

邮储银行(601658)

报告日期: 2025 年 10 月 31 日

盈利小幅改善，战投加大持股

——邮储银行 2025 年三季报点评

投资要点

□ 盈利小幅改善，战投加大持股，资产质量仍有压力。

□ 业绩概览

25Q1~3 邮储银行营收、归母净利润分别同比增长 1.8 和 1.0%，增速分别较 25H1 提升 0.3pc 和 0.1pc。25Q3 末邮储银行不良率环比上升 3bp 至 0.94%，拨备覆盖率环比下降 20pc 至 240%。

□ 营收同比降幅收敛

25Q1~3 邮储营收、归母净利润同比分别增长 1.8%和 1.0%，增速分别较 25H1 提升 0.3pc 和 0.1pc，营收利润增速均小幅提速，基本符合预期。**营收驱动因素包括扩表提速和拨备反哺，拖累因素源自代理费改革影响下降。**①**扩表：**25Q1~3 总资产同比增长 11.1%，增速较 25H1 提升 0.3pc，主要得益于债券投资拉动。25Q1~3 债券投资同比增长 12.1%，增速较 25H1 提升 3.1pc；25Q1~3 贷款同比增长 10.0%，增速较 25H1 基本持平。②**减值：**25Q1~3 减值损失同比增长 22.9%，增速较 25H1 下降 11.7pc，支撑盈利表现。③**代理费改革影响：**2024 年 9 月，邮储宣布下调邮政集团储蓄代理费率，对 24 年三季度的储蓄代理费按照调整后的分档费率进行结算，造成 24Q3 业务及管理费基数环比下降。25Q1-3 业务及管理费同比下降 2.7%，降幅较 25H1 收窄 4.7pc。

□ 息差微幅下降

25Q3 邮储银行单季息差（日均余额口径，下同）环比下降 1bp 至 1.65%，主要受资产收益率下降影响略大于负债改善影响。①25Q3 邮储银行资产收益率环比下降 7bp 至 2.79%，判断受新发贷款利率和市场利率下行影响。②25Q3 邮储银行负债成本率环比下降 5bp 至 1.15%，判断主要得益于存款成本改善。后续存款重定价有望进一步释放负债成本改善空间，息差下行压力有望收窄。

□ 资产质量仍有压力

存量指标来看，25Q3 末邮储不良率、关注率、逾期率环比分别上升 3bp、上升 17bp、上升 3bp 至 0.94%、1.38%、1.27%。生成指标来看，25Q3 不良的 TTM 生成率环比下降 2bp 至 0.64%，不良+关注的 TTM 生成率环比上升 7bp 至 1.20%。资产质量压力加大，判断可能主要源于零售贷款风险行业性上行。

□ 战投加大持股

中国平安 Q3 增持邮储 A 股比例至 1.98%，首次进入 A 股前十大。截至最新可查，根据公开信息平安系分别持有 23.8 亿 A 股邮储和 33.8 亿股 H 邮储，总计持股比例达 4.80%。

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年邮储银行归母净利润同比增速为 1.52%/2.88%/3.84%，对应 BPS 8.40/9.12/9.60 元。现价对应 2025-2027 年 PB 0.68/0.63/0.60 倍。目标价 6.90 元/股，对应 2025 年 PB 0.82 倍，现价空间 20%，维持“买入”评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

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：周源

执业证书号：S1230524070004

zhouyuan01@stocke.com.cn

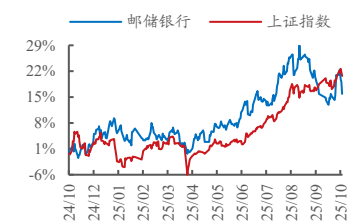
研究助理：张一宁

zhangyining01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.75
总市值(百万元)	690,546.56
总股本(百万股)	120,095.05

