

京沪高铁 (601816)

证券研究报告

2024年07月02日

客运业务挖掘潜力，路网服务贡献成长

京沪高铁：中国高铁核心资产

公司主要经营铁路运输业务，按产品可分为客运业务和路网服务两大业务。公司拥有京沪高速铁路和京福安徽公司下辖的合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段共 2500km 铁路，均为设计时速 350km/h 的高标准高速铁路，是我国东部高铁大动脉和“八纵八横”高铁网重要组成部分。

客运业务：高峰期运力仍有提升空间，浮动票价释放潜在需求

公司客运业务收入来自于京沪高铁本线上开行的动车组列车，公司委托沿线铁路局为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款。京沪高铁具备高时速、高准点率、近市区三重优势。1)量：本线旅客运送量增长遭遇瓶颈，客运业务收入增长缓慢，其主要原因是跨线列车开行数量的增加导致本线区间旅客分流。我们认为在上座率高的高峰时段仍可通过增加长编组列车占比、提速等方式增加运力供给，满足高峰期旅客的溢出需求。2)价：随着我国高铁动车票价市场化改革持续推进，京沪高铁票价总体呈上涨趋势，浮动票价机制的实行使得乘客需求通过价格机制得到有效引导，可释放淡季旅客出行的潜在需求。

路网服务：新建线路接入持续引流，京福安徽盈利在望

路网服务业务是指其他铁路运输企业担当的列车在京沪高铁及子公司京福安徽控制的高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用的业务。1)量：跨线列车开行量的快速增长使得公司路网服务收入增长强劲，京福安徽线路列车运行里程增速快于京沪高铁跨线列车运营里程成为公司业务新的增长点。新建交叉线路的接入为公司带来业绩增量，未来虽会有平行线路建成通车但总体分流效应小于引流。2)价：国铁集团掌握路网服务收费标准定价权，调价频率低，预计短期内不会调价。

首次覆盖，给予“增持”评级。

我们预计 2024-2026 年京沪高铁收入分别为 429.9/454.9/482.3 亿元，同比增长 5.7%/5.8%/6.0%；归母净利润 132.6/147.7/164.1 亿元，同比增长 14.8%/11.4%/11.1%；对应 EPS 分别为 0.27、0.30、0.33 元/股，PE 分别为 20x、18x、16x。基于 PEG 估值，公司对应目标价为 6.07 元/股，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济风险；政策法规风险；运输安全风险；新增线路分流影响；空铁竞争加剧风险；跨线列车开行量不及预期；公司所涉仲裁尚未裁决风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,335.66	40,682.74	42,990.62	45,488.66	48,225.11
增长率(%)	(34.02)	110.40	5.67	5.81	6.02
EBITDA(百万元)	7,760.83	23,609.28	24,999.46	26,746.81	28,661.58
归属母公司净利润(百万元)	(576.16)	11,545.54	13,257.32	14,769.97	16,407.05
增长率(%)	(111.96)	(2,103.87)	14.83	11.41	11.08
EPS(元/股)	(0.01)	0.24	0.27	0.30	0.33
市盈率(P/E)	(461.95)	23.05	20.08	18.02	16.22
市净率(P/B)	1.45	1.37	1.32	1.27	1.23
市销率(P/S)	13.77	6.54	6.19	5.85	5.52
EV/EBITDA	43.14	13.47	13.32	11.97	10.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	5.42 元
目标价格	6.07 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	49,106.48
流通 A 股股本(百万股)	49,106.48
A 股总市值(百万元)	266,157.15
流通 A 股市值(百万元)	266,157.15
每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	24.67
一年内最高/最低(元)	5.65/4.63

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
邹嫒	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《京沪高铁-季报点评:盈利收窄，业绩修复可期》2022-05-07
- 《京沪高铁-半年报点评:国内疫情恢复较好，铁路客运供需双升》2021-09-05
- 《京沪高铁-半年报点评:疫情冲击逐步修复，不改长期投资价值》2020-08-29

内容目录

1. 京沪高铁：中国高铁核心资产	4
1.1. 公司坐拥高铁黄金路产，主营客运业务和路网服务	4
1.2. 公司业务受疫情冲击明显，23 年营收利润强劲反弹	5
1.3. 成本结构相对稳定，并购后折旧支出和财务费用上升	6
2. 客运业务：高峰期运力仍有提升空间，浮动票价释放潜在需求	8
2.1. 东部高铁大动脉，速度服务优势兼具	8
2.2. 量：供给仍有提升空间，需求因跨线分流增长乏力	10
2.3. 价：票价改革先锋，浮动票价灵活调节供需	11
3. 路网服务：新建线路接入持续引流，京福安徽盈利在望	13
3.1. 坐镇高铁要道，收入成长加速	13
3.2. 量：接入线路引流，平行线路分流，引流大于分流	14
3.3. 价：国铁集团掌握定价权，调价频率低	16
4. 盈利预测与公司估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司股权架构图（截至 2024Q1）	4
图 2：公司管辖线路示意图	4
图 3：2016-2023 年公司营业收入构成（亿元）	5
图 4：公司营业收入及同比增速（亿元）	5
图 5：公司归母净利润及同比增速（亿元）	5
图 6：公司毛利率	6
图 7：公司客运业务收入与本线旅客运送量高度相关	6
图 8：公司路网服务收入与路网服务列车运行里程高度相关	6
图 9：公司营业成本弹性小于营业收入	6
图 10：公司期间费用以财务费用、管理费用为主（亿元）	6
图 11：公司成本结构	7
图 12：公司资产负债情况（亿元）	8
图 13：公司折旧支出（亿元）	8
图 14：京沪高铁线路图	9
图 15：2018 年京沪高铁沿线车站旅客发送量（万人次）	9
图 16：公司本线旅客运送量（万人次）	10
图 17：公司客运业务收入（亿元）	10
图 18：2016-2019 年京沪高铁全线与本线列车旅客运送量对比	11
图 19：京沪高铁主要区段高峰时段平均客座率均高于低峰时段	11
图 20：公司路网服务收入（亿元）	13

图 21: 京福安徽公司营收及净利润 (亿元)	14
图 22: 公司路网服务列车运行里程.....	14
图 23: 京沪高铁二线 (京沪辅助通道) 走向示意图	15
图 24: 京雄商高铁雄商段示意图	15
表 1: 委托运输管理模式下公司成本端结算标准	7
表 2: 京沪高铁沿线主要城市高铁站距市中心距离普遍小于同城机场	10
表 3: 高铁动车票价改革部分政策	12
表 4: 京沪高铁历次调价	12
表 5: 京沪高铁不同车次票价对比 (2024 年 5 月 22 日)	13
表 6: 公司控制的高速铁路一览表	13
表 7: 京沪高铁目前主要接入线路	14
表 8: 2024-2025 年京沪高铁即将接入的线路	15
表 9: 路网服务项目收费标准	16
表 10: 2024-2026 年公司营业收入预测 (亿元)	17
表 11: 2024-2026 年公司营业成本假设 (亿元)	18
表 12: 可比公司估值 (可比公司盈利预测来自 wind 一致预期)	18

