

聚焦稳健发展 经营韧性不断增强

增持(维持)

——邮储银行(601658)深度报告

2024年11月27日

投资要点:

储蓄代理费率再次调整:以2023年代理网点日均存款余额计算,综合费率下降约16BPS,节约储蓄代理费150.6亿元。费率调整方案通过后,将从2024年7月1日起执行,测算对2024年/2025年净利润贡献约为70亿元/140亿元。

存款优势助力邮储银行业务快速发展:储蓄代理模式助力邮储银行存款增长保持高位。截至2024年6月末,邮储银行的存款占总负债的比重达到96.5%。个人存款占存款的比重为88.9%。较高的个人存款占比,使得个人银行业务的收入贡献度持续保持高位,其中,分部间的利息净收入贡献了个人银行营收的80.8%。代理储蓄存款促进邮储银行个人客户数量与管理个人客户资产(AUM)规模不断增长,约69%的个人有效客户、80%的个人存款、78%的个人客户AUM来自于代理金融。邮储银行重视三农、普惠金融等业务的发展。截至2024年6月末,涉农贷款达到2.22万亿元,普惠小微企业贷款达到1.59万亿元,个人小额贷款达到1.54万亿元。

资产质量整体保持稳健:邮储银行不良贷款率、关注率、逾期率均低于国有大行的平均水平。抵质押贷款占比处于相对较高的位置。前瞻指标,不良生成率,仍处于行业较低水平。拨备覆盖率高于国有大行均值水平,而拨贷比低于国有大行的平均水平。短期零售贷款压力上升。

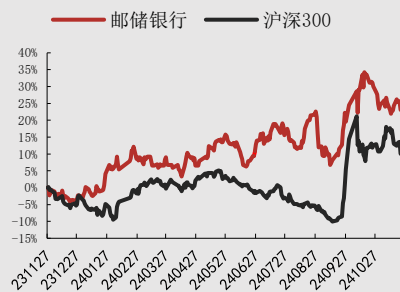
科技投入保持高位,赋能业务、管理和风控:2023年,信息科技投入112.78亿元,同比增长5.88%,占营业收入的3.29%。总行IT队伍增加至5061人,全行超过7000人。

盈利预测与投资建议:考虑到银行业发展大环境,结合邮储银行自身的特点。我们认为邮储银行存款成本优势,仍有望助力业绩的稳定,而普惠金融上的优势以及持续布局,有助于新增信贷的扩张,资产质量相对优异,零售贷款风险短期或有波动。向前看,零售业务仍有较大的挖掘空间,以及潜在的储蓄代理服务费率调整可能。并结合邮储银行的发展策略,叠加金融科技的赋能,我们认为邮储银行整体经营效率或有望稳步提升。长期看,邮储银行大零售业务在现有庞大的客户基础上深度挖掘,或有望推动中收的增长。我们测算的公司2024年-2026年营收同比增速0.04%/4.74%和6.32%,净利润同比增速为-2.23%/6.43%和

基础数据

总股本(百万股)	99,161.08
流通A股(百万股)	67,122.40
收盘价(元)	5.33
总市值(亿元)	5,285.29
流通A股市值(亿元)	3,577.62

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

信贷规模高增 营收表现稳健

营收保持高增

经营稳健 关注结构优化和效率提升

分析师:

郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	342,507	342,634	358,859	381,521
增长率(%)	2.25	0.04	4.74	6.32
归母净利润(百万元)	86,270	84,345	89,766	97,647
增长率(%)	1.23	-2.23	6.43	8.78
每股收益(元)	0.87	0.85	0.91	0.98
市盈率(倍)	6.0	6.2	5.8	5.3
市净率(倍)	0.66	0.62	0.57	0.53

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

8.78%。综合考虑公司的业务发展情况以及估值等因素，维持公司增持评级。按照 11 月 25 日收盘价 5.24 元/股，对应的邮储银行 2024 年-2026 年的 PB 估值分别为 0.62 倍/0.57 倍/0.53 倍。

风险因素：公司战略发展推进不及预期；受净资本监管压力影响，规模扩张持续性不及预期；资产端收益率下行超预期以及负债端成本管控不及预期，都会影响净息差变动幅度；资产质量持续改善趋势不及预期；储蓄代理费率调整等。

正文目录

1 储蓄代理费率再次调整	5
1.1 “自营+代理”运营模式.....	5
1.2 储蓄代理费率及调整方式.....	5
1.3 本次代理费率调整细则.....	6
1.4 优化被动调整机制触发条件，加强主动调整机制的运用.....	7
2 存款优势助力邮储银行业务快速发展	7
2.1 存款优势明显，成本优于同业.....	8
2.2 个人银行业务收入贡献度保持高位.....	8
2.3 存款优势为理财以及财富管理相关业务的发展提供基础.....	9
2.4 普惠小微金融业务快速增长.....	10
3 资产质量整体保持稳健	11
3.1 贷款占比提升，结构调整.....	11
3.2 资产质量相对优异，短期零售贷款压力上升.....	13
4 科技投入持续增加，赋能业务、管理和风控	15
5 盈利预测及投资建议	16
5.1 银行业整体经营情况展望.....	16
5.1.1 发行特别国债补充核心一级资本.....	16
5.1.2 大行新增信贷市场份额提升.....	16
5.1.3 净息差仍有下行压力.....	16
5.1.4 不良生成率或保持稳定.....	16
5.2 盈利预测及投资建议.....	16
6 风险提示	17
图表 1: 自营网点和代理网点结构 (单位: 个).....	5
图表 2: 综合费率变动趋势 (单位: %).....	6
图表 3: 各类存款分档费率 (单位: 百万元, %).....	7
图表 4: 存款同比增速 (单位: %).....	8
图表 5: 存款占比相关数据 (单位: %).....	8
图表 6: 活期存款占比对比 (单位: %).....	8
图表 7: 存款成本对比 (单位: %).....	8
图表 8: 各业务分部利润贡献 (单位: %).....	9
图表 9: 个人客户 AUM 和个人存款 (单位: 万亿元).....	9
图表 10: 个人客户数 (单位: 亿户).....	9
图表 11: 个人客户数量构成 (单位: 亿户).....	10
图表 12: 个人客户资产 (AUM) 规模 (单位: 万亿元).....	10
图表 13: 2023 年末手续费收入来源 (单位: %).....	10
图表 14: 普惠金融业务贷款增长 (单位: 万亿元).....	11
图表 15: 企业贷款收益率对比 (单位: %).....	11
图表 16: 个人贷款收益率对比 (单位: %).....	11
图表 17: 2024 年 6 月末各国有行的贷款占比 (单位: %).....	12
图表 18: 截至 2024 年 6 月末总资产结构 (单位: %).....	12
图表 19: 2024 年 6 月末邮储银行贷款结构 (单位: %).....	12
图表 20: 截至 2024 年 6 月末个人贷款结构 (单位: %).....	13

