2025 年 06 月 12 日

江苏金租（600901.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

聚焦小微零售，量价双驱+三位一体风控构筑护城河

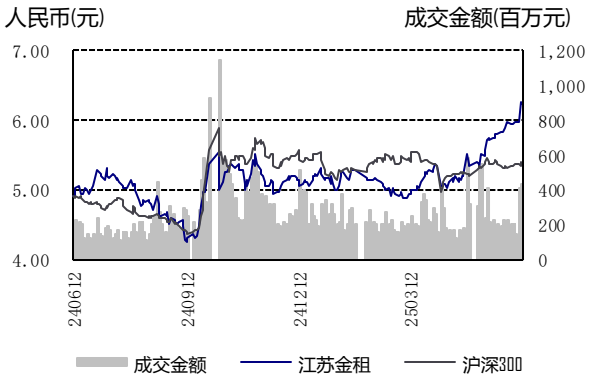
国金证券研究所
分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）
shusiqin@gjzq.com.cn
分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）
hongxining@gjzq.com.cn
分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）
xiachangsheng@gjzq.com.cn
联系人：方丽
fangli@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.23 元
目标价（人民币）：7.23 元

核心内容

行业概况：渗透率提升空间广阔，监管优化助力高质量发展。我国整体租赁行业渗透率约 12%，显著低于发达国家水平。作为全球第二大租赁市场，行业在监管趋严背景下加速出清，头部企业有望受益于市场集中度提升与合规化转型机遇。政策端聚焦强化准入标准及引导产业转型，推动行业向直租、中小微及产业租赁等方向升级，为合规能力强、资产结构优的头部公司打开增长空间。

公司核心优势：量价双轮驱动构筑护城河。1）量能扩张：公司通过“厂商+区域”双线战略实现规模稳健增长。截至 2024 年末，公司应收租赁款余额达 1273 亿元，同比增长 11.80%，2017-2024 年投放规模增长 CAGR 为 14.54%。厂商租赁模式构建独特生态，依托 5800 余家厂商/经销商网络，形成"设备厂商-租赁公司-终端客户"三方协同体系，通过设备回购担保、风险共担等机制实现高效获客与风险缓释。区域深耕方面，通过属地化团队下沉县区（江苏省内收入占比 30%，增速 8%高于整体），以资金优势置换区域客户资源，形成差异化竞争力。2）价差韧性：净利差维持 3.6%+高位，资产端收益率显著优于同业。得益于小微客群议价优势及多元化融资渠道创新（金融债、ABS 等），负债成本率持续下降，驱动净息差稳中有升。预计随市场利率下行及负债结构优化，利差空间有望进一步释放。3）风控体系：三位一体筑牢安全边际。公司不良率持续低于 1%（25Q1 末为 0.91%），拨备覆盖率 408%（25Q1 末）远超监管要求。核心风控能力源于，一是行业分散，“3+N”布局覆盖清洁能源、交运、工业装备等 10 大行业，通过跨周期配置平抑风险；二是物控体系，构建"租赁物监控+厂商协同+数字风控"三位一体机制，依托厂商设备锁机、回收网络实现资产闭环管理；三是科技赋能，全流程线上化系统实现智能拓客、实时风险预警与资产动态监控。



公司基本情况（人民币）

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	4,787	5,278	5,826	6,428	7,106
营业收入增长率	10.14%	10.26%	10.39%	10.33%	10.55%
归母净利润(百万元)	2,660	2,943	3,268	3,613	4,003
归母净利润增长率	10.30%	10.65%	11.03%	10.56%	10.78%
每股收益(元)	0.63	0.51	0.56	0.62	0.69
ROE(归属母公司)	15.81%	14.72%	13.08%	13.47%	13.84%
P/B	1.49	1.50	1.40	1.30	1.21

来源：公司年报、国金证券研究所

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 58.26/64.28/71.06 亿元，同比分别增长 10.4%/10.3%/10.6%；归母净利润分别为 32.68/36.13/40.03 亿元，同比分别增长 11.0%/10.6%/10.8%。参考可比公司估值以及公司作为金融租赁稀缺标的、资产质量在可比公司中表现优异、高股息特质显著，给予 25 年 1.62x PB，目标价 7.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1）融资租赁资产质量下降的风险；2）利率波动影响公司盈利水平的风险；3）期限错配产生的流动性风险；4）汇率波动影响公司盈利水平的风险。

内容目录

一、行业空间：渗透率提升空间广阔，监管优化助力高质量发展 4
1.1 租赁行业商业模式 4
1.2 市场渗透率较低，未来提升空间大 4
1.3 金融租赁监管加强，优质企业有望受益 5
二、核心优势：量价双轮驱动构筑护城河 6
2.1 量的方面：通过“厂商+区域”双线战略实现规模稳健增长 6
2.2 价的方面：净利差维持 3.6%+高位，资产端收益率显著优于同业 8
2.3 风险控制：三位一体筑牢安全边际 10
三、盈利预测与投资建议 12
3.1 盈利预测 12
3.2 投资建议及估值 12
附录 13
风险提示 15

图表目录

图表 1： 租赁业务产业链 4
图表 2： 厂商租赁业务模式 4
图表 3： 2023 年交易额前八国家/地区融资租赁渗透率 5
图表 4： 中国租赁市场渗透率 5
图表 5： 租赁行业监管政策梳理 5
图表 6： 公司融资租赁资产余额持续增长 7
图表 7： 截至 24 年末公司合作厂商经销商数量超过 5800 家 7
图表 8： 公司“公司-厂商-客户”的厂商租赁模式 8
图表 9： 公司融资租赁收入结构（2024 年） 8
图表 10： 公司融资租赁资产余额结构（截至 2024 年末） 8
图表 11： 公司净利差变动趋势 9
图表 12： 公司生息资产收益率和计息负债成本率 9
图表 13： 公司净利差高于可比银行 9
图表 14： 公司生息资产收益率显著高于可比银行 9
图表 15： 公司多元化融资渠道 10
图表 16： 公司负债结构（亿元） 10
图表 17： 公司计息负债率高于可比银行 10

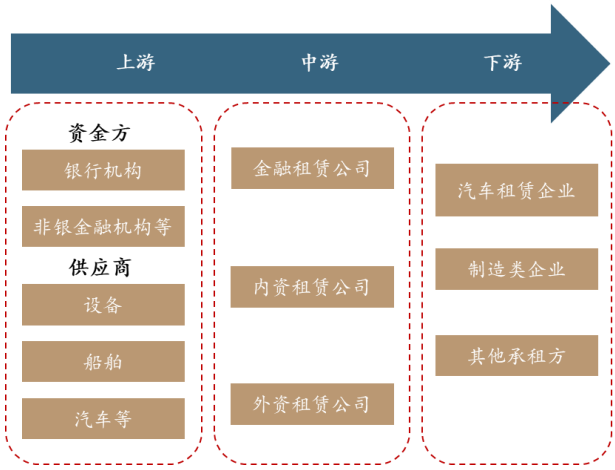
图表 18： 公司不良率维持在 1%以下的较低水平 11
图表 19： 公司拨备覆盖率保持较高水平 11
图表 20： 公司及可比同业不良率 11
图表 21： 公司及可比同业拨备覆盖率 11
图表 22： 公司融资租赁资产余额分业务情况（亿元） 12
图表 23： 2024 年公司融资租赁资产余额业务结构 12
图表 24： 公司的盈利预测情况 12
图表 25： 公司及可比公司估值比较 13
图表 26： 公司 PB-band 13
图表 27： 公司营业收入及其同比变化 14
图表 28： 公司归母净利润及其同比变化 14
图表 29： 公司资产变化情况 14
图表 30： 公司 ROE 表现 14
图表 31： 公司分红比例显著高于可比公司 14
图表 32： 公司股息率表现优于可比公司 15

一、行业空间：渗透率提升空间广阔，监管优化助力高质量发展

1.1 租赁行业商业模式

金融租赁行业的产业链主要涉及到三方主体，包括供应商、出租人和承租人。上游主要为供应商和提供资金支持的银行等金融机构，中游为融资租赁公司，下游承租人主要集中在航空运输、建筑、印刷、医疗、汽车租赁等行业。