股票走势图



相关报告

- 1 《储蓄代理费首次主动下调》 2025.03.28
- 2 《营收领跑大行》 2024.05.03
- 3 《营收增速回升，资产质量平稳》 2024.04.01

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	348,775	354,071	364,285	378,280
(+/-) (%)	1.83%	1.52%	2.88%	3.84%
归母净利润	86,479	87,483	89,371	91,262
(+/-) (%)	0.24%	1.16%	2.16%	2.12%
每股净资产(元)	8.37	8.40	9.12	9.60
P/B	0.69	0.68	0.63	0.60

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

表 1: 邮储银行 2025 年三季报业绩概览

维度	单位: 百万元	25Q1-3	25H1	25Q1-3	环比变化	同比变化	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.79%	10.91%	10.67%	-0.2pc	-1.1pc	12.7%	1.7%	10.0%	6.7%	11.6%	4.9pc
	ROA (年化)	0.62%	0.56%	0.58%	2bp	-4bp	0.65%	0.25%	0.58%	0.53%	0.59%	6bp
	拨备前利润	102,114	79,717	110,449		8.2%	32,567	20,923	37,970	41,747	30,732	-26.4%
	同比增速	-1.8%	14.6%	8.2%	-6.5pc	10.0pc	8.8%	51.9%	6.2%	23.5%	-5.6%	-29.2pc
	归母净利润	75,818	49,228	76,562		1.0%	27,003	10,661	25,246	23,982	27,334	14.0%
	同比增速	0.2%	0.8%	1.0%	0.1pc	0.8pc	3.5%	0.4%	-2.6%	4.8%	1.2%	-3.5pc
	EPS (未年化)	0.71	0.43	0.66		-6.6%	0.27	0.11	0.25	0.20	0.23	14.0%
特色指标	BVPS (未年化)	8.38	8.23	8.44	2.5%	0.7%	8.38	8.37	8.51	8.23	8.44	2.5%
	真实利润TTM	45,228	16,690	23,846		-47.3%	39,700	42,622	32,473	28,149	21,240	-24.5%
	真实利润TTM对应ROE						4.03%	4.23%	3.19%	2.73%	1.99%	-0.7pc
	不含债真实利润TTM	35,301	4,128	7,634		-78.4%	26,633	25,903	14,016	7,161	-1,765	-124.6%
	不含债真实利润TTM对应ROE						2.7%	2.6%	1.4%	0.7%	-0.2%	-0.9pc
收入拆分	存贷利差 (半年度)		2.05%			n.a		2.34%		2.05%		
	存贷利差-不良生成 (半年度)		1.51%			n.a		1.69%		1.51%		
	存贷利差-真实不良生成 (半年度)		0.82%			n.a		1.33%		0.82%		
	营业收入	260,349	179,446	265,080		1.8%	83,560	88,426	89,363	90,083	85,634	-4.9%
	同比增速	0.1%	1.5%	1.8%	0.3pc	1.7pc	0.5%	7.3%	-0.1%	3.1%	2.5%	-0.6pc
规模增长	利息净收入	214,947	139,058	210,505		-2.1%	72,071	71,176	68,857	70,201	71,447	1.8%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	15,380,583	16,591,707	16,828,556	1.4%	9.4%	15,591,634	15,899,834	16,332,516	16,850,898	17,302,255	2.7%
	净息差 (日均余额口径)	1.89%	1.70%	1.68%	-2bp	-21bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.86%	1.68%	1.67%	-1bp	-20bp	1.85%	1.79%	1.69%	1.67%	1.65%	-1bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.32%	2.91%	2.87%	-4bp	-44bp	3.28%	3.16%	2.96%	2.87%	2.79%	-7bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.47%	1.24%	1.21%	-3bp	-25bp	1.44%	1.38%	1.28%	1.21%	1.15%	-5bp
