

大湾区铁路运输龙头，客运货运有望进一步增长

投资要点

- **推荐逻辑：1) 铁路客运量提升，价格机制逐步完善。**截止5月，全国铁路完成旅客发送量18.6亿人，同比增长7.3%，完成货物发送量21.2亿吨，同比增长1.7%。广深铁路属国家铁路的特定运营线，具有一定自主定价权。**2) 公司是大湾区铁路运输龙头。**公司客运业务主要包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港直通车运输业务，2024年公司客运实现营业收入110亿元。**3) 铁路委托运输服务已成为公司一个新的业务增长点。**2011到2024年复合增速较快，委托运输服务从2011年实现收入10亿元发展到2024年实现收入80.2亿元。
- **铁路客运量提升，价格机制逐步完善。**我国铁路运输量保持稳健增长，2025年以来，铁路运量持续创新高，截止5月，全国铁路完成旅客发送量18.6亿人，同比增长7.3%，完成货物发送量21.2亿吨，同比增长1.7%。我国铁路运价定价模式从政府统一定价逐渐向政府指导价转变。广深铁路属国家铁路的特定运营线，具有一定自主定价权。
- **公司大湾区铁路运输龙头。**旅客运输是公司主要的运输业务，公司客运业务主要包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港直通车运输业务，2024年公司客运实现营业收入110亿元，占比为40.6%。
- **铁路委托运输服务已成为公司一个新的业务增长点。**自2009年12月武广铁路开通运营以来，公司已经为武广客专、广珠城际、广深港客专、广珠铁路、厦深铁路、广东铁路、南广铁路、贵广铁路、珠三角城际、茂湛铁路、深茂铁路、梅汕客专、广石铁路、赣深铁路、南沙港铁路、博贺港铁路、广汕铁路和梅龙铁路等其他铁路公司提供该项服务，未来，随着“粤港澳大湾区”一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路委托运输服务的区域范围将更加广泛。2011到2024年复合增速较快，2024年委托运输服务实现收入80.2亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.1亿元（+4.7%）、11.6亿元（+4.6%）、12.4亿元（+7%），EPS分别为0.16元、0.16元、0.18元，BPS分别为3.89、4.02、4.17元。考虑到未来随着经济逐步修复，旅客以及货运消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司拥有湾区核心资产，网络价值将得到重估，我们给予公司2026年0.9倍PB，对应目标价3.62元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、运输安全风险、市场竞争风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27090.07	28193.82	29281.24	30416.43
增长率	3.42%	4.07%	3.86%	3.88%
归属母公司净利润（百万元）	1060.16	1110.36	1161.80	1243.55
增长率	0.18%	4.74%	4.63%	7.04%
每股收益EPS（元）	0.15	0.16	0.16	0.18
每股净资产BPS（元）	3.83	3.89	4.02	4.17
净资产收益率ROE	3.91%	4.03%	4.08%	4.21%
PE	20	19	18	17
PB	0.78	0.76	0.74	0.71

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	70.84
流通A股(亿股)	56.52
52周内股价区间(元)	2.74-3.82
总市值(亿元)	210.38
总资产(亿元)	361.89
每股净资产(元)	3.90

相关研究

目 录

1 广深铁路：大湾区铁路运输龙头.....	1
2 铁路客运量提升，价格机制逐步完善.....	3
3 主业稳步增长，成本管控能力提升	5
4 盈利预测与估值.....	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2024 年公司主营业务构成.....	2
图 4: 中国铁路营业里程 (万公里)	3
图 5: 铁路货运量情况	3
图 6: 铁路客运量情况	3
图 7: 铁路货运价格机制发展历程.....	4
图 8: 铁路客运价格机制发展历程.....	5
图 9: 公司整体营业收入情况.....	6
图 10: 公司客户客流量情况 (万人)	6
图 11: 公司客运收入 (万元) -分业务.....	6
图 12: 公司历年客运收入情况.....	7
图 13: 公司货运量情况 (万吨)	7
图 14: 公司历年货运收入情况.....	7
图 15: 公司历年路网清算及委托运输服务收入情况.....	8
图 16: 公司成本构成情况-2024 年.....	8
图 17: 公司历年毛利润情况.....	8
图 18: 公司历年净利润情况.....	9