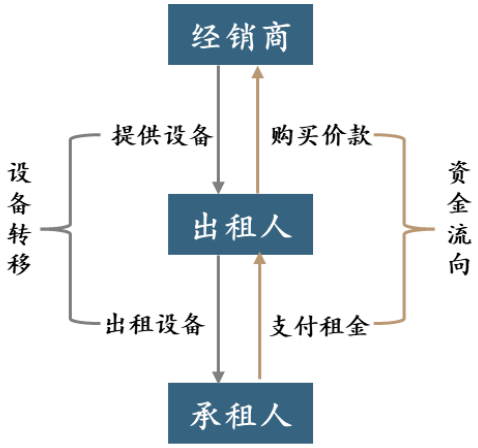
图表1：租赁业务产业链



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

融资租赁具体的业务模式为售后回租和直接租赁，类似银行贷款，收入以利息净收入和手续费净收入为主，通过围绕企业提供融资为主的金融服务，赚取息差收入，二者之间的区别在于融资租赁需要以租赁物为融资载体。1）直接租赁指租赁公司用自有资金、银行贷款或招股等方式，在金融市场上筹集资金，向设备制造厂家购进用户所需设备，然后再租给承租企业使用的一种传统租赁方式；2）售后回租指承租人和经销商为同一人的租赁方式，即承租人将自有物件出卖给出租人，同时与出租人签订租赁合同，再将该物从出租人处租回的融资租赁形式，该方式有助于帮助企业盘活存量资产。此外，公司创新厂商租赁模式，厂商租赁业务是指出租人即融资租赁公司与设备厂商结成战略合作关系，厂商通过自身的销售渠道向出租人推荐设备购买方，出租人审核通过后，由出租人支付设备价款，并向推荐的设备购买方即承租人提供融资租赁。厂商为租赁项目提供某种形式的担保或设备回购承诺。租赁期间，承租人向出租人支付租金；租赁期满，设备归承租人所有。

图表2：厂商租赁业务模式



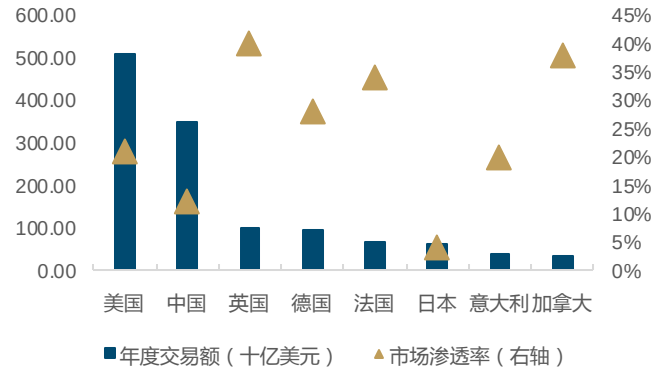
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 市场渗透率较低，未来提升空间大

近年来我国租赁行业渗透率处于波动上升态势，但市场渗透率水平不高，未来有较大提升空间。我国作为全球第二大租赁市场，整体租赁行业渗透率仅 12%，相较于发达国家处于

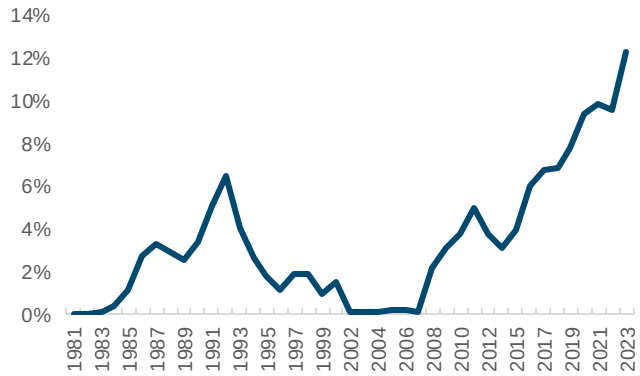
低位，存在着较大的提升空间。随着行业监管趋严背景下逐步出清，未来行业渗透率有望逐步提升，行业增长空间较大。

图表3：2023 年交易额前八国家/地区融资租赁渗透率



来源：全球租赁报告，国金证券研究所

图表4：中国租赁市场渗透率



来源：Wind，全球租赁报告，国金证券研究所

1.3 金融租赁监管加强，优质企业有望受益

政策端趋势为强化合规与风险控制，头部优质公司有望获益。金融租赁行业监管有所加强，一方面，提升准入标准、优化监管指标、完善业务细则，有利于防范化解行业风险、推动金租业务规范健康发展；另一方面，监管加强行业发展指引，推动金租公司向直租、中小微或产业租赁等方向转型，部分符合监管指引方向、内控完善、监管指标空间较大的金租公司有望获益。

图表5：租赁行业监管政策梳理

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容
《金融租赁公司管理办法》	2014/03	银监会	1. 金融租赁公司资本净额与风险加权资产的比例不得低于银监会的最低监管要求。2. 金融租赁公司对单一承租人或一个关联方的全部融资租赁业务的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 30%。金融租赁公司对单一集团的全部融资租赁业务或全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过资本净额的 50%。3. 金融租赁公司同业拆入资金余额不得超过资本净额的 100%。
《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》	2015/09	国务院	1. 引导各类社会资本进入金融租赁行业，支持民间资本发起设立风险自担的金融租赁公司，扩大 服务覆盖面。2. 鼓励地方人民政府通过奖励、风险补偿等方式，引导金融租赁公司加大对“三农”、中小微企业融资支持力度。支持符合条件的金融租赁公司发行“三农”、小微企业金融债券。适当提高中小微企业金融租赁业务不良资产容忍度。3. 加大政府采购支持力度，鼓励各级人民政府在提供公共服务、推进基础设施建设和运营中购买金融租赁服务。将通过金融租赁方式进行的企业技术改造和设备购置纳入鼓励政策适用范围。4. 允许符合条件的金融租赁公司上市和发行优先股、次级债，丰富金融租赁公司资本补充渠道。
《非银行金融机构行政许可事项实施办法》	2020/03	银保监会	1. 适度提高金融租赁公司发起人的持续盈利能力、权益性投资余额占比等财务指标要求。2. 明确金融租赁公司及其境内专业子公司、消费金融公司、汽车金融公司在具备相应条件时可募集发行优先股、二级资本债券、金融债及依法须经银保监会许可的其他债务、资本补充工具。
《金融租赁监管评级办法(试行)》	2020/07	银保监会	1. 设定监管评级要素。各监管评级要素的标准权重分配如下：资本管理(15%)、管理质量 (25%)、风险管理(35%)、战略管理与专业能力(25%)。2. 明确监管评级操作规程。金融租赁公司监管评级按照银保监会派出机构初评、银保监会复核、反馈监管评级结果、档案归集的程序进行。监管评级周期为一年，年度评级工作原则上应于每年 5 月底前完成。3. 强化监管评级运用结果。金融租赁公司的监管评级级别和档次分为 1 级、2 级(A、B)、3 级 (A、B)、4 级和 5 级共 5 个级别 7 个档次，级数越大表明评级越差，越需要监管关注。
《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》	2022/02	银保监会	解决前期部分金融租赁公司开展融资租赁业务过程中，存在以融物为名变相开展“类信贷”业务、虚构或低值高买租赁物、变相新增地方政府隐性债务等问题。对于构筑物作为租赁物提出了更高的要求，并且开展构筑物租赁业务的三年(2022-2024)的压降工作。