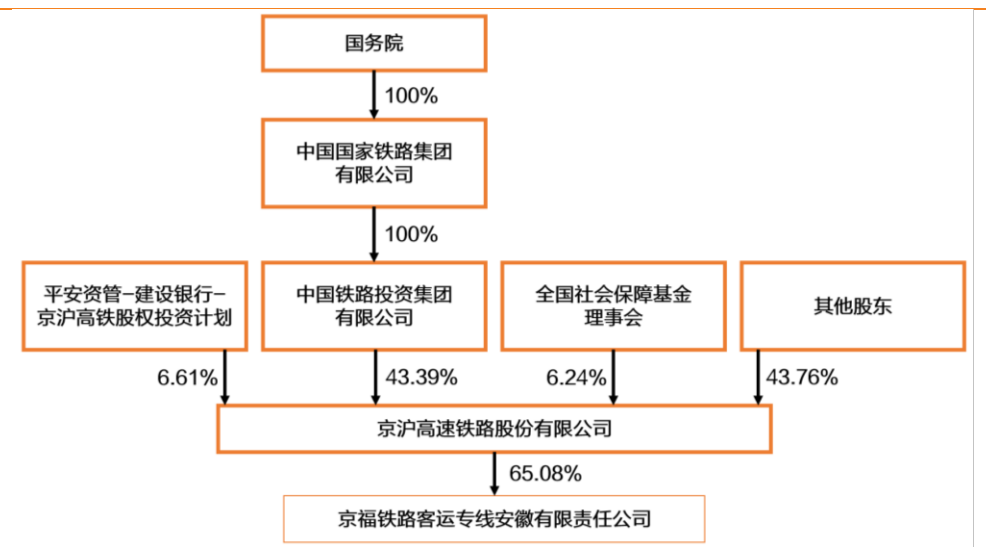
1. 京沪高铁：中国高铁核心资产

1.1. 公司坐拥高铁黄金路产，主营客运业务和路网服务

京沪高速铁路股份有限公司是京沪高铁及沿线车站的投资、建设、运营主体，公司控股子公司京福安徽公司是合蚌客专、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。公司于 2008 年 1 月由中国铁投、平安资管、社保基金、上海申铁等股东共同发起成立；2008 年 4 月，京沪高铁全线开工；2011 年 6 月，京沪高铁正式开通运营。2020 年 1 月，公司在上海证券交易所挂牌上市，同月，公司收购原由上海局集团和铁路发展基金部分所持的京福安徽公司 65.08% 的股权。

截至 24 年 Q1，中国铁路投资集团持有公司 43.39% 的股权，为公司的第一大股东，实际控制人为中国国家铁路集团。

图 1：公司股权结构图（截至 2024Q1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要运营京沪高速铁路、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，其中京沪高铁、合蚌客专等高铁线路区位优势明显，均为设计时速 350km/h 的高标准线路。1) 京沪高速铁路：铁路全长 1318km，纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，全线设 24 个车站，连接“京津冀”、“长三角”、“山东半岛”三大城市群，沿线区域经济活跃、人口密度大、城市化程度高，串联的主要交通枢纽为我国东部地区的人流归集与疏散的交通要冲。2) 京福安徽公司所辖线路（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）主要位于安徽省境内，是长三角一体化示范区的重要交通支撑，处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，连接上海、南京、杭州、合肥等长三角主要城市，具有良好的客流基础。

图 2：公司管辖线路示意图



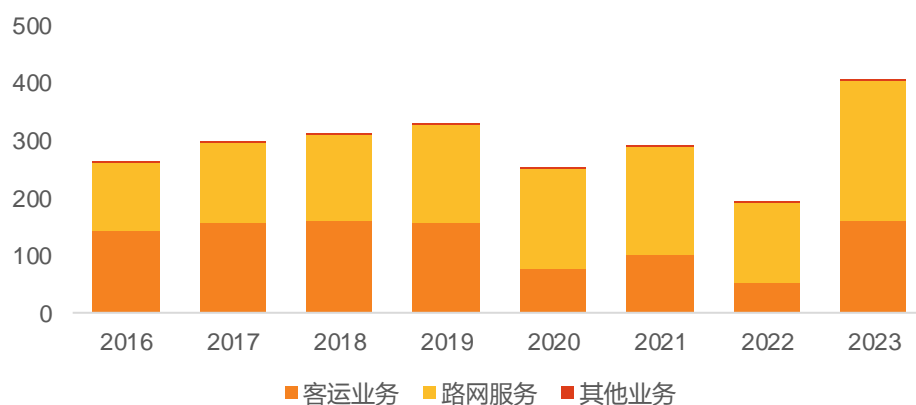
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要经营铁路运输业务，按产品可分为客运业务和路网服务两大业务。公司采用委托运输管理模式，委托沿线的铁路局集团对所辖高铁线路进行运输管理，并将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理。

- **客运业务：**京沪高铁本线上开行的动车组列车由京沪高铁公司担当，并取得担当收入，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。受托铁路局集团向公司提供动车组使用服务并提供相应的动车组司机、动车组乘务人员，为公司担当的列车提供服务，公司向受托铁路局集团支付相关动车组使用费及动车组列车服务费，其中动车组列车服务费包含在委托运输管理费中核算。
- **路网服务：**其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路和京福安徽公司下辖的4条高铁线路上运行时，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。

客运业务以及路网服务两大业务贡献公司主要收入来源，2023年，客运业务、路网服务分别实现营业收入160.82亿元、242.23亿元，占营业总收入的39.53%、59.54%。随着公司对京福安徽公司的并购和新建高铁线路的陆续接入，路网服务收入的占总营业收入的比例提升明显，从16年的45.4%增至23年的59.5%，已成为公司主要的业务增长点。

图 3：2016-2023 年公司营业收入构成（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司业务受疫情冲击明显，23 年营收利润强劲反弹

疫情影响消退，公司业务重回增长轨道。2020年前，公司收入和利润均保持稳健增长，营业收入、归母净利润2015-2019年CAGR分别为8.90%、16.05%，毛利率也保持在40%以上的高水平且逐年上升。2020-2023年，公司业务受疫情严重冲击，尤其是2022年京沪高铁沿线地区疫情反复使得当年营业收入相比19年下降41.30%，净利润由正转负。2023年，随着疫情防控优化，公司营业收入、归母净利润强劲反弹，营业收入同比增长110.40%至406.83亿元，创历史新高；归母净利润115.46亿元比19年略低，我们认为主要受收购的京福安徽公司仍未扭亏拖累；毛利率45.80%，基本恢复至疫情前水平。

图 4：公司营业收入及同比增速（亿元）

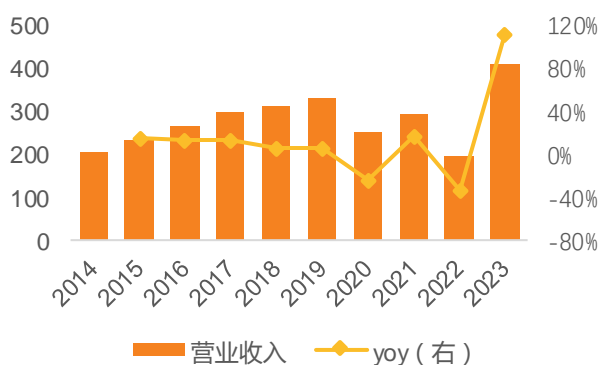


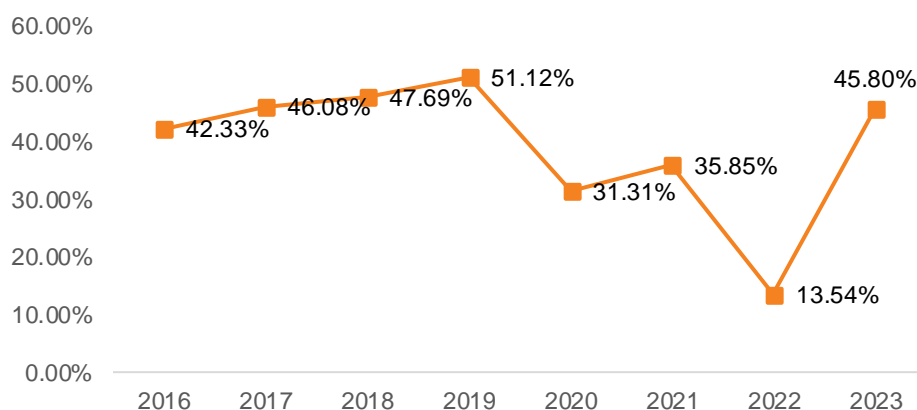
图 5：公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

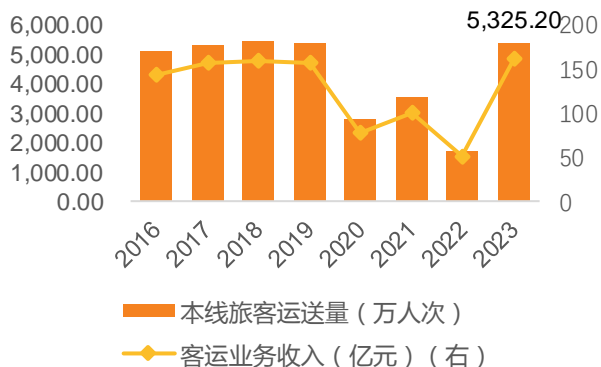
图 6: 公司毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