图表 21: 各类个人贷款占比较 2021 年变化 (单位: %)	13
图表 22: 公司类贷款中各行业占比 (单位: %)	13
图表 23: 公司类贷款中各行业占比变动 (单位: %)	13
图表 24: 邮储银行资产质量相关指标 (单位: %)	14
图表 25: 6 月末邮储银行和国有大行均值比较 (单位: %)	14
图表 26: 国有大行抵质押贷款占比对比 (单位: %)	14
图表 27: 邮储银行不良生成率 (单位: %)	14
图表 28: 个贷相关不良率变动趋势 (单位: %)	14
图表 29: 信息科技投入及同比增速 (单位: 亿元, %)	15
图表 30: 信息科技投入/营收 (单位: %)	15
图表 31: 科技人员数量 (单位: 人)	15

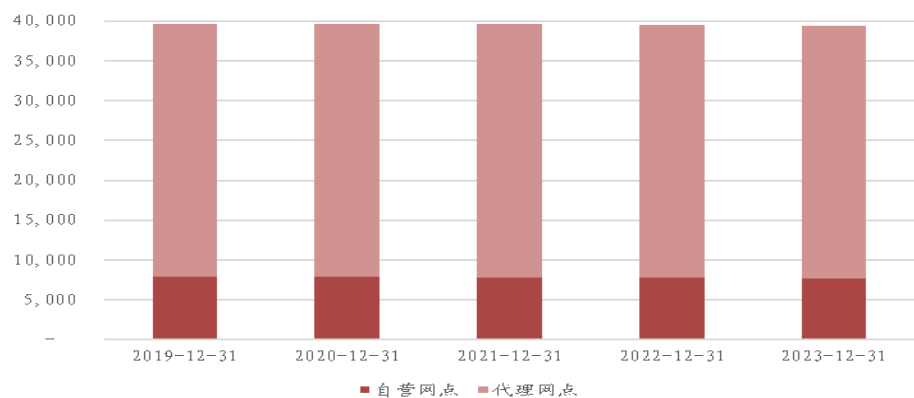
1 储蓄代理费率再次调整

1.1 “自营+代理”运营模式

经国务院同意并经中国银监会核准，邮储银行自2007年成立起确立了“自营+代理”的运营模式，邮储银行和邮政集团订立委托代理银行业务框架协议，该委托代理银行业务框架协议在符合股票上市地监管规则要求或相关要求获豁免的前提下，有效期为无限期。

截至2023年末，邮储银行网点数量为3.94万个，位居行业第一。其中，自营网点7685个，代理网点31,679个，代理网点占总网点数比重达到80.5%。区域分布呈现明显下沉，县域以下网点占比多年保持稳定。

图表1: 自营网点和代理网点结构 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

根据协议，邮储银行委托邮政企业在代理网点提供吸收本外币储蓄存款服务、结算类金融服务、代理类金融服务及其他服务。代理网点设立于邮政企业的营业场所，其人员和财产全部为邮政企业所有。邮政企业就代理网点在营业场内的日常运营进行直接管理。邮储银行在代理网点的业务发展、机构管理、人员管理以及风险管理等方面履行指导。

由于上述合作关系，邮储银行需要向邮政企业支付代理手续费，包括储蓄代理费、代理结算类业务支出、代理销售支出、接受邮政提供其他综合服务的支出等。在2023年，根据邮政集团与邮储银行的委托代理银行业务框架协议，邮储银行按照固定费率、分档计费计算并支付给邮储集团储蓄代理费1149.24亿元；代理网点办理中间业务取得的收入先由邮储银行确认，再按照谁办理、谁受益的原则，由邮储银行支付给邮政，其中结算业务支出和代理销售及其他佣金支出分别为67.6亿元和128.73亿元，二者合计占手续费及佣金支出的85.91%。

1.2 储蓄代理费率及调整方式

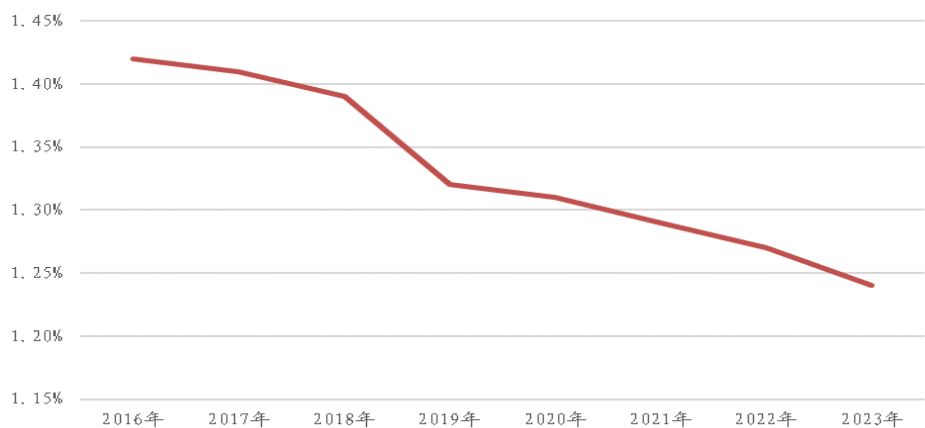
邮储银行按照“固定费率、分档计费”的原则计算向邮政集团支付的代理吸收人

人民币存款业务储蓄代理费，即针对不同期限储蓄存款分档适用不同的储蓄代理费率，并根据分档费率及每档储蓄存款日均余额计算存款的实际加权平均储蓄代理费率(综合费率)。

2011年邮储银行和邮政集团经协商，在综合考虑成本等因素，并参考邮储银行前身历史上形成的代理储蓄存款加权平均净利差，以初始储蓄代理费综合费率1.50%为基础实行“固定费率、分档计费”的定价模式。因此，2016年邮储银行和邮政集团同意为储蓄代理费综合费率设定初始上限1.50%。其中，活期存款（存款付息率较低）储蓄代理费率较高，而定期存款（存款付息率较高）储蓄代理费率较低。储蓄代理费率与就相关存款所应支付予客户的存款付息率之间整体呈负相关。

每年的综合费率根据当年分档费率与每档储蓄存款日均余额计算得出，综合费率随邮储银行代理储蓄存款结构变动。自邮储银行2016年H股上市以来，综合费率从1.42%下降18个BPS至2023年的1.24%，降幅12.52%。

图表2: 综合费率变动趋势（单位：%）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

储蓄代理费的调整方式主要分为主动和被动两种：

主动调整又分为两类：一是根据实际经营需求等因素对分档费率进行调整；二是如由于年度内代理储蓄存款结构变化，年度综合费率预计将超过综合费率上限的，综合费率上限的调整须履行决策程序并签署相应的补充协议。

被动调整则是在未来利率环境发生重大变化时，比如最近一期工商银行、农业银行、中国银行和建设银行会计年度平均净利差相对最近一次被动调整当年之前十年（包括最近一次被动调整当年）四大国有商业银行平均净利差上下波动超过某一比例，邮储银行及邮政集团应在知悉该情形发生之日起六个月内协商确定是否调整及何调整综合费率，根据调整后的综合费率调整的分档费率并履行决策程序。