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容
《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》	2023/10	金融监管总局	1. 规范融资租赁经营行为：明确租赁物适格性，确保租赁物权属清晰、特定化、可处置，具备经济价值并能产生使用收益。严禁将古玩玉石、字画、办公桌椅、报刊书架、低值易耗品等作为租赁物，禁止以乘用车之外的消费品作为租赁物，严禁新增非设备类售后回租业务。2. 优化业务结构： 引导公司围绕企业新购设备资产融资需求，逐步提升直租业务能力，力争在 2026 年实现年度新增直租业务占比不低于 50%的目标。3. 提升金融监管有效性：各监管局应做好持续性监管，坚决查处各类违法违规问题，加大追责处罚力度。4. 建立健全监管协作机制：完善三方会谈机制，加强监管机构、金融租赁公司和相关部门之间的沟通与协作，形成监管合力。
《关于印发金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单的通知》	2024/08	金融监管总局	1. 鼓励清单：以国家战略需求为导向，包括农林牧渔、新能源、医药、船舶和海洋工程等 27 个产业中的农业机械、风电光伏、光热发电、医药研发、船舶等重要设备和重大技术装备。2. 负面清单：构筑物、古玩玉石、字画、办公桌椅、报刊书架、低值易耗品和消费品（不含乘用车），不得作为租赁物，并明确新老划断原则，妥善处置存量业务。3. 正面清单：在航空器（含发动机）、船舶、集装箱、海洋工程结构物、工程机械、车辆的基础上，额外增加了集成电路和算力中心设备，以更好支持集成电路产业和算力基础设施发展。
《金融租赁公司管理办法》	2024/09	金融监管总局	1. 规定金租公司注册资本金的最低限额为人民币 10 亿元或等值的可自由兑换货币。2. 明确规定金租公司可在全国范围内开展业务。3. 明确金租公司在涉及境外承租人时，可在境外设立项目公司开展融资租赁业务，对于租赁物为飞机(含发动机)或船舶(含集装箱)，此类单体价值较大且对出租人专业能力要求较高的，仍需通过设立专业子公司方式从事此类境外业务。4. 重新将“租赁物变卖及处理业务”纳入金租公司的基础业务。
《关于部分非银机构差异化适用公司治理等相关监管规定的通知》	2024/09	金融监管总局	1. 公司治理方面的调整：董事会人数上对于同一股东及其关联方、一致行动人合计全资控股的有限责任公司形式的非银机构，可不适用《公司治理准则》中关于董事会至少五人组成的规定，允许按照《公司法》要求的三人以上标准执行；主要股东数量不超过五个的非银机构，同一股东及其关联方提名的董事数量可超过董事会成员总数的三分之一，但需合理分配各方提名的董事比例；对于同一股东及其关联方、一致行动人合计持股超过 50%的未上市非银机构，可根据实际情况决定是否设置独立董事。未设置独立董事的机构，应建立其他内部监督机制，保护中小股东权益； 所有主要股东均已提名董事的非银机构，已提名董事的股东及其关联方可再提名监事。2. 资本管理方面的调整：并表口径调整后，表内外资产余额小于 100 亿元人民币且境外债权债务余额为 0 的非银机构，适用《商业银行资本管理办法》第三档监管规定；其他非银机构适用第二档规定。
《关于印发金融租赁公司监管评级办法的通知》	2025/01	金融监管总局	1. 评级维度与权重： 明确了金融租赁公司监管评级的五个关键维度：公司治理（20%）、资本管理（15%）、风险管理（30%）、专业能力（25%）和信息科技管理（10%）。2. 评级等级与细分：评级结果分为 1 至 5 级，1 级为最佳，5 级为最差。2 级和 3 级进一步细分为 A、B 两个档次。对于存在重大风险的公司，直接划分为 5 级，而对于重组、被接管或市场退出的公司，则认定为 S 级，不参与当年评级。3. 动态监管与市场准入影响：评级结果将直接影响监管部门的行为，包括动态调整监管强度、资源配置和差异化监管。评级较差的公司将面临更严格的监管措施。同时，评级结果还将作为金融租赁公司申请业务调整、机构设立及资本工具发行等市场准入事项的重要审慎性条件。

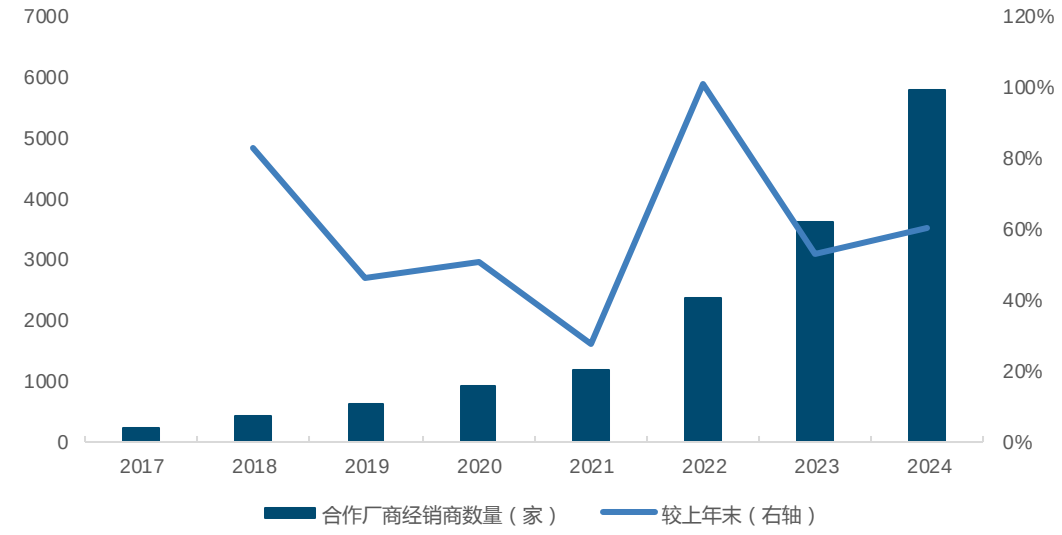
来源：政府网，金管总局官网，国金证券研究所

二、核心优势：量价双轮驱动构筑护城河

2.1 量的方面：通过“厂商+区域”双线战略实现规模稳健增长

公司融资租赁余额规模稳步增长，融资租赁规模的不断扩张为净利息收入不断增长奠定基础。截至 2024 年末，公司应收租赁款余额（应收融资租赁款余额+应收售后租回款）达 1273 亿元，同比增长 11.80%，2017-2024 年投放规模增长 CAGR 为 14.54%。

图表6：公司融资租赁资产余额持续增长

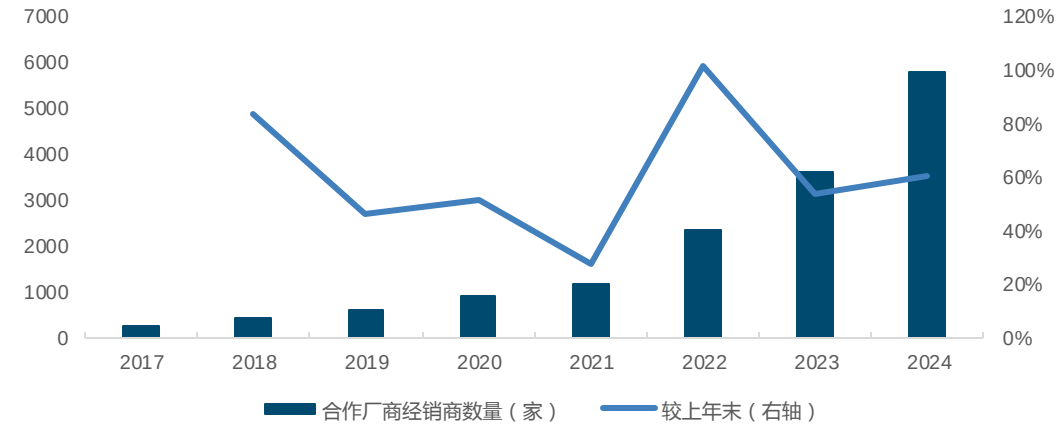


来源：公司公告，国金证券研究所

公司结合国际股东经验和本土实践，通过“厂商+区域”双线并进的方式拓宽获客渠道。

一方面，公司通过创新厂商租赁模式，实现“公司-厂商-客户”三方互利共赢。公司借助法巴租赁成熟的厂商租赁业务模式和丰富的全球厂商合作资源，同时充分融合自身多年深耕产业的经验，将厂商租赁模式作为发展设备租赁的重要方式，通过与优质厂商经销商合作，精准把握企业设备购置需求，定制个性化还款方案。截至 2024 年末，公司已经与 5800 多家厂商经销商建立了深度合作关系，快速触达优质终端客户。

