

# 江苏金租（600901.SH）

## 双轮锚定价值，稳健穿越周期

优于大市

### 核心观点

**行业转型深化与公司战略升级双轮驱动，差异化竞争力持续彰显。**市场常把金融租赁理解为顺周期行业，我们认为这低估了行业在经济转型过程中体现的成长性。2023年至2025年间，监管密集出台新规，核心目标是推动行业回归“融物”本源，摆脱“类信贷”模式，这促进金租行业独立实现产业与融资的打通。按照监管导向，金融租赁公司在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%，这将扭转行业过度依赖售后回租局面，促进集中度提升。在监管与市场双重作用下，行业呈现“总量减少、结构优化”趋势，行业资产规模在强化服务实体经济的背景下保持稳健扩张。金租细分机构中，公司聚焦设备租赁，提升直租和经营性租赁能力，深耕细分产业领域体现成长性。

**A股稀缺标的，“厂商+区域”与“零售+科技”构筑护城河，财务表现持续领先。**江苏金租作为A股市场唯一的金融租赁上市公司，已构建起难以复制的商业模式和护城河：这体现在独特的“厂商+区域”双线战略与“零售+科技”双领先发展模式，通过深度绑定设备制造商，建立了覆盖近6,000家厂商经销商的网络渠道。尤其公司在宏观经济整固期仍有靓丽财务表现：以25Q3为例，单季营业收入同比增幅达21.51%，创下近期新高。驱动业绩增长的核心因素在于资产规模扩张与净利差走阔的双重效应，截至2025年9月末，公司应收租赁款余额达1,475亿元，较上年末增长19.45%。公司的盈利能力表现突出，2025年前三季度租赁业务净利差为3.75%，同比提升0.08个百分点，在整体利率下行环境中实现逆势走阔。

**资产结构优化升级，业务呈现“双主线+多增长点”的特征。**行业布局方面，2025年上半年，清洁能源与交通运输板块贡献了营收的绝对主力，占比分别为22.8%和22.1%，收入同比增速分别达36.5%和31.1%。现代服务板块成为增长亮点，资产余额较年初大幅增长41.4%，农业装备板块在政策扶持下表现稳健，余额增速达20.2%。区域布局方面，公司坚持“立足江苏、辐射全国”策略，2025年上半年江苏省内业务贡献约29%收入，浙江和广东成为增长最快区域市场，余额增速分别达41.9%和33.1%。

**科技加持，风控得当，资产质量保持优异水平。**江苏金租的资产质量在金融租赁行业中保持领先水平，其稳定性与风险抵御能力构成了核心竞争优势。截至2025Q3末，公司不良融资租赁资产率为0.90%，持续改善。在风险缓冲方面，公司的拨备覆盖率维持在403%的充足水平，远高于监管要求。

**风险提示：**盈利预测及估值不准确，市场竞争风险，流动性与杠杆风险等。

**投资建议：**我们预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为9.07%、15.32%、11.29%，ROE等关键财务指标持续改善。可转债转股使公司资本实力得到补充后，公司的良好成长性、卓越盈利能力、优质的资产质量和充裕的拨备，应当使得公司合理估值居于过去三年平均值与平均值+1倍标准差之间，即1.25x至1.36x。结合我们预测公司2026年每股净资产4.76元/股，公司2026年合理股价区间应为5.95-8.08元/股。我们给予公司“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,787	5,278	6,108	6,903	7,618
(+/-%)	10.14%	10.26%	15.71%	13.02%	10.37%
归母净利润(百万元)	2,660	2,943	3,210	3,701	4,119

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 非银金融·多元金融

**证券分析师：孔祥**

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

**证券分析师：王德坤**

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	6.15元
总市值/流通市值	35620/35611百万元
52周最高价/最低价	6.61/4.83元
近3个月日均成交额	187.64百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

(+/-%)	10.30%	10.63%	9.07%	15.32%	11.29%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.51	0.55	0.64	0.71
净资产收益率(ROE)	15.7%	13.9%	12.6%	13.7%	14.2%
市盈率(PE)	9.83	12.11	11.10	9.62	8.65
市净率(PB)	1.46	1.48	1.38	1.29	1.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一、行业概况：转型提质，回归本源

我国金融租赁行业监管框架历经重大变革，逐步从规模扩张转向高质量发展。2023 年至 2025 年间，国家金融监督管理总局密集出台了一系列新规，核心目标是推动行业回归“融物”本源，摆脱“类信贷”业务模式。2023 年 10 月发布的《关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》明确要求加强租赁物适格性管理，并严格限定售后回租业务范围为设备类资产。2025 年 12 月发布的《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》则进一步系统性地规范了业务全流程，强调租赁物真实、权属清晰、价值合理是业务合规的前提。

监管层设定了明确的业务结构转型目标：要求金融租赁公司在 2026 年实现年度新增直租业务占比不低于 50%。此举旨在扭转长期以来行业过度依赖售后回租的局面，引导资金更直接地服务于企业设备更新和技术改造。同时，监管提高了行业准入门槛，2024 年 9 月修订的《金融租赁公司管理办法》将主要出资人最低持股比例由 30%提高至 51%，以强化股东责任和股权稳定性。这些政策共同勾勒出行业未来发展方向：聚焦设备租赁，提升直租和经营性租赁能力，深耕细分产业领域，更好地服务实体经济。

直租与售后回租是金融租赁的两种基本业务模式，其在交易结构、经济实质和监管取向上存在显著差异。一是交易结构差异。直接租赁涉及三方主体（出租人、承租人、供货人），出租人根据承租人选择购买设备再出租给承租人，资金直接用于设备采购。售后回租仅涉及两方主体（出租人、承租人），承租人将自有设备出售给出租人再租回使用，实质是盘活存量资产。从业务流程看，直租更复杂，但资金流向清晰；回租流程相对简单，更侧重于企业融资。二是经济实质不同。直租核心在于满足企业新设备采购需求，实现金融资本与产业设备的直接结合。售后回租则更侧重于帮助企业将固定资产转化为流动资金，改善现金流，具有明显的“类信贷”特征。在实践中，售后回租业务占比高的租赁公司其资产结构与银行信贷更为相似。三是监管态度与行业趋势。监管机构鼓励发展直租业务，因其更贴合租赁本源，能够有效支持企业设备更新和技术改造。未来，随着政策持续引导，直租及经营性租赁业务将成行业转型关键，推动金融租赁公司从单纯资金提供方向设备买手和运营专家转变。

图1：直租业务模式与售后回租业务模式比较

维度	直租 (Direct Leasing)	售后回租 (Sale-Leaseback)
参与主体	<p>出租人 承租人 供应商</p> <p>三方：出租人 + 承租人 + 供应商</p>	<p>出租人 承租人</p> <p>两方：出租人 + 承租人</p>
标的物属性	<p>新购设备 / 增量</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>满足新增产能需求</li> </ul>	<p>存量自有资产</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>盘活沉淀资产</li> </ul>
资金用途	<p>设备采购 / 技术升级</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>直接用于资本性支出(CAPEX)</li> </ul>	<p>补充流动资金 / 盘活资产</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>优化财务结构，增加现金流</li> </ul>
核心功能	<p>融物为主</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>通过租赁获得设备使用权</li> </ul>	<p>融资为主</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>基于自有资产的融资行为</li> </ul>
所有权归属	<p>出租人 租赁期 期满 承租人</p> <p>始终归出租人 期满转移 (通常)</p>	<p>出租人 租赁期 期满 承租人</p> <p>暂时归出租人 期满回转</p>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

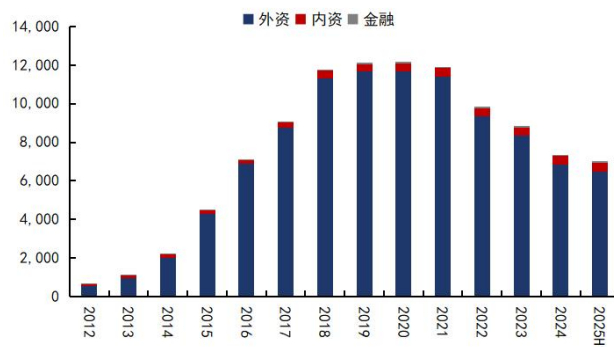
在监管引导与市场调整双重作用下，我国金融租赁行业正从规模扩张向质量提升转型。截至 2025H1 末，租赁行业合同余额规模达 5.42 万亿元。这一增长态势表明，行业在强化服务实体经济、回归“融物”本源的背景下，资产规模保持稳健扩张。从全行业口径（包含金融租赁、内资租赁和外资租赁）观察，融资租赁合同纠纷余额呈现结构性收缩。2025H1 末，全国融资租赁企业数量下降至 7,021 家。这种“总量减少、结构优化”的趋势主要源于监管持续清理“失联”、“空壳”企业，引导业务回归租赁本源。