本线运输业务受疫情影响较大, 路网服务业务受影响相对较小。与 2019 年相比, 公司 2022 年的客运业务收入和路网服务收入分别下降 67.43% 和 18.46%, 两大业务收入下降的差异一方面是由于京沪高铁沿线地区当年受疫情冲击更大, 另一方面则是公司的路网服务收入与列车的上座率相关性较低, 主要与列车开行量有关。公司的客运业务收入与本线旅客发送量具有强相关性, 路网服务收入与路网服务列车运行里程 (含京沪高铁跨线列车运行里程和京福安徽公司管辖线路列车运行里程) 具有强相关性。2023 年, 客运业务收入恢复至 19 年的 102.79%, 路网服务收入恢复至 19 年的 142.34%, 客运业务增长遇瓶颈, 路网服务收入显成长。

图 7: 公司客运业务收入与本线旅客发送量高度相关



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 公司路网服务收入与路网服务列车运行里程高度相关



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 成本结构相对稳定, 并购后折旧支出和财务费用上升

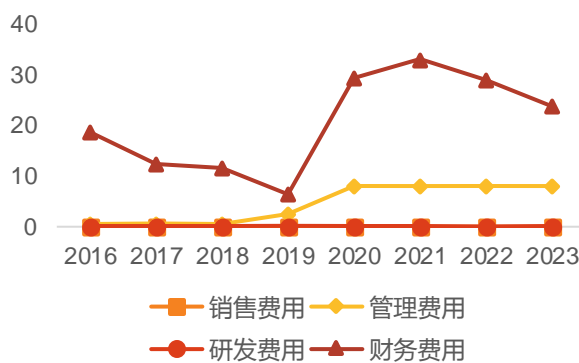
公司营业成本增速相对缓慢, 营业成本弹性小于营业收入。2016-2023 年公司营业成本年均复合增速 5.52%, 小于营业收入的年均复合增速 6.45%, 收入增长快于成本, 利润空间逐步释放。2020 年收购京福安徽公司后, 公司的财务费用、管理费用显著提高, 2020 年起年管理费用保持在 8 亿元左右, 财务费用在 2021 年达到 33.07 亿元后逐年下降, 这主要得益于公司结合存量资金状况提前归还银行贷款, 采取“借低还高、借新还旧”方式降低融资成本, 减少了公司利息支出。

图 9: 公司营业成本弹性小于营业收入

图 10: 公司期间费用以财务费用、管理费用为主 (亿元)



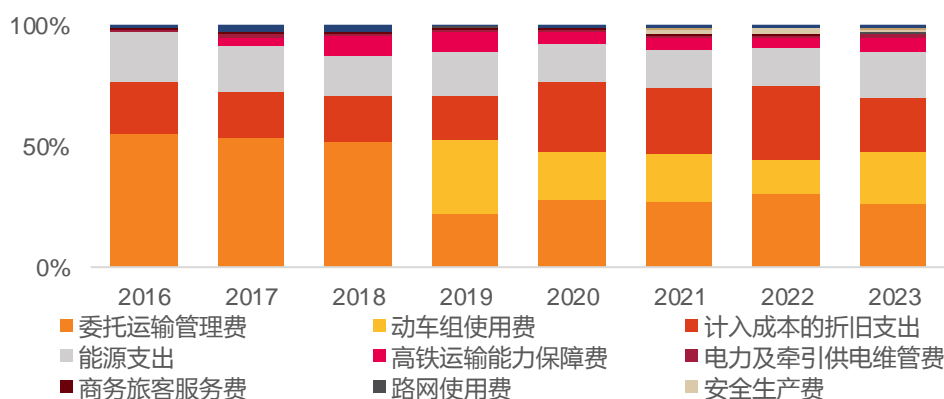
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

业务的稳定性使得公司成本结构较为稳定。公司营业成本可分为两大类：1) 较为稳定的成本，包括委托运输管理费（除动车组费用等）、计入成本的折旧支出、基础设施设备维护等；2) 变动成本，包括动车组费用、电费、水费、高铁运输能力保障费等，其中，高铁运输能力保障费用与公司的营业收入呈正比关系，列车开行数量以及客座率对高铁运输能力保障费用都会产生直接影响；电费、动车组费用主要与列车开行数量相关，与客座率的相关性较小，因此列车开行数量会对上述变动成本产生直接影响。2023年，公司的前五大成本依次为委托运输管理费、计入成本的折旧支出、动车使用费、能源支出和高铁运输能力保障费，分别占总成本的26.39%、22.73%、20.98%、18.35%、6.33%。

图 11: 公司成本结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 2016年至2018年, 动车组使用费包含在委托运输管理费中; 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。

表 1: 委托运输管理模式公司成本端结算标准

成本项目	类别	结算标准
计入成本的折旧支出	固定成本	固定资产折旧采用年限平均法
供电电力维管支出	固定成本	由公司与中铁电气化局集团根据牵引供电、电力设施的构成和维修工作量, 通过市场化方式协商确定
基础设施设备维护与车站旅客服务费	变动成本	北京局、济南局、上海局集团 2019 年基准单价分别为为 186.03、146.02、178.55 万元/营业公里, 2020-2021 每年增长 6.5%, 2022 年起每年增长 6.275%
动车组使用费	变动成本	含税清算单价为: 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

动车组列车服务费 变动成本 0.1329 万元/千辆公里, 以 2021 年度单价为基数, 自 2022 年度起每年在上一年度结算单价 (不含税) 的基础上增长 6.275%

能源支出 变动成本 电费: 公司电力采购价格主要根据政府主管部门批准的电价确定, 公司积极开展大用户直购电交易, 有效降低了电力采购费用; 水费: 公司不同供应商的供水单价均依据当地物价部门规定的价格执行, 同一供应商不同年度的供水单价按照物价部门调价文件执行; 蒸汽费: 蒸汽基准价格由政府物价部门审核确定

安全生产费 变动成本 按照公司上年实际营业收入的 1.5% 平均按月提取

商务旅客服务费 变动成本 商务座旅客人均服务费用标准 (含人工费、餐饮食品、服务备品、消耗品、税金) 为 100 元, 按 VIP 车站服务 25 元、VIP 列车服务 75 元分劈。“G” 字头动车组列车特等座、一等座旅客人均服务费用标准为 15 元。即商务旅客服务费=VIP 列车服务费+VIP 车站服务费, 其中: ①VIP 列车服务费=商务座实际乘车人数×75 元+“G” 字头动车组列车特等座和一等座实际乘车人数×15 元; ②VIP 车站服务费=商务座候车人数×25 元

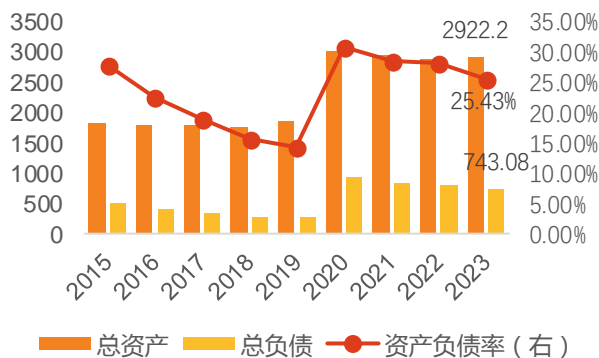
高铁运输能力保障服务费 变动成本 运输业务收入的 4%

务费

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

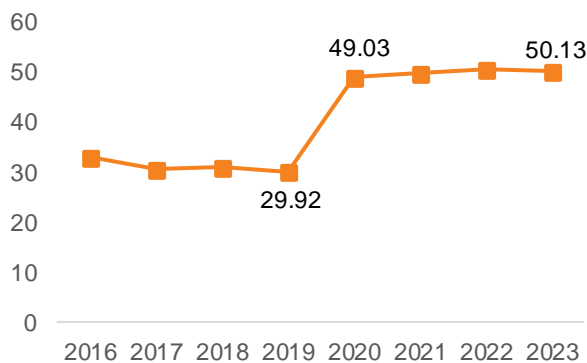
收购京福安徽后, 公司迎第二财务周期。2020 年京福安徽公司并表后, 公司总资产、总负债明显上升, 资产负债率在 15-19 年连续 5 年下降后由 19 年的 14.25% 跃升至 20 年的 30.71%, 后随着负债的逐步清偿重启下降趋势。公司固定资产折旧采用年限平均法, 其中线路的路基和客专的折旧年限为 100 年、建筑物的折旧年限一般为 50 年。受大量固定资产并入影响, 公司年折旧支出由 19 年的 29.92 亿元增长至 20 年的 49.03 元, 后一直保持在 50 亿元/年左右。

