

北京核心 CBD 优质资产运营，助力利润穿越周期

2025 年 08 月 15 日

➤ **资产坐标具备独特优势，股东架构稳定。**中国国际贸易中心处于北京市东二环与三环之间，是首都地标性建筑群，也是目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的综合商务设施之一，由写字楼、商城、酒店、公寓等国际化商务设施组成。公司控股股东为中国国际贸易中心有限公司，截至 2025 年一季度，持股比例为 80.65%，中国国际贸易中心有限公司股东分别为中国世茂投资有限公司（持股比例 50%）和香港嘉里兴业有限公司（持股比例 50%）。

➤ **核心商管业务营收稳定，北京市场具备领先优势。**1) 写字楼：公司拥有四座甲级写字楼，截至 2025 年一季度，公司写字楼综合租金为 627 元/㎡/月，2021 年到 2024 年逐渐上升，而北京写字楼 2024 年同比 2023 年降幅达 23.7%；截至 2025 年一季度末，公司写字楼出租率为 92.7%，较北京写字楼截至 2024 年 12 月整体出租率 87.4% 高 5.7 个百分点，2024 年公司写字楼营业收入达 15.11 亿元，同比下降-3.16%，占总营收比重为 38.63%；2) 商城：国贸商城于 1990 年开业，是国贸中心的重要组成部分，2024 年国贸商城客流量为 2590 万人次，位居全国第 17，是北京商城客流量 TOP1，2024 年国贸商城销售额为 191 亿元，位列全国第五，在北京位列第二，仅次于北京 SKP，截至 2024 年末，国贸商城业务实现营收 12.86 亿元，是近五年来最高水平；3) 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 万平方米，截至 2024 年末，国贸公寓实现营收 1.87 亿元，是近五年来最高水平，同比 2024 年提升 2.02%；4) 酒店：公司经营两家酒店，分别为北京国贸大酒店和新国贸饭店，截至 2024 年末，公司酒店运营营收达 5.26 亿元，同比下降-7.59%，主要是受到宏观经济和国际地缘政治不确定性的影响，商务活动的需求仍然受限。

➤ **归母净利逐年增长，负债成本逐步下降：**截至 2024 年末公司实现营收 39.12 亿元，同比微降 1.05%，实现归母净利润 12.62 亿元，同比提升 0.25%。截至 2024 年末，公司有息债务规模为 10.85 亿元，较 2023 年的 15.75 亿元下降 31.11%，且全部为银行借款，无公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具。公司回馈股东，截至 2024 年末公司股利支付率为 87.77%，股息率为 6.54%，剔除 2023 年派发特别股息补偿 2019-2021 年相对谨慎的利润分配方案外，股利支付率和股息率均在逐年提升。

➤ **投资建议：**公司作持有北京核心板块商场、写字楼、公寓及酒店等优质资产，近年来各类资产营收及利润贡献相对稳定。在降息的背景下，公司 2022-2024 年股息率仍能达到 4.42%、4.13% 和 6.53%。我们预计公司 2025-2027 年营业收入达 39.36/40.07/40.90 亿元，归母净利润达 12.80/13.31/13.88 亿元，对应 PE 倍数为 16/15/15 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**持有类资产消费需求不足风险，公司分红不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,912	3,936	4,007	4,090
增长率 (%)	-1.1	0.6	1.8	2.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,262	1,280	1,331	1,388
增长率 (%)	0.3	1.4	4.0	4.3
每股收益 (元)	1.25	1.27	1.32	1.38
PE	16	16	15	15
PB	2.1	2.1	2.1	2.0

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 14 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

20.45 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 陈立

执业证书：S0100524080001

邮箱：chenli_yj@mszq.com

目录

1 资产坐标具备独特优势，股东架构稳定	3
1.1 资产所处位置核心，公司运营历史悠久	3
1.2 大股东持股比例集中，股权架构稳定	4
1.3 核心管理层稳定，均于控股股东担任要职	4
2 核心商管业务营收稳定，北京市场具备领先优势	5
2.1 核心写字楼受区位加成，租金及出租率优于北京其他	5
2.2 受益于高单价及高出租率，公司商城营收同比提升	6
2.3 公寓租金维持稳定，2024 年出租率同比提升	8
2.4 酒店业务经营总体稳定	9
3 归母净利逐年增长，负债成本逐步下降	11
3.1 营收稳中有升，归母净利逐年增长	11
3.2 高毛利率业务营收占比逐年提升，财务费用大幅收缩助力公司净利率提升	11
3.3 年化 ROE 整体健康，股东分红力度维持稳定	12
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测假设与业务拆分	14
4.2 估值分析	17
4.3 投资建议	17
5 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 资产坐标具备独特优势，股东架构稳定

1.1 资产所处位置核心，公司运营历史悠久

中国国际贸易中心（以下简称“国贸中心”）处于北京市东二环与三环之间，是中国（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，占地面积 17 公顷，总建筑面积 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。

国贸中心交通条件便利，具备购物、办公天然地理优势。项目处于南北走向的 10 号地铁线及东西走向的 1 号地铁线交汇处，途径东单站、王府井站、天安门站、西单站、金台夕照站、丰台站等多个热门站口，可汇集朝阳区、东城区乃至丰台区、西城区的客群；项目与北京站、北京东站及首都机场等交通枢纽直线距离均较短，适合商务差旅频繁的公司设立办公场所。

图1：中国国贸地理位置及总平面图



资料来源：公司官网，百度地图，民生证券研究院

1984 年 11 月 17 日，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（1994 年公司名称变更为“中国国际贸易中心有限公司”，以下简称“国贸中心有限公司”）经国务院批准正式成立。

1990 年 8 月 30 日，总投资额为 5.2 亿美元、建筑规模 42 万平方米的国贸一期全面开业。

1999 年，国贸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在上海证券交易所挂牌上市（股票简称“中国国贸”，股票代码为 600007），标志着国贸中心进入实业经营与资本运营相结合的新阶段。同年，为满足市场需求，国贸二期建成投入运营，国贸中心总建筑规模达到 56 万平方米，服务设施和管理水平得到进一步提升。