图2：我国融资租赁合同余额变化（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：我国各类型租赁企业数量变化（单位：家）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需特别说明的是，商业银行信贷与金融租赁在业务本质上存在根本性区别。商业银行信贷表现为纯粹的资金融通行为，是典型的债权债务关系。银行让渡的是资金使用权，不介入借款人的具体资金使用场景和采购行为，是一种简单信用结构。相比之下，金融租赁是“融资”与“融物”相结合的综合性信用形式。金融租赁根据承租人对租赁物和供货人的选择或认可，将其从供货人处取得的租赁物按合同约定出租给承租人占有、使用，并向承租人收取租金。其本质是以设备为载体提供融资，资金运动紧随着物资运动，租赁物在整个交易中既是融资的标的物，也是风险缓释的关键工具。业务本质的差异直接决定了二者的市场定位和服务重心。商业银行信贷更侧重于客户的主体信用和还款能力，而金融租赁则更加注重租赁物本身的价值和产生现金流的能力。这种本质差异也使金融租赁公司能够深入到产业研发、制造、销售的全过程，相比银行可以更深度地融入产业链。

图4：金融租赁与银行信贷业务的商业逻辑差异



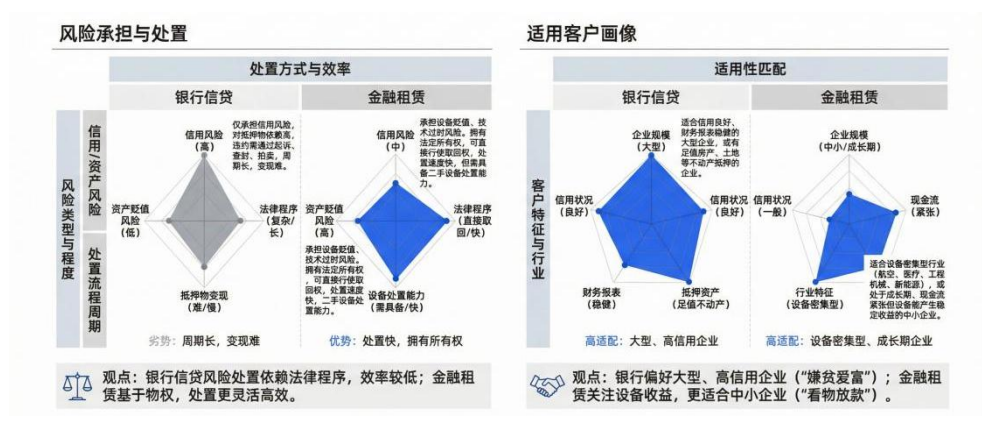
资料来源：国家金融监管总局，国信证券经济研究所整理

在风险处置机制方面，商业银行和金融租赁亦存在显著差异。

**商业银行以信用风险为核心的被动处置模式。**商业银行的风险处置主要依赖抵押物清算和司法追偿，核心是基于客户信用评估的贷后管理。由于银行仅享有债权而非物权，其风险化解过程呈现“重主体信用、轻资产控制”的特点。当违约发生时，银行需通过诉讼查封借款人抵押资产，并依托司法拍卖实现债权回收，流程耗时约 1-3 年，且受资产流动性影响较大。此外，银行对集团客户风险传导敏感，一旦核心企业出现问题，担保链风险会通过信贷网络快速扩散。这种模式的被动性较强，缺乏对融资标的物的直接控制力，不良资产处置效率高度依赖司法环境和抵押物价值稳定性。

**金融租赁则是以“债权+物权”双轨并行的主动管理机制。**金融租赁公司依托租赁物所有权构建了更灵活的风险缓冲体系。其风险处置呈现三重优势：一是物权处置主导性。租赁期内保留设备所有权，可快速回收、再处置租赁物。二是动态监控能力。通过物联网技术实时追踪资产状态，可提前预警高风险行为。三是产业协同化解。在厂商租赁模式中，设备供应商常承担回购担保责任，形成“承租人-出租人-厂商”风险共担机制。

图5：金融租赁与银行信贷的风险处置与适用客户画像比较



资料来源：国家金融监管总局，国信证券经济研究所整理

国内金融租赁行业已形成以银行系金租公司为主导、分层竞争的市场格局，头部公司凭借资本实力与专业化能力构筑起核心壁垒。

交银金租作为行业龙头，在航运与航空领域建立了全球性竞争优势。截至 2024 年末，其总资产规模达 4,436 亿元，净资产 492.04 亿元，实现净利润 43.67 亿元。公司船队规模超 470 艘，航运租赁资产余额超 1,500 亿元，稳居国内最大金融船东地位；机队规模近 300 架，航空租赁资产余额超 1,000 亿元，位列国内第二、全球第九。同时，公司积极布局绿色租赁与新基建领域，相关业务投放规模达 316.89 亿元，显示出其在传统优势领域与新兴赛道间的均衡布局。

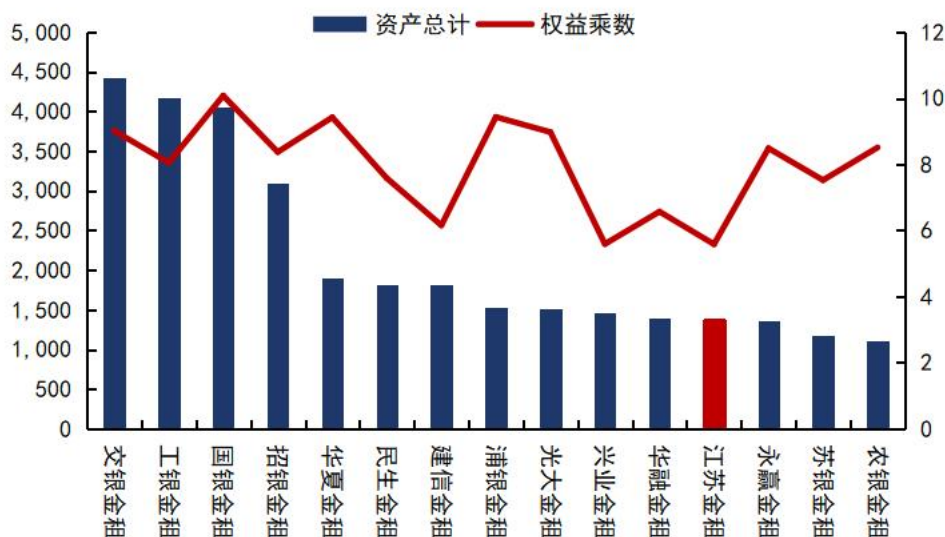
工银金租则在 2024 年展现出极强的增长动能，总资产从 2,784 亿元猛增至 4,175 亿元，增幅接近 50%，净利润同比大幅增长 226.61%至 24.59 亿元。这一增长得益于其在航空、海事及境内综合租赁三大板块的协同发力，特别是在支持“国轮国造、国货国运”国家战略方面取得突破。2025 年 8 月，工银金租获母行工商银行增资 150 亿元，注册资本增至 330 亿元，跃居行业首位，此次增资显著增强了其资本实力，为后续业务拓展与创新转型提供了坚实基础。

江苏金租走的是差异化、特色化发展路径，专注于中小微企业及普惠金融领域。

截至 2025Q3 末，其总资产为 1,620 亿元，通过“厂租合作+设备租赁+区域直销”的模式，在小微租赁市场形成了独特优势，小微企业投放占比超过 50%。公司在绿色租赁领域表现突出，2024 年全年投放绿色租赁项目 229 亿元，余额达 414 亿元，占总业务余额的 32%。其高分红政策也体现了对股东回报的重视，2018 年至 2024 年，现金分红占净利润比例持续保持在 35%至 53%之间，为投资者提供了稳定的现金流回报。