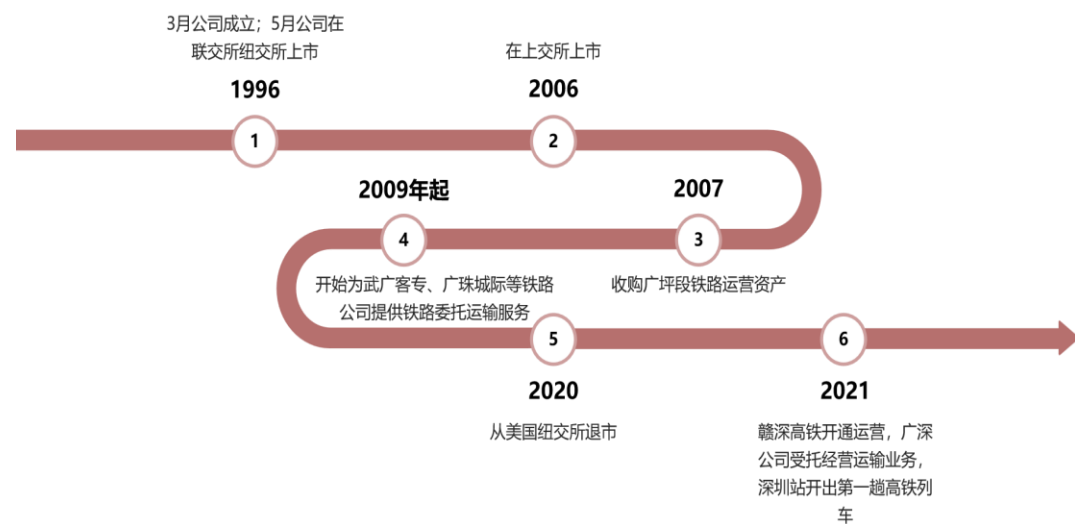
表 目 录

表 1: 公司主要业务板块.....	2
表 2: 公司主要线路定价模式.....	5
表 3: 分业务收入及毛利率	9
表 4: 可比公司估值.....	10

1 广深铁路：大湾区铁路运输龙头

广深铁路成立于 1996 年 3 月，并于 1996 年 5 月在香港联交所和美国纽交所上市，2006 年 12 月在 A 股上市，是当时中国唯一一家在上海、香港、纽约三地上市的铁路运输企业。2007 年公司完成收购广坪段铁路运营资产后，经营范围已从区域铁路进入全国重要铁路骨干网络，2009 年起，公司开始为武广客专、广珠城际等铁路公司提供铁路委托运输服务。2020 年 11 月，公司从美国纽交所退市，2023 年 1 月，完成在美国存托凭证撤销注册。当前公司主要运营坪石至深圳间一贯穿广东省南北一铁路客货运输业务及长途旅客、货物运输服务，并与香港铁路有限公司合作经营跨境旅客运输业务。公司亦经营铁路设施技术综合服务、商业贸易及兴办各种实业等与公司宗旨相符的其他业务。

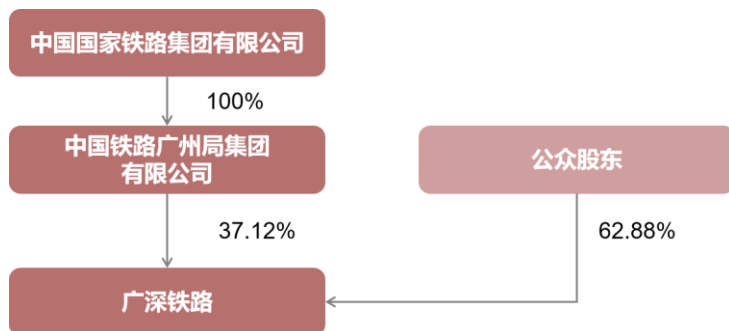
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

