

成本收入比优化，对公业务增长较快

——邮储银行 25Q1 季报点评

核心观点

- 营收增速小幅回落，代理费率调降有效推动成本节约。**截至 25Q1，邮储银行营收、PPOP、归母净利润增速（累计同比增速，下同）分别较 24 年末-1.9pct、+1.7pct、-2.9pct 至-0.1%、6.2%、-2.6%。拆分营收来看，利息净收入增速较 24 年末下降 5.3pct 至-3.8%，或主要是息差收窄的影响；非息收入表现亮眼，手续费净收入增速较 24 年末提升 19.3pct 至 8.8%，其他非息收入提升 6.5pct 至 21.7%，同时其他综合收益余额降至 46 亿元，较 24 年末下降约 45 亿元。得益于 24H2 以来代理费率两次下调，业务及管理费同比下降 4.6%，成本收入比同比改善 2.7pct，带动拨备前利润增速边际回升，但信用成本上行使得归母净利润增速有所回落。
- 规模稳健扩张，对公存款保持较快增长。**截至 25Q1，邮储银行总资产、贷款增速分别较 24 年末-0.3pct、+0.4pct 至 8.3%、9.8%，其中对公实贷增速较 24 年末提升 1.7pct 至 15.2%；总负债、存款增速分别较 24 年末+0.3pct、-0.3pct 至 8.9%、9.2%，对公存款增速较 24 年末大幅提升 6.9pct 至 20.5%。总体来看，对公业务形成有效补位，资产负债结构更为均衡。
- 资产质量总体平稳，拨备覆盖率有所下降。**截至 25Q1，邮储银行不良率为 0.91%，相比 24 年末上行 1bp，关注率、逾期率分别较 24 年末上行 12bp、4bp，公司披露的年化不良净生成率较 24 年末上行 10bp 至 0.94%，预计主要仍是行业性因素影响下，零售领域不良生成压力相对偏大。拨备覆盖率较 24 年末下降 20.0pct 至 266.1%，保持充足的风险抵补能力。

盈利预测与投资建议

- 根据 25Q1 财报数据，上调信贷增速、非息收入增速假设，下调息差假设，预测公司 25/26/27 年归母净利润同比增速为 0.2%/1.3%/1.7%，BVPS 为 8.96/9.57/10.18 元（原预测值分别为 8.97/9.59/10.24 元），当前股价对应 25/26/27 年 PB 为 0.60X/0.56X/0.53X。相比可比公司维持 20% 的估值溢价，对应 25 年 0.80 倍 PB，目标价 7.17 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；信贷需求不及预期；资产质量恶化。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	342,507	348,775	352,082	357,736	367,162
同比增长(%)	2.3%	1.8%	0.9%	1.6%	2.6%
营业利润(百万元)	91,618	93,679	93,914	95,202	96,886
同比增长(%)	1.2%	2.2%	0.3%	1.4%	1.8%
归属母公司净利润(百万元)	86,270	86,479	86,682	87,851	89,381
同比增长(%)	1.2%	0.2%	0.2%	1.3%	1.7%
每股收益(元)	0.80	0.81	0.81	0.82	0.84
每股净资产(元)	7.92	8.37	8.96	9.57	10.18
总资产收益率(%)	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
平均净资产收益率(%)	10.8%	9.8%	9.4%	8.9%	8.5%
市盈率	6.45	6.60	6.60	6.51	6.39
市净率	0.68	0.64	0.60	0.56	0.53

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月29日）	5.35 元
目标价格	7.17 元
52 周最高价/最低价	5.67/4.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,916,108/8,697,856
A 股市值（百万元）	530,512
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2025 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.13	2.88	-1.11	22.17
相对表现%	1.36	6.46	-0.01	18
沪深 300%	-0.23	-3.58	-1.1	4.17



证券分析师

屈俊	qujun@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860523060001
于博文	yubowen1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020002

联系人

王霄鸿	wangxiaohong@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

代理费率调降助力成本节约，对公存款	2025-03-28
增长较好：——邮储银行 2024 年年报点评	
业绩增速回正，存款增长较好：——邮储	2024-11-09
银行 24Q3 季报点评	
业绩小幅回落，净息差较为坚挺：——邮	2024-09-01
储银行 24H1 财报点评	