行业整体发展呈现“强者恒强”的态势，千亿级金融租赁公司已增至 15 家，其中绝大多数具有银行背景。这些公司凭借母行的客户资源、资金渠道和品牌信誉，在资金成本与规模扩张上占据天然优势。与此同时，监管政策持续引导行业聚焦主业，2024 年实施的《金融租赁公司管理办法》强化了资本管理和风险监管要求，新增了杠杆率与财务杠杆倍数等指标，推动行业从粗放式扩张转向精细化运营。未来，随着金融租赁公司在新兴领域如算力设备、低空经济等赛道上的探索，行业竞争格局或持续深化，专业能力与资本效率将成决定公司长期价值的关键因素。

图6：主要金融租赁公司总资产与权益乘数比较（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 二、公司概况：双轮驱动，专注致远

江苏金租股权结构呈现高度集中化特征，国有资本占据主导地位。公司前四大股东合计持股比例接近 60%，构成稳定的控股集团。其中，江苏交通控股有限公司作为第一大股东，持股比例为 21.53%，其实际控制人为江苏省国资委。南京银行作为第二大股东，持股比例达 21.19%。江苏扬子大桥股份有限公司和江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司分别持股 9.83%和 7.87%，这两家企业同样与江苏交通控股存在密切关联。这种股权结构确保了江苏省国资委对公司的实际控制力，国有资本的深度参与为江苏金租在业务拓展、政策资源和风险抵御方面提供了显著优势。国有资本的稳定性与政策性支持使公司在战略制定和长期规划上更具连续性，尤其在服务地方经济、支持基础设施建设和绿色能源项目方面具有独特优势。

除国有股东外，江苏金租还成功引入国内外战略投资者，形成多元化股东背景。法国巴黎银行租赁集团（法巴租赁）作为外资股东，目前持股比例为 3.16%，虽

在 2025 年上半年有所减持，但仍保持重要战略股东地位。公司与法巴租赁的合作已进一步深化，于 2024 年 7 月合资成立全国首家中外合资金融租赁专业子公司“江苏法巴农科设备金融租赁有限公司”，专注农业与科技设备租赁领域。

南京银行作为重要的战略投资者，不仅能提供银行资源支持，还通过派出董事参与公司治理，强化了银租协同效应。此外，机构投资者如泰康人寿、上证红利 ETF 等也占据一定比重，表明资本市场对公司价值的认可。

2025 年 1 月，监管批复公司可转债转股，注册资本由 42.45 亿元增加至 57.93 亿元。此次增资进一步巩固了主要股东的持股地位，也为公司业务扩张提供了充足的资本支撑。与此同时，公司完成了管理层交接，原董事长熊先根到龄退休，由周柏青接任董事长并获得监管核准，实现管理层的平稳过渡。

江苏金租的股东结构呈现出国有资本主导、战略投资者协同、机构投资者参与的多层次特征，既保证了公司发展的稳定性，又通过多元化股东背景带来了丰富的资源禀赋和专业能力。这种股东结构与公司战略定位高度契合，支持其在金融租赁行业中保持竞争优势并实现可持续发展。

表1: 公司前十大股东-截至 2025Q3 末

股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例（%）	股东性质
江苏交通控股有限公司	12.47	21.53	国有股
南京银行股份有限公司	12.28	21.20	国有股
江苏扬子大桥股份有限公司	5.69	9.83	国有股
江苏广靖锡澄高速公路有限责任公司	4.56	7.87	国有股
法巴租赁集团股份有限公司	1.83	3.16	境外法人
泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1.18	2.04	其他
上证红利交易型开放式指数证券投资基金	0.74	1.27	其他
全国社保基金 1106 组合	0.46	0.79	其他
汇添富品质价值混合型证券投资基金	0.40	0.69	其他
香港中央结算有限公司	0.39	0.67	陆股通

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**江苏金租的董事会与高管团队呈现专业化、梯队化、国际化的特点，治理结构均衡且稳定。**董事会成员具备深厚的行业背景和丰富的管理经验，核心高管团队长期服务于公司，保证了战略的连贯性和执行的稳定性。高管团队年龄梯队合理，形成了经验与活力并存的格局。董事长兼总经理周柏青及其他核心高管均从公司内部成长起来，对公司业务和文化有深刻理解。董事会成员来源多元，既有来自控股股东江苏交通控股和南京银行的代表，也有战略投资者法国巴黎银行租赁集团（法巴租赁）委派的成员，这种股权结构在董事会中的直接体现，有助于公司汲取各方优势，实现稳健发展。

表2: 公司主要高管简介-截至 2025Q3 末

姓名	职务	简介
周柏青	董事长, 总经理	1979 年 7 月出生，硕士研究生学历，中级经济师。曾任公司业务四部客户经理、高级客户经理、经理助理，信息技术部总经理，办公室副主任、主任。2014 年 11 月至 2023 年 6 月任公司董事会秘书；2017 年 11 月至 2023 年 6 月任公司副总经理；2020 年 11 月至今任公司董事；2023 年 6 月至今任公司总经理；2023 年 6 月至 2025 年 1 月，任公司党委副书记。2025 年 1 月至今，任公司党委书记；2025 年 3 月至今，任公司董事长。
张春彪	副总经理, 财务总监	1968 年 1 月出生，本科学历，会计师，现任公司副总经理、财务总监。曾在南京金陵机械厂、南京长江家用电器厂工作。1994 年 5 月至 2000 年 2 月任公司财务部会计；2000 年 3 月至 2018 年 3 月任公司财务部副经理、财务部经理、金融同业部经理；2014 年 10 月至今任公司财务总监；2017 年 11 月至今任公司副总经理。
朱强	副总经理	1966 年 10 月出生，硕士研究生学历，工程师。曾工作于南京显像管厂、南京三能电力仪表有限公司、江苏省高科技产业投资有限公司。曾任公司业务部经理、总经理助理。2013 年 4 月至今任公司副总经理。
江勇	副总经理, 董事会秘书	1985 年 10 月出生，硕士研究生学历。曾任公司业务部客户经理、高级客户经理、副总经理、总经理；2022 年 8 月至 2023 年 5 月任公司市场总监。2023 年 5 月至今任公司董事会秘书；2023 年 5 月至今任公司副总经理；2023 年 5 月至今任公司董事。

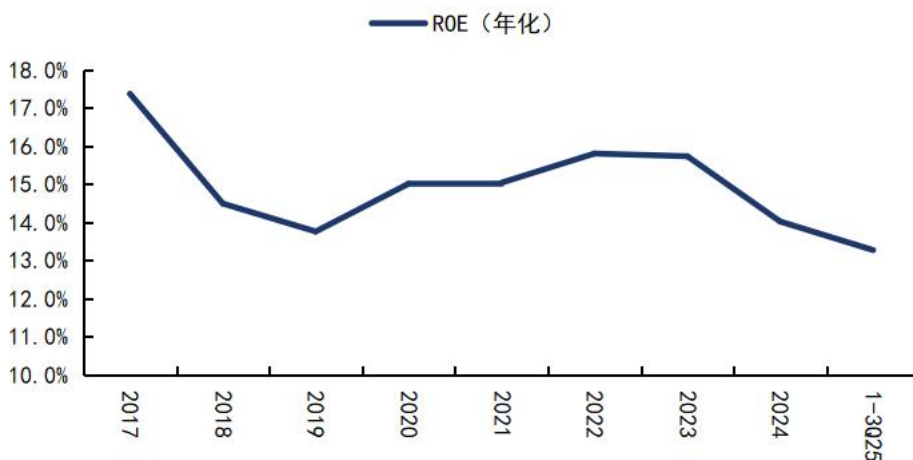
吴云	风险总监	1974 年 10 月出生，博士研究生学历，高级经济师。曾工作于安徽华光集团。曾任公司业务二部高级客户经理，新兴产业事业部经理助理、副经理、经理，大健康事业部经理，中小企业金融事业部经理。2020 年 5 月至今任公司风险总监。
刘明	市场总监	1984 年 6 月出生，硕士研究生学历。曾工作于扬州亚星股份有限公司。曾任公司业务部客户经理、高级客户经理、经理助理、副总经理、总经理。2022 年 8 月至今任公司市场总监。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**江苏金租高 ROE 主要依赖强大的净利率优势而非高杠杆或资产周转效率。**与银行相比，公司以较低杠杆实现了更优的 ROE。这种模式凸显了其在资产定价、风险控制和负债成本管理上的核心竞争力，符合金融租赁行业“融资+融物”结合的业务特性。未来，随着监管引导行业回归直租本源，公司需持续优化资产结构以维持 ROE 水平。

