中国国贸（600007.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

持北京核心资产，享红利穿越周期

房地产组
分析师：池天惠（执业 S1130524080002）
chitianhui@gjzq.com.cn
联系人：何裕佳
heyujia@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.48 元
目标价（人民币）：32.50 元

投资逻辑：

坐拥北京 CBD 区位好、质量优、不可复制的核心资产。公司的核心资产是国贸中心建筑群，核心看点在于：①位于首都北京的核心地段，位置稀缺，绝无仅有。②紧靠国贸地铁站，交通便利，人流量大。③具备写字楼、商城、酒店、公寓等国际化商务服务设施，定位高端，云集众多国际知名跨国公司、商社和国际零售店。

各业态均处于稳健经营状态。近年来面对宏观经济及外部环境波动，公司总体租金收入及营收仍能稳步上升，租金水平及出租率维持高位。分业态来看，写字楼：楼内世界 500 强租户众多，租户质量高，支付能力强，2023/24H1 平均租金为 638/648 元每平每月，出租率为 96%/93%。商城：规模大、品类多、档次全，具备稀缺的重奢资源，2023/24H1 平均租金为 1279/1341 元每平每月，出租率为 98%/97%。公寓：平均租金略有下滑而出租率持续提升，2023/24H1 平均租金为 370/368 元每平每月，出租率为 86%/89%。酒店：23 年起逐步修复，经营毛利率回正，不再拖累业绩。

分红稳定且有保障，具备真红利属性。公司商业模式的本质是收租，一方面分红能力有保障，具备①高利润率，利润兑现好；②低负债率，资金充裕；③现金流稳步增长；④经营稳定，目前既不扩张又不出售资产等优秀属性。另一方面分红意愿有保障，公司积极回馈股东，上市以来连续 26 个财年进行分红，上市以来平均分红率为 52%，且近年来逐步提升分红比例，2023 年加特殊分红后的股利支付率达 104%。综上来看，公司的红利属性有保障。

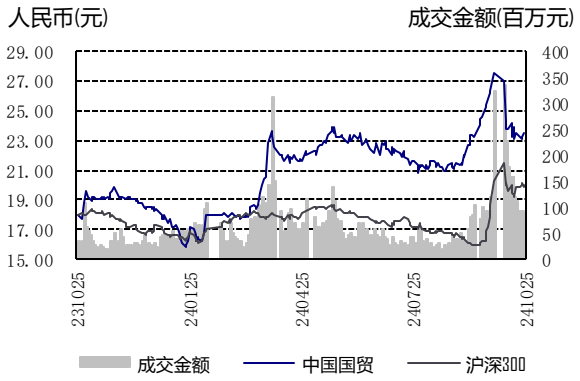
受益于降息大环境，公司估值或将提升。公司作为经营表现稳定，每年持续分红，分派比例较高的红利属性标的，有望受益于今年以来国内逐步降息的大环境，分母端折现率下降后，公司估值或将得到修复。

盈利预测、估值和评级

公司持有核心资产，经营表现稳定，业绩稳健增长。我们预计 2024-26 年公司归母净利润分别为 13.1 亿元/13.7 亿元/14.2 亿元，同比+4.0%/+4.5%/+4.0%。考虑到公司资产高度稀缺，具备不可复制性；资产质量优秀，经营稳定，兑现度高，未来业绩有望持续稳健增长，我们给予公司 2024 年 25.0x 的 PE 估值，对应目标价为 32.5 元/股，相较当前（10 月 25 日）23.48 元/股的收盘价，上涨空间约 38%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压；出租率及租金水平不及预期；分红不及预期。



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,442	3,954	4,123	4,363	4,511
营业收入增长率	-4.01%	14.86%	4.29%	5.82%	3.39%
归母净利润(百万元)	1,116	1,259	1,309	1,368	1,422
归母净利润增长率	8.99%	12.84%	3.98%	4.50%	3.95%
摊薄每股收益(元)	1.108	1.250	1.300	1.358	1.412
每股经营性现金流净额	1.82	1.92	1.56	1.66	1.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.20%	12.98%	12.97%	13.03%	13.01%
P/E	14.29	15.50	18.06	17.29	16.63
P/B	1.74	2.01	2.34	2.25	2.16

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、 公司坐拥北京核心区稀缺优质商业资产.....5
1.1、四十年深耕打造北京核心资产.....5
1.2、地理位置优越，商圈活跃度高，交通便利客流量大.....6
1.3、业态丰富，发展模式定位中高端.....7
1.4、公司是具备国资背景的中外合资企业，大股东持股比例高.....9
1.5、写字楼和商城是公司主要的营收及租金来源.....9
二、业务分析：各业态定位高端，经营良好发展稳健.....10
2.1、写字楼：出租率保持较高水平，营收稳中有升.....10
2.2、商城：出租率保持高位，营收稳中有升.....13
2.3、公寓：改造后租金和出租率提升，共促收入增长.....15
2.4、酒店：经营持续修复中.....16
三、财务分析：业绩稳健增长，成本管控得当，ROE 长期高水平.....17
3.1、营业收入与归母净利润维持稳定增长.....17
3.2、营业成本维持稳定，成本管控成效显现.....18
3.3、费用率水平较低，盈利能力稳步提升.....18
3.4、有息负债及平均融资成本逐步下降.....19
3.5、近年来 ROE 均维持在 10%以上的水平.....19
四、核心逻辑：降息环境下的估值修复+持续稳健可靠的分红.....20
4.1、在降息环境下，有利于公司估值修复.....20
4.2、公司负债率低+利润率高+现金流强+分红积极，红利属性有保障.....21
五、盈利预测与投资建议.....24
5.1、盈利预测.....24
5.2、投资建议及估值.....25
六、风险提示.....26

图表目录

图表 1： 国贸中心建筑群规模庞大，定位中高端.....5
图表 2： 公司四十年发展历程.....5
图表 3： 国贸中心地理位置优越.....6
图表 4： 北京主要商圈中，国贸 CBD 区位好、面积大.....6
图表 5： 2024 上半年北京轨道交通日均客运量排名前 10 的线路（万人次）.....7
图表 6： 2024 上半年北京轨道交通日均客运量排名前 20 的站点（万人次）.....7
图表 7： 国贸中心各业态的情况.....7

图表 8： 国贸写字楼 8
图表 9： 国贸商场 8
图表 10： 国贸大酒店 8
图表 11： 中国大饭店 8
图表 12： 新国贸饭店 9
图表 13： 国贸公寓 9
图表 14： 公司是具备国资背景的中外合资企业（截至 24 年中期） 9
图表 15： 公司写字楼加商城的营收规模较大（亿元） 10
图表 16： 公司写字楼加商场收入占比合计维持 70%以上 10
图表 17： 2019-2024H1 公司租金收入稳步上升 10
图表 18： 2019-2024H1 公司写字楼加商城租金占比超 90% 10
图表 19： 国贸写字楼内的世界 500 强企业众多 11
图表 20： 2019-2024H1 公司来自写字楼的营收稳定 12
图表 21： 2019-2024H1 国贸写字楼租金收入稳定 12
图表 22： 2H19-1H24 公司写字楼的出租率基本高于北京其他主要商务区（单位：%） 12
图表 23： 2H19-1H24 本公司平均租金位居北京各大商务区前列（元/平方米/月） 13
图表 24： 2019-24H1 公司来自商城的营收稳步上升 13
图表 25： 2019-2024H1 商城租金收入稳步上升 13
图表 26： 2019-2024H1 国贸商城平均租金稳中有升 14
图表 27： 2019-2024H1 国贸商城平均出租率维持高位 14
图表 28： 重奢品牌在北京开设的门店数量及所在商城/酒店（除机场外） 14
图表 29： 2024 年中国内地消费者年奢侈品支出金额同比增速下滑 14
图表 30： 23 年公司租金大幅领先北京各区（元/月/平） 15
图表 31： 公司租金持续领先朝阳区（元/月/平） 15
图表 32： 国贸公寓套间客厅图 15
图表 33： 国贸公寓套间卧室图 15
图表 34： 公寓平均租金略有下滑 16
图表 35： 改造后公寓平均出租率持续提升 16
图表 36： 改造后公寓营业收入逐步上升 16
图表 37： 公寓营收占比相对较低 16
图表 38： 23 年起北京旅游区接待人数开始恢复 17
图表 39： 23 年起北京旅游区收入开始恢复 17
图表 40： 2023 年起酒店营业收入正在修复中 17
图表 41： 23 年起国贸酒店经营毛利率回正 17
图表 42： 1H24 实现营业收入 19.65 亿元，同比+1.39% 17

图表 43： 1H24 实现归母净利润 6.88 亿元，同比+5.18%. 17
图表 44： 1H24 营业成本为 7.69 亿元，同比-0.2%. 18
图表 45： 2018-24H1 营业成本拆分（单位：亿元）. 18
图表 46： 1H24 公司总折旧摊销为 2.31 亿元，同比-2.9%. 18
图表 47： 公司费用率. 19
图表 48： 公司毛利率与净利率. 19
图表 49： 公司有息负债逐步压降. 19
图表 50： 公司平均融资成本逐步下降. 19
图表 51： 2014-2023 年 ROE 均维持在 10%以上. 20
图表 52： ROE 提升由归母净利率及资产周转率贡献. 20
图表 53： 今年以来 LPR 持续下调. 20
图表 54： 港股高分红地产股的估值与利率水平基本呈反比. 21
图表 55： 公司净利率水平相对较高. 21
图表 56： 公司利润总额的兑现率高、确定性强. 22
图表 57： 2023 年资产负债率降至 25%的低位水平. 22
图表 58： 公司货币资金呈上升态势. 22
图表 59： 经营性现金流净额呈上升趋势. 23
图表 60： 经营性现金流净额能够覆盖净利润. 23
图表 61： 公司连续 26 年进行分红，平均分红率超 50%. 23
图表 62： 近年来公司的股利支付率与港资房企相近. 24
图表 63： 公司盈利预测核心假设及结果. 25
图表 64： 可比公司估值表. 25

一、公司坐拥北京核心区稀缺优质商业资产

1.1、四十年深耕打造北京核心资产

1984 年 11 月，合资建造和经营国贸中心的合同和章程在人民大会堂签署。

1985 年 2 月，中国国际贸易中心有限公司经国务院批准正式成立。

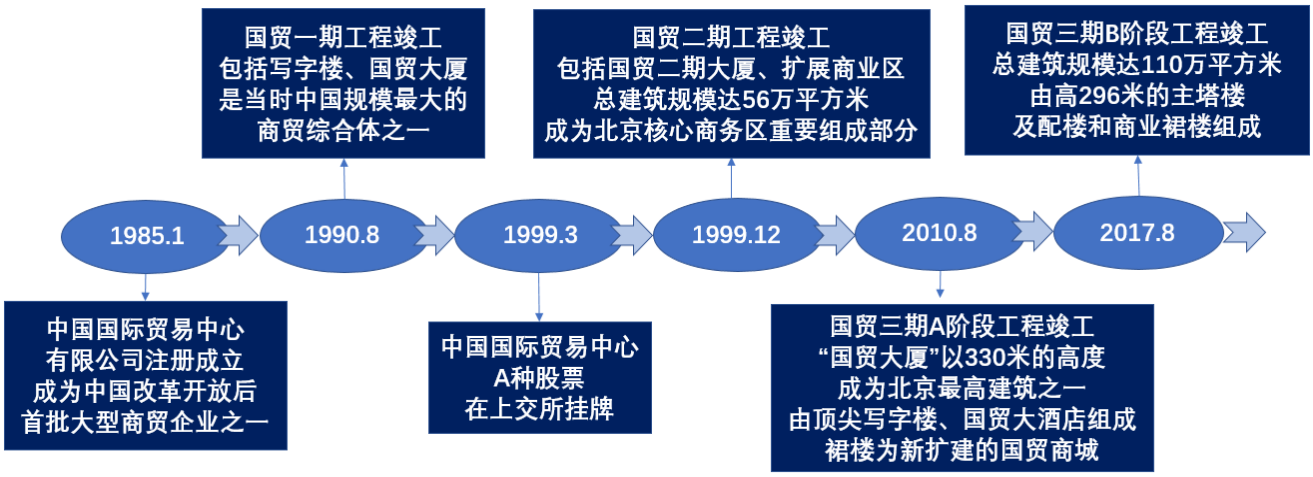
1999 年，中国国际贸易中心有限公司独家发起设立的中国国际贸易中心股份有限公司（以下均简称为“公司”）在上交所上市。公司是中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合性高档商务服务大型中外合资企业。

公司和控股股东拥有的“中国国际贸易中心”（以下均简称“国贸中心”）主体建筑群位于中国（北京）自由贸易试验区国际商务服务片区北京商务中心区核心地段。经过近四十年的建设发展，目前占地面积 17 公顷，总建筑规模 112 万平方米，由写字楼、商城、酒店、公寓等国际化商务服务设施组成，是首都地标性建筑群，也是目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合性商务服务设施之一。国贸中心已累计承接多项国际、国内重大会议及大型商务活动，接待了众多国家元首、政府首脑、重要国际组织负责人以及国内外商界和社会知名人士。

图表1：国贸中心建筑群规模庞大，定位中高端

来源：公司官网，国金证券研究所

图表2：公司四十年发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2、地理位置优越，商圈活跃度高，交通便利客流量大

