

中国国贸（600007.SH）

经营北京优质商业，盈利稳定穿越周期

优于大市

核心观点

公司坐拥首都核心地段商业地产。随着地产销售量价持续低迷，A股房地产开发商整体进入亏损状态，但房地产经营商业绩表现相对平稳。公司作为最早上市的房地产经营企业之一，基于北京CBD国贸中心开展投资性物业出租管理及酒店经营业务，控股股东持股比例保持80.65%。经过四十余年的发展，国贸中心已建设成为占地面积17万m²、总建筑面积112万m²、功能齐全的现代化商务中心。2024年，公司营业收入为39亿元，其中写字楼、商城、公寓、酒店和其他业务的收入占比分别为39%、33%、5%、13%、10%。

物业定位高端，经营优势明显。自2020年以来，公司各投资性物业可出租面积并未发生增减，但写字楼收入基本平稳，而商城和公寓的收入稳中有升。不同业务的收入变化主要源于各业务租金单价和出租率的趋势差异。写字楼的租金单价和出租率均保持平稳状态，经营表现优于北京甲级写字楼整体，主要得益于优质资产和经营能力的双重加持。商城定位重奢租金单价较高，销售额排名全国前五，且出租率始终保持高位。公寓租金单价虽然略有下降，但出租率自全面改造升级完成后持续改善。酒店此前经营波动主要受到外部环境的影响，目前毛利率已转正。其他业务表现与大类趋同。

财务状况良好，分红持续性佳。2019年以来虽有疫情扰动，公司营收和利润规模仍稳中有升。2024年，公司归母净利润12.6亿元，同比+0.3%；毛利率58.1%、归母净利率32.3%，均较2019年提升4.7个百分点。公司资产结构健康，债务负担较轻。截至2024年末，公司总资产中货币资金占比32%，投资性房地产占比49%，固定资产占比11%，三者合计占比92%；资产负债率仅22%，融资成本持续降低，经营性现金流净额常年为正。公司重视股东回报，派息率从2019年的39%提升逐渐至2024年的88%，以当年平均股价计算的股息率从2019年的2.45%逐渐提升至2024年的4.87%。考虑到公司有相对稳定的利润规模和持续性佳的分红政策，属于良好的防御性抗周期标的。

盈利预测与估值：公司经营北京核心地段商业地产国贸中心，盈利稳定穿越周期。在降息背景下，公司股息率具备吸引力。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为22.9-26.8元，较当前股价有5%-23%的空间。预计公司2025-2027年归母净利润分别为12.9/13.2/13.5亿元，对应每股收益分别为1.28/1.31/1.34元，对应当前股价的PE分别为17.0/16.7/16.3倍，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：若国际关系变化、国内经济增速放缓、企业居民削减开支、差旅出行减少、北京商业供应增加、行业竞争加剧，公司经营会受到不利影响。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,954	3,912	3,920	3,948	3,997
(+/-%)	14.9%	-1.1%	0.2%	0.7%	1.2%
归母净利润(百万元)	1259	1262	1291	1319	1350
(+/-%)	12.8%	0.3%	2.3%	2.1%	2.4%
每股收益(元)	1.25	1.25	1.28	1.31	1.34
EBIT Margin	43.0%	42.8%	42.8%	43.3%	43.7%
净资产收益率(ROE)	13.0%	13.1%	13.2%	13.2%	13.3%
市盈率(PE)	17.5	17.4	17.0	16.7	16.3
EV/EBITDA	11.6	11.6	14.3	14.0	13.6
市净率(PB)	2.27	2.28	2.24	2.21	2.17

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

公司研究·深度报告

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

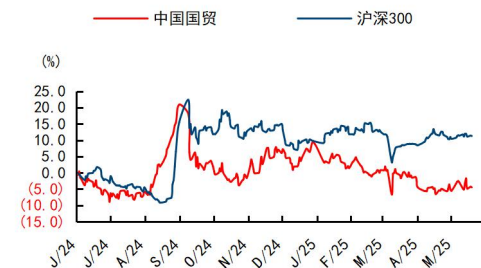
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	22.90 - 26.80 元
收盘价	21.80 元
总市值/流通市值	21959/21959 百万元
52周最高价/最低价	30.34/20.53 元
近3个月日均成交额	68.47 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

内容目录

公司坐拥首都核心地段商业地产.....	6
行业趋势：房地产开发持续低迷，但房地产经营相对平稳.....	6
公司概况：经营北京国贸中心，控股股东持股比例高且稳定.....	8
主营业务：投资性物业的出租管理以及酒店经营.....	10
物业定位高端，经营优势明显.....	13
写字楼：出租率和租金单价平稳，经营表现优于行业整体.....	13
商城：定位重奢租金单价较高，销售额排名全国前五.....	15
公寓：升级改造后出租率持续提升，租金单价符合高端定位.....	17
酒店等：酒店经营波动受外部影响，其他业务表现与大类趋同.....	19
财务状况良好，分红持续性佳.....	21
盈利能力：营收规模稳中有升，利润率保持良好.....	21
偿债能力：资产负债结构健康，在手现金保持充裕.....	23
股东回报：ROE 平稳向好，分红政策持续稳定.....	25
盈利预测.....	28
未来 3 年盈利预测.....	28
盈利预测的敏感性分析.....	29
估值与投资建议.....	30
绝对估值：每股价值为 22.9 元，较当前股价有 5%的空间.....	30
相对估值：每股价值为 26.8 元，较当前股价有 23%的空间.....	31
投资建议.....	32
风险提示.....	33
附表：财务预测与估值.....	35

图表目录

图 1: 历年中国新建商品房销售额及同比	6
图 2: 历年北京新建商品房销售额及同比	6
图 3: 历年全国 70 城新建住宅和二手住宅房价指数	6
图 4: 历年北京新建住宅和二手住宅房价指数	6
图 5: 中国 A 股房地产开发公司历年总营业收入及同比	7
图 6: 中国 A 股房地产经营公司历年总营业收入及同比	7
图 7: 中国 A 股房地产开发公司历年总归母净利润	7
图 8: 中国 A 股房地产经营公司历年总归母净利润及同比	7
图 9: 中国 A 股房地产开发公司历年毛利率	7
图 10: 中国 A 股房地产经营公司历年毛利率	7
图 11: 北京商务中心区（北京 CBD）实景图	8
图 12: 北京国贸中心实景图	8
图 13: 公司发展历程	8
图 14: 公司股权架构（截至 2024 年末）	9
图 15: 公司控股股东历年持股占比	9
图 16: 公司第二大股东历年持股占比	9
图 17: 中国国际贸易中心平面示意图	11
图 18: 公司历年营业收入及同比	12
图 19: 公司历年各业务类型营收占比	12
图 20: 公司历年各主要业务类型可出租面积（单位：万 m ² ）	12
图 21: 公司历年各主要业务类型营收收入（单位：亿元）	12
图 22: 公司历年各主要业务类型租金单价（单位：元/m ² /月）	12
图 23: 公司历年各主要业务类型出租率	12
图 24: 公司历年写字楼收入及同比	13
图 25: 公司历年写字楼平均租金单价及同比	13
图 26: 北京甲级写字楼历年租金单价及同比	13
图 27: 公司写字楼历年出租率对比北京甲级写字楼	13
图 28: 北京甲级写字楼历年总存量及同比	14
图 29: 北京甲级写字楼历年新增供应量	14
图 30: 在国贸写字楼租用 300 m ² 及以上面积的世界 500 强企业名录	14
图 31: 公司历年商城收入及同比	15
图 32: 公司历年商城平均租金单价及同比	15
图 33: 北京优质零售物业历年首层租金单价及同比	15
图 34: 公司商场历年出租率对比北京优质零售物业	15
图 35: 历年中国社会消费品零售总额及同比	16
图 36: 历年北京社会消费品零售总额及同比	16
图 37: 全国集中式商业项目新开业数量及同比	16

图 38: 全国集中式商业在营项目数量各开业时间区间占比.....	16
图 39: 全国头部商场销售额（单位：亿元），2024.....	17
图 40: 北京头部商场销售额（单位：亿元），2024.....	17
图 41: 中国个人奢侈品市场销售额境内占比.....	17
图 42: 中国境内个人奢侈品市场销售额及同比.....	17
图 43: 公司历年公寓收入及同比.....	18
图 44: 公司历年公寓出租率.....	18
图 45: 公司历年公寓平均租金单价及同比.....	18
图 46: 北京历年二手住宅租金指数.....	18
图 47: 全国 50 城住宅平均租金单价及同比.....	18
图 48: 北京住宅平均租金单价及同比.....	18
图 49: 公司国贸中心公寓大堂、配套设施和户型概览.....	19
图 50: 公司历年酒店经营业务收入及同比.....	20
图 51: 公司历年酒店经营业务毛利润.....	20
图 52: 历年中国星级酒店营业额及同比.....	20
图 53: 历年北京星级酒店营业额及同比.....	20
图 54: 公司历年其他收入及同比.....	20
图 55: 公司历年物业租赁及管理业务收入及同比.....	20
图 56: 公司历年营业收入及同比.....	21
图 57: 公司单季度营业收入及同比.....	21
图 58: 公司历年归母净利润及同比.....	21
图 59: 公司单季度归母净利润及同比.....	21
图 60: 公司历年毛利率和归母净利率.....	22
图 61: 公司单季度毛利率和归母净利率.....	22
图 62: 公司历年各主营业务营收占比.....	22
图 63: 公司历年各主营业务毛利率.....	22
图 64: 公司历年营业成本拆解.....	23
图 65: 公司历年各主要营业成本/营业收入.....	23
图 66: 公司历年销售、管理、财务费率.....	23
图 67: 公司单季度销售管理财务费率.....	23
图 68: 公司历年末资产负债率.....	24
图 69: 公司历年末净资产及同比.....	24
图 70: 公司历年末有息负债及同比.....	24
图 71: 公司历年各类型有息负债.....	24
图 72: 公司历年有息负债加权融资成本.....	24
图 73: 公司历年各类型有息负债融资成本.....	24
图 74: 公司历年末货币资金及同比.....	25
图 75: 公司历年经营性现金流净额.....	25
图 76: 公司历年投资性现金流净额.....	25
图 77: 公司历年融资性现金流净额.....	25
图 78: 公司历年加权 ROE.....	26

图 79： 公司历年资产周转率.....	26
图 80： 公司历年净利率.....	26
图 81： 公司历年权益乘数.....	26
图 82： 公司历年每股派息及同比.....	27
图 83： 公司历年派息率.....	27
图 84： 公司历年股息率.....	27
图 85： 中国十年期国债历年到期收益率.....	27
表 1： 公司主要董事及高管在股东单位和其他单位任职情况（截至 2024 年 12 月）	10
表 2： 公司未来三年各项业务收入预测表.....	29
表 3： 公司未来三年盈利预测表（单位：百万元）	29
表 4： 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）	30
表 5： 公司盈利预测假设条件.....	30
表 6： 公司资本成本假设条件.....	31
表 7： FCFF 现金流折算法计算简表（单位：百万元）	31
表 8： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）	31
表 9： 房地产经营行业上市公司主要财务指标（股价选取 20250616，货币单位为人民币）	32
表 10： 可比公司估值比较（股价选取 20250616，货币单位为人民币）	32

公司坐拥首都核心地段商业地产

行业趋势：房地产开发持续低迷，但房地产经营相对平稳

自 2021 年以来，中国房地产开发行业经历剧变，2024 年全国新建商品房销售额仅为 9.7 万亿元，较 2021 年最高峰的 18.2 万亿元收缩了 47%，近乎腰斩。即使是作为一线城市兼首都的北京，2024 年的新房销售规模也较 2021 年下滑了 20%。此外，全国 70 个大中城市新建住宅和二手住宅的价格指数自 2021 年来也经历了不同程度的下跌。即使住宅供需关系相对健康的北京，新房和二手房价近年来也进入下行区间。地产销售量价的持续低迷，直接影响房地产开发商的盈利状况。

