

邮储银行（601658.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 5.94
总市值 7133.65亿
PE-TTM 8.21
PB-MRQ 0.72

估值结果

价值 9220亿
动态估值 上行空间 29%
状态 偏低估

四维评级

成长空间 ★★★★★
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

邮储银行是国有大型商业银行，依托“自营+代理”的运营模式实现网点全国布局，提供全面的金融服务。

公司成长空间星级中等，邮储银行依靠庞大的客户基础不断深挖大零售业务，在中收业务及个人贷款业务方面仍具备一定增长空间；护城河星级较强，公司采用“自营+代理”经营模式，在邮政企业的营业场所基础上设立代理网点，网点数全国第一，渠道护城河强，但公司在业务拓展能力和市场份额方面弱于四大行，削弱了公司护城河星级。盈利趋势星级较低，主要系信贷需求低迷环境下银行贷款收益率大幅下降以及低利率环境下其他生息资产收益率下降，公司盈利空间收缩。产业格局星级较高，银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业无序竞争较少，行业盈利相对稳定。

根据我们的估值模型，当前公司处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

不良贷款的潜在风险对银行的业绩具有重要影响，市场普遍使用不良率、拨备覆盖率、不良贷款迁徙率等指标来跟踪银行的资产质量，但各银行在认定不良贷款的标准上不一致，因此采取简单的市净率模型无法准确地反映银行的真实价值，我们通过不良贷款偏离度、“关注贷款率+不良贷款率”等指标来调整市净率的计算方式，使得调整后的市净率更能反映银行的真实资产质量及估值。对于邮储银行，由于其不良资产认定标准严格，且拨备覆盖率优于同业平均水平，我们认为邮储银行2025年调整后的市净率目标为0.92倍，对应的目标市值为9220亿元。

风险提示

1) 信贷不良风险超预期。房价超预期下跌或导致居民房贷违约大面积爆发；2) 居民消费复苏不及预期。进入低欲望社会，零售信贷投放或受阻；3) 财富管理业务成长性不及预期。居民财富配置权益比例提升受阻，或制约财富管理成长性。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 人力资源密集度	4
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9

1. 基本信息

邮储银行于2007年3月正式成立，总部位于北京市。邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，依托“自营+代理”的独特运营模式和覆盖广泛的营业网点，提供全面的金融服务。

2. 业务介绍

对于邮储银行公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

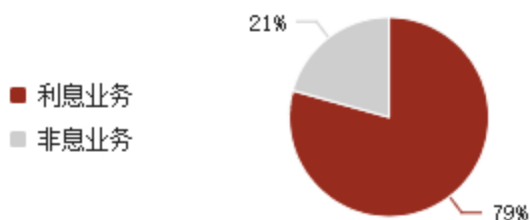
利息业务：

利息收入业务主要指通过配置生息资产(投放信贷、金融投资等)来获取利息收入，同时为计息负债(吸收存款、同业负债等)支出利息，从中获取净利息收入。我们对该业务的市场界定主要为中国境内银行利息收入市场。

非息业务：

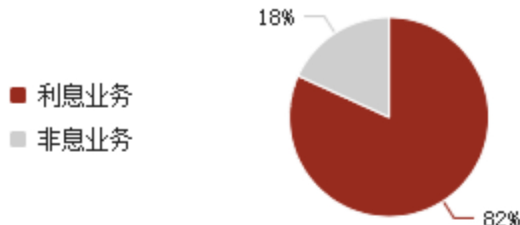
非息收入业务包含中收业务(手续费及佣金收入等)和投资收入业务，其中中收业务主要包括财富管理、结算与清算等业务获取的手续费及佣金收入，投资业务指银行通过配置金融资产，获得金融资产价差收益的业务。我们对该业务的市场界定主要为中国境内银行业非息业务。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

邮储银行构建覆盖全国的营业网络，组建营销团队服务公司客户与个人客户，通过吸收存款等负债端获取资金，随后将资金配置于信贷与金融投资以获取利息收入，公司坚持对公与个人业务均衡发展。

3.1 人力资源密集度

低 较低 **中等** 较高 高

公司人力资源密集度中等。公司在全国布局网点，通过营销人员触及企业客户及个人客户，截至2024年末，公司共有员工197,631人，人力费用占整体业务及管理费比例中等偏高。

