

公司研究 | 点评报告 | 邮储银行 (601658.SH)

业绩增速转正，PPOP 高增长 14.9%

——2025 年中报点评

报告要点

邮储银行上半年营收增速转正至+1.5%，归母净利润增速+0.8%，Q2 单季增速+4.8%居国有行首位。利息净收入增速-2.7%，2025 年以来同比下滑，主要净息差下降拖累，规模增长推动降幅收窄。上半年净息差较 Q1 下降 1BP 至 1.70%，较 2024 全年下降 17BP，降幅在国有行中最大。上半年末不良率 0.92%，环比+1BP，较期初+2BP。上半年末拨备覆盖率 260%，环比-6pct，较期初-26pct，Q2 降幅趋缓。作为典型的顺周期银行，如果宏观预期进一步向好，顺周期逻辑下资产质量改善将推动估值修复。

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)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

业绩增速转正，PPOP 高增长 14.9%

——2025 年中报点评

事件描述

邮储银行上半年营收增速转正至+1.5% (Q1 增速-0.1%，Q2 单季增速+3.1%)，归母净利润增速+0.8% (Q1 增速-2.6%，Q2 单季增速+4.8%)。上半年末不良率 0.92%，环比+1BP，较期初+2BP。上半年末拨备覆盖率 260%，环比-6pct，较期初-26pct，Q2 降幅趋缓。

事件评论

- 业绩：**单季度利润增速位居国有行首位。1) 利息净收入增速-2.7% (Q1 增速-3.8%，Q2 单季降幅收窄至-1.5%)，2025 年以来同比下滑，主要受到净息差明显下降拖累，规模增长推动降幅收窄。2) 非利息净收入增速+19.1% (Q1 增速+14.8%，Q2 单季增速+23.8%)，其中投行和理财业务拉动手续费净收入增长 11.6%。同时兑现部分 AC 类和 OCI 类债券浮盈，拉动其他非利息净收入大幅增长 25.2%。3) 成本收入比受益 2024 年以来两次调整邮政代理费率，同比大幅降低 5.2pct，拉动 PPOP 高增长 14.9%，较 Q1 显著加速。但信用成本率和税率同比上升，压制利润增速。
- 规模：**上半年末总资产/贷款较期初增长 6.5%/7.0%，信贷增速在国有行中仅低于农行，增量同比多增，环比增速 1.9%。1) 零售贷款较期初增长 1.9%，其中房贷/消费贷/个人经营贷款增长 0.9%/2.6%/4.3%，乡村振兴背景下加强对个体户及农户支持力度，信用卡受风险波动影响，较期初压降 5.7%。2) 对公贷款较期初增长 14.8%，增量金额已经大幅超过 2024 全年，以五篇大文章及基础设施领域为主要增长点。
- 息差：**上半年净息差较 Q1 下降 1BP 至 1.70%，较 2024 全年下降 17BP，降幅在国有行中最大。1) 资产端贷款/金融投资收益率分别较 2024 全年下降 48BP/24BP，其中对公/零售贷款分别下降 34BP/57BP，占比高的零售贷款是净息差主要拖累因素。2) 存款付息率较 2024 全年下降 21BP 至 1.23%，由于定价水平在上市银行中已经最低，因此降幅弹性略小于可比大型银行。
- 资产质量：**上半年末关注率较期初+26BP 至 1.21%。由于零售贷款占比在国有行中最高，受到零售风险波动影响更明显。财报口径的不良新生成率上升至 0.93%，较 Q1 小幅回落 1BP，2022~2024 年维持在 0.60%~0.85% 区间。受零售风险影响，加大减值计提，上半年贷款信用成本同比+12BP 至 0.50%。1) 零售贷款不良新生成率较 2024 全年上升 17BP 至 1.53%，个人经营贷和房贷是主要因素，分别上升 37BP/8BP 至 2.55%/0.61%，信用卡/消费贷新生成率较 2024 全年回落 10BP/27BP 至 3.06%/1.92%，2023 年风控收紧以来持续下降。零售贷款总体不良率较期初上升 10BP 至 1.38%。2) 对公贷款不良率较期初下降 5BP 至 0.49%，其中房地产对公贷款不良率下降 32BP 至 1.62%。
- 投资建议：**中报业绩增速转正，业绩增速边际变化在同业中领先。邮储银行目前 2025 年 A 股/H 股 PB 估值 0.74x/0.62x，预期股息率 3.5%/4.1%。2024 年以来两轮邮政代理费率下调改善了盈利能力，目前市场主要关注零售资产质量趋势。如果未来宏观预期进一步向好，顺周期逻辑下资产质量改善将推动估值修复，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。