图 12: 公司资产负债情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 公司折旧支出 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 口径为计入成本的折旧

2. 客运业务: 高峰期运力仍有提升空间, 浮动票价释放潜在需求

2.1. 东部高铁大动脉, 速度服务优势兼具

公司客运业务收入来自于京沪高铁本线上开行的动车组列车, 公司委托沿线铁路局为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款。京沪高速铁路北起北京南站、南至上海虹桥站, 全程途径北京、天津、上海 3 大直辖市和河北、山东、安徽、江苏 4 省, 沿线省市经济发达、人口稠密, 所经区域人口占全国的 26.7%, 所经 24 座城市中城区人口 100 万以上的达 11 座, 客流基础雄厚。以 2024 年 6 月 4 日 (周二, 工作日) 为例, 当日京沪高铁本线全程 (北京南站-上海虹桥/上海站) 开行列车 42 列, 出发时刻覆盖早 6:20 至晚 19:00, 耗时最短的 G21 次全程历时仅 4 时 18 分。

京沪高铁具备高时速、高准点率、近市区三重优势。京沪高铁设计目标时速为 350 公里/小时，目前常态化按时速 350 公里高标运营。京沪高铁沿线主要车站距离所在城市的中心城区相较机场普遍更近，在从具体出发地至出发站、从到达站至具体目的地的时空距离上具有显著优势。此外，高铁的正点率较高，根据铁路总公司的消息，自“复兴号”动车组在京沪高铁率先按时速 350 公里商业运营以来，其始发、终到正点率分别达 98.7%、94.0%，高正点率提升了高铁对于时间敏感性强的商务人士的吸引力。

在服务品质方面，京沪高铁同样具有优势。2020 年 12 月 24 日起，铁路部门在京沪高铁、成渝高铁的部分车次首次试点“静音车厢”服务。“静音车厢”内列车广播的音量较低，乘坐“静音车厢”的旅客应自觉在车内保持安静。“静音车厢”产品的推出提供了差异化的旅途服务，满足了追求安静的旅客的需求，提升了高铁运营服务品质。

表 2：京沪高铁沿线主要城市高铁站距市中心距离普遍小于同城机场

城市	高铁站	高铁站与市中心 直线距离	机场	机场与市中心 直线距离
北京	北京南站	5.1km	首都机场/ 大兴机场	24.8km/ 44.3km
济南	济南西站	11.1km	遥墙机场	27.6km
南京	南京南站	8.3km	禄口机场	35.3km
上海	上海站/ 上海虹桥站	2.9km/ 15.2km	虹桥机场/ 浦东机场	13.4km/ 32.8km

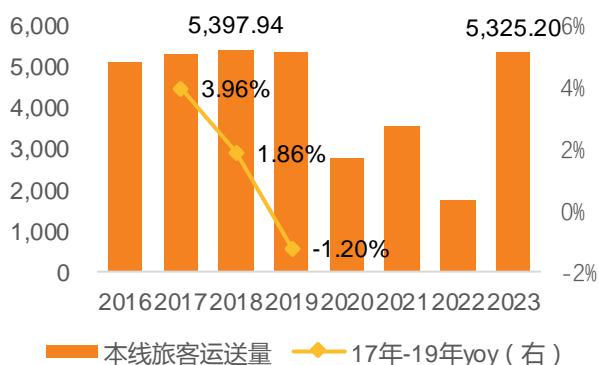
资料来源：高德地图，天风证券研究所

注：北京市中心位置选取天安门，济南市中心位置选取趵突泉景区，南京市中心位置选取新街口，上海市中心位置选取人民广场。

2.2. 量：供给仍有提升空间，需求因跨线分流增长乏力

京沪高铁本线旅客运送量增长遭遇瓶颈，客运业务收入增长缓慢。2017-2019 年本线列车旅客运送量增速逐年下滑，2023 年的本线列车旅客运送量 5325.20 万人次也未超过疫情前高点 2018 年的 5397.94 万人次，7 年复合年均增长率仅 0.63%。客运业务收入自 2016 年的 141.89 亿元增至 2023 年的 160.82 亿元，7 年复合年均增长率仅 1.81%。运力并非制约客运业务收入增长的主要因素，2016-2018 年本线列车客座率分别为 73.4%、80.2%、81.6%，本线运力均有剩余。

图 16：公司本线旅客运送量（万人次）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司客运业务收入（亿元）

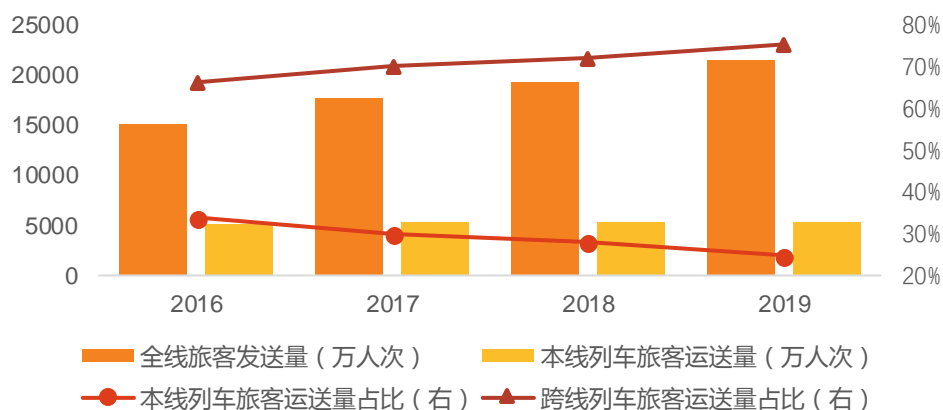


资料来源：wind，天风证券研究所

京沪高铁本线客运业务需求增长乏力的主因是跨线列车开行数量的增加导致本线区间旅客分流。2016-2019 年，京沪高铁全线旅客发送量由 1.51 亿人次增长至 2.15 亿人次，复合年均增长率达 12.62%；而本线列车旅客运送量由 5098 万人次增长至 5333 万人次，复合年均增长率仅 1.52%，本线旅客发送量的占比由 33.9% 下降至 24.8%。这说明京沪高铁沿线地区旅客的高铁出行需求增长依然迅猛，但主要的本线/跨线出行增量需求均被跨线列车所

承接。

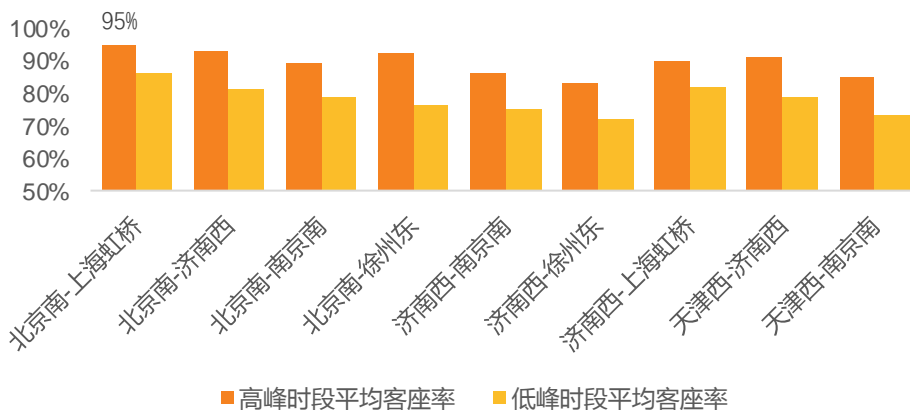
图 18：2016-2019 年京沪高铁全线与本线列车旅客运送量对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