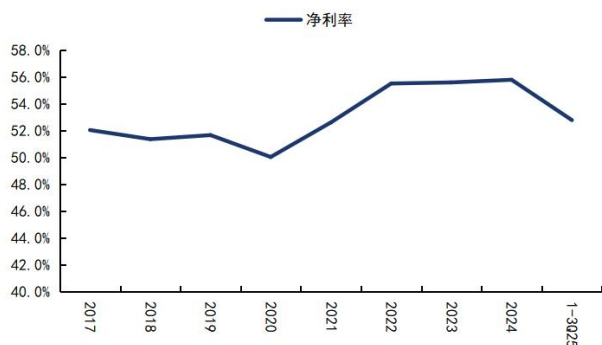
**江苏金租的加权平均 ROE 从 2023 年的水平有所下降。**这一变化主要源于以下几个关键因素：一是资本金扩充的短期摊薄效应：公司发行的可转债在 2024 年完成大规模转股，导致股本和净资产显著增加。2024 年第三季度末，公司净资产环比增加约 30% 至 238 亿元，权益乘数随之下降至 5.7 倍。资本基础的夯实虽然在短期内摊薄了 ROE，但却为资产规模的未来扩张打开了空间。二是减值计提的增加：，2025 年上半年公司计提信用减值损失 5.8 亿元，同比大幅增加约 40%。这部分是公司应对资产规模快速增长而采取的审慎风险管控措施，但也在一定程度上抑制了净利润的增速，从而使 ROE 有所下降。

图7：公司 ROE（年化）变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 公司净利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司权益乘数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**江苏金租的营业收入在 2025 年前三季度呈现加速增长态势。**公司 2025 年 1-9 月实现营业收入 46.38 亿元, 同比增长 17.15%, 增速较 2024 年同期的 8.76% 显著提升。这一增长主要得益于公司融资租赁资产规模的持续扩张, 截至 2025 年 9 月末, 公司总资产达 1,620.11 亿元, 较上年末约 20%, 其中应收租赁款余额 1474.96 亿元, 较上年末增长 19.45%。资产规模的增长动力来源于公司在清洁能源、交通运输等核心领域的积极投放, 以及“厂商+区域”双线展业模式的有效推进。

**公司净利润保持稳健增长但增速低于营收。**2025 年前三季度实现归母净利润 24.46 亿元, 同比增长 9.82%。净利润增速低于营收增速的主要原因在于信用减值损失的增加, 2025 年前三季度计提信用减值损失达 8.57 亿元, 同比上升 55%。然而, 公司的核心盈利能力依然强劲, 2025 年前三季度租赁业务净利差达 3.75%, 同比提升 0.08 个百分点。这一利差走阔主要得益于负债端成本的快速下降, 公司平均负债成本降至 2.25% 左右的低点, 而资产端收益率相对稳定在 6.26%。

图10: 公司营收规模及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司归母净利润规模及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司租赁业务净利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**江苏金租的利息净收入保持稳健增长，成为公司营收的核心支柱。**2025 年前三季度，公司实现利息净收入 47.25 亿元，同比增长 21.3%，其中第三季度单季利息净收入达 16.8 亿元，同比大幅增长 26.7%。这一增长主要得益于资产规模扩张与净利差改善的双重驱动。在资产规模方面，截至 2025 年三季度末，公司应收租赁款余额达 1,474.96 亿元，较年初增长 19.45%。在利差方面，2025 年前三季度公司租赁业务净利差为 3.75%，同比提升 0.08 个百分点，呈现逆势走阔的良好态势。利差走阔的主要动力来源于负债端成本的快速下降。2025 年前三季度，公司计息负债成本率降至 2.20%-2.25% 区间，同比下降 69-74 个基点，而资产端收益率虽有所下滑，但降幅相对温和。

**与利息净收入表现强劲形成对比的是，江苏金租的手续费及佣金净收入持续呈现负值且亏损幅度扩大。**2025 年前三季度，公司手续费及佣金净收入为-2.0 亿元，较上年同期的-0.5 亿元进一步恶化。这主要源于公司积极响应国家减费让利政策，主动降低对小微企业客户收取的金融服务费用，切实减轻实体经济融资成本。

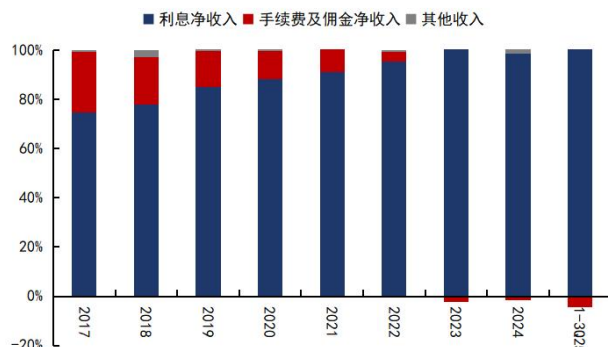
手续费及佣金收入的持续为负，反映出公司向实体经济让利的明确政策导向，但也导致公司营收结构更加依赖于利息净收入。2025 年上半年，利息净收入占营收比重已达 101.2%，显示公司收入来源高度集中于传统利差业务。

图13: 公司营收分部构成（单位：百万元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司营收分部占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

江苏金租行业收入结构呈现“双主线+多增长点”的特征。截至 2025 年上半年，清洁能源与交通运输板块贡献了公司营收的绝对主力，占比分别为 22.8%和 22.1%，收入同比增速分别达 36.5%和 31.1%，成为业绩增长的核心引擎。这一结构契合公司深耕“3+N”战略（即高端装备、清洁能源、交通运输三大百亿级板块引领，多个细分行业协同），其中清洁能源板块的快速增长受益于绿色金融政策支持及低成本专项资金倾斜。现代服务板块成为增长亮点，资产余额较年初大幅增长 41.4%，增速居各行业之首。农业装备板块在政策扶持下表现稳健，余额增速达 20.2%，收入同比增长 29.9%。相对而言，工业装备板块增速温和，而医疗健康等部分传统板块则有所收缩，反映公司动态聚焦政策支持领域的策略。

表3: 公司融资租赁收入-分行业（单位：百万元）

行业	2023		2024		2025H1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
清洁能源	1,325.07	17.83%	1,595.56	20.05%	980.27	22.76%
交通运输	1,400.95	18.85%	1,536.29	19.30%	952.30	22.11%
工业装备	991.06	13.33%	1,196.01	15.03%	574.02	13.33%
农业装备	459.38	6.18%	675.76	8.49%	400.33	9.30%
现代服务	567.18	7.63%	674.25	8.47%	366.85	8.52%
工程装备	1,075.19	14.47%	752.18	9.45%	360.78	8.38%
节能环保	383.86	5.16%	447.70	5.63%	257.41	5.98%
医疗健康	551.01	7.41%	574.44	7.22%	197.86	4.59%
科学技术	205.37	2.76%	214.19	2.69%	109.76	2.55%
民生保障	473.34	6.37%	292.66	3.68%	107.09	2.49%
合计	7,432.42	100.00%	7,959.04	100.00%	4,306.67	100.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从区域分布看，江苏金租坚持“立足江苏、辐射全国”的策略。2025 年上半年，江苏省内业务贡献了总收入的约 29%，仍为最大单一区域市场。公司在江苏省内业务开展较早，存量业务基础扎实，2025 年上半年省内融资租赁资产余额较年初增长 16.3%，显示其持续深耕本地市场的能力。浙江省和广东省成为增长最快的区域市场，余额较年初增速分别达 41.9%和 33.1%，远高于公司平均水平。这一方面受益于两地活跃的民营经济和小微企业设备融资需求，另一方面也与公司针对性加强区域直销团队建设、深化厂商合作模式相关。公司通过“厂商+区域”双线并进的展业模式，在核心区域设立属地化团队，实现了对中小微客群的网格化覆盖。其他区域分布相对分散，有助于分散区域经济波动风险。