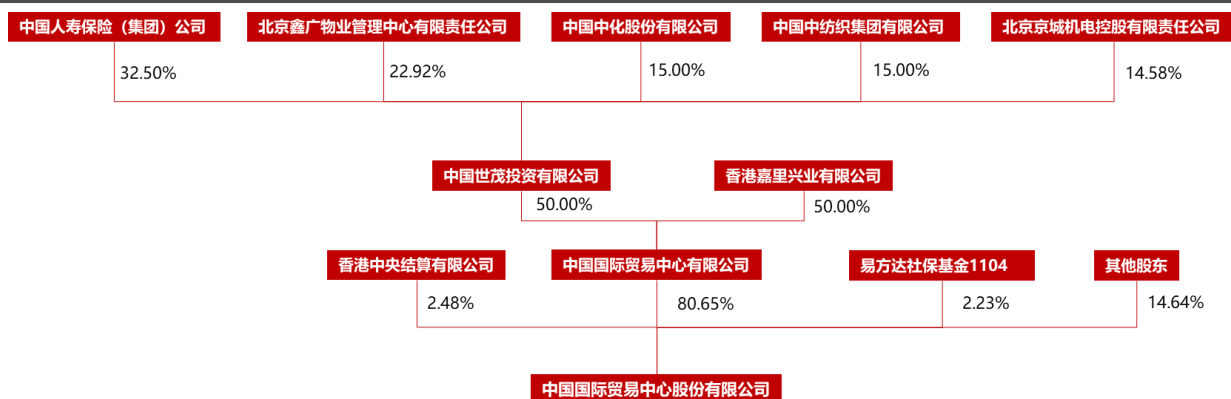
随着国贸三期 A 阶段于 2010 年 8 月、国贸三期 B 阶段于 2017 年 4 月全面建成并投入运营，国贸中心步入新的发展阶段。高度为 330 米的国贸大厦 A 座包含国际水准写字楼和五星级国贸大酒店，高度为 296 米的国贸大厦 B 座包含写字楼和新国贸饭店，增加了更多餐饮、购物体验和文化休闲娱乐业态。

在 2024 年度《赢商 tech 中国商圈商业力 TOP100 指数榜单》上，北京 CBD 商圈位列首位，其次是陆家嘴张杨路商圈、天河路-珠江新城商区，而国贸中心位于北京 CBD 的核心位置，为北京 CBD 商圈的活跃度、影响力、客流量贡献了力量。

1.2 大股东持股比例集中，股权架构稳定

公司控股股东为中国国际贸易中心有限公司，截至 2025 年一季度，持股比例为 80.65%，中国国际贸易中心有限公司股东分别为中国世茂投资有限公司（持股比例 50%）和香港嘉里兴业有限公司（持股比例 50%），中国世茂投资有限公司股东分别为中国人寿保险（集团）公司（持股 32.50%）、北京鑫广物业管理中心有限责任公司（持股 22.92%）、中国中化股份有限公司（持股 15%）、中国中纺织集团有限公司（持股 15%）和北京京城机电控股有限责任公司（14.58%），均为国资控股公司。

图2：中国国贸地理位置及总平面图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 核心管理层稳定，均于控股股东担任要职

黄国祥先生于 2024 年 7 月就任控股股东中国国际贸易中心有限公司第十届董事会执行董事、常务董事、饭店政策执行委员会委员，中国国际贸易中心股份有限公司第九届董事会董事长、执行董事、董事会薪酬委员会委员、饭店政策执行委

员会委员。曾担任中国-新加坡广州知识城投资开发有限公司总裁及泰国乌塔保机场新城和新机场财团董事兼咨询。黄先生曾任香格里拉（亚洲）有限公司中国区投资与资产管理主管。

吴相仁先生 2021 年 4 月就任中方股东中国世贸投资有限公司董事总经理，控股股东中国国际贸易中心有限公司第十届董事会执行董事、常务董事、饭店政策执行委员会委员，中国国际贸易中心股份有限公司第九届董事会副董事长、执行董事、董事会薪酬委员会委员、饭店政策执行委员会委员。历任国务院办公厅秘书二局副局长、处长、副局长、正局级干部。2016 年 4 月，任商务部综合司司长。2017 年 12 月至 2020 年 5 月，任商务部办公厅主任兼国际贸易谈判代表秘书局局长、部新闻办公室主任、新闻发言人。长期参与国家对外经济贸易及港澳经济政策的研究制定和执行工作。

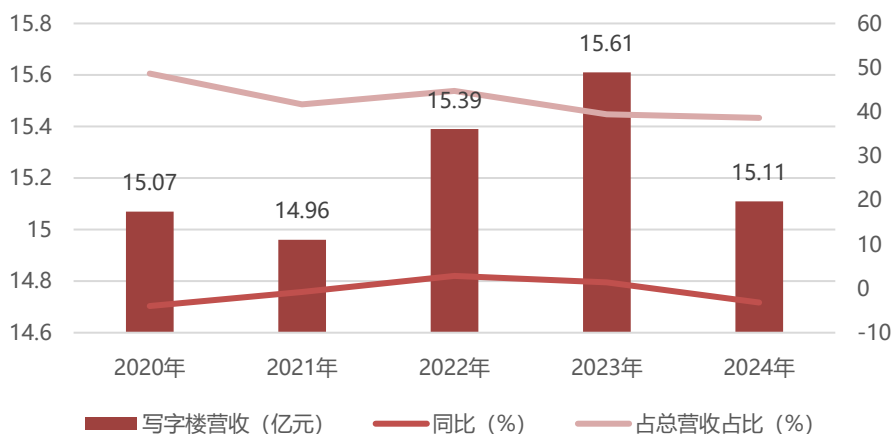
盛秋平、郭惠光两位执行董事分别担任中方及外资方股东董事长，盛秋平还担任商务部党组成员、副部长。其余四名董事均在控股股东担任重要职位。

2 核心商管业务营收稳定，北京市场具备领先优势

2.1 核心写字楼受区位加成，租金及出租率优于北京其他

公司拥有四座甲级写字楼，分别为 330 米高的国贸大厦 A 座、296 米高的国贸大厦 B 座以及国贸写字楼 1 座和国贸写字楼 2 座，截至 2024 年末，写字楼可出租面积合计 20.08 万方。写字楼拥有优质的全球 500 强企业、金融机构、能源公司和律师事务等领域客户，2024 年 12 月在北京 CBD 促进经济高质量发展暨楼宇经济大会上荣获楼宇品质等级认证“七星顶级楼宇”以及“2024 年 CBD 楼宇经济突出贡献奖”两项大奖。2024 年公司写字楼营业收入达 15.11 亿元，同比下降-3.16%，占总营收比重为 38.63%，相较于 2023 年下降 0.84 个百分点，达近五年来的最低水平。

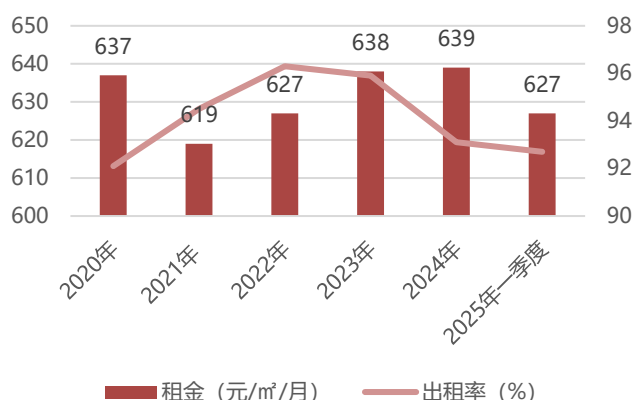
图3：公司写字楼业务营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