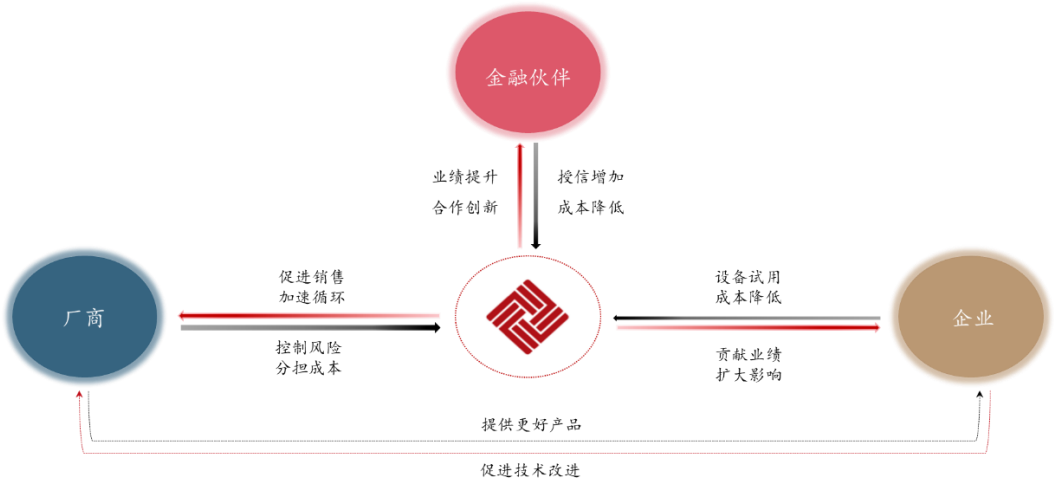
图表7：截至 24 年末公司合作厂商经销商数量超过 5800 家



来源：公司公告，公司 2023 年环境、社会及治理（ESG）报告，国金证券研究所 注：2024 年为超 5800 家厂商经销商

厂商租赁模式带来高效的客户开发能力，构筑公司客户资源核心优势。公司通过厂商自有经销商和客户渠道触达终端中小微客户，获客效率更高；与龙头设备厂商达成长期战略合作，促进厂商销售、加速产品循环，厂商也与公司共同控制风险，降低和分担成本；部分厂商可提供设备维护、回收、回购担保等，在租赁物管理、租赁风险控制等方面发挥积极作用。

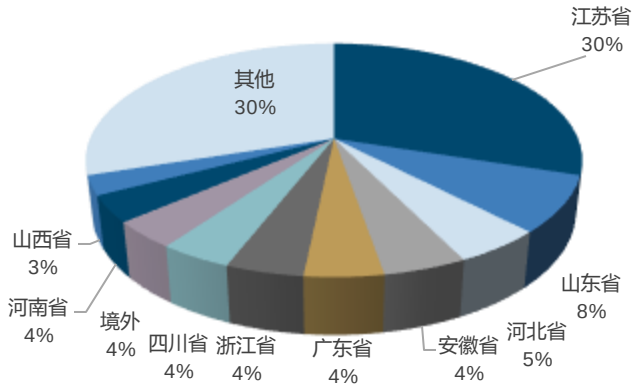
图表8：公司“公司-厂商-客户”的厂商租赁模式



来源：环境、社会及治理（ESG）报告，国金证券研究所

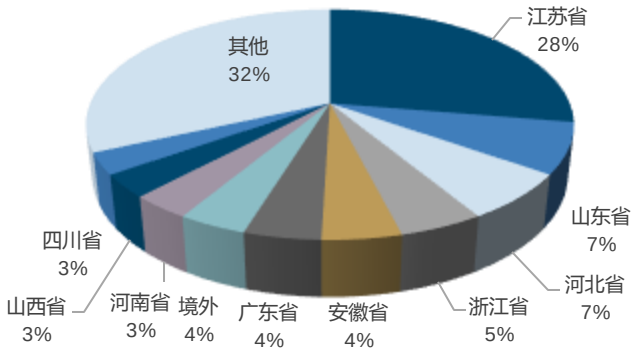
另一方面，区域路径上，公司以资金优势置换区域客户资源，构筑公司客户资源核心优势。公司深耕自身优势区域，聚焦江苏省省内丰富业务资源，持续优化属地化团队布局。公司不断优化区域团队架构，在江苏区域先后组建南京、苏州、无锡、南通小微业务团队，通过“话访”“陌拜”“走街串巷”等方式，密集拜访地方工业园区、高新区，通过属地化团队下沉到县区、园区；同时，将更多资源配置到区域小微团队，整合苏州、苏中区域小微团队设立小企业金融部，进一步优化配置，更好服务区域客户。从融资租赁业务收入地区结构看，2024 年江苏省占比 30%，收入同比增速达到 8%，高于整体收入增速（7%）。

图表9：公司融资租赁收入结构（2024 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：公司融资租赁资产余额结构（截至 2024 年末）

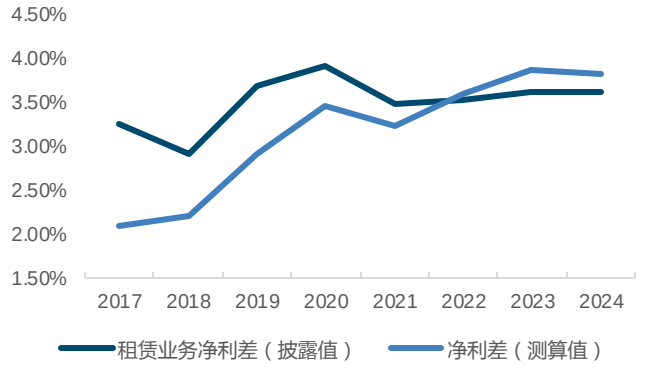


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 价的方面：净利差维持 3.6%+高位，资产端收益率显著优于同业

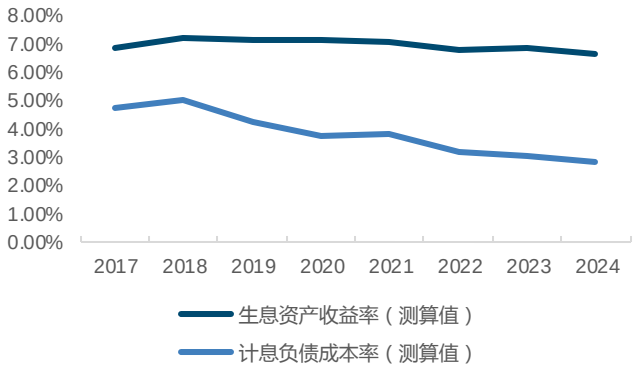
净利差维持较高水平，资产端收益率缓慢下行，负债成本率下行更快。2021 年来公司净利差持续提升，整体维持在 3.5%-3.6%左右，主要系负债端成本降幅快于资产端收益率。2024 年公司公告披露净利差 3.62%（同比+0.01pct），经测算年化生息资产收益率（利息收入/应收融资租赁款余额期初期末平均值）为 6.67%，年化生息资产收益率（利息支出/付息债务期初期末平均值）为 2.84%。

图表11：公司净利差变动趋势



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

图表12：公司生息资产收益率和计息负债成本率



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

图表13：公司净利差高于可比银行

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁波银行	2.20%	2.41%	2.54%	2.46%	2.20%	2.01%	1.91%
江阴银行	2.42%	2.20%	1.94%	1.89%	1.94%	1.85%	1.55%
苏州银行	1.86%	2.29%	2.28%	1.98%	1.93%	1.73%	1.45%
浦发银行	1.87%	2.02%	1.97%	1.77%	1.72%	1.49%	1.37%
无锡银行	1.93%	1.79%	1.90%	1.71%	1.56%	1.39%	1.27%
江苏银行	1.37%	1.72%	1.90%	2.03%	2.11%	1.95%	1.86%
杭州银行	1.66%	1.91%	1.96%	1.86%	1.74%	1.59%	1.51%
南京银行	1.85%	1.98%	1.99%	2.02%	1.93%	1.73%	1.64%
常熟银行	2.89%	3.22%	3.01%	2.95%	2.88%	2.70%	2.54%
上海银行	1.81%	1.93%	1.94%	1.78%	1.57%	1.41%	1.22%
平均值	1.99%	2.15%	2.14%	2.05%	1.96%	1.79%	1.63%
江苏金租	**2.90%**	**3.69%**	**3.91%**	**3.47%**	**3.52%**	**3.61%**	**3.62%**

来源：iFinD，国金证券研究所

聚焦小微客户，议价能力较强。公司通过厂商租赁模式+聚焦小微客群提升自身议价能力，生息资产收益率维持在 7%左右的高水平。2024 年年化资产收益率（测算值）为 6.67%，较上年有所收窄（2023 年为 6.90%），主要系租赁行业竞争加剧以及监管趋严导致资产收益率有所下降。