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						主要财务指标					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	核心假设	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	281,803	286,123	283,912	285,324	290,227	贷款增速	13.02%	9.38%	9.00%	8.00%	8.00%
利息收入	498,327	508,243	510,158	513,753	524,415	存款增速	9.76%	9.54%	9.00%	8.00%	8.00%
利息支出	216,524	222,120	226,246	228,429	234,188	生息资产增速	11.63%	8.26%	8.76%	6.84%	6.86%
净手续费收入	28,252	25,282	27,810	30,035	32,438	计息负债增速	11.66%	8.54%	8.44%	7.55%	7.60%
营业收入	342,507	348,775	352,082	357,736	367,162	平均生息资产收益率	3.33%	3.10%	2.86%	2.68%	2.56%
营业支出	250,889	255,096	258,168	262,534	270,276	平均计息负债付息率	1.56%	1.45%	1.36%	1.27%	1.21%
税金及附加	2,703	2,616	2,598	2,575	2,617	净息差-测算值	1.89%	1.74%	1.59%	1.49%	1.41%
业务及管理费	222,015	224,035	221,108	223,585	228,375	净利差-测算值	1.78%	1.64%	1.50%	1.40%	1.34%
资产减值损失	26,171	28,445	34,463	36,374	39,284	净手续费收入增速	-0.64%	-10.51%	10.00%	8.00%	8.00%
营业利润	91,618	93,679	93,914	95,202	96,886	净其他非息收入增速	-1.45%	15.15%	8.00%	5.00%	5.00%
利润总额	91,599	94,592	94,827	96,115	97,799	拨备支出/平均贷款	0.34%	0.33%	0.37%	0.36%	0.36%
所得税	5,175	7,876	7,896	8,003	8,143	不良贷款净生成率	0.39%	0.45%	0.50%	0.50%	0.50%
净利润	86,424	86,716	86,931	88,112	89,656	成本收入比	64.82%	64.23%	62.80%	62.50%	62.20%
归母净利润	86,270	86,479	86,682	87,851	89,381	实际所得税率	5.65%	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%
						风险资产增速	12.67%	5.26%	5.00%	5.00%	5.00%
资产负债表											
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
贷款总额	8,148,893	8,913,202	9,715,390	10,492,621	11,332,031	业绩增长率					
贷款减值准备	234,471	229,833	221,780	214,552	207,597	净利息收入	3.00%	1.53%	-0.77%	0.50%	1.72%
贷款净额	7,915,245	8,684,144	9,493,610	10,278,070	11,124,434	营业收入	2.25%	1.83%	0.95%	1.61%	2.63%
投资类资产	5,387,588	6,004,127	6,304,333	6,619,550	6,950,528	拨备前利润	-7.06%	4.47%	5.08%	2.47%	3.47%
存放央行	1,337,501	1,314,703	1,666,342	1,799,649	1,943,621	归母净利润	1.23%	0.24%	0.24%	1.35%	1.74%
同业资产	896,484	840,335	882,352	926,469	972,793	盈利能力					
其他资产	189,813	241,601	221,676	238,136	255,916	ROAA	0.58%	0.53%	0.49%	0.46%	0.44%
生息资产	15,770,466	17,072,367	18,568,417	19,838,290	21,198,973	ROAE	10.85%	9.84%	9.35%	8.87%	8.48%
资产合计	15,726,631	17,084,910	18,472,991	19,844,703	21,326,367	RORWA	1.12%	1.03%	0.98%	0.95%	0.92%
存款	13,955,963	15,287,541	16,663,420	17,996,493	19,436,213	资本状况					
向央行借款	33,835	26,138	26,138	26,138	26,138	资本充足率	14.23%	14.44%	12.47%	10.63%	8.91%
同业负债	428,879	377,422	358,551	340,623	323,592	一级资本充足率	11.61%	11.89%	9.79%	7.84%	6.02%
发行债券	261,138	241,980	229,881	218,387	207,468	核心一级资本充足率	9.53%	9.56%	9.76%	9.93%	10.07%
计息负债	14,679,815	15,933,081	17,277,990	18,581,642	19,993,411	资产质量					
负债合计	14,770,015	16,053,261	17,382,283	18,693,804	20,114,095	不良贷款率	0.83%	0.90%	0.85%	0.83%	0.82%
股本	99,161	99,161	99,161	99,161	99,161	拨贷比	2.88%	2.58%	2.28%	2.04%	1.83%
其他权益工具	169,986	199,986	199,986	199,986	199,986	拨备覆盖率	347%	287%	270%	246%	222%
资本公积	162,682	162,681	162,681	162,681	162,681	估值和每股指标					
盈余公积	67,010	75,540	84,091	92,759	101,578	P/E (倍)	6.45	6.60	6.60	6.51	6.39
未分配利润	249,304	263,343	302,659	342,420	382,613	P/B (倍)	0.68	0.64	0.60	0.56	0.53
股东权益合计	956,616	1,031,649	1,090,708	1,150,898	1,212,272	EPS (元)	0.80	0.81	0.81	0.82	0.84
负债和股东权益合计	15,726,631	17,084,910	18,472,991	19,844,703	21,326,367	BVPS (元)	7.92	8.37	8.96	9.57	10.18

资料来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。