尽管跨线列车的大量开行占用京沪高铁通过能力导致增开本线列车较为困难，但仍可通过增加长编组列车占比、提速等方式增加高峰期时刻的运力供给，满足高峰期旅客的溢出需求。京沪高铁主要区段高峰时段平均客座率均高于低峰时段，北京南-上海虹桥、北京南-济南西、北京南-徐州东等区段高峰时段平均客座率均超过 90%，若在高峰期时刻增加运力投放，预计将有效满足高峰时段旅客出行的潜在需求，显著提高公司客运业务收入。2019 年 1 月 5 日，17 节编组超长版“复兴号”动车组首次在京沪高铁投入运营，超长版“复兴号”全长 439.9 米，定员 1283 人，载客能力较 16 辆编组提高了 7.5%。此外，运营时速 400km/h 的 CR450 动车组样车将在 2024 年内下线，CR450 动车组的车体重量、运行阻力、能耗指标均低于 CR400 动车组，制动性能和牵引效率均优于 CR400 动车组，若 CR450 动车组未来在京沪高铁投入运营，有望进一步提升公司客运业务的竞争力。

图 19：京沪高铁主要区段高峰时段平均客座率均高于低峰时段



资料来源：《京沪高速铁路列车运行组织优化研究》刘小龙，天风证券研究所

2.3. 价：票价改革先锋，浮动票价灵活调节供需

高铁动车票价市场化改革持续推进。从 2016 年以后，高铁动车定价机制开始采用公布票价和执行票价的方案。由中国铁路总公司客运部制定铁路客运全票价格及浮动范围，铁路运输公司根据市场在规定幅度内确定执行价。2017 年，铁总基于地区经济发展、人流量、可替代交通工具情况，首次在东南沿海高铁调价。不同线路、同一样路不同时段的票价调整幅度不一，整体执行票价根据各车次的客流状况呈现差异化，有涨有降。此后，各地铁路局集团陆续开始优化调整高铁动车票价，基本的思路均为建立灵活定价机制和浮动折扣策略。

表 3：高铁动车票价改革部分政策

时间	政策
2007	规定了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，如二等座票为每公里 0.2805 元，可上下浮动 10%
2015.12	从 2016 年 1 月 1 日起，对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200 公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节
2017.4	中国高铁将第一次跨省调价。东南沿海时速 200~250 公里的动车组高铁（D 字头）列车部分车票将调整，执行票价是根据各车次的客流状况呈现差异化，有涨有降。
2018.3	自 2018 年 4 月 28 日起，对 28 条城际铁路部分动车组列车票价，实行不同形式、不同幅度的折扣优惠，最大折扣幅度由前期试点的 10% 提高到 20%；
2018.5	从 2018 年 7 月 5 日起，对 6 段线路上运行时速 200-250 公里的高铁动车组公布票价进行优化调整，铁路相关企业可根据情况在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度 6.5 折，执行票价有升有降
2019.11	包括中国铁路上海局集团公司、成都局集团公司、兰州局集团公司、广州局集团公司、南宁局集团公司等，均发布消息对所属高铁动车组列车执行票价优化调整。以上海局集团公司为例，涉及 400 多趟列车，最大折扣幅度 5.5 折，总体上是有所升有降。
2020.10	自 12 月 23 日起，对京沪高铁、成渝高铁运行时速 300~350 公里高铁动车组列车进行票价优化调整，改变固定执行票价方法，建立灵活定价机制，执行票价有所升有降
2023.4	2023 年 5 月 30 日起，沪宁、宁杭、胶济、南广、柳南等多条高铁线路票价优化调整，建立灵活定价机制，实行有所升有降、差异化的折扣浮动策略，执行票价有所升有降。
2024.5	自 6 月 15 日起，对京广高铁武广段、沪昆高铁沪杭段、沪昆高铁杭长段、杭深铁路杭甬段上运行的时速 300 公里及以上动车组列车公布票价进行优化调整，实行浮动票价。以沪昆高铁沪杭段为例，上海虹桥-杭州东二等座 6 月 15 日起公布票价为 87 元，较目前的公布票价 73 元，上涨约 19.18%。

资料来源：中国交通报公众号，中国政府网，中国铁路公众号，南京发布公众号，12306，澎湃新闻公众号，高铁管家公众号等，天风证券研究所

京沪高铁票价总体呈上涨趋势。2011 年 6 月开通时，京沪高铁全程（北京南站至上海虹桥站）商务座、一等座、二等座的固定票价为 1750 元、935 元、555 元。2020 年 12 月起，京沪高铁实行浮动票价机制，目前，商务座、一等座、二等座实际执行最高票价为公布票价 2318 元、1060 元、662 元，分别比刚开通时上涨 32.5%、13.4%、19.3%。

表 4：京沪高铁历次调价

时间	票价政策	具体措施
2011 年 6 月开通 -2020 年 12 月	单一固定票价	开通时，北京南至上海虹桥的商务座、一等座、二等座的固定票价为 1750、935、555 元。因《铁路旅客意外伤害强制保险条例》在 2013 年 1 月取消，京沪高铁票价同步下调 2 元， 三种席位的固定票价调整为 1748 元、933 元、553 元。
2020 年 12 月 -2021 年 6 月	浮动票价第一阶段 (五档浮动票价)	自 2020 年 12 月 23 日起，京沪高铁首次采用浮动票价机制，票价从高到低分为五档，根据旅行时间和客座率等因素确定具体票价。 以商务座和二等座为例，这一阶段实际执行的最高第一档票价为 1998 元、二等座 598 元，较旧版固定票价上浮 14%、8%；浮动票价的上下限分别为商务座 1748 元、二等座 498 元，较旧版固定票价下浮 0%、10%。
2021 年 6 月至今	浮动票价第二阶段 (七档浮动票价)	2021 年 6 月 25 日，随全国铁路调图，京沪高铁同时开始实施七档浮动票价。 实际执行的第一档最高票价上浮至公布票价，全程二等座票价由 598 元提升至 662 元，涨幅约 10.7%。

资料来源：公司公告，中国新闻网，12306，环球网等，天风证券研究所

浮动票价机制是一种接近市场化的定价模式，即根据市场状况，区分季节、日期、时段、席位等因素，以公布票价为基准建立灵活定价机制，实行有所升有降、差异化的折扣浮动策略。浮动票价模式可以在保障乘客需求的同时实现资源优化配置，使得乘客需求通过价格机制得到有效引导，出行旺季可以利用高额定价策略，在满足刚性出行需求的同时减少部分不必要的弹性出行需求，淡季时则可以通过降低票价的方式，吸引更多的人去乘坐高铁，

使客流得到有效调节，避免资源浪费，以有效挖掘淡季的需求潜力。以 2024 年 5 月 22 日（周三，工作日）为例，耗时较长、时刻较早或较晚的车次票价折扣力度较大，耗时较短、时刻适中的车次票价折扣力度较小或无折扣。

表 5：京沪高铁不同车次票价对比（2024 年 5 月 22 日）

车次	发站/到站	发时/到时	耗时	票价（二等/一等/商务座）	折扣力度
G159	北京南-上海虹桥	17:19-23:18	5 时 59 分	526/884/1748	7.6 折-8.4 折
G143	北京南-上海虹桥	14:08-20:07	5 时 59 分	598/1006/1998	8.7 折-9.5 折
G23	北京南-上海	18:00-22:43	4 时 43 分	631/1042/2172	9.3 折-9.8 折
G7	北京南-上海虹桥	10:00-14:35	4 时 35 分	662/1060/2318	无折扣

资料来源：12306，天风证券研究所

3. 路网服务：新建线路接入持续引流，京福安徽盈利在望

3.1. 坐镇高铁要道，收入成长加速

路网服务业务是指其他铁路运输企业担当的列车在本公司及子公司控制的高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用的业务。目前，京沪高速铁路和京福安徽公司管辖的合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段均为公司提供路网服务的高铁线路，公司合计控制高速铁路约 2500km，均为设计时速 350km/h 的高标准高速铁路。