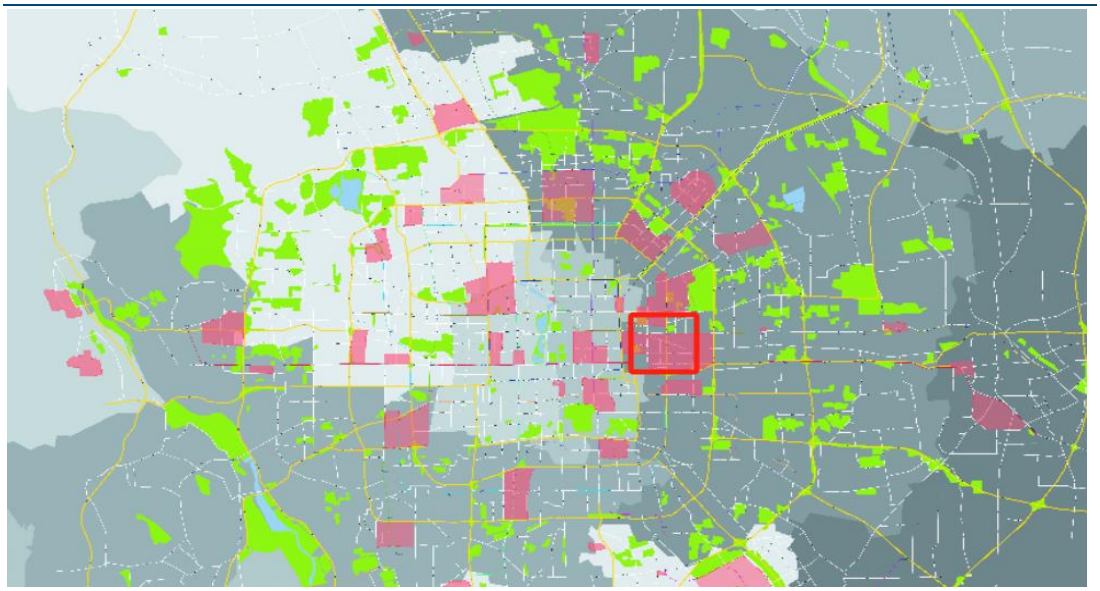
公司先天占据核心区位，资源禀赋优异。国贸中心位于北京东长安街延长线与东三环路交界处，与天安门、使馆区等距离较近，通往首都国际机场、北京东站、北京站、北京朝阳站等交通枢纽较为便捷。由于土地是不可再生资源，且具备物理独占性和使用排他性，因此城市核心区的土地是高度稀缺且独一无二的。公司早已占据 CBD 核心位置，具备天时地利，形成不可替代的壁垒。

国贸 CBD 商圈已发展成为北京顶级商圈。根据 2021 年北京市商务会发布的《北京市商圈活力研究报告》，国贸 CBD 商圈聚集了大量的商业和金融机构，形成了集聚效应，在市场表现、运营商吸引力、消费力活跃度、创新活跃度和夜间活跃度五个维度的评价体系中，均名列 16 个行政区 52 个商圈第一。

图表3：国贸中心地理位置优越

来源：百度地图，国金证券研究所

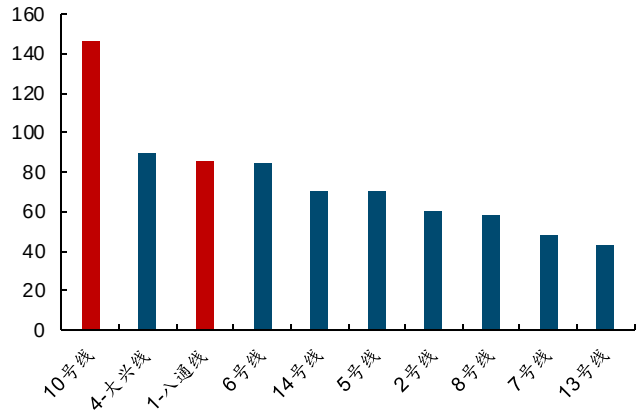
图表4：北京主要商圈中，国贸 CBD 区位好、面积大



来源：北京市商务局《北京市商圈活力研究报告》，国金证券研究所 注：红框区域为国贸商城 CBD 商圈

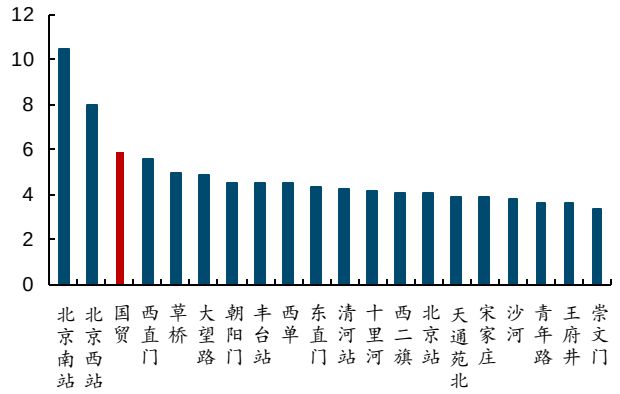
国贸中心交通便利，客流量庞大。1 号线八通线、10 号线在“国贸站”交汇，其中 1 号线八通线途径东单、西单、王府井、天安门等热门站点，10 号线途径宋家庄、金台夕照、丰台站等重要站点。根据北京市轨道交通指挥中心，24 年上半年 1 号线八通线/10 号线分别在北京轨道交通日均客运量排名中位列第三/第一；上半年国贸站每日进出站客流量和换乘量居全路网前列，仅次于北京南站及北京西站两大铁路交通枢纽。国贸站可快速直达国贸中心，因此国贸中心具备大客流基础。

图表5：2024上半年北京轨道交通日均客运量排名前10的线路（万人次）



来源：北京轨指中心，国金证券研究所

图表6：2024上半年北京轨道交通日均客运量排名前20的站点（万人次）



来源：北京轨指中心，国金证券研究所

1.3、业态丰富，发展模式定位中高端

国贸中心建筑群主要由写字楼、商城、公寓、酒店共四大业态构成，具备多重功能，能够满足商务办公、租赁服务、宴会服务、公共服务、休闲购物、商旅住宿等等各类需求。

图表7：国贸中心各业态的情况

业态		主要内容
多功能宴会厅	国贸大酒店	群贤宴会厅2340平方米、中国宴会厅772平方米、12个宽敞的多功能厅
	新国贸饭店	14个多功能厅、1个可容2千人的会议大厅、1个可容500人的宴会大厅
	中国大饭店	1,200平方米会议空间、3,500平方米健身中心、15间多功能会议厅
酒店	国贸大酒店	酒店客房278间
	新国贸饭店	酒店客房450间
	中国大饭店	584间酒店客房+69套公馆
	总计	1381间
公寓	国贸公寓	高档居室407套
	世纪公寓	高档居室380套
餐饮	国贸大酒店	8家
	新国贸饭店	5家
	中国大饭店	6家
	国贸商城	98家

来源：公司官网，国金证券研究所

（1）写字楼

根据公司官网，国贸写字楼作为北京首屈一指的超甲级写字楼，主要面向跨国公司、金融机构、律师事务所和其他知名企业。国贸写字楼由国贸大厦A座、国贸大厦B座、国贸写字楼1座、国贸写字楼2座和国贸西楼组成，总建筑面积39.3万平方米，是CBD区域内超大规模写字楼群，具备优越的办公环境、科技设施、配套服务，商业氛围以及物业管理经验等条件。

（2）商场

国贸商城充分发挥客流量大的地缘优势，依托北京城市建设和消费水平的发展，定位为高端综合购物中心。国贸商场集服装饰品、家居生活、生活服务、餐饮美食、休闲娱乐等11个品类于一体，吸引大量国际和国内知名品牌入驻。根据公司官网，公司荣获“2018年ICSC中国购物中心和零售商大奖”，该奖项是购物中心行业最专业、含金量最高的专业奖项之一。

图表8：国贸写字楼

来源：公司官网，国金证券研究所

图表9：国贸商场

来源：公司官网，国金证券研究所

（3）酒店

酒店业务致力于满足高端消费者的住宿和对于会议厅、宴会厅的需求。根据公司官网，国贸公寓荣获 2024 年被誉为“中国酒店奥斯卡”的中国文旅星光奖“年度卓越服务式公寓品牌”等奖项。酒店客房主要包括国贸大酒店（278 间）、中国大饭店（584 间，另有 69 套公馆）和新国贸酒店（450 间），共计能提供 1381 间高端客房。此外，公司提供多功能的宴会厅、会议厅，主要由国贸大酒店（群贤宴会厅 2340 平方米，中国宴会厅 772 平方米及 12 个宽敞的多功能厅）、中国大饭店（14 个多功能厅，1 个可容纳 2000 人的会议大厅和 1 个可容纳 500 人的宴会大厅）、新国贸饭店（会议空间 1200 平方米，健身中心 3500 平方米及 15 间多功能会议厅）组成，会议室房型丰富、数量众多，能充分满足消费者对于高端宴会厅、会议厅需求。

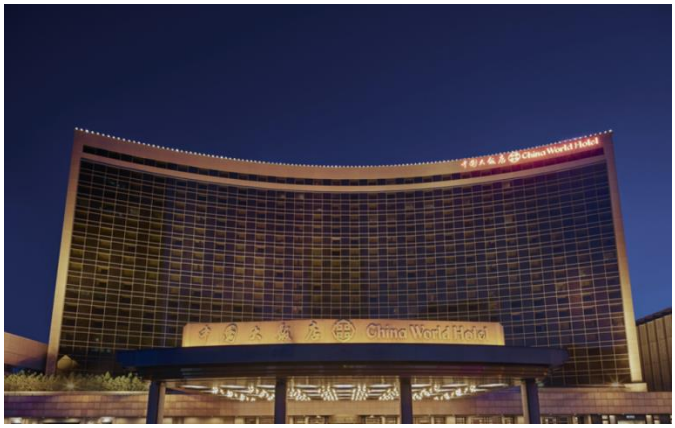
（4）公寓

国贸公寓和世纪公寓共能提供 787 套高档居室（分别提供 407 套、380 套）。北京国贸公寓坐落于北京市最著名的区域中国国际贸易中心内，由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，做为北京 CBD 的核心，国贸公寓紧邻长安街、东三环，中央电视台、高耸入云的国贸大厦使国贸中心成为北京的地标性建筑。

图表10：国贸大酒店

来源：国贸大酒店公众号，国金证券研究所

图表11：中国大饭店



来源：公司官网，国金证券研究所

图表12：新国贸饭店

来源：大众点评，国金证券研究所

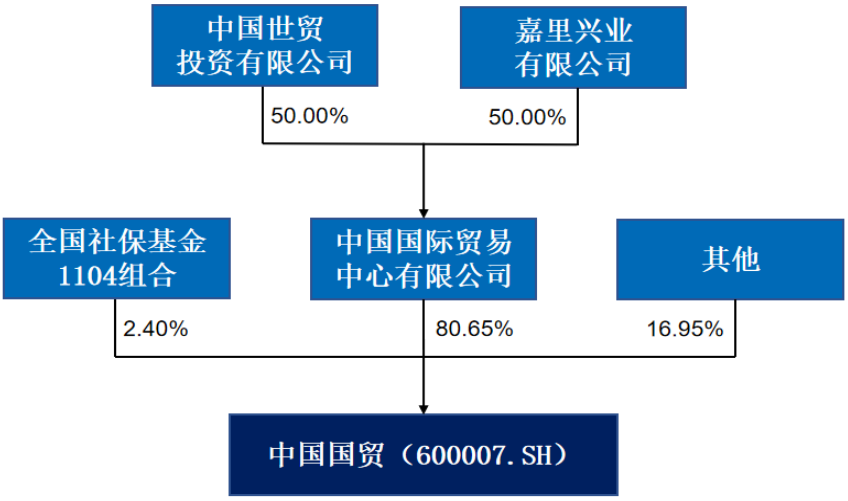
图表13：国贸公寓

来源：国贸公寓公众号，国金证券研究所

1.4、公司是具备国资背景的中外合资企业，大股东持股比例高

截至 2024H1，大股东中国国际贸易中心有限公司持有本公司 80.65%的股权，大股东持股比例高。公司的大股东分别由香港嘉里兴业有限公司（外资）及中国世贸投资有限公司（由国资委、商务部等持有）双方各持股 50%，因此公司属于具备国资背景的中外合资企业。

图表14：公司是具备国资背景的中外合资企业（截至 24 年中期）



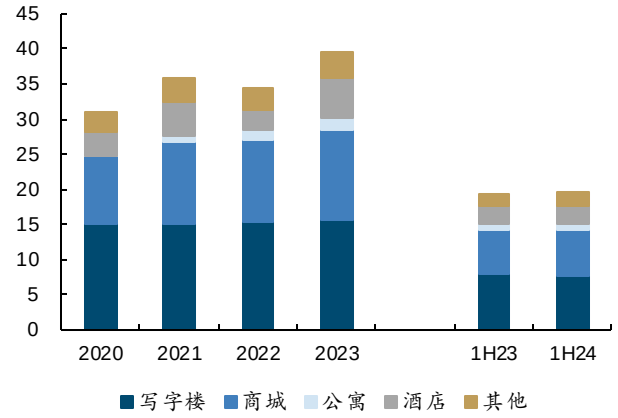
来源：ifind，国金证券研究所

1.5、写字楼和商城是公司主要的营收及租金来源

公司的主营业务是物业租赁及管理和酒店运营。其中，物业租赁及管理业务主要包含写字楼、商城和公寓的租赁及管理服务；酒店经营主要负责提供客房、餐饮等服务；其他收入主要是停车场收入，以及财务报表合并范围内公司子公司的营业收入。

