

公司研究 | 点评报告 | 京沪高铁（601816.SH）

铁路客运增长放缓，京福安徽扭亏为盈

报告要点

2024Q3，伴随着宏观需求回落，全国铁路客运增速放缓，客流量同比增长 6.8%，增速环比回落 3.3pct，周转量同比增长 1.0%，环比回落 4.4%，平均行距约 384.5 公里，同比下降 5.5%。京沪高铁实现营业收入 114.93 亿元，同比下降 0.9%；实现归属净利润 36.58 亿元，同比下降 3.2%。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵超

SAC: S0490520020001

京沪高铁 (601816.SH)

2024-11-01

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

铁路客运增长放缓，京福安徽扭亏为盈

事件描述

京沪高铁发布 2024 年第三季度报告，公司实现营业收入 114.93 亿元，同比下降 0.9%；实现归属净利润 36.58 亿元，同比下降 3.2%。

事件评论

- **客运需求增速放缓，航空分流高铁客流：**2024Q3，伴随着宏观需求回落，全国铁路客运增速放缓，客流量同比增长 6.8%，增速环比回落 3.3pct，周转量同比增长 1.0%，环比回落 4.4%，平均行距约 384.5 公里，同比下降 5.5%。我们认为，长距离的铁路客运需求或许遭遇航空分流。2023 年，民航局监管航空运行安全，民航供给恢复偏慢；2024 年，民航局监管时刻利用效率，航空供给大幅恢复。由于北美航线并未恢复，大量的宽体客机投放在国内商务市场，头部航线的供给大量释放，价格下行，客座率提升，分流高铁客运需求。以京沪航线为例，2024Q3 平均票价同比下跌 40.0%，客运量同比提升 22.1%。
- **京福安徽扭亏为盈，京沪高铁增长放缓：**2024Q3，铁路客运需求增速放缓，京沪高铁的营业收入同比下降 0.9%至 114.93 亿元，营业成本同比增长 0.7%至 57.94 亿元，预计京沪高铁的本线列车保持开行规模，客座率有比较明显的下滑。公司的销售费用、管理费用和研发费用基本固定，财务费用伴随着资产负债表改善而不断下降，公司期间费用 6.39 亿元，同比减少 16.3%。2024Q3，京沪高铁实现归属净利润 36.58 亿元，少数股东损益 0.15 亿元。考虑到京福安徽累计利润仍未转正，所得税率为零，测算京福安徽利润 0.43 亿元；京沪本级利润总额为 49.51 亿元，同比 2023Q3 下降 3.7%，恢复至 2019Q1 的 98.3%，增长趋势相较于 2024Q2 明显走弱。
- **产能利用率提升，格局及价格稳中有升，盈利处于爬坡期。**在《自然区位优势与委托运输模式》中，我们提出：京沪高铁是中国高铁客运龙头公司，连通京津冀和长三角两大经济圈，天生具备自然区位优势，同时享受高铁的网络效应，长期增长获益于腹地和辐射区域客流量的增长。在委托管理运营模式之下，京沪高铁的成本持续刚性上涨，但跨线列车贡献相对稳定的盈利，本线列车承担有限的宏观经济敞口，公司调减本线班列数量，预期商业模式和盈利水平稳定。考虑到：1) 京沪高铁跨线列车持续增长；2) 本线列车收益品质改善；3) 京福安徽跨线列车大幅增长，扭亏为盈在即；4) 负债规模降低，财务费用不断减少。我们预计公司 2024 年~2026 年归母净利润分别为 128.4 亿、144.9 亿和 163.5 亿，对应 2024 年~2026 年的 PE 分别为 21.6 倍、19.2 倍和 17.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动；2、委托运输成本；3、平行线路分流。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.66
总股本(万股)	4,910,648
流通A股/B股(万股)	4,910,648/0
每股净资产(元)	4.07
近12月最高/最低价(元)	6.61/4.63

注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《车客流量稳健增长，价格弹性持续兑现》2024-09-08
- 《车客流量继续修复，价格弹性初步显现》2024-05-15
- 《自然区位优势与委托运输模式》2024-03-01