	非利息净收入	45,402	40,388	54,575		20.2%	11,489	17,250	20,506	19,882	14,187	-28.6%
	手续费净收入	20,715	16,918	23,094		11.5%	5,554	4,567	10,306	6,612	6,176	-6.6%
	其他非息收入	24,687	23,470	31,481		27.5%	5,935	12,683	10,200	13,270	8,011	-39.6%
	业务及管理费	156,332	98,158	152,167		-2.7%	50,381	67,703	50,626	47,532	54,009	13.6%
	成本收入比	60.05%	54.70%	57.40%	2.7pc	-2.6pc	60.29%	76.56%	56.65%	52.76%	63.07%	10.3pc
	资产减值损失	18,952	21,719	23,288		22.9%	2,819	9,493	10,718	11,001	1,569	-85.7%
	贷款减值损失	18,432	22,993	24,654		33.8%	2,742	11,584	11,310	11,683	1,661	-85.8%
	信用成本	0.29%	0.50%	0.35%	-14bp	6bp	0.13%	0.52%	0.50%	0.49%	0.07%	-43bp
	所得税费用	7,179	8,583	10,367		44.4%	2,650	697	1,890	6,693	1,784	-73.3%
	有效税率	8.63%	14.80%	11.89%	-2.9pc	3.3pc	8.91%	6.10%	6.94%	21.77%	6.12%	-15.7pc
资产质量	总资产	16,746,265	18,190,521	18,605,653	2.3%	11.1%	16,746,265	17,084,910	17,689,399	18,190,521	18,605,653	2.3%
	生息资产余额	15,751,465	17,084,965	17,519,544	2.5%	11.2%	15,751,465	16,048,202	16,616,830	17,084,965	17,519,544	2.5%
	贷款总额	8,779,373	9,536,184	9,655,891	1.3%	10.0%	8,779,373	8,913,202	9,356,188	9,536,184	9,655,891	1.3%
	对公贷款	4,054,968	4,675,808	4,793,554	2.5%	18.2%	4,054,968	4,141,619	4,516,782	4,675,808	4,793,554	2.5%
	个人贷款	4,724,405	4,860,376	4,862,337	0.0%	2.9%	4,724,405	4,771,583	4,839,406	4,860,376	4,862,337	0.0%
	同业资产	915,809	1,176,754	1,180,062	0.3%	28.9%	915,809	840,335	934,195	1,176,754	1,180,062	0.3%
	金融投资	5,778,319	6,170,869	6,475,418	4.9%	12.1%	5,778,319	6,004,127	6,043,401	6,170,869	6,475,418	4.9%
	存放央行	1,264,313	1,288,857	1,258,910	-2.3%	-0.4%	1,264,313	1,314,703	1,344,122	1,288,857	1,258,910	-2.3%
	总负债	15,713,397	17,049,715	17,439,778	2.3%	11.0%	15,713,397	16,053,261	16,693,006	17,049,715	17,439,778	2.3%
	付息负债余额	15,615,111	16,919,855	17,303,029	2.3%	10.8%	15,615,111	15,933,081	16,569,528	16,919,855	17,303,029	2.3%
	吸收存款	15,007,335	16,108,809	16,216,444	0.7%	8.1%	15,007,335	15,287,541	15,976,534	16,108,809	16,216,444	0.7%
	企业活期	n.a	949,731	n.a	n.a	n.a	n.a	904,244	n.a	949,731	n.a	n.a
	个人活期	n.a	3,164,835	n.a	n.a	n.a	n.a	3,239,491	n.a	3,164,835	n.a	n.a
	企业定期	n.a	936,139	n.a	n.a	n.a	n.a	752,003	n.a	936,139	n.a	n.a
	个人定期	n.a	11,054,847	n.a	n.a	n.a	n.a	10,389,047	n.a	11,054,847	n.a	n.a