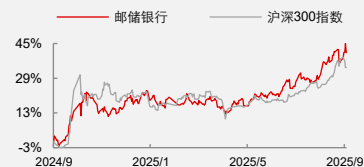
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.20
总股本(万股)	12,009,505
流通A股/B股(万股)	6,712,240/0
每股净资产(元)	8.23
近12月最高/最低价(元)	6.44/4.45

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

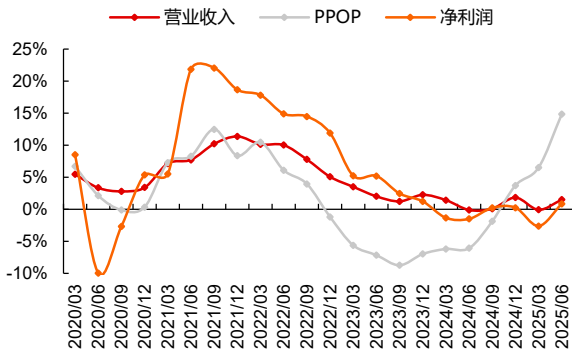
相关研究

- 《非息亮眼，PPOP 加速增长——2025 年一季报点评》2025-05-05
- 《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



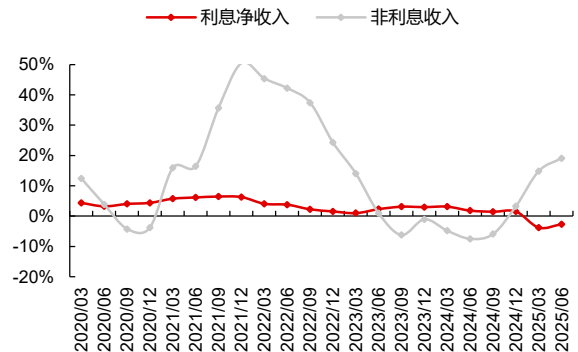
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：邮储银行 2025 年上半年 PPOP 加速增长



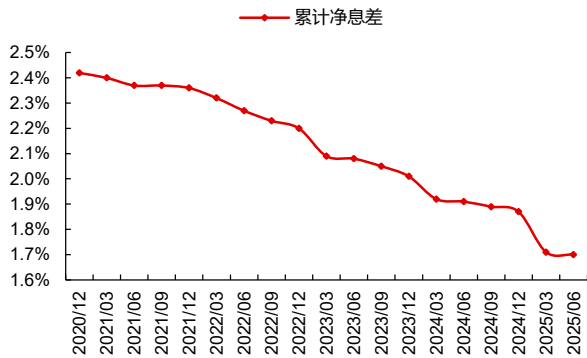
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 2：邮储银行 2025 年上半年非息加速增长



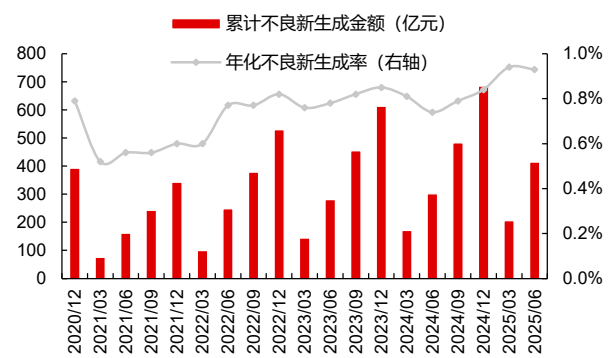
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 3：邮储银行 2025 年上半年净息差有所下降



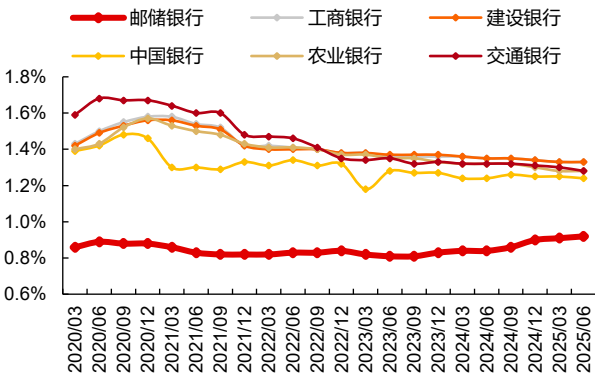
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

