



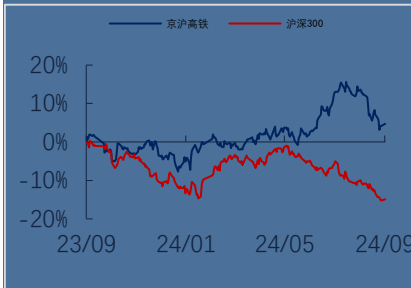
Research and  
Development Center

# 坐拥黄金路产，铁路龙头未来成长可期

—京沪高铁(601816)公司深度报告

2024年09月19日

匡培钦 交通运输行业首席分析师  
执业编号 S1500524070004  
邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**京沪高铁(601816)**
**投资评级**            **增持**
**上次评级**


资料来源：聚源，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	5.30
52周内股价波动区间(元)	5.85-4.67
最近一月涨跌幅(%)	-7.50
总股本(亿股)	491.06
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,602.64

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

# 京沪高铁(601816.SH)深度报告：坐拥黄金路产，铁路龙头未来成长可期

2024年09月19日

**本期内容提要：**
**◆高铁承运量快速提升，铁路黄金资产上市。**

1)行业：铁路发展成效显著，高铁规模持续扩大。营业里程上，2008~2023年，铁路/高铁营业里程年均增速为4.7%/32.0%。截至2023年末，高速铁路营业里程增至4.5万公里，占铁路总里程比例为28.3%。旅客周转量上，铁路已成为最主要的大众出行方式，2022年，铁路周转量占比为50.9%，其中高铁在铁路中的周转量占比达到66.7%。

2)公司：京沪线黄金资产，经营稳健坐拥百亿利润。公司线路纵横首都北京和经济中心上海，沿线覆盖了中国经济发展最活跃和最具潜力的区域，运输需求旺盛，客运量增长迅猛。凭借显著的区位优势及高铁出行需求的持续增加，公司盈利稳增。2019年前，公司营收及归母净利润保持稳步增长，归母净利润同比增速保持在10%以上。2023年公司营收/归母净利润达到407/115.46亿元，较2019年同期+16.7%/+4.3%。

◆收入源自客票及路网服务，成本整体较稳定。按是否担当列车，公司业务可分为本线及跨线业务。本线客票业务主要是公司为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；跨线的提供路网服务业务则是公司向其他铁路运输企业提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。2019年前，两大主营业务收入基本对半，跨线路网服务业务毛利占比约六成。2023年，公司本线/跨线业务收入分别为160.8/242.2亿元，占比分别为39.5%/59.5%。公司营业成本较稳定，其中委托运输管理费、动车组使用费、折旧和能源支出为主要成本项，合计占比约90%。

**◆未来展望：票价市场化持续，运量仍有增长。**

1)旅客运输业务：京沪黄金通道，量价有望双升。旅客运输业务收入取决于票价及旅客量情况，二者均有进一步提升的可能。票价端，随着高铁票价市场化机制改革持续推进及大众人均收入提升、出行需求增加，票价可能会迎来进一步上涨。旅客量端，可通过提升客座率、增加发车频次、增加加长列车车次等方式提升旅客量。

2)提供路网服务业务：南北大通道价值提升，跨线车稳步增加。我们预计该业务收入增长主要依托于跨线列车车次、运营里程等量的提升。服务价格由国铁集团定价，费率相对稳定；业务量大体与跨线车车次、运营里程、旅客数等正向相关。随路网逐步完善，公司本线跨线列车调整，跨线车车次、运营里程、旅客人数等均有增长，我们预计将带动路网服务业务量进一步增加。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年公司归母净利润分别130.54/144.02/155.81亿元，同比分别+13.06%、+10.33%、+8.19%，对应每股收益分别为0.27、0.29、0.32元，现价对应PE分别为19.94、18.07、16.70倍。综合绝对估值和相对估值情况考虑，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

◆风险因素：宏观经济波动风险，清算政策调整风险，委托管理风险，行业竞争加剧风险，京福安徽运量增长不及预期风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19,336	40,683	44,277	47,311	50,369
增长率 YoY %	-34.0%	110.4%	8.8%	6.9%	6.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-576	11,546	13,054	14,402	15,581
增长率 YoY%	-112.0%	2103.6%	13.1%	10.3%	8.2%
毛利率%	13.5%	45.8%	46.7%	48.2%	48.3%
净资产收益率ROE%	-0.3%	5.9%	6.4%	6.8%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.01	0.24	0.27	0.29	0.32
市盈率 P/E(倍)	—	22.54	19.94	18.07	16.70
市净率 P/B(倍)	1.41	1.33	1.28	1.24	1.19

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 9 月 18 日收盘价

## 目录

1 高铁承运量快速提升，铁路黄金资产上市	6
1.1 行业：铁路发展成效显著，高铁规模持续扩大	6
1.2 公司：京沪线黄金资产，区位优势显著	7
1.3 财务情况：经营稳健坐拥百亿利润，现金流充裕	9
2 收入源自客票及路网服务，成本整体较稳定	11
2.1 业务模式：按是否担当列车分为本线及跨线业务	11
2.2 本线业务：收入源自担当列车的客票收入	12
2.3 跨线业务：收入源自其他铁路企业支付的路网使用费	16
2.4 成本情况：多为关联采购交易，收费标准由国铁集团清算定价	18
3 未来展望：票价市场化持续，运量仍有增长	20
3.1 旅客运输业务：京沪黄金通道，量价有望双升	20
3.2 提供路网服务业务：南北大通道价值提升，跨线车稳步增加	21
3.3 京福安徽：短期业绩承压，长期利润可期	22
4 盈利预测、估值与投资评级	24
4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 130.54 亿元	24
4.2 估值方式：绝对估值与相对估值	25
4.3 投资评级：首次覆盖给予“增持”评级	27
5 风险因素	28

## 表目录

表 1：京沪高铁发起人出资及持股比例一览	8
表 2：京沪高铁主要固定资产一览（截至 2023 年末）	9
表 3：中国铁路客运票价政策推进进程	13
表 4：实施浮动票价的铁路线路路段及对象一览	14
表 5：京沪高铁票价标准变化	15
表 6：提供路网服务收入的五类细项收入及相应清算单价	17
表 7：公司营业成本细项构成及收费标准	19
表 8：公司营收拆分及预测表	24
表 9：简易盈利预测表	25
表 10：DCF 关键假设说明	25
表 11：FCFF 预测及估值结果（截至 2024.9.18）	26
表 12：京沪高铁的 FCFF 估值敏感型分析，对应每股价值情况（单位：元）	26

## 图目录

图 1：2023 年，铁路周转量占比提升至 51.5%，稳居首位	6
图 2：2024 年上半年，铁路周转量同比增长 14.1%	6
图 3：至 2023 年，高铁营业里程占比提升至 28.3%	6
图 4：至 2022 年，高铁旅客周转量占比增至 66.7%	6
图 5：京沪高速铁路线路示意图	7
图 6：京沪高铁股权结构（截至 2024 年 7 月 12 日）	8
图 7：24H1 公司营业收入 209 亿元，较 2019 年同期+24.3%	10
图 8：24H1 公司归母净利 63.6 亿元，较 2019 年同期+19.1%	10
图 9：2019 年前，公司毛利率/净利率基本在 40%/30%以上	10
图 10：公司经营性净现金流基本稳定在百亿以上	10
图 11：京沪高铁业务模式一览	11
图 12：公司跨线车列次多于本线车列次，且增速更快	11
图 13：公司本线列均旅客量高于跨线列均旅客量	11
图 14：公司提供路网服务收入占比逐渐提升至六成	12

图 15: 2019 年前, 公司提供路网服务业务毛利占比约六成 .....	12
图 16: 京沪高铁旅客运输业务模式 .....	12
图 17: 京沪高铁二等座全票价对飞机经济舱全票价折扣幅度加大至三折 .....	15
图 18: 2019 年前, 公司本线发送旅客量微增 .....	16
图 19: 2019 年前, 公司本线周转量保持增长 .....	16
图 20: 京沪高铁提供路网服务业务模式 .....	16
图 21: 2016~2019 年公司提供路网业务年均收入增速+16.6% .....	17
图 22: 公司提供路网服务业务收入构成占比 (2023 年) .....	17
图 23: 2016~2019 年, 公司跨线车发送列次年均增速+13.3% .....	18
图 24: 2023 年, 公司跨线运营里程超 1.2 亿列公里 .....	18
图 25: 公司营业成本稳定, 2023 年较 2019 年同期+21.4% .....	18
图 26: 2023 年, 公司委托运输管理费成本占比 26.4% .....	18
图 27: 旅客运输业务收入增长来源 .....	20
图 28: 公司客座率已有较大提升, 略低于航空客运客座率 .....	21
图 29: 2021 年, 公司日均发车列次增至 615 列 .....	21
图 30: 提供路网业务收入增长来源 .....	21
图 31: 京福安徽公司管辖线路 .....	22
图 32: 2023 年, 京福安徽公司营收为 54.7 亿元, 同比+53.3% .....	23
图 33: 2023 年, 京福安徽公司归母净利亏损收窄至-9.7 亿元 .....	23
图 34: 广深铁路 2010~2019 年间平均 PE 为 24.5 倍 .....	27

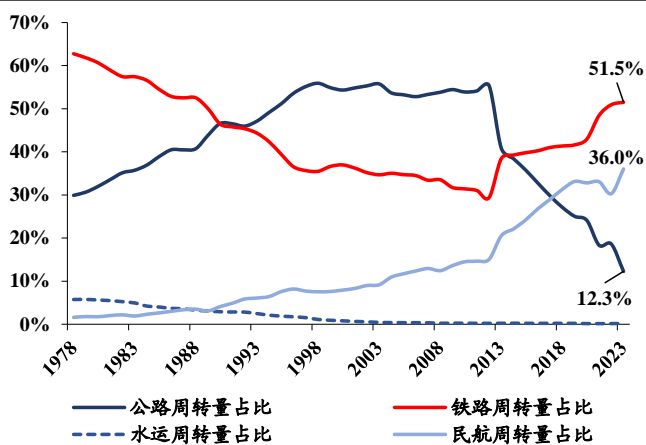
# 1 高铁承运量快速提升，铁路黄金资产上市

## 1.1 行业：铁路发展成效显著，高铁规模持续扩大

铁路已成为中国最重要的运输方式之一，周转量占比超越公路回升至第一。1978年改革开放后，中国交通运输行业开始飞速发展，综合交通运输体系不断完善，各类交通方式出行旅客量及周转量均大幅提升。1978~2023年，总客运周转量年均复合增速达到6.4%，其中铁路、民航周转量增速最快，分别为5.9%、14.0%。