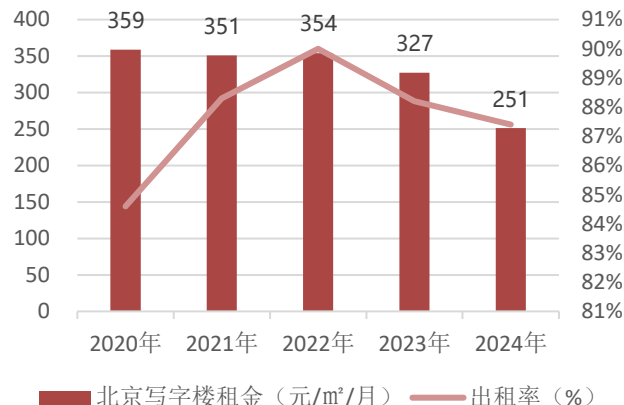
国贸写字楼租金优于北京平均，出租率水平维持高位。截至 2025 年一季度，公司写字楼综合租金为 627 元/㎡/月，2021 年到 2024 年逐渐上升，而北京写字楼截至 2024 年 12 月整体租金为 251.10 元/㎡/月，同比 2023 年 12 月降幅达 23.7%；截至 2025 年一季度末，公司写字楼出租率为 92.7%，较北京写字楼截至 2024 年 12 月整体出租率 87.4%高 5.7 个百分点。

图4：中国国贸写字楼租金（左轴）及出租率（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：北京写字楼租金（左轴）及出租率（右轴）变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

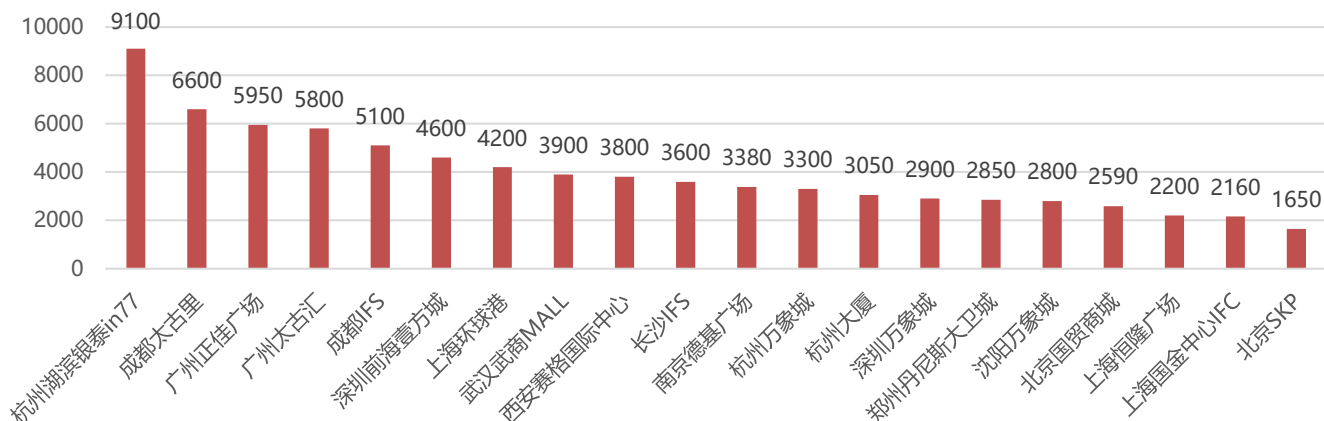
北京写字楼市场全年新增供应较少，而增量需求持续疲弱，企业以“降本增效”为目标的搬迁和整合办公面积的需求成为主流。面对存量博弈的局面，“以价换量”依旧是业主采取的主流策略，导致市场平均租金水平不断下降，总体空置率仍然处于高位，高租金的超甲级写字楼面临更大的竞争压力。为了应对市场变化，公司提前启动核心客户续租谈判，分散集中到期风险。关注核心客户，稳定续租大盘。建立分级机制，降低违约风险。推出“装配式拎包入住”等创新产品。抓住市场机遇吸引高附加值租户，优化租户结构。

2.2 受益于高单价及高出租率，公司商城营收同比提升

国贸商城于 1990 年开业，是国贸中心的重要组成部分，截至 2024 年末，国贸商城可出租面积达 8.01 万方。商城引入了众多重奢侈品牌，包括爱马仕北京最大旗舰店、香奈儿全品类殿堂、梵克雅宝典藏艺境、卡地亚艺术空间、路易威登全品类体验以及迪奥旗舰风范等，搭配消费场景搭建，如商场六层露台的“景观+餐饮+文化”的理念、拥有 20 年历史的北京老牌溜冰场运营，使其成为全国商场的标杆项目。

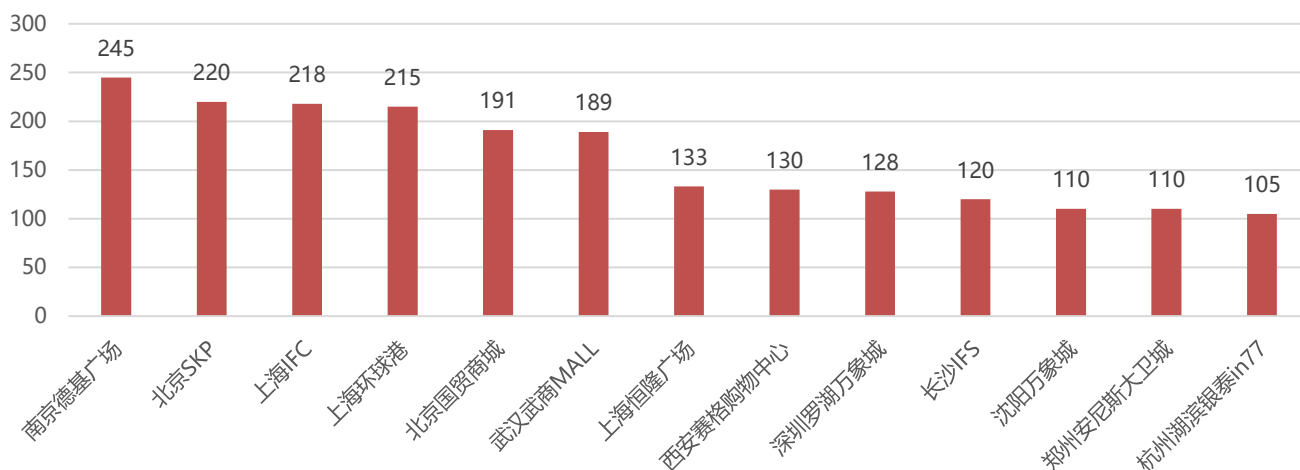
根据摩报数据统计，2024 年国贸商城客流量为 2590 万人次，位居全国第 17，是北京商城客流量 TOP1；根据联商网统计，2024 年国贸商城销售额为 191 亿元，位列全国第五，在北京位列第二，仅次于北京 SKP。