图1：历年中国新建商品房销售额及同比



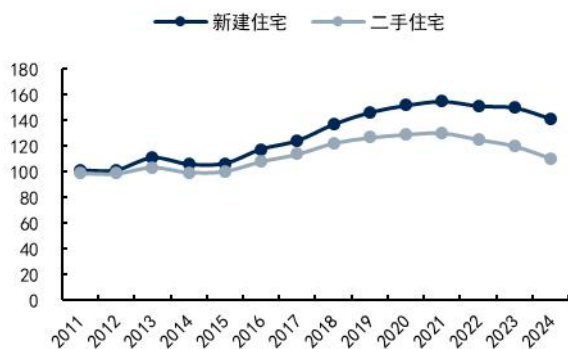
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：历年北京新建商品房销售额及同比



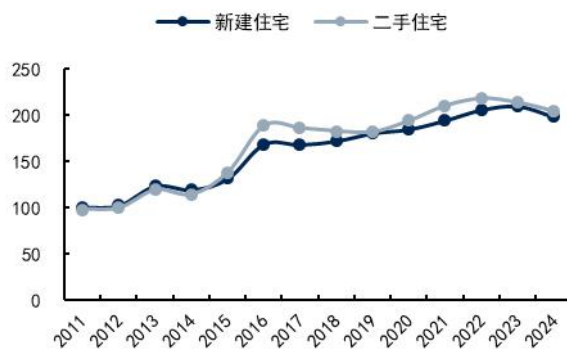
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：历年全国 70 城新建住宅和二手住宅房价指数



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：历年北京新建住宅和二手住宅房价指数



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

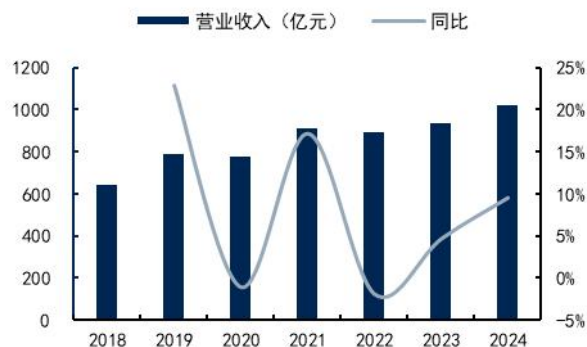
对比 A 股房地产开发行业的 78 家上市公司以及房地产经营行业的 22 家上市公司的财务表现，开发商的经营表现显著劣于运营商。收入端，开发商结算收入滞后于签约销售，2024 年总营收同比-21%，规模收缩影响逐渐体现，而运营商总营收近年来稳中有升。利润端，2024 年，开发商进入亏损状态，而运营商仍保持盈利。考虑到房价尚未止跌企稳和现房销售政策趋势，预期运营商表现仍将优于开发商。

图5：中国 A 股房地产开发公司历年总营业收入及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国 A 股房地产经营公司历年总营业收入及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国 A 股房地产开发公司历年总归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：中国 A 股房地产经营公司历年总归母净利润及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：中国 A 股房地产开发公司历年毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国 A 股房地产经营公司历年毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司概况：经营北京国贸中心，控股股东持股比例高且稳定

中国国贸作为一家房地产经营公司，业务开展主要基于北京中国国际贸易中心。作为促进中国对外开放和国际交往的重要窗口，国贸中心的规划始于 1984 年，并陆续于 1990 年、1999 年、2010 年、2017 年分别完成了一期、二期、三期 A 阶段、三期 B 阶段的建成和开业。经过四十余年的发展，国贸中心已建设成为占地面积 17 万 m²、总建筑面积 112 万 m²、功能齐全的现代化商务中心。

国贸中心位于北京市东三环内朝阳区建国门外大街 1 号，属于北京商务中心区（即北京 CBD）。北京 CBD 的规划始于 1993 年，并于 2009 年东扩，北至朝阳北路，南临通惠河，西至东大桥路，东至东四环，占地面积 700 万 m²，总建筑面积 2000 万 m²。考虑到北京的政治历史文化特殊性，CBD 的选址不易，较难搬迁或被替代。

图11：北京商务中心区（北京 CBD）实景图



资料来源：北京商务中心区管委会官网，国信证券经济研究所整理

图12：北京国贸中心实景图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图13：公司发展历程

- 1984年11月 ● 《合资建造和经营国贸中心的合同和章程》在北京签署。
- 1985年2月 ● 中国国际贸易中心经批准注册成立，并于当年9月举行奠基典礼。
- 1990年8月 ● 国贸中心一期全面开业，建筑规模为42万 m²。
- 1996年12月 ● 国贸中心二期工程破土动工。
- 1999年3月 ● 中国国际贸易中心股份有限公司在上交所挂牌上市。
- 1999年12月 ● 国贸中心二期建成开业，国贸中心总建筑面积达56万 m²。
- 2002年8月 ● 国贸中心三期工程正式启动。
- 2005年6月 ● 国贸中心三期工程A阶段正式奠基施工。
- 2010年8月 ● 国贸中心三期A阶段建成开业。
- 2012年5月 ● 国贸中心三期工程B阶段正式启动。
- 2017年4月 ● 国贸中心三期B阶段，并于当年8月举行开业典礼。

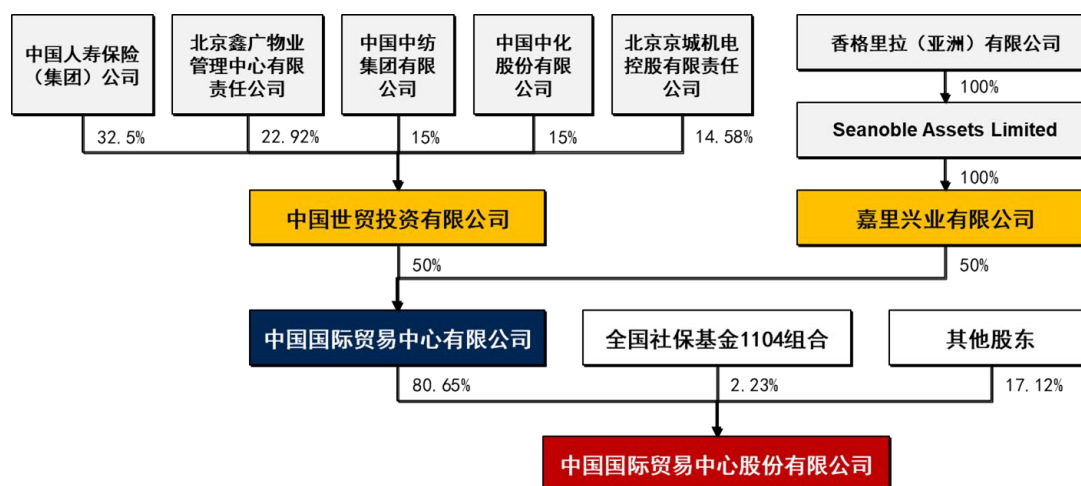
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司 1999 年在上交所挂牌上市，股票代码 600007，是中国首批上市的商业地产公司之一。公司的控股股东为中国国际贸易中心有限公司，多年来持股比例始终保持 80.65%，控股股东是经国务院批准成立的中外合资经营企业，中方和外方的股东分别为中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司。除控股股东以外，其他股东持股比例较为分散，第二大股东为全国社保基金，目前持股比例为 2.23%。

目前，公司拥有一家子公司国贸物业酒店管理有限公司（直接持股 95%），一家孙公司北京国贸国际会展有限公司（间接持股 95%），另外有一家联营公司北京时代网星科技有限公司（公司持股 49%）。但对公司净利润影响不大，均低于 10%。

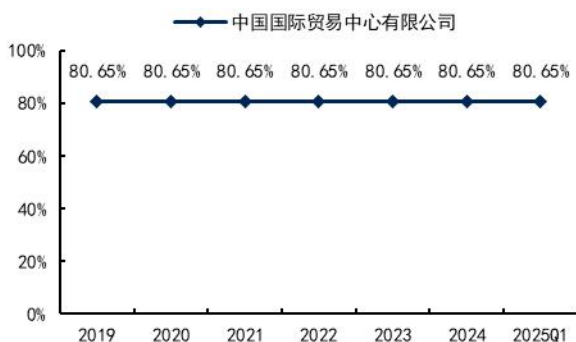
公司核心管理层较为稳定。公司董事长、执行董事黄国祥和副董事长、执行董事吴相仁均担任控股股东的执行董事。公司另两名执行董事盛秋平、郭惠光分别为控股股东两位中外方股东的董事长，盛秋平还担任中国商务部党组成员、副部长。公司其余四名董事也都在控股股东单位任职。公司总经理、副总经理和董秘同时也在公司的子公司、孙公司、联营公司担任董事长、副董事长、董事等重要职位。

图14: 公司股权架构（截至 2024 年末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 公司控股股东历年持股占比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司第二大股东历年持股占比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要董事及高管在股东单位和其他单位任职情况（截至 2024 年 12 月）

姓名	性别	年龄	在本公司任职情况	在控股股东单位任职情况	在其他单位任职情况
黄国祥	男	62	董事长、执行董事	执行董事、常务董事、董事	/
吴相仁	男	59	副董事长、执行董事	执行董事、常务董事、董事	政协北京市第十四届委员会委员 中国世贸投资有限公司董事总经理 中国外商投资企业协会副会长
盛秋平	男	56	执行董事	董事长、执行董事、常务董事	商务部党组成员、副部长 中国世贸投资有限公司董事长
郭惠光	女	47	执行董事	副董事长、执行董事、常务董事	政协上海市第十四届委员会委员 香格里拉（亚洲）有限公司主席 嘉里控股有限公司董事 嘉里集团郭氏基金会（香港）有限公司理事 嘉里兴业有限公司董事长
郎宽	女	55	董事	董事、副总经理	中国世贸投资有限公司董事、副总经理 国贸物业酒店管理有限公司副董事长
黄小抗	男	73	董事	董事	嘉里兴业有限公司副董事长 嘉里控股有限公司董事 嘉里集团（中国）有限公司董事长及董事总经理
阮忠奎	男	58	董事	董事	北京京城机电控股有限责任公司党委书记、董事长 中国世贸投资有限公司董事
邢治铨	男	53	董事	董事	香格里拉（亚洲）有限公司投资及资产管理部副总裁 国贸物业酒店管理有限公司董事长
支陆逊	男	58	总经理	/	北京时代网星科技有限公司董事长 北京国贸国际会展有限公司董事长
钟荣明	男	66	副总经理	董事	国贸物业酒店管理有限公司副董事长 北京国贸国际会展有限公司董事
胡燕敏	女	46	副总经理（财务负责人）原董事、监事		国贸物业酒店管理有限公司董事 北京国贸国际会展有限公司副董事长
陈峰	男	54	董事会秘书	/	北京时代网星科技有限公司董事

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

主营业务：投资性物业的出租管理以及酒店经营

国贸中心由写字楼、商城、酒店和公寓等高档商业建筑组成，云集众多国际知名跨国公司、商社和国际零售店，并承接多项国际、国内重大会议及大型商务活动，接待众多国家元首、政府首脑、重要国际组织负责人等，在引领消费潮流、带动招商引资、促进国际交往方面发挥了独特作用。

- ◆ 写字楼：国贸写字楼由 330 米高的国贸大厦 A 座、296 米高的国贸大厦 B 座、国贸写字楼 1 座和国贸写字楼 2 座组成，是北京市甲级写字楼的龙头和标杆。
- ◆ 商城：国贸商城于 1990 年开业，经过 30 余年的发展，建筑面积达 23 万 m²、南中北区全线贯通，是北京乃至全国的商业龙头和风向地标。
- ◆ 公寓：国贸公寓由南、北两座各 30 层公寓楼组成，建筑面积约 8 万 m²。2018 年 4 月至 2020 年 8 月完成全面改造升级，并于 2020 年 9 月起重新投入运营。
- ◆ 酒店：国贸大酒店坐落于国贸大厦 A 座，是北京市最高的酒店，拥有 278 间客房与套房。新国贸饭店坐落于国贸大厦 B 座，拥有 450 间客房及套房。