表4: 公司融资租赁收入-分省份（单位：百万元）

省份	2023		2024		2025H1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
江苏省	2,208.59	29.72%	2,384.97	29.97%	1,245.08	28.91%
山东省	627.08	8.44%	620.42	7.80%	287.05	6.67%
河北省	281.08	3.78%	391.70	4.92%	231.24	5.37%
浙江省	334.69	4.50%	341.53	4.29%	217.16	5.04%
安徽省	410.28	5.52%	366.86	4.61%	216.65	5.03%
广东省	286.52	3.86%	345.65	4.34%	208.40	4.84%
境外	218.25	2.94%	299.55	3.76%	182.65	4.24%
四川省	278.86	3.75%	318.16	4.00%	145.90	3.39%
河南省	341.34	4.59%	291.41	3.66%	139.76	3.25%
山西省	156.39	2.10%	214.00	2.69%	128.51	2.98%
其他	2,289.35	30.80%	2,384.80	29.96%	1,304.28	30.29%
合计	7,432.42	100.00%	7,959.04	100.00%	4,306.67	100.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**江苏金租总资产规模持续扩张，增长动能稳健。**总资产规模从2024年末的1,372.55亿元增长至2025年第三季度末的1,620.11亿元，增幅达18.04%。这一增长主要得益于公司融资租赁资产规模的持续扩张，截至2025年9月末，应收租赁款余额达1,474.96亿元，较上年末增长19.45%。资产增长动力来源于公司在清洁能源、交通运输等核心领域的积极投放，2025年上半年清洁能源板块资产余额达387.31亿元，较年初增长18.67%；交通运输板块资产余额286.31亿元，增长19.39%。公司通过“厂商+区域”双线展业模式，实现了资产规模的稳步提升，2025年上半年新增合同数达4.3万笔，为去年同期的两倍。

**江苏金租净资产变化呈现先抑后扬特征。**2025年上半年末，归属母公司股东净资产为241.31亿元，较年初基本持平，这主要受2024年度分红派息影响。随着盈利积累和可转债转股完成，截至2025年第三季度末，归属母公司股东净资产回升至250.10亿元，较年初增长3.64%。公司资本实力不断增强，2021年发行的50亿元可转债已于2024年10月基本完成转股，累计转股金额达49.98亿元，显著提升了资本充足水平。2025年前三季度加权平均ROE为9.92%，公司盈利能力依然稳健。

图15: 公司资产规模及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 公司归母净资产及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

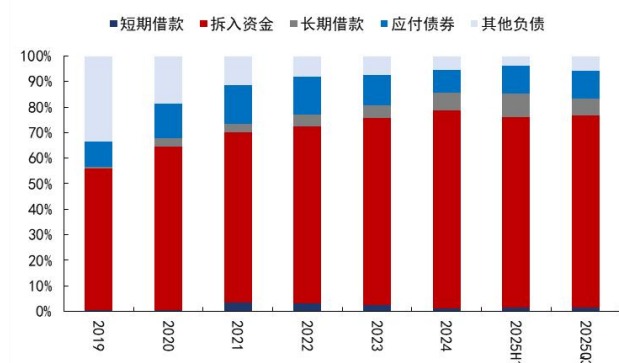
**资产结构由租赁资产主导，聚焦清洁能源与交通运输。**江苏金租的资产结构高度集中于融资租赁资产，呈现典型的金融租赁公司特征。**江苏金租的负债结构以同业负债为核心，同时积极拓展多元化融资渠道。**2025年上半年末，公司计息负债规模达1,262.77亿元，较年初增长19.27%。其中同业拆入资金占比达78%，构成最主要的融资来源。公司显著优化了负债期限结构，通过发行金融债等方式加大直融和长期资金来源。截至2025年6月末，长期借款与应付债券占付息负债比重合计达20.78%，较上年末提升4.16个百分点。这种结构性调整有效缓解了期限错配风险，提升财务稳健性。在负债成本管控方面，公司表现卓越。2025年上半年，公司年化平均计息负债成本率显著下降至2.25%，同比下降0.67个百分点。这一优异表现主要得益于公司主动把握市场利率下行窗口，通过扩大长期借款规模等方式优化负债结构。2025年前三季度，得益于负债端成本降幅快于资产端收益率降幅，公司净利差逆势走阔至3.75%，展现出出色的负债管理能力。

图17: 公司应收租赁款及总资产比较（单位：百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 公司负债结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 公司融资租赁资产余额及增速（单位：百万元）



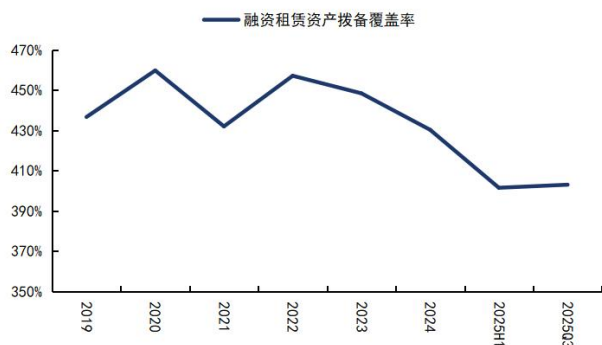
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**江苏金租的不良融资租赁资产率连续多年保持低位稳定。**截至2025Q3末，不良率为0.90%，与2023年末及2024年末的水平完全持平，显著优于银行业平均水平。这表明公司资产质量的基本盘非常稳固。同时，关注类资产占比持续改善，2025年9月末为2.2%，较上年末下降0.55个百分点，反映出潜在风险资产的压力有所缓解。在风险缓冲方面，公司的拨备覆盖率虽较往年高点有所下滑，2025Q3末为403.01%，但依然维持在400%以上的充足水平，远高于监管要求，为潜在信贷损失提供了足够厚的安全垫。2025年前三季度，公司计提信用减值损失8.57亿元，这主要是由于资产规模的快速增长及基于宏观环境的审慎经营策略。

**江苏金租资产质量的韧性，源于其独特的业务结构与风控体系。**公司通过构建“3+N”业务格局，实现了风险的天然分散。即以高端装备、清洁能源、交通运输三大百亿级板块为核心，跨越上百个细分行业进行资产配置。这种多元化布局使得不同行业的周期波动能够相互对冲，有效避免了因单一行业景气度下滑而带来的系统性风险。在风险管控层面，公司深度融合科技手段，打造了事前、事中、事后的全流程智能风控体系。其创新的“厂商租赁+区域直销+股东协同”展业模

式，通过与近 6,000 家厂商/经销商建立深度合作，将风险控制前置到设备销售环节，并借助厂商的回购担保机制形成风险共担。此外，公司还利用数字化系统对租赁资产进行实时监控和动态预警，极大提升了风险管理的精准性和效率。

图20: 公司融资租赁资产拨备覆盖率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司不良融资租赁资产率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 三、公司比较：服务实业，各有所长

当前，A 股上市租赁公司仅有江苏金租一家。H 股则有众多上市的租赁公司，分别开展金融租赁、融资租赁与经营租赁业务。

中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司。其业务模式以飞机经营性租赁为核心，即为航空公司提供飞机的长期租赁服务，并在租赁过程中持有飞机的所有权。公司拥有规模庞大的机队，并直接向波音、空客等制造商下订单采购新飞机，客户遍布全球近 50 个国家和地区的 90 余家航空公司。公司的股东背景极为强大，其控股股东是中国银行。

远东宏信是一家多元化的综合金融服务机构。其业务范围广泛，覆盖医疗、基础设施建设、交通物流、工业装备等多个领域的融资租赁和金融服务。与专注某一特定领域的租赁公司不同，远东宏信走的是产融结合的道路，通过深入产业，为不同行业的客户提供定制化的金融解决方案。其股东背景以产业资本和社会资本为主，第一大股东是中国中化集团。

中国船舶租赁的主营业务聚焦于船舶及相关海事设备的经营租赁及融资租赁服务。公司专注于海事领域，为航运公司、海洋工程企业等客户提供各类船舶的租赁解决方案。公司的股东背景具有鲜明的央企产业特色，其实际控制人为中国船舶集团。

中国飞机租赁不仅是单纯的飞机出租方，更致力于提供覆盖飞机全生命周期的一站式解决方案。除了核心的飞机经营性租赁和融资租赁业务外，公司还积极拓展至飞机维护、维修、机队升级、乃至飞机拆解和航材销售等后市场服务。这种纵向一体化的商业模式有助于提升飞机资产的综合价值，并创造除租金以外的多元收入来源。公司的股东结构多元化，其主要股东为中国光大集团。

国银金租是一家业务覆盖多个领域的综合性金融租赁公司，其租赁资产投向包括飞机、船舶、基础设施等。作为中国首批成立的租赁公司之一，其在多个重要行业积累了丰富的项目经验和客户资源。公司的突出特点在于其股东背景，国家开发银行是其实际控制人。

