

公司研究 | 点评报告 | 邮储银行 (601658.SH)

非息亮眼，PPOP 加速增长 ——2025 年一季报点评

报告要点

邮储银行 2025 年一季度营收增速-0.1%，归母净利润增速-2.6%，利息净收入增速-3.8%。非息增长 14.8%拉动营收，其中中收增长 8.8%，投资等其他非息去年高基数下增长 21.7%。今年代理费率开启主动调整，有效节约储蓄代理费支出，Q1 业务管理费支出同比下降带动 PPOP 增长 6.5%。存贷同比多增，同时存款端加大自营存款吸收力度，Q1 自营存款同比多增超 1000 亿，有效节约代理费支出、积累低成本存款，Q1 负债付息率继续下行。测算考虑定增摊薄后，A/H 未来一年预期股息率 4.3%/4.9%。

分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

邮储银行 (601658.SH)

非息亮眼, PPOP 加速增长

——2025 年一季报点评

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

邮储银行 2025 年一季度营收增速-0.1%，归母净利润增速-2.6%，利息净收入增速-3.8%。一季度末不良贷款率环比+1BP 至 0.91%，拨备覆盖率环比-20pct 至 266%。

事件评论

- 业绩：非息高增长，代理费调降节约支出拉动 PPOP 增速。** Q1 营收微幅下降，其中利息净收入同比下降 3.8%，主要反映净息差下行影响。非利息净收入增长 14.8% 拉动营收，其中中收增长 8.8%。今年代理费率开启主动调整，有效节约储蓄代理费支出，Q1 在存款规模稳步增长的情况下，业务管理费支出同比下降 4.6%，带动 PPOP 增长 6.5%。利润下滑主要信用减值金额同比增长 53%，受行业零售风险抬升影响，加大减值计提力度。
- 规模：存贷同比多增，对公贷款高增长。** Q1 总资产较期初增长 3.5%，贷款较期初增长 5.0%，作为大型银行积极投放，信贷实现同比多增。对公贷款增长 9.9% 拉动总贷款增长，预计政府类业务仍是主要投向。零售贷款增长 1.4%，增速下降，预计小微等领域需求仍然偏弱，同时受行业风险抬升影响，预计收紧风控。存款较期初增长 4.5%，保持同比多增，同时积极做大自营存款规模，Q1 自营存款同比多增超 1000 亿，其中对公存款大幅增长 8.6%，有利于节约储蓄代理费支出、积累低成本存款。
- 息差：负债成本持续优化，存款成本预计保持行业最低。** Q1 净息差 1.71%，较 2024 全年下降 16BP，降幅略高于其他大行，但绝对水平仍具备优势。资产端收益率继续下降，估算 Q1 生息资产收益率较 2024 全年下降 32BP，主要房贷占比高，重定价影响较大，同时新增贷款中高收益率的零售贷款占比下降。负债成本加速改善，估算 Q1 计息负债成本率较 2024 全年下降 17BP 至 1.30%，预计继续保持行业最低水平，核心在于存款成本率继续下降。全年维度，存款成本预计持续下行，未来如果贷款降息，可对冲部分影响，不过由于本身存款成本率已经很低，预计未来下降空间低于可比同业。
- 非息：表现亮眼，中收转正。** Q1 中收增长 8.8%，增速转正，中收占营收比例提升至 11.5%，预计财富管理前期降费影响基本消除，托管、理财业务增长良好。其他非息收入去年较高基数下同比增长 21.7%，其中投资收益大幅增长，Q1 债市波动影响下，适时止盈兑现收益，Q1 末净资产 OCI 余额环比下降 45 亿至 46 亿元，支撑营收增长。
- 资产质量：指标波动主要反映零售风险压力，绝对水平保持优异。** Q1 末不良率环比上升，拨备回落，预计仍然主要反映零售不良生成压力，属于行业共性，但各项指标绝对水平在大型银行中仍然较优。受零售风险抬升影响，Q1 不良新生成率较 2024 全年上升 10BP 至 0.94%，由于零售贷款占比高，受影响相对明显，对公资产质量预计保持优异。
- 投资建议：高股息、低估值，长期成长空间清晰。** 近期已完成 2024 年度分红，测算考虑定增摊薄后，A/H 未来一年预期股息率 4.3%/4.9%。短期维度，Q1 代理费率调降带动 PPOP 加速增长，预计全年利润和分红保持正增。长期维度，深耕农村县域，零售资源禀赋雄厚，成长路径清晰，目前 A/H 股 2025 年 PB 估值 0.61x/0.52x，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行压力加大，净息差继续收窄；
- 资产质量波动，不良率明显上升。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.12
总股本(万股)	9,916,108
流通A股/B股(万股)	6,712,240/0
每股净资产(元)	8.51
近12月最高/最低价(元)	5.83/4.45