3.2 人力资源高端度

低

较低

中等

较高

高

公司人力资源高端度较高。公司重视员工队伍建设，不断提升员工队伍学历背景，从产品设计、渠道销售等各个维度提升公司展业。2024年末，公司具备本科及以上学历背景的员工人数占比87.8%。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度低。截至2024年末，公司全量个人客户超6.7亿户，客户集中度极为分散。

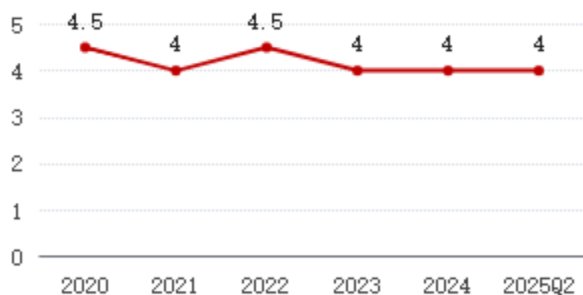
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力和业务控制力较强，成长能力较弱，重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



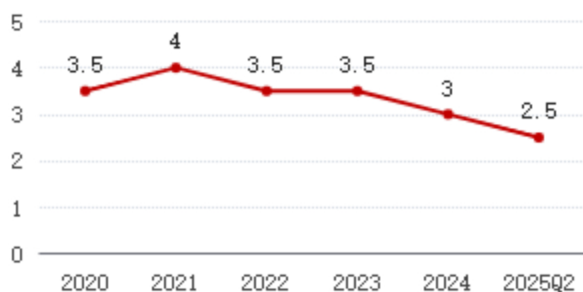
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级较高。公司个人存款占总体存款比例高，赋予公司更低的负债成本，同时庞大的客群基础和丰富的信贷资源使得公司在宏观需求低迷期仍旧保持相对稳定的营收增速，因此整体盈利能力较高。2020年-2024年，公司ROE保持在[9.84%, 11.89%]。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



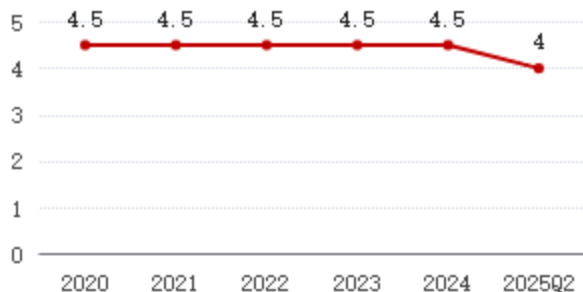
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级较低。主要系宏观经济景气度下降，实体经济信贷需求低迷，尤其是消费降级趋势下，公司的个人贷款和对公贷款都遭受增速和收益率双双下降的局面，2020年-2025上半年公司净利润增速中枢不断下移。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较强。公司信贷资产质量优秀，不良率较低，客户发生无力偿还本息的现象相对同业较少，2024年经营活动产生的经营现金净额/归母净利润为305%，处于A股前列。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力较强。邮储银行持续通过高分红策略强化股东回报，2020-2024年平均分红率稳定在30%左右，股息率维持4.4%-6.00%区间，显著高于十年期国债收益率。

5. 四维评级

公司护城河较强，所处行业产业格局较好，成长空间中等，但盈利趋势中短期承压。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级中等，在国有大行中属于偏高星级，主要系对公信贷资源较强，在信贷低迷期依靠对公信贷实现对冲，提高公司成长性。

利息业务(3星)：

利息收入成长空间中等。利息收入业务具有较强周期性，当前中国经济进入低速增长区间，不利于银行业拓展利息收入业务，但由于公司此前对公贷款占比较低，在当前环境下通过提升对公贷款占比对冲弱业绩的弹性大于其他银行，因此公司的利息收入成长能力强于行业。

非息业务(2.5星):

非息收入成长空间较小。美国和日本的财富管理行业发展时间长，对我国银行业财富管理行业有借鉴价值，但在权益市场稳健度、收益性和居民储蓄习惯上，中国和美国差异较大，而日本在上述维度与中国国情相似，因此日本财富管理行业参考性更强，参考日本财富管理行业(特征1:存款配置占比始终高于50%;特征2:权益类资产占比随股市波动而波动，未能持续提升)，我国财富管理业务成长空间一般，对银行中收业务成长形成一定成长掣肘。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较弱，主要系中短期受到贷款利率持续下滑与中收业务盈利空间压缩的双重影响。