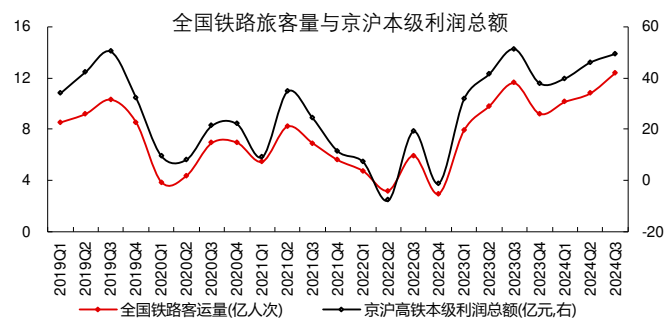
更多研报请访问
长江研究小程序

表 1：京沪高铁的季度业绩拆分

京沪高铁(单位: 亿元)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
全国铁路客运量(亿人次)	8.5	9.2	10.3	8.5	7.9	9.8	11.6	9.2	10.1	10.8	12.4
YOY					-7.5%	6.6%	12.5%	8.0%	28.5%	10.2%	6.8%
全国铁路周转量(亿客公里)	3685	3516	4388	3118	3182	3634	4730	3184	3951	3829	4776
YOY					-13.7%	3.3%	7.8%	2.1%	24.2%	5.4%	1.0%
营业收入	80.08	87.71	96.19	84.59	89.39	103.41	116.02	98.01	101.06	107.56	114.93
YOY					11.6%	17.9%	20.6%	15.9%	13.1%	4.0%	-0.9%
营业成本	44.37	43.02	45.69	48.64	51.48	56.31	57.52	55.20	54.37	55.40	57.94
YOY					14.9%	78.1%	18.9%	30.2%	5.6%	-1.6%	0.7%
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	0.21	0.20	0.34	2.24	1.95	1.98	2.00	2.08	1.97	1.99	2.02
管理费率	0.3%	0.2%	0.4%	2.7%	2.2%	1.9%	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
研发费用	0.00	0.10	0.01	0.06	0.02	0.01	0.01	0.08	0.01	0.02	0.03
研发费率	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	4.93	4.77	2.68	5.50	6.66	6.20	5.62	5.18	4.77	4.55	4.33
财务费率	6.2%	5.4%	2.8%	6.5%	7.4%	6.0%	4.8%	5.3%	4.7%	4.2%	3.8%
-利息费用	5.45	5.40	5.67	5.98	6.95	6.67	6.38	5.87	5.59	4.97	4.64
-利息收入	0.52	0.63	2.99	0.49	0.29	0.47	0.76	0.70	0.82	0.44	0.30
期间费用	5.14	5.08	3.03	7.80	8.63	8.19	7.63	7.34	6.75	6.56	6.39
YOY					-11.3%	-8.2%	-18.7%	-18.3%	-21.8%	-19.9%	-16.3%
期间费率	6.4%	5.8%	3.1%	9.2%	9.7%	7.9%	6.6%	7.5%	6.7%	6.1%	5.6%
YOY					-7.5%	-31.7%	-6.3%	-14.4%	-3.0%	-1.8%	-1.0%
营业利润	31.18	39.15	47.75	27.72	29.33	38.34	50.21	35.25	39.41	45.03	49.94
YOY					1191.5%	NA	230.1%	NA	34.3%	17.4%	-0.5%
利润总额	31.18	39.15	47.75	27.72	29.33	38.34	50.19	35.22	39.41	45.08	49.94
YOY					1191.0%	NA	230.4%	NA	34.3%	17.6%	-0.5%
利润总额:京沪本级	34.07	42.49	50.37	32.23	31.77	41.60	51.40	38.00	39.87	46.10	49.51
利润总额:京福安徽	(2.89)	(3.34)	(2.61)	(4.51)	(2.43)	(3.26)	(1.21)	(2.78)	(0.46)	(1.02)	0.43
所得税(京沪本级)	8.52	10.62	12.59	8.06	7.92	10.38	12.84	9.88	9.94	11.50	13.21
所得税率(京沪本级)	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.9%	25.0%	25.0%	26.0%	24.9%	24.9%	26.7%
净利润	22.67	28.53	35.16	19.66	21.41	27.96	37.36	25.34	29.47	33.58	36.73
少数股东损益	(1.01)	(1.17)	(0.91)	(1.58)	(0.85)	(1.14)	(0.42)	(0.97)	(0.16)	(0.36)	0.15
归属净利润	23.67	29.70	36.08	21.24	22.26	29.10	37.78	26.31	29.63	33.94	36.58
YOY					912.6%	NA	220.2%	NA	33.1%	16.6%	-3.2%

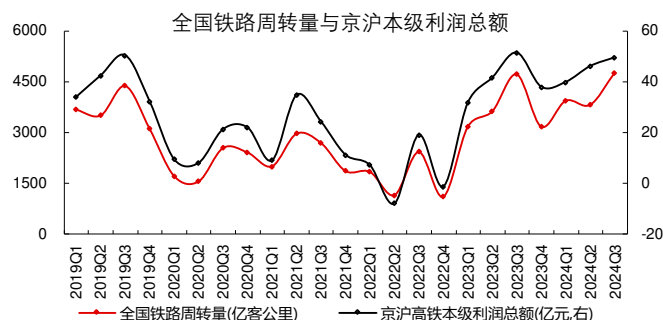
资料来源：wind，公司公告，长江证券研究所

图 1：京沪高铁本级线路的盈利能力与全国铁路客运量高度相关



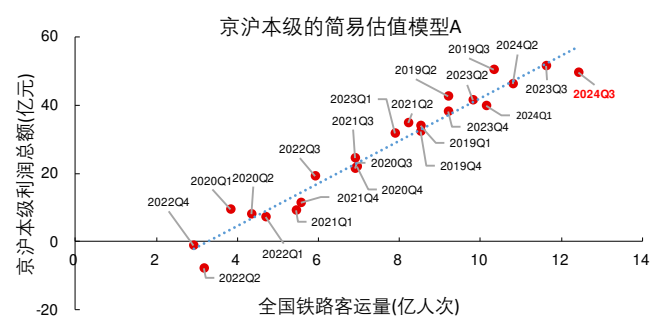
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 2：京沪高铁本级线路的盈利能力与全国铁路客运周转量高度相关