广铁集团为公司控股股东、国家铁路集团是公司实际控制人。1984 年 1 月广深铁路从原广州铁路局广州铁路分局划出，成立广深铁路公司，直接隶属于广州铁路局，1992 年更名为广深铁路总公司。1993 年 2 月 8 日，广州铁路局改为广州铁路（集团）公司。截止到 2025 年 3 月 31 日，公司控股股东仍为广铁集团，其持有公司 37.1% 的股份，实际控制人为持有 100% 广铁集团股份的铁铁集团。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司经营业务类型来看，旅客运输是公司主要的运输业务。公司客运业务主要包括广深城际列车（含广州东至潮汕跨线动车组）、长途车和过港直通车运输业务。货运业务是公司重要的运输业务，公司所辖广坪段铁路是京广大动脉南段，在国内铁路运输业务中位置举足轻重。路网清算业务主要包括机车牵引、线路使用、电力接触网、车辆挂运及其他服务项目。铁路委托运输服务是公司自 2009 年 12 月武广铁路开通运营以来开拓的一项客货运输延伸业务，主要是为部分铁路公司提供受托经营运输服务。

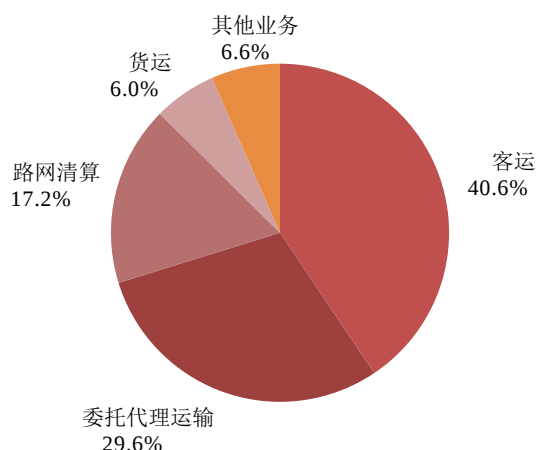
表 1：公司主要业务板块

业务类型	业务内容（经营线路）
客运	公司负责经营深圳—广州—坪石段铁路客运及部分长途旅客列车运输服务，并与香港九广铁路有限公司合作经营广（州）九（龙）直通车旅客运输业务。公司独立经营的深圳—广州—坪石铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境，其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段；广深段是中国内陆通往香港的主要铁路通道之一，连接京广、京九、三茂、平南、平盐、厦深铁路、穗莞深城际、赣深铁路、广汕铁路和香港铁路东铁线，是中国铁路交通网络的重要组成部分。
货运	公司负责经营深圳—广州—坪石段铁路货运以及过港直通货运列车业务，拥有完善配套的货运设施，具有铁路零担、整车、集装箱运输方式兼备的运输特点，并与区域内各港口、物流基地、建材专业等市场建立业务合作。
路网清算	主要包括机车牵引、线路使用、电力接触网、车辆挂运及其他服务项目。
铁路委托运输服务	是公司自 2009 年 12 月武广铁路开通运营以来开拓的一项客货运输延伸业务。目前，公司已经为武广客专、广珠城际、广深港客专、广珠铁路、厦深铁路、广东铁路、南广铁路、贵广铁路、珠三角城际、茂湛铁路、深茂铁路、梅汕客专、广石铁路、赣深铁路、南沙港铁路、博贺港铁路、广汕铁路和梅龙铁路等其他铁路公司提供该项服务

数据来源：公司公告，西南证券整理

客运服务是公司收入基石，2024 年公司客运实现营业收入 110 亿元，占比为 40.6%；货运业务常年稳定，2024 年实现货运业务营业收入 16.2 亿元，占比为 6%；路网清算服务以及委托运输服务持续增长，成为公司业务新增长点，2024 年分别实现营业收入 46.6 亿元、80.2 亿元，占比分别为 17.2%、29.6%；公司其他业务主要包括列车维修、列车餐饮、租赁、存料及供应品销售、商品销售及其他与铁路运输有关的业务，2024 年实现营收 17.9 亿元，占比为 6.6%。