图表14：公司生息资产收益率显著高于可比银行

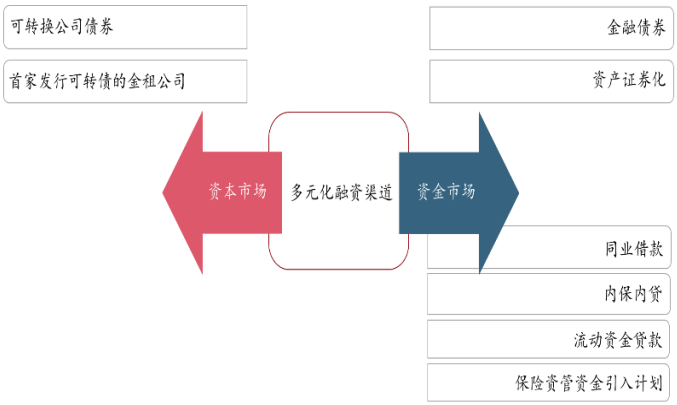
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁波银行	4.67%	4.72%	4.68%	4.59%	4.25%	4.16%	3.97%
江阴银行	4.74%	4.50%	4.24%	4.19%	4.12%	3.92%	3.44%
苏州银行	4.75%	4.91%	4.68%	4.37%	4.23%	4.01%	3.63%
浦发银行	4.64%	4.56%	4.30%	4.06%	3.96%	3.82%	3.57%
无锡银行	4.44%	4.32%	4.27%	4.14%	3.94%	3.75%	3.45%
江苏银行	4.50%	4.57%	4.61%	4.53%	4.53%	4.35%	4.05%
杭州银行	4.46%	4.54%	4.39%	4.25%	4.06%	3.87%	3.64%
南京银行	4.70%	4.79%	4.60%	4.45%	4.32%	4.22%	4.00%
常熟银行	5.36%	5.61%	5.37%	5.25%	5.18%	5.00%	4.77%
上海银行	4.45%	4.44%	4.20%	4.01%	3.74%	3.62%	3.28%
平均值	4.67%	4.70%	4.53%	4.38%	4.23%	4.07%	3.78%
江苏金租	**7.25%**	**7.17%**	**7.18%**	**7.08%**	**6.79%**	**6.90%**	**6.67%**

来源：iFinD，国金证券研究所

构建多元融资渠道，有效减轻融资成本。公司综合运用多元化的融资手段，通过金融债券、同业借款、资产证券化、内保内贷、流动资金贷款、保险资管资金引入计划以及发行可转债等多元化渠道，从源头上降低融资成本，进一步减轻企业的融资负担。

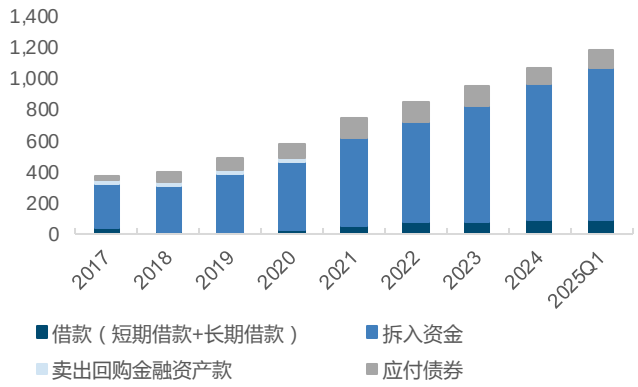
负债端计息负债率整体持续下滑。受益于流动性宽松政策，公司平均资金成本已由 2019 年的 4.25%下降到 2024 年的 2.84%。但整体来看，公司计息负债率高于可比银行，主要是因为银行能够拿到的同业拆借利率极低。

图表15：公司多元化融资渠道



来源：环境、社会及治理（ESG）报告，国金证券研究所

图表16：公司负债结构（亿元）



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

图表17：公司计息负债率高于可比银行

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁波银行	2.47%	2.31%	2.14%	2.13%	2.05%	2.15%	2.06%
江阴银行	2.32%	2.30%	2.30%	2.30%	2.18%	2.07%	1.89%
苏州银行	2.89%	2.62%	2.40%	2.39%	2.30%	2.28%	2.18%
浦发银行	2.77%	2.54%	2.33%	2.29%	2.24%	2.33%	2.20%
无锡银行	2.47%	2.50%	2.35%	2.45%	2.39%	2.34%	2.13%
江苏银行	3.15%	2.88%	2.63%	2.53%	2.42%	2.40%	2.19%
杭州银行	2.80%	2.63%	2.43%	2.39%	2.32%	2.28%	2.13%
南京银行	2.86%	2.81%	2.61%	2.43%	2.39%	2.49%	2.36%
常熟银行	2.47%	2.39%	2.36%	2.30%	2.30%	2.30%	2.23%
上海银行	2.64%	2.51%	2.26%	2.23%	2.17%	2.21%	2.06%
平均值	2.68%	2.55%	2.38%	2.34%	2.28%	2.29%	2.14%
江苏金租	**5.06%**	**4.25%**	**3.72%**	**3.84%**	**3.19%**	**3.03%**	**2.84%**

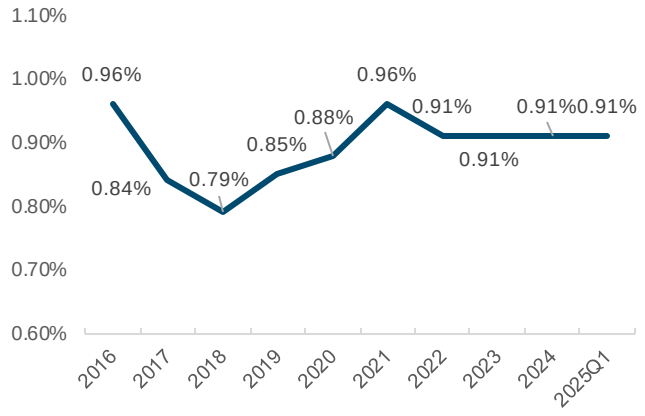
来源：iFinD，国金证券研究所

负债端计息负债率下滑，带动租赁业务净息差企稳回升。资金成本的持续下降，带动公司净息差较好抵御整体市场波动，呈现稳中有升的态势。展望后续，随着市场贷款利率、融资成本进一步下滑，公司计息成本率仍有压缩空间，公司净息差仍有上行空间。同时，公司通过调整组织架构，加强人员管理，进行中后台整合等多重内控机制提高公司业务能力与工作效率，有效实现成本降低。

2.3 风险控制：三位一体筑牢安全边际

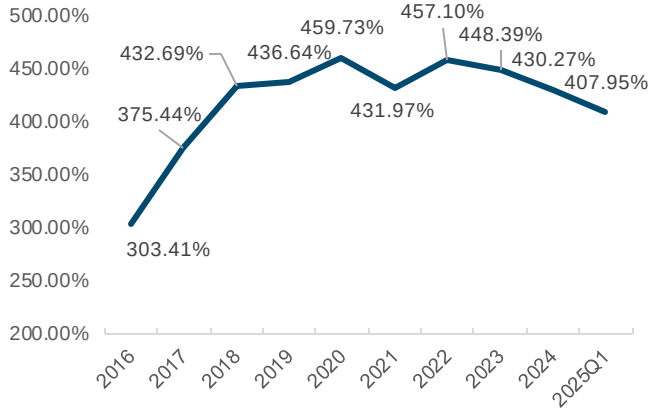
资产质量表现优异，不良率保持稳定，始终维持在 1%以下，凸显出较强的风险控制能力。不良率方面，公司始终低于同行业可比公司平均水平。截至 2024 年末，公司不良率为 0.91%，连续三年持平，始终保持在 1%以下的较低水平；拨备率为 3.93%，较上年末-0.15pct；拨备覆盖率为 430.27%，较上年末-18.12pct，主要系监管红线下调后公司有序调降，目前来看均远高于监管指标。展望后续，随着整体经济逐渐复苏，企业经营能力得到好转，带动偿付能力提升，有望提高公司整体资产质量。

