
 执业证书号：S1230520010003  
 02180105900  
 qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：陈建宇  
 执业证书号：S1230522080005  
 15014264583  
 chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 5.50
总市值(百万元)	545,385.92
总股本(百万股)	99,161.08

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《成长性大行，资产质量稳》  
2023.03.31
- 2 《利润保持快增，定增补充弹药——邮储银行 2022 年三季报点评》  
2022.10.26
- 3 《负债成本优化与 AUM 提升的“助推器”——评邮储银行储蓄存款代理费率调整》  
2022.09.30

表 1: 邮储银行 2023 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	22Q1	22A	23Q1	环比变化	同比变化	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	QoQ
<b>利润指标</b>												
ROE (年化)		14.8%	11.9%	14.4%	2.5pc	-0.5pc	12.2%	7.3%	16.2%	2.3%	12.3%	10.0pc
ROA (年化)		0.78%	0.64%	0.73%	9bp	-4.9bp	0.77%	0.66%	0.79%	0.33%	0.73%	40bp
拨备前利润		40,393	126,692	38,085		-5.7%	40,393	39,408	34,250	12,641	38,085	201.3%
同比增长		10.5%	-1.1%	-5.7%	-4.6pc	-16.2pc	10.5%	1.9%	-0.5%	-31.6%	-5.7%	25.9pc
归母净利润		24,977	85,224	26,280		5.2%	24,977	22,137	26,735	11,375	26,280	131.0%
同比增长		17.8%	11.9%	5.2%	-6.7pc	-12.6pc	17.8%	11.8%	13.8%	-2.5%	5.2%	7.7pc
EPS (未年化)		0.26	0.85	0.27		5.3%	0.27	0.24	0.29	0.12	0.27	115.2%
BVPS (未年化)		7.08	7.41	7.56	2.1%	6.8%	7.08	7.06	7.32	7.41	7.56	2.1%
<b>收入拆分</b>												
营业收入		85,170	334,956	88,163		3.5%	85,170	88,291	83,470	78,025	88,163	13.0%
同比增长		10.1%	5.1%	3.5%	-1.6pc	-6.6pc	10.1%	9.9%	3.4%	-3.0%	3.5%	6.5pc
利息净收入		68,716	273,593	69,398		1.0%	68,716	68,401	68,324	68,152	69,398	1.8%
生息资产 (期初期末平均, 注1)		12,204,128	12,624,758	13,572,469	7.5%	11.2%	12,204,128	12,595,808	12,698,784	13,000,312	13,572,469	4.4%
净息差 (日均余额口径)		2.32%	2.20%	2.09%	-11bp	-23bp	2.32%	n.a	n.a	n.a	2.09%	n.a
净息差 (期初期末口径)		2.25%	2.17%	2.05%	-12bp	-21bp	2.25%	2.17%	2.15%	2.10%	2.05%	-5bp
生息资产收益率 (期初期末口径)		3.83%	3.76%	3.57%	-18bp	-26bp	3.83%	3.77%	3.75%	3.68%	3.57%	-11bp
付息负债成本率 (期初期末口径)		1.60%	1.61%	1.54%	-7bp	-6bp	1.60%	1.62%	1.62%	1.60%	1.54%	-6bp
非利息净收入		16,454	61,363	18,765		14.0%	16,454	19,890	15,146	9,873	18,765	90.1%
手续费净收入		9,087	28,434	11,586		27.5%	9,087	8,793	5,759	4,795	11,586	141.6%
其他非息收入		7,367	32,929	7,179		-2.6%	7,367	11,097	9,387	5,078	7,179	41.4%
业务及管理费		44,107	205,705	49,296		11.8%	44,107	48,191	48,647	64,760	49,296	-23.9%
成本收入比		51.79%	61.41%	55.91%	-5.5pc	4.1pc	51.79%	54.58%	58.28%	83.00%	55.91%	-27.1pc
资产减值损失		11,600	35,328	8,621		-25.7%	11,600	15,508	4,365	3,855	8,621	123.6%
贷款减值损失		11,136	37,588	9,173		-17.6%	11,136	14,962	6,118	5,372	9,173	70.7%
信用成本		0.67%	0.55%	0.49%	-6bp	-18bp	0.67%	0.87%	0.35%	0.30%	0.49%	20bp
所得税费用		3,767	6,009	3,179		-15.6%	3,767	1,756	3,120	-2,634	3,179	-220.7%
有效税率		13.08%	6.58%	10.79%	4.2pc	-2.3pc	13.08%	7.35%	10.44%	-29.98%	10.79%	40.8pc
<b>规模增长</b>												
总资产		13,274,075	14,067,282	14,697,475	4.5%	10.7%	13,274,075	13,426,421	13,523,061	14,067,282	14,697,475	4.5%
生息资产余额		12,530,571	13,264,102	13,880,835	4.6%	10.8%	12,530,571	12,661,045	12,736,522	13,264,102	13,880,835	4.6%