图6：2024 年中国商场客流量（万人次）排行榜



资料来源：摩报数据，民生证券研究院

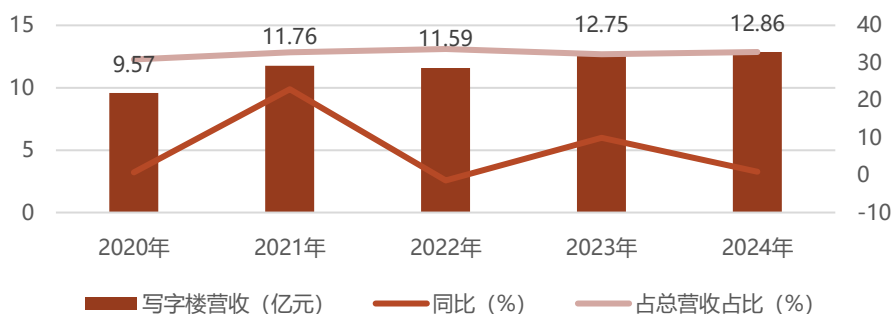
图7：2024 年中国商场销售额（亿元）排行榜



资料来源：联商网，民生证券研究院

截至 2024 年末，国贸商城业务实现营收 12.86 亿元，是近五年来最高水平，同比 2024 年提升 0.87%，占总营收 32.88%。

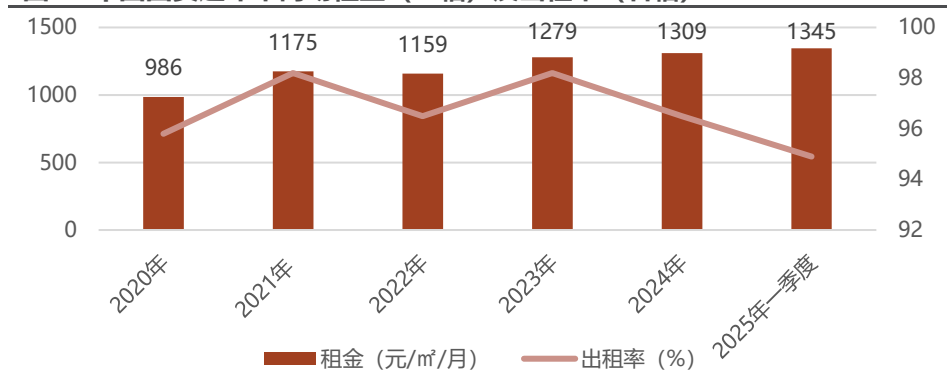
图8：国贸商城营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

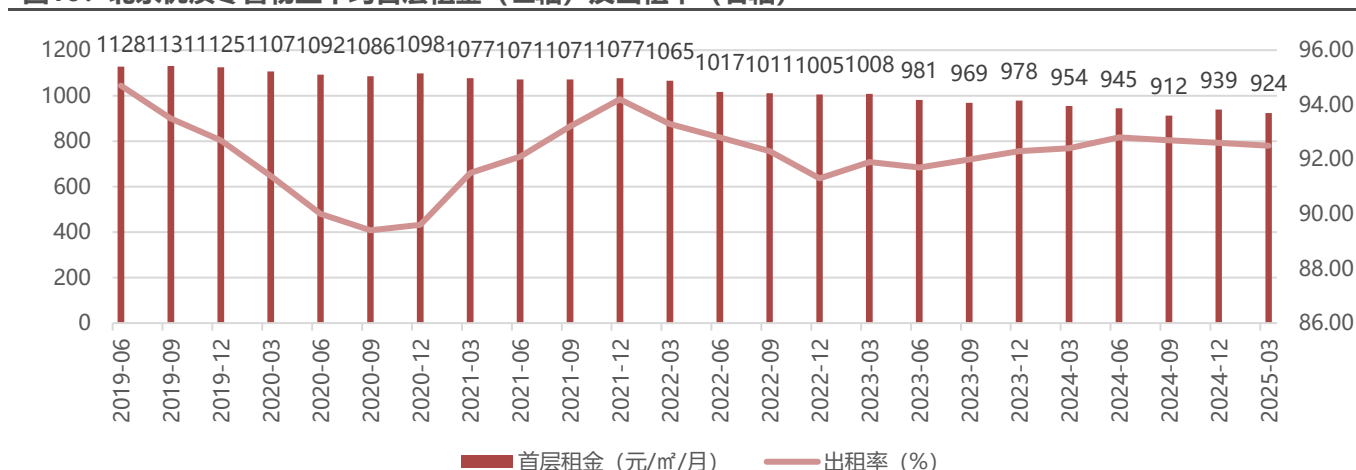
截至 2025 年一季度，国贸商城租金为 1345 元/㎡/月，较 2020 年末增长 36.41%，而这五年北京优质零售物业首层租金从 1125 元/㎡/月下降到 912 元/㎡/月，近五年出租率维持在 95%左右，均高于北京优质零售业平均水平。

图9：中国国贸近年来商场租金（左轴）及出租率（右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：北京优质零售物业平均首层租金（左轴）及出租率（右轴）



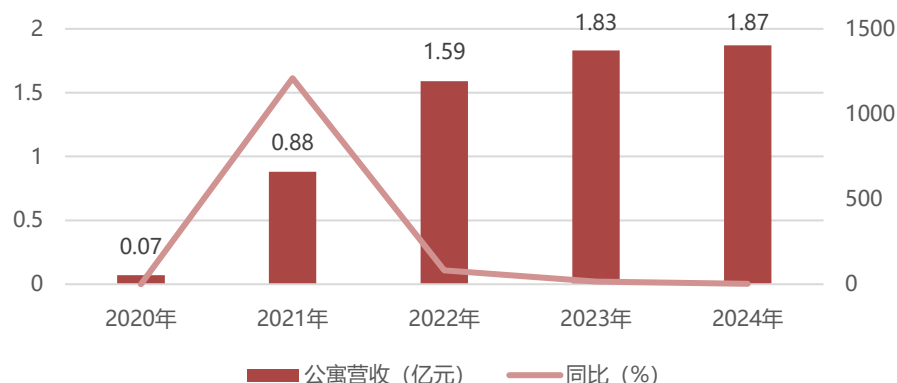
资料来源：联商网，民生证券研究院

2.3 公寓租金维持稳定，2024 年出租率同比提升

国贸公寓由南、北两座各 30 层公寓楼组成，建筑面积约 8 万平方米。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。国贸公寓现提供 412 套客房，涵盖开敞单间至豪华四居室等多种房型。每套客房均配备独立客厅、用餐区及开放式厨房，并集成新风系统、净水系统、空气净化系统及高速无线网络。

公寓营收贡献稳定，租金出租率维持较高水平。截至 2024 年末，国贸公寓实现营收 1.87 亿元，是近五年来最高水平，同比 2024 年提升 2.02%，占总营收 4.78%。