1.3 本次代理费率调整细则

2022年3月30日四大行2021年度业绩公告完毕，四大行的平均净利差为1.86%，首

次低于被动调整的下限1.87%，触发被动调整。经2022年第八次董事会和2022年第一次临时股东大会审议通过，邮储银行对代理人民币个人存款业务储蓄代理费率进行了调整，并重置被动调整触发条件。2022年9月29日，邮储银行与邮政集团签署了附生效条件的《补充协议》，对上述调整方案进行了约定。《补充协议》自2022年11月1日起生效。2022年，邮储银行与邮政集团协商调整个人存款业务储蓄代理费率，并重置被动调整触发条件。2024年3月29日四大行2023年业绩公告完毕，四大行平均净利差为1.44%，低于重置后的被动调整下限1.64%，再次触发被动调整。

本次调整方案费率调整幅度高于2022年，活期存款代理费率调整幅度较定期存款更大，其中活期/通知存款/定活两便存款代理费率分别压降34BPS/23BPS/20BPS，3个月/半年/一年/两年/三年存款代理费率分别压降17BPS/15BPS/10BPS/20BPS/8BPS，五年期存款代理费率仍为零。

以2023年代理网点日均存款余额计算，综合费率下降约16BPS，节约储蓄代理费150.6亿元。费率调整方案通过后，将从2024年7月1日起执行，测算对2024年/2025年净利润贡献约为70亿元/140亿元。

图表3: 各类存款分档费率 (单位: 百万元, %)

	2023 年日均余额	调整前	调整后	调整幅度	静态储蓄代理费影响
活期	2,080,719	2.33	1.99	-33.80	-7,033
定活两便	14,853	1.50	1.30	-19.80	-29
通知存款	42,286	1.70	1.48	-22.50	-95
三个月	166,080	1.25	1.09	-16.50	-274
半年	252,535	1.15	1.00	-14.90	-376
一年	5,318,262	1.10	1.00	-10.10	-5,371
两年	611,376	0.35	0.15	-20.10	-1,229
三年	810,787	0.10	0.02	-8.00	-649
五年	4,655	-	-	-	-
每日储蓄现金(含在途)余额	15,467	1.50	1.50	-	-
合计		-	-	-	-15,057

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.4 优化被动调整机制触发条件，加强主动调整机制的运用

此前被动调整机制挂钩四大行最近十年平均净利差，变动相对滞后，不能及时反映市场环境变化。此次调整后，被动调整机制改为挂钩四大行最近五年平均净利差，未来四大行平均净利差高于2.23%或低于1.37%时将触发被动调整。

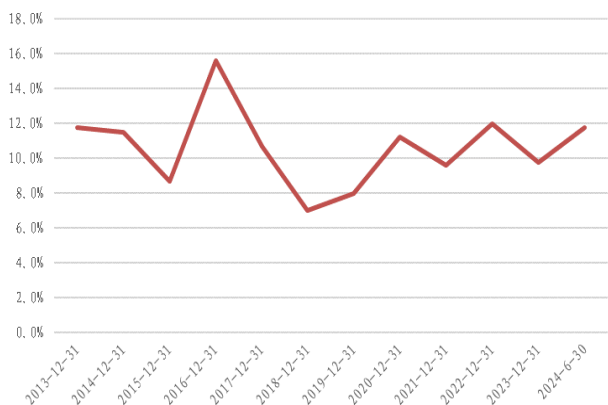
《委托代理协议》还明确了储蓄代理费率的主动调整情形。2025年及以后年度，邮储银行将加强对主动调整机制的运用，进行定期评估，综合考虑市场利率变化、邮储银行实际经营需求、储蓄代理费增长与邮储银行营收增长的关系等因素，与邮政集团积极协商，适时启动主动调整工作。

2 存款优势助力邮储银行业务快速发展

2.1 存款优势明显，成本优于同业

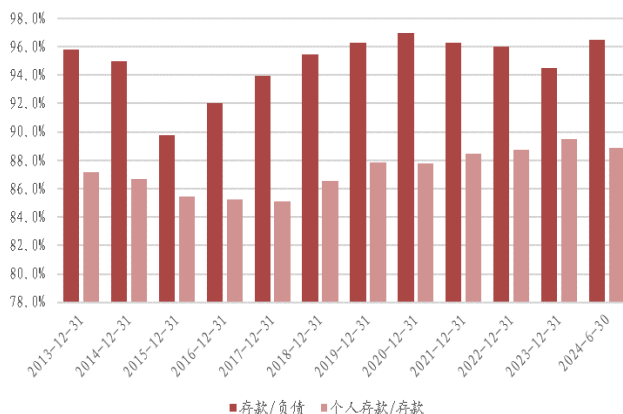
储蓄代理模式助力邮储银行存款增长保持高位。截至2024年6月末，邮储银行的存款达到了14.87万亿元，同比增速为11.8%，占邮储银行总负债的比重达到96.5%。另外，个人存款占存款的比重为88.9%。

图表4: 存款同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

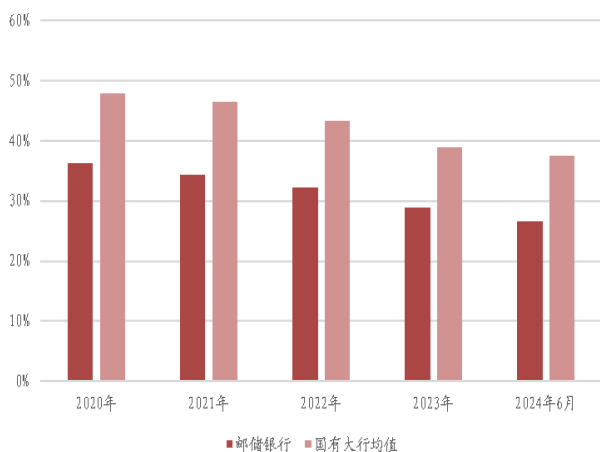
图表5: 存款占比相关数据 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

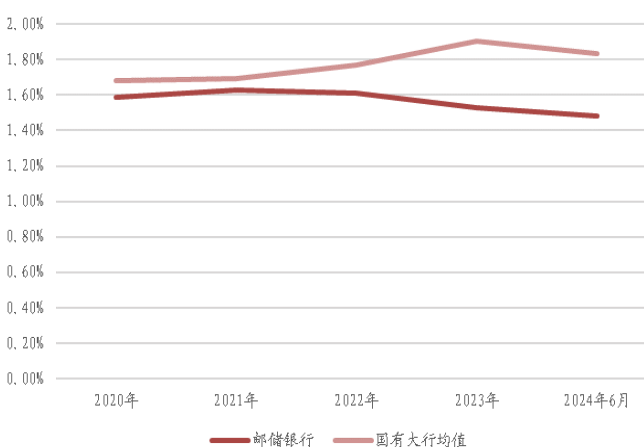
截至2024年6月末，邮储银行的活期存款占比仅为27%，低于国有大行38%的均值水平。不过从存款成本的绝对水平看，截至2024年6月末，邮储银行的存款成本仅为1.48%¹，处于整个上市银行中的较低水平。另外，从过去几年存款整体成本数据变动趋势看，波动幅度相对较小，表明邮储银行对存款成本的整体管控相对较好。