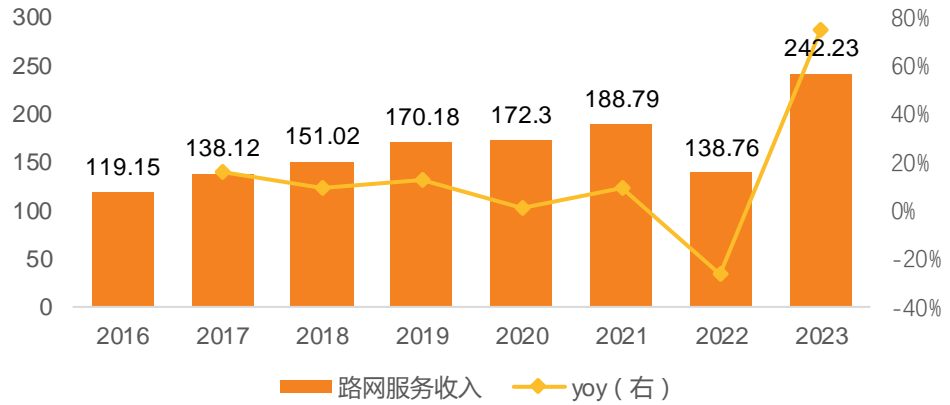
表 6：公司控制的高速铁路一览表

线路名称	运营里程	通车时间	设计时速	途径省份	连接高铁通道
京沪高速铁路	1318km	2011 年	350km/h	北京市、河北省、天津市、山东省、安徽省、江苏省、上海市	-
合蚌客专	132km	2012 年	350km/h	安徽省	京沪通道、沿江通道
合福铁路安徽段	389km	2015 年	350km/h	安徽省	京港台通道
商合杭铁路安徽段	592km	2019 年商合段、2020 年合湖段	350km/h	安徽省	沪昆通道
郑阜铁路安徽段	69km	2019 年	350km/h	安徽省	陆桥通道、京港澳通道

资料来源：公司公告，中国政府网，天风证券研究所

公司路网服务收入增长强劲，京福安徽公司并入助力成长。2016-2023 年，公司提供路网服务收入由 119.15 亿元增长至 242.23 亿元，7 年复合年均增长率 10.67%，增速远高于客运业务收入的 1.81%。这一方面源于跨线列车开行量的快速增长，一方面则来自于京福安徽公司下辖的 4 条线路为公司增加了 1182km 的路网服务里程，大幅增厚了公司开展路网服务业务的资产。

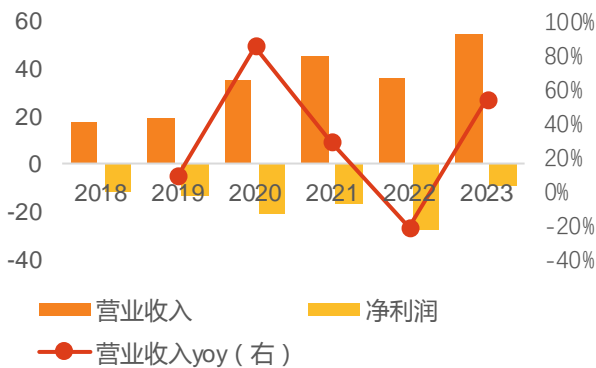
图 20：公司路网服务收入（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

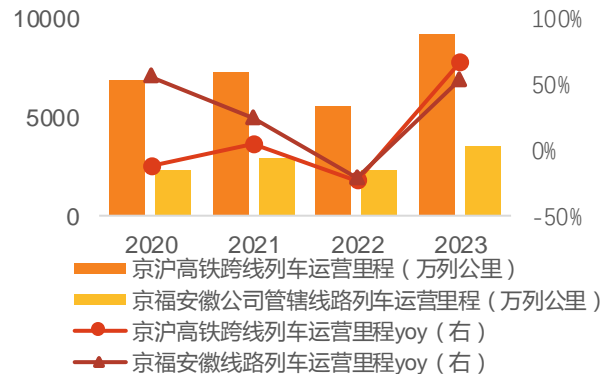
京福安徽公司仍面临亏损，线路列车运行里程增速快于本线。在商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段陆续投用之下，京福安徽公司营业收入由2018年的17.66亿元增长至2023年的54.68亿元，7年间增长了约2倍，亏损有所收窄。京福安徽公司管辖线路列车运营里程由2020年的2364.5万列公里增长至2023年的3559.5万列公里，其3年复合年均增速14.61%，总体快于京沪高铁跨线列车运营里程的增速10.00%。我们预计随着京福安徽线路列车运营里程的持续增长，京福安徽公司有望在近年扭亏为盈。

图 21: 京福安徽公司营收及净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 22: 公司路网服务列车运行里程



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2. 量：接入线路引流，平行线路分流，引流大于分流

京沪高铁所属的京沪通道作为我国“八纵八横”高铁网的重要组成部分与众多其他铁路相连接，这些交叉线路的接入构成了京沪高铁跨线列车的开行来源。自京沪高铁开通以来，已有胶济、合宁、沪杭、合蚌、津秦、宁杭、宁安、郑徐、石济、日兰、徐盐、徐连、济郑、沪宁沿江高铁等多条主要铁路线陆续接入，大量跨线列车经京沪高铁驶入北京、上海铁路枢纽，京沪高铁已经成为我国东部地区名副其实的高铁大动脉。根据公开新闻报道，未来两年，沪苏湖、石衡沧港等高铁线路预计建成通车并接入，有望助推京沪高铁跨线列车开行量增长。

表 7: 京沪高铁目前主要接入线路

接入线路	接入车站	通车时间	设计时速
胶济客运专线	济南西站	2008年	200km/h
合宁铁路	南京南站	2008年	250km/h
沪杭高速铁路	上海虹桥站	2010年	350km/h
合蚌客运专线	蚌埠南站	2012年	350km/h

津秦高速铁路	天津西站	2013年	350km/h
宁杭高速铁路	南京南站	2013年	350km/h
宁安高速铁路	南京南站	2015年	250km/h
郑徐高速铁路	徐州东站	2016年	350km/h
石济高速铁路	德州东站	2017年	250km/h
日兰高速铁路	曲阜东站	2019年	350km/h
徐盐客运专线	徐州东站	2019年	250km/h
徐连高速铁路	徐州东站	2021年	350km/h
济郑高速铁路	济南西站	2023年	350km/h
沪宁沿江高速铁路	南京南站	2023年	350km/h

资料来源：中国政府网，新华网，中国新闻网，天风证券研究所

表 8：2024-2025 年京沪高铁即将接入的线路

接入线路	接入车站	预计通车时间	设计时速
沪苏湖高铁	上海虹桥站	2024年	350km/h
石衡沧港城际铁路	沧州西站	2025年	250km/h

资料来源：澎湃新闻，中国政府网，天风证券研究所

新建成的平行高铁线路将可能会对既有高铁线路的跨线列车造成分流，影响公司的路网服务收入。在京沪高铁的平行线路中，京沪高铁二线、沪宁沿江高铁和京雄商高铁具有代表性，其总体上分流影响不大，部分线路还可实现引流：

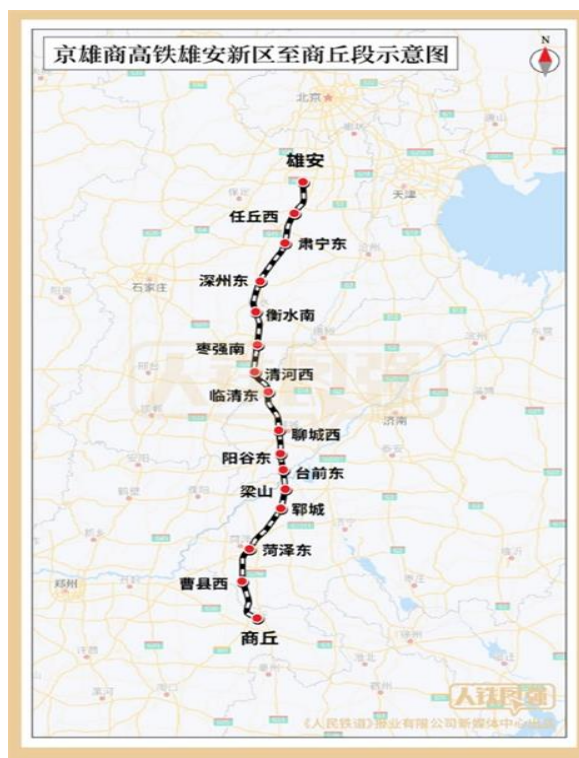
- **京沪高铁二线：**京沪高铁二线实际是由多条已经建成或规划建设的线路组成，包含已通车的京津城际、徐盐高铁、连镇高铁、沪苏通铁路，和建设中或已获批的津潍高铁、潍宿高铁、北沿江高铁等，这些线路设计时速 200-350km/h 不等，部分路段的速度等级低于京沪高铁。除起终点城市外，京沪高铁二线和京沪高铁服务的地区并不相同，其并未途径济南、南京等省会城市，而选择经过东营、潍坊、临沂等地级市和泗阳、郯城、五莲等县，定位更偏“辅助”，与实现中心城市间快速通达的京沪高铁不构成同质竞争关系。且京沪高铁二线全线计划竣工时间是 2027 年，其在近期不会对京沪高铁造成影响。
- **沪宁沿江高铁：**沪宁沿江高铁已于 2023 年通车，与京沪高铁上海-南京段大体平行，但其主要途径江阴、张家港、常熟、太仓等苏南经济发达县市，与京沪高铁沪宁段覆盖地区有较大差异。沪宁沿江高铁在南京南站接入京沪高铁，对京沪高铁有一定引流作用。
- **京雄商高铁：**京雄商高铁北起北京、南至河南商丘，雄安至商丘段预计 2026 年竣工，其与京沪高铁北京-徐州段大体平行。京雄商高铁是“八纵八横”高铁网京港（台）通道的重要组成部分，其途径的雄安、衡水、聊城、菏泽等城市与京沪高铁覆盖地区有明显差异。京雄商高铁将在商丘接入京福安徽公司下辖的商合杭高铁，对公司管辖线路起到引流作用。