图表18：公司不良率维持在1%以下的较低水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表19：公司拨备覆盖率保持较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表20：公司及可比同业不良率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
宁波银行	0.78%	0.78%	0.79%	0.77%	0.75%	0.76%	0.76%	0.76%
江阴银行	2.15%	1.83%	1.79%	1.32%	0.98%	0.98%	0.86%	0.86%
苏州银行	1.68%	1.53%	1.38%	1.11%	0.88%	0.84%	0.83%	0.83%
浦发银行	1.92%	2.05%	1.73%	1.61%	1.52%	1.48%	1.36%	1.33%
无锡银行	1.24%	1.21%	1.10%	0.93%	0.81%	0.79%	0.78%	0.78%
江苏银行	1.39%	1.38%	1.32%	1.08%	0.94%	0.91%	0.89%	0.86%
杭州银行	1.45%	1.34%	1.07%	0.86%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%
南京银行	0.89%	0.89%	0.91%	0.91%	0.90%	0.90%	0.83%	0.83%
常熟银行	0.99%	0.96%	0.96%	0.81%	0.81%	0.75%	0.77%	0.76%
上海银行	1.14%	1.16%	1.22%	1.25%	1.25%	1.21%	1.18%	1.18%
平均值	1.36%	1.31%	1.23%	1.07%	0.96%	0.94%	0.90%	0.90%
江苏金租	**0.79%**	**0.85%**	**0.88%**	**0.96%**	**0.91%**	**0.91%**	**0.91%**	**0.91%**

来源：iFinD，国金证券研究所

图表21：公司及可比同业拨备覆盖率

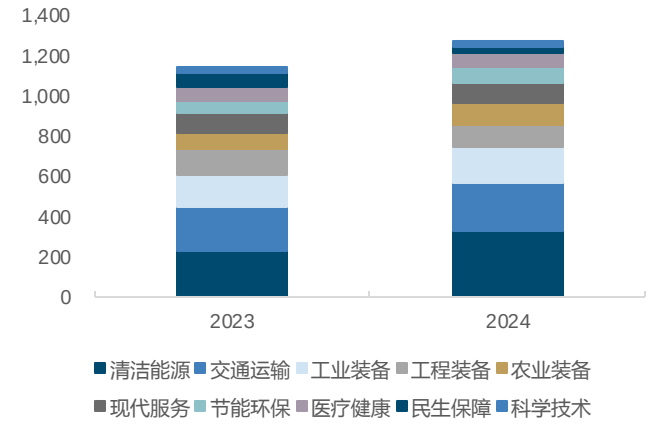
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
宁波银行	521.83%	524.08%	505.59%	525.52%	504.90%	461.04%	389.35%	370.54%
江阴银行	233.71%	259.13%	224.27%	330.62%	469.62%	409.46%	369.32%	350.00%
苏州银行	174.33%	224.07%	291.74%	422.91%	530.81%	522.77%	483.50%	447.20%
浦发银行	154.88%	133.73%	150.74%	143.96%	159.04%	173.51%	186.96%	186.99%
无锡银行	234.76%	288.18%	355.88%	477.19%	552.74%	522.57%	457.60%	430.60%
江苏银行	203.84%	232.79%	256.40%	307.72%	362.07%	378.13%	350.10%	343.51%
杭州银行	256.00%	316.71%	469.54%	567.71%	565.10%	561.42%	541.45%	530.07%
南京银行	462.68%	417.73%	391.76%	397.34%	397.20%	360.58%	335.27%	323.69%
常熟银行	445.02%	481.28%	485.33%	531.82%	536.77%	537.88%	500.51%	489.56%
上海银行	332.95%	337.15%	321.38%	301.13%	291.61%	272.66%	269.81%	271.24%
平均值	302.00%	321.49%	345.26%	400.59%	436.99%	420.00%	388.39%	374.34%
江苏金租	**432.69%**	**436.64%**	**459.73%**	**431.97%**	**457.10%**	**448.39%**	**430.27%**	**407.95%**

来源：iFinD，国金证券研究所

坚持多元分散行业开发+三位一体风险防控体系，构筑风险控制核心优势。公司重点服务于小单零售客群的金融需求，通过多种渠道降低风险：

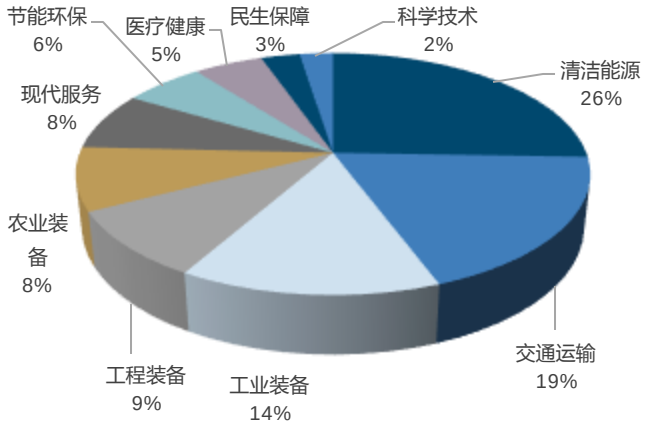
（1）打造“3+N”的多元化行业布局分散风险。公司重点服务于小单零售客群的金融需求，打造“3+N”的多元化行业布局，业务覆盖 10 大行业、80 多个细分市场，叠加广泛的区域分布，实现合理分散资产配置，实现互补支撑、分散风险。截至 2024 年末，清洁能源、交通运输、工业装备融资租赁余额占比分别为 26%、19%、14%，排名前三。

图表22：公司融资租赁资产余额分业务情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：2024 年公司融资租赁资产余额业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所

（2）打造“租赁物+承租人+厂商”三位一体的风险防控体系。通过“租赁物+承租人+厂商”，有效发挥厂商在租赁物监控、售后维护、远程锁机、拆卸运输、回收翻新、二次销售等风险预警和处置机制的优势，以专业的租赁物管理能力化解风险。此外，部分厂商经销商也会为承租人附加担保、回购承诺等增信措施，实现风险共担。

公司信息科技建设加快业务与科技的深度融合，持续升级“拓客-运营-风控”全链条智慧租赁系统，支持市场拓展和风险防控，实现业务和风险管理全流程线上化。在风控方面，建立全面数字风控体系，快速识别、监测风险，有效防范、处置风险。

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我国租赁行业渗透率还有较大空间，预计公司作为唯一 A 股上市金租公司生息资产规模将稳健增长，参考公司历史应收租赁余额增长情况以及公司战略规划，我们假设公司 2025-2027 年的应收租赁款余额同比增速分别为 11.0%/10.4%/10.1%；参考历史净利差情况以及资负两端利率波动情况，我们假设公司 2025-2027 年的净利差分别为 3.85%/3.82%/3.84%。

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 58.26/64.28/71.06 亿元，同比分别增长 10.4%/10.3%/10.6%；归母净利润分别为 32.68/36.13/40.03 亿元，同比分别增长 11.0%/10.6%/10.8%。

图表24：公司的盈利预测情况

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利息净收入（百万元）	4,800	5,208	5,746	6,348	7,024
同比增速	15.73%	8.50%	10.34%	10.46%	10.66%
营业收入（百万元）	**4,787**	**5,278**	**5,826**	**6,428**	**7,106**
同比增速	10.14%	10.26%	10.39%	10.33%	10.55%
归母净利润（百万元）	**2,660**	**2,943**	**3,268**	**3,613**	**4,003**
同比增速	10.30%	10.65%	11.03%	10.56%	10.78%

来源：iFinD，国金证券研究所

3.2 投资建议及估值

生息资产保持稳健增长叠加息差扩展，驱动公司业绩保持较高的增长。公司积极拓展三大路径，即“厂商路径”“区域路径”和“线上路径”，建立触达客户、强化粘性的稳定可持续渠道，维护核心客户资源，扩大群体覆盖面。截至 2025 年末，公司合作厂商已超过 5800

家；区域直销板块投放规模快速增长；打造线上金融服务生态，开发乐租系列互金产品，建立从渠道商到终端客户全场景覆盖的综合金融门户。我们预计在稳增长背景下，公司将持续受益于市场回暖，资产规模将保持稳健增长。考虑到 2025 年，流动性仍将保持相对宽松，我们预期公司负债端的资金成本仍有下降空间，公司净利差将稳中有升。得益于公司多元化行业布局、广泛的区域分布，打造“租赁物+承租人+厂商”三位一体的风险防控体系，预计全年公司资产质量有望保持稳定。