图表6: 活期存款占比对比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表7: 存款成本对比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

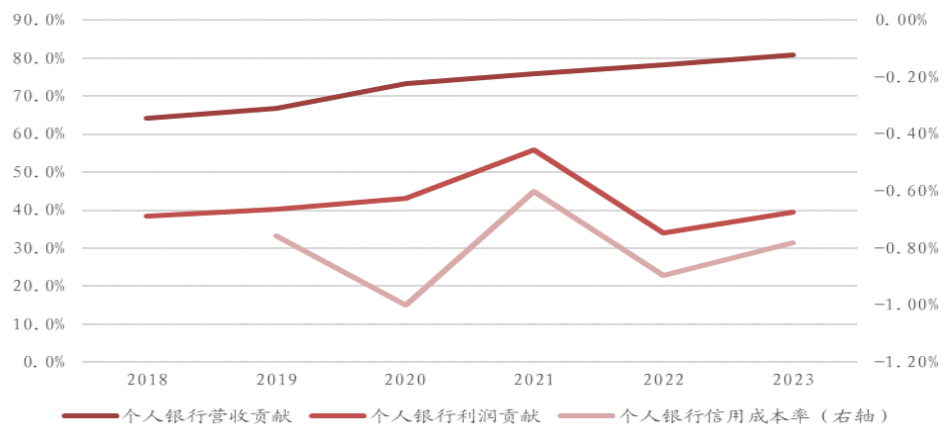
2.2 个人银行业务收入贡献度保持高位

较高的个人存款占比，使得个人银行业务的收入贡献度持续保持高位。截至2024年6月末，个人银行营收达到2497.15亿元，个人银行业务营收贡献度达到72.9%，同比提

¹ 未考虑储蓄代理成本

升2.8个百分点。其中，分部间的利息净收入贡献了个人银行营收的80.8%。同期，个人银行业务营业利润达到360.27亿元，占比39.4%，较2021年末下降16.7个百分点。营业利润贡献度下行主要是受当期信用成本的影响。

图表8: 各业务分部利润贡献 (单位: %)



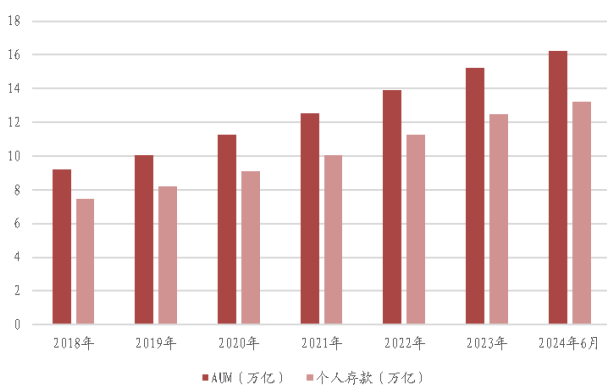
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

2.3 存款优势为理财以及财富管理相关业务的发展提供基础

基础零售业务方面，由于县及县以下个人存款占全行个人存款近70%，邮储银行把握春节旺季和粮收关键营销节点，加大重点客群专属大额存单供给；推进代发、养殖、种植等结算场景打造，拓展活期存款来源。另外，公司积极推进银行卡业务、个人养老金业务以及财富管理业务。

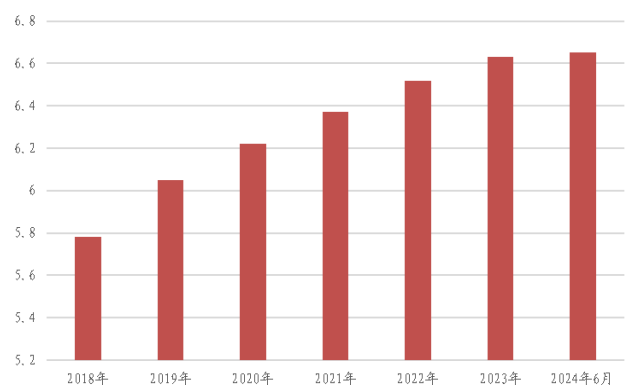
代理储蓄存款促进邮储银行个人客户数量与管理个人客户资产（AUM）规模不断增长，邮储银行约69%的个人有效客户、80%的个人存款、78%的个人客户AUM来自于代理金融。截至2024年6月末，服务个人客户6.65亿户，AUM16.23万亿元。财富管理业务方面，VIP客户5500.37万户；富嘉及以上客户562.45万户。其中，代理有效客户数占比68.6%，代理个人存款占比79.6%，代理个人客户AUM占比78.1%。

图表9: 个人客户 AUM 和个人存款 (单位: 万亿元)



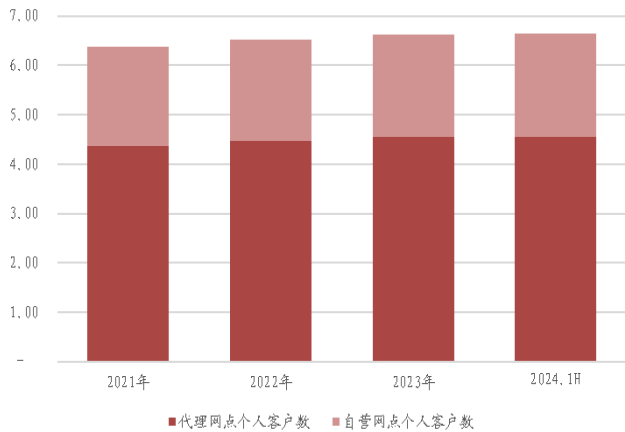
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表10: 个人客户数 (单位: 亿户)



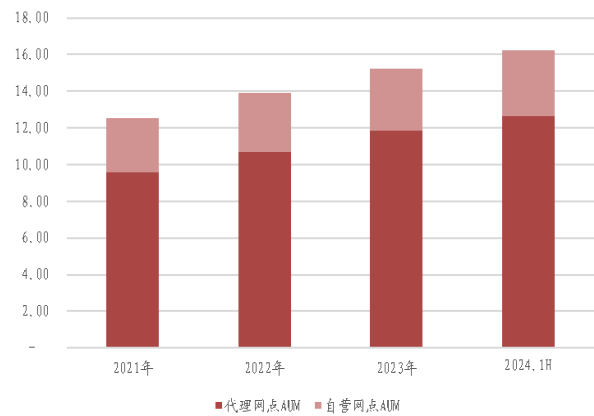
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表11: 个人客户数量构成 (单位: 亿户)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