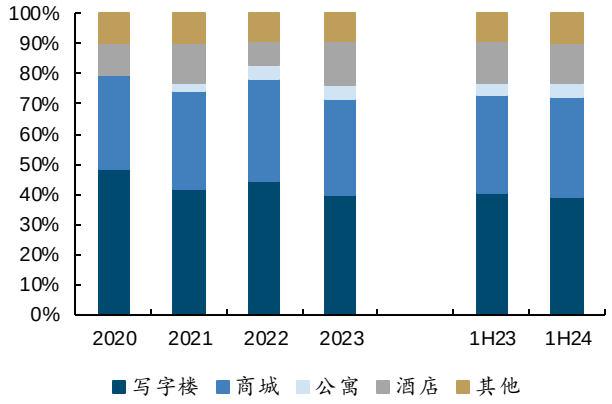
2023 年公司总营收为 39.5 亿元，同比+14.9%。其中，写字楼、商城、公寓、酒店分别营收为 15.6 亿元、12.8 亿元、1.8 亿元、5.7 亿元。2024 年上半年公司总营收为 19.7 亿元，同比+1.4%。其中，写字楼、商城、公寓、酒店分别营收为 7.7 亿元、6.6 亿元、0.9 亿元、2.6 亿元。2020-2023 年，公司商城营收由 9.6 亿元增至 12.8 亿元，带动公司整体营收上涨。

图表15：公司写字楼加商城的营收规模较大（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

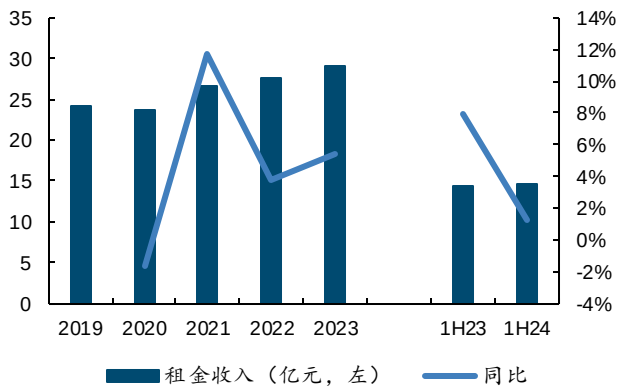
图表16：公司写字楼加商场收入占比合计维持70%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

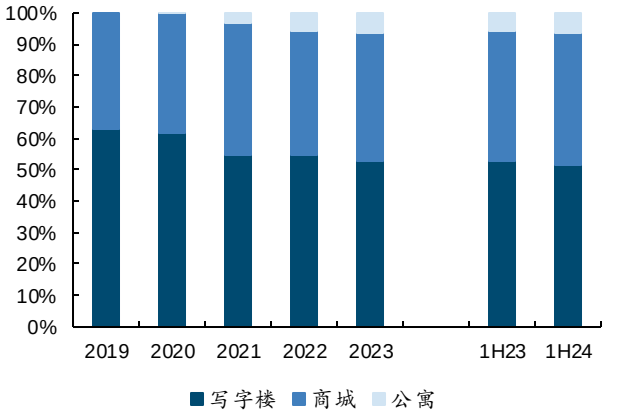
2023年公司租金收入为29.1亿元，同比+5.6%，其中写字楼、商城、公寓租金收入分别为15.3亿元、12.0亿元、1.8亿元。2024年上半年公司租金收入14.7亿元，同比+1.26%，其中写字楼、商城、公寓租金收入分别为7.5亿元、6.2亿元、0.93亿元。写字楼和商城是租金收入的主要来源，近年来合计占比维持在90%以上。

图表17：2019-2024H1公司租金收入稳步上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：2019-2024H1公司写字楼加商城租金占比超90%



来源：公司公告，国金证券研究所

二、业务分析：各业态定位高端，经营良好发展稳健

2.1、写字楼：出租率保持较高水平，营收稳中有升

国贸写字楼的租户支付能力强，出租率和租金有保障。北京CBD是高品质的国际一流商务中心区，作为大国首都面向世界的窗口，成为了外资机构进入中国的首选地。而国贸中心写字楼坐落于北京CBD区域的黄金地带，获北京CBD管委会授予“超甲级楼宇”认证。楼内租户超过400家企业，其中包括沙特阿美公司、埃克森美孚、苹果、皇家壳牌石油、中国工商银行等33家全球500强企业，具备较强的支付能力和经营稳定性，为公司写字楼业务提供有力支撑。

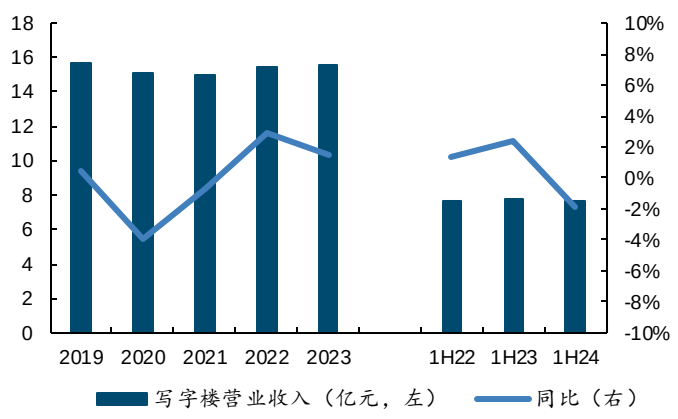
图表19：国贸写字楼内的世界500强企业众多

序号	公司名称	排名（2024/2025）	内资/外资	在国贸写字楼租用面积（平方米）
1	沙特阿美公司	4	外资	2467.57
2	苹果	7	外资	7994.67
3	埃克森美孚	12	外资	597.10
4	皇家壳牌石油	13	外资	8429.37
5	中国工商银行	22	内资	1996.58
6	雪佛龙	29	外资	1157.11
7	美国银行	38	外资	1322.24
8	法国巴黎银行	64	外资	1821.77
9	威瑞森电信	68	外资	158.87
10	美国电话电报公司	74	外资	161.10
11	安联保险	82	外资	1443.44
12	埃尼石油	98	外资	383.52
13	SK 集团	100	外资	2398.97
14	俄罗斯天然气	102	外资	396.69
15	博世集团（嘉格纳家用电器）	105	外资	299.73
16	克丽丝汀迪奥	119	外资	169.44
17	三井物产	121	外资	2135.45
18	引能仕	153	外资	255.53
19	Energy Transfer 公司（源运）	155	外资	356.64
20	山东魏桥创业集团	175	内资	1601.13
21	招商银行	179	内资	963.98
22	瑞银集团	182	外资	260.02
23	荷兰国际集团（荷兰安智银行）	228	外资	405.27
24	力拓集团	264	外资	707.00
25	上海浦东发展银行（浦发硅谷）	292	外资	620.18
26	沃达丰	310	外资	66.07
27	住友商事	318	外资	1348.40
28	软银集团（银梯）	325	外资	243.40
29	巴西淡水河谷	363	外资	98.29
30	渣打银行	396	外资	348.72
31	怡和集团	421	外资	128.88
32	菲利普莫里斯	440	外资	726.65
33	澳洲联邦银行	484	外资	320.69
34	阿联酋航空集团	492	外资	527.70

来源：公司官网，国金证券研究所

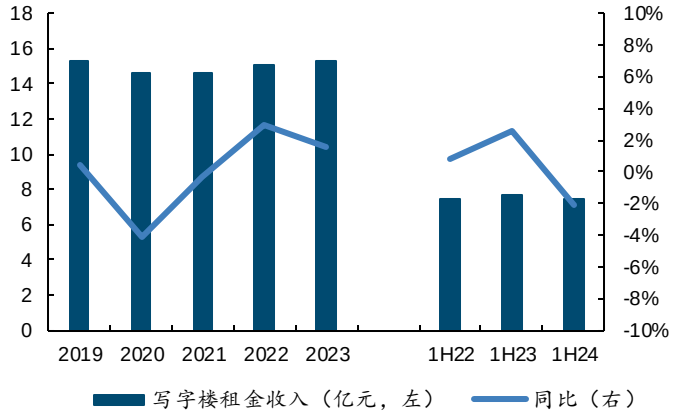
2023 年写字楼营收 15.61 亿元，同比+1.42%；写字楼租金收入 15.29 亿元，同比+1.62%。2024 年上半年写字楼营收 7.68 亿元，同比-1.84%；写字楼租金收入 7.5 亿元，同比-2.06%。因为写字楼营收包括写字楼租金收入及写字楼物业管理服务收入，因此写字楼营收及租金变动趋势基本相同。2019-2023 年国贸写字楼营业收入和租金收入基本维持在 15 亿元左右，体现出抵御经济环境波动的强大韧性。

图表20：2019-2024H1 公司来自写字楼的营收稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

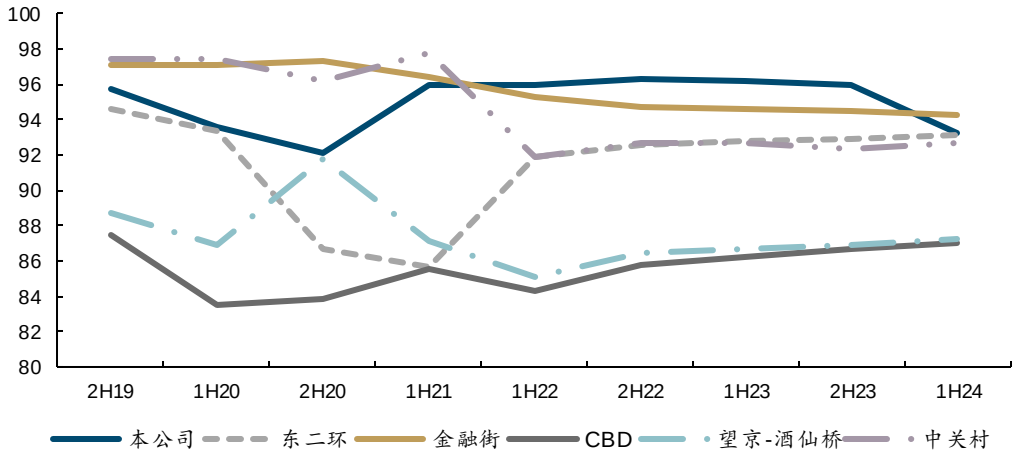
图表21：2019-2024H1 国贸写字楼租金收入稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

CBD 核心地段写字楼供应稀缺，公司能够保持高出租率。①需求较为旺盛：根据朝阳区政府，目前 CBD 功能区拥有北京近 100%的驻华使馆、90%的国际新闻媒体、80%的国际组织、70%的国际金融机构、50%的跨国公司地区总部，是北京国际化程度最高的区域。②短期供给稀缺：根据仲量联行的北京写字楼零售市场报告，CBD 区域在 2025 年之前无新增写字楼供应，而截至 2023 年，国贸写字楼共占 CBD 核心区域商办写字楼总供应量的约 40%。因此公司写字楼能够保持高出租率，2019-2023 年国贸写字楼的平均出租率稳定在 90%以上，2024H1 出租率达到 93.20%，高于 CBD 区域 87.05%的平均出租率，表明国贸写字楼在市场中具备竞争力。

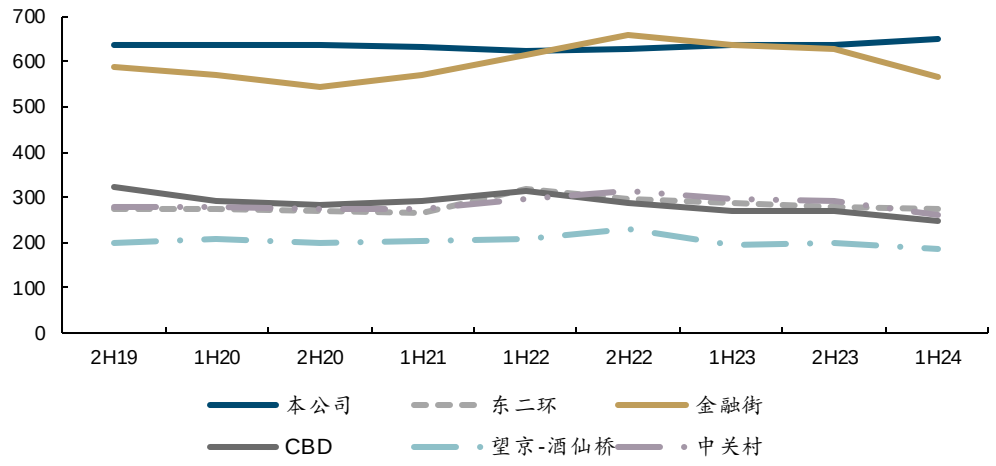
图表22：2H19-1H24 公司写字楼的出租率基本高于北京其他主要商务区（单位：%）



来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

公司写字楼租金平稳且基本高于北京其他商务区。公司写字楼租金单价维持在 600 元/平/月的水平，体现出一定的韧性及抗风险能力。2024 年上半年，平均租金逆势涨至 648 元/平方米/月，较 2023 年同期同比上涨 1.73%。对比来看，公司写字楼租金水平远高于北京其他主要商务区，主因是定位高端写字楼，资产优质，吸引了众多跨国公司、金融机构、科技企业等支付能力强的高端客户。