贷款总额		6,808,773	7,210,433	7,622,902	5.7%	12.0%	6,808,773	6,991,064	7,151,869	7,210,433	7,622,902	5.7%
对公贷款		2,913,170	3,164,328	3,410,422	7.8%	17.1%	2,913,170	3,038,835	3,134,132	3,164,328	3,410,422	7.8%
个人贷款		3,895,603	4,046,105	4,212,480	4.1%	8.1%	3,895,603	3,952,229	4,017,737	4,046,105	4,212,480	4.1%
同业资产		707,150	694,602	772,885	11.3%	9.3%	707,150	710,855	526,350	694,602	772,885	11.3%
金融投资		4,560,510	4,958,899	5,074,419	2.3%	11.3%	4,560,510	4,556,578	4,666,768	4,958,899	5,074,419	2.3%
存放央行		1,251,270	1,263,951	1,281,843	1.4%	2.4%	1,251,270	1,229,495	1,241,853	1,263,951	1,281,843	1.4%
总负债		12,430,546	13,241,468	13,805,964	4.3%	11.1%	12,430,546	12,585,183	12,705,054	13,241,468	13,805,964	4.3%
付息负债余额		12,324,848	13,146,325	13,712,059	4.3%	11.3%	12,324,848	12,604,438	12,604,624	13,146,325	13,712,059	4.3%
吸收存款		11,919,329	12,714,485	13,240,198	4.1%	11.1%	11,919,329	12,122,517	12,265,045	12,714,485	13,240,198	4.1%
企业活期		n.a	924,174	n.a	n.a	n.a	n.a	961,592	n.a	924,174	n.a	n.a
个人活期		n.a	3,185,218	n.a	n.a	n.a	n.a	2,882,353	n.a	3,185,218	n.a	n.a
企业定期		n.a	505,392	n.a	n.a	n.a	n.a	464,034	n.a	505,392	n.a	n.a
个人定期		n.a	8,096,979	n.a	n.a	n.a	n.a	7,811,420	n.a	8,096,979	n.a	n.a
同业负债		285,463	305,115	329,454	8.0%	15.4%	285,463	220,957	216,829	305,115	329,454	8.0%
发行债券		101,346	101,910	111,356	9.3%	9.9%	101,346	102,224	101,029	101,910	111,356	9.3%
向央行借款		18,710	24,815	31,051	25.1%	66.0%	18,710	18,740	21,721	24,815	31,051	25.1%
所有者权益		842,022	824,225	889,917	8.0%	5.7%	842,022	839,724	816,463	824,225	889,917	8.0%
总股本		92,384	92,384	99,161	7.3%	7.3%	92,384	92,384	92,384	92,384	99,161	7.3%
<b>资产质量</b>												
不良贷款		55,790	60,736	62,620	3.1%	12.2%	55,790	57,888	58,899	60,736	62,620	3.1%
不良率		0.82%	0.84%	0.82%	-2bp	0bp	0.82%	0.83%	0.82%	0.84%	0.82%	-2bp
关注贷款		32,363	40,067	41,847	4.4%	29.3%	32,363	35,351	39,128	40,067	41,847	4.4%
关注率		0.48%	0.56%	0.55%	-1bp	7bp	0.48%	0.51%	0.55%	0.56%	0.55%	-1bp
逾期贷款		63,089	68,238	72,223	5.8%	14.5%	63,089	63,601	67,249	68,238	72,223	5.8%
逾期率		0.93%	0.95%	0.95%	0bp	2bp	0.93%	0.91%	0.94%	0.95%	0.95%	0bp
不良生成额		5,025	36,115	7,564	-79.1%	50.5%	5,025	5,417	3,564	22,109	7,564	-65.8%
不良生成率		0.31%	0.56%	0.42%	-14bp	11bp	0.31%	0.32%	0.20%	1.24%	0.42%	-82bp
核销转出额		1,920	28,064	5,680	-79.8%	195.7%	1,920	3,319	2,553	20,272	5,680	-72.0%
核销转出率		14.58%	53.27%	37.41%	-15.9pc	22.8pc	14.58%	23.79%	17.64%	137.67%	37.41%	-100.3pc
逾期90+偏离度		n.a	70.7%	n.a	n.a	n.a	n.a	73.1%	n.a	70.7%	n.a	n.a
拨备覆盖率		413.6%	386%	381%	-4.4pc	-32.5pc	413.6%	409.3%	404.5%	385.5%	381.1%	-4.4pc
拨贷比		3.39%	3.25%	3.13%	-12bp	-26bp	3.39%	3.39%	3.33%	3.25%	3.13%	-12bp
<b>资本情况</b>												
核心一级资本充足率		9.61%	9.36%	9.72%	36bp	11bp	9.61%	9.33%	9.55%	9.36%	9.72%	36bp
一级资本充足率		12.37%	11.29%	11.54%	25bp	-83bp	12.37%	12.02%	11.53%	11.29%	11.54%	25bp
资本充足率		14.99%	13.82%	14.01%	19bp	-98bp	14.99%	14.60%	14.10%	13.82%	14.01%	19bp