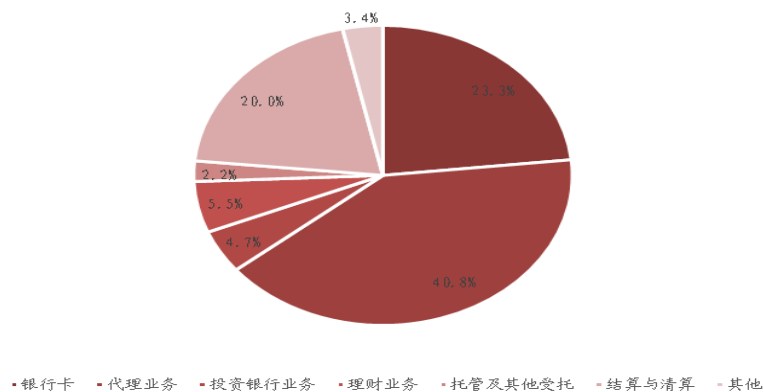
图表12: 个人客户资产 (AUM) 规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

手续费及佣金净收入方面, 截至2023年末, 邮储银行实现手续费及佣金收入511亿元, 其中银行卡业务收入119.25亿元, 代理业务收入208.57亿元, 结算与清算业务收入102.3亿元, 占比分别为23.3%、40.8%和20%。而同期个人银行业务实现手续费及佣金净收入205.56亿元, 占手续费及佣金净收入的比重达到72.8%。

图表13: 2023 年末手续费收入来源 (单位: %)

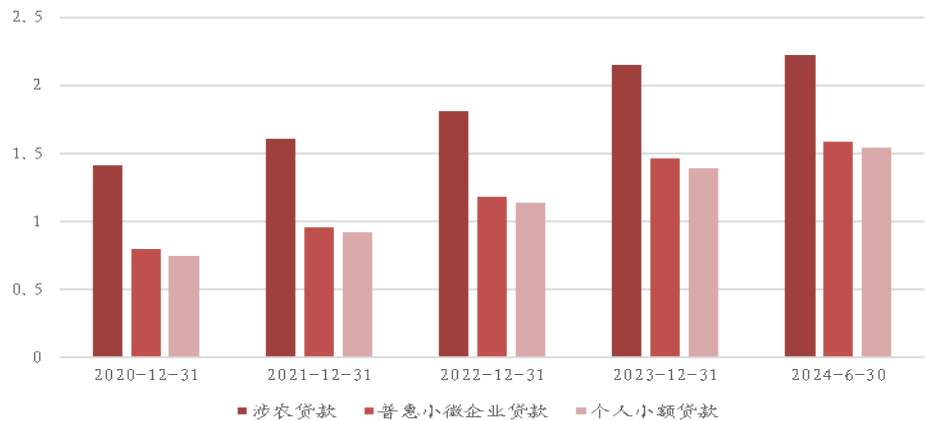


资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

2.4 普惠小微金融业务快速增长

邮储银行重视三农、普惠金融等业务的发展。坚守服务“三农”、城乡居民和中小企业定位, 建立健全服务乡村振兴机构设置, 设立了支持乡村振兴领导小组、乡村振兴及普惠金融管理委员会、三农金融事业部(乡村振兴金融部)的专业化为农服务组织架构, 构建邮银协同、总分联动、母子合力的乡村振兴服务体系。以“三农”金融数字化、集约化、场景化转型为主线, 扎实推进服务乡村振兴核心项目, 加大乡村振兴重点领域信贷投放, 新增贷款保持快速增长态势。截至2024年6月末, 涉农贷款达到2.22万亿元, 普惠小微企业贷款达到1.59万亿元, 个人小额贷款达到1.54万亿元。

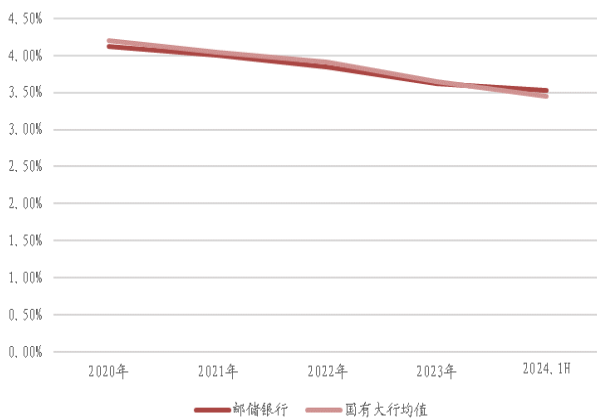
图表14: 普惠金融业务贷款增长 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

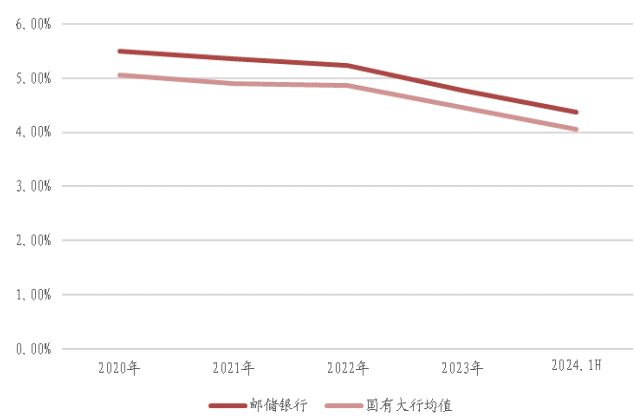
结合贷款端的收益率数据, 邮储银行企业贷款的收益率和其他国有大行基本持平, 而零售贷款的收益率要高于国有大行均值30BP左右。主要是由于零售贷款的结构的影响, 个人小额贷款近两年来增长相对较快, 占比明显提升。综合来看, 邮储银行的贷款收益率高于国有大行均值20BP左右。

图表15: 企业贷款收益率对比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表16: 个人贷款收益率对比 (单位: %)



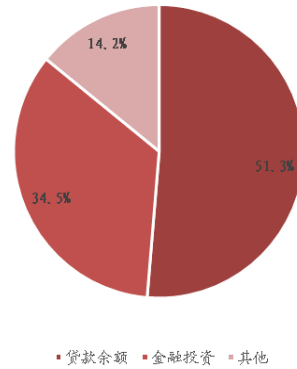
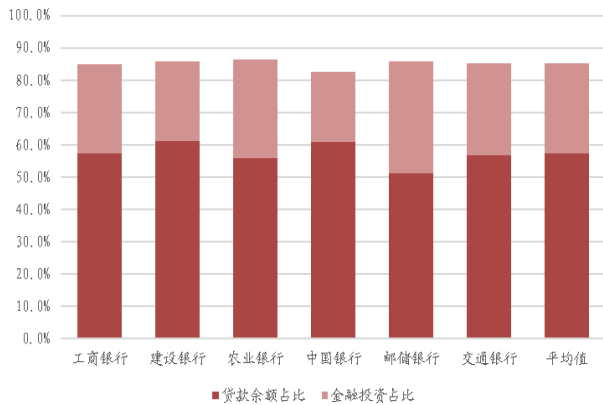
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

3 资产质量整体保持稳健

3.1 贷款占比提升, 结构调整

截至2024年6月末, 邮储银行总资产达到16.41万亿元, 表内贷款余额达到8.42万亿元, 占总资产的比重为51.3%, 较2021年末上升了1.8个百分点, 不过仍低于国有大行57.2%的平均水平。金融投资余额6.51亿元, 占总资产的比重为34.5%, 高于国有大行27.9%的平均值。