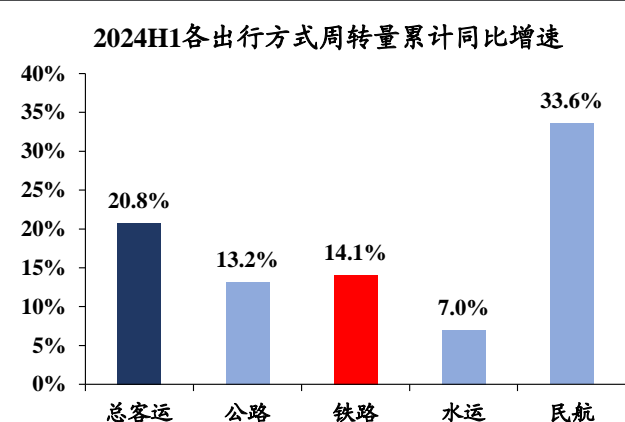
对比不同出行方式看，铁路周转量占比在2012年前有所下降，此后快速回升至首位。铁路周转量从1978年的1093.2亿人公里增至2012年的9812.3亿人公里，占比从62.7%降至29.4%。2012年后，铁路发展进入新阶段，铁路建设投资持续加大，相应周转量占比不断回升，重新成为大众最主要的出行方式。至2023年，铁路周转量占比提升至51.5%，占比稳居首位。从出行方式增速看，2024年上半年铁路周转量增速达到14.1%，高基数下仍保持两位数以上增长。

图1：2023年，铁路周转量占比提升至51.5%，稳居首位



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

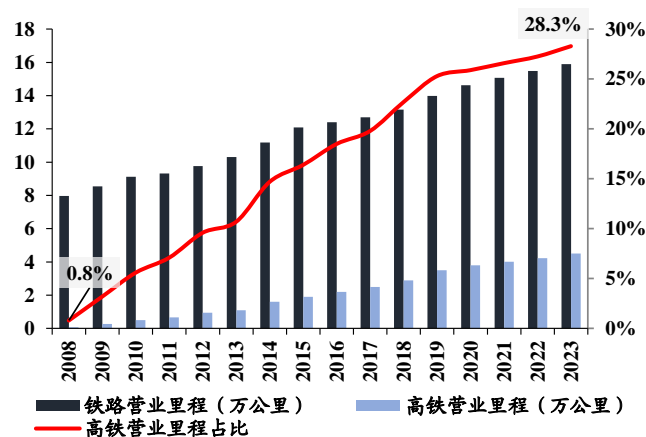
图2：2024年上半年，铁路周转量同比增长14.1%



资料来源：iFind，国家统计局，中国民用航空局，信达证券研发中心

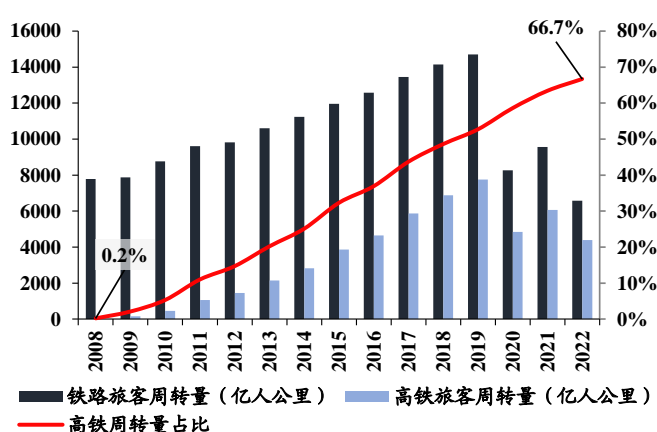
铁路客运中高速铁路营业里程及承运量均快速提升。2008年以来，铁路营业里程稳步增长，高速铁路营业里程快速攀升。2008~2023年，铁路营业里程年均增速为4.7%，高速铁路营业里程年均增速高达32.0%。截至2023年末，铁路营业里程增长至15.9万公里，其中高速铁路营业里程增至4.5万公里，占比达到28.3%，对比2008年高铁营业里程占比0.8%提升显著。从旅客周转量看，高铁出行大众化普遍化的程度也在持续扩大。2008至2022年，高铁在铁路中的旅客周转量占比从仅有0.2%快速增加至66.7%。

图3：至2023年，高铁营业里程占比提升至28.3%



资料来源：iFind，交通运输部，国家统计局，信达证券研发中心

图4：至2022年，高铁旅客周转量占比增至66.7%



资料来源：iFind，交通运输部，国家统计局，信达证券研发中心

## 1.2 公司：京沪线黄金资产，区位优势显著

京沪高铁是国家“八纵八横”高速铁路主通道的组成部分，连接北京到上海的黄金通道，是国家战略性重大交通工程。京沪高铁于 2011 年 6 月 30 号建成通车，全长 1318 公里，共设置 24 个站点；线路纵横首都北京和经济中心上海，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，途经天津、济南、徐州、南京等多个省会城市及重要交通枢纽，沿线覆盖了中国经济发展最活跃和最具潜力的区域，运输需求旺盛，客运量增长迅猛，公司区位优势显著。

图5：京沪高速铁路线路示意图



资料来源：iFind，公司招股说明书，信达证券研发中心

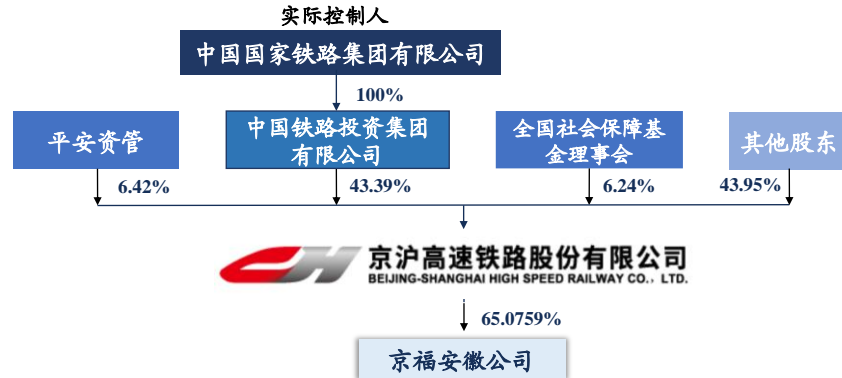
公司是国家重要铁路资产之一，股东资金实力雄厚。2007 年，公司由中国铁投、平安资管、社保基金、上海申铁、江苏交通、京投公司、津投公司、南京铁投、山东高速、河北建投、安徽投资等 11 名股东共同发起设立。2008 年 1 月 9 日，京沪高铁公司登记设立，主要从事京沪高速铁路的投资、建设和运营，通过委托运输管理模式开展高铁旅客运输等业务。2020 年 1 月 16 日，公司在上海证券交易所上市，登陆 A 股市场，公开发行股票不超过 62.86 亿股，募集资金总额 306.74 亿元，用于收购京福安徽公司 65.0759% 的股权。

**表1: 京沪高铁发起人出资及持股比例一览**

发起人	股份数 (万股)	出资比例
中国铁投	112,534.00	56.27%
平安资管	27,826.00	13.91%
社保基金	17,392.00	8.70%
上海中铁	13,128.00	6.56%
江苏交通	7,606.00	3.80%
京投公司	6,668.00	3.33%
津投公司	5,502.00	2.75%
南京铁投	3,806.00	1.90%
山东高速	3,230.00	1.62%
河北建投	1,182.00	0.59%
安徽投资	1,126.00	0.56%
<b>合计</b>	<b>200,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

公司大股东为中国铁路投资集团, 实际控制人为国铁集团。截至 2024 年 7 月 12 日, 公司控股股东为中国铁路投资集团有限公司, 持有公司股权 43.39%。中国国家铁路集团通过 100% 控股中铁投集团控制京沪高铁, 对公司享有实际控制权。

**图6: 京沪高铁股权结构 (截至 2024 年 7 月 12 日)**


资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

公司“网运分离”模式上市, 固定资产均为不动产, 主要包括高铁线路、房屋建筑物、电气化供电设备等。截至 2023 年末, 公司固定资产账面价值 2188 亿元, 占期末总资产的 74.89%, 主要为线路及沿线配套设施等, 其中高铁线路为最主要资产, 在固定资产中占比 84.8%。由于采用的是“网运分离”模式, 公司并不拥有动车组列车资产, 而是委托沿线铁路局进行运输组织、线路维护管理等工作。



**表2：京沪高铁主要固定资产一览（截至 2023 年末）**

固定资产类别(亿元)	原值	累计折旧	净值	净值占比	成新率
线路	2,137.29	281.65	1,855.65	84.80%	86.82%
信号设备	55.33	36.61	18.72	0.86%	33.84%
通信设备	31.60	24.32	7.29	0.33%	23.05%
房屋	199.51	43.64	155.88	7.12%	78.13%
建筑物	107.32	36.74	70.59	3.23%	65.77%
机械动力设备	14.92	12.32	2.60	0.12%	17.45%
运输启运设备	3.99	2.24	1.75	0.08%	43.78%
传导设备	46.44	18.75	27.69	1.27%	59.62%
电气化供电设备	110.35	68.02	42.33	1.93%	38.36%
仪器仪表	7.71	6.32	1.38	0.06%	17.94%
工具及器具	10.20	8.21	1.98	0.09%	19.46%
信息技术设备	24.22	21.74	2.49	0.11%	10.26%
合计	2,748.89	560.55	2,188.34	100.00%	79.61%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

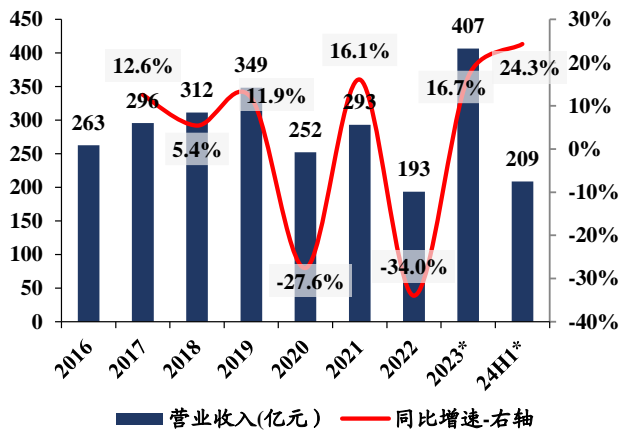
### 1.3 财务情况：经营稳健坐拥百亿利润，现金流充裕

**2019 年前，公司盈利及偿债能力持续提升，百亿现金流保障稳健经营，负债率逐年下降。**凭借显著的区位优势及高铁出行需求的持续增加，公司盈利稳增，现金流保障充足，经营保持稳健。

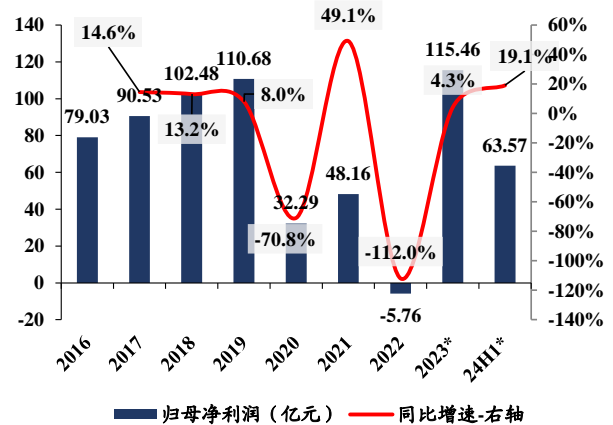
**1) 营收&归母净利表现：**2019 年前，公司营收及归母净利保持稳步增长，归母净利同比增速保持在 10%以上。疫情期间受出行客流量减少影响，公司营收及净利出现较大波动下降。2023 年公司经营快速恢复，营收提升至 407 亿元，创历史新高，较 2019 年同期增长 16.7%，归母净利达到 115.46 亿元，较 2019 年同期+4.3%，恢复至疫情前水平。24H1，公司营收/归母净利分别为 209/63.57 亿元，同比分别+8.2%/+23.8%，较 2019 年同期分别+24.3%/+19.1%。