图 3：2024 年公司主营业务构成

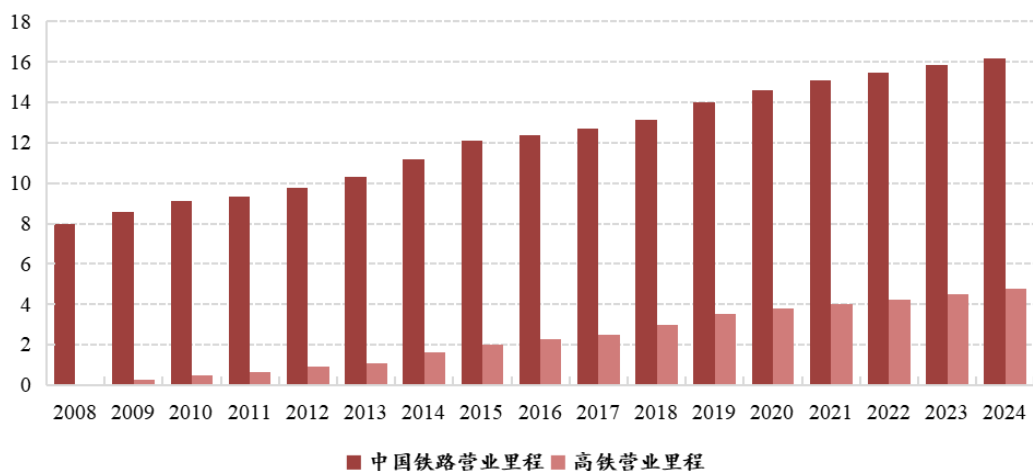


数据来源：wind，西南证券整理

2 铁路客运量提升，价格机制逐步完善

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一。在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。自 2004 年国务院批准实施《中长期铁路网规划》以来，我国铁路实现了快速发展，截至 2024 年底，全国铁路营业里程达到 16.2 万公里，同比增长 2.1%，其中高速铁路运营里程超过 4.8 万公里，同比增长 6.6%。根据《中长期铁路网规划》，“八纵八横”高铁网主通道规划总规模约 4.5 万公里，当前，“八纵八横”主通道已建成投产约 81.5%；开工在建规模约 13.7%。2025 年，国铁集团将基本建成现代化铁路基础设施体系，全国铁路营业里程达 16.5 万公里，其中高铁 5 万公里，铁路网覆盖 99.5% 的城区入口 20 万以上城市，高铁网覆盖 97.2% 的城区入口 50 万以上城市。

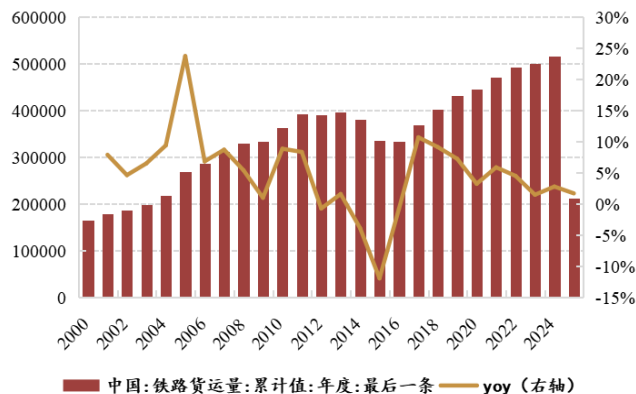
图 4：中国铁路营业里程（万公里）



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

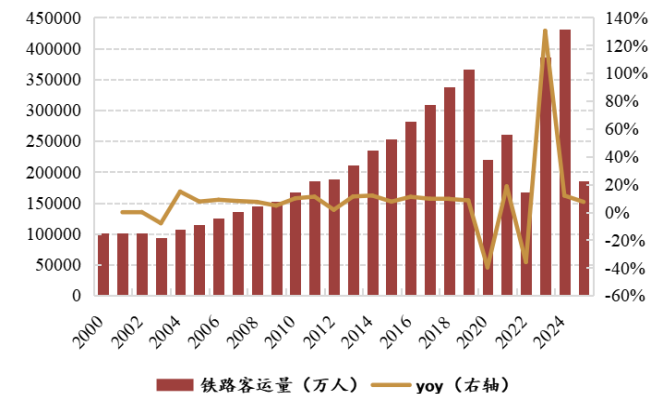
铁路在现代综合交通运输体系中的骨干作用日益凸显。我国铁路运输量保持稳健增长，据国家铁路局公布的行业统计数据，2024 年，全国铁路完成旅客发送量 43.1 亿人，同比增长 11.9%，完成货物发送量 51.7 亿吨，同比增长 2.8%。2025 年以来，铁路运量持续创新高，截止 5 月，全国铁路完成旅客发送量 18.6 亿人，同比增长 7.3%，完成货物发送量 21.2 亿吨，同比增长 1.7%。