图 4：邮储银行不良新生成额及不良新生成率



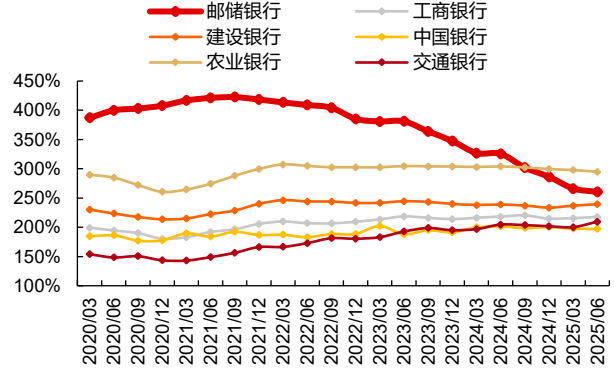
资料来源：上市银行财务报告，长江证券研究所

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 (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	18,464,288	19,806,266	21,245,778	营业收入	348,775	350,966	362,530	373,969
现金及存放中央银行款项	1,314,703	1,303,659	1,397,468	1,498,309	利息净收入	286,123	282,121	301,264	319,141
发放贷款和垫款	8,684,144	9,458,756	10,196,217	10,983,509	手续费及佣金净收入	25,282	27,823	28,737	30,402
金融投资	6,004,127	6,277,858	6,734,130	7,223,565	投资收益等其他业务收入	37,370	41,023	32,530	24,426
交易性金融资产	1,024,165	1,106,557	1,186,981	1,273,251	营业支出	255,176	250,430	265,287	272,904
债权投资	4,306,513	4,470,019	4,794,899	5,143,390	PPOP	122,044	135,463	143,777	150,153
其他债权投资	668,812	696,554	747,179	801,484	信用资产减值损失	28,423	34,904	46,511	49,066
其他权益工具投资	4,637	4,728	5,071	5,440	营业利润	93,599	100,537	97,244	101,066
存放同业款项	262,476	369,286	396,125	424,916	归属于本行股东净利润	86,479	87,472	90,016	93,518
拆出资金	348,017	369,286	316,900	339,932	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
买入返售金融资产	229,842	463,872	547,555	541,844	资产总额增速	8.64%	8.07%	7.27%	7.27%
衍生金融资产	6,661	4,766	4,766	4,766	贷款总额增速	9.38%	8.71%	7.74%	7.68%
使用权资产	9,972	9,912	9,912	9,912	负债总额增速	8.69%	7.77%	7.42%	7.42%
固定资产	46,087	47,637	47,637	47,637	存款总额增速	9.54%	8.31%	7.44%	7.44%
递延所得税资产	61,185	65,078	65,078	65,078	营业收入增速	1.83%	0.63%	3.29%	3.16%
其他资产合计	117,696	94,178	90,476	106,311	利息净收入增速	1.53%	-1.40%	6.79%	5.93%
负债合计	16,053,261	17,300,995	18,584,847	19,963,582	非利息净收入增速	3.21%	9.89%	-11.01%	-10.51%
向中央银行借款	26,138	36,929	39,613	42,492	成本收入比	64.23%	60.63%	59.57%	59.08%
同业和其他金融机构存放款项	135,599	221,571	237,675	276,195	归属于本行股东净利润增速	0.24%	1.15%	2.91%	3.89%
拆入资金	47,299	73,857	79,225	84,983	EPS	0.81	0.67	0.71	0.74
卖出回购金融资产	194,524	92,321	99,031	106,229	BVPS	8.37	8.42	8.90	9.41
吸收存款	15,287,541	16,557,483	17,788,594	19,111,990	ROE	9.93%	8.73%	8.19%	8.07%
已发行债务证券	241,980	184,643	178,256	191,212	ROA	0.53%	0.49%	0.47%	0.46%
其他负债	120,180	134,190	162,452	150,481	净息差	1.87%	1.68%	1.68%	1.65%
股东权益合计	1,031,649	1,163,294	1,221,419	1,282,196	不良贷款率	0.90%	0.92%	0.91%	0.89%
股本	99,161	120,095	120,095	120,095	拨备覆盖率	286%	259%	257%	256%
其他权益工具	199,986	149,996	149,996	149,996	估值	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	162,681	271,697	271,697	271,697	P/E (A 股)	7.67	9.27	8.74	8.39
其他综合收益	9,071	6,282	6,282	6,282	P/E (H 股)	6.49	7.84	7.39	7.10
盈余公积	75,540	83,571	92,092	100,963	P/B (A 股)	0.74	0.74	0.70	0.66
一般风险准备	219,887	235,949	252,991	270,734	P/B (H 股)	0.63	0.62	0.59	0.56
未分配利润	263,343	293,494	325,946	359,994	股息率 (A 股)	4.22%	3.49%	3.70%	3.86%
归属于本行股东的权益	829,683	1,011,088	1,069,103	1,129,765	股息率 (H 股)	4.99%	4.13%	4.38%	4.56%

资料来源: Wind, 上市银行财务报告, 长江证券研究所 (注: 估值截至 2025 年 9 月 5 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。