图表23：2H19-1H24 本公司平均租金位居北京各大商务区前列（元/平方米/月）



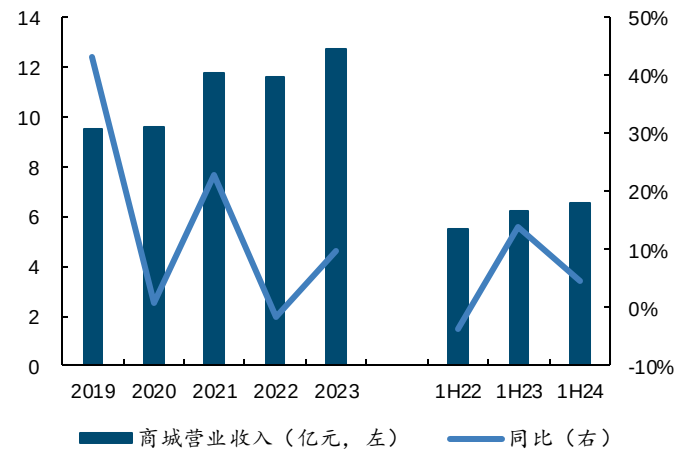
来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

2.2、商城：出租率保持高位，营收稳中有升

国贸商城具备以下亮点：①高净值客群多：由于位于北京中央商务区的核心部位，周边汇聚众多世界 500 强企业，目标受众主要为高收入人群。②交通便利：联通地铁国贸站，可吸引大量的通勤和旅游人流。③大牌云集：众多国内国际著名奢侈品开设旗舰店和新品概念店。④业态丰富：兼具奢侈品、时尚服饰、生活家居、娱乐休闲、餐饮服务等业态，甚至有较为小众的室内滑雪品牌 SOLOX·SNOW51 开设北京首店。⑤主题活动、美食节、艺术展览等文化艺术活动众多。

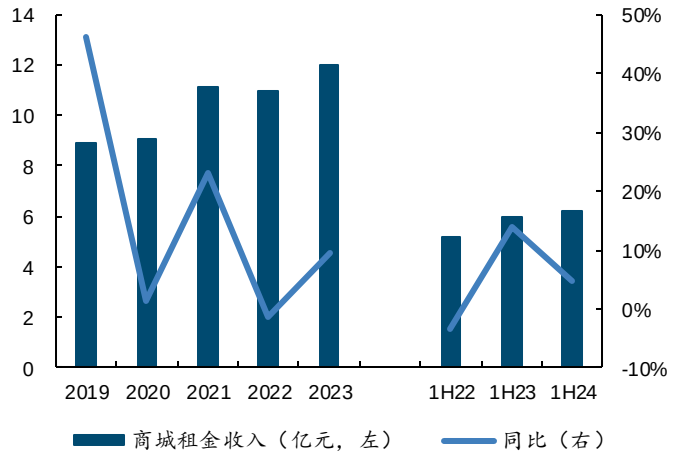
商城营收同样包括租金收入及物业管理服务收入，因此收入和租金变动趋势基本相同。2022 年公司对部分企业实施一定的租金减免导致商城营收减少，随着重大公共卫生事件的淡出，居民外出消费需求逐步恢复，2023 年以来开始回升。2023 年商城营收 12.75 亿元，同比+9.97%；商城租金收入 12.03 亿元，同比+9.59%。2024 年上半年商城营收 6.56 亿元，同比+4.69%；商城租金收入 6.22 亿元，同比+4.69%。

图表24：2019-24H1 公司来自商城的营收稳步上升



来源：公司公告，国金证券研究所

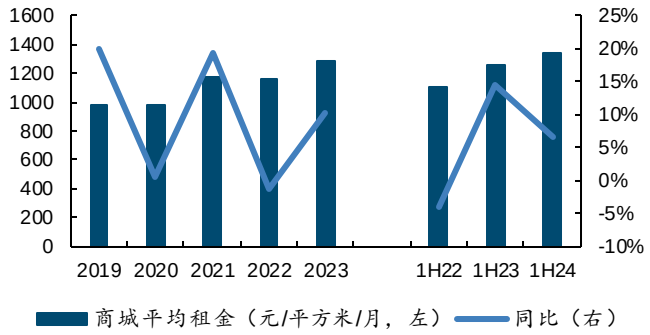
图表25：2019-2024H1 商城租金收入稳步上升



来源：公司公告，国金证券研究所

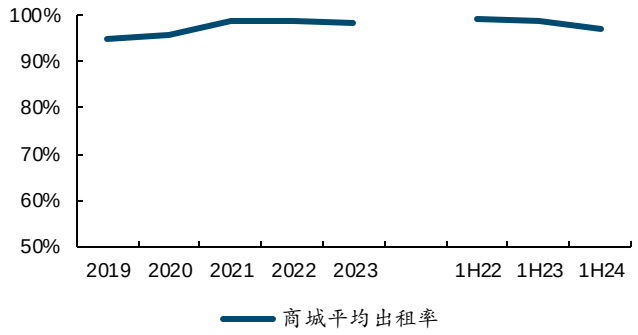
商城租金及出租率均维持较高水平。2019-2024H1 期间公司商城平均租金基本稳步上涨并维持较高水平，2022 年商城平均租金略有回落，主因：①公司对部分企业实施一定的租金减免；②公司按照商城租户营业额的一定比例收取的提成租金收入减少。2024 年上半年平均租金上涨至 1341 元/平/月，同比上涨 6.7%。2019 年至今平均出租率始终稳定在 95%以上，2023 年和 2024 年上半年出租率分别为 98.2%、96.9%。在当前商业地产竞争激烈及居民消费方式转变的大环境下，商城租金及出租率仍保持较高水平，证明公司商城资产组合优质，品牌资源好，经营管理能力强。

图表26：2019-2024H1 国贸商城平均租金稳中有升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：2019-2024H1 国贸商城平均出租率维持高位



来源：公司公告，国金证券研究所

顶级重奢具有高资源壁垒。顶级的重奢品牌所开设的线下门店数量少，以不同类型的 4 家典型顶级重奢品牌（爱马仕、LV、江诗丹顿、GRAFF）为例，以上 4 家品牌高度集中在北京的几座商城/酒店，如国贸商城、SKP、王府半岛酒店等，这些商场/酒店位于北京市中心的不同区域，彼此都具备相对稳定的客源。

重奢品牌销售承压。根据腾讯营销洞察（TMI）与波士顿咨询公司（BCG）联合发布的《中国奢侈品市场洞察报告（2024 年版）》，国内奢侈品市场面临宏观经济波动、社会消费价值观变化、消费者二出境购物分流等因素影响，预计 2024 年增长率仅为 4%，增长率明显放缓。根据公司中报，2024 年上半年高端零售销售额同比下降，而定位大众市场的零售和餐饮成为短期内市场需求的主力。

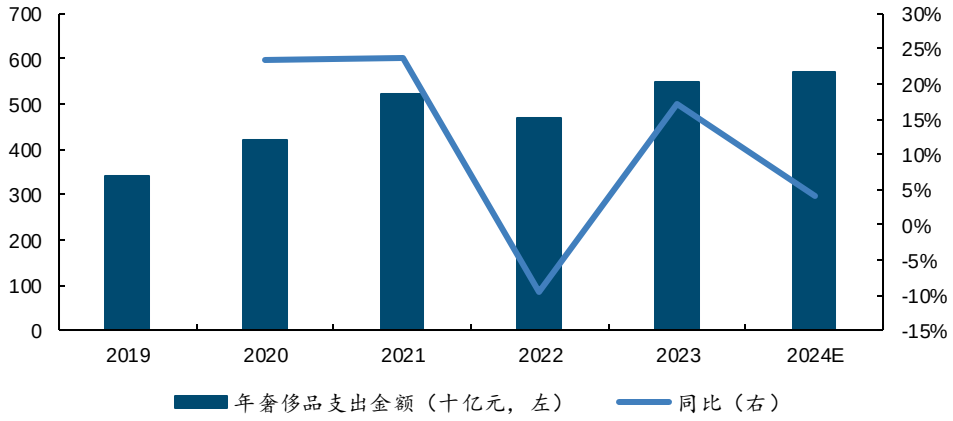
国贸商城规模庞大、品类丰富、档次齐全，能够满足不同消费群体需求。面对当前的消费环境，国贸商城品牌定位不局限于奢侈品，还包括众多的平价消费（例如瑞幸、赛百味以及多家人均消费低于 100 的店铺），能够适应各类消费群体，面对消费降级等市场挑战时，抗风险能力更强，商城出租率能够维持相对稳定。

图表28：重奢品牌在北京开设的门店数量及所在商城/酒店（除机场外）

品牌	类型	门店数量（家）	所在商城/酒店
爱马仕	服装鞋帽	3	国贸商城、SKP、王府半岛酒店
LV	服装鞋帽	5	国贸商城、SKP、王府半岛酒店、金融街购物中心、太古里
江诗丹顿	手表	3	国贸商城、SKP、王府中环
GRAFF	珠宝	3	国贸商城、SKP、王府半岛酒店

来源：各品牌官网，国金证券研究所

图表29：2024 年中国内地消费者年奢侈品支出金额同比增速下滑

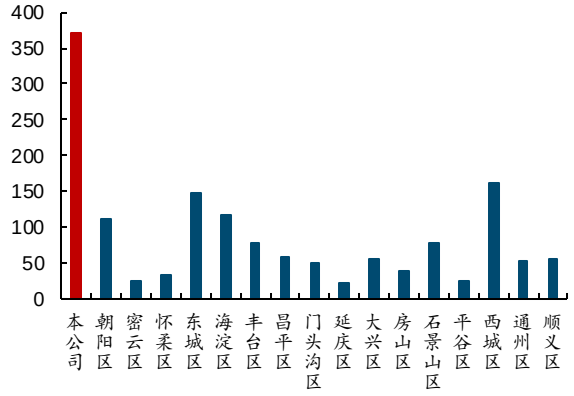


来源：TMI×BCG《中国奢侈品市场洞察报告（2024 年版）》，国金证券研究所

2.3、公寓：改造后租金和出租率提升，共促收入增长

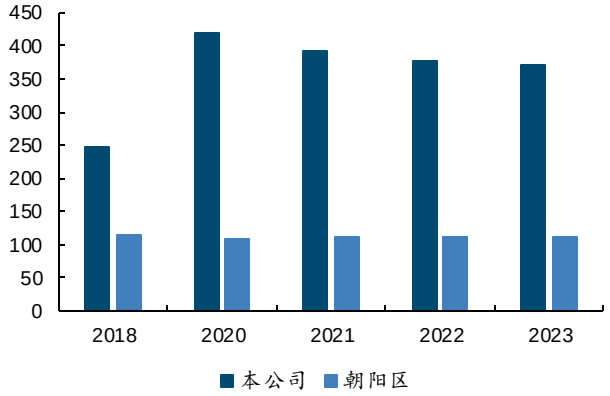
国贸 CBD 所在的朝阳区是北京市城六区之一，租金水平在北京各区县中较高，且公司公寓的租金水平又显著高于朝阳区整体水平。国贸公寓依托于国贸中心写字楼、商场、酒店等配套设施，全新升级后重回市场的国贸公寓共有四百多套客房，涵盖开敞单间至豪华五居室等 12 种精细设计房型，是周边高收入群体的首选租住地点。

图表30：23 年公司租金大幅领先北京各区（元/月/平）



来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

图表31：公司租金持续领先朝阳区（元/月/平）

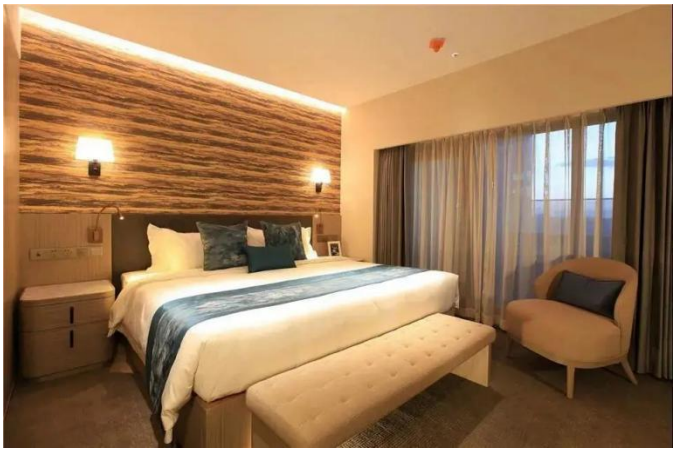


来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

图表32：国贸公寓套间客厅图

来源：国贸公寓官网，国金证券研究所

图表33：国贸公寓套间卧室图



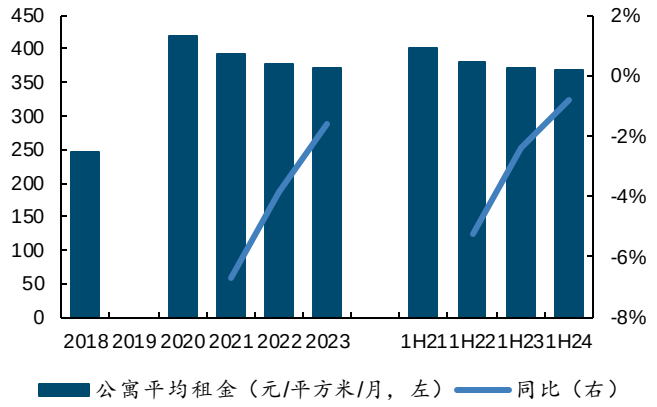
来源：国贸公寓官网，国金证券研究所

改造升级带动租金水平大幅上涨。公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造，2020 年 8 月完工。改造完成后，随着居住品质的提高，公司公寓的租金水平较改造前大幅跃升，租金价格由 2018 年的 246 元/平/月大幅上升至 2020 年 419 元/平方米/月，改造前后租金价格提升幅度超过 70%。