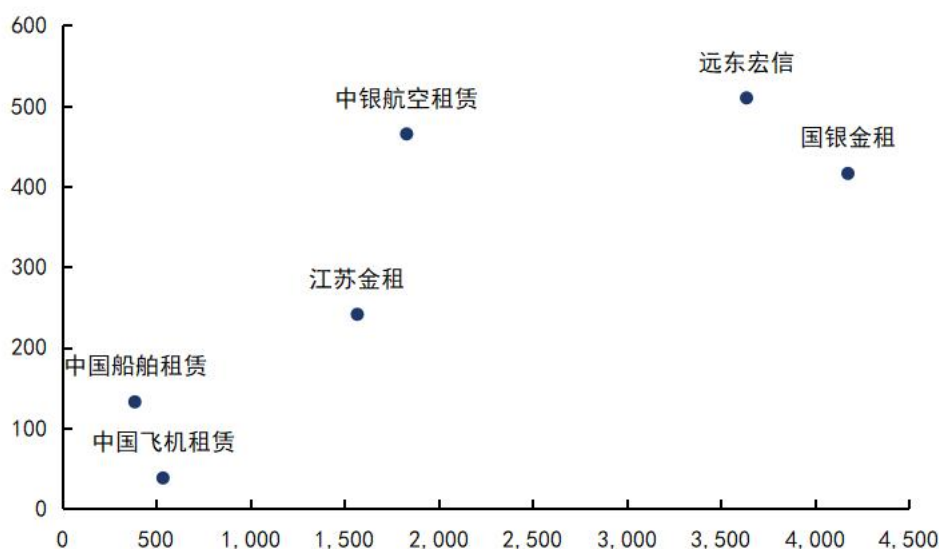
表5: A 股及港股上市的租赁公司概况

代码	简称	业务类型	股东穿透	主营收入来源	总市值（亿元）	股息率（2024 年, %）
600901.SH	江苏金租	金融租赁	江苏国资委	利息净收入, 占比约 100%	356.20	4.39
2588.HK	中银航空租赁	经营租赁	中国银行	租金收入, 占比约 100%	578.46	4.37
3360.HK	远东宏信	融资租赁	中国中化集团	利息净收入 60%, 租金收入 20%, 产业运营 20%	351.56	7.51
3877.HK	中国船舶租赁	经营租赁	中国船舶集团	租金收入占比 60%, 利息净收入占比 20%, 其他 10%	139.48	5.96
1848.HK	中国飞机租赁	经营租赁	中国光大集团	资金收入占比 80%, 利息净收入 20%	35.08	6.40
1606.HK	国银金租	金融租赁	国家开发银行	利息净收入占比 40%, 租金收入占比 60%	199.75	6.17

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。单位统一为人民币

**各家公司的资产结构反映了其业务模式。**国银金租、江苏金租等传统金租公司业务覆盖多个行业，资产构成多元化。而中银航空租赁、中国船舶租赁等设备租赁公司，资产高度集中于飞机、船舶等可移动的全球性资产，其优势在于资产通用性强，二级市场成熟，具备全球配置和逆周期调控能力。远东宏信的资产同样呈现多元化特征，但多元化是建立在深耕产业的基础上，覆盖医疗、教育、基建、工业等多个产业。其资产与产业运营结合更为紧密。

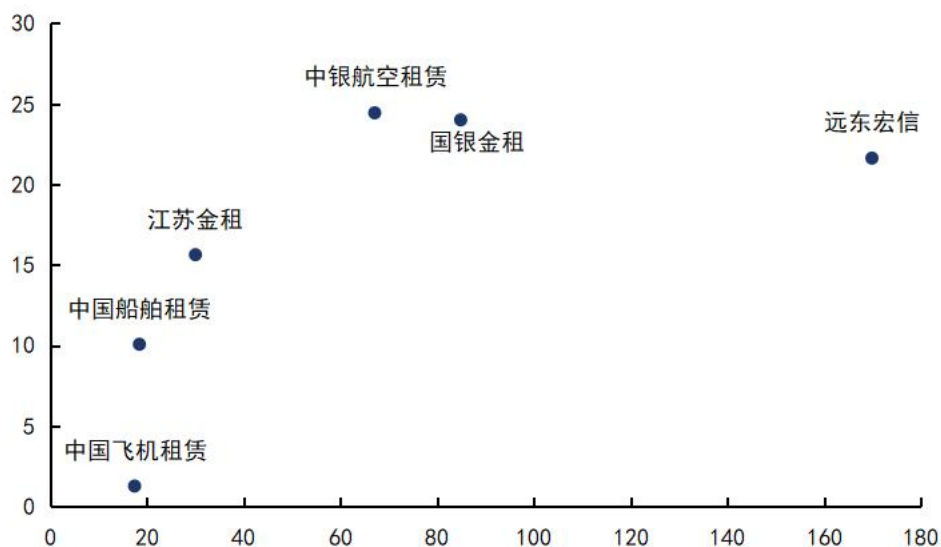
图22: A 股及 H 股上市租赁公司总资产及净资产比较-截至 2025H1（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。横轴为总资产，纵轴为净资产

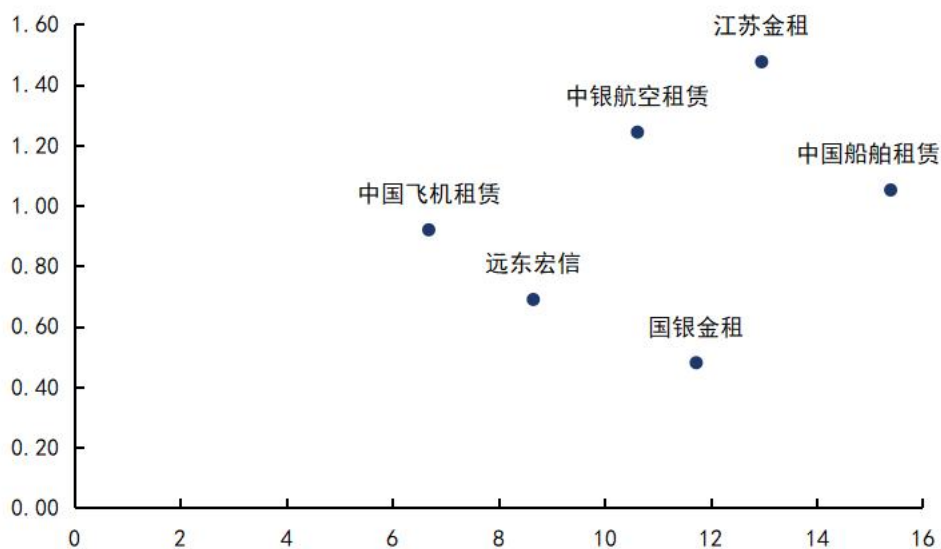
财务数据方面，江苏金租表现尤为突出，其 ROE 水平持续领先同业，这主要得益于其独特的“小而散”业务模式带来的高资产收益率、卓越的负债成本管控能力以及审慎的财务杠杆运用。相比之下，资产密集型的企业如中银航空租赁，因其飞机资产价值巨大，净资产基数庞大，导致 ROE 水平相对温和，其价值更体现在资产全球配置的长期稳定性和资产增值潜力。国银金租等大型金租公司 ROE 表现稳定，与银行业平均水平相近，反映出其资本驱动模式的特性。

图23: A 股及 H 股上市租赁公司营收及净利润比较-截至 2025H1 (单位: 亿元人民币)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。横轴为营收, 纵轴为净利润

图24: A 股及 H 股上市租赁公司 PB 及 ROE 比较-截至 2025H1 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。横轴为 ROE, 纵轴为 PB

## 四、盈利预测与投资建议

### 盈利预测关键假设：

1、生息资产增速：按照公司既往展业情况，我们预计公司 2025-2027 年生息资产仍然以应收租赁款为主。2024 年公司可转债转股完成，资本实力增强，增产投放速度显著加快。我们预计 2026 年起，公司资产增速将有所下降。因此假设 2-25-2027 年生息资产增速分别为 25.9%、8.1%、9.9%；