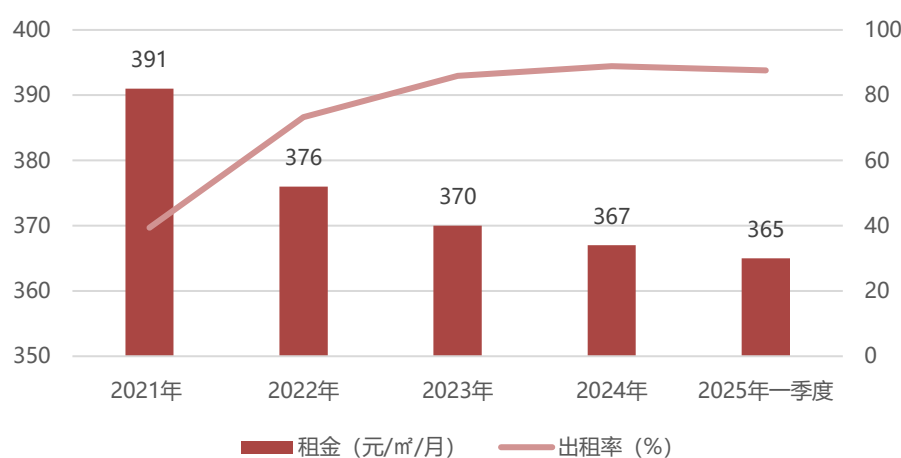
图11: 国贸公寓营收(左轴)及同比(右轴)变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

截至 2025 年一季度, 国贸公寓租金为 365 元/㎡/月, 较 2024 年末下降 2 元/㎡/月, 而截至 2025 年上半年全国高端公寓平均租金达为 8.59 元/㎡/天, 同比下降了 6.9%, 国贸公寓租金同比降幅远小于全国高端公寓; 2024 年国贸公寓的出租率为 87.6%, 较 2024 年末的下降 1.3 个百分点, 而 2025 年上半年全国高端公寓平均出租率为 83.3%, 国贸公寓出租率仍处于全国高位。

图12: 国贸公寓业务租金(左轴)及出租率(右轴)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4 酒店业务经营总体稳定

公司经营两家酒店, 分别为北京国贸大酒店和新国贸饭店。北京国贸大酒店坐落于国贸大厦, 连通国贸商城及写字楼, 酒店拥有 278 间客房与套房, 面积均超 55 平方米; 新国贸饭店坐落于国贸大厦 B 座, 于 2017 年 5 月开业, 拥有 450 间客房及套房, 并配备全日制餐厅、精酿鲜啤吧、多功能厅及 3,500 平方米的健身中心等。

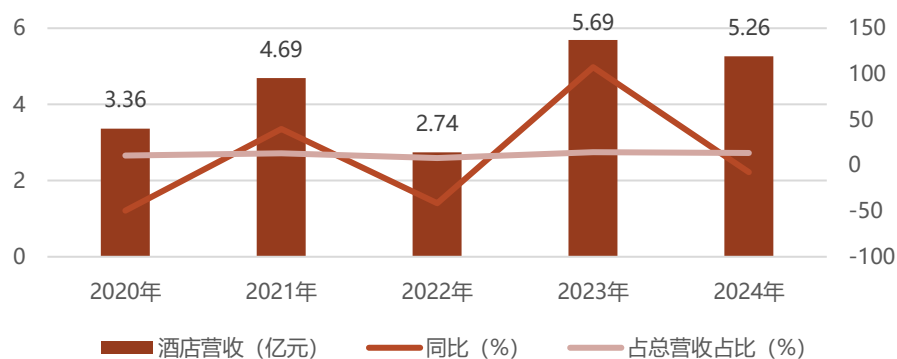
图13：北京国贸大酒店（左）及新国贸饭店（右）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

截至 2024 年末，公司酒店运营营收达 5.26 亿元，同比下降-7.59%，占公司总营收 13.44%。受到宏观经济和国际地缘政治不确定性的影响，商务活动的需求仍然受限，随着消费方式的改变，传统的酒店餐饮收入将受到更大冲击。而注重消费体验、有特色、能够提供个性化产品和服务的高品质酒店将更多受到市场的青睐。预计 2025 年，北京酒店市场总体保持平稳，但会面临更激烈的市场竞争和行业分化。

图14：酒店营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）



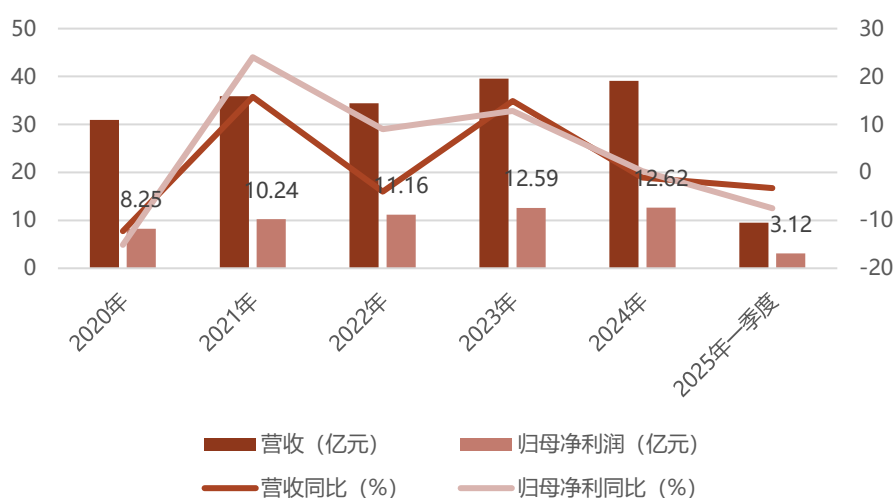
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 归母净利逐年增长，负债成本逐步下降

3.1 营收稳中有升，归母净利逐年增长

截至 2024 年公司实现营收 39.12 亿元，同比微降 1.05%，实现归母净利润 12.62 亿元，同比提升 0.25%；截至 2025 年一季度，公司实现营收 9.50 亿元，同比降低 3.29%，实现归母净利润 3.12 亿元，同比降低 7.45%，预计随着下半年租金加快收缴，公司营收利润或将降幅逐渐收窄。

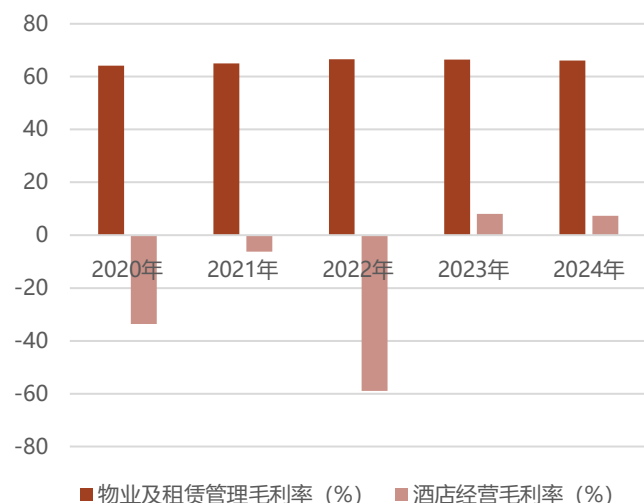
图15：酒店营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）