**2) 毛利率&净利率情况：**2019 年前，公司毛利率及净利率稳增且水平较高。2019 年前，公司毛利率及净利率分别稳定在 40%、30%以上，2019 年分别达到 47.9%、30.4%。疫情期间受到一定影响。2023 年公司毛利率及净利率双升，达到 45.8%、27.6%，基本快恢复至 2019 年水平。24H1 毛利率、净利率进一步回升，分别为 47.4%、30.2%。

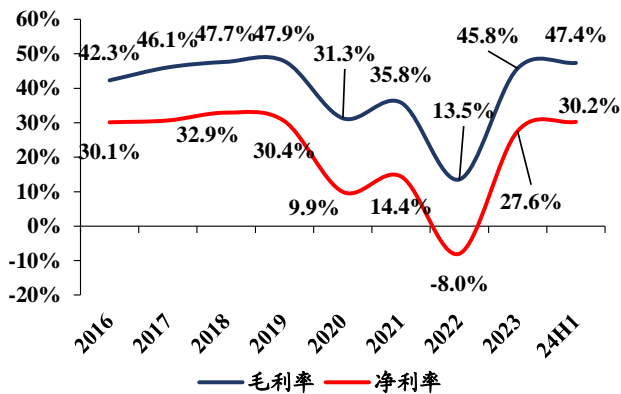
**3) 经营性现金流及负债情况：**由于公司客户群体多为公商务旅客，需求较为刚性，客流稳定。且高铁出行大众化程度不断提升，我们预计公司经营可保持长期稳健，保障经营性现金流充裕。2019 年前，公司经营性现金流净额基本维持在 130 亿元以上；高现金流保障下，公司资产负债率保持下降，2019 年降低至 14.3%。疫情期间负债率提升较多，但 2023 年已有大幅降低。至 24H1 末，公司负债率降低至 22.9%。

**图7: 24H1 公司营业收入 209 亿元, 较 2019 年同期+24.3%**


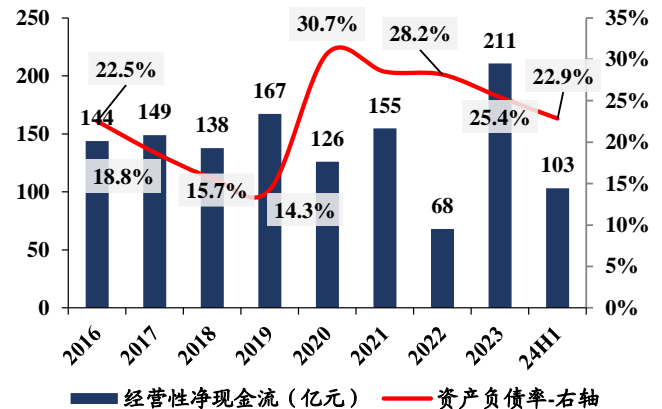
资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心  
 注: 2023 年和 24H1 为较 2019 年同期增速

**图8: 24H1 公司归母净利润 63.6 亿元, 较 2019 年同期+19.1%**


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心  
 注: 2023 年和 24H1 为较 2019 年同期增速

**图9: 2019 年前, 公司毛利率/净利率基本在 40%/30% 以上**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图10: 公司经营性净现金流基本稳定在百亿以上**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 2 收入源自客票及路网服务，成本整体较稳定

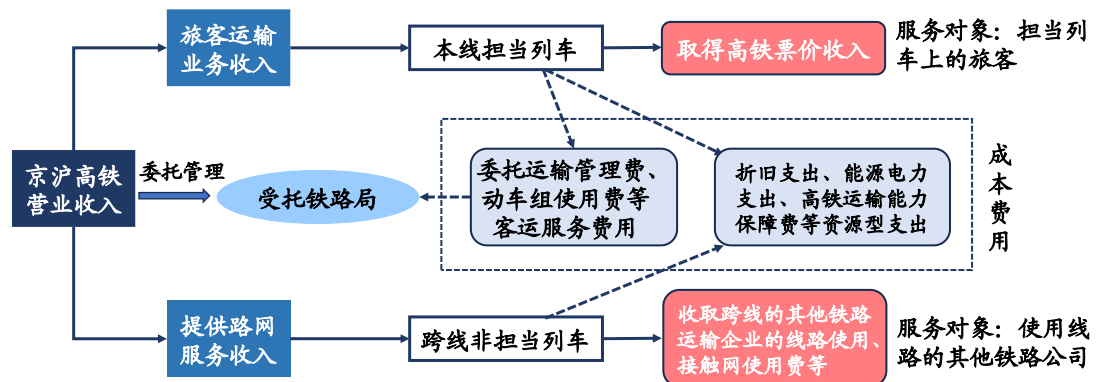
### 2.1 业务模式：按是否担当列车分为本线及跨线业务

京沪高铁公司是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，主营业务为高铁旅客运输。公司运营京沪高速铁路，通过委托沿线的北京局、济南局、上海局对京沪高速铁路进行运输管理，并支付相应委托管理费用等。按照是否担当列车，公司主要业务可分为客运业务和路网服务业务两部分。

**1) 旅客运输业务：**客票业务主要是公司为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款，业务主要采用委托管理模式，服务对象为列车旅客。沿线受托铁路局集团向公司提供动车组使用服务及相关工作人员，为本线 24 个站点间的旅客提供运输服务，公司则向受托铁路局支付相关委托管理费用、动车组使用费及动车组列车服务费等。

**2) 提供路网服务业务：**提供路网服务业务的服务对象则是其他铁路运输企业担当的列车。非担当列车在京沪高速铁路上运行时，公司向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等，公司需承担相应的能源电力、水费等支出。

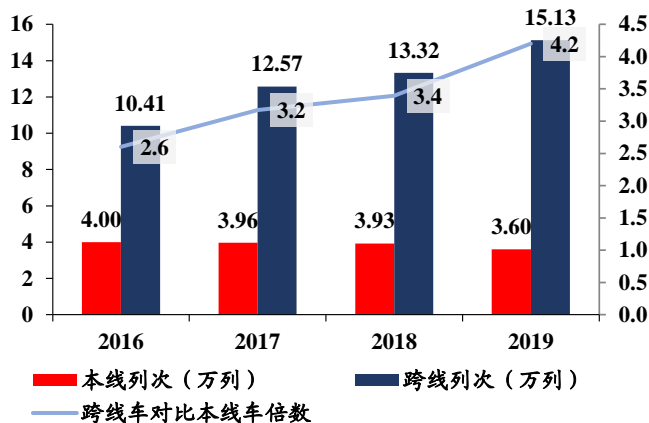
图11：京沪高铁业务模式一览



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

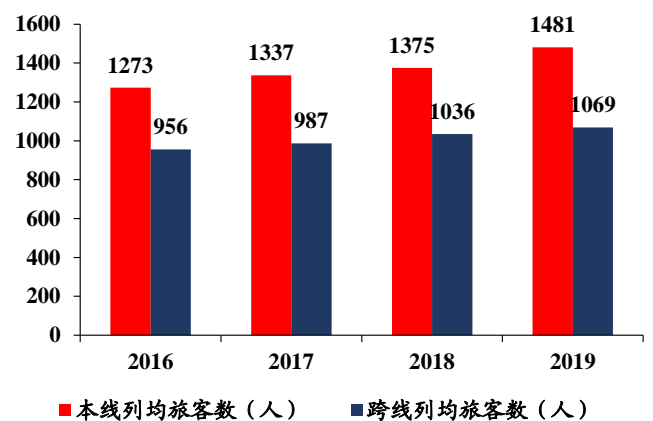
从运营情况看，本线发车列次低于跨线列次，但列均旅客量更高。本线车为公司担当列车，跨线车则为其他铁路运输企业的非担当列车。2016~2019年，本线车列次略有降低，但列均旅客量持续增长，主要是受客座率提升及长编列车增加影响；跨线发车列次持续增长，较本线车列次倍数由 2.6 增至 4.2，京沪线车次结构上跨线车占比逐渐增加。

图12：公司跨线车列次多于本线车列次，且增速更快



资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图13：公司本线列均旅客量高于跨线列均旅客量

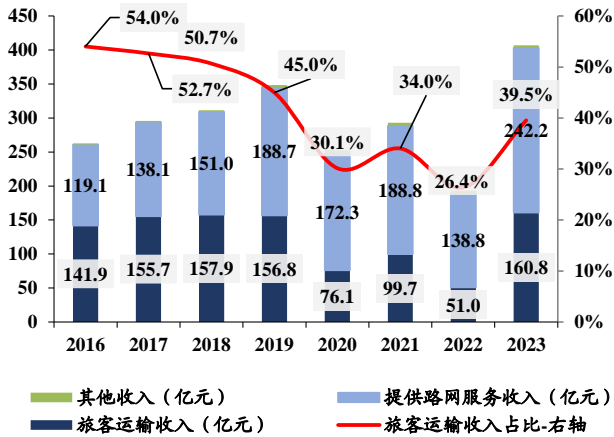


资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

从财务情况看，2019年前，两大主营业务收入基本对半，跨线路网服务业务毛利占比约六成。从营收情况看，2019年前旅客运输业务（本线业务）与提供路网服务业务（跨线业务）收入约各占一半；此后跨线业务占比逐渐增加，至2023年，公司本线业务、跨线业务收入分别为160.8、242.2亿元，占比分别为39.5%、59.5%。

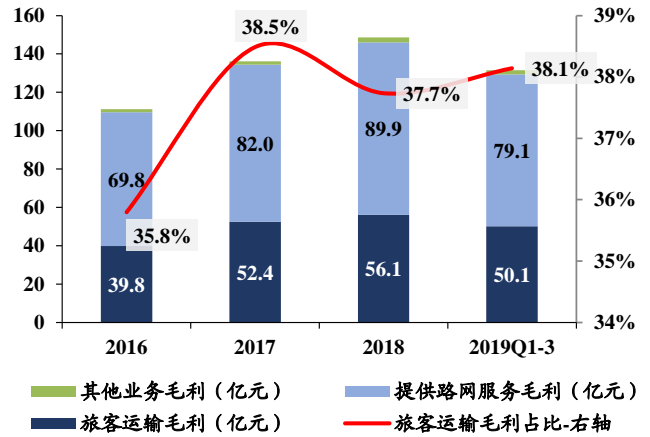
从毛利情况看，2019年前路网服务业务毛利及毛利率高于旅客运输业务。公司提供路网服务业务的毛利率基本在60%左右，旅客运输业务毛利率约30%~40%；2019Q1~3，公司本线业务、跨线业务毛利分别50.1、79.1亿元，占比分别38.1%、60.2%，提供路网服务业务毛利贡献能力更强。

图14：公司提供路网服务收入占比逐渐提升至六成



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图15：2019年前，公司提供路网服务业务毛利占比约六成