图 23：京沪高铁二线（京沪辅助通道）走向示意图

图 24：京雄商高铁雄商段示意图



资料来源：新京报，天风证券研究所



资料来源：国铁集团官网，天风证券研究所

商合杭高铁开通后，京沪高铁的徐蚌瓶颈得到有效缓解。原先京沪高铁徐州至蚌埠段为满负荷运营状态，商合杭高铁商合段开通后，由河南、陕西、甘肃等中西部地区驶来的动车组列车可经由商合杭高铁进入合肥及长三角地区，既增加了京福安徽公司路网服务的收入，又为京沪高铁增开本线/跨线列车打开了空间。

3.3. 价：国铁集团掌握定价权，调价频率低

国铁集团负责铁路行业运输收入清算和收入进款管理，具有公司路网服务收入项目的定价权。路网服务收入项目的收费标准在 2017 年 7 月对线路使用服务和车站旅客服务进行了一次提价，后沿用至今。鉴于路网服务收费标准的调整频次较低，我们预计近期相关收费标准不会进行调整。

表 9：路网服务项目收费标准

收入项目	京沪高铁公司适用的单价	
	2017 年 7 月至今	2017 年 6 月及之前
线路使用服务收入	特一类特别繁忙线路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；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	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
车站旅客服务收入	繁忙客运车站第一档的高速动车组票价列车车站旅客服务费清算标准为 8 元/人，第二档清算标准为 9 元/人，其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）	5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）
售票服务费	旅客票价收入的 1%	
车站上水服务	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	
接触网使用服务收入	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	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与公司估值

收入假设：

➢ 客运业务：

1) **本线旅客运送量**：本线客运量已基本趋于稳定，假设 24-26 年增长率延续 16-23 年 7 年 CAGR0.63%的水平；2) **人均票价**：假设浮动票价实行后平均票价继续小幅上涨，故假设 24-26 年人均票价增长率延续 16-23 年 7 年 CAGR1.17%的水平。

➢ 路网服务业务：

京沪高铁跨线列车：23 年京沪跨线列车运行里程占公司总路网服务列车运行里程的 72.11%，按比例换算成收入约 174.68 亿元，取京沪高速铁路路网服务收入 16-23 年 7 年 CAGR5.62%，鉴于徐蚌瓶颈得到缓解，京沪高铁大部分区段仍有增开跨线列车的空间，故假设 24-26 年京沪高铁跨线列车运行里程延续每年 5.62%的增长率。

京福安徽线路列车：京福安徽公司管辖线路列车运营里程 20-23 的 3 年复合增速约为 14.61%，考虑到京福安徽线路仍处于产能爬坡期，故假设 24-26 年京福安徽线路列车运行里程每年增加 15%。

路网服务价格：因 2017 年以来路网服务收费标准未调整，故假设 24-26 年平均路网服务收入延续 23 年水平不变。

表 10：2024-2026 年公司营业收入预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	193.36	406.83	429.91	454.89	482.25
YOY	-34.02%	110.40%	5.67%	5.81%	6.02%
客运收入	50.96	160.82	163.73	166.69	169.70
YOY	-48.89%	215.58%	1.81%	1.81%	1.81%
本线旅客运送量（万人次）	1722.60	5325.20	5358.75	5392.51	5426.48
yoy	-51.19%	209.14%	0.63%	0.63%	0.63%
人均票价（元）	295.83	302.00	305.53	309.11	312.72
yoy	4.72%	2.08%	1.17%	1.17%	1.17%
路网服务收入	138.76	242.23	262.18	284.20	308.55
YOY	-26.50%	74.57%	8.24%	8.40%	8.57%
路网服务列车运行里程（万列公里）	7853.80	12763.90	13815.11	14975.48	16258.66
yoy	-22.94%	62.52%	8.24%	8.40%	8.57%
京沪高铁跨线列车运行里程（万列公里）	5538.30	9204.40	9721.69	10268.05	10845.11
yoy	-23.61%	66.20%	5.62%	5.62%	5.62%
京福安徽线路列车运行里程（万列公里）	2315.50	3559.50	4093.43	4707.44	5413.55
yoy	-21.29%	53.72%	15.00%	15.00%	15.00%
平均路网服务收入（元/列公里）	176.68	189.78	189.78	189.78	189.78
yoy	-4.62%	7.41%	0.00%	0.00%	0.00%
其他收入	3.64	3.77	4.00	4.00	4.00

YOY -20.18% 3.67% 6.10% 0.00% 0.00%

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

2023 年，公司客运业务收入已恢复至疫情前水平，路网服务收入因京福安徽公司的并入已远超疫情前水平。随着京沪高铁本线潜在需求的逐步挖掘和京福安徽公司运能的逐步释放，公司盈利能力或将继续提升。成本方面，假设能源支出等变动成本随列车开行数量的增加而增加，折旧支出等固定成本基本保持不变，委托运输管理费的结算单价每年增长 6.275%，动车组使用费在不增开车次的假设下保持不变，高铁运输能力保障费占公司运输业务收入的固定比例，其他业务成本占营业收入的比例假设维持 23 年水平。经假设，公司的营业收入增速将快于营业成本增速，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 46.63%、47.82%、49.01%。

表 11：2024-2026 年公司营业成本假设（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本	167.18	220.52	229.45	237.37	245.92
占营业收入比	86.46%	54.20%	53.37%	52.18%	50.99%
委托运输管理费	50.64	58.20	61.85	65.73	69.86
占营业收入比	26.19%	14.31%	14.39%	14.45%	14.49%
动车组使用费	23.62	46.27	48.00	48.00	48.00
占营业收入比	12.22%	11.37%	11.17%	10.55%	9.95%
折旧支出	50.41	50.13	50.13	50.13	50.13
占营业收入比	26.07%	12.32%	11.66%	11.02%	10.39%
能源支出	26.64	40.46	42.99	45.49	48.23
占营业收入比	13.78%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
高铁运输能力保障费	6.18	13.95	14.32	15.15	16.06
占营业收入比	3.20%	3.43%	3.33%	3.33%	3.33%
其他业务成本	9.69	11.51	12.16	12.87	13.64
占营业收入比	5.01%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
毛利率	13.54%	45.80%	46.63%	47.82%	49.01%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

综上，我们预计 2024-2026 年京沪高铁收入分别为 429.9/454.9/482.3 亿元，同比增长 5.7%/5.8%/6.0%；归母净利润 132.6/147.7/164.1 亿元，同比增长 14.8%/11.4%/11.1%；对应 EPS 分别为 0.27、0.30、0.33 元/股，PE 分别为 20x、18x、16x。