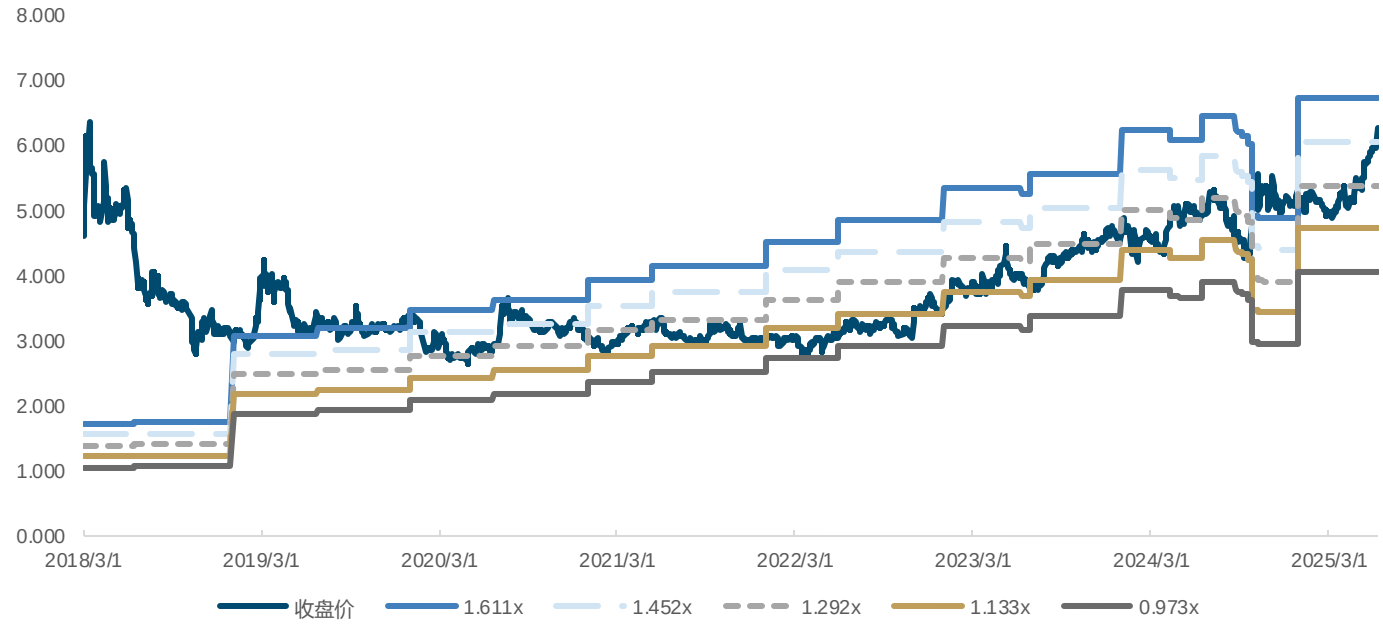
图表25：公司及可比公司估值比较

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速（2025E）	ROE					PB		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	25E	26E	27E
002142.SZ	宁波银行	26.86	6.62%	15.08%	13.59%	12.81%	12.63%	12.45%	0.8	0.7	0.6
601128.SH	常熟银行	7.34	12.59%	13.69%	14.15%	14.11%	14.03%	14.05%	0.8	0.7	0.6
603300.SH	海南华铁	9.97	42.79%	15.87%	10.36%	12.48%	14.05%	14.35%	2.8	2.5	2.1
601838.SH	成都银行	19.25	7.66%	18.78%	17.68%	17.16%	14.37%	14.37%	0.9	0.8	0.7
2588.HK	中银航空租赁	64.30	-22.08%	13.95%	15.25%	74.98%	77.52%	73.78%	0.8	0.8	0.7
平均		25.54	9.52%	15.47%	14.21%	26.31%	26.52%	25.80%	1.2	1.1	1.0
600901.SH	**江苏金租**	**6.23**	**11.05%**	**15.81%**	**14.72%**	**13.08%**	**13.47%**	**13.84%**	**1.4**	**1.3**	**1.2**

来源：iFinD，国金证券研究所 注：1）远东宏信股价单位为港元，其余公司股价为人民币；2）可比公司预测数据来源于 iFinD 一致预测；3）数据截至 2025 年 6 月 10 日

由于公司主要业务为类信贷，与银行商业模式类似，适用于 PB 估值法。参考可比公司估值（25E 可比公司 PB 均值为 1.2 倍）以及公司作为金融租赁稀缺标的、资产质量在可比公司中表现优异、高股息特质显著，我们给予公司 2025 年 1.62x PB，目标价 7.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表26：公司 PB-band



来源：Wind，国金证券研究所

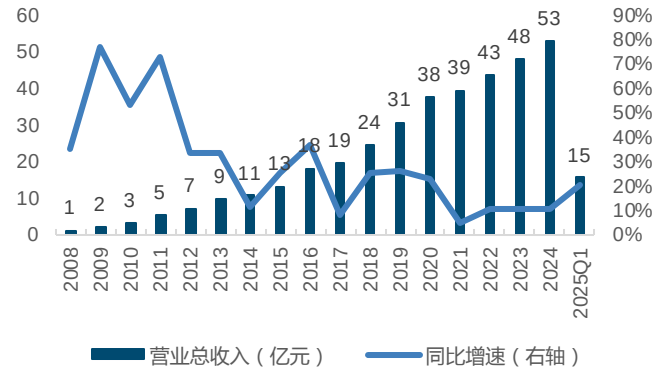
附录

公司战略思路清晰，较早开始业务转型，助力业绩稳健增长。2017 年公司首次提出“增长+转型”双链驱动的发展战略，重点发展以设备为载体的租赁业务，加快业务转型。2018 年，调整为“转型+增长”。同时，公司积极推进“厂商+区域”双线并进的经营策略，服务中小微型客户。2022 年公司确定“零售+科技”双领先新五年计划，继续加强微型和个人客户开发，金融科技赋能运营风控，深化业务转型。公司继续通过“厂商+区域”双线并进策略，持续丰富合作厂商、经销商，加速整合重组属地团队。同时依托乐租系列 APP、

智能决策模型等科技手段实现业务和风险管理全流程线上化。

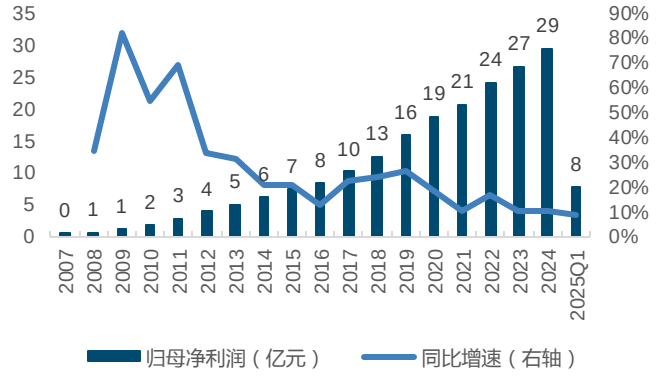
公司经营业绩表现稳健，营业收入、归母净利润保持持续稳定增长，公司业务端盈利能力较强，主要得益于资产端优势以及不良率保持较低水平。（1）2010 年至今，公司经营业绩实现了快速增长，基本保持双位数增幅。（2）受市场环境下行影响，叠加公司零售转型战略成效显现，2022 年开始公司资产投放增速放缓，总资产年增长率回落至 10%左右。2024 年公司实现营收/归母净利润分别为 53/29 亿元，同比分别+10%/+11%。（3）ROE 表现较为稳定，基本维持在 15%左右。2024 年 ROE 为 14.72%，同比-1.09pct，2025Q1 ROE 为 3.15%，同比-0.72pct，主要系转债强赎完成后摊薄 ROE。