资本情况	同业负债	374,715	518,662	745,217	43.7%	98.9%	374,715	377,422	368,440	518,662	745,217	43.7%
	发行债券	200,784	265,421	314,439	18.5%	56.6%	200,784	241,980	197,044	265,421	314,439	18.5%
	向央行借款	32,277	26,963	26,929	-0.1%	-16.6%	32,277	26,138	27,510	26,963	26,929	-0.1%
	所有者权益	1,030,960	1,138,639	1,163,663	2.2%	12.9%	1,030,960	1,029,669	994,297	1,138,639	1,163,663	2.2%
	总股本	99,161	120,095	120,095	0.0%	21.1%	99,161	99,161	99,161	120,095	120,095	0.0%
	不良贷款	75,460	87,351	91,009	4.2%	20.6%	75,460	80,319	85,294	87,351	91,009	4.2%
	不良率	0.86%	0.92%	0.94%	3bp	8bp	0.86%	0.90%	0.91%	0.92%	0.94%	3bp
	关注贷款	79,356	114,949	133,412	16.1%	68.1%	79,356	84,328	100,204	114,949	133,412	16.1%
	关注率	0.90%	1.21%	1.38%	17bp	48bp	0.90%	0.95%	1.07%	1.21%	1.38%	17bp
	逾期贷款	97,568	117,653	122,736	4.3%	25.8%	97,568	105,691	115,143	117,653	122,736	4.3%
	逾期率	1.11%	1.24%	1.27%	3bp	16bp	1.11%	1.19%	1.23%	1.24%	1.27%	3bp
	不良生成额TTM	25,828	24,352	34,441	33.3%		46,432	52,903	60,404	62,246	61,516	-1.2%
	不良生成率TTM	0.42%	0.55%	0.52%	9bp		0.53%	0.59%	0.65%	0.65%	0.64%	-2bp
	真实不良生成额TTM	50,232	54,973	83,525	66.3%		76,588	82,279	100,006	106,829	115,572	8.2%
	真实不良生成率TTM	0.82%	1.23%	1.25%	43bp		0.87%	0.93%	1.07%	1.12%	1.20%	7bp
资本情况	逾期生成额TTM	41,258	29,282	40,796	-1.1%		59,420	71,597	77,784	73,161	71,135	
	逾期生成率TTM	0.68%	0.66%	0.61%	-6bp		0.68%	0.81%	0.83%	0.77%	0.74%	
	核销转出额	17,828	17,320	23,751	37.1%	33.2%	7,538	22,216	15,495	1,825	6,431	252.4%
	核销转出率	35.24%	43.13%	39.43%	-3.7pc	4.2pc	41.77%	117.76%	77.17%	8.56%	29.45%	20.9pc
	逾期90+偏离度	n.a	86.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	83.0%	n.a	86.1%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	302%	260%	240%	-20pc	-61.7pc	301.9%	286.1%	266.1%	260.4%	240.2%	-20.1pc
	拨贷比	2.59%	2.38%	2.26%	-12bp	-23bp	2.59%	2.58%	2.43%	2.38%	2.26%	-12bp
	RWA	8,773,682	9,349,529	9,474,721	1.3%	8.0%	8,773,682	8,617,743	9,106,551	9,349,529	9,474,721	1.3%
	核心一级资本充足率	9.42%	10.52%	10.65%	13bp	123bp	9.42%	9.56%	9.21%	10.52%	10.65%	13bp
	一级资本充足率	11.71%	12.13%	12.23%	10bp	52bp	11.71%	11.89%	10.86%	12.13%	12.23%	10bp
	资本充足率	14.23%	14.57%	14.66%	9bp	43bp	14.23%	14.44%	13.34%	14.57%	14.66%	9bp
	分红金额	0	14,772	0				25,941		14,772		
	DPS	0	0.12	0		0.00		0.26		0.12		