公司主营业务均围绕国贸中心开展，因此公司的主营业务为写字楼、商城、公寓等投资性物业的出租和管理以及酒店经营等。其中，国贸中心一期、二期建筑物对应的土地使用权全部归属于公司的控股股东，公司以租赁方式获得上述土地的使用权；而国贸中心三期建筑物及其对应的土地使用权全部归属于本公司。

公司除了将所属酒店委托香格里拉国际饭店管理有限公司管理经营外，其他主营业务均自行管理经营。国贸中心总建筑规模 112 万 m^2 ，其中公司拥有建筑物面积近 90 万 m^2 ，控股股东也拥有部分投资性物业，但面积相对公司而言较小。目前，控股股东将该部分投资性物业委托给公司经营管理，并按照市场价格向公司支付销售佣金及管理佣金，避免同业竞争。同理，控股股东所属的中国大饭店与公司所属国贸大酒店、新国贸饭店均委托给香格里拉国际饭店管理有限公司经营管理，有效避免可能产生的业务竞争。

图17: 中国国际贸易中心平面示意图



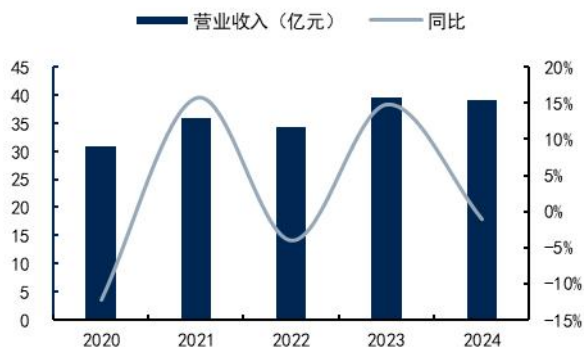
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2024 年，公司营业收入为 39 亿元，同比基本持平。其中，写字楼、商城、公寓、酒店和其他业务的收入分别为 15 亿元、13 亿元、2 亿元、5 亿元、4 亿元，收入占比分别为 39%、33%、5%、13%、10%。由此可见，包括写字楼、商城、公寓在内的投资性物业的出租管理收入是公司最主要的收入来源。

2024 年，公司写字楼、商城、公寓的建筑面积分别为 36 万 m^2 、18 万 m^2 、8 万 m^2 ，可出租面积分别为 21 万 m^2 、8 万 m^2 、5 万 m^2 ，可出租比例分别为 58%、44%、58%。写字楼的面积远高于商城和公寓，但收入却与商城相仿。由于 2024 年公司写字楼、商城、公寓的出租率分别为 93%、97%、89% 相差不大，收入差距主要受租金单价影响。2024 年，公司写字楼、商城、公寓的平均租金单价分别为 639 元/ m^2 /月、1309 元/ m^2 /月、367 元/ m^2 /月，商城的租金单价远高于写字楼和公寓。

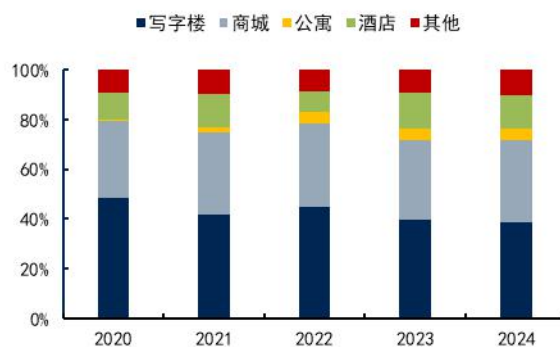
自 2020 年以来，公司各主要投资性物业可出租面积并未发生增减，但写字楼业务的收入基本平稳，而商城和公寓的收入稳中有升。不同业务的收入变化主要源于各业务租金单价和出租率的趋势差异。2020 年来，写字楼业务的租金单价和出租率均保持良好状态；商城的租金单价有显著提升，且出租率始终保持高位；公寓业务的租金单价虽然略有下降，但出租率自全面改造升级完成后持续改善。

图18: 公司历年营业收入及同比



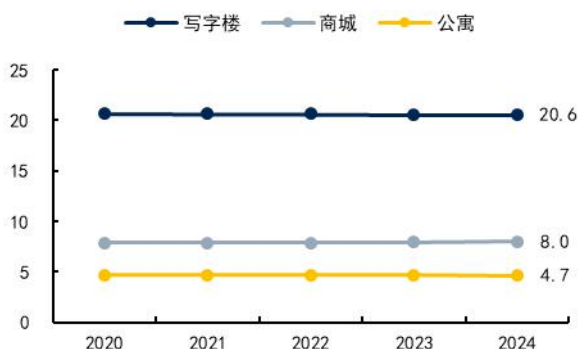
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司历年各业务类型营收占比



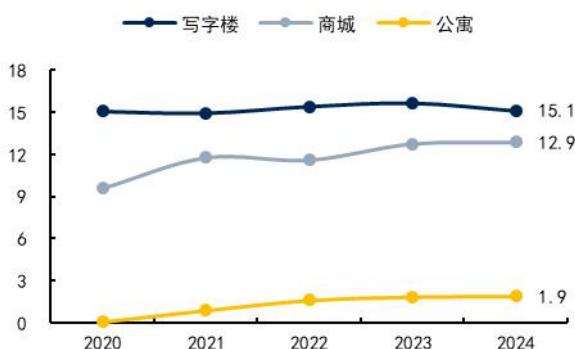
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司历年各主要业务类型可出租面积 (单位: 万m²)



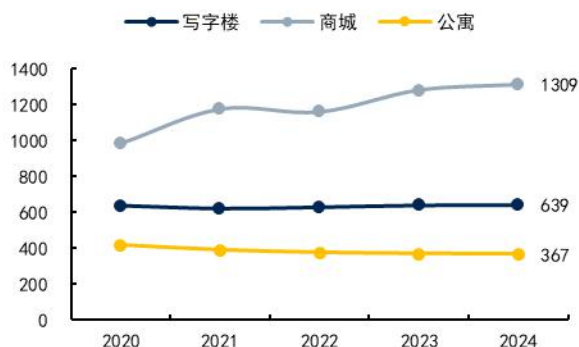
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司历年各主要业务类型营业收入 (单位: 亿元)



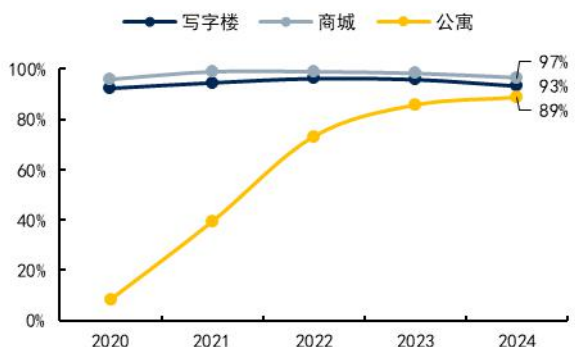
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司历年各主要业务类型租金单价 (单位: 元/m²/月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司历年各主要业务类型出租率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

物业定位高端，经营优势明显

写字楼：出租率和租金单价平稳，经营表现优于行业整体

2024 年，公司写字楼收入为 15.1 亿元，同比-3%。自 2017 年 4 月国贸中心三期 B 阶段建成开业后，公司写字楼收入始终在 15-16 亿元的区间小幅波动，相对行业整体的经营优势越来越明显。

- ◆ 租金单价：2024 年，公司写字楼平均租金为 639 元/㎡/月，持平于 2019 年，仅 2021-2022 年受外部环境影响略有下滑。相比之下，北京甲级写字楼的平均租金仅为 245 元/㎡/月，较 2019 年的租金单价下降了 36%。
- ◆ 出租率：2024 年，公司写字楼出租率为 93%，始终保持较高水平，而北京甲级写字楼平均出租率为 82%，较 2017 年下降 10 个百分点。

图24：公司历年写字楼收入及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图25：公司历年写字楼平均租金单价及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：北京甲级写字楼历年租金单价及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：公司写字楼历年出租率对比北京甲级写字楼



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

北京甲级写字楼市场的整体表现较弱，主要因为需求疲软而供给持续增加，预期租金水平短期内较难企稳，出租率继续承压。

◆ 需求端：受国际地缘政治局势不确定性、企业降本增效缩减预算和国内经济转型周期性下行的持续影响，预计增量需求依旧不足。

◆ 供给端：虽然近几年新增供应量不多，但存量博弈更趋激烈。截至 2024 年末，北京甲级写字楼总存量为 1368 万 m^2 。

公司写字楼表现显著优于行业整体，主要得益于优质资产和经营能力的双重加持。

◆ 一方面，国贸写字楼占据地理位置优势，租户由金融机构、银行、能源公司、律师事务所等跨国企业和国内外知名公司组成。其中 34 家租户是世界 500 强企业，合计租用写字楼面积为 4.2 万 m^2 ，占比 20%。

◆ 另一方面，公司在长期运营过程中，积攒了丰富的管理经验。重视核心客户，提前启动续租谈判，分散集中到期风险，建立分级机制，有效降低违约风险。

图28: 北京甲级写字楼历年总存量及同比



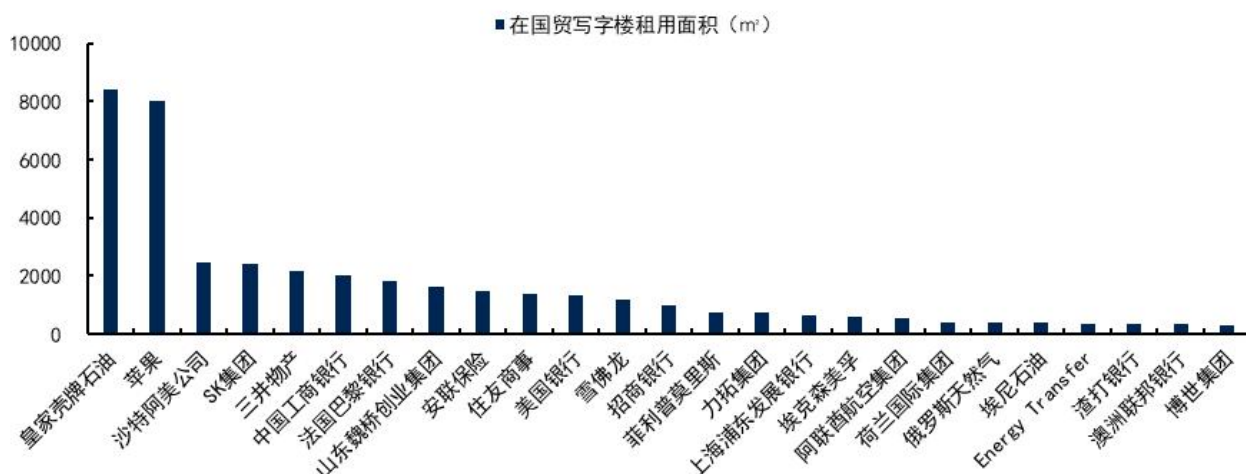
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29: 北京甲级写字楼历年新增供应量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30: 在国贸写字楼租用 300 m^2 及以上面积的世界 500 强企业名录



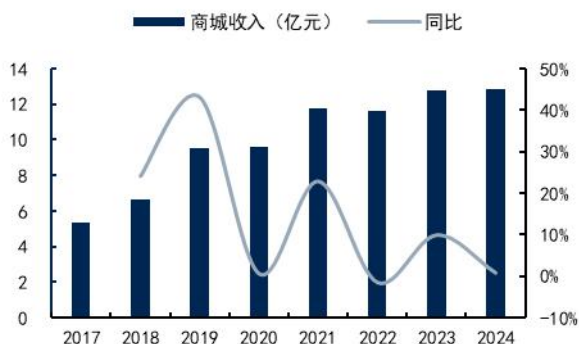
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