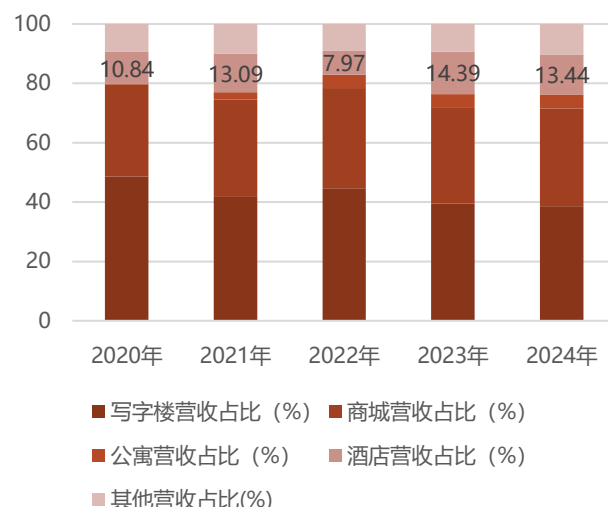
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 高毛利率业务营收占比逐年提升，财务费用大幅收缩助力公司净利率提升

截至 2024 年末，公司物业租赁及管理业务毛利率为 66.04%，较 2023 年下降 0.37 个百分点；酒店经营业务毛利率为 7.27%，较 2023 年下降 0.82 个百分点，较物业租赁及管理业务降幅更大。截至 2024 年末，公司酒店营收占比为 13.44%，较 2023 年的 14.39%下降 0.95 个百分点。

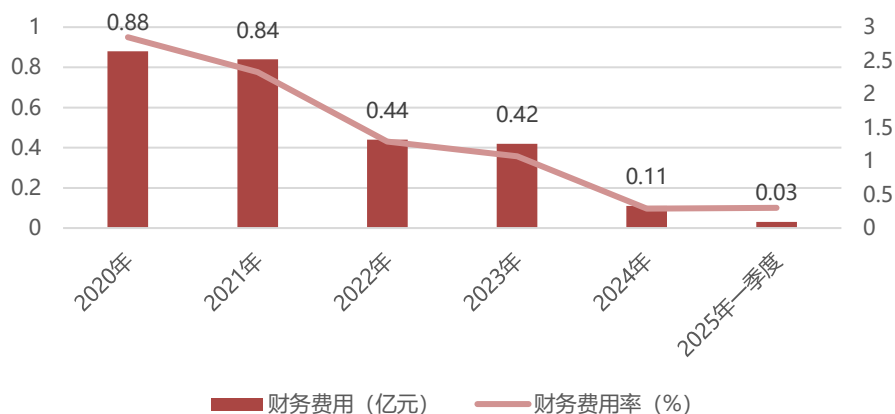
图16：公司物业及租赁管理和酒店经营业务毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：公司各业态营收占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

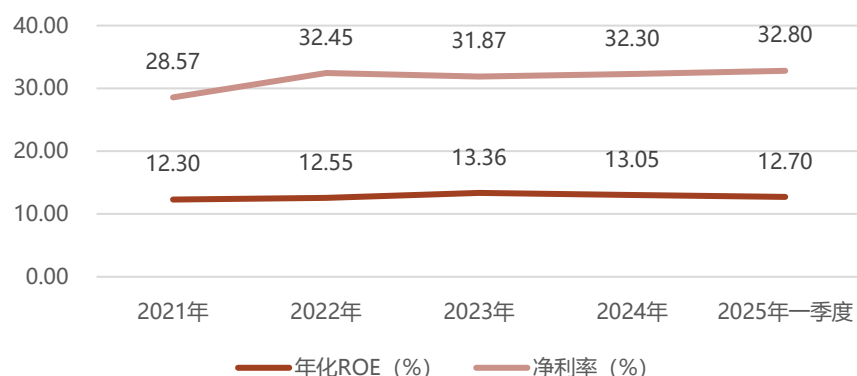
截至 2024 年末，公司财务费用为 1120.51 万元，较 2023 年的 4222.56 万元下降 73.46%，主要是银行存款利息收入增加，以及因长期借款本金减少，相应利息费用降低；截至 2024 年末，公司有息债务规模为 10.85 亿元，较 2023 年的 15.75 亿元下降 31.11%，且全部为银行借款，无公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具。

图18：公司财务费用（左轴）及费用率（右轴）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

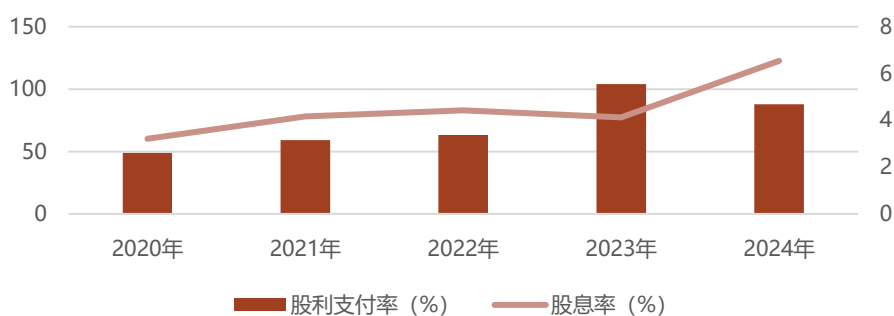
3.3 年化 ROE 整体健康，股东分红力度维持稳定

截至 2024 年末，公司年化 ROE 为 13.05%，虽然较 2023 年有所下降，但仍维持在历史较高位置；公司截至 2025 年一季度末，净利率水平为 32.8%，较 2024 年末的 32.5%提升 0.3 个百分点，是近五年来的最高水平。

图19：公司 ROE 及净利率水平


资料来源：公司公告，iFind，民生证券研究院

公司回馈股东,截至 2024 年末公司股利支付率为 87.77%,股息率为 6.54%,剔除 2023 年派发特别股息补偿 2019-2021 年相对谨慎的利润分配方案外,股利支付率和股息率均在逐年提升。

图20：公司股利支付率（左轴）及股息率（右轴）


资料来源：公司公告，iFind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司经营的主要指标做出以下假设，并给予盈利预测

公司营业收入：

1) 公寓营业收入（12*期末可出租面积*租金*平均出租率*调整系数）

期末可出租面积：2022-2024 年公寓期末可出租面积为 4.67 万方/4.67 万方/4.66 万方，公司未发布公告披露未来有新增公寓面积计划，预计 2025-2027 年与 2024 年保持一致，均为 4.66 万方。

租金：2022-2024 年公寓租金分别为 376 元/㎡/月、370 元/㎡/月和 367 元/㎡/月逐年下降，截至 2025 年一季度，国贸公寓租金为 365 元/㎡/月，因此预计 2025-2027 年租金分别末 365 元/㎡/月、363 元/㎡/月和 361 元/㎡/月。

平均出租率：2022-2024 年公寓平均出租率水平逐年递增，分别为 73.30%、85.90%和 88.90%，国贸公寓位于北京核心商圈，出租率有望持续提升，预计 2025-2027 年出租率分别为 90.00%、92.00%和 95.00%。

调整系数：由于 2022-2024 年营业收入与租金收入不完全相等，因此我们定义营收/租金收入为调整系数，根据 2022-2024 年 2022-2024 年公寓营收调整系数为 102.75%/102.90%/102.48%，整体波动不大，因此取 2025-2027 为 2022-2024 年平均，即 102.71%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营收为 1.89 亿元/1.92 亿元/1.97 亿元，同比增幅分别为 0.91%/1.66%/2.69%。