图表17: 2024年6月末各国有行的贷款占比(单位%) 图表18: 截至2024年6月末总资产结构(单位: %)

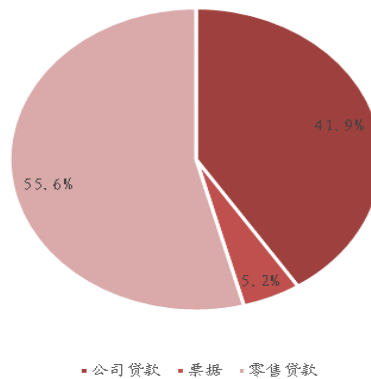


资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

截至2024年6月末, 邮储银行的个人贷款达到4.69万亿元, 占总贷款的比重达到55.6%, 占比较2021年末下降4.6个百分点。同期, 公司类贷款达到3.53万亿元, 占比达到41.9%, 较2021年末上升5.8个百分点。近年来, 虽然零售贷款的占比有所下降, 不过横向对比国有行的平均降幅看, 仍相对较小。

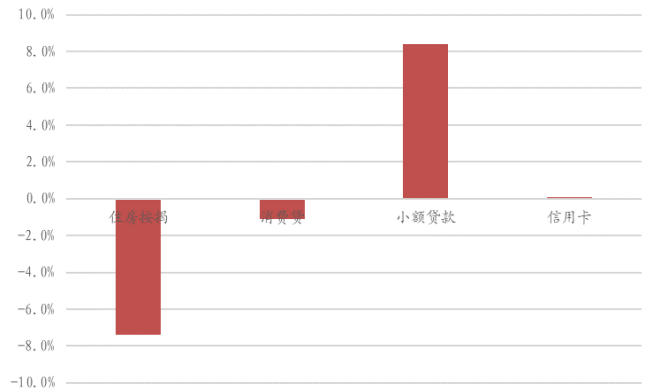
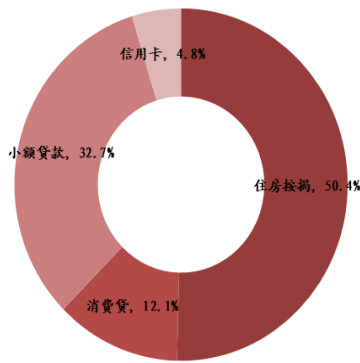
图表19: 2024年6月末邮储银行贷款结构(单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

截至2024年6月末, 邮储银行个人贷款中, 按揭贷款占比50.4%, 较2021年末下降7.4个百分点, 复合增速3.5%; 消费贷占比12.1%, 较2021年末下降1.1个百分点, 复合增速5.5%; 个人小额贷款占比32.7%, 较2021年末上升8.4个百分点, 复合增速23%; 信用卡贷款占比4.8%, 较2021年末上升0.1个百分点, 复合增速10.3%。

图表20: 截至 2024 年 6 月末个人贷款结构 (单位: %) 图表21: 各类个人贷款占比较 2021 年变化 (单位: %)



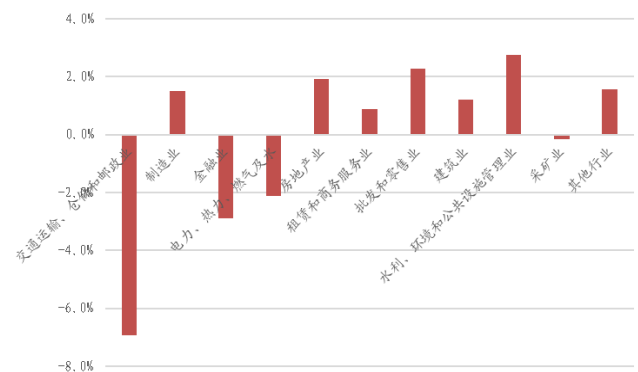
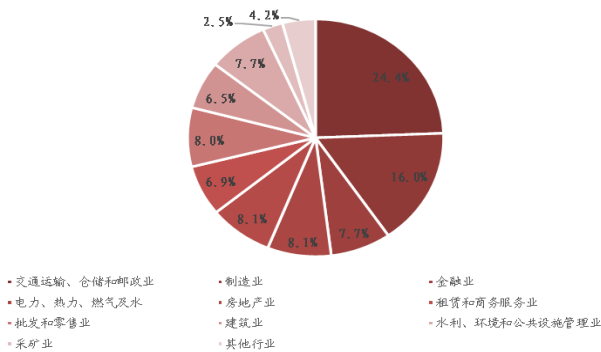
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

截至2024年6月末, 邮储银行公司类贷款中, 交通运输类贷款占比较高, 达到 24.39%; 房地产开发贷的占比8.08%; 制造业贷款占比16%; 批发零售业贷款占比8.04%; 水利和电力相关的公共基础设施类贷款占比合计15.72%, 较2021年末分别变动-6.9%、1.9%、1.5%、2.3%和0.7%。

图表22: 公司类贷款中各行业占比 (单位: %)

图表23: 公司类贷款中各行业占比变动 (单位: %)



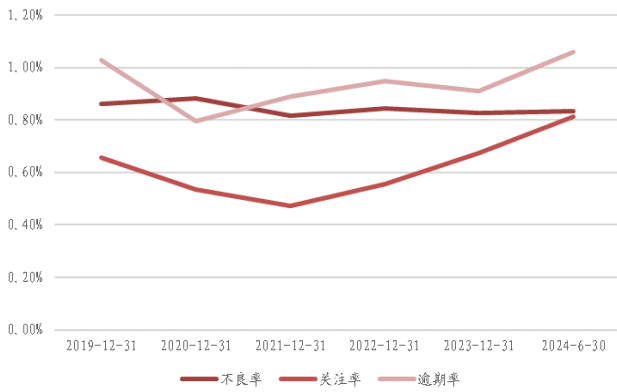
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

3.2 资产质量相对优异, 短期零售贷款压力上升

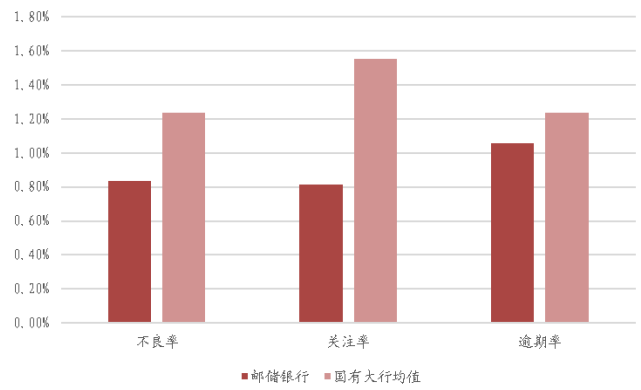
从信贷结构看, 邮储银行个人信贷占比较高, 对公贷款投放中相对低风险贷款的占比较高, 使得邮储银行整体资产质量相对优异。截至2024年6月末, 邮储银行不良贷款率为0.84%, 关注类贷款的占比0.81%, 逾期率1.06%, 均低于国有大行的平均水平。抵质押贷款占贷款总额的比重为57.3%, 处于相对较高的位置。前瞻指标, 不良生成率为0.37%, 较年初下降16BP, 仍处于行业较低水平。