我们选取广深铁路、大秦铁路作为可比公司，广深铁路业务类型和京沪高铁相似，均包含客运及路网清算业务，但其高铁相关业务较少；大秦铁路主要货运，业务类型有别于京沪高铁。考虑到公司线路资产具备明显的区位优势，京沪高铁本线基于量价逻辑仍具备成长空间，路网收入有望保持高速增长，我们预计京福安徽公司扭亏在即，且公司是我国目前唯一以高速铁路运营为主业的上市公司，我们参考广深铁路 2024 年 PEG 估值 2.12x，保守给予公司 24 年 2 倍 PEG 估值，对于目标股价 6.07 元，给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值（可比公司盈利预测来自 wind 一致预期）

公司 名称	公司 代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE				PEG 2024E
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
广深铁路	601333	3.33	0.15	0.18	0.20	0.21	22.29	18.28	16.50	15.50	2.12
大秦铁路	601006	7.08	0.79	0.65	0.66	0.69	10.60	11.11	10.83	10.43	3.48
京沪高铁	601816	5.42	0.24	0.27	0.30	0.33	23.05	20.08	18.02	16.22	1.79

资料来源：wind，天风证券研究所

注：1) 数据日期截至 2024 年 7 月 1 日；2) PEG 2024E 选取的利润增速为 2024-2026 年复合增速

5. 风险提示

宏观经济风险。铁路运输业是与宏观经济发展状况密切相关的行业，如果未来宏观经济景气度下降，可能会对本公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

政策法规风险。行业相关的法律法规和产业政策可能会进行相应的调整，这些变化给公司未来的业务发展和经营业绩带来一定的不确定性。

运输安全风险。恶劣天气、机械故障、人为差错以及其他不可抗力事件等都可能对公司的运输安全造成不利影响。

新增线路分流影响。京沪高铁是公司重要的客运收入来源，如果新增线路对于公司京沪高铁旅客的分流超出预期，将对公司业绩产生不利影响。

空铁竞争加剧风险。若航空和铁路运输企业竞争加剧，机票价格长期低于铁路票价，可能会造成铁路客流流失，对公司业绩产生不利影响。

跨线列车开行量不及预期。路网服务收入是公司重要的收入来源，若跨线列车开行量不及预期，将对公司收入产生不利影响。

公司所涉仲裁尚未裁决风险。公司涉及马克斯博格建筑有限公司（申请人）诉本公司经营纠纷仲裁。2018年1月10日，博格公司因经营纠纷向中国国际经济贸易仲裁委员会递交《仲裁申请书》，截至2023年年报，本案尚未进入裁决阶段。本案涉及金额4.28亿元，如果裁决方案判定申请人胜诉，将对公司业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,339.37	12,903.16	10,433.08	23,773.49	35,354.60
应收票据及应收账款	248.89	982.18	387.63	930.48	533.95
预付账款	0.02	0.31	0.01	0.26	0.07
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	461.02	535.02	928.47	315.06	1,035.50
流动资产合计	6,049.31	14,420.66	11,749.20	25,019.30	36,924.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	223,797.49	218,847.49	215,553.29	212,176.52	208,694.45
在建工程	85.87	171.51	171.51	171.51	171.51
无形资产	57,859.74	58,376.42	57,653.46	56,930.49	56,207.53
其他	752.64	403.64	660.38	605.55	556.53
非流动资产合计	282,495.74	277,799.06	274,038.64	269,884.07	265,630.01
资产总计	288,545.05	292,219.73	285,787.83	294,903.37	302,554.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	799.21	1,593.54	625.43	1,758.36	747.01
其他	8,363.96	12,801.65	10,182.67	10,999.23	11,697.15
流动负债合计	9,163.16	14,395.19	10,808.10	12,757.59	12,444.16
长期借款	71,333.97	58,941.11	50,000.00	50,000.00	50,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	628.15	631.46	633.70	631.10	632.09
非流动负债合计	71,962.11	59,572.58	50,633.70	50,631.10	50,632.09
负债合计	81,265.34	74,308.17	61,441.80	63,388.69	63,076.25
少数股东权益	23,282.26	22,941.09	22,746.90	22,530.56	22,290.25
股本	49,106.48	49,106.48	49,106.48	49,106.48	49,106.48
资本公积	122,596.16	122,596.16	122,596.16	122,596.16	122,596.16
留存收益	12,138.84	23,124.36	29,753.02	37,138.00	45,341.53
其他	155.97	143.47	143.47	143.47	143.47
股东权益合计	207,279.71	217,911.55	224,346.03	231,514.68	239,477.88
负债和股东权益总计	288,545.05	292,219.73	285,787.83	294,903.37	302,554.13

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,552.29)	11,207.31	13,257.32	14,769.97	16,407.05
折旧摊销	5,936.02	5,919.10	5,961.37	6,059.35	6,156.95
财务费用	3,094.32	2,586.74	1,879.78	1,570.26	1,267.66
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,077.26)	2,723.43	(1,412.79)	1,406.24	(999.21)
其它	400.34	(1,355.89)	(388.37)	(432.68)	(480.64)
经营活动现金流	6,801.12	21,080.70	19,297.31	23,373.13	22,351.81
资本支出	2,521.63	1,568.10	1,941.96	1,962.22	1,950.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,620.21)	(2,680.69)	(3,886.17)	(3,921.83)	(3,902.84)
投资活动现金流	(1,098.58)	(1,112.59)	(1,944.20)	(1,959.62)	(1,951.91)
债权融资	(6,680.01)	(11,620.04)	(13,388.71)	(904.46)	(855.58)
股权融资	(424.96)	(5,492.79)	(6,434.48)	(7,168.64)	(7,963.21)
其他	(2,175.75)	4,708.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(9,280.72)	(12,404.32)	(19,823.19)	(8,073.10)	(8,818.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,578.18)	7,563.79	(2,470.08)	13,340.41	11,581.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,335.66	40,682.74	42,990.62	45,488.66	48,225.11
营业成本	16,717.71	22,051.95	22,945.14	23,736.93	24,591.59
营业税金及附加	2.04	138.53	146.39	154.89	164.21
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	791.11	802.08	847.58	896.83	950.78
研发费用	4.63	11.23	13.43	12.55	13.90
财务费用	2,905.09	2,365.43	1,879.78	1,570.26	1,267.66
资产/信用减值损失	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(37.92)	(0.21)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1,046.98)	15,313.72	17,158.31	19,117.21	21,236.98
营业外收入	3.96	0.03	3.08	2.36	1.82
营业外支出	1.95	4.79	2.78	3.18	3.58
利润总额	(1,044.97)	15,308.96	17,158.60	19,116.39	21,235.22
所得税	507.32	4,101.64	4,289.65	4,779.10	5,308.80
净利润	(1,552.29)	11,207.31	12,868.95	14,337.29	15,926.41
少数股东损益	(976.13)	(338.22)	(388.37)	(432.68)	(480.64)
归属于母公司净利润	(576.16)	11,545.54	13,257.32	14,769.97	16,407.05
每股收益(元)	(0.01)	0.24	0.27	0.30	0.33

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-34.02%	110.40%	5.67%	5.81%	6.02%
营业利润	-116.77%	-1562.65%	12.05%	11.42%	11.09%
归属于母公司净利润	-111.96%	-2103.87%	14.83%	11.41%	11.08%
获利能力					
毛利率	13.54%	45.80%	46.63%	47.82%	49.01%
净利率	-2.98%	28.38%	30.84%	32.47%	34.02%
ROE	-0.31%	5.92%	6.58%	7.07%	7.55%
ROIC	0.98%	4.67%	5.26%	5.78%	6.42%
偿债能力					
资产负债率	28.16%	25.43%	21.50%	21.49%	20.85%
净负债率	34.10%	24.72%	19.98%	13.89%	8.77%
流动比率	0.65	0.98	1.09	1.96	2.97
速动比率	0.65	0.98	1.09	1.96	2.97
营运能力					
应收账款周转率	80.62	66.09	62.77	69.02	65.86
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.07	0.14	0.15	0.16	0.16
每股指标(元)					
每股收益	-0.01	0.24	0.27	0.30	0.33
每股经营现金流	0.14	0.43	0.39	0.48	0.46
每股净资产	3.75	3.97	4.11	4.26	4.42
估值比率					
市盈率	-461.95	23.05	20.08	18.02	16.22
市净率	1.45	1.37	1.32	1.27	1.23
EV/EBITDA	43.14	13.47	13.32	11.97	10.78
EV/EBIT	183.48	17.98	17.50	15.48	13.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com