商城：定位重奢租金单价较高，销售额排名全国前五

2024 年，公司商城收入为 12.9 亿元，同比+1%，较 2019 年的收入水平增加 35%，受益于核心地段和重奢品牌加持，经营状态保持良好。

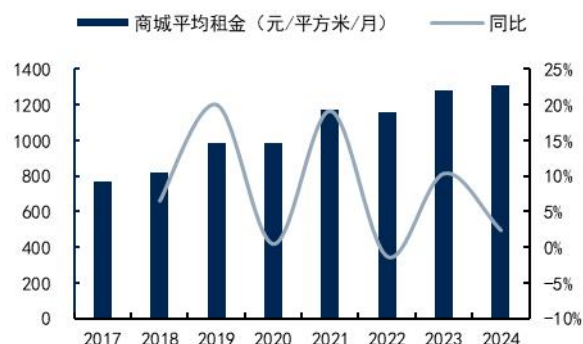
- ◆ 租金单价：2024 年，公司商城平均租金为 1309 元/㎡/月，同比+2%，较 2019 年租金水平提升 33%。相比之下，北京优质零售物业的首层租金（通常是全场最高租金）仅为 942 元/㎡/月，且自 2020 年以来逐年下降，目前的首层租金单价已较 2019 年降低了 17%。
- ◆ 出租率：2024 年，公司商城出租率为 97%，自 2017 年国贸中心三期 B 阶段建成开业后逐步提升，即使在外部环境冲击下，2023-2024 年出租率略有下滑，也维持 95%以上的高位，仍高于北京优质零售物业平均出租率 93%。

图31：公司历年商城收入及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：公司历年商城平均租金单价及同比



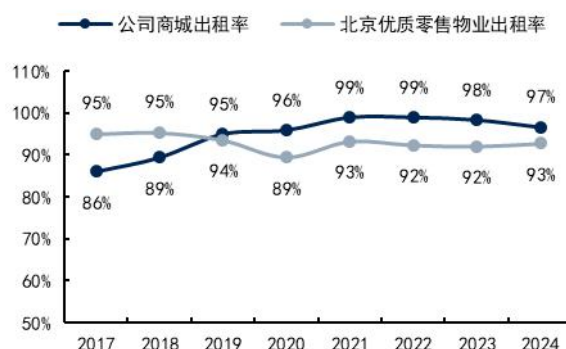
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：北京优质零售物业历年首层租金单价及同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司商场历年出租率对比北京优质零售物业



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

从消费市场整体来看，全国社会消费品零售总额除了在 2020 年和 2022 年出现过小幅下滑，近年来同比始终保持正增长，2024 年为 48.8 万亿元，创历史新高。即使此前受疫情冲击影响较大的北京，2024 年的社零总额也仅较 2021 年的峰值收窄了 5%，较 2019 年仍有 15% 的增长。因此，北京商业零售物业市场租金承压，主要还是供给持续新增、市场竞争激烈和消费降级趋势所致。

经历 2015-2021 年的密集建造开业期后，商场新增供给压力略有减轻。2024 年，全国集中式商业项目新开业 436 个，创近十年最低，若剔除占比 22% 的存量调改再开业项目，纯增量仅 330 个。截至 2024 年末，全国集中式商业项目存量数约 8700 个，同比+5%，总建筑面积约 6.3 亿 m^2 ，同比+6%。不过，商场存量项目竞争依旧激烈，市场分化格局更加明显。

图35: 历年中国社会消费品零售总额及同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图36: 历年北京社会消费品零售总额及同比



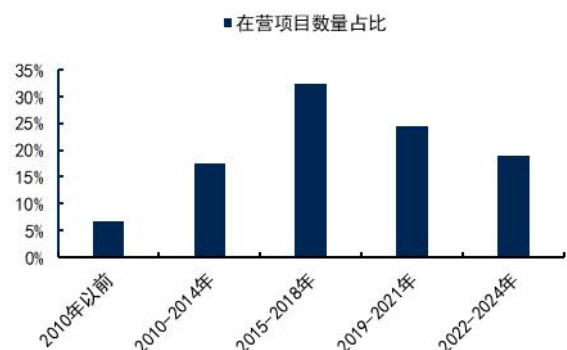
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图37: 全国集中式商业项目新开业数量及同比



资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

图38: 全国集中式商业在营项目数量各开业时间区间占比

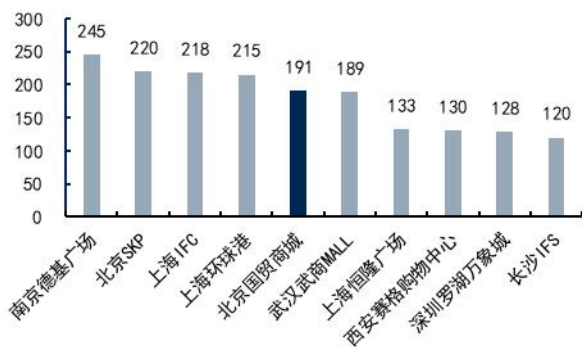


资料来源：赢商大数据，国信证券经济研究所整理

公司的国贸商城是中购联认证的中国第一家购物中心，2024 年销售额为 191 亿元，在全国商场中排名第 5，在北京商场中排名第 2，仅次于北京 SKP。观察头部商场，云集高端品牌的重奢商场零售额碾压以大众品牌为主的普通商场，因为重奢品牌客单价高、租金坪效高。国贸商城是典型的重奢商场，定位高端消费群体，拥有爱马仕、LV、香奈儿、古驰等一众国际奢侈品牌门店，并定期装修改造保持调性。例如，爱马仕 2005 年入驻国贸商城，2021 年改造为展示面积 900 m^2 的旗舰店。近一年，商城里阿玛尼、御木本、1436、途明等品牌门店也陆续完成升级焕新。

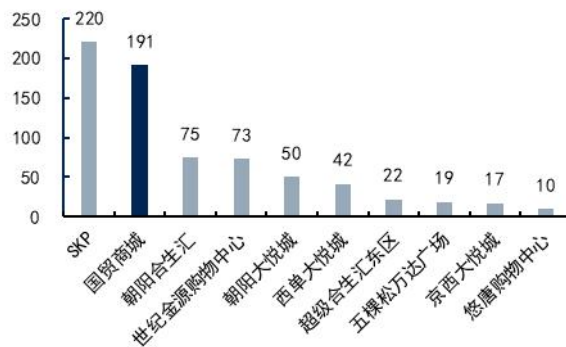
受到疫情影响，2021 年中国个人奢侈品市场销售额境内占比一度达到 90%，虽然 2024 年逐渐回落至 60%，仍远高于疫情前的 33%。2024 年，中国境内个人奢侈品市场销售额虽然同比-20%，但较 2019 年仍有 57% 的增长，这也是公司商城的租金单价逐年增长的底层逻辑。

图39: 全国头部商场销售额（单位：亿元），2024



资料来源：联商网，国信证券经济研究所整理

图40: 北京头部商场销售额（单位：亿元），2024



资料来源：联商网，国信证券经济研究所整理

图41: 中国个人奢侈品市场销售额境内占比



资料来源：贝恩咨询公司，国信证券经济研究所整理

图42: 中国境内个人奢侈品市场销售额及同比



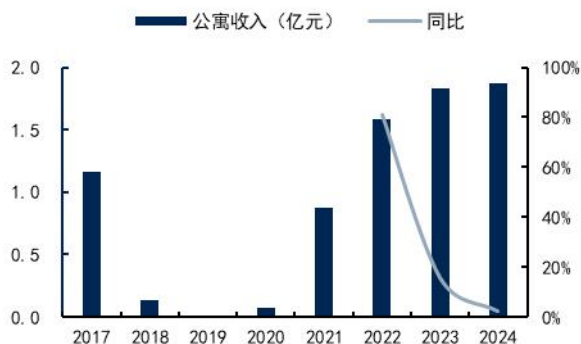
资料来源：贝恩咨询公司，国信证券经济研究所整理

公寓：升级改造后出租率持续提升，租金单价符合高端定位

2024 年，公司公寓收入为 1.9 亿元，同比+2%，2018-2020 年期间收入骤降是因为进行了全面改造升级，2020 年 9 月起重新投入运营。国贸公寓定位高端，房型涵盖 42 m²开敞单间、65-83 m²一房套间、89-126 m²两房套间、158-197 m²三房套间、228 m²豪华四居室。公寓内配备健身房、游泳池等设施，且与国贸商城无缝衔接。

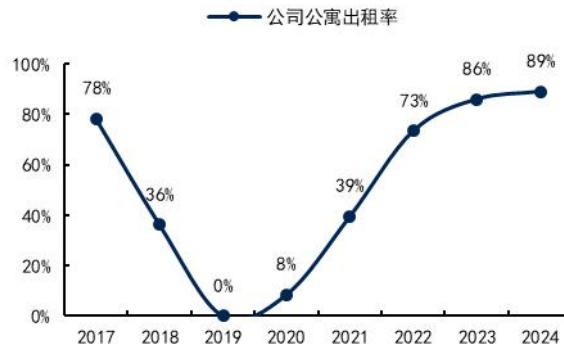
- ◆ **出租率**：2024 年，公司公寓出租率为 89%，同比提升 3 个百分点，自 2021 年来逐年提升，已经高于升级改造前 2017 年的 78%。考虑到二手房市场的挂牌量高企而成交价下行，许多居民自持高端住宅房源短时间内难以理想价格卖出，转为出租，导致租赁市场供给增多竞争加剧，公司出租率表现已经相对良好。
- ◆ **租金单价**：2024 年，公司公寓平均租金为 367 元/m²/月，较 2020 年下降 12% 但降幅逐年收窄，而且仍比升级改造前 2018 年的租金水平提升 49%，说明调改充分有效。相比之下，北京二手住宅租金指数 2024 年同比-9%，降幅持续扩大。2025 年 5 月，全国 50 城和北京住宅的平均月租金分别为 35 元/m²和 85 元/m²，同比仍然有明显下滑。

图43: 公司历年公寓收入及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 公司历年公寓出租率



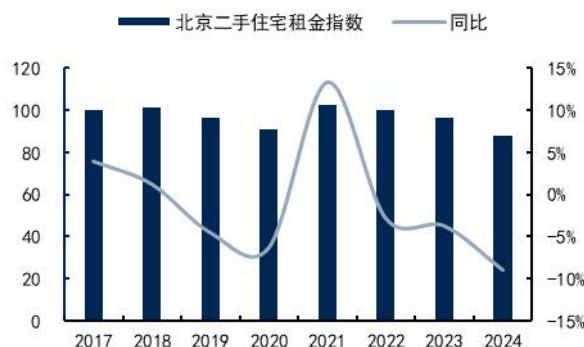
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司历年公寓平均租金单价及同比



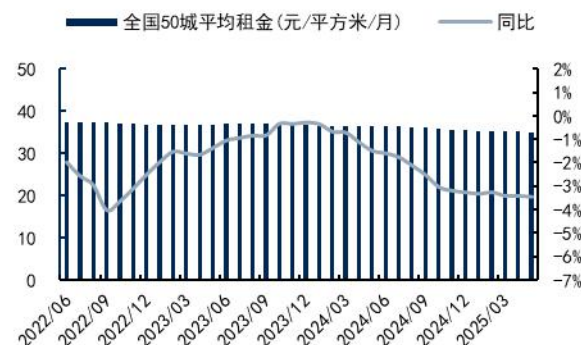
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 北京历年二手住宅租金指数