图表24: 邮储银行资产质量相关指标 (单位: %)



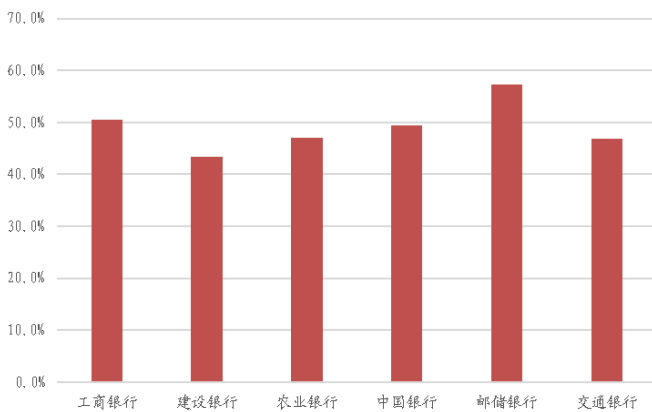
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表25: 6月末邮储银行和国有大行均值比较(单位: %)



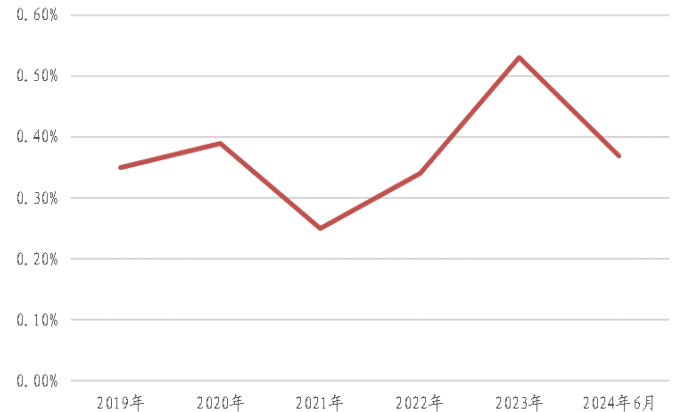
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表26: 国有大行抵质押贷款占比对比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

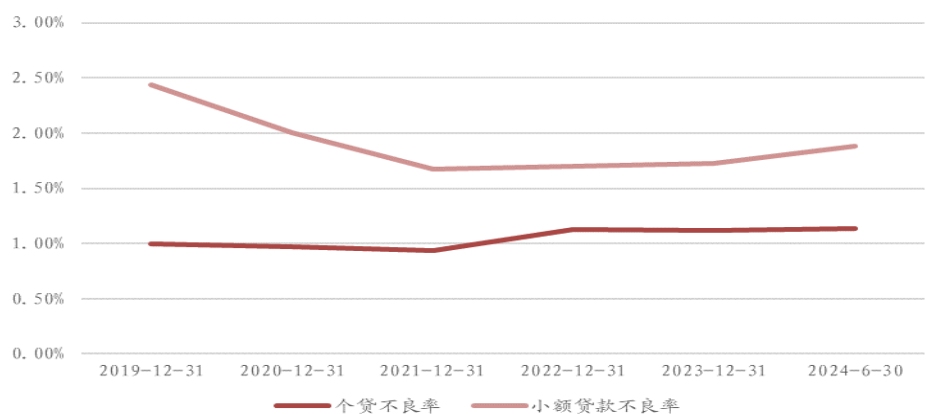
图表27: 邮储银行不良生成率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

具体看个人贷款方面,截至2024年6月末,个人信贷的不良率为1.14%,高于其他可比同业。主要受结构因素的影响,个人小额贷款近两年来增长相对较快,占比提升。截至2024年6月末,小额贷款的不良率为1.88%,明显高于个人贷款整体的不良率水平。

图表28: 个贷相关不良率变动趋势 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

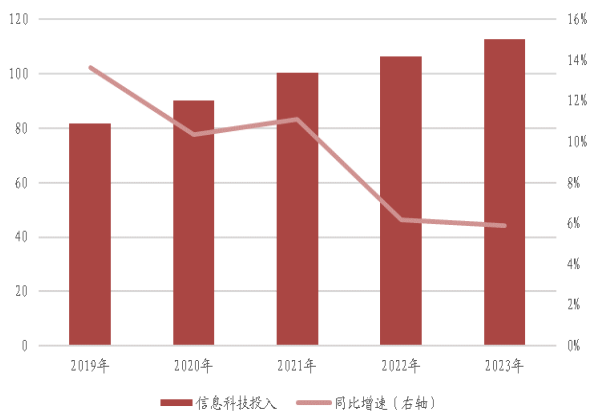
而对公贷款方面，由于公用基础设施相关贷款占比较高，因此总体不良率低于可比同业，截至2024年6月末为0.54%。从对公不良贷款余额的分布看，主要集中在房地产业、制造业和批发零售业务，占比分别为33.8%、18.2%和15.6%。

从拨备的情况，2024年三季度末，邮储银行的拨备覆盖率为301.88%，环比下行，但仍高于国有大行均值水平。拨贷比为2.59%，低于国有大行的平均水平。

4 科技投入持续增加，赋能业务、管理和风控

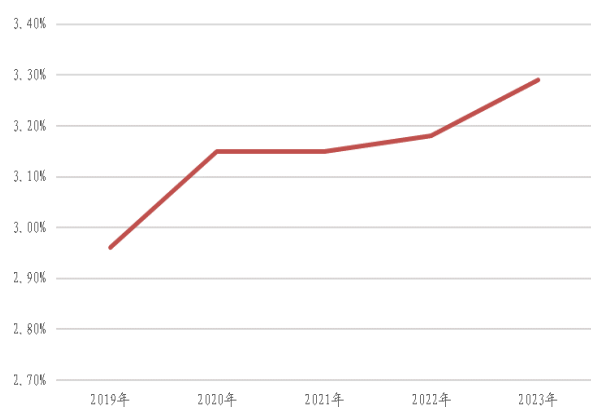
邮储银行围绕“5+1”战略路径，全面构建决胜未来的数智化优势，利用新质生产力加快推进数字化转型，助力做好邮储银行数字金融大文章。2023年，信息科技投入112.78亿元，同比增长5.88%，占营业收入的3.29%。