图 5：铁路货运量情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：铁路客运量情况

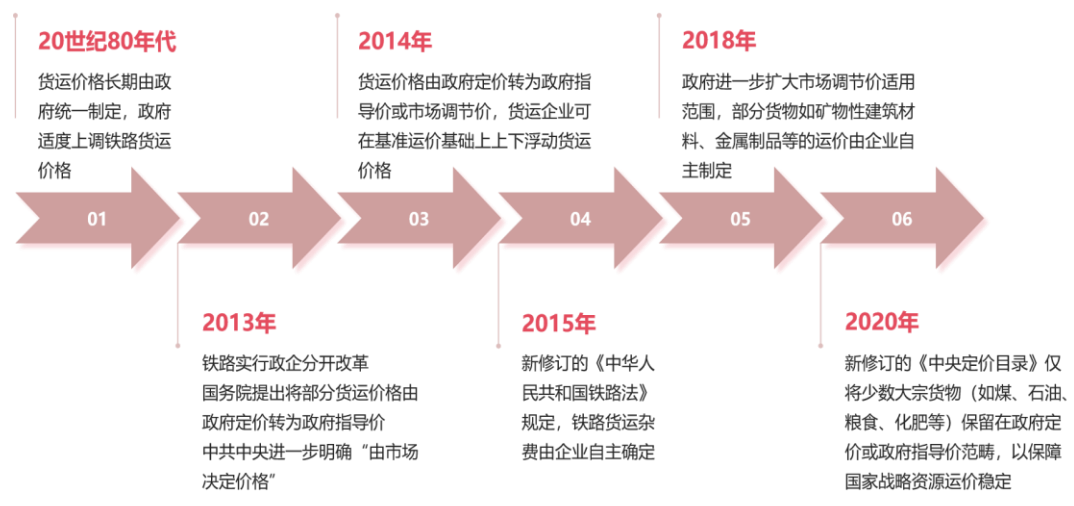


数据来源：wind，西南证券整理

我国铁路运价定价模式从政府统一定价逐渐向政府指导价转变。我国早期铁路运价由政府统一制定，以确保成本回收与运输稳定，改革开放后，引入激励性规制工具，20世纪90年代客运指导价的实施，有效促进了企业效率与服务品质提升。2013年后，铁路政企分离进一步释放出市场信号，在高铁票价与部分货运价格中逐步引入市场定价机制。当前，中国铁路运价体系由政府定价、政府指导价、市场调节价并存组成。

铁路货物运输价格浮动机制逐渐完善。早期我国铁路货运价格长期由政府统一制定，20世纪80年代后，政府适度上调铁路货运价格，并通过引入运价号分类和征收铁路建设基金等措施，增加定价灵活性。2013年3月，铁路实行政企分开改革，8月，国务院提出将部分货运价格由政府定价转为政府指导价，11月，中共中央进一步明确“由市场决定价格”；2014年，政府明确铁路货运价格由政府定价转为政府指导价或市场调节价，货运企业可在基准运价基础上上下浮动货运价格。2015年，新修订的《中华人民共和国铁路法》规定，铁路货运杂费由企业自主确定。2018年，政府进一步扩大市场调节价适用范围，部分货物如矿物性建筑材料、金属制品等的运价由企业自主制定。2020年，新修订的《中央定价目录》仅将少数大宗货物（如煤、石油、粮食、化肥等）保留在政府定价或政府指导价范畴，以保障国家战略资源运价稳定，企业获得的上浮权限逐步提升至15%，下浮则不设限。