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



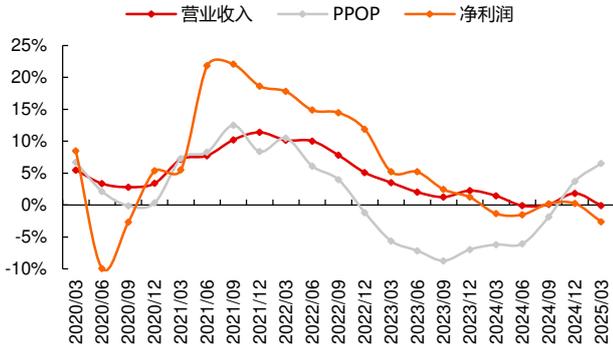
资料来源：Wind

相关研究

- 《Q4 营收同比+7.3%，代理费率开启主动调整——2024 年年报点评》2025-03-31
- 《代理费率调整带动业绩增速转正——2024 年三季报点评》2024-11-05
- 《代理费率超预期调降，开启估值修复》2024-10-08

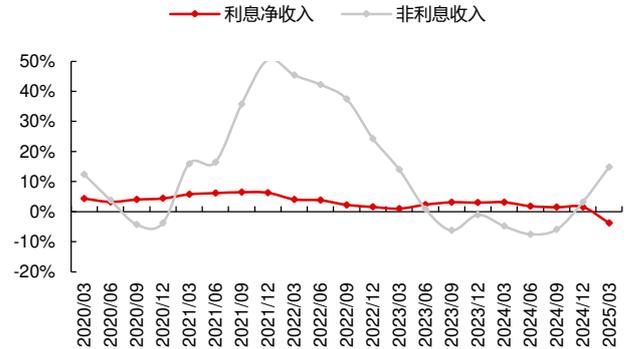

 更多研报请访问
 长江研究小程序

图 1: 邮储银行 2025 年一季度 PPOP 加速增长



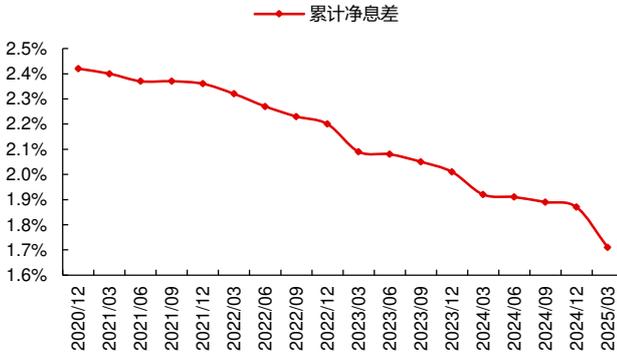
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 2: 邮储银行 2025 年一季度非息加速增长



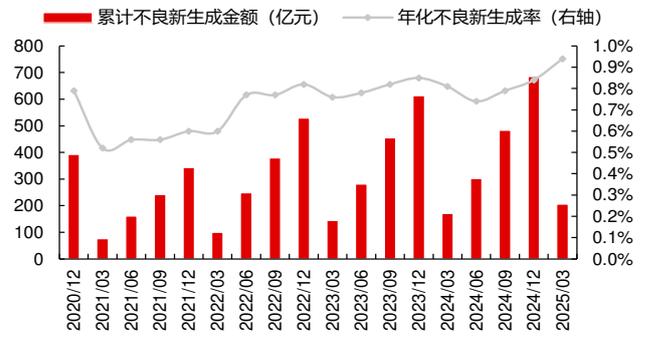
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 3: 邮储银行 2025 年一季度净息差有所下降



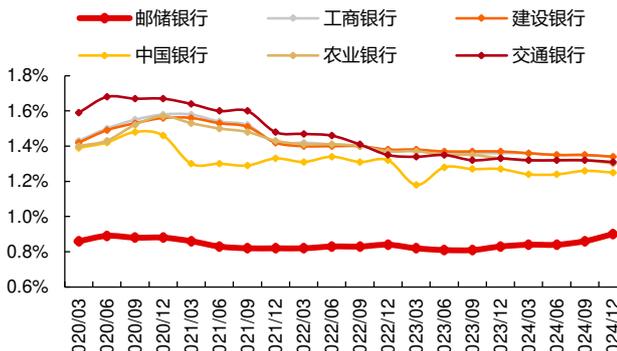
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 4: 邮储银行不良新生成额及不良新生成率



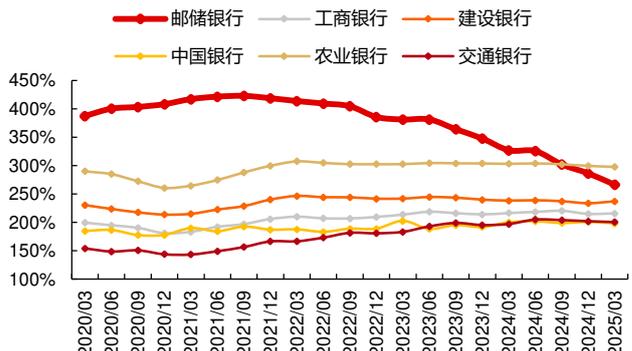
资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 5: 邮储银行的不良率在大型银行中保持优异