2) 商城营业收入（12*期末可出租面积*租金*平均出租率*调整系数）

期末可出租面积：2022-2024 年商城期末可出租面积为 7.90 万方/7.90 万方/8.01 万方，公司未发布公告披露未来有新增商城面积计划，预计 2025-2027 年与 2024 年保持一致，均为 8.01 万方。

租金：2022-2024 年商城租金分别为 1159 元/㎡/月、1279 元/㎡/月和 1309 元/㎡/月，商场持续引入重奢品牌，打造多种消费场景，截至 2025 年一季度，租金提升至 1345 元/㎡/月，预计 2025 年全年维持一季度水平，2026-2027 年租金同比涨幅与 2025 年保持一致。

平均出租率：2022-2024 年商城平均出租率分别是 98.80%/98.20%/96.50%，2024 年出租率下降幅度拉大，随着促消费政策的不断提出，补贴力度的加大，2025 年出租率降幅有望收窄，预计 2025-2027 年出租率均为 95%。

调整系数：由于 2022-2024 年营业收入与租金收入不完全相等，因此我们定义营收/租金收入为调整系数，2022-2024 年商城营收调整系数分别为

106.80%/107.07%/105.88%，取 2025-2027 年为 2022-2024 年平均，即 106.58%。

综上，我们预计 2025-2027 商城营收分别为 13.10 亿元/13.46 亿元/13.83 亿元，同比增幅分别是 1.83%/2.75%/2.75%。

3) 写字楼营业收入 (12*期末可出租面积*租金*平均出租率*调整系数)

期末可出租面积：2022-2024 年写字楼期末可出租面积为 20.63 万方/20.61 万方/20.61 万方，公司未发布公告披露未来有新增写字楼面积计划，预计 2025-2027 年与 2024 年保持一致，均为 20.61 万方。

租金：2022-2024 年写字楼租金分别为 627 元/㎡/月、638 元/㎡/月和 639 元/㎡/月。2025 年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的持续影响，预计北京写字楼市场的增量需求依旧不足，存量博弈更趋激烈，截至 2025 年一季度，写字楼租金为 627 元/㎡/月，预计 2025-2027 年租金分别为 627 元/㎡/月、626 元/㎡/月和 625 元/㎡/月。

平均出租率：2022-2024 年写字楼平均出租率分别是 96.30%/95.90%/93.10%，截至 2025 年一季度，公司写字楼出租率为 92.7%，由于国贸写字楼位置优越，预计未来三年仍能保持较高出租率，预计 2025-2027 年出租率维持在 93.10%。

调整系数：由于 2022-2024 年营业收入与租金收入不完全相等，因此我们定义营收/租金收入为调整系数，2022-2024 年写字楼营收调整系数分别为 102.93%/103.14%/102.72%，取 2025-2027 年为 2022-2024 年平均，即 102.93%。

综上，我们预计 2025-2027 写字楼营收分别为 14.86 亿元/14.83 亿元/14.81 亿元，同比增幅分别是-1.68%/-0.16%/-0.16%。

4) 酒店营业收入

2022-2024 年酒店营业收入分别为 2.74 亿元、5.69 亿元和 5.26 亿元，除 2022 年公共卫生安全事件影响外，均保持 5 亿以上营收，但受到宏观经济和国际地缘政治不确定性的影响，商务活动的需求仍然受限，随着消费方式的改变，传统的酒店餐饮收入将受到更大冲击。保守估计公司酒店 25-27 年营收降幅逐渐收窄，分别是-3%/-2%/-1%，对应营收分别为 5.10 亿元、5.00 亿元和 4.95 亿元。

5) 其他主营业务收入

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，除 2022 年公共卫生安全事件影响外，2023-2024 年其他主营业务营收逐年提升，2022-2024 年其他主营业务收入分别为 3.11 亿元/3.66 亿元/4.02 亿元，预计 2025-2027 年同比涨幅 10%，对应营收分别为 4.42 亿元/4.86 亿元/5.35 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 39.36 亿元/40.07 亿元/40.90 亿元，对应同比增幅为 0.62%、1.80%和 2.08%。

公司毛利率：

公司 2022-2024 年毛利率分别为 56.53%、58.01%和 58.14%，预计 2025-2027 年毛利率为 56.61%、59.51%和 60.48%。主要假设：2024 年公司营业成本同比下降 1.36%，主要系折旧摊销、员工成本、维修保养、能源费及其他成本下降所致，公司未来或持续将本增效，因此预计 2023-2027 年公司成本将进一步下降，降幅分别为 0.49%/0.43%/0.36%；基于营业成本的下降，公司的毛利率或将实现提升。

表1：公司营业收入拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (亿元)	34.42	39.54	39.12	39.36	40.07	40.90
YOY (%)	-4.01	14.86	-1.05	0.62	1.80	2.08
毛利率 (%)	56.53	58.01	58.14	58.61	59.51	60.48
公寓营收 (亿元)	1.59	1.83	1.87	1.89	1.92	1.97
YOY (%)	80.91	15.48	2.02	0.91	1.66	2.69
期末可出租面积 (㎡)	46734	46734	46635	46635	46635	46635
租金 (元/㎡/月)	376	370	367	365	363	361
平均出租率 (%)	73.30	85.90	88.90	90.00	92.00	95.00
调整系数 (%)	102.75	102.90	102.48	102.71	102.71	102.71
商城营收 (亿元)	11.59	12.75	12.86	13.10	13.46	13.83
YOY (%)	-1.43	9.97	0.87	1.83	2.75	2.75
期末可出租面积 (㎡)	79008	79021	80144	80144	80144	80144
租金 (元/㎡/月)	1159	1279	1309	1345	1382	1420
平均出租率 (%)	98.80	98.20	96.50	95.00	95.00	95.00
调整系数 (%)	106.80	107.07	105.88	106.58	106.58	106.58
写字楼营收 (亿元)	15.39	15.61	15.11	14.86	14.83	14.81
YOY (%)	2.86	1.42	-3.16	-1.68	-0.16	-0.16
期末可出租面积 (㎡)	206327	206087	206084	206084	206084	206084
租金 (元/㎡/月)	627	638	639	627	626	625
平均出租率 (%)	96.30	95.90	93.10	93.10	93.10	93.10
调整系数 (%)	102.93	103.14	102.72	102.93	102.93	102.93
酒店经营收入 (亿元)	2.74	5.69	5.26	5.10	5.00	4.95
YOY (%)	-41.54	107.41	-7.59	-3.00	-2.00	-1.00
其他主营业务收入 (亿元)	3.11	3.66	4.02	4.42	4.86	5.35
YOY (%)	-12.82	17.59	9.85	10.00	10.00	10.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

公司费用预测：

- 1) 销售费率：公司 2022-2024 年销售费率变化幅度不大，分别为 2.1%、2.2%和 2.3%，截至 2023 年一季度销售费率仍保持 2.3%，因此预计 2025 年全年维持 2.3%水平，2026-2027 年公司暂无重大战略规划变更，因此