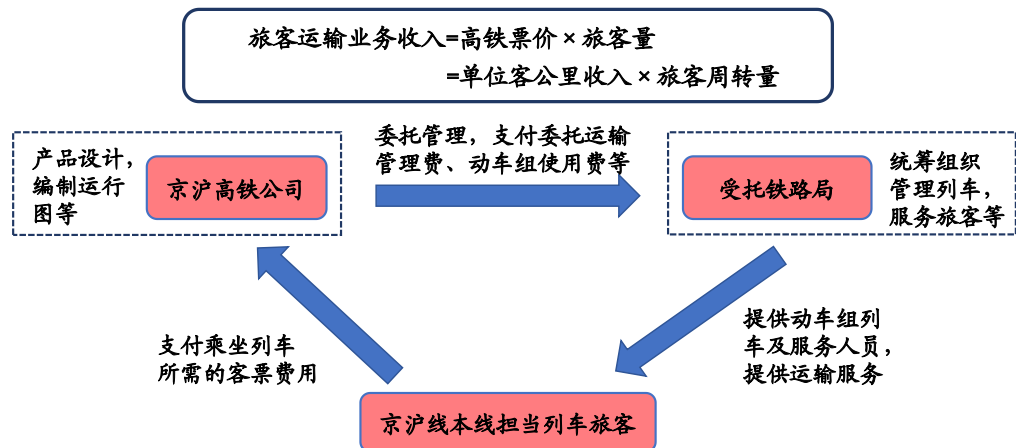


资料来源：iFind，公司招股说明书，信达证券研发中心

## 2.2 本线业务：收入源自担当列车的客票收入

旅客运输业务收入来自京沪线本线担当列车旅客支付的票价款，因而取决于高铁票价及旅客量情况，或按照单位客公里收益及旅客周转量情况计算。公司采用独特的“网运分离”模式上市，将铁路路网基础设施与运输服务分离，即公司仅拥有线路、土地、车站等基础设施，并不拥有动车组列车资产；公司对基础设施等进行管理维护，需要支付相应的能源支出、折旧支出、运输保障费等。提供运输服务及运输工具的则是公司委托的沿线其他铁路局，公司需向受托铁路局支付相应的委托运输管理费及动车组使用费等。2019年及2023年，公司委托运输管理费及动车组使用费成本合计在营业成本中占比分别为50.02%和47.37%。

图16：京沪高铁旅客运输业务模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**票价定价标准：**高铁票价定价经过了较长时间的市场化机制改革，定价权逐渐由政府部门过渡到铁路运输企业。2007 年原铁道部发布通知，明确规定了时速 110 公里以上的动车组列车软座票价基准价为每公里一等座 0.3366 元 /人公里、二等座 0.2805 元/人公里，允许铁路运输企业上下浮动 10%定价；此后投入运营的普通动车组列车大多按照上述标准执行。因而这一时段的铁路票价基本是由政府部门管控，实施的多为固定票价。

2015 年底，国家发改委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，明确了铁路运输企业可以依据价格法律法规自主制定时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价；铁路票价定价权由政府部门过渡到铁路运输企业。此后，铁总（现在的国铁集团）及旗下各铁路局开始根据各车次客流状况、运营成本等，进行差异化的票价调整，浮动的差异化市场调价机制逐渐推广开来。

**表3：中国铁路客运票价政策推进进程**

时间	出台部门	政策通知	重点内容
2007 年	原铁道部	《关于动车组票价有关事项的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 规定旅行速度达到每小时 110 公里以上的动车组列车软座票价基准价为每公里一等座 0.3366 元 /人公里、二等座 0.2805 元/人公里，允许铁路运输企业在上下 10%范围内自主确定具体票价水平。</li> <li>· 广深线上的动车组列车票价可在国铁统一运价为中准价上下浮动 50%的基础上再上下浮动 50%，由企业自主定价。</li> </ul>
2008 年	国家发改委 原铁道部	《国家发展改革委、铁道部关于京津城际轨道交通运价有关问题的通知》	京津城际轨道交通新开行的时速 300-350 公里动车组列车实行试行运价。试行运价水平由京津城际铁路有限公司根据市场供求状况自主确定
2015 年	国家发改委	《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	铁路运输企业获得了对设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价的自主制定权，自 2016 年 1 月 1 日起执行
2016 年	国家发改委	《国家发展改革委关于完善铁路普通旅客列车软座、软卧票价形成机制有关问题的通知》	在中央管理企业全资及控股铁路上开行的普通旅客列车软座、软卧票价，由铁路运输企业依法自主制定；普通旅客列车高级软卧包房票价继续实行市场调节价。自 2016 年 6 月 20 日起执行
2017 年	国铁集团前身中国铁路总公司	铁总公告	2017 年 4 月 21 日起，东南沿海高铁时速 200 至 250 公里动车组列车的票价将进行调整，中国高铁第一次跨省调价

资料来源：12306，国家发改委，新华网，中国政府网，信达证券研发中心

**多条铁路路段已实施浮动票价机制，票价更加遵循市场化原则。**铁路票价定价权转交至铁路运输企业后，各地铁路局根据各自路段的市场运营情况，逐渐开始实施更为市场化的定价策略。各线路每次调价后，公布票价（即票价上限）基本平均上涨 20%，但下限票价也有一定下降，票价有升有降、可调节空间扩大，差异化的折扣浮动定价机制逐渐成熟。

2020 年 10 月，京沪高铁发布公告，明确自 2020 年 12 月 23 日起，实施浮动票价机制，对时速 300~350 公里高铁动车组列车票价进行调整。执行票价将以公布票价为上限，其中二等座票价最高 9.04 折、最低 7.52 折，即最高执行票价调整为 598 元，最低执行票价调整为 498 元，商务座、特等座和一等座与二等座的比价关系分别按照 3.5 倍、1.8 倍和 1.6 倍执行。京沪高铁北京南站~上海虹桥站间区间列车参照全程列车执行票价按照运行距离对应调整执行票价。

**表4：实施浮动票价的铁路线路路段及对象一览**

序号	发布时间	调整时点	调整线路及对象	定价策略	公布票价 (元)
1	2024.5.2	2024.6.15	京广高铁武广段上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、5.5折为下限	553
2	2024.5.2	2024.6.15	沪昆高铁沪杭段上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、5.5折为下限	87
3	2024.5.2	2024.6.15	沪昆高铁杭长段上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、5.5折为下限	485
4	2024.5.2	2024.6.15	杭深铁路杭甬段上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、5.5折为下限	76
5	2023.8.26	2023.10.11	贵广客专上运行的动车组列车	时速300公里动车组列车的执行票价初期将以公布票价为上限、7.43折为下限；时速250公里动车组列车的执行票价初期实行8.3折，与现执行票价水平相当	364
6	2023.4.15	2023.5.30	胶济客专上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	146
7	2023.4.15	2023.5.30	沪宁城际上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	166
8	2023.4.15	2023.5.30	南广高铁上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	255
9	2023.4.15	2023.5.30	宁杭高铁上运行的时速300公里及以上动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	141
10	2023.4.15	2023.5.30	柳南客专上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	99
11	2022.5.13	2022.6.20	京广高铁京武段上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.58折为下限（较现票价低21%）	623
12	2022.4.16	2022.5.20	郑渝高铁渝万段上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.68折为下限	117
13	2022.2.25	2022.4.10	宁安城际上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	114
14	2022.2.25	2022.4.16	青荣城际上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	111
15	2022.2.25	2022.4.10	海南环岛高铁上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.6折为下限	129
16	2021.11.27	2022.1.10	邕北高铁上运行的动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、6.7折为下限	73
17	2021.3.18	2021.4.30	南广高铁上运行的时速250公里动车组列车	执行票价将以公布票价为上限、5.5折为下限	212
18	2021.2.25	2021.4.10	厦深高铁上运行的时速250公里高铁动车组列车	执行票价将以公布票价为上限，初期二等座票价最高9.6折、最低5.5折	228
19	2020.10.24	2020.12.23	京沪高铁上运行的时速300~350公里高铁动车组列车	执行票价将以公布票价为上限，二等座票价最高9.04折、最低7.52折	662
20	2020.10.24	2020.12.23	成渝高铁上运行的时速300~350公里高铁动车组列车	执行票价将以公布票价为上限，二等座票价最高9.6折、最低8.3折	175
21	2018.5.5	2018.7.5	贵阳至广州、柳州至南宁、武汉至宜昌、上海至南京、南京至武汉、南京至杭州6段线路上运行时速200~250公里的高铁动车组	执行票价以公布票价为最高限价，最低6.5折	-

资料来源：12306，信达证券研发中心

京沪高铁此前近十年提速未调价，实施浮动票价后二等座全票价上涨约 20%。2011 年 6 月底，京沪高铁开通运行，实行时速 300 公里和 250 公里混跑模式，当时全程票价标准为：时速 300 公里动车组列车二等座全票价为 555 元，时速 250 公里动车组列车二等座全票价为 410 元。2017 年 6 月，时速 350 公里“复兴号”动车组列车在京沪高铁线首发投入使用，时速提升票价却并未上调。2020 年 12 月 23 日后，京沪高铁对时速 300~350 公里高铁动车组列车开始实施浮动票价机制，二等座全票价上调至 662 元，较此前全票价上涨 19.71%。但由于浮动票价机制，二等座票价下限也下调至 498 元。

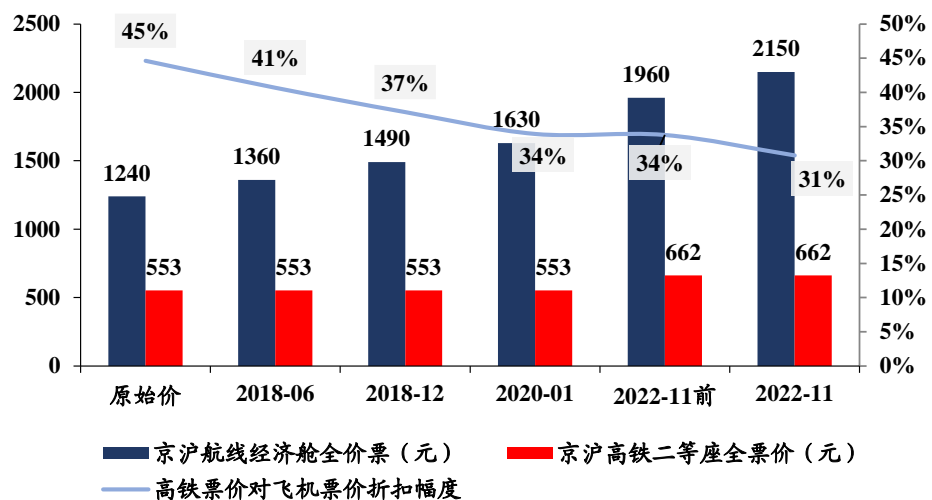
表5：京沪高铁票价标准变化

时间	京沪线列车组类别	项目	二等座	一等座	商务座
2011年6月	时速250动车组列车	全线票价(元)	410	650	-
		平均费率(元/公里)	0.31	0.49	-
	时速300动车组列车	全线票价(元)	555	935	1750
		平均费率(元/公里)	0.42	0.71	1.33
2020年12月23日前	时速300~350动车组列车	全线票价(元)	553	933	1748
		平均费率(元/公里)	0.42	0.71	1.33
2020年12月23日后(浮动票价)	时速300~350动车组列车	全线票价(元)	662	1060	2318
		平均费率(元/公里)	0.50	0.80	1.76

资料来源：12306，中国政府网，央视网，信达证券研发中心

与主要竞争对手航空公司对比，京沪线高铁票价显著低于飞机票价。京沪高铁实施浮动票价前后，对比航空公司票价均具备较强价格优势。此前京沪航线经济舱全票价已经过多轮调价，全票价累计涨幅达到 73.4%，基本每次调价上调 10%。对比京沪高铁二等座全票价看，仅在 2020 年 12 月 23 日起，票价由 553 元上调至 662 元，涨幅为 19.7%。高铁票对飞机票的折扣幅度由此前的 45% 加大至 31%，价格优势更加显著；且高铁提速后，京沪高铁线全程用时最快可以达到 4 小时 18 分，时间效率也有较大提升。