利息业务(2.5星):

利息业务盈利趋势较差。主要系社会信贷需求不足，公司贷款收益率持续大幅下滑，带动盈利核心指标净息差不断下降，因此整体盈利能力下降。

非息业务(2.5星):

非息收入盈利趋势较差。保险业报行合一政策、基金业申购费率下降等因素导致公司非息收入盈利空间缩小。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局良好，银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业竞争格局稳定。

利息业务(3.5星):

利息业务产业格局较好。银行牌照的稀缺性限制新进入者数量，行业竞争格局稳定。

非息业务(3.5星):

非息收入产业格局较好。由于银行业的网点分布进入相对稳定状态以及近年来监管对银行业牌照的收紧，银行业竞争格局保持稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较强，护城河来自于国有大型银行的高品牌知名度和深入县域的渠道下沉。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
利息业务	(3星) 邮储银行具备庞大的客群基础，赋予公司低负债成本优势，因此公司经壹评级调整的ROE较高，但公司的市场份额相较四大行仍有一定距离，因此整体护城河宽度星级中等。	(3.5星) 利息业务的护城河来自品牌、线下渠道和规模经济。品牌护城河超额ROE衰减速度慢，主要系邮储银行作为国有大行，国民信任度高，且该优势预计长期持续，因此护城河持续性强。线下渠道超额ROE可长期保持较高，主要系公司网点数量众多，中小型银行无力复刻该优势，因此护城河持续性强。规模经济护城河方面，公司长期经营下在产品投放、成本端都形成出色的优势，中小银行中短期无法在规模上对公司形成威胁，因此规模经济护城河持续性较强。
非息业务	(3星) 公司庞大的个人客群基础使得公司在开展非息业务时具备规模经济，因此经壹评级调整的超额ROE较高，但公司市场份额处于二线水平，因此公司的护城河宽度星级整体处于中等水平。	(4星) 非息业务的护城河来自线下渠道。公司网点数量众多，中小型银行无力复刻该优势，因此超额ROE衰减速度慢，护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对邮储银行采取市净率估值法，经过测算当前公司处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

- 1) 利息业务: 驱动力主要来自于净息差和生息资产规模，信贷低迷导致贷款收益率持续下滑，当贷款收益率触底后有望净息差触底，预计2027年净息差触底(2027年邮储净息差预计值1.63%)；生息资产规模主要受贷款资产增速影响，预计2025年-2029年生息资产规模增速处于[8.9%, 9.6%]区间。
- 2) 非息业务: 手续费及佣金净收入方面，居民理财购买力下降，叠加保险“报行合一”政策压缩佣金率、基金申购费率恶性竞争(中小银行降至0.1折)，非息收入空间受迫，预计未来五年该业务复合增速为6.5%。

盈利能力假设：

- 1) 成本收入比: 邮储银行成本控制能力优秀，最近五年成本收入比波动幅度小，预计未来五年成本收入比在64.0%左右波动。
- 2) 信用成本: 信用成本取决于新生成不良贷款及贷款迁徙率，预计公司未来五年信用成本率保持在0.33%左右。

表2：公司整体业绩预测

邮储银行	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3350.0	3425.0	3488.0	3532.0	3833.0	4104.0	4482.0	4935.0
归母净利润(亿)	852.0	863.0	865.0	877.0	938.0	986.0	1089.0	1210.0
归母净利润增速(%)	11.9	1.2	0.2	1.4	7.0	5.1	10.4	11.1
经营性净利润(亿)	854.0	864.0	867.0	878.4	940.0	988.4	1090.7	1212.7
经营性净利润增速(%)	11.5	1.3	0.3	1.3	7.0	5.1	10.4	11.2
经营性归母净利润(亿)	852.0	863.0	865.0	877.0	938.0	986.0	1089.0	1210.0
经营性归母净利润增速(%)	11.9	1.2	0.2	1.4	7.0	5.1	10.4	11.1

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

银行业属于成熟行业，公司历史营收及利润波动性较低，行业关键信息披露较为完善，因此总体估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。