2、生息资产平均收益率：参照公司近年来的收益率，预计 2025-2027 年小幅下降，分别为 6.1%、6.0%、6.0%；

3、计息负债增速：按照公司既往展业情况，我们预计公司 2025-2027 年计息负债仍然以短期借款、拆入资金和应付债券为主。假设 2-25-2027 年生息资产增速分别为 26.6%、10.0%、10.0%；

4、计息负债平均成本率：参照公司近年来的成本率，预计 2025-2027 年小幅下降，分别为 2.25%、2.23%、2.15%；

5、信用减值计提：预计减值计提力度将较 2025 年有所下降，减值金额占融资款余额比重为 0.78%、0.76%、0.74%；

6、管理费用率：公司管理费用率保持稳定，假设 2025-2027 年分别为 9.5%、9.5%、9.5%；

7、所得税率：保持 25%水平不变。

根据前述假设，江苏金租核心财务数据保持稳健增长。2026 年公司净利润有望加速增长，并驱动 ROE 持续走高。

表6：公司利润表关键数据及预测值（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,787	5,278	6,108	6,903	7,618
yoy	10.14%	10.26%	15.71%	13.02%	10.37%
利息净收入	4,800	5,208	6,354	7,188	7,932
yoy	15.7%	8.5%	22.0%	13.1%	10.4%
手续费及佣金净收入	-111	-87	-275	-314	-343
yoy	-165.1%	-21.8%	217.1%	14.1%	9.1%
拨备前利润	4,247	4,638	5,497	6,217	6,864
yoy	9.0%	9.2%	18.5%	13.1%	10.4%
营业利润	3,542	3,922	4,282	4,938	5,495
yoy	10.0%	10.7%	9.2%	15.3%	11.3%
归母净利润	2,660	2,943	3,210	3,701	4,119
yoy	10.3%	10.6%	9.1%	15.3%	11.3%
ROE	15.7%	13.9%	12.6%	13.7%	14.2%
权益乘数	6.72	5.69	6.56	6.71	6.80

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

江苏金租作为 A 股市场唯一的金融租赁上市公司，已构建起难以复制的商业模式和护城河。公司核心优势体现在独特的“厂商+区域”双线战略与“零售+科技”双领先发展模式。通过深度绑定设备制造商，公司建立了覆盖近 6,000 家厂商经销商的网络渠道，形成“设备厂商—租赁公司—终端客户”三方协同的生态体系。这种厂商租赁模式不仅实现批量获客，还通过设备回购担保等机制有效控制风险。

在战略定位上，公司聚焦清洁能源、交通运输、工业装备等国家战略导向领域，2025 年上半年这三个板块资产余额分别达 387.31 亿元、286.31 亿元和 198.45 亿元，较年初增长分别达 18.67%、19.39%和 11.19%，显示出在重点领域的布局 and 增长动能。**公司的差异化竞争策略还体现在对中小微企业市场的专注。**通过标准化、流程化的业务模式，公司能够高效服务单笔合同金额小、分散度高的客户群体。这种市场定位使公司避开了与银行在大型客户领域的直接竞争，获得了更优的资产定价能力。与此同时，公司持续加大科技投入，构建了涵盖智能风控、智慧运营的全流程数字化系统，业务处理时间从传统模式的数天缩短至分钟级，运营效率显著提升，为规模化服务小微客户奠定了坚实基础。

图25：公司厂商经销商量保持高速增长（单位：家）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**江苏金租展现出稳健的财务表现和持续的成长动力。**2025 年前三季度，公司实现营业收入 46.4 亿元，同比增长 17.1%；归母净利润 24.5 亿元，同比增长 9.8%。驱动业绩增长的核心因素在于资产规模扩张与净利差走阔的双重效应。截至 2025 年 9 月末，公司应收租赁款余额达 1,475 亿元，较年初增长 19.4%，保持稳健扩张态势。盈利能力方面，公司 2025 年前三季度租赁业务净利差为 3.75%，同比提升 0.08 个百分点，这一表现尤为亮眼。在整体利率下行环境中，公司通过优化负债结构，实现了负债成本率的大幅下降，2025 年前三季度计息负债成本率降至 2.25%左右，而资产端收益率降幅相对温和，形成有利的“剪刀差”效应。资产质量保持优异，2025 年三季度末不良率仅为 0.90%，较年初下降 0.01 个百分点，拨备覆盖率维持在 403%的充足水平。这种“高收益、低风险”的组合体现了公司卓越的风控能力和经营效率，为持续盈利增长提供了保障。

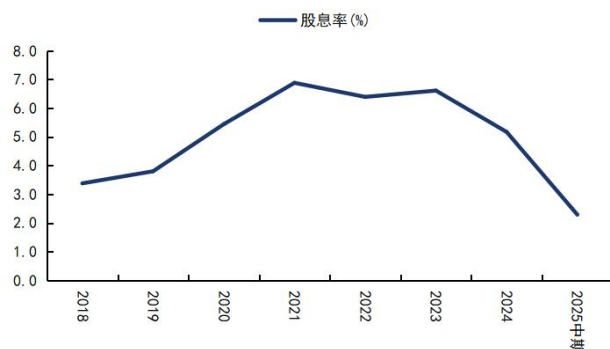
**高股息率是公司另一大投资亮点。**公司长期坚持稳定且高比例的现金分红政策，2024 年分红比例进一步提升至 53.15%，对应股息率超过 6.57%。这一股息水平显著高于市场平均水平，甚至超过不少银行股和债券收益率，为投资者提供了良好的安全边际。公司盈利稳定性和现金流生成能力支撑分红的可持续性，2025 年上半年经营活动现金流虽为净流出，主要源于业务规模快速扩张，但随着资产投放节奏趋于平稳，现金流状况有望改善。

图26: 公司股利支付率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司股息率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们本次估值选取江苏银行、南京银行、苏州银行三家城商行及远东宏信作为可比公司，主要基于以下考量：首先，地域关联性与业务协同。三家城商行与江苏金租同处长三角经济活跃区域，客群特征与金融环境具有高度相似性。其次，商业模式可比性。城商行与金融租赁公司均以息差为主要盈利来源，创收方式具有一定可比性；远东宏信作为多元化金融服务的头部机构，其融资租赁业务板块与江苏金租形成直接对标，可提供跨细分领域的估值参考。

**江苏金租相较于传统商业银行应当享有估值溢价，这一判断主要基于其业务模式、盈利能力及资产质量三个维度的稀缺性。**

**首先，业务模式独特性带来高议价能力与良好的成长性。**与传统银行依赖存贷利差的同质化竞争不同，江苏金租深耕“厂商租赁”模式，通过与近 6,000 家设备制造商深度绑定，在产业源头精准获客。这种模式使其业务重心聚焦于设备融资这一蓝海市场，有效规避了与传统银行在大型企业信贷领域的红海竞争。其服务的小微企业客户群体具有极高的客户粘性，且单笔合同金额小、风险分散，形成了独特的护城河，使其资产端收益率（6.2%左右）显著高于银行贷款利率。可转债转股后公司资本实力大幅增强，并为持续的成长动能打下基础。

**其次，卓越的盈利能力与高效的资本运用效率是溢价的直接体现。**江苏金租的核心优势在于其卓越的负债成本管控能力，在利率下行周期中，其计息负债成本率快速下降（2025 年前三季度为 2.20%-2.25%），下降速度快于资产端收益率，导致净利差逆势走阔至 3.75% 以上。这一“剪刀差”效应是其盈利能力的核心驱动力，并直接体现在了远超同业的 ROE 上。其 ROE 常年稳定在 13% 以上，显著高于对标城商行 9% 左右的平均水平，证明了其资本运用效率较高。

**最后，优异的资产质量提供了估值安全垫。**凭借“债权+物权”的双重风控体系和高度分散的资产布局，江苏金租的不良融资租赁资产率长期保持在 1% 以下的优异水平，拨备覆盖率超过 400%，资产质量远优于区域性银行。

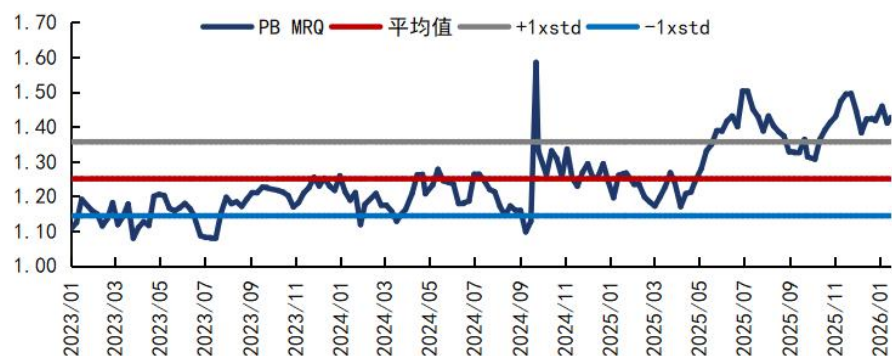
基于公司过去三年的估值变化走势，我们判断公司的良好成长性、卓越盈利能力和优质的资产质量和充裕的拨备，应当使得公司合理估值居于过去三年平均值与平均值+1 倍标准差之间，即 1.25x 至 1.36x。结合我们预测公司 2026 年每股净资产 4.76 元/股，公司 2026 年合理股价区间应为 5.95-8.08 元/股。我们给予公司“优于大市”评级。