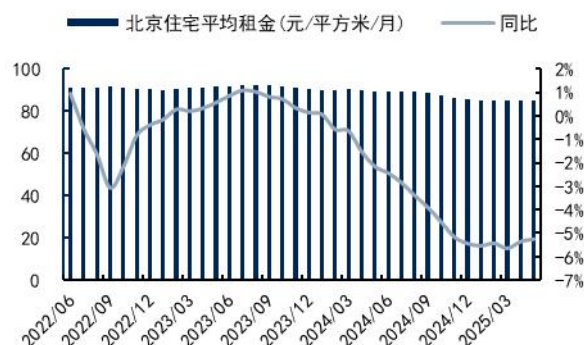
资料来源: Wind、中原地产, 国信证券经济研究所整理

图47: 全国 50 城住宅平均租金单价及同比



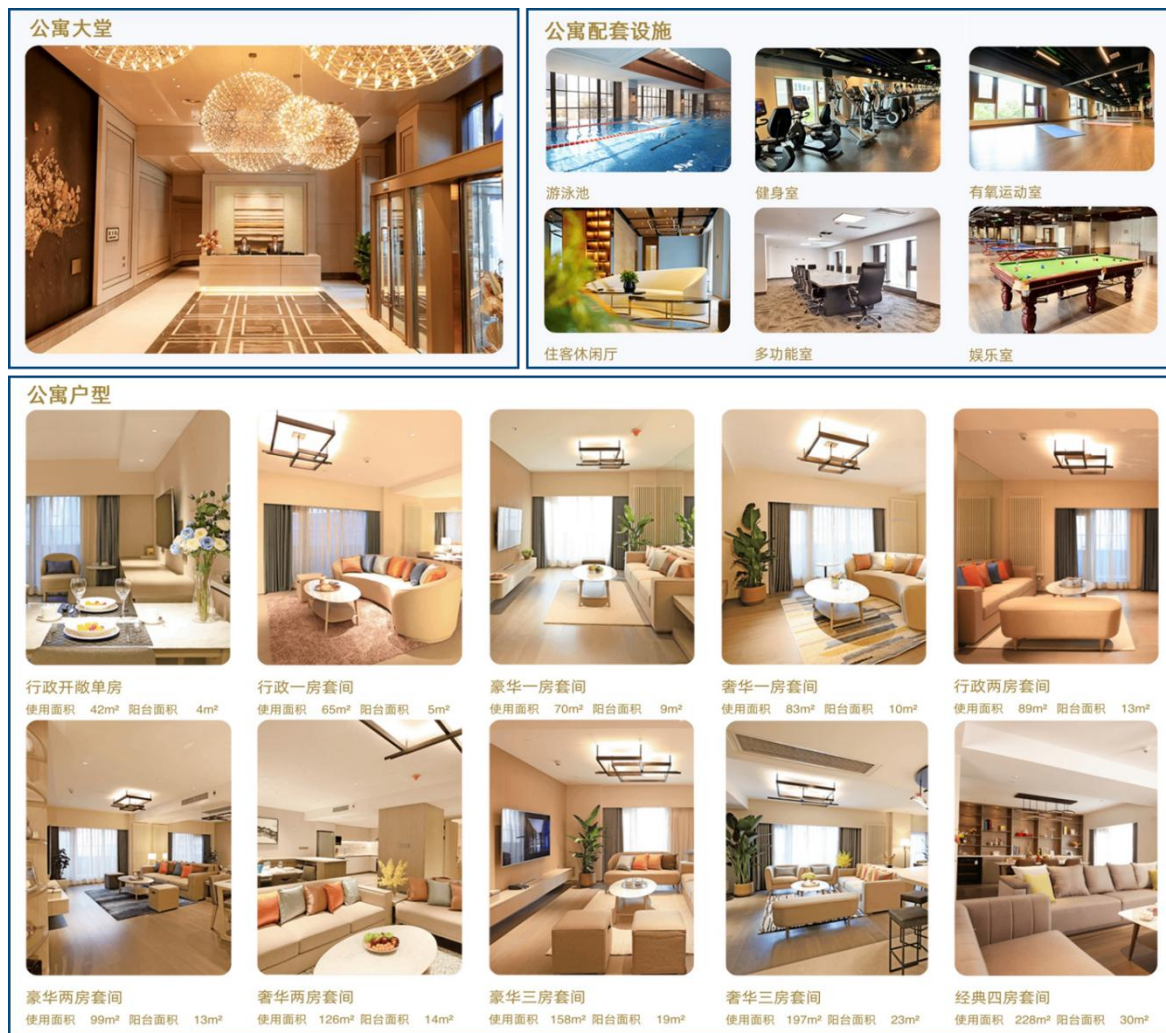
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图48: 北京住宅平均租金单价及同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图49：公司国贸中心公寓大堂、配套设施和户型概览



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

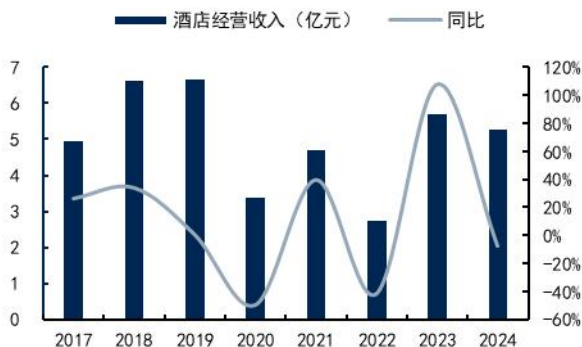
酒店等：酒店经营波动受外部影响，其他业务表现与大类趋同

2024 年，公司酒店收入为 5.3 亿元，同比-8%，虽然还没有恢复至 2018-2019 年的高位，但已经较 2020-2022 年明显好转。酒店业务的毛利润贡献保持为正，也得益于公司在提升收入的同时严控成本、优化采购、提升费效。

公司酒店收入波动剧烈，与行业整体趋势一致，主要是因为酒店业的客房和餐费收入均与商务活动和旅游度假相关，经营收入受异地出行不便的影响比其他行业更大。考虑到疫情期间，北京出行管理相对全国其他城市更为严格，北京的星级酒店营业额 2020 年同比-44%、2022 年同比-18%，表现明显差于全国的星级酒店营业额 2020 年同比-23%、2022 年同比-6%。

公司其他收入 2024 年为 4.0 亿元，同比+10%，主要包括停车场收入和子公司营业收入，自 2017 年以来趋势上行。公司其他收入在主营业务分类时，归入物业租赁及管理业务大类中，收入于 2020 年和 2022 年小有波折、整体稳中有升的趋势也与业务大类相似。

图50: 公司历年酒店经营业务收入及同比



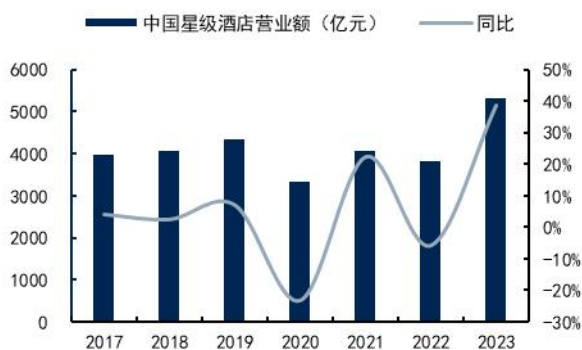
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 公司历年酒店经营业务毛利润



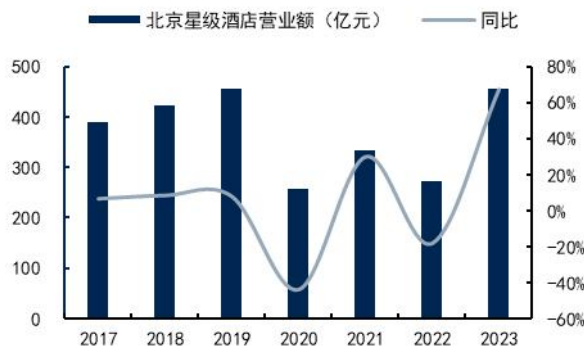
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 历年中国星级酒店营业额及同比



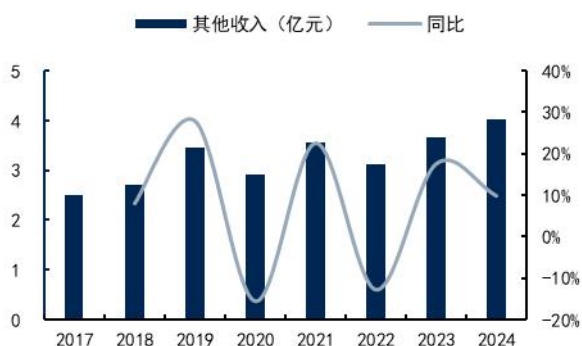
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 历年北京星级酒店营业额及同比



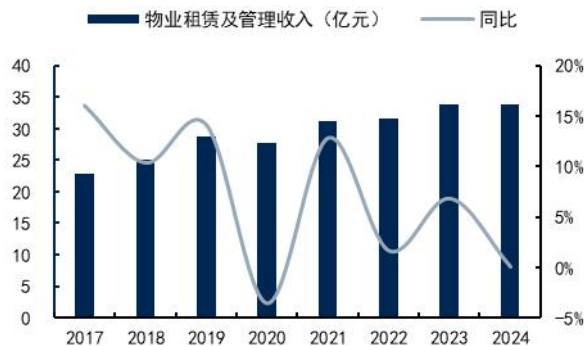
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 公司历年其他收入及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图55: 公司历年物业租赁及管理业务收入及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

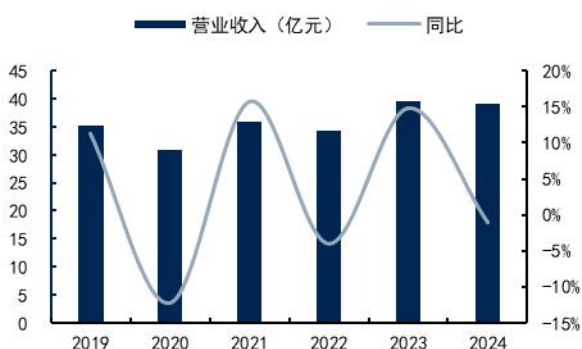
财务状况良好，分红持续性佳

盈利能力：营收规模稳中有升，利润率保持良好

2019年以来，虽然有疫情扰动，公司营收和利润规模仍稳中有升。2024年，公司实现营业收入39亿元，同比-1%；归母净利润为12.6亿元，同比+0.3%。2025Q1，公司营业收入为9.5亿元，同比-3%；归母净利润为3.1亿元，同比-7%。

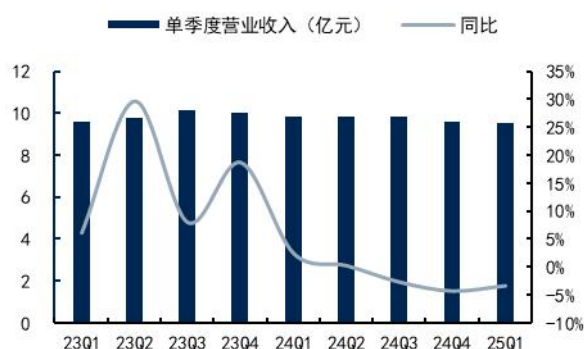
公司毛利率和归母净利率表现良好。2024年，公司毛利率为58.1%，归母净利率为32.3%，两者均较2019年提升4.7个百分点。2025Q1，公司毛利率为58.9%，归母净利率为32.8%，保持良好水平。

图56: 公司历年营业收入及同比



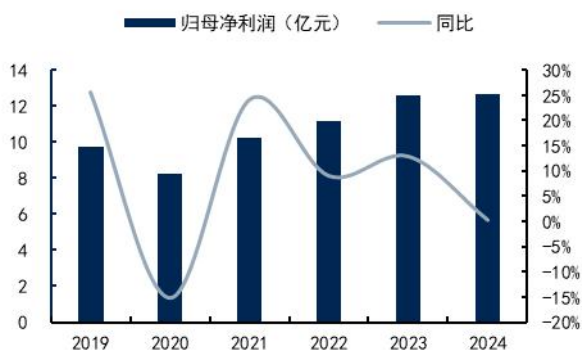
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司单季度营业收入及同比