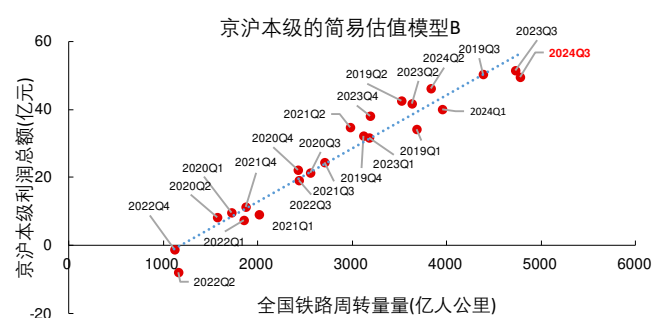
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 3：京沪高铁本级线路的盈利能力与全国铁路客运量高度相关



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 4：京沪高铁本级线路的盈利能力与全国铁路客运周转量高度相关



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济波动：京沪高铁的本线业务租借铁路局的动车组，担当旅客运输服务收入，租车成本固定，本线列车的旅客收入与客座率和全票价相关，具备一定的宏观敞口。当宏观经济低迷阶段，本线列车的业绩会有一定的压力。
- 2、委托运输成本：公司的线路和车站委托给铁路局进行维护和保养，委托管理费用为第一大成本，依据定价规则刚性上涨，涨幅挂钩国内 CPI 和人均薪酬涨幅。高铁票价虽然已经开启市场化，但是目前价格的上涨仍然是阶梯式的，并未形成长效机制。中期来看，成本和收入端的矛盾长期存在，在业务量饱和之后矛盾会愈加突出。
- 3、平行线路分流：京沪高铁垄断长三角至京津冀的高铁通道，长期受益于腹地客运出行需求的增加，如果通道内建成其它高铁线路，尤其是速度级别更高的线路，将会对公司的客运业务形成分流效应。

财务报表及预测指标

利润表 (亿元)					资产负债表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	407	428	455	484	货币资金	129	195	318	464
营业成本	221	228	236	246	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	186	200	219	238	应收账款	10	6	6	7
%营业收入	46%	47%	48%	49%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	1	2	2	2	预付账款	0	0	0	0
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	5	7	8	8
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	144	208	332	478
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	8	8	8	8	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	2188	2153	2115	2077
研发费用	0	0	0	0	无形资产	584	576	569	562
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	24	19	14	8	递延所得税资产	0	0	0	0
%营业收入	6%	4%	3%	2%	其他非流动资产	6	6	6	6
加：资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	2922	2943	3022	3123
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	16	9	10	10
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	153	171	194	220	应付职工薪酬	0	0	0	0
%营业收入	38%	40%	43%	45%	应交税费	11	9	9	10
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	120	68	70	72
利润总额	153	171	194	220	流动负债合计	147	87	90	93
%营业收入	38%	40%	43%	45%	长期借款	589	539	469	399
所得税费用	41	43	47	52	应付债券	0	0	0	0
净利润	112	128	147	168	递延所得税负债	3	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	115	128.4	144.9	163.5	其他非流动负债	4	4	4	4
少数股东损益	-3	-1	2	4	负债合计	743	633	566	499
EPS (元)	0.24	0.26	0.30	0.33	归属于母公司所有者权益	1950	2081	2226	2390
现金流量表 (亿元)					少数股东权益	229	229	231	235
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	2179	2310	2457	2625
经营活动现金流净额	211	213	232	252	负债及股东权益	2922	2943	3022	3123
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-15	-19	-19	-19	每股收益	0.24	0.26	0.30	0.33
其他	4	0	0	0	每股经营现金流	0.43	0.43	0.47	0.51
投资活动现金流净额	-11	-19	-19	-19	市盈率	20.93	21.65	19.19	17.00
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.24	1.34	1.25	1.16
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.52	12.49	10.88	9.38
银行贷款增加 (减少)	-124	-50	-70	-70	总资产收益率	4.0%	4.4%	4.8%	5.2%
筹资成本	-33	-23	-20	-17	净资产收益率	5.9%	6.2%	6.5%	6.8%
其他	33	-55	0	0	净利率	28.4%	30.0%	31.8%	33.7%
筹资活动现金流净额	-124	-128	-90	-87	资产负债率	25.4%	21.5%	18.7%	16.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	76	66	123	146	总资产周转率	0.14	0.15	0.15	0.16

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。