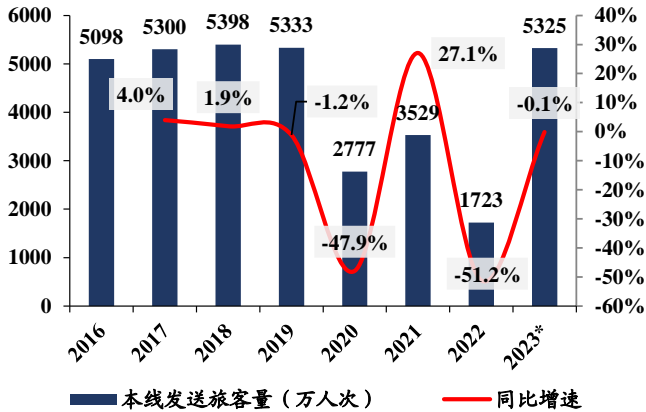
图17：京沪高铁二等座全票价对飞机经济舱全票价折扣幅度加大至三折



资料来源：公司公告，12306，澎湃新闻，中国民用航空网，第一财经，信达证券研发中心

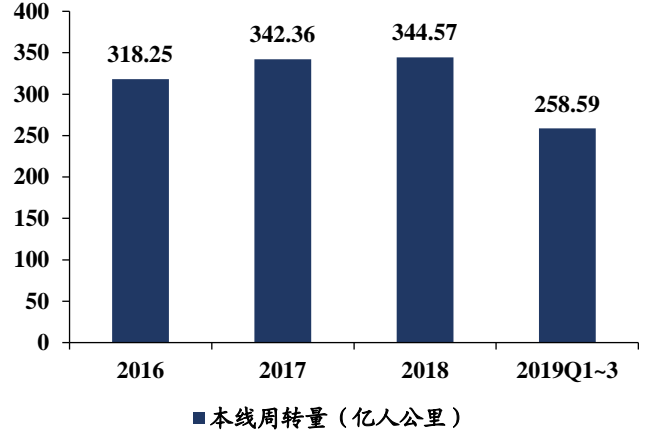
**旅客量情况：**本线旅客量人数微增，周转量增长。从本线旅客量情况看，2019年前旅客量较稳定，基本保持在5300~5400万人次左右，2023年本线旅客量达到5325万人次，基本恢复到2019年同期水平。周转量情况看，2019年前本线周转量保持增长。

图18：2019年前，公司本线发送旅客量微增



资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心  
 注：2023年为较2019年同期增速

图19：2019年前，公司本线周转量保持增长

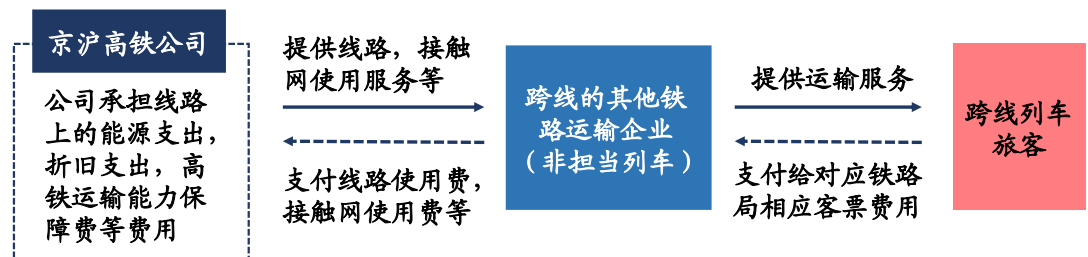


资料来源：iFind，公司招股说明书，信达证券研发中心

### 2.3 跨线业务：收入源自其他铁路企业支付的路网使用费

提供路网服务业务收入来自跨线的其他铁路企业支付的路网使用费。公司拥有路网基础设施，当其他铁路运输企业运行的公司非担当列车跨线途经京沪线时，需要向公司支付相应的线路使用、接触网使用费用等，跨线列车的旅客票价款收入则归属其他运输企业。公司获得跨线的路网租用费，同时需要承担线路的能源支出、折旧支出、高铁运输能力保障费用等。2019年及2023年，公司能源成本及折旧成本合计在营业成本中占比分别为39.51%和41.08%。

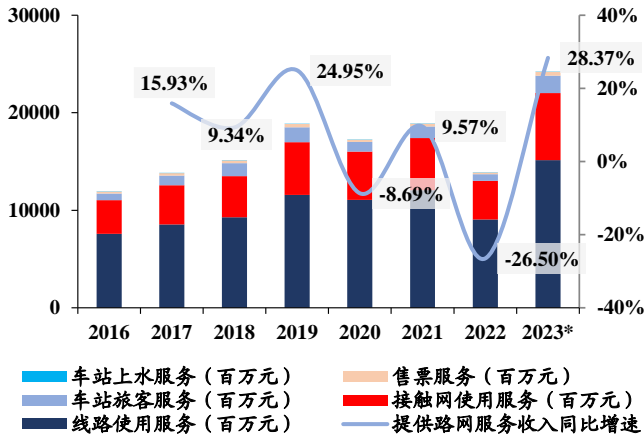
图20：京沪高铁提供路网服务业务模式



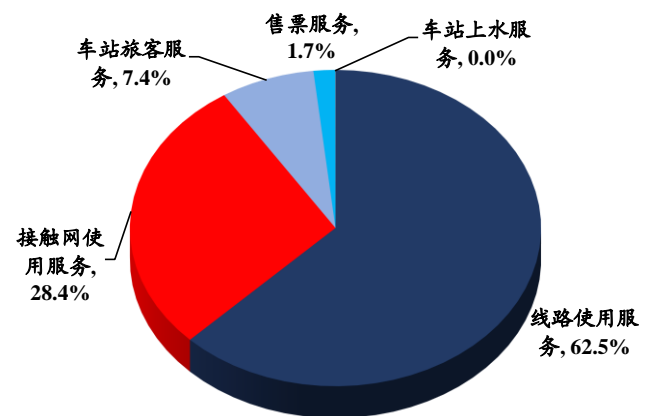
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

提供路网服务业务细项收入中，线路使用及接触网使用收入占比90%以上。2016~2019年，公司提供路网业务收入保持较快增长，年均复合增速达到16.6%，超过旅客运输业务收入年均增速3.4%。具体细项收入看，路网服务业务收入中包含线路使用服务、接触网使用服务、车站旅客服务、售票服务、车站上水服务等业务收入，其中最主要业务收入为线路使用服务收入和接触网使用服务收入，2023年分别占比62.5%和28.4%。



**图21: 2016~2019 年公司提供路网业务年均收入增速+16.6%**


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心  
注: 2023 年为较 2019 年同期增速

**图22: 公司提供路网服务业务收入构成占比 (2023 年)**


资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心

**定价标准:** 提供路网服务业务各细项业务收费标准参照国铁集团规定, 收入规模大体与跨线列车运营里程有关, 费率相对较为稳定。各细项服务收入清算单价各有不同, 基本与跨线列车车次数及运营里程正向相关, 销售模式为关联交易销售, 交易对象为各地铁路局等。

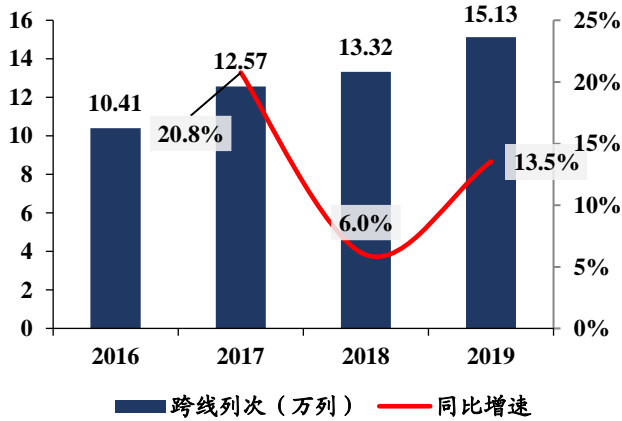
**表6: 提供路网服务收入的五类细项收入及相应清算单价**

细项收入	具体服务内容	清算单价	款项结算方式&资金流向
线路使用服务	京沪高铁公司利用自有高铁线路为其他铁路运输企业担当列车提供线路使用服务	北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档, 单组动车组为 101.7 元/列车公里, 重联动车组为 152.7 元/列车公里; 徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档, 单组动车组为 105.5 元/列车公里, 重联动车组为 158.4 元/列车公里; 其余线路段为特一类繁忙线路, 单组动车组为 94.2 元/列车公里, 重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40% 计算【按照列公里费率计价】	
接触网使用服务	京沪高铁公司利用自有线路接触网为其他铁路运输企业担当列车提供接触网使用服务	700 元/万总重吨公里 (含电费), 夜间车按现行标准 (不含电费) 40% 计算【按照列车吨公里计价】	月度预付, 次月结清;
车站旅客服务	京沪高铁公司 24 个自有车站向乘坐其他铁路运输企业担当列车的旅客提供发送服务等	北京南站和南京南站为繁忙车站第一档, 高速动车组的清算标准为 8 元/人; 上海虹桥站为繁忙车站第二档, 高速动车组的清算标准为 9 元/人; 其余车站为 5 元/人 (高速动车组)、3 元/人 (其他)【按照车站分类、人头收费】	其他铁路运输企业 → 国铁集团 → 京沪高铁公司
售票服务	京沪高铁公司 24 个自有车站为其他铁路运输企业担当列车提供售票服务	旅客票价收入的 1%【按票价收入计提比例收费】	
车站上水服务	京沪高铁公司 24 个自有车站为其他铁路运输企业担当列车提供上水服务	始发及上水站停车的旅客列车 20.00 元/列次, 单组动车组 (仅指始发) 为 24.00 元/列次, 重联动车组 (仅指始发) 为 48.00 元/列次【按照动车组类别、分列次收费】	

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

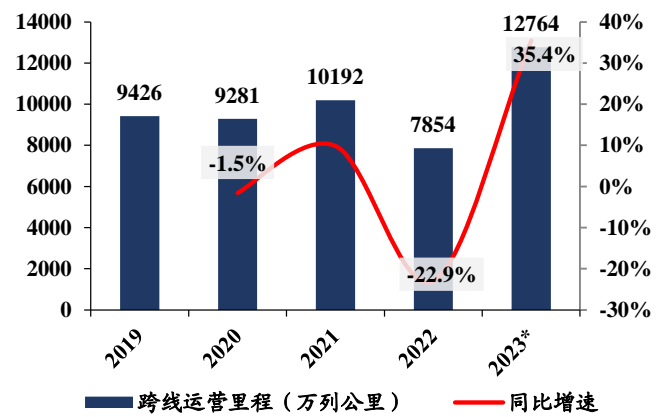
**列车量：跨线车发送列次年均增速超 10%，运营里程快速增长。**从跨线车列次看，2016~2019 年跨线车发送列次从 10.41 万列增至 15.13 万列，年均复合增速达到 13.3%。从跨线车运营里程情况看，2023 年运营里程达到 12764 万列公里，较 2019 年同期增长 35.4%，运营里程大幅提升。