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 23A 举例, 23Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 23A 生息资产平均余额为 23Q1、23Q2、23Q3、23Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 23Q4 环比 23Q3 指标变化情况。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	1,314,703	1,281,742	1,384,281	1,495,023
同业资产	840,335	882,352	926,469	972,793
贷款总额	8,913,202	9,715,390	10,589,775	11,542,855
贷款减值准备	(229,058)	(213,307)	(194,377)	(184,272)
贷款净额	8,684,144	9,502,083	10,395,398	11,358,583
证券投资	6,004,127	6,586,379	7,000,413	7,415,826
其他资产	241,601	252,200	272,290	293,509
资产合计	17,084,910	18,504,755	19,978,851	21,535,734
同业负债	403,560	435,845	470,712	508,369
存款余额	15,287,541	16,510,544	17,831,388	19,257,899
应付债券	241,980	261,338	282,245	304,825
其他负债	120,180	135,996	146,875	158,626
负债合计	16,053,262	17,343,723	18,731,221	20,229,719
股东权益合计	1,031,649	1,161,031	1,247,630	1,306,016

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	286,123	289,693	301,599	313,166
净手续费收入	25,282	24,018	23,538	24,008
其他非息收入	37,370	40,360	39,149	41,106
营业收入	348,775	354,071	364,285	378,280
税金及附加	(2,616)	(4,565)	(4,523)	(4,754)
业务及管理费	(224,035)	(223,896)	(230,355)	(239,205)
营业外净收入	993	0	0	0
拨备前利润	123,037	125,567	129,363	134,276
资产减值损失	(28,445)	(29,876)	(31,607)	(34,452)
税前利润	94,592	95,691	97,755	99,824
所得税	(7,876)	(7,942)	(8,114)	(8,285)
税后利润	86,716	87,748	89,642	91,539
归属母公司净利润	86,479	87,483	89,371	91,262
归属母公司普通股股东净利润	80,137	81,141	83,029	84,920

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
业绩增长				
利息净收入增速	1.53%	1.25%	4.11%	3.84%
手续费净增速	-10.51%	-5.00%	-2.00%	2.00%
非息净收入增速	3.21%	2.75%	-2.63%	3.87%
拨备前利润增速	4.47%	2.06%	3.02%	3.80%
归属母公司净利润增速	0.24%	1.16%	2.16%	2.12%
盈利能力				
ROAE	9.93%	8.83%	7.89%	7.55%
ROAA	0.53%	0.49%	0.46%	0.44%
RORWA	1.03%	0.97%	0.91%	0.86%
生息率	3.28%	2.89%	2.74%	2.67%
付息率	1.45%	1.19%	1.07%	1.07%
净利差	1.83%	1.70%	1.66%	1.61%
净息差	1.84%	1.71%	1.67%	1.61%
成本收入比	64.23%	63.23%	63.23%	63.23%
资本状况				
资本充足率	14.44%	14.68%	14.29%	13.64%
核心资本充足率	11.89%	12.25%	12.19%	11.85%
风险加权系数	50.44%	50.92%	50.92%	50.92%
股息支付率	46.93%	30.00%	30.00%	30.00%

主要财务比率

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
资产质量				
不良贷款余额	80,319	87,389	93,248	99,573
不良贷款净生成率	0.65%	0.62%	0.60%	0.50%
不良贷款率	0.90%	0.90%	0.88%	0.86%
拨备覆盖率	286.15%	244.09%	208.45%	185.06%
拨贷比	2.58%	2.20%	1.84%	1.60%
流动性				
贷存比	58.30%	58.84%	59.39%	59.94%
贷款/总资产	52.17%	52.50%	53.00%	53.60%
平均生息资产/平均总资产	94.27%	93.82%	93.67%	93.63%
每股指标 (元)				
EPS	0.81	0.72	0.69	0.71
BVPS	8.37	8.40	9.12	9.60
每股股利	0.26	0.22	0.22	0.23
估值指标				
P/E	7.12	7.95	8.32	8.13
P/B	0.69	0.68	0.63	0.60
P/POP	4.63	5.50	5.34	5.14
股息收益率	4.55%	3.80%	3.88%	3.96%

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>