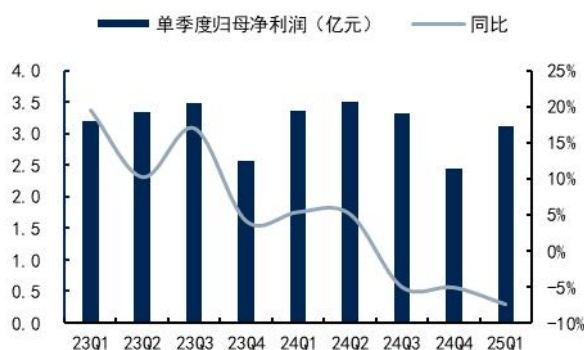
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 公司历年归母净利润及同比



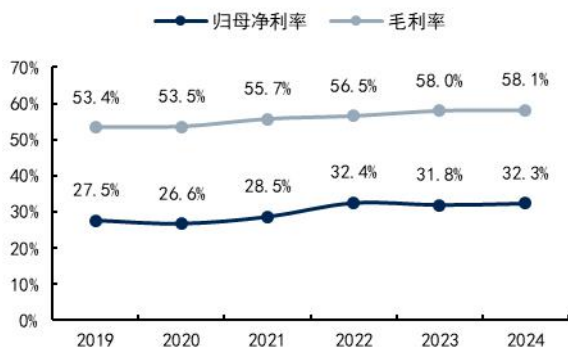
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图59: 公司单季度归母净利润及同比



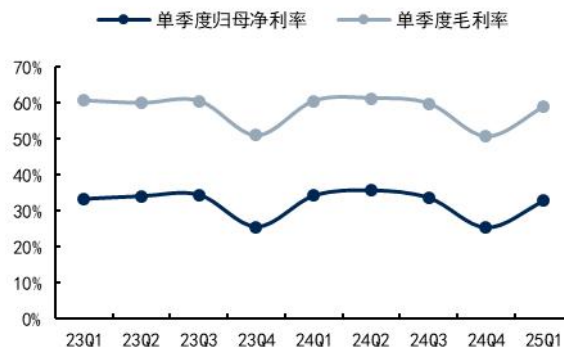
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图60: 公司历年毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图61: 公司单季度毛利率和归母净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

通过拆分各主营业务的利润贡献, 分析毛利率改善原因。2024 年, 公司主营业务分为物业租赁及管理 and 酒店经营两大类, 收入占比分别为 87% 和 13%, 毛利率分别为 66.0% 和 7.3%, 虽然同比都略下降, 但低毛利率的酒店业务收入占比略下降。

我们进一步拆分营业成本, 2024 年, 折旧摊销、员工成本、维修保养、能源费、其他费用 (包括清洁费、劳务费、保安费及酒店营业成本等) 占营业成本的比重分别为 27%、24%、10%、7%、31%。观察各营业成本/营业收入的变化趋势, 其中员工成本、维修保养、能源费基本保持稳定, 而折旧摊销明显被收入规模的增长摊薄, 其他费用则因与酒店业务关联而波动明显。

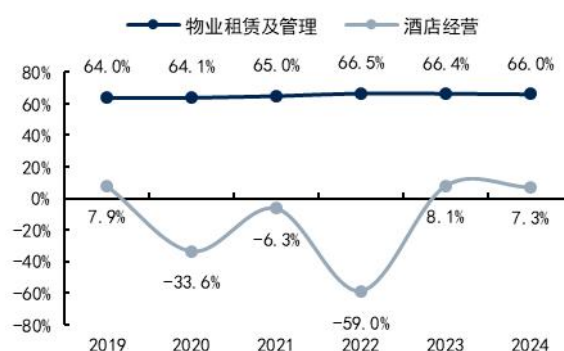
公司销售费率、管理费率、财务费率在 2024 年分别为 2.3%、3.2%、0.3%, 同比分别变动了 -0.1pct、-0.2pct、+0.8pct, 在 2025Q1 分别为 2.3%、3.4%、0.3%。财务费率伴随有息负债规模的缩减而逐年明显降低。

图62: 公司历年各主营业务营收占比



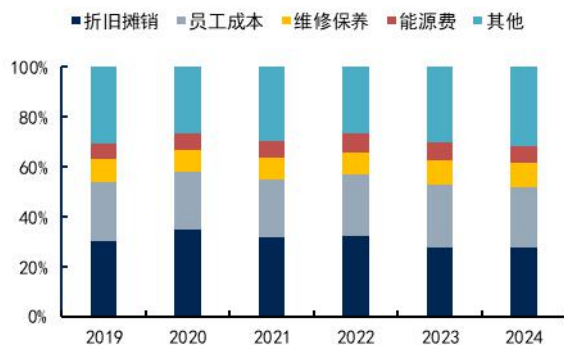
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司历年各主营业务毛利率



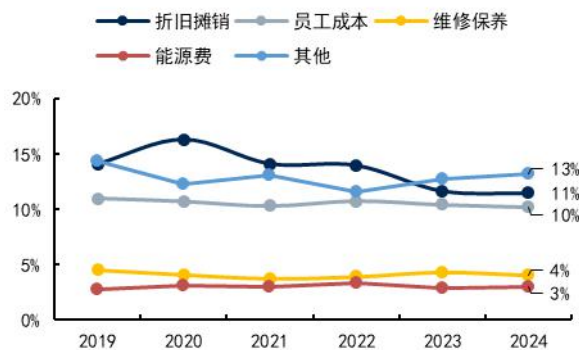
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司历年营业成本拆解



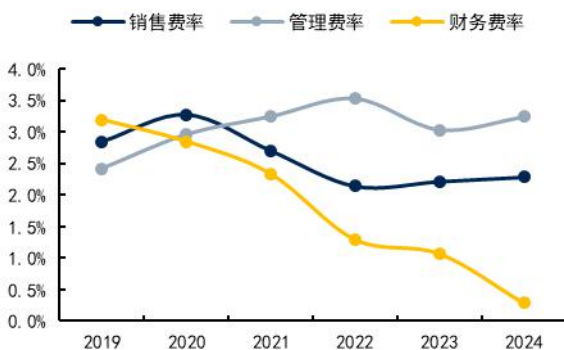
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 公司历年各主要营业成本/营业收入



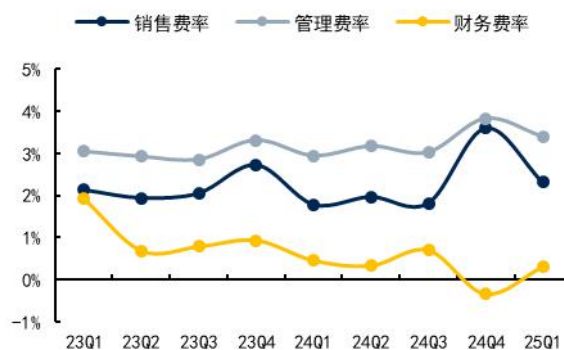
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图66: 公司历年销售、管理、财务费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图67: 公司单季度销售管理财务费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

偿债能力: 资产负债结构健康, 在手现金保持充裕

公司资产结构健康。截至2024年末, 公司总资产123亿元, 同比-4%。其中货币资金占比32%, 投资性房地产占比49%, 固定资产占比11%, 三者合计占总资产的比重为92%。由于公司采用成本模式而非公允价值模式计量投资性房地产价值, 每年按其预计使用寿命及净残值率计提折旧摊销, 具备物业重估价值。

公司债务负担较轻。截至2024年末, 公司资产负债率22%, 同比下降3个百分点, 近年来持续降低; 公司总负债为27亿元, 同比-16%, 其中有息负债占比为40%; 公司净资产为97亿元, 同比持平, 与疫情前的2019年相比增长28%。

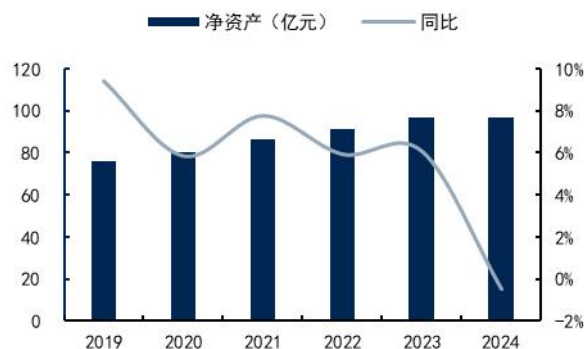
公司有息负债减少, 融资成本持续降低。截至2024年末, 公司有息债务余额为10.85亿元, 同比-31%, 主要因为4.4亿元的公司债券“19国贸01”已于2024年9月到期偿付。目前公司已无存续信用债, 有息债务全部为银行借款。2024年, 公司加权融资成本为3.55%, 同比降低7bp, 保持下降趋势。

图68: 公司历年末资产负债率



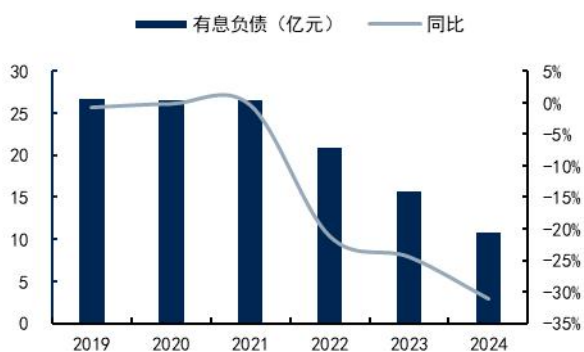
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图69: 公司历年末净资产及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图70: 公司历年末有息负债及同比



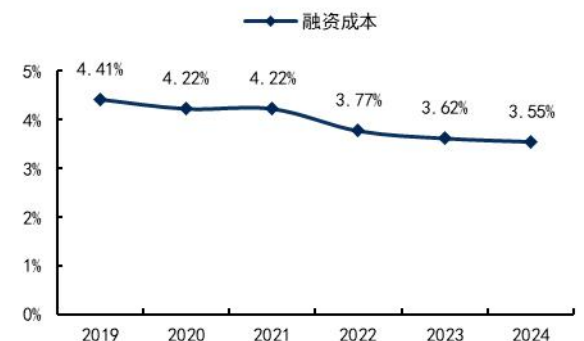
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 公司历年各类型有息负债



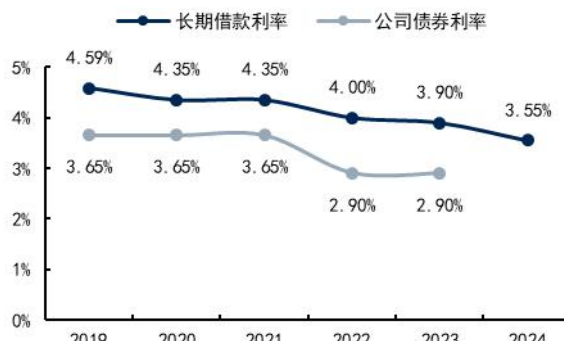
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 公司历年有息负债加权融资成本



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图73: 公司历年各类型有息负债融资成本



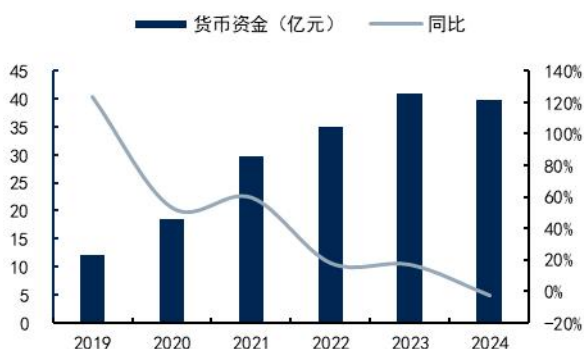
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至 2024 年末，公司货币资金为 39.9 亿元，同比-2.5%，其中受限资金 1.5 亿元，主要为物业管理项目代管资金。此外，公司经营性现金流净额常年为正。