图23：2016~2019 年，公司跨线车发送列次年均增速+13.3%



资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图24：2023 年，公司跨线运营里程超 1.2 亿列公里

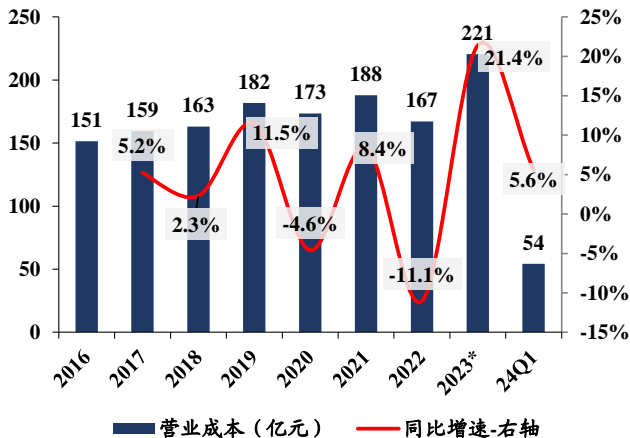


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心  
注：2023 年为较 2019 年同期增速

## 2.4 成本情况：多为关联采购交易，收费标准由国铁集团清算定价

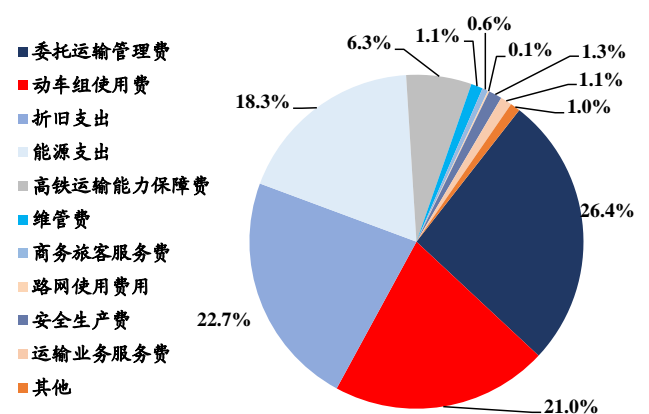
公司营业成本较稳定，其中委托运输管理费、动车组使用费、折旧和能源支出为主要成本项，合计占比约 90%。2016~2019 年，公司营业成本稳中略增，整体较稳定。2023 年，公司营业成本 221 亿元，同比增长 31.9%，较 2019 年同期增长 21.4%。结构上看，委托运输管理费、动车组使用费、折旧及能源支出为最主要成本项，合计占比基本在 90%左右。委托运输管理费及动车组使用费主要是公司本线的旅客运输业务成本，能源及折旧支出则为全线业务成本项。

图25：公司营业成本稳定，2023 年较 2019 年同期+21.4%



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心  
注：2023 年为较 2019 年同期增速

图26：2023 年，公司委托运输管理费成本占比 26.4%



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

营业成本的细项成本服务多通过关联采购模式交易，定价方式较公允。成本细项中委托运输管理服务、动车组使用服务、高铁运输能力保障服务、商务旅客服务等，为公司关联采购的主要内容，费用定价方式包含清算定价、全网统一定价和协商定价三种。清算定价的价格属于行业管理价格，公司细项成本中的动车组使用费、高铁运输能力保障费、路网使用费等为纳入清算体系项目。全网统一定价也具有行业价格管理属性，所有参与国家铁路运输的企业都参照执行。协商定价的项目中，如公司委托运输管理费、商务旅客服务费等，属于单一来源采购，无非关联方市场价格，由公司与受托铁路局集团协商确认。

表7：公司营业成本细项构成及收费标准

成本细项构成	内容项目	收费标准	定价方式
1 委托运输管理费	主要包含人工费用、动车组使用费(自2019年起，动车组使用费单独核算，不再包含在委托运输管理费中)、基础设施维护费用、车站直接费用等。	1.动车组列车服务费的综合单价为0.1329万元/千辆公里 2.基础设施设备维护与车站旅客服务费的综合单价北京局集团为221.31万元/营业公里，济南局集团为176.38万元/营业公里，上海局集团为215.68万元/营业公里 3.上述综合单价为2021年基准单价，此后22-24年协议期间每年增长6.275%	协商确定
2 动车组使用费	公司使用国铁集团及其下属运输企业动车组用于开行担当列车	时速300/350公里动车组8.69元/辆公里，时速200/250公里动车组7.53元/辆公里	清算定价
3 折旧支出	京沪高铁线路上房屋、建筑物、线路、电气化供电系统、信号设备、通信设备、运输起动设备、机械动力设备及仪器仪表的折旧	固定资产折旧方法采用年限平均法	-
4 能源支出	主要为保障列车运行、车站运营等使用电费支出，包括动车组运行牵引用电支出、车站生产用电支出、水费等，其中主要为动车组运行牵引用电支出	电费、水费标准收费	-
5 高铁运输能力保障费	向受托运输管理铁路局支付的保障费	以旅客运输收入、提供路网服务收入乘以4%分配至旅客运输成本、提供路网服务成本	清算定价
6 维管费	委托中铁电气化局集团对京沪高速铁路沿线电气化设备进行维护管理发生的费用支出	人力维修管理标准收费	-
7 商务旅客服务费	为商务旅客提供相应服务，车站和列车所产生的商务旅客服务费用	-	协商确定
8 路网使用费用	主要包括为开展旅客运输业务，其他铁路运输企业为公司提供路网服务所涉及的机车牵引费、售票服务费、接触网使用费、车站旅客服务等	-	清算定价
9 安全生产费	-	-	-
10 运输业务服务费	-	-	-
11 其他	主要包括接受服务支出、修理维护支出、专项清算支出、铁路公安经费、上交共同费用等	-	-

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

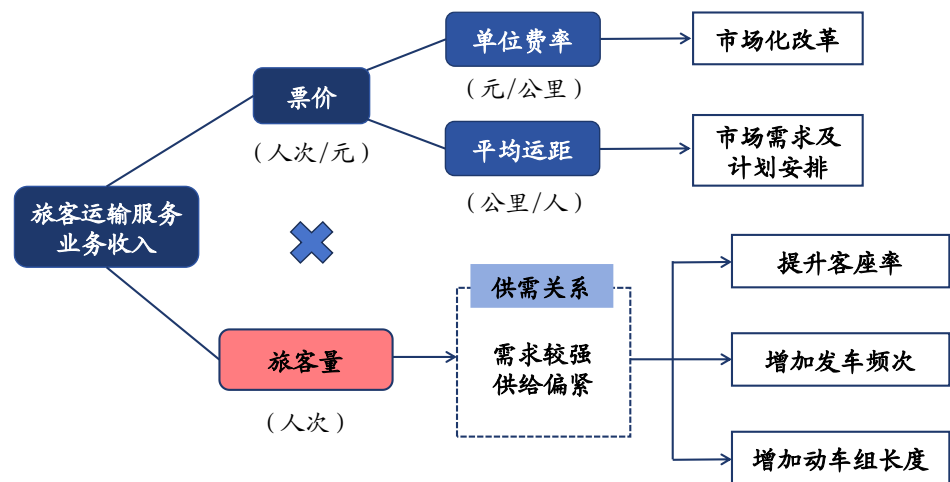
### 3 未来展望：票价市场化持续，运量仍有增长

#### 3.1 旅客运输业务：京沪黄金通道，量价有望双升

旅客运输业务收入取决于票价及旅客量情况，二者均有进一步提升的可能。

**票价端：**实行七档浮动票价，平均票价有望上行。单位客公里收入主要受票价实施机制影响，此前京沪高铁已在 2020 年 12 月底上调过一次票价，二等座全票价较之前上涨近 20%，但与主要竞争对手相比，仍有较为显著的价格优势。后续随着高铁票价市场化机制改革持续推进及大众人均收入提升、出行需求增加，票价可能会迎来进一步上涨。此外，由于铁路为多站运输而非点对点运输，因而平均运距也会受到市场需求及铁路公司计划安排等因素影响，进而出现一定变动。

图27：旅客运输业务收入增长来源



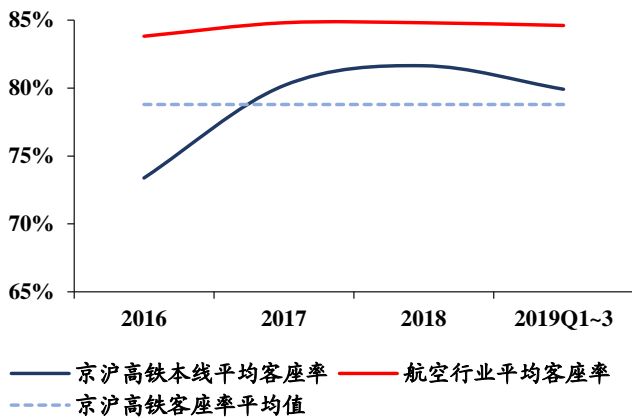
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**旅客量端：**可通过提升客座率、增加发车频次、增加加长列车车次等方式提升旅客量。

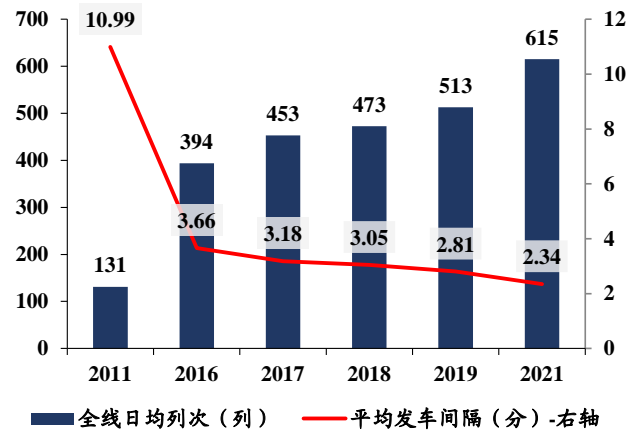
**1) 提升客座率：**目前京沪线高铁出行需求仍然较强，2019 年前客座率已经达到 80%，与航空客运行业平均客座率近 85%对比仍有一定差距。虽然高铁行业受限于多点运输，客座率存在隐形天花板，难以达到民航客运水平，但京沪高铁客座率还是存在一定上行空间。

**2) 增加发车频次：**当前京沪高铁发车最短间隔仅为 4 分钟，国内沪杭高铁 2010 年开通运营时设计时速为 350 公里，发车间隔为 3 分钟，京沪高铁列车追踪间隔有进一步压缩的空间，进而增加发车频次。从公司全线的日均发车列次情况看，2011 年至 2021 年，公司日均发车列次从 131 列增至 615 列，年均复合增速 16.7%。假设不考虑非重叠列车组，平均追踪间隔时间从 10.99 分缩减至 2.34 分，间隔时间有较明显下降。

**3) 增加动车组长度：**公司动车组列车型号存在长短编区别，最长动车组有 17 节，座位数从 1283 座到 1440 座不等，以 17 节动车组列车最少座位数 1283 座对比 16 节动车组列车最大座位数 1193 座，座位数增加了 90 座，提升了 7.5%；对比 8 节动车组列车最大座位数 613 座则增加了 670 座位数，增幅达到 109.3%。若此后公司进一步调整长短编动车组结构，动车组平均长度增加，运量有望进一步提升。

**图28：公司客座率已有较大提升，略低于航空客运客座率**


资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心  
 注：京沪高铁本线仅披露到19Q1~3客座率，此处航空客运客座率为2019年国内线客座率