受大势拖累，公司公寓平均租金下滑。受到宏观经济增长放缓和未来不确定性增加的影响，客户预算受限，导致行业竞争加剧，较多高端公寓采用灵活的租金和佣金政策以挖掘和吸引客户。在此背景下，公司公寓的租金水平逐年下降，但在 2020-2023 年期间同比降幅逐渐收窄。

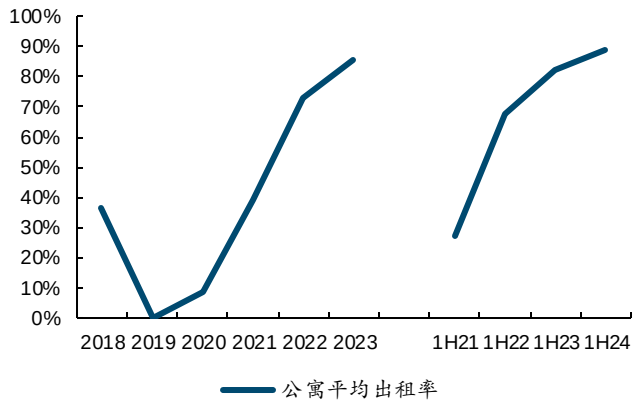
出租率持续上升带动公寓营收增加。近年来公寓出租率持续攀升，2023 年底出租率达 85.9%，同比提升 12.6pct；2024 上半年出租率达 88.8%，同比提升 6.7pct。目前出租率已恢复至改造前运营水平。公司公寓 2023 年营收达 183.4 亿元，同比增长 15.5%；24 年上半年营收达 94.0 亿元，同比增长 6.8%。整体来看，公寓收入占比维持在 5%左右。

图表34：公寓平均租金略有下滑



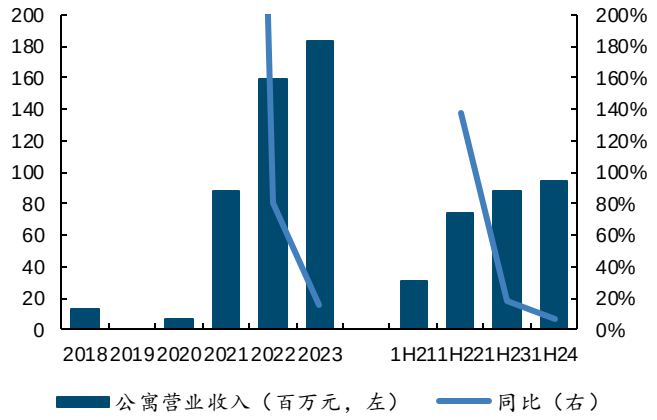
来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：改造后公寓平均出租率持续提升



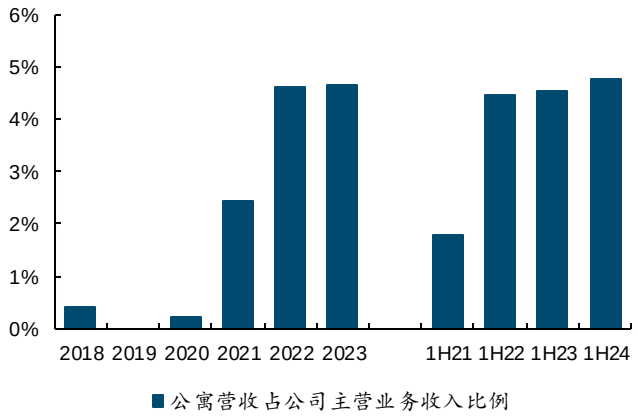
来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：改造后公寓营业收入逐步上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表37：公寓营收占比相对较低



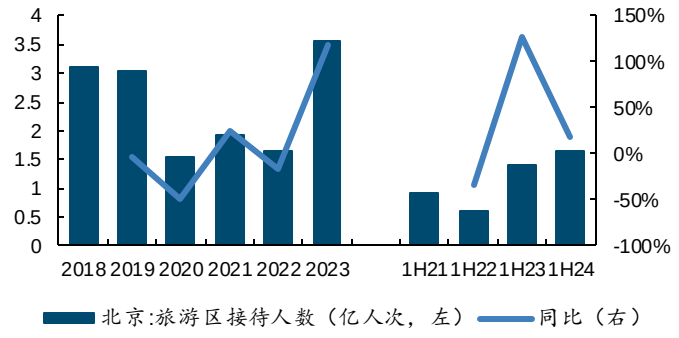
来源：公司公告，国金证券研究所

2.4、酒店：经营持续修复中

国贸中心共有三家酒店：公司控股股东所属中国大饭店，公司所属国贸大酒店、新国贸饭店。针对市场担心的同业竞争问题，目前三家酒店各司其职：①三家酒店分别针对不同需求，其中国贸大酒店是高档豪华五星级酒店；新国贸饭店定位时尚都市酒店；中国大饭店拥有北京面积最大的会议场地。②目前三个饭店均委托给香格里拉国际饭店管理有限公司经营管理，一方面可以提升酒店的市场地位及品牌形象，另一方面可以统筹协调，在一定程度上避免业务竞争。

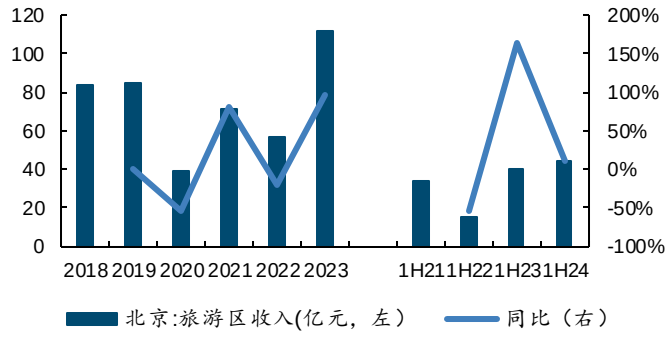
北京旅游的景气度回升，酒店业务有望持续修复。在发生重大公共卫生事件的期间，北京旅游人数及收入明显下跌，酒店业发展受阻。2023 年开始回归正常状态，积压的需求集中释放，北京旅游人数及收入均大幅反弹。根据北京统计局，2023 年北京旅游接待总人次达 3.58 亿，同比+119%；北京旅游收入达 111.5 亿元，同比+97.7%；24 年上半年北京旅游接待总人次达 1.65 亿，同比+17.8%；北京旅游收入达 44.5 亿元，同比+9.7%。随着旅游度假及商务出行的持续修复，酒店业发展有望回归正轨。

图表38：23 年起北京旅游区接待人数开始恢复



来源：ifind，国金证券研究所

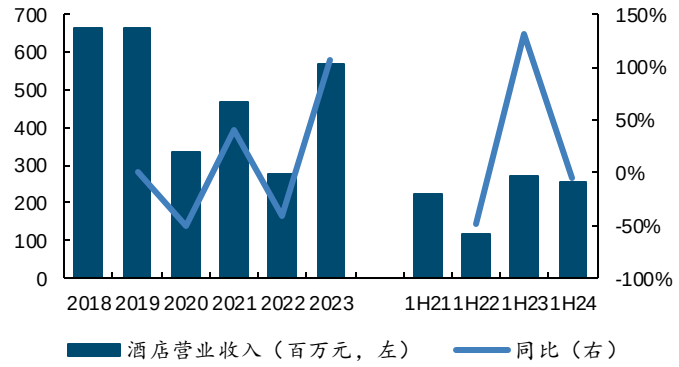
图表39：23 年起北京旅游区收入开始恢复



来源：ifind，国金证券研究所

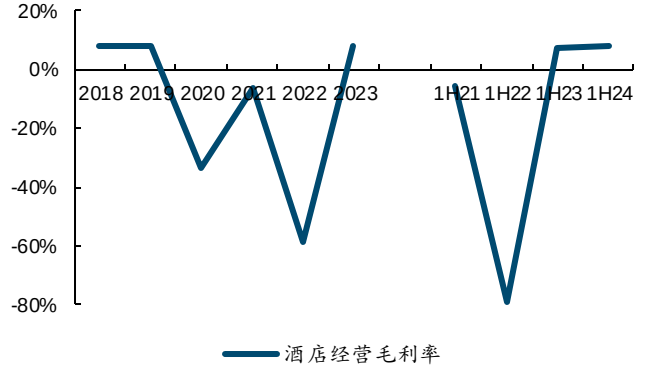
2023 年恢复正常经营状态后，酒店收入快速恢复，同比+107.4%。2023 年毛利率升至 8.1%，超过 2020 年以前的水平。2024 年上半年酒店营收 256 亿元，同比下降 5.8%，但毛利率由 2023 年上半年的 7.5%上涨至 8.0%。

图表40：2023 年起酒店营业收入正在修复中



来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：23 年起国贸酒店经营毛利率回正



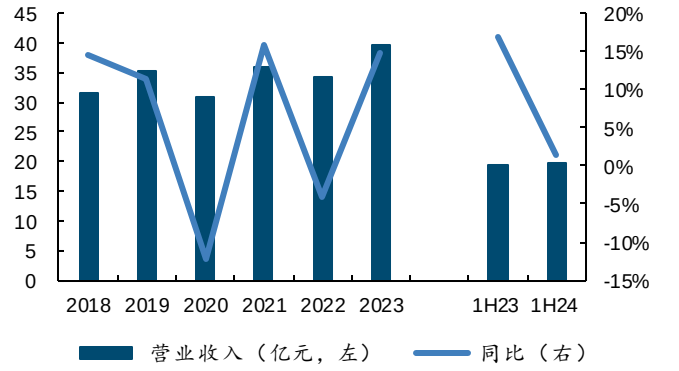
来源：公司公告，国金证券研究所

三、财务分析：业绩稳健增长，成本管控得当，ROE 长期高水平

3.1、营业收入与归母净利润维持稳定增长

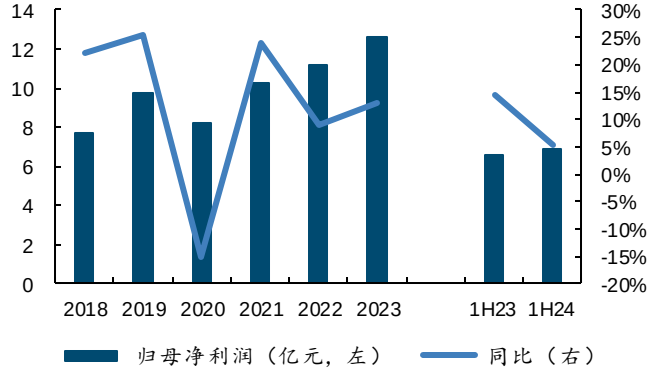
公司业绩稳健增长。2024 年上半年公司实现营收 19.65 亿元，同比+1.39%；归母净利润 6.88 亿元，同比+5.18%。2023 年公司实现营收 39.54 亿元，同比+14.86%；归母净利润 12.59 亿元，同比+12.84%。

图表42：1H24 实现营业收入 19.65 亿元，同比+1.39%



来源：ifind，国金证券研究所

图表43：1H24 实现归母净利润 6.88 亿元，同比+5.18%



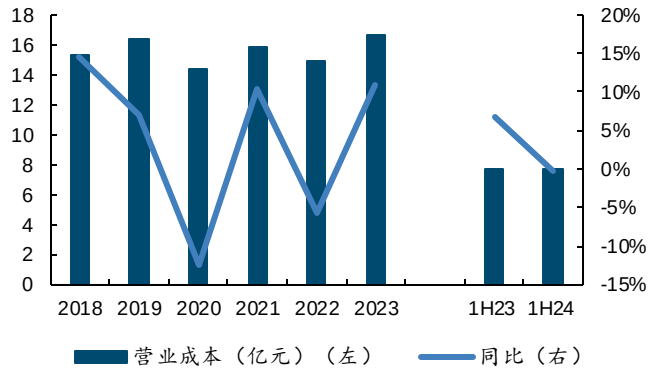
来源：ifind，国金证券研究所

3.2、营业成本维持稳定，成本管控成效显现

公司的营业成本维持稳定，2024 年上半年营业成本为 7.69 亿元，同比-0.2%。2018-2024H1 公司折旧摊销和员工成本占比均超过 50%，是公司成本的主要来源。

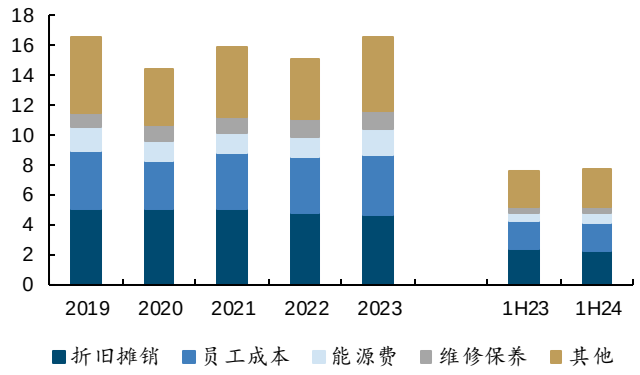
2018 年以来公司总折旧摊销（分别计入营业成本及管理费用）相对稳定，2024 年上半年折旧摊销成本同比下降 2.9%降至 2.31 亿元。目前公司长期资产布局已基本完成，折旧摊销或不会出现明显变动。