预计销售费率维持 2.3%。

- 2) 管理费率：公司 2022-2024 年管理费用率分别为 3.5%、3.0%和 3.2%，截至 2025 年一季度，管理费率为 3.4%，预计全年能维持 3.2%水平，公司未公布管理架构及模式变化，因此预计 2026-2027 年仍保持 3.4%管理费率。
- 3) 财务费率：公司 2022-2024 年财务费率分别为 1.3%、1.1%和 0.3%，2024 年财务费率较上年大幅下降，主要是银行存款利息收入增加，以及因长期借款本金减少，利息费用相应降低所致，2025 年一季度仍维持 0.3%的低位水平，因此预计公司 2025-2027 年仍能保持 0.3%的财务费率水平。

表2：公司费用及预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费率	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费率	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费率	1.3%	1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；

4.2 估值分析

我们选择同样在一线城市持有如商业、酒店及写字楼等投资性自持物业的公司，分别为陆家嘴、张江高科和浦东金桥作为可比公司，可比公司 2025-2027 年 PE 平均值为 27X/27X/24X，而我们预测中国国贸 2025-2027 年 PE 估值为 16X/15X/15X，均低于可比公司均值。

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600663.SH	陆家嘴	8.65	0.30	0.33	0.32	0.32	33	26	28	27
600895.SH	张江高科	33.54	0.63	0.74	0.81	0.87	42	43	42	37
600639.SH	浦东金桥	10.41	0.89	0.94	0.98	1.20	12	11	11	9
平均值								27	27	24
600007.SH	中国国贸	20.45	1.25	1.27	1.32	1.38	16	16	15	15

资料来源：iFind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为 2025 年 8 月 14 日

4.3 投资建议

公司作为国资参股公司，持有北京核心板块商场、写字楼、公寓及酒店等优质资产，近年来各类资产营收表现及利润贡献相对稳定。在降息的背景下，公司 2022-2024 年股息率仍能达到 4.42%、4.13%和 6.53%，具备竞争优势。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入达 39.36/40.07/40.90 亿元，归母净利润达 12.80/13.31/13.88 亿元，对应 PE 倍数为 16/15/15 倍。首次覆盖，给予“推

荐”评级。

5 风险提示

1) 持有类资产消费需求不足风险。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，从而影响客户对于商城、酒店的消费需求。

2) 公司分红不及预期风险。若公司利润水平下滑或公司分红比例下调，使分红金额下调，可能会导致投资受益下降。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,912	3,936	4,007	4,090
营业成本	1,637	1,629	1,622	1,617
营业税金及附加	385	387	394	403
销售费用	89	90	91	93
管理费用	127	127	130	132
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,680	1,709	1,776	1,852
财务费用	11	11	10	10
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	1,672	1,701	1,769	1,845
营业外收支	13	8	8	8
利润总额	1,685	1,709	1,777	1,853
所得税	422	428	445	464
净利润	1,264	1,281	1,332	1,390
归属于母公司净利润	1,262	1,280	1,331	1,388
EBITDA	2,143	2,140	2,207	2,284

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,986	4,458	4,972	5,499
应收账款及票据	222	218	222	227
预付款项	32	33	32	32
存货	31	32	32	31
其他流动资产	6	11	11	12
流动资产合计	4,278	4,752	5,269	5,801
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	1,387	1,387	1,387	1,387
无形资产	433	433	433	433
非流动资产合计	8,047	7,738	7,428	7,117
资产合计	12,324	12,491	12,697	12,919
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	111	109	108	108
其他流动负债	1,434	1,430	1,429	1,429
流动负债合计	1,546	1,539	1,537	1,537
长期借款	1,085	1,085	1,085	1,085
其他长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	1,121	1,121	1,121	1,121
负债合计	2,666	2,659	2,658	2,657
股本	1,007	1,007	1,007	1,007
少数股东权益	5	6	7	9
股东权益合计	9,658	9,831	10,040	10,261
负债和股东权益合计	12,324	12,491	12,697	12,919

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.05	0.62	1.80	2.08
EBIT 增长率	-1.80	1.70	3.92	4.31
净利润增长率	0.25	1.41	3.96	4.32
盈利能力 (%)				
毛利率	58.14	58.61	59.51	60.48
净利率	32.27	32.52	33.22	33.94
总资产收益率 ROA	10.24	10.25	10.48	10.75
净资产收益率 ROE	13.08	13.03	13.27	13.54
偿债能力				
流动比率	2.77	3.09	3.43	3.78
速动比率	2.73	3.05	3.39	3.73
现金比率	2.58	2.90	3.24	3.58
资产负债率 (%)	21.63	21.29	20.93	20.57
经营效率				
应收账款周转天数	22.11	20.16	19.80	19.78
存货周转天数	6.92	6.89	7.02	7.01
总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.27	1.32	1.38
每股净资产	9.58	9.75	9.96	10.18
每股经营现金流	1.78	1.72	1.78	1.84
每股股利	1.10	1.12	1.16	1.21
估值分析				
PE	16	16	15	15
PB	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.07	8.08	7.83	7.57
股息收益率 (%)	5.38	5.45	5.67	5.92

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,264	1,281	1,332	1,390
折旧和摊销	463	431	432	432
营运资金变动	20	-10	-6	-5
经营活动现金流	1,796	1,736	1,792	1,851
资本开支	-68	-109	-110	-110
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-64	-108	-106	-107
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-490	1	0	0
筹资活动现金流	-1,859	-1,156	-1,172	-1,217
现金净流量	-126	472	513	527

插图目录

图 1: 中国国贸地理位置及总平面图.....	3
图 2: 中国国贸地理位置及总平面图.....	4
图 3: 公司写字楼业务营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）	5
图 4: 中国国贸写字楼租金（左轴）及出租率（右轴）	6
图 5: 北京写字楼租金（左轴）及出租率（右轴）变化	6
图 6: 2024 年中国商场客流量（万人次）排行榜	7
图 7: 2024 年中国商场销售额（亿元）排行榜.....	7
图 8: 国贸商城营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）	7
图 9: 中国国贸近年来商场租金（左轴）及出租率（右轴）	8
图 10: 北京优质零售物业平均首层租金（左轴）及出租率（右轴）	8
图 11: 国贸公寓营收（左轴）及同比（右轴）变化	9
图 12: 国贸公寓业务租金（左轴）及出租率（右轴）	9
图 13: 北京国贸大酒店（左）及新国贸饭店（右）	10
图 14: 酒店营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）	10
图 15: 酒店营收（左轴）、同比（右轴）及占总营收比例（右轴）	11
图 16: 公司物业及租赁管理和酒店经营业务毛利率	12
图 17: 公司各业态营收占比	12
图 18: 公司财务费用（左轴）及费用率（右轴）	12
图 19: 公司 ROE 及净利率水平	13
图 20: 公司股利支付率（左轴）及股息率（右轴）	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司营业收入拆分及预测	16
表 2: 公司费用及预测	17
表 3: 可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048