**图29：2021年，公司日均发车列车次增至615列**


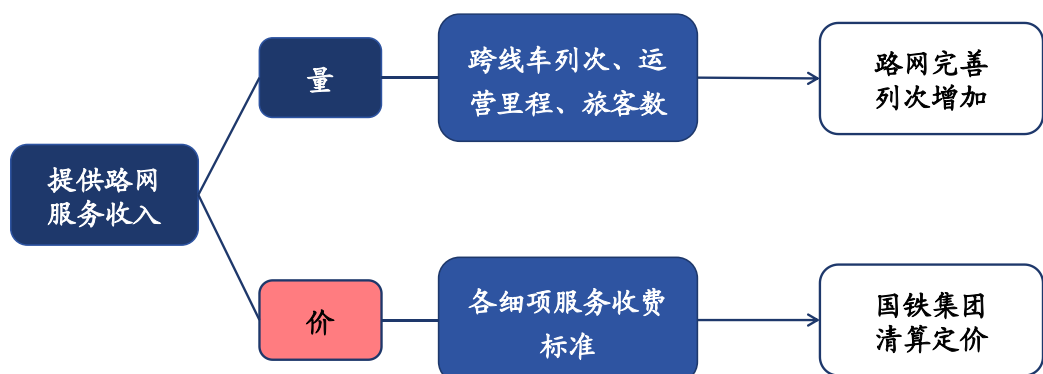
资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，国铁集团，信达证券研发中心  
 注：此处发车间隔计算假设全线列车均有路段重合，不考虑非重叠列车

### 3.2 提供路网服务业务：南北大通道价值提升，跨线车稳步增加

提供路网服务业务收入增长，我们预计主要依托于跨线列车车次、运营里程等量的提升。

**价：**由国铁集团定价，费率相对稳定。各细项业务收费标准参照国铁集团规定，清算单价较为稳定，上行空间有限。

**量：**跨线业务服务包含多种细项服务，跨线车周转量与跨线车列车次、运营里程正向相关。2016~2019年，公司本线跨线发车列车次均有增长，其中跨线车列车次增速快于本线车列车次，较本线车列车次倍数由2.6增至4.2，京沪线车次结构上跨线车占比逐渐增加。随路网逐步完善，公司本线跨线列车调整，跨线车列车次、运营里程等均有望增长，我们预计将带动路网服务业务量进一步增加。

**图30：提供路网业务收入增长来源**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.3 京福安徽：短期业绩承压，长期利润可期

**收购培育期铁路路段，扩大完善公司路网结构。**2020年，公司公开发行股票62.86亿股（占发行后总股本的比例不超过12.80%），募集资金总额306.74亿元，用于收购京福安徽公司65.0759%的股权；收购完成后，京福安徽成为公司的控股子公司。公司本次收购主要是扩大自身网络覆盖，优化路网结构；预期收购完成后，将加强公司与其余“八纵八横”主通道的连接，路网协同效应增强，从而进一步提升公司盈利能力。

**收购对象：京福安徽公司主营业务为高铁旅客运输，是合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段的投资、建设、运营主体。**

**1) 合蚌客专段：**收购时处于市场培育期，北起蚌埠市与京沪高铁在蚌埠南站接轨，南至合肥枢纽，沿途共有6个站点，营业里程约132公里，设计时速350公里/小时，于2012年10月16日正式开通运营。合蚌客专与合宁、合武铁路相连接，是京沪通道与沿江通道间快速连接线。

**2) 合福铁路安徽段：**收购时处于市场培育期，线路自安徽省合肥北城引出至合肥南站，沿途共设有12个站点，营业里程约388.6公里，设计时速350公里/小时，于2015年6月28日正式开通运营，合福铁路安徽段向北通过合蚌客专与京沪高铁连接，是京港（台）通道的重要组成部分。

**3) 商合杭铁路安徽段：**线路于2020年中旬开通，线路经安徽多地，下行终至浙江杭州，沿途共设有24个站点，营业里程约592公里，设计时速350公里/小时。商合杭高速铁路是客运专线网的重要干线和华东地区南北向的第二大客运通道，与沪昆通道相连接，是有效联系中原、江淮与长三角重要的交通干线。

**4) 郑阜铁路安徽段：**线路于2019年底开通，共设界首南站、临泉站、阜阳西站等3个车站，营业里程约69公里，设计时速350公里/小时。郑阜铁路与陆桥通道、京港澳通道相连，有利于完善中部地区铁路网布局，强化西北与华东地区快速客运通道。

图31：京福安徽公司管辖线路

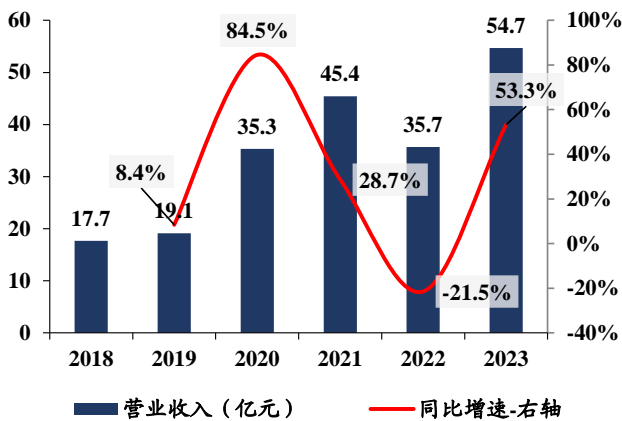


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**京福安徽业务模式：**公司本身不担当列车，仅提供路网服务，收入绝大部分来自于向其他铁路运输企业担当的列车收取的线路使用费、接触网使用费等，因而关联销售占比较高。同时，公司通过委托运输管理模式，委托铁路沿线铁路局集团对其运营路段进行运输管理，并支付相应关联采购费用。京福安徽公司的关联交易与公司同类交易的定价模式相同，关联采购价格也使用清算定价、全网统一定价及协商定价等方式。

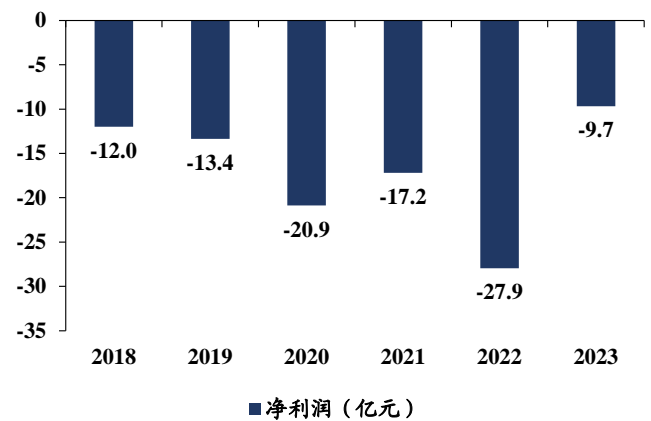
**京福安徽业绩表现：**公司京福安徽公司收入主要为提供路网业务服务收入，成本主要是相关委托运输管理费用及能源、折旧支出等。公司营业收入大体上稳步上升，2018~2023年营业收入从17.7亿元增至54.7亿元，年均复合增速+25.4%，收入增长较快。但公司利润端目前仍为亏损，前期主要是市场培育期，盈利仍需时间；2020至2022年则受到疫情因素影响，仍有较大亏损；2023年公司净利润已缩减至-9.7亿元，我们预计后续公司盈利回正加快，实现扭亏为盈。

图32：2023年，京福安徽公司营收为54.7亿元，同比+53.3%



资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心

图33：2023年，京福安徽公司归母净利润亏损收窄至-9.7亿元



资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，信达证券研发中心

## 4 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 130.54 亿元

**营收预测：**公司营业收入分为旅客运输业务收入、提供路网服务收入和其他收入。其中本线客票业务量价均有提升空间，跨线业务预计价格维稳，运量增加。最终我们预计，公司 2024-2026 年营业收入分别 443/473/504 亿元，同比分别+8.83%/+6.85%/+6.46%。

**1) 旅客运输业务收入（本线客票收入）：**价格方面，预计未来三年价格微增；旅客量方面，预计随发车频次增加、客座率提升、加长列车的增加等，旅客量保持一定增加。预计公司 2024~2026 年旅客运输收入分别 169/178/189 亿元，同比分别+5.24%/+5.07%/+6.11%；

**2) 提供路网服务收入（跨线业务收入）：**考虑到随路网建设完善，跨线列车车次有望增加。预计公司 2024~2026 年提供路网服务业务收入分别 270/291/311 亿元，同比分别+11.27%/+8.15%/+6.74%；

**3) 其他收入：**考虑到其他业务收入占比不足 2%影响较小，假设该部分收入相对稳定。

表8：公司营收拆分及预测表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19336	40683	44277	47311	50369
YOY	-34.02%	110.40%	8.83%	6.85%	6.46%
1 旅客运输业务收入	5096	16082	16925	17783	18870
YOY	-48.89%	215.58%	5.24%	5.07%	6.11%
2 提供路网服务收入	13876	24223	26953	29148	31114
YOY	-26.50%	74.57%	11.27%	8.15%	6.74%
3 其他收入	364	377	399	380	385
YOY	-20.18%	3.67%	5.77%	-4.75%	1.42%

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

**成本预测：**公司营业成本可拆分为委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出、能源支出、高铁运输能力保障费、维管费、商务旅客服务费等。其中委托运输管理费、动车组使用费、折旧支出及能源支出为最主要成本，四项合计约占总成本 90%；以 2019 年情况为例，以上四项成本分别占比为 23.17%、26.85%、22.08%、17.43%。

其中，委托运输管理费及动车组使用费主要受到本线运营情况影响；折旧支出主要为线路及配套建筑物设施等资产折旧；能源支出受到全线运营影响；高铁运输能力保障费按照营业收入一定比例计提。

最终我们预计，公司 2024-2026 年营业成本分别为 236/245/261 亿元，同比分别+6.92%/+4.01%/+6.26%。



利润预测：公司利润主要来自本线客票业务利润及跨线路网服务业务利润。

1)综合毛利率：经测算，最终预计2024-2026年公司综合毛利率分别46.75%、48.16%、48.26%，综合毛利率有望持续回升。

2)归母净利润：我们最终预计2024-2026年公司归母净利润分别130.54/144.02/155.81亿元，同比分别+13.06%、+10.33%、+8.19%。

表9：简易盈利预测表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19336	40683	44277	47311	50369
YOY	-34.02%	110.40%	8.83%	6.85%	6.46%
营业成本	16718	22052	23579	24524	26059
毛利率	13.54%	45.80%	46.75%	48.16%	48.26%
归母净利润	-576	11546	13054	14402	15581
YOY	-111.97%	2103.63%	13.06%	10.33%	8.19%

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

#### 4.2 估值方式：绝对估值与相对估值

根据前文盈利预测，我们预计公司2024-2026年实现归母净利130.54/144.02/155.81亿元，同比分别+13.06%、+10.33%、+8.19%，对应每股收益分别为0.27、0.29、0.32元，现价对应PE分别为19.94、18.07、16.70倍。