按照公司 2025 年度经营计划，预计维持业务所需的日常营运资金和税金等支出约 22.0 亿元，资产购置、物业改良与装修等日常资本性支出约 1.4 亿元，归还银行借款本金、支付银行借款利息约 0.9 亿元，应付各项目工程改造尾款约 0.3 亿元，合计约 24.6 亿元。

截至 2024 年末，公司剔除受限的货币资金为 38.4 亿元，预计 2025 年经营活动产生的现金流入约为 36.6 亿元，合计约 75.0 亿元，可以满足上述资金需求。

图74：公司历年末货币资金及同比



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图75：公司历年经营性现金流净额



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图76：公司历年投资性现金流净额



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图77：公司历年融资性现金流净额



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

股东回报：ROE 平稳向好，分红政策持续稳定

2024 年，公司加权 ROE 为 13.1%，基本回到疫情前水平，虽小幅波动但整体健康。拆解 ROE 核心指标，2024 年，公司资产周转率为 31%，净利率 32%，权益乘数 1.3。与 2017 年国贸三期 B 阶段建成开业之初相比，公司资产周转率提升 7 个百分点，净利率提升 9 个百分点，权益乘数下降 0.5，公司经营情况平稳改善，财务杠杆持续压降，净资产收益率趋势良好。

图78: 公司历年加权 ROE



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图79: 公司历年资产周转率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 公司历年净利率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图81: 公司历年权益乘数



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

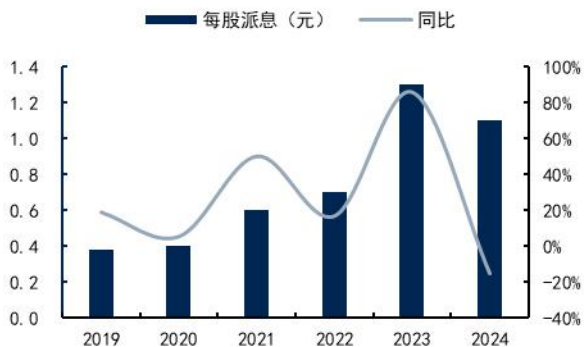
公司重视股东回报。2024 年, 公司每股派发现金红利 1.1 元, 派息率为 88%。而 2023 年, 公司每股派发现金红利 0.8 元, 派息率为 64%, 但又特别派发现金红利 0.5 元, 合计每股派发 1.3 元, 合计派息率 104%。

2023 年, 公司派发特别股息是为了补偿 2019-2021 年度相对谨慎的利润分配方案。2020-2022 年市场经营环境不确定性较高, 为预留较多货币资金应对潜在风险, 公司 2019-2021 年每股派发现金红利分别为 0.38 元、0.40 元、0.60 元, 派息率分别为 39%、49%、59%。在经营环境恢复正常一年后, 为回馈股东, 公司决定将 2019-2021 年派息率均提升至 2022 年的 63% 以上, 因此于 2023 年派发特别股息。

若不考虑特别股息, 公司派息率也从 2019 年的 39% 逐渐提升至 2024 年的 88%, 以公司当年平均股价计算的股息率从 2019 年的 2.45% 逐渐提升至 2024 年的 4.87%。公司利润分配充分考虑对投资者的回报, 兼顾公司的长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展, 可以预见公司的分红政策将长期保持连续性和稳定性。

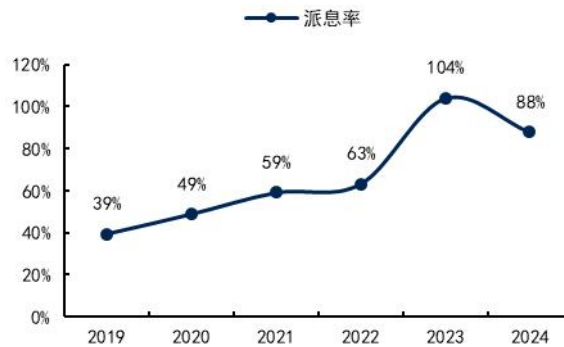
近年来, 中国十年期国债到期收益率明显下行, 已经从 2019 年末的 3.23% 降低了 155bp 至 2024 年末的 1.68%。考虑到公司相对稳定的利润规模和持续性佳的分红政策, 降息背景下公司股息率具备投资吸引力, 属于良好的防御性抗周期标的。

图82: 公司历年每股派息及同比



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图83: 公司历年派息率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图84: 公司历年股息率



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图85: 中国十年期国债历年到期收益率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

未来 3 年盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、公司总营业收入=物业租赁及管理收入+酒店经营收入。我们对各项业务收入分别做出假设，加总得到公司 2025-2027 年总营业收入分别为 39.2/39.5/40.0 亿元：

◆ 物业租赁及管理业务：物业租赁及管理收入=写字楼收入+商城收入+公寓收入+其他租赁管理业务收入。我们分别对各项业务收入做出假设，加总得到公司 2025-2027 年物业租赁及管理收入分别为 33.9/34.2/34.6 亿元：

(1) 写字楼：我们认为，公司凭借多年形成的品牌、区位、资源、管理等优势，能够在北京甲级写字楼市场整体下行时保持收入稳定，预计 2025-2027 年公司写字楼收入分别为 15.1/15.1/15.1 亿元。

(2) 商城：我们认为，公司商城地段核心且拥有众多奢侈品牌门店，在消费市场的不可替代性较强，同时公司商业管理经验丰富，能够保持与国际头部品牌、高净值客户的良好关系，商城收入有望小幅平稳增长，预计公司 2025-2027 年商城收入分别为 12.9/13.0/13.3 亿元。

(3) 公寓：我们认为，公司公寓出租率仍有一定的改善空间，即使租金单价面临市场竞争，也能保持收入水平，且随着二手房交易量修复，住宅租赁市场供给逐渐企稳，竞争不再加剧，也助力公寓收入保持稳定，预计公司 2025-2027 年公寓收入分别为 1.9/1.9/1.9 亿元。

(4) 其他：假设其他租赁管理收入在 2024 年 4.0 亿元的基础上小幅平稳增长，预计公司 2025-2027 年其他业务收入分别为 4.1/4.2/4.3 亿元。

◆ 酒店经营业务：我们认为，随着扩大免签国家范围和提振文旅消费等政策出台，北京文旅消费市场需求趋于旺盛，公司酒店经营收入将稳中有升，预计公司 2025-2027 年酒店经营业务收入分别为 5.3/5.3/5.4 亿元。

2、公司总毛利=物业租赁及管理毛利+酒店经营毛利。我们对各项业务的毛利率分别做出假设，得到公司 2025-2027 年毛利率分别为 58.2%/58.6%/59.1%，毛利润分别为 22.8/23.1/23.6 亿元：

◆ 物业租赁及管理业务：我们认为，随着收入规模增长摊薄成本，公司物业租赁及管理业务的毛利率将持续改善，预计公司 2025-2027 年物业租赁及管理业务毛利率分别为 66.0%/66.5%/67.0%，毛利润分别为 22.4/22.7/23.2 亿元。

◆ 酒店经营业务：同理，我们认为公司酒店经营业务的毛利率也将伴随收入规模增长而持续小幅提升，预计公司 2025-2027 年酒店经营业务毛利率分别为 7.5%/8.0%/8.5%，毛利润分别为 0.4/0.4/0.5 亿元。

3、假设公司 2025-2027 年管理费率与 2024 年持平，均为 3.2%。

4、假设公司 2025-2027 年销售费率与 2024 年持平，均为 2.3%。

5、预计公司 2025-2027 年研发费率与 2024 年持平，均为 0%。

6、预计公司 2025-2027 年所得税税率均为 25.0%。

表2: 公司未来三年各项业务收入预测表

		2024	2025E	2026E	2027E
物业租赁及管理业务	写字楼收入: 亿元	15.1	15.1	15.1	15.1
	YOY	-3%	0%	0%	0%
	商城收入: 亿元	12.9	12.9	13.0	13.3
	YOY	1%	0%	1%	2%
	公寓收入: 亿元	1.9	1.9	1.9	1.9
	YOY	2%	0%	1%	2%
	其他收入: 亿元	4.0	4.1	4.2	4.3
	YOY	10%	2%	2%	2%
	物业租赁及管理收入: 亿元	33.9	33.9	34.2	34.6
	YOY	0%	0%	1%	1%
酒店经营业务	物业租赁及管理毛利润: 亿元	22.4	22.4	22.7	23.2
	毛利率	66.0%	66.0%	66.5%	67.0%
	酒店经营收入: 亿元	5.3	5.3	5.3	5.4
	YOY	-8%	0%	1%	2%
	酒店经营毛利润: 亿元	0.4	0.4	0.4	0.5
	毛利率	7.3%	7.5%	8.0%	8.5%
合计	总收入: 亿元	39.1	39.2	39.5	40.0
	YOY	-1%	0%	1%	1%
	总毛利润: 亿元	22.7	22.8	23.1	23.6
	总毛利率	58.1%	58.2%	58.6%	59.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司未来三年盈利预测, 预期公司 2025-2027 年营业收入分别为 39.2/39.5/40.0 亿元, 归母净利润分别为 12.9/13.2/13.5 亿元, 对应每股收益分别为 1.28/1.31/1.34 元。

表3: 公司未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3912	3920	3948	3997
营业成本	1637	1640	1633	1636
管理费用	127	127	128	129
销售费用	89	89	90	91
研发费用	0	0	0	0
营业利润	1672	1723	1760	1802
归母净利润	1262	1291	1319	1350
每股收益 (元)	1.25	1.28	1.31	1.34
ROE	13%	13%	13%	13%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司以房产中介业务为主业, 未来的营收增速和利润率水平决定公司未来业绩的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 在乐观情况下, 公司营收及毛利率水平均不同程度好于预期, 公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.0/14.2/14.6 亿元, 对应每股收益分别为 1.39/1.41/1.45 元。2) 在悲观情况下, 公司营收及毛利率均不同程度不及预期, 公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.9/12.2/12.5 亿元, 对应每股收益分别为 1.18/1.21/1.24 元。3) 在中性预测条件下, 公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.9/13.2/13.5 亿元, 对应每股收益分别为 1.28/1.31/1.34 元。

表4: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）

乐观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3954	3912	3921	3950	4001
(+/-%)	14.9%	-1.1%	0.2%	0.8%	1.3%
归母净利润(百万元)	1259	1262	1397	1424	1456
(+/-%)	12.8%	0.3%	10.7%	1.9%	2.3%
每股收益(元)	1.25	1.25	1.39	1.41	1.45
中性预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3954	3912	3920	3948	3997
(+/-%)	14.9%	-1.1%	0.2%	0.7%	1.2%
归母净利润(百万元)	1259	1262	1291	1319	1350
(+/-%)	12.8%	0.3%	2.3%	2.1%	2.4%
每股收益(元)	1.25	1.25	1.28	1.31	1.34
悲观预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3954	3912	3920	3946	3993
(+/-%)	14.9%	-1.1%	0.2%	0.7%	1.2%
归母净利润(百万元)	1259	1262	1188	1216	1246
(+/-%)	12.8%	0.3%	-5.9%	2.4%	2.5%
每股收益(元)	1.25	1.25	1.18	1.21	1.24

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：每股价值为 22.9 元，较当前股价有 5%的空间

根据公司商业模式稳定、行业成熟可持续的业务特点，我们采用 FCFF 现金流折算法对公司进行绝对估值，并用相对估值法作为辅助，估算公司的合理价值区间。

绝对估值的盈利预测和资本成本的假设条件见下表。

表5: 公司盈利预测假设条件

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业总收入增长率	-1.1%	0.2%	0.7%	1.2%	1.2%	1.3%
营业成本/营业收入	41.9%	41.8%	41.4%	40.9%	40.5%	40.0%
管理费用/营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用/营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
归母净利率	32.3%	32.9%	33.4%	33.8%	34.2%	34.5%
归母净利润增长率	0.3%	2.3%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表6: 公司资本成本假设条件