图表44：1H24 营业成本为 7.69 亿元，同比-0.2%



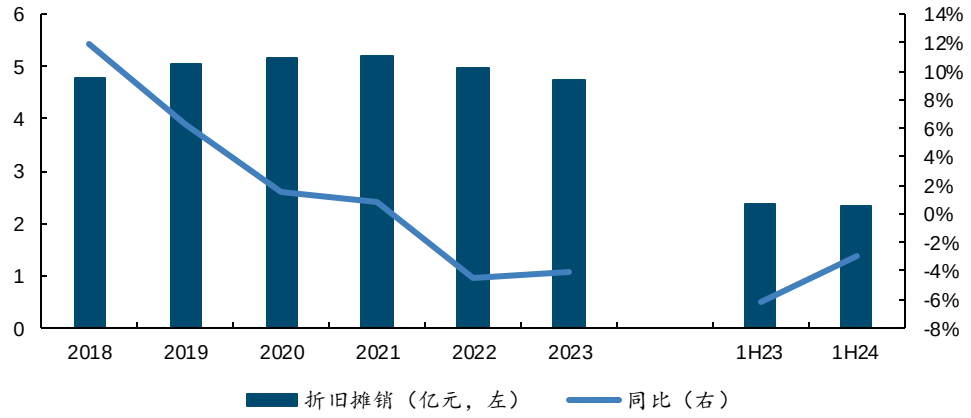
来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：2018-24H1 营业成本拆分（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所 注：其他包括劳务费、清洁费、酒店营业成本及保安费等

图表46：1H24 公司总折旧摊销为 2.31 亿元，同比-2.9%



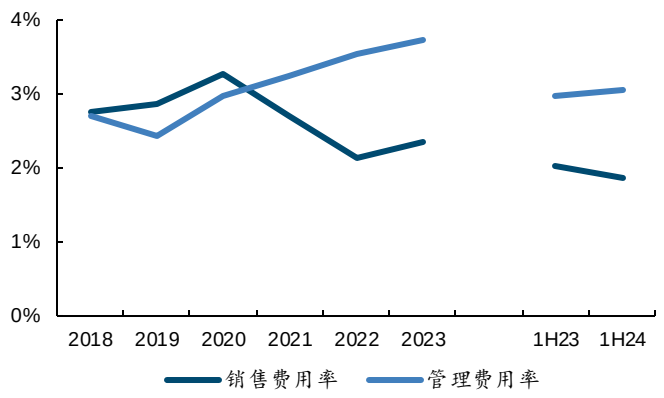
来源：ifind，国金证券研究所

3.3、费用率水平较低，盈利能力稳步提升

公司销售费用率从 2018 年的 2.74%下降至 2023 年的 2.34%。公司管理费用率总体稳定，小幅提升至 2023 年的 3.72%。2024 年中期销售/管理费用率分别为 1.87%/3.06%。公司成本管控控制得当，费用率维持低位。

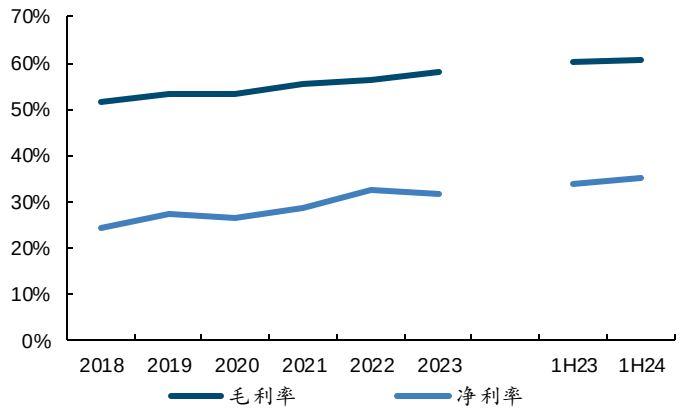
在成本端降本增效、压降费用率，收入端提升平均租金的共同促进下，公司毛利率和净利率持续升高，分别由 2018 年的 51.6%和 24.5%升至 2024 年中期的 60.9%和 35.0%，公司盈利能力呈不断增强趋势。

图表47：公司费用率



来源：ifind，国金证券研究所

图表48：公司毛利率与净利率



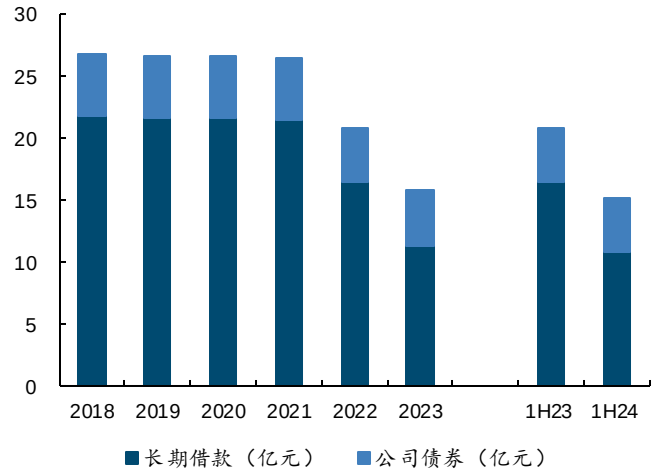
来源：ifind，国金证券研究所

3.4、有息负债及平均融资成本逐步下降

公司的有息负债结构清晰，由银行的长期借款及公司债券两部分构成。24 年上半年，公司长期借款在降至 10.85 亿元，同比下降 34.2%，主因 2023 年 7 月和 12 月公司分别提前偿还长期抵押借款本金 5 亿元和 0.1 亿元；公司债券剩余 4.4 亿元，维持上年度余额不变（9 月该部分已偿付，债券余额归零）。

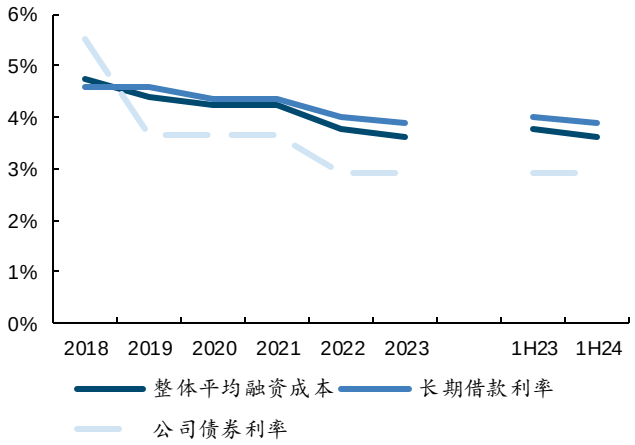
2018-2023 年公司平均融资成本由 4.8%降至 3.6%，由于公司具备央国企的背景，在融资方面具有一定的成本优势。

图表49：公司有息负债逐步压降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表50：公司平均融资成本逐步下降



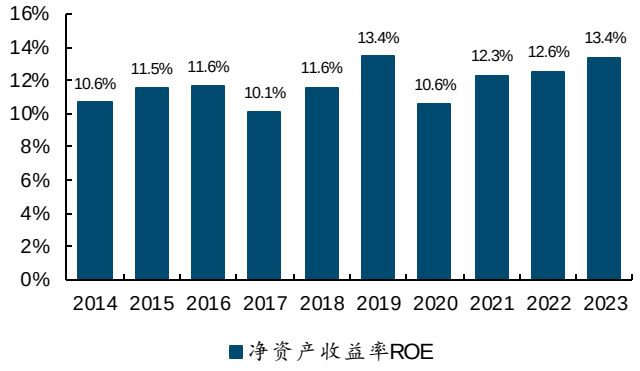
来源：公司公告，国金证券研究所

3.5、近年来 ROE 均维持在 10%以上的水平

ROE 稳中有升，盈利能力有保障。近十年公司 ROE 均维持在 10%以上的水平且持续提升，2022 年 ROE 为 12.6%，2023 年 ROE 为 13.4%，同比+0.8pct。

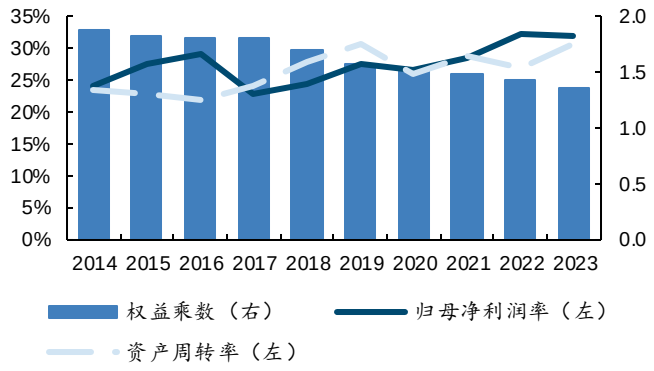
通过杜邦分析法将 ROE 拆分来看，2014 年到 2023 年，公司资产周转率从 23%逐步提升至 31%，权益乘数从 1.9 倍逐步降到 1.4 倍，归母净利润率从 24%逐步升至 32%。因此公司对财务杠杆的依赖逐渐降低，ROE 的增长主要由利润率上升及资产周转速度加快所带动，资产的盈利能力不断增加。

图表51：2014-2023 年 ROE 均维持在 10%以上



来源：wind，国金证券研究所

图表52：ROE 提升由归母净利率及资产周转率贡献



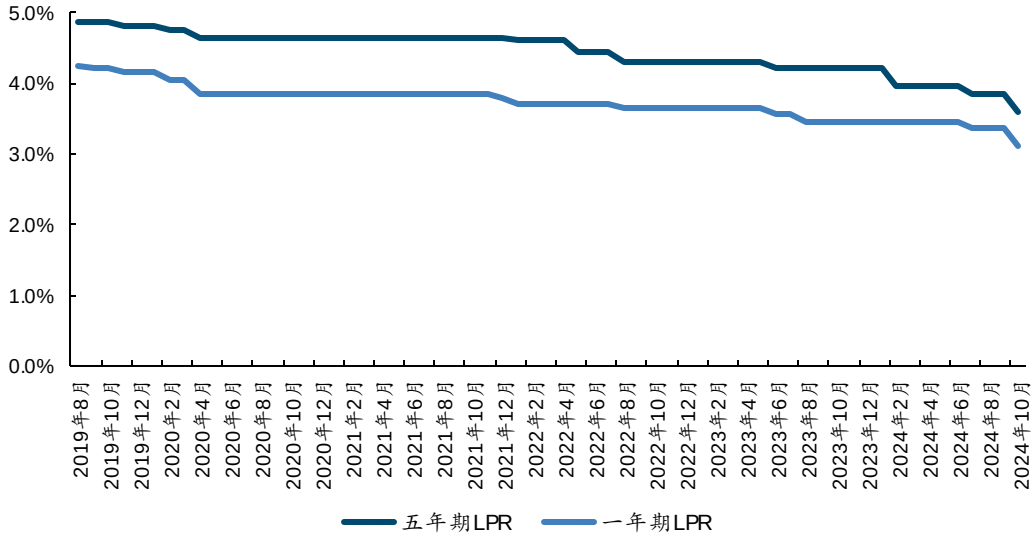
来源：wind，国金证券研究所

四、核心逻辑：降息环境下的估值修复+持续稳健可靠的分红

4.1、在降息环境下，有利于公司估值修复

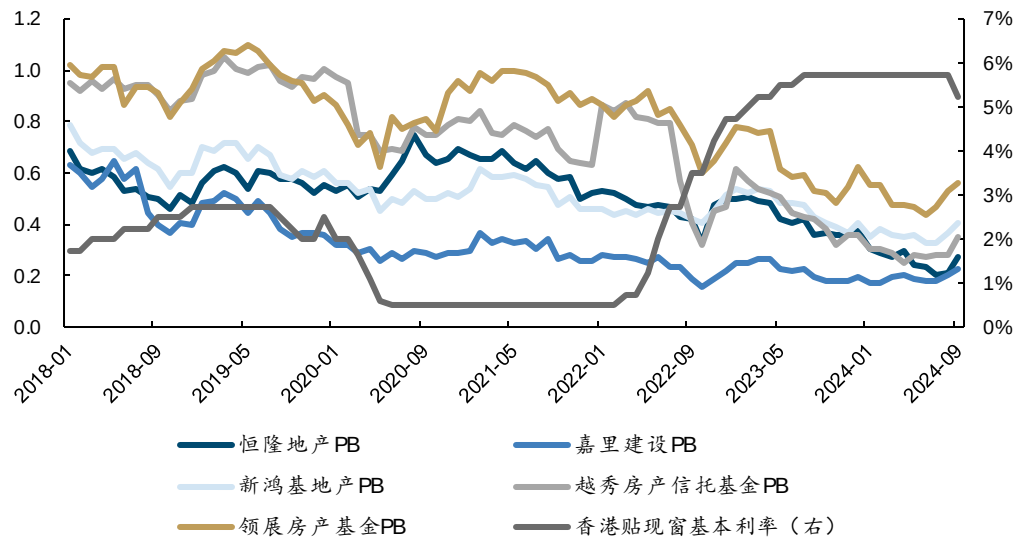
公司的商业模式本质是“收租”，且每年进行较高比例的分红，与 REITs 或部分港资房企的经营模式较为相似。从香港市场的经验来看，对于底层资产是商业地产、商业模式是收租、每年实行分红的地产股，升息的环境会使得分母端折现率提升，导致公司估值承压。因此受益于目前国内降息的大环境，公司估值或有望得到修复。