表7: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	BPS				PB				年化 ROE (1-3Q25)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600919.SH	江苏银行	9.81	1,800	12.73	14.11	15.65	17.36	0.77	0.70	0.63	0.57	12.77%	--
002966.SZ	苏州银行	8.04	359	11.46	11.10	12.16	13.06	0.70	0.72	0.66	0.62	10.65%	--
601009.SH	南京银行	10.56	1,306	14.33	14.53	16.00	17.55	0.74	0.73	0.66	0.60	11.99%	--
3360.HK	远东宏信	7.32	352	11.34	10.53	10.81	11.22	0.65	0.70	0.68	0.65	8.66%	--
	可比均值	--	--	12.46	12.57	13.66	14.80	0.71	0.71	0.66	0.61	11.02%	--
600901.SH	江苏金租	6.15	356	4.17	4.44	4.76	5.12	1.48	1.39	1.29	1.20	13.27%	优于大市

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。表中可比公司数据均为 Wind 一致预测数据, 江苏金租数据为我们的预测数据。最新数据截至 2026. 1. 20

图28: 公司估值走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

### 盈利预测及估值的风险

#### 盈利预测的风险：

1、本报告中的盈利预测基于对宏观经济平稳增长、市场利率保持低位及公司资产规模稳步扩张的假设。若未来经济复苏力度不及预期，导致中小微企业经营承压，可能影响其租金支付能力，从而使公司资产端收益率下滑与信用减值损失增加，盈利表现将低于预期。

2、当前盈利预测的一大不确定性在于其规模增长的高度依赖性。生息资产扩充速度不及预期、生息收益率等关键假设不及预期，公司实际盈利情况可能会显著偏离我们的预测值，从而带来下行风险。

3、租赁是典型的周期性行业，其业绩与资本市场景气度紧密相关。盈利预测基于对资产增速、利率等的假设，但这些因素波动巨大。同时，监管政策的变化也带来不确定性。市场环境及监管政策的变化可能显著影响公司盈利能力。

**估值的风险：**公司当前估值隐含了对净利差持续企稳的乐观预期，若负债端成本优势无法维持或资产端定价因竞争加剧而快速下行，将导致净利差收窄，使估值基础动摇。此外，估值方法严重依赖对公司持续高 ROE 的判断，若资本补充或资产扩张导致 ROE 水平显著回落，将引发估值倍数下调。

1、PB 估值方法不准确的风险。公司投放资产为非上市标准资产，资产质量难以估计，净资产也难以准确估计，导致市净率等估值指标可能失真。

2、我们是基于公司过往的静态数据对公司进行估值，若公司未来展业重点发生变化，真实价值或将明显偏离估计值。

### 市场竞争风险

国内金租市场竞争白热化是首要风险。金融租赁行业正从规模竞争转向专业化竞争，赛道拥挤度提升。一方面，头部金融租赁公司持续下沉，在清洁能源、交通运输等江苏金租的优势领域加大资源投入；另一方面，商业银行依托客户基础和资金成本优势，深耕供应链金融，对中小微企业设备融资市场加速渗透。市场竞争从单纯的价格战延伸至服务效率、审批速度和产业理解力的综合比拼，可能迫使公司为维持市场份额而被动降低融资条件或提升获客成本，从而压缩利润空间。

### 市场与经营风险

公司业绩与资本市场活跃度高度相关，若市场出现剧烈波动或交易量显著回落，将直接冲击其经纪、自营投资等核心业务的收入稳定性。

### 合规与监管风险

行业监管环境持续趋严，对业务合规性提出更高要求。金融监管总局推动行业回归“融物”本源，严格限定售后回租业务范围，并设定了明确的直租业务占比考核目标。公司需主动调整业务结构，但业务转型可能面临阵痛：直租业务对专业人才、风控体系和运营能力的要求更高，若转型进度滞后或新业务拓展不及预期，可能影响资产投放效率，甚至面临监管处罚。此外，关于租赁物适格性、资本充足率及杠杆水平的监管细则如有变动，将直接制约公司的业务扩张速度与模式。

### 流动性与杠杆风险

公司的业务模式决定了其资产期限长、负债期限相对较短的特点，存在一定的期限错配风险。虽然公司通过发行金融债等方式优化负债期限结构，但其资金来源仍较大程度依赖银行同业资金，金融市场流动性波动可能推高其负债成本。此外，随着业务规模持续扩张，公司权益乘数已处于较高水平（约 5-6 倍），若宏观经济或行业出现重大不利变化，资产质量压力将考验其资本充足状况，不排除需要通过再融资或缩减资产规模来满足监管要求，从而影响盈利的连续性。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>资产总计</b>	<b>119,920</b>	<b>137,255</b>	<b>168,932</b>	<b>185,075</b>	<b>201,679</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,787</b>	<b>5,278</b>	<b>6,108</b>	<b>6,903</b>	<b>7,618</b>
现金及存放中央银行款项	194	129	136	143	150	利息净收入	4,800	5,208	6,354	7,188	7,932
货币资金	4,614	5,725	7,982	8,780	9,658	手续费及佣金净收入	(111)	(87)	(275)	(314)	(343)
拆出资金	999	1,797	1,887	1,982	2,081	投资净收益	0	0	1	1	1
应收租赁款	110,143	123,483	154,870	167,260	183,986	汇兑净收益	54	20	12	12	12
预付租赁资产款	443	514	889	978	1,076	其他收益	6	17	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>102,071</b>	<b>112,673</b>	<b>142,741</b>	<b>157,034</b>	<b>171,578</b>	其他业务收入	1	4	3	3	3
短期借款	2,627	1,478	2,022	2,224	2,446	资产处置收益	0	(0)	0	0	0
拆入资金	74,699	87,393	108,201	119,021	130,923	营业支出	1,245	1,356	1,825	1,965	2,123
长期借款	5,015	7,597	9,337	10,271	11,298	营业利润	3,542	3,922	4,282	4,938	5,495
<b>应付债券</b>	<b>12,227</b>	<b>10,120</b>	<b>15,367</b>	<b>16,904</b>	<b>18,594</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,543</b>	<b>3,921</b>	<b>4,282</b>	<b>4,937</b>	<b>5,494</b>
所有者权益合计	17,849	24,581	26,191	28,042	30,101	所得税费用	883	978	1,070	1,234	1,374
少数股东权益	0	451	452	452	452	少数股东损益	0	1	2	2	2
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>17,849</b>	<b>24,131</b>	<b>25,739</b>	<b>27,589</b>	<b>29,649</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,660</b>	<b>2,943</b>	<b>3,210</b>	<b>3,701</b>	<b>4,119</b>
每股净资产(元)	4.20	4.17	4.44	4.76	5.12						
总股本	4,250	5,792	5,792	5,792	5,792						

关键财务与估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.63	0.51	0.55	0.64	0.71
每股红利	0.32	0.27	0.28	0.32	0.36
ROE	15.7%	13.9%	12.6%	13.7%	14.2%
收入增长率	10.14%	10.26%	15.71%	13.02%	10.37%
净利润增长率	10.30%	10.63%	9.07%	15.32%	11.29%
资产负债率	85.1%	82.1%	84.5%	84.8%	85.1%
P/E	9.83	12.11	11.10	9.62	8.65
P/B	1.46	1.48	1.38	1.29	1.20
资本充足率	15.70%	19.08%	16.61%	16.23%	15.99%
一级资本充足率	14.55%	17.92%	15.45%	15.10%	14.87%
核心一级资本充足率	14.55%	17.91%	15.44%	15.09%	14.86%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032