无杠杆 Beta	0.94	T	25%
无风险利率	1.65%	Ka	8.23%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价 (人民币)	21.84	Ke	8.47%
发行在外股数 (百万)	1007	E/(D+E)	95%
股票市值 (E, 百万人民币)	21999	D/(D+E)	5%
债务总额 (D, 百万人民币)	1088	WACC	8.20%
Kd	3.55%	永续增长率 (2029 年后)	2.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

FCFF 现金流折算法: 基于审慎原则, 公司 WACC 取 8.20%, 永续增长率取 2.0%, 据此估算公司的绝对估值为 208 亿元, 折合每股价值为 20.7 元, 与当前股价基本相当。

表7: FCFF 现金流折算法计算简表 (单位: 百万元)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
EBIT	1677	1708	1747	1787	1827	
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	
EBIT*(1-所得税税率)	1258	1281	1310	1340	1370	
折旧与摊销	68	75	82	89	96	
营运资金的净变动	302	-34	-25	-1	-1	
资本性投资	-70	-70	-70	-70	-70	
FCFF	1559	1252	1297	1358	1396	22963
PV(FCFF)	1441	1070	1024	991	941	15484
核心企业价值	20951					
减: 净债务	115					
股票价值	20836					
每股价值	20.69					

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析: 当 WACC 和永续增长率同时变化, 1) 假设 WACC 提升至 9.0%, 同时永续增长率降至 1.0%, 则公司绝对估值折合每股价值为 16.6 元, 较当前股价低 24%。2) 假设 WACC 降至 8.0%, 同时永续增长率提升至 2.5%, 则公司绝对估值折合每股价值为 22.9 元, 较当前股价有 5%的空间。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC			
永续增长率		8.00%	8.20%	8.50%	9.00%
	1.00%	18.95	18.42	17.68	16.57
	1.50%	20.07	19.47	18.63	17.39
	2.00%	21.37	20.69	19.73	18.33
	2.50%	22.92	22.12	21.01	19.40

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

相对估值: 每股价值为 26.8 元, 较当前股价有 23%的空间

根据公司所属的房地产经营行业, 我们选取同样深耕一线城市且与公司利润规模相仿的陆家嘴、上海临港、浦东金桥、张江高科作为参考公司进行相对估值。

- ◆ **陆家嘴**：公司主要负责上海陆家嘴金融贸易区、前滩国际商务区、张江科学城、川沙新市镇项目的开发与运营服务。2024 年，公司实现房地产销售收入 71 亿元，占比 48%，毛利率 39%；房地产租赁收入 33 亿元，占比 22%，毛利率 69%。2024 年度派息率 50%。
- ◆ **上海临港**：公司主要从事产业园区综合开发业务，深耕上海漕河泾新兴技术开发区、临港产业区，近年来还在松江、奉贤以及上海自贸区洋山片区合作开发产业园区。2024 年，公司实现房地产销售收入 75 亿元，占比 67%，毛利率 37%；房地产租赁收入 30 亿元，占比 27%，毛利率 64%。2024 年度派息率 46%。
- ◆ **浦东金桥**：公司主要从事上海金桥开发区及碧云国际社区的开发建设、招商引资、产业投资和服务运营，涉及物业类型包括工业、办公、科研、住宅、公寓、商业地产等。2024 年，公司实现房地产经营收入 25 亿元，占比 91%，毛利率 53%；酒店公寓服务收入 2 亿元，占比 7%，毛利率 32%。2024 年度派息率 35%。
- ◆ **张江高科**：公司依托张江高科技园区，主要从事科技产业园区开发运营与产业投资孵化。2024 年，公司实现房地产租赁收入 10 亿元，占比 53%，毛利率 63%；房地产销售收入 9 亿元，占比 47%，毛利率 49%。2024 年度派息率 32%。

表9：房地产经营行业上市公司主要财务指标（股价选取 20250616，货币单位为人民币）

公司代码	公司名称	2024 年总营收（亿元）	2024 年归母净利润（亿元）	市值（亿元）	股价（人民币）	PE（TTM）	PB（MRQ）
600007.SH	中国国贸	35	13	220	21.8	18.0	2.2
600663.SH	陆家嘴	129	15	483	9.6	28.6	1.9
600848.SH	上海临港	101	11	229	9.1	24.8	1.2
600639.SH	浦东金桥	24	10	119	10.6	53.0	0.8
600895.SH	张江高科	17	10	381	24.6	34.5	2.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

参考上述公司 2025 年动态 PE 的平均值 22.3 倍，考虑主营业务差异给公司定价，基于审慎原则，假设公司 2025 年动态 PE 为 20.0 倍，则公司每股价值为 26.8 元，较当前股价有 23%的空间。

表10：可比公司估值比较（股价选取 20250616，货币单位为人民币）

证券简称	股价（元）	EPS（元/股）				PE		
		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
陆家嘴	9.6	0.30	0.35	0.38	0.41	27.7	25.5	23.6
上海临港	9.1	0.43	0.53	0.57	0.61	17.2	15.8	14.9
浦东金桥	10.6	0.89	0.94	0.98	1.20	11.4	10.8	8.9
张江高科	24.6	0.63	0.74	0.82	0.88	33.0	30.0	27.9
		平均				22.3	20.5	18.8
中国国贸	21.8	1.25	1.28	1.31	1.34	17.0	16.7	16.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

投资建议

公司经营北京核心地段商业地产国贸中心，盈利稳定穿越周期。在降息背景下，公司股息率具备吸引力。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价区间为 22.9–26.8 元，较当前股价有 5%–23%的空间。预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 12.9/13.2/13.5 亿元，对应每股收益分别为 1.28/1.31/1.34 元，对应当前股价的 PE 分别为 17.0/16.7/16.3 倍，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值的方法计算出公司的合理估值，其中加权资本成本（WACC）、永续增长率、相对估值的比较等都存在一定的主观判断：

- 1、加权资本成本（WACC）对公司估值影响较大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.65%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 2、永续增长率对公司估值有影响，我们在计算时假设永续增长率为 2.0%，可能存在经济周期性波动过大、商业地产行业整体收缩从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们在进行相对估值时选取了同为房地产经营行业的陆家嘴、上海临港、浦东金桥、张江高科作为可比公司，存在可比性不佳从而导致公司的估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括对营业收入增长率、营业成本、管理费用、销售费用、研发费用等因素的假设。我们根据综合分析，给出了相对合理的假设，但无法排除部分数据估算不准的可能。

- ◆ 我们对公司营业收入增长率的假设，可能存在对宏观经济增速、行业竞争激烈度及企业居民投资消费意愿偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们对公司各项营业成本及费率的假设，可能存在对运营效率的提升偏乐观、进而低估成本支出导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

- ◆ 写字楼经营风险：国贸写字楼租户以金融机构、银行、能源公司、律师事务所等跨国企业和国内外知名公司组成，入驻的世界 500 强企业以外资企业为主，不排除国际关系紧张外企撤离中国、经济环境恶化企业经营困难、竞争对手降租吸引企业入驻等导致写字楼出租率下降或为保出租率降低租金单价的风险。
- ◆ 商城经营风险：（1）国贸商城销售额与国内消费景气度相关性极高，不排除经济增速放缓国内需求不足、个人奢侈品消费持续转移至境外、国际品牌自身经营收缩撤出等导致商城出租率和租金单价下降的风险。（2）国际奢侈品牌话语权较强，不排除租金议价、集中装修、调改周期长等影响商城收益的风险。
- ◆ 公寓经营风险：国贸公寓定位高端，租户以高收入人群为主，不排除经济下行客户收入增长性和持续性面临压力导致公寓出租率和租金单价下降的风险。
- ◆ 酒店经营风险：国贸酒店与商务出行、会展宴请、旅游度假等商务娱乐活动的景气度关联紧密，不排除企业居民削减开支、差旅出行消费减少的风险，也不排除北京酒店供应增加、行业竞争加剧导致公司经营面临更多挑战的风险。
- ◆ 北京商务中心区搬迁风险：虽然考虑到北京的政治中心地位以及历史文化保护建筑密集等地理特殊性，北京 CBD 的选址不易，较难搬迁或被替代，但不排除未来北京市规划调整导致公司地理位置优势丧失的风险。

- ◆ 品牌声誉风险：公司未必能继续成功维持、保护及提升品牌美誉度，关于公司管理、业务、合作伙伴或消费者满意度的负面报道均可能对公司经营造成影响。
- ◆ 建筑安全风险：公司目前有多栋高层建筑，火灾危险性较高；国贸中心为北京的地标性建筑，人员相对密集，公司在治安、反恐等多方面面临更大压力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4089	3986	4445	4577	4729	营业收入	3954	3912	3920	3948	3997
应收款项	258	222	223	224	227	营业成本	1660	1637	1640	1633	1636
存货净额	32	31	38	38	38	营业税金及附加	384	385	386	389	393
其他流动资产	45	39	39	39	39	销售费用	87	89	89	90	91
流动资产合计	4424	4278	4744	4878	5034	管理费用	120	127	127	128	129
固定资产	1474	1387	1398	1402	1399	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	448	433	423	414	405	财务费用	42	11	(46)	(52)	(54)
投资性房地产	6505	6199	6199	6199	6199	投资收益	4	3	0	0	0
长期股权投资	29	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	12881	12324	12792	12921	13064	其他收入	9	7	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	498	3	3	3	3	营业利润	1673	1672	1723	1760	1802
应付款项	97	111	135	131	129	营业外净收支	8	13	0	0	0
其他流动负债	1460	1431	1718	1688	1669	利润总额	1680	1685	1723	1760	1802
流动负债合计	2054	1546	1856	1823	1801	所得税费用	420	422	431	440	450
长期借款及应付债券	1085	1085	1085	1085	1085	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	38	36	36	36	36	归属于母公司净利润	1259	1262	1291	1319	1350
长期负债合计	1123	1121	1121	1121	1121	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3177	2666	2976	2944	2922	净利润	1259	1262	1291	1319	1350
少数股东权益	4	5	5	5	5	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9700	9653	9811	9972	10137	折旧摊销	464	452	68	75	82
负债和股东权益总计	12881	12324	12792	12921	13064	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	42	11	(46)	(52)	(54)
每股收益	1.25	1.25	1.28	1.31	1.34	营运资本变动	447	334	302	(34)	(25)
每股红利	1.30	1.10	1.13	1.15	1.18	其它	(252)	(252)	0	0	0
每股净资产	9.63	9.58	9.74	9.90	10.06	经营活动现金流	1919	1796	1662	1360	1407
ROIC	11%	11%	13%	13%	14%	资本开支	0	(350)	(70)	(70)	(70)
ROE	13%	13%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	58%	58%	58%	59%	59%	投资活动现金流	(65)	(64)	(70)	(70)	(70)
EBIT Margin	43%	43%	43%	43%	44%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	55%	54%	45%	45%	46%	负债净变化	(550)	0	0	0	0
收入增长	15%	-1%	0%	1%	1%	支付股利、利息	(1309)	(1108)	(1133)	(1158)	(1185)
净利润增长率	13%	0%	2%	2%	2%	其它融资现金流	2146	413	0	0	0
资产负债率	25%	22%	23%	23%	22%	融资活动现金流	(1574)	(1803)	(1133)	(1158)	(1185)
股息率	6.0%	5.0%	5.2%	5.3%	5.4%	现金净变动	594	(103)	459	132	152
P/E	17.5	17.4	17.0	16.7	16.3	货币资金的期初余额	3495	4089	3986	4445	4577
P/B	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	货币资金的期末余额	4089	3986	4445	4577	4729
EV/EBITDA	11.6	11.6	14.3	14.0	13.6	企业自由现金流	0	1692	1559	1252	1297
						权益自由现金流	0	2105	1593	1291	1338

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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