图表27：公司营业收入及其同比变化



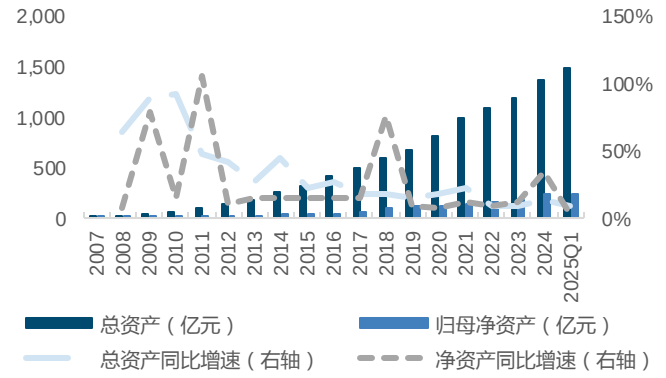
来源：iFinD，国金证券研究所

图表28：公司归母净利润及其同比变化



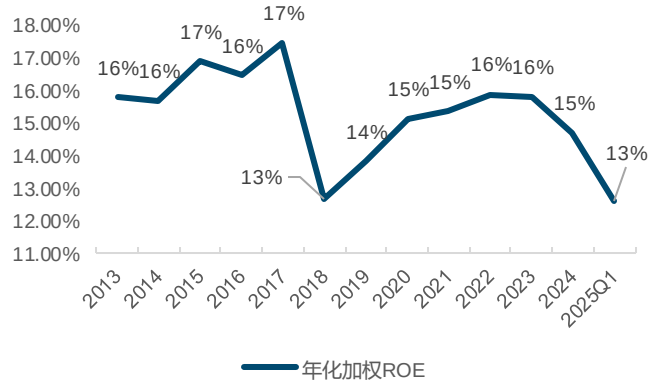
来源：iFinD，国金证券研究所

图表29：公司资产变化情况



来源：iFinD，国金证券研究所

图表30：公司 ROE 表现



来源：iFinD，国金证券研究所

得益于稳定的利润表现+较高的分红比例，公司股息率连续三年维持在 5%左右的较高水平。相较可比银行，公司的分红水平显著更高。在稳健的利润与高分红比例的基础上，公司股息率维持在较高水平。

图表31：公司分红比例显著高于可比公司

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁波银行	19.21%	21.90%	19.96%	16.89%	14.31%	15.52%	21.91%
江阴银行	10.55%	38.61%	36.99%	30.70%	24.19%	24.77%	24.17%
苏州银行	0.00%	26.96%	31.11%	30.04%	30.88%	31.08%	17.64%
浦发银行	18.37%	29.89%	24.16%	22.71%	18.36%	25.67%	26.59%
无锡银行	30.37%	26.62%	25.55%	21.21%	21.50%	19.95%	21.44%
江苏银行	30.04%	21.95%	30.98%	30.00%	30.00%	30.00%	12.36%
杭州银行	23.70%	31.44%	29.08%	22.41%	20.31%	21.44%	10.41%
南京银行	30.03%	31.50%	30.02%	30.00%	30.00%	30.00%	11.62%
常熟银行	33.20%	30.71%	30.40%	25.05%	24.97%	20.88%	19.77%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上海银行	27.27%	28.00%	27.21%	25.78%	25.51%	28.99%	13.27%
平均值	22.27%	28.76%	28.55%	25.48%	24.00%	24.83%	17.92%
江苏金租	**47.75%**	**45.27%**	**47.73%**	**50.44%**	**44.00%**	**52.57%**	**53.15%**

来源：iFinD，国金证券研究所

图表32：公司股息率表现优于可比公司

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁波银行	1.67%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%	2.51%	3.38%
江阴银行	1.19%	4.28%	4.28%	4.28%	4.28%	4.51%	4.28%
苏州银行	0.00%	2.57%	3.08%	3.59%	4.24%	5.01%	4.55%
浦发银行	3.50%	6.00%	4.80%	4.10%	3.20%	3.21%	3.32%
无锡银行	3.33%	3.33%	3.33%	3.33%	3.70%	3.70%	3.54%
江苏银行	3.58%	2.93%	3.33%	4.21%	5.17%	4.95%	4.59%
杭州银行	1.73%	2.42%	2.42%	2.42%	2.77%	3.60%	3.93%
南京银行	3.81%	3.81%	3.82%	4.48%	5.18%	5.21%	4.88%
常熟银行	2.61%	2.90%	2.90%	2.90%	3.63%	3.63%	3.45%
上海银行	4.43%	3.94%	3.94%	3.94%	3.94%	4.53%	4.70%
平均值	2.59%	3.43%	3.40%	3.53%	3.82%	4.09%	4.06%
江苏金租	**3.96%**	**4.75%**	**5.94%**	**6.93%**	**6.93%**	**6.34%**	**4.32%**

来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

1）融资租赁资产质量下降的风险。如出现供应链受阻、宏观经济不景气等情形，部分行业或区域承租人可能会出现流动性紧张或还款能力下降的问题，影响公司融资租赁资产质量，进而对公司的经营业绩、财务状况产生不良影响。

2）利率波动影响公司盈利水平的风险。利率波动传导存在时滞，在全面使用 LPR 定价的背景下，若资产端 LPR 报价降幅大于资金市场报价降幅，或资产端 LPR 报价增幅小于资金市场报价增幅，公司利率将收窄，进而影响自身的经营业绩。

3）期限错配产生的流动性风险。公司有息负债的期限一般在一年以内，而融资租赁项目的存续期一般在三年左右，资产与负债间存在一定的期限错配。目前公司已通过资本市场筹措中长期资金、合理安排租金计划等方式改善资金结构，但仍要时刻关注因期限错配带来的流动性风险。

4）汇率波动影响公司盈利水平的风险。公司跨境传播业务普遍以美元计价。在全球经济动荡的背景下，若美元汇率出现较大波动，将对公司跨境船舶业务收益造成影响。

附录：报表预测摘要

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	194	129	132	135	137
货币资金	4,614	5,725	5,839	5,956	6,379
拆出资金	999	1,797	1,833	1,870	1,907
应收租赁款	110,143	123,483	141,309	156,005	171,762
应收款项	2	14	17	19	21
投资性房地产	110	92	94	96	103
固定资产	676	1,534	1,565	1,596	1,710
无形资产	79	94	96	98	105
递延所得税资产	1,040	1,211	1,236	1,260	1,350
其他资产	1,620	2,661	1,925	2,323	2,381
总资产	**119,920**	**137,255**	**154,046**	**169,359**	**185,854**
短期借款	2,627	1,478	2,883	3,183	3,504
拆入资金	74,699	87,393	88,177	97,347	107,179
应付职工薪酬	233	251	277	305	338
应交税费	305	301	332	367	405
应付款项	2,807	2,385	3,957	4,368	4,809
长期借款	5,015	7,597	6,726	7,426	8,176
应付债券	12,227	10,120	15,261	16,849	18,550
其他负债	4,156	3,149	10,598	11,700	12,882
总负债	**102,071**	**112,673**	**128,211**	**141,545**	**155,844**
股本	4,250	5,792	5,792	5,792	5,792
其他权益工具	325	0	0	0	0
资本公积	3,297	6,794	6,794	6,794	6,794
减：库存股	-25	-4	-4	-4	-4
其他综合收益	5	8	8	8	8
盈余公积	1,461	1,747	2,065	2,417	2,806
一般风险准备	1,814	2,038	2,286	2,561	2,865
未分配利润	6,721	7,756	8,894	10,247	11,749
总权益	**17,849**	**24,581**	**25,835**	**27,814**	**30,010**
负债及股东权益合计	**119,920**	**137,255**	**154,046**	**169,359**	**185,854**

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**4,787**	**5,278**	**5,826**	**6,428**	**7,106**
利息净收入	4,800	5,208	5,746	6,348	7,024
利息收入	7,524	8,068	8,327	9,023	9,948
利息支出	-2,724	-2,860	-2,581	-2,676	-2,924
手续费及佣金净收入	-111	-87	-52	-58	-64
手续费及佣金收入	0	0	1	1	2
手续费及佣金支出	-111	-87	-54	-59	-66
汇兑净收益	36	116	122	128	136
其他收益	6	17	8	8	8
其他收入	1	4	2	2	2
营业支出	**-1,245**	**-1,356**	**-1,468**	**-1,610**	**-1,769**
营业税金及附加	-10	-13	-15	-12	-14
管理费用	-498	-546	-699	-771	-853
减值损失	-705	-716	-672	-743	-819
其他业务成本	-13	-27	-27	-27	-27
营运利润	3,542	3,922	4,358	4,818	5,337
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	-1	-1	-1	-1	-1
利润总额	3,543	3,921	4,357	4,818	5,337
所得税	-883	-978	-1,089	-1,204	-1,334
归母净利润	**2,660**	**2,943**	**3,268**	**3,613**	**4,003**

财务指标与估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	2.32%	2.29%	2.24%	2.23%	2.25%
ROE	15.81%	14.72%	13.08%	13.47%	13.84%
EPS（元）	0.63	0.51	0.56	0.62	0.69
BVPS（元）	4.20	4.17	4.46	4.80	5.18
PE（x）	10.0	12.3	11.1	10.0	9.0
PB（x）	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	9	9	12
增持	1	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**2.00**	**1.31**	**1.36**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究