图表53：今年以来 LPR 持续下调



来源： wind，国金证券研究所

图表54：港股高分红地产股的估值与利率水平基本呈反比



来源：wind，国金证券研究所

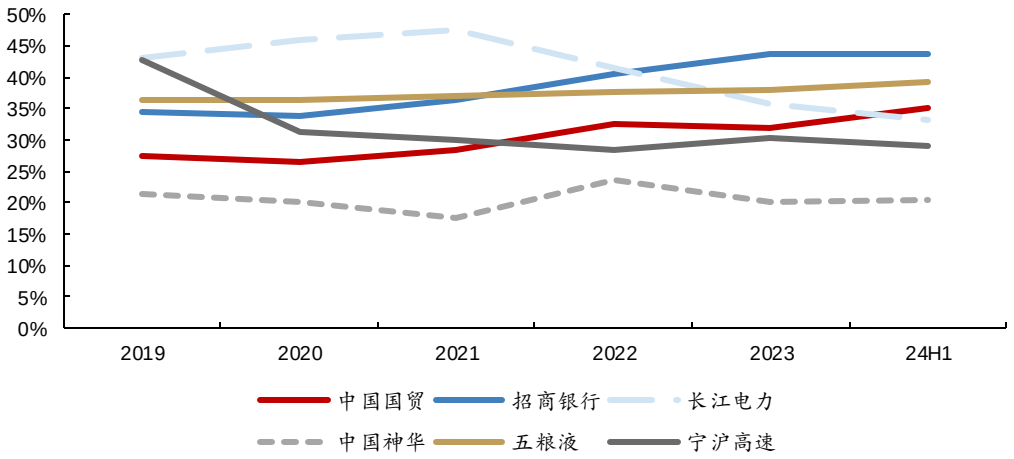
4.2、公司负债率低+利润率高+现金流强+分红积极，红利属性有保障

从分红能力来看，得益于稀缺优质资产、收租型商业模式及良好的运营情况，公司负债率低，利润率高，现金流强；同时公司整体资产布局已完成，几乎无资产处置及盲目扩张的风险，后续无重大资本支出，共同保障了公司持续分红的能力。

（1）高利润率，强确定性

公司净利率水平近五年在27%-35%的区间，与典型的具备红利属性、高利润率标的（招商银行、长江电力、中国神华、五粮液、宁沪高速）相比，公司的净利率水平相对稳定且处于中等水平，公司属于高利润率标的。

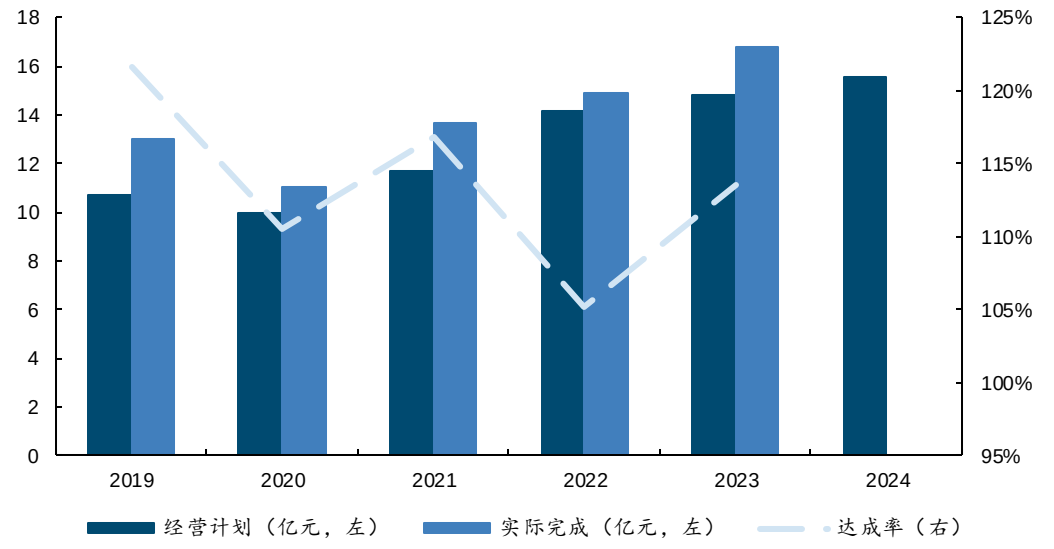
图表55：公司净利率水平相对较高



来源：wind，国金证券研究所

过去几年公司穿越外部环境及宏观经济的波动，每年都能够实现经营计划目标，利润实现稳步上升，利润兑现有保障。

图表56：公司利润总额的兑现率高、确定性强



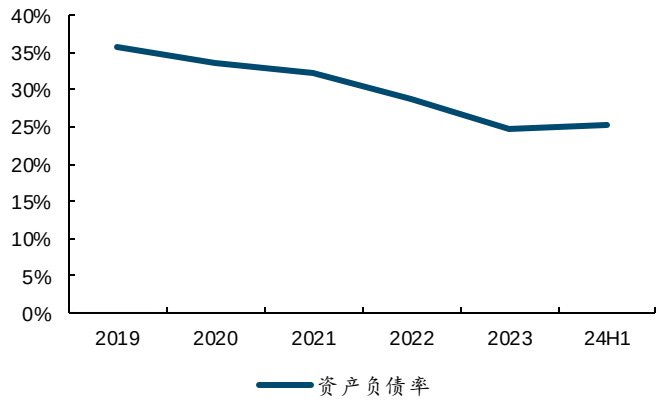
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

（2）资金充裕，偿债压力轻

公司货币资金总体呈上升态势，2023 年末为 40.9 亿元，同比+17.0%；24 年中期为 36.1 亿元，同比-2.7%，较 23 年末下降 11.7%。

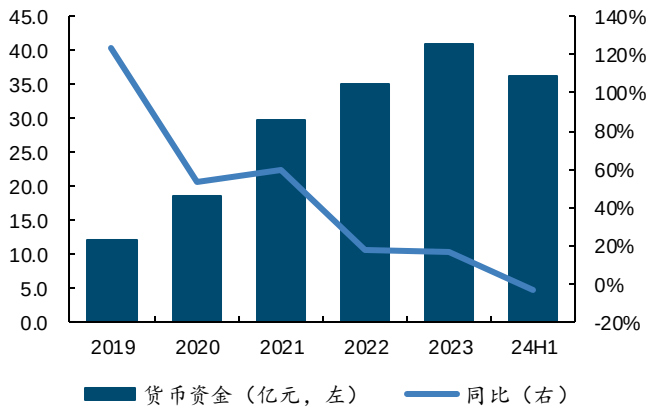
公司资产负债率近年来逐步下降，目前维持低位水平，2023 年为 24.7%，2024H1 为 25.4%。目前公司所有债券均已到期偿付，仅剩长期借款 10.85 亿元，借款期限至 2035 年 8 月，公司仅需每 3 个月支付一次利息，借款利率根据 LPR 浮动，随着 LPR 的逐步下降，公司所需偿付的利息也越来越少。

图表57：2023 年资产负债率降至 25%的低位水平



来源：ifind，国金证券研究所

图表58：公司货币资金呈上升态势

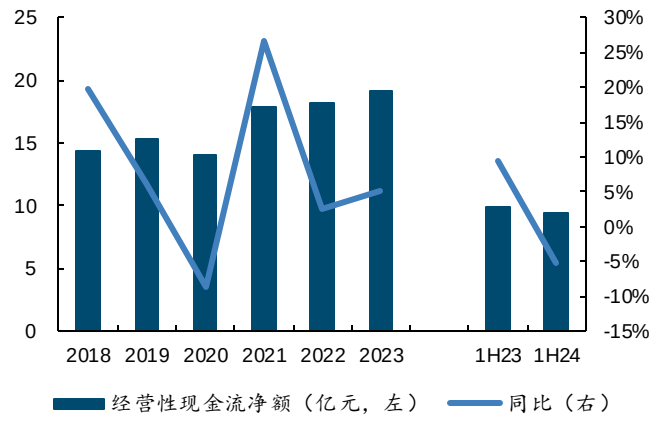


来源：ifind，国金证券研究所

（3）现金流强劲，保障利润质量及分红能力

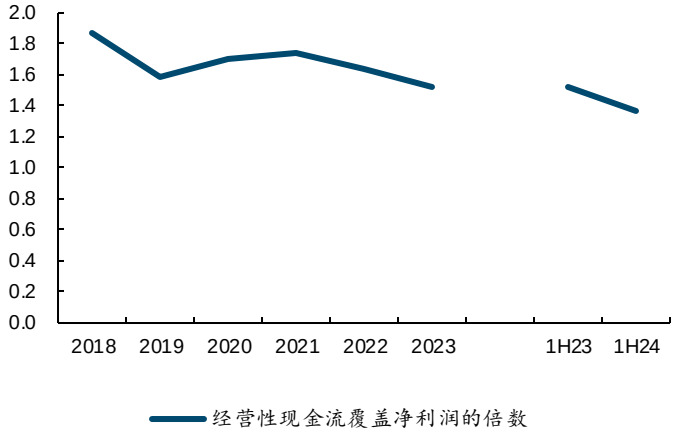
公司经营性净现金流净额 2023 年为 19.2 亿元，同比增长 5.2%；24 年上半年为 9.4 亿元，同比下降 5.1%。公司经营性现金流净额覆盖净利润的倍数 2023 年为 1.5 倍，24 年上半年为 1.3 倍，近年来均维持在 1 倍以上，覆盖倍数较高一方面因为经营性物业有大量的折旧会影响利润，但不消耗现金流，另一方面能够保障利润质量及分红稳定性。

图表59：经营性现金流净额呈上升趋势



来源：公司公告，同花顺 iFinD，国金证券研究所

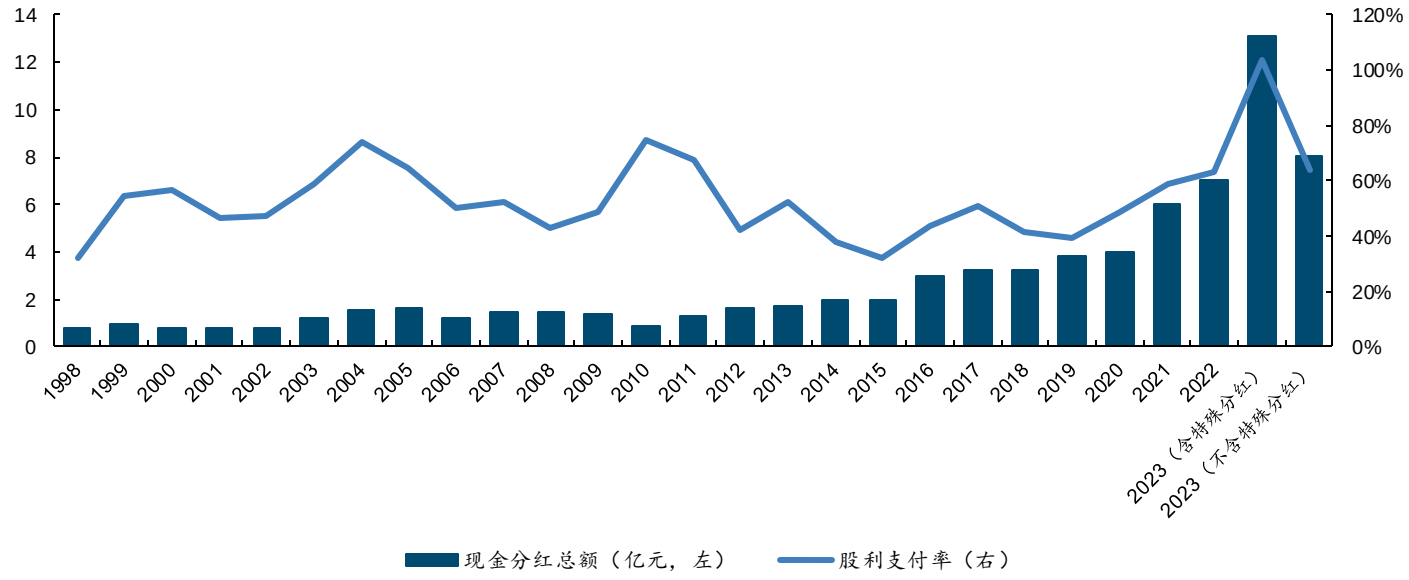
图表60：经营性现金流净额能够覆盖净利润



来源：公司公告，同花顺 iFinD，国金证券研究所

从分红意愿来看，公司践行长期分红，近年来分红率稳中有升。公司自 1999 年上市以来，连续 26 个财年进行分红。上市以来平均分红率为 52.08%，派息融资比达 323.65%，证明公司践行长期主义，能够长期维持较为明显的分红意愿。近年来公司分红比例逐步提升，并在 2023 年派发了特殊分红，2023 年不含特殊分红/含特殊分红的股利支付率分别为 64%/104%，体现出积极回馈投资者的诚意。