**绝对估值法：**考虑到公司可比公司较少、毛利率水平高且经营性净现金流较为稳定，我们预计公司长期业绩稳健，采用DCF方式进行估值。我们使用公司自由现金流量FCFF模型对京沪高铁进行估值，模型公式为 $FCFF = (\text{税后净利润} + \text{利息费用} + \text{非现金支出}) - \text{营运资本增加} - \text{资本性支出}$ 。公司价值则为预期FCFF的现值，即：公司价值  $P = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF^t}{(1+WACC)^t}$

其中，WACC为加权平均资本成本，Kd为债务资本成本，Ke为股权资本成本，Wd为债务资本比重，T为所得税税率。

表10：DCF关键假设说明

估值假设	假设值	假设说明
过渡期增长率	1.5%	预期公司未来经营增长较稳定，增速保持稳健
永续期增长率	1.0%	在过渡期增长率基础上适当下浮
贝塔值β	0.7	参考历史β值
无风险利率Rf	2.3%	参考中债国债到期收益率（10年期）平均值
市场预期收益率Rm	8.0%	参考沪深300指数历史收益率情况假设
股权成本Ke	6.29%	$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$
债务成本Kd	4.50%	参考公司短期、中长期贷款情况，对应贷款利率近五年人民币短期、中长期贷款利率（5年）平均值
所得税税率T	25.0%	参考公司历史所得税税率情况假设
加权平均资本成本WACC	5.80%	$WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$

资料来源：iFind，信达证券研发中心

根据以上核心假设，公司加权平均资本成本 WACC=5.80%，永续期增长率 1%，最终可计算出 FCFF 估值模型下，公司总价值为 3981 亿元，其中总股权价值为 3245 亿元，对应每股价值为 6.61 元。

此外，对 FCFF 模型进行敏感型分析，假设永续增长率 g 及 WACC 按照 0.5% 变动，则京沪高铁对应的 FCFF 估值结果也会有相应变动，对应每股价值区间在 5.42~8.41 元。

表11: FCFF 预测及估值结果 (截至 2024.9.18)

单位: 百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
FCFF	20,372	17,850	18,822	19,105	19,391	19,682	19,977	20,277	20,581	20,890
预测期现值		38,239						-		
过渡期现值							98,668			
永续期现值	261,176									
<b>企业价值</b>	<b>398,082</b>									
加: 非核心资产价值	6214									
减: 付息债务	56922									
减: 少数股东权益	22898									
<b>总股权价值 (百万元)</b>	<b>324,476</b>	<b>总股本 (百万股)</b>	<b>49106</b>	<b>每股价值 (元/股)</b>	<b>6.61</b>					

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

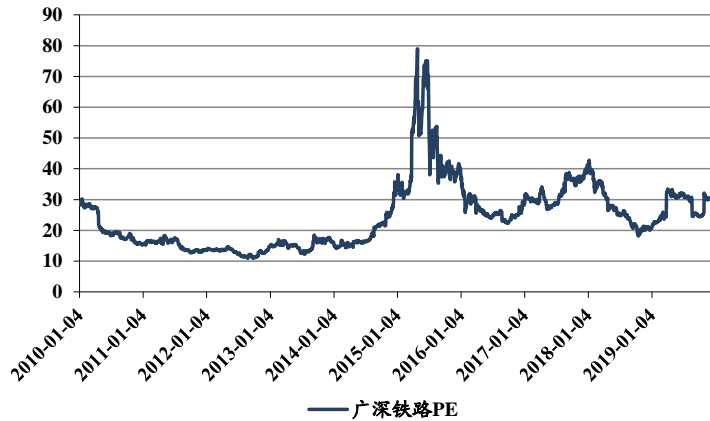
表12: 京沪高铁的 FCFF 估值敏感型分析, 对应每股价值情况 (单位: 元)

永续增长率 g/WACC	4.30%	4.80%	5.30%	5.80%	6.30%	6.80%	7.30%
-0.50%	7.47	6.60	5.88	5.28	4.77	4.32	3.94
0.00%	8.20	7.17	6.34	5.65	5.07	4.57	4.15
0.50%	9.12	7.87	6.88	6.08	5.42	4.86	4.39
1.00%	10.32	8.76	7.56	6.61	5.84	5.20	4.66
1.50%	11.95	9.91	8.41	7.26	6.34	5.60	4.99
2.00%	14.29	11.48	9.52	8.07	6.97	6.09	5.38
2.50%	18.24	14.04	11.33	9.45	8.06	7.00	6.15

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**相对估值法:** 将京沪高铁公司与广深铁路相对比, 剔除疫情影响, 广深铁路历史估值看, 2009~2019 年十年 PE 平均值约 24.5 倍, 2017~2019 年三年 PE 均值约 29.4 倍。考虑到京沪高铁票价、本跨线列车车次仍有较大提升空间, 公司业务成长性较强, 业绩有望较快增长。我们认为当前京沪高铁合理估值可在 22 至 25 倍, 对应公司合理市值为 2872~3263 亿元。

图34：广深铁路 2010~2019 年间平均 PE 为 24.5 倍



资料来源：iFind，信达证券研发中心

#### 4.3 投资评级：首次覆盖给予“增持”评级

京沪高铁为国内铁路客运上市公司龙头，公司高铁线路连接北京、上海两地，沿线覆盖众多省会重点城市及交通枢纽，区位优势明显，客运需求旺盛。未来随着票价市场化持续推进以及旅客量、列车量的进一步增加，公司客票业务及路网服务业务收入均有望持续增长，公司业绩预期仍有较大增长空间。

根据 FCFE 模型的估值情况，公司企业价值为 3981 亿元，其中股权价值为 3245 亿元；相对估值情况看，公司合理市值在 2872~3263 亿元。综合绝对估值和相对估值情况考虑，预计公司合理市值区间在 2872~3245 亿元，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

## 5 风险因素

- 1、宏观经济波动风险：**宏观经济下行，公商务及休闲旅客出行需求可能降低，进而影响铁路旅客运输人数，进而影响公司整体业绩。
- 2、清算政策调整风险：**公司提供路网服务收入的多项细项收入及部分成本细项的收费标准由国铁集团清算定价。随着生产要素价格水平提高、路网服务质量提升、行业特点及供求关系变化，国铁集团清算项目、清算范围、清算价格可能出现调整，进而对公司经营业绩产生一定影响。
- 3、委托管理风险：**公司与沿线相关铁路局、中铁电气化局集团签署了委托管理协议，服务单价逐年增长。若未来营业收入的增长不能覆盖上述成本的增加，可能导致公司经营业绩下滑。同时也可能出现受托方不能继续提供服务、不能按照约定的方式提供服务、服务质量不达标等不利变化。
- 4、行业竞争加剧风险：**公司与公路客运、航空客运等运输方式存在差异化竞争，若后续公路路网持续扩张完善、航空客运服务质量不断提高，或影响旅客出行方式选择。
- 5、京福安徽运量增长不及预期：**公司后续跨线业务列车量增长主要源自京福安徽，若相关路网路段列车量增长不及预期，可能影响公司后续收入提升。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,049</b>	<b>14,421</b>	<b>15,056</b>	<b>17,283</b>	<b>24,494</b>
货币资金	5,339	12,903	13,477	15,525	22,561
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	249	982	959	1,051	1,119
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他	461	535	619	707	814
<b>非流动资产</b>	<b>282,496</b>	<b>277,799</b>	<b>272,713</b>	<b>268,152</b>	<b>263,876</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	223,797	218,847	213,994	209,315	204,986
无形资产	57,860	58,376	58,056	58,136	58,216
其他	839	575	662	701	674
<b>资产总计</b>	<b>288,545</b>	<b>292,220</b>	<b>287,769</b>	<b>285,436</b>	<b>288,370</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,303</b>	<b>14,736</b>	<b>15,574</b>	<b>13,264</b>	<b>11,228</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	799	1,594	3,275	2,384	1,810
其他	8,504	13,142	12,299	10,880	9,418
<b>非流动负债</b>	<b>71,962</b>	<b>59,573</b>	<b>46,584</b>	<b>38,594</b>	<b>35,094</b>
长期借款	71,334	58,941	45,941	37,941	34,441
其他	628	631	643	653	653
<b>负债合计</b>	<b>81,266</b>	<b>74,308</b>	<b>62,158</b>	<b>51,858</b>	<b>46,322</b>
少数股东权益	23,282	22,941	22,812	22,957	23,115
归属母公司股东权益	183,997	194,970	202,799	210,620	218,934
<b>负债和股东权益</b>	<b>288,545</b>	<b>292,220</b>	<b>287,769</b>	<b>285,436</b>	<b>288,370</b>

会计年度	单位:百万				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,336	40,683	44,277	47,311	50,369
同比(%)	-34.0%	110.4%	8.8%	6.9%	6.5%
归属母公司净利润	-576	11,546	13,054	14,402	15,581
同比(%)	-112.0%	2103.6%	13.1%	10.3%	8.2%
毛利率(%)	13.5%	45.8%	46.7%	48.2%	48.3%
ROE%	-0.3%	5.9%	6.4%	6.8%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.01	0.24	0.27	0.29	0.32
P/E	—	22.54	19.94	18.07	16.70
P/B	1.41	1.33	1.28	1.24	1.19
EV/EBITDA	40.02	12.52	11.62	10.41	9.46

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>19,336</b>	<b>40,683</b>	<b>44,277</b>	<b>47,311</b>	<b>50,369</b>
营业成本	16,718	22,052	23,579	24,524	26,059
营业税金及附加	2	139	142	170	181
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	791	802	797	994	1,108
研发费用	5	11	9	14	10
财务费用	2,905	2,365	2,166	1,685	1,396
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	38	0	44	2	2
<b>营业利润</b>	<b>-1,047</b>	<b>15,314</b>	<b>17,629</b>	<b>19,926</b>	<b>21,616</b>
营业外收支	2	-5	3	2	2
<b>利润总额</b>	<b>-1,045</b>	<b>15,309</b>	<b>17,632</b>	<b>19,928</b>	<b>21,618</b>
所得税	507	4,102	4,708	5,381	5,880
<b>净利润</b>	<b>-1,552</b>	<b>11,207</b>	<b>12,924</b>	<b>14,547</b>	<b>15,738</b>
少数股东损益	-976	-338	-129	145	157
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-576</b>	<b>11,546</b>	<b>13,054</b>	<b>14,402</b>	<b>15,581</b>
EBITDA	7,804	23,605	25,778	27,624	29,080
EPS(当年)(元)	-0.01	0.24	0.27	0.29	0.32

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	<b>6,801</b>	<b>21,081</b>	<b>22,979</b>	<b>21,863</b>	<b>23,221</b>
净利润	-1,552	11,207	12,924	14,547	15,738
折旧摊销	5,946	5,926	5,980	6,011	6,066
财务费用	3,094	2,587	2,360	1,887	1,629
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-676	1,367	1,712	-590	-210
其它	-11	-6	4	8	-2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,099</b>	<b>-1,113</b>	<b>-890</b>	<b>-1,448</b>	<b>-1,788</b>
资本支出	-1,099	-1,490	-897	-1,448	-1,788
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	378	6	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9,281</b>	<b>-12,404</b>	<b>-21,515</b>	<b>-18,368</b>	<b>-14,396</b>
吸收投资	0	0	-5	0	0
借款	-5,202	-12,393	-13,000	-8,000	-3,500
支付利息或股息	-5,560	-3,277	-7,839	-8,468	-8,896
<b>现金流净增加额</b>	<b>-3,578</b>	<b>7,564</b>	<b>574</b>	<b>2,048</b>	<b>7,036</b>

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。