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

图 6: 邮储银行的拨备覆盖率在大型银行中较优



资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所

风险提示

1、经济下行压力加大，净息差继续收窄。当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。假如未来经济下行压力加大，可能会开启新一轮的降息周期，而且银行可能会重新加大让利于实体的力度，导致银行业净息差继续收窄，影响营收和利润增速。

2、资产质量波动，不良率明显上升。房地产风险尚未出清，仍对银行业资产质量存在负面影响；另外，市场担心城投平台风险暴露。假如上述各领域风险集中爆发，将对银行业资产质量带来扰动，导致不良率明显上升，致使银行加大信用减值力度，影响利润增速。

财务报表及预测指标 (单位: 百万元)

合并资产负债表					合并利润表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	17,084,910	18,278,826	19,510,258	20,928,256	营业收入	348,775	347,866	351,857	362,672
现金及存放中央银行款项	1,314,703	1,394,823	1,493,638	1,599,827	利息净收入	286,123	280,233	295,636	309,854
发放贷款和垫款	8,684,144	9,464,509	10,213,989	11,010,935	手续费及佣金净收入	25,282	26,878	28,274	29,902
金融投资	6,004,127	6,287,916	6,789,570	7,220,248	投资收益等其他业务收入	37,370	40,755	27,947	22,916
交易性金融资产	1,024,165	1,104,007	1,192,085	1,267,702	营业支出	255,176	253,465	256,767	266,217
债权投资	4,306,513	4,401,600	4,752,762	5,054,241	PPOP	122,044	126,722	124,528	129,181
其他债权投资	668,812	777,458	839,484	892,734	信用资产减值损失	28,423	32,299	29,417	32,704
其他权益工具投资	4,637	4,852	5,239	5,571	营业利润	93,599	94,401	95,090	96,455
存放同业款项	262,476	274,182	234,123	251,139	归属于本行股东净利润	86,479	87,192	87,910	89,159
拆出资金	348,017	365,577	312,164	334,852					
买入返售金融资产	229,842	272,473	252,161	281,044	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
衍生金融资产	6,661	5,862	5,862	5,862	资产总额增速	8.64%	6.99%	6.74%	7.27%
使用权资产	9,972	10,169	10,169	10,169	贷款总额增速	9.38%	8.75%	7.71%	7.64%
固定资产	46,087	14,840	14,840	14,840	负债总额增速	8.69%	6.63%	6.87%	7.45%
递延所得税资产	61,185	64,127	64,127	64,127	存款总额增速	9.54%	7.96%	7.33%	7.34%
其他资产合计	117,696	124,348	119,615	135,213	营业收入增速	1.83%	-0.26%	1.15%	3.07%
负债合计	16,053,261	17,116,868	18,293,391	19,655,666	利息净收入增速	1.53%	-2.06%	5.50%	4.81%
向中央银行借款	26,138	36,558	39,021	41,857	非利息净收入增速	3.21%	7.95%	-16.87%	-6.05%
同业和其他金融机构存放款项	135,599	127,952	117,062	125,570	成本收入比	64.23%	62.80%	63.84%	63.61%
拆入资金	47,299	73,115	78,041	83,713	归属于本行股东净利润增速	0.24%	0.82%	0.82%	1.42%
卖出回购金融资产	194,524	91,394	97,551	104,641	EPS	0.81	0.67	0.67	0.68
吸收存款	15,287,541	16,505,038	17,714,630	19,014,478	BVPS	8.37	8.43	8.89	9.36
已发行债务证券	241,980	182,788	175,592	188,354	ROE	9.93%	8.70%	7.79%	7.51%
其他负债	120,180	100,023	71,494	97,054	ROA	0.53%	0.49%	0.47%	0.44%
股东权益合计	1,031,649	1,161,958	1,216,867	1,272,590	净息差	1.87%	1.69%	1.66%	1.63%
股本	99,161	119,731	119,731	119,731	不良贷款率	0.90%	0.89%	0.87%	0.85%
其他权益工具	199,986	149,996	149,996	149,996	拨备覆盖率	286%	265%	250%	239%
资本公积	162,681	272,101	272,101	272,101					
其他综合收益	9,071	4,588	4,588	4,588	估值	2024A	2025E	2026E	2027E
盈余公积	75,540	83,543	91,618	99,818	P/E (A股)	6.34	7.66	7.59	7.48
一般风险准备	219,887	235,893	252,043	268,443	P/E (H股)	5.48	6.62	6.56	6.46
未分配利润	263,343	293,875	324,455	355,472	P/B (A股)	0.61	0.61	0.58	0.55
归属于本行股东的权益	829,683	1,009,731	1,064,536	1,120,152	P/B (H股)	0.53	0.52	0.50	0.47
					股息率 (A股)	5.11%	4.23%	4.26%	4.33%
					股息率 (H股)	5.91%	4.89%	4.93%	5.01%

资料来源: 上市银行财务报告, 长江证券研究所 (注: 估值基于 2025 年 4 月 30 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 /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

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证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形范围内，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。