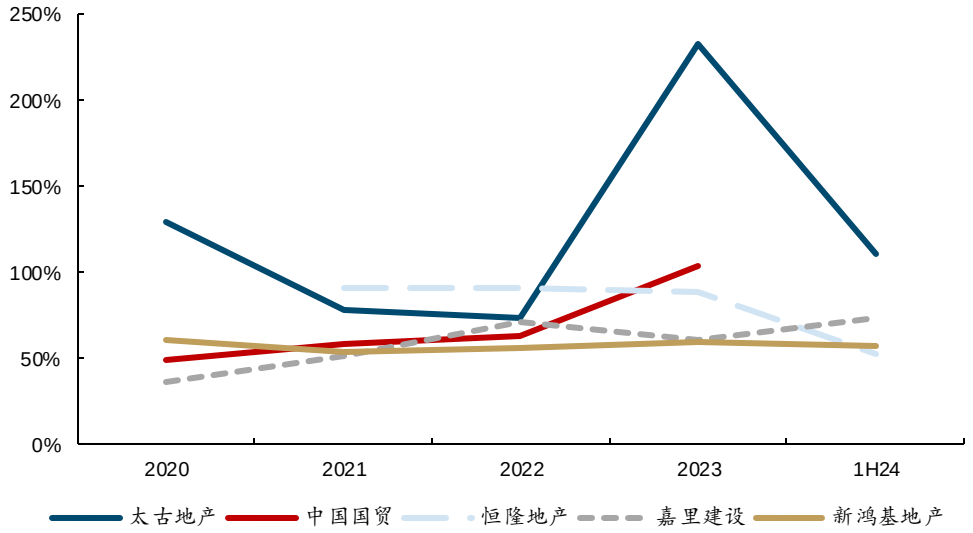
图表61：公司连续 26 年进行分红，平均分红率超 50%



来源：wind，国金证券研究所

过去几年公司整体分红比例持续提升，与同样以物业租赁及运营为主业的港资房企基本相当。2023 年公司剔除特别分红后的股利分配率为 64%，考虑到公司在手现金较多且逐步增长，目前无重大资本开支及偿债支出，因此分红比例仍有一定的提升空间，后续分红比例或有望逐步提升。

图表62：近年来公司的股利支付率与港资房企相近



来源：wind，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 41.2 亿元/43.6 亿元/45.1 亿元，同比分别为+4.3%/+5.8%/+3.4%；归母净利润分别为 13.1 亿元/13.7 亿元/14.2 亿元，同比分别为+4.0%/+4.5%/+4.0%。核心假设如下：

收入预测：

①写字楼：考虑到 24H1 平均租金略有提升，出租率略有下降，上半年收入同比下降 1.8%，2024 年全年或延续这一趋势，而 2025-2026 年出租率有望企稳，预计 2024-2026 年写字楼部分收入分别为 15.3 亿元/15.8 亿元/16.2 亿元，同比分别为-1.7%/+2.7%/+2.5%。

②商城：考虑到 2023 年线下消费恢复，存在集中释放的高基数效应，24H1 收入增速下降，2024 年全年消费表现或将承压，而 2025-2026 年有望重回增长轨道，预计 2024-2026 年商城部分收入分别为 12.4 亿元/12.8 亿元/13.2 亿元，同比分别为-2.6%/+3.4%/+3.0%。

③公寓：考虑到 24H1 平均租金略降，出租率逐步上升，上半年收入同比上升 6.8%，2024 年全年或延续这一趋势，而 2025-2026 年租金水平有望止跌企稳，预计 2024-2026 年公寓部分收入分别为 1.9 亿元/1.9 亿元/1.9 亿元，同比分别为+2.3%/+1.7%/+1.6%。

④其他：预计 2024-2026 年其他部分收入分别为 4.2 亿元/4.6 亿元/4.9 亿元，同比分别为+15.0%/+10.0%/+5.0%。

⑤酒店：预计 2024-2026 年酒店部分收入分别为 7.4 亿元/8.5 亿元/8.9 亿元，同比分别为+10.0%/+5.0%/+2.0%。

毛利率预测：

①考虑到 2023 年以来商城及写字楼的租金及出租率维持高位、公寓改造后出租率逐步上升，随着经营质量的提升，预计 2024-2026 年毛利率小幅上升至 66.4%、66.5%、66.5%。

②考虑到 2023 年酒店毛利率已经回正，随着商务及旅游需求的恢复，保守预计 2024-2026 年毛利率保持 8.1%。

费用率预测：

①销售费用率：公司经营稳健，随着收入上升逐步摊薄销售费用，近年来销售费用率稳步下降，预计 2024-2026 年小幅下降至 2.2%/2.15%/2.1%。

②管理费用率：公司经营稳健，随着收入上升逐步摊薄管理费用，近年来管理费用率稳步下降，预计 2024-2026 年管理费用率小幅下降至 3.0%/2.9%/2.8%。

图表63：公司盈利预测核心假设及结果

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	34.4	39.5	41.2	43.6	45.1
同比	-4.0%	14.9%	4.3%	5.8%	3.4%
物业租赁及管理	31.7	33.8	33.8	35.1	36.2
同比	1.6%	6.8%	0.0%	3.8%	3.0%
写字楼	15.4	15.6	15.3	15.8	16.2
商场	11.6	12.8	12.4	12.8	13.2
公寓	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9
其他	3.1	3.7	4.2	4.6	4.9
酒店运营	2.7	5.7	7.4	8.5	8.9
同比	-41.5%	107.4%	10.0%	5.0%	2.0%
毛利润（亿元）	19.5	22.9	23.1	24.0	24.8
同比	-2.6%	17.9%	0.6%	4.2%	3.1%
物业租赁及管理	21.1	22.5	22.5	23.3	24.1
酒店运营	-1.6	0.5	0.6	0.7	0.7
毛利率（%）	56.5%	58.0%	56.0%	55.1%	54.9%
物业租赁及管理	66.5%	66.4%	66.4%	66.5%	66.5%
酒店运营	-59.0%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
费用率（%）	5.67%	5.24%	5.20%	5.05%	4.90%
销售费用率	2.14%	2.21%	2.20%	2.15%	2.10%
管理费用率	3.53%	3.03%	3.00%	2.90%	2.80%

来源：wind，国金证券研究所

5.2、投资建议及估值

我们选取同样在一线城市持有大量投资物业的 A 股上市公司：浦东金桥、张江高科、上海临港作为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 平均值分别为 23.9x、20.3x 和 18.7x。考虑到本公司：资产高度稀缺，具备不可复制性；资产质量优秀，经营稳定，兑现度高，未来业绩有望持续稳健增长，我们给予公司 2024 年 25.0x 的 PE 估值，对应目标价为 32.5 元/股，相较当前（10 月 25 日）23.48 元/股的收盘价，上涨空间约 38%。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64：可比公司估值表

公司名称	市值（亿元人民币）	PE				归母净利润（亿元人民币）				归母净利润增速			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
张江高科	408	43	39	35	32	9.5	10.6	11.8	12.9	15%	12%	11%	9%
浦东金桥	111	6	11	8	7	18.2	9.9	13.8	15.2	15%	-46%	41%	10%
上海临港	258	24	23	19	18	10.6	11.4	13.6	14.7	5%	8%	19%	8%
可比公司平均值	**259**	**25**	**24**	**21**	**19**	**12.8**	**10.6**	**13.1**	**14.2**	**12%**	**-9%**	**24%**	**9%**
中国国贸	237	19	18	17	17	12.6	13.1	13.7	14.2	13%	4%	5%	4%

来源：wind，国金证券研究所 注：截至 10 月 25 日

六、风险提示

宏观经济承压。在宏观经济承压的大背景下，将影响租户对于商城、写字楼、公寓的租赁需求，将影响客户对于商城、酒店的消费需求。

出租率及租金水平不及预期。若市场供给增加，竞争水平加剧，可能导致商城、写字楼、公寓的出租率和租金水平下降，进而影响公司营收。

分红不及预期。若公司分红比例或利润水平有所下滑，使得分红总额下降，可能导致投资回报率下降。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**3,586**	**3,442**	**3,954**	**4,123**	**4,363**	**4,511**
增长率		-4.0%	14.9%	4.3%	5.8%	3.4%
主营业务成本	-1,588	-1,496	-1,660	-1,816	-1,960	-2,033
%销售收入	44.3%	43.5%	42.0%	44.0%	44.9%	45.1%
毛利	1,998	1,946	2,294	2,308	2,404	2,478
%销售收入	55.7%	56.5%	58.0%	56.0%	55.1%	54.9%
营业税金及附加	-356	-363	-384	-396	-415	-424
%销售收入	9.9%	10.5%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
销售费用	-97	-74	-87	-91	-94	-95
%销售收入	2.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
管理费用	-116	-121	-120	-124	-127	-126
%销售收入	3.2%	3.5%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	1,428	1,388	1,702	1,697	1,769	1,833
%销售收入	39.8%	40.3%	43.0%	41.2%	40.5%	40.6%
财务费用	-84	-44	-42	20	33	45
%销售收入	2.3%	1.3%	1.1%	-0.5%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	4	3	3	3
%税前利润	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	1,365	1,382	1,673	1,726	1,809	1,886
营业利润率	38.1%	40.1%	42.3%	41.9%	41.5%	41.8%
营业外收支	1	112	8	20	15	10
税前利润	1,367	1,494	1,680	1,746	1,824	1,896
利润率	38.1%	43.4%	42.5%	42.3%	41.8%	42.0%
所得税	-342	-377	-420	-436	-456	-474
所得税率	25.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,025	1,117	1,260	1,309	1,368	1,422
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,024**	**1,116**	**1,259**	**1,309**	**1,368**	**1,422**
净利率	28.5%	32.4%	31.8%	31.8%	31.4%	31.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,025	1,117	1,260	1,309	1,368	1,422
少数股东损益	1	1	1	0	0	0
非现金支出	519	496	475	180	178	176
非经营收益	114	87	73	22	26	31
营运资金变动	122	131	124	61	104	57
经营活动现金净流	**1,780**	**1,830**	**1,932**	**1,573**	**1,676**	**1,686**
资本开支	-145	-70	-66	-60	-66	-71
投资	0	0	0	296	278	264
其他	2	0	1	3	3	3
投资活动现金净流	**-143**	**-70**	**-65**	**239**	**215**	**196**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-10	-560	-510	-68	-20	-20
其他	-521	-705	-780	-961	-1,002	-1,039
筹资活动现金净流	**-531**	**-1,265**	**-1,290**	**-1,029**	**-1,022**	**-1,059**
现金净流量	**1,106**	**495**	**577**	**783**	**870**	**823**

资产负债表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,962	3,495	4,089	4,869	5,737	6,557
应收款项	374	382	268	332	351	363
存货	33	32	32	34	37	37
其他流动资产	34	28	35	35	37	39
流动资产	3,403	3,937	4,424	5,270	6,162	6,996
%总资产	26.7%	30.7%	34.3%	39.5%	44.5%	48.9%
长期投资	6,948	6,626	6,306	6,010	5,732	5,468
固定资产	1,660	1,564	1,474	1,387	1,302	1,218
%总资产	13.0%	12.2%	11.4%	10.4%	9.4%	8.5%
无形资产	577	558	535	523	512	502
非流动资产	9,323	8,890	8,457	8,060	7,684	7,325
%总资产	73.3%	69.3%	65.7%	60.5%	55.5%	51.1%
资产总计	**12,726**	**12,827**	**12,881**	**13,330**	**13,846**	**14,322**
短期借款	520	18	498	440	430	420
应付款项	1,131	1,204	1,228	1,318	1,417	1,467
其他流动负债	259	340	329	365	394	415
流动负债	1,910	1,562	2,054	2,123	2,240	2,301
长期贷款	2,135	1,635	1,085	1,075	1,065	1,055
其他长期负债	44	481	38	36	33	31
负债	4,089	3,678	3,177	3,233	3,339	3,388
普通股股东权益	8,634	9,145	9,700	10,093	10,503	10,930
其中：股本	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
未分配利润	5,250	5,762	6,316	6,708	7,119	7,546
少数股东权益	3	4	4	4	4	4
负债股东权益合计	**12,726**	**12,827**	**12,881**	**13,330**	**13,846**	**14,322**

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.016	1.108	1.250	1.300	1.358	1.412
每股净资产	8.572	9.079	9.630	10.020	10.427	10.851
每股经营现金净流	1.767	1.817	1.918	1.561	1.664	1.674
每股股利	0.600	0.700	1.300	0.910	0.951	0.988
回报率						
净资产收益率	11.86%	12.20%	12.98%	12.97%	13.03%	13.01%
总资产收益率	8.04%	8.70%	9.78%	9.82%	9.88%	9.93%
投入资本收益率	9.48%	9.23%	11.31%	10.96%	11.05%	11.08%
增长率						
主营业务收入增长率	15.76%	-4.01%	14.86%	4.29%	5.82%	3.39%
EBIT 增长率	24.72%	-2.83%	22.64%	-0.27%	4.19%	3.64%
净利润增长率	24.03%	8.99%	12.84%	3.98%	4.50%	3.95%
总资产增长率	5.26%	0.80%	0.42%	3.48%	3.87%	3.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.2	39.5	29.3	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	7.7	7.9	7.1	6.9	6.8	6.7
应付账款周转天数	16.1	18.5	19.9	20.0	20.3	20.5
固定资产周转天数	169.0	165.8	136.1	122.8	108.9	98.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.56%	-15.33%	-25.83%	-33.22%	-40.37%	-46.48%
EBIT 利息保障倍数	17.1	31.2	40.3	-83.9	-54.1	-40.4
资产负债率	32.13%	28.68%	24.67%	24.25%	24.11%	23.65%

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	1	3	11	15	33
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**1.06**	**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。

何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	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