图表29: 信息科技投入及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

图表30: 信息科技投入/营收（单位：%）

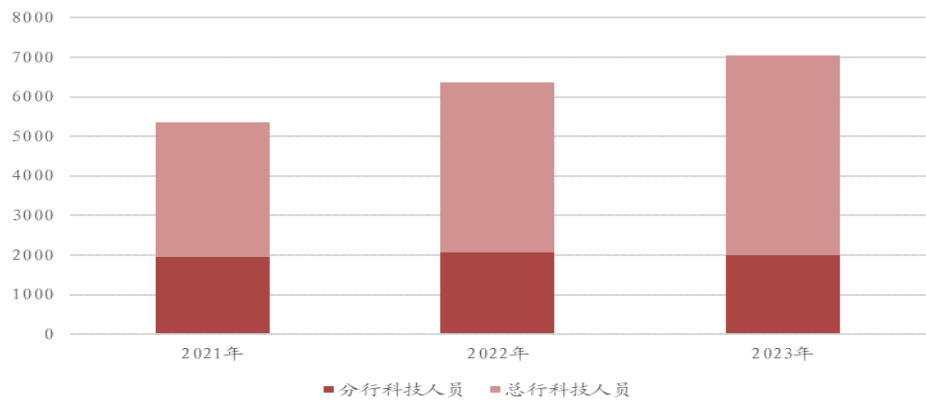


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

科技赋能经营管理方面，构建全行智能生产力应用生态圈，大力推广应用RPA(机器人流程自动化)技术，在财务管理、运营管理、授信管理等领域，代替人工完成文件读取、报告发送、异常提醒、成本分析等大批量、重复性任务，有效促进降本增效。科技赋能业务发展方面，将OCR技术应用至新客开卡、担保贷款等业务场景，辅助进行资金监控和客户服务。智能语言语音技术为普惠金融、财富管理、信贷风控、账户安全等领域提供支持。科技赋能风险管理方面，运用金融科技手段加固安全防线，保障客户财产安全。

科技人才队伍建设方面，加大研发、数据分析、运维等重点领域紧缺人才引入，稳步壮大科技队伍规模，截至2023年末，总行IT队伍增加至5061人，全行超过7000人。

图表31: 科技人员数量（单位：人）



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 银行业整体经营情况展望

5.1.1 发行特别国债补充核心一级资本

10月12日，国新办举行财政部政策新闻发布会，财政部提到“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”。各家银行注资的规模和顺序遵循“分期分批、一行一策”的思路。我们建议关注后续财政部向国有大行注资进度以及节奏、规模、发行价格等因素。整体上看，我们认为对国有大型银行的注资，有助于保持后续信贷增长的稳定性，并相应提高于整体风险抵御能力。而注资对于每股分红的摊薄程度，取决于银行利润和股份增速。

5.1.2 大行新增信贷市场份额提升

过去几年，绿色、普惠、基建和制造业是新增信贷投放的主要方向，占比不断走高。从新增信贷在各类银行间的分布情况看，受负债成本压力以及信用成本的共同约束，中小银行新增市场份额下降，国有大行份额提升。另外，随着政策的逐步落地，市场需求也有望逐步回升。

5.1.3 净息差仍有下行压力

综合考虑2024年初以来LPR的下调、降准、存款持续定期化、存量按揭贷款利率调整、存款挂牌利率的下调以及城投化债减息等相关影响因素，未来商业银行净息差仍有下行的可能，不过降幅持续收窄。此外，结合行业经营环境，我们预计未来一段时间内的货币政策或仍以对称性降息为主。

5.1.4 不良生成率或保持稳定

2024年以来，商业银行整体资产质量变动趋势呈现净不良生成率环比保持稳定，部分银行甚至走低，零售贷款不良上升的特点。我们预计2025年，在逆周期调节政策的推动下，叠加经济预期回暖，上市银行净不良生成率或保持稳定。

5.2 盈利预测及投资建议

考虑到上述行业发展大环境，结合邮储银行自身的特点，我们认为邮储银行存款

成本优势，仍有望助力业绩的稳定，而普惠金融上的优势以及持续布局，有助于新增信贷的扩张，资产质量相对优异，零售贷款风险短期或有波动。

另外，邮储银行零售业务仍有较大的挖掘空间，以及潜在的储蓄代理服务费率调整可能。并结合邮储银行的发展策略，叠加金融科技的赋能，我们认为邮储银行整体经营效率或有望稳步提升。长期看，邮储银行大零售业务在现有庞大的客户基础上深度挖掘，或有望推动中收的增长，以及收入占比的提升。

由于银行业整体净息差持续收窄、中间业务收入负增长等因素拖累营收增长，叠加公司自身储蓄代理费率的再次调整，我们相应调整公司的盈利预测假设如下：

第一，贷款增速方面，综合考虑资本占用、信贷投放分配等因素，我们预估未来三年贷款增速保持在10%左右。第二，净息差方面，银行业整体仍有下行压力。不过考虑到邮储银行较高的个人银行业务占比，以及较强的负债优势。我们预计未来3年公司整体净息差降幅或好于同业。第三，非息收入中，其他非息收入增长基本保持稳定。第四，当前资产质量相对稳定，零售贷款不良有所波动。考虑到银行板块整体周期性特点，叠加邮储银行的业务结构，我们预计存量资产质量保持相对稳定，不良生成大幅波动的概率不高，未来整体拨备计提力度持平或下降。第五，业务及管理费用受整体管控优化，带动成本收入比略有下降。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2024年-2026年营收同比增速为0.04%/4.74%和6.32%，净利润同比增速为-2.23%/6.43%和8.78%。对应的EPS分别为0.85元，0.91元和0.98元。综合考虑公司的业务发展情况以及估值等因素，维持公司增持评级。按照11月25日收盘价5.24元/股，对应的邮储银行2024年-2026年的PB估值分别为0.62倍/0.57倍/0.53倍，PE估值分别为6.2倍/5.8倍/5.3倍。

6 风险提示

银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

公司战略发展推进不及预期；受净资本监管压力影响，规模扩张持续性不及预期；资产端收益率下行超预期以及负债端成本管控不及预期，都会影响净息差变动幅度；资产质量持续改善趋势不及预期；储蓄代理费率调整等。

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023 年 A	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
净利息收入	281,803	284,342	298,030	318,386
利息收入	498,327	525,587	565,963	610,301
利息支出	-216,524	-241,245	-267,932	-291,914
净手续费收入	28,252	24,014	24,494	24,984
净其他非息收入	32,337	34,277	36,334	38,151
营业收入	342,507	342,634	358,859	381,521
业务及管理费	-222,015	-224,235	-235,447	-244,865
拨备前利润	117,764	115,700	120,524	133,553
资产减值损失	-26,171	-25,791	-23,800	-28,336
税前利润	91,593	89,909	96,723	105,217
所得税	-5,175	-5,395	-6,771	-7,365
归母净利润	86,270	84,345	89,766	97,647

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023 年 A	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
贷款总额	8,148,893	9,045,271	9,995,025	10,994,527
债券投资	5,389,742	5,767,024	6,228,386	6,726,657
同业资产	896,484	941,308	988,374	1,037,792
资产总额	15,726,631	17,306,087	18,966,931	20,643,075
存款	13,955,963	15,351,559	16,794,606	18,222,147
非存款负债	814,052	943,256	1,095,318	1,271,941
负债总额	14,770,015	16,294,815	17,889,923	19,494,089
股本或实收资本	99,161	99,161	99,161	99,161
所有者权益总额	956,616	1,011,272	1,077,008	1,148,987

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场