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行	1,263,951	1,366,350	1,502,986	1,653,284
同业资产	694,602	729,332	765,799	804,089
贷款总额	7,210,433	8,003,581	8,883,974	9,861,212
贷款减值准备	-232,723	-244,830	-265,543	-286,651
贷款净额	6,977,710	7,758,751	8,618,432	9,574,561
证券投资	4,958,899	5,569,384	6,049,825	6,571,703
其他资产	172,120	193,702	212,706	233,636
<b>资产合计</b>	<b>14,067,282</b>	<b>15,617,520</b>	<b>17,149,748</b>	<b>18,837,273</b>
同业负债	329,930	362,923	399,215	439,137
存款余额	12,714,485	14,113,078	15,524,386	17,076,825
应付债券	101,910	115,413	121,053	126,969
其他负债	95,143	99,927	109,879	120,825
<b>负债合计</b>	<b>13,241,468</b>	<b>14,691,342</b>	<b>16,154,535</b>	<b>17,763,756</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>825,814</b>	<b>926,178</b>	<b>995,213</b>	<b>1,073,517</b>

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	273,593	286,314	313,726	344,482
净手续费收入	28,434	36,396	41,855	48,133
其他非息收入	32,929	29,460	32,406	35,646
<b>营业收入</b>	<b>334,956</b>	<b>352,169</b>	<b>387,986</b>	<b>428,262</b>
税金及附加	-2,620	-3,092	-3,421	-3,803
业务及管理费	-205,705	-216,276	-238,272	-263,006
营业外净收入	180	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>126,692</b>	<b>132,738</b>	<b>146,222</b>	<b>161,374</b>
资产减值损失	-35,328	-28,298	-29,131	-29,992
<b>税前利润</b>	<b>91,364</b>	<b>104,440</b>	<b>117,091</b>	<b>131,382</b>
所得税	-6,009	-12,205	-13,684	-15,354
<b>税后利润</b>	<b>85,355</b>	<b>92,234</b>	<b>103,408</b>	<b>116,029</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>85,224</b>	<b>92,217</b>	<b>103,388</b>	<b>116,006</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>78,516</b>	<b>85,509</b>	<b>96,680</b>	<b>109,298</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	1.56%	4.65%	9.57%	9.80%
手续费净增速	29.20%	28.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	24.27%	7.32%	12.76%	12.82%
拨备前利润增速	-1.11%	4.77%	10.16%	10.36%
归属母公司净利润增速	11.89%	8.21%	12.11%	12.20%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	11.89%	11.64%	11.80%	12.24%
ROAA	0.64%	0.62%	0.63%	0.64%
RORWA	1.25%	1.20%	1.21%	1.23%
生息率	3.76%	3.57%	3.57%	3.57%
付息率	1.61%	1.54%	1.54%	1.54%
净利差	2.15%	2.03%	2.03%	2.03%
净息差	2.17%	2.04%	2.04%	2.03%
成本收入比	61.41%	61.41%	61.41%	61.41%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	13.82%	13.68%	13.34%	13.05%
核心资本充足率	11.29%	11.29%	11.05%	10.86%
风险加权系数	51.65%	52.21%	52.21%	52.21%
股息支付率	30.01%	30.00%	30.00%	30.00%

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	60,736	64,754	68,341	72,783
不良贷款净生成率	0.56%	0.30%	0.15%	0.15%
不良贷款率	0.84%	0.81%	0.77%	0.74%
拨备覆盖率	386%	378%	389%	394%
拨贷比	3.25%	3.06%	2.99%	2.91%
<b>流动性</b>				
贷存比	56.71%	56.71%	57.23%	57.75%
贷款/总资产	51.26%	51.25%	51.80%	52.35%
平均生息资产/平均总资产	94.32%	94.20%	94.1%	94.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
EPS	0.85	0.87	0.97	1.10
BVPS	7.41	7.91	8.61	9.40
每股股利	0.26	0.28	0.31	0.35
<b>估值指标</b>				
P/E	6.47	6.32	5.64	4.99
P/B	0.74	0.70	0.64	0.59
P/PPOP	4.01	4.11	3.73	3.38
股息收益率	4.69%	5.07%	5.69%	6.38%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>