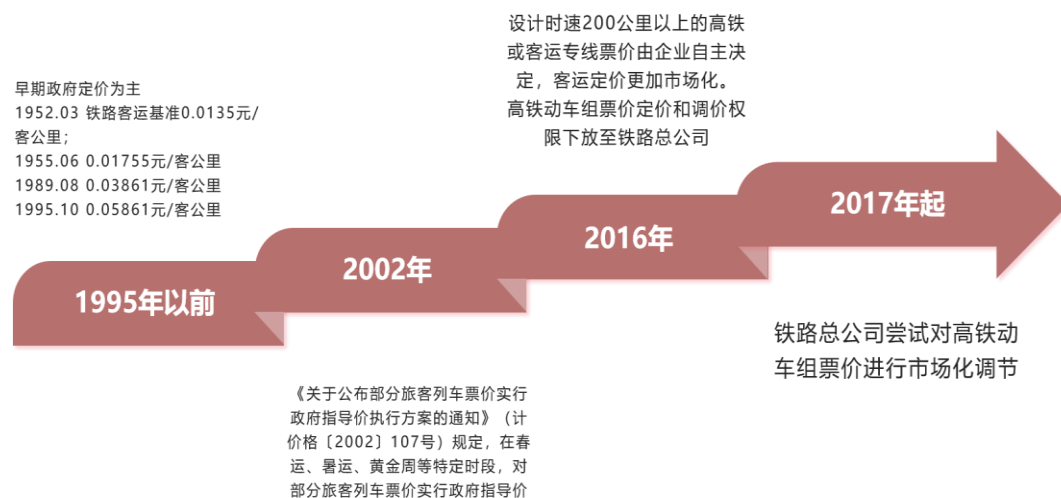
图 7：铁路货运价格机制发展历程



数据来源：《铁路运输价格规制的动态演化与市场化转型路径研究》，西南证券整理

铁路客运普速列车遵循 1995 年文件规定，高铁动车组定价权下放铁路总公司。早期政府定价为主的阶段，铁路客运价格长期实行统一政府定价，价格水平偏低，结构单一。改革开放后，国家不断上调客运票价并引入附加费及浮动机制，2002 年，《关于公布部分旅客列车票价实行政府指导价执行方案的通知》（计价格〔2002〕107 号）规定，在春运、暑运、黄金周等特定时段，对部分旅客列车票价实行政府指导价，2016 年，政府明确规定，设计时速 200 公里以上的高铁或客运专线票价由企业自主决定，客运定价更加市场化。除普通旅客列车的硬座、硬卧及行李运价仍保留政府定价外，多数高铁动车组客运价格已实现市场调节价。2016 年高铁动车组票价定价和调价权限下放至铁路总公司，其可根据市场反应制定和调整价格。铁路总公司从 2017 年开始，尝试对高铁动车组票价进行市场化调节。

图 8：铁路客运价格机制发展历程



数据来源：《铁路运输价格规制的动态演化与市场化转型路径研究》，西南证券整理

广深铁路属国家铁路的特定运营线，具有一定自主定价权。根据《铁路法》规定，国家铁路的特定运营线的运价率、特定货物的运价率和临时运营线的运价率，由国务院铁路主管部门商得国务院物价主管部门同意后规定。公司目前执行的特殊运价政策为：货运价格以统一运价为中准价，上下浮动 50%（只限于运价，不限于杂费）；普通客运价格以统一运价为中准价，在已上下浮动 50% 的基础上再上下浮动 50%，在上述规定的浮动幅度内，可由公司自主定价。本公司的高速铁路客票可自行定价。收购的京广线广坪段铁路也将执行特殊运价政策。

表 2：公司主要线路定价模式

运输类型	线路	定价
客运	广深（高速）	自主定价
	广深（普速）	在已上下浮动 50% 的基础上再上下浮动 50%
	广九	执行协议价格
	广坪	软席票价可在国铁统一运价基础上上浮 50%，硬席按国铁统一票价执行
货运	广深	以统一运价为中准，上下浮动 50%。
	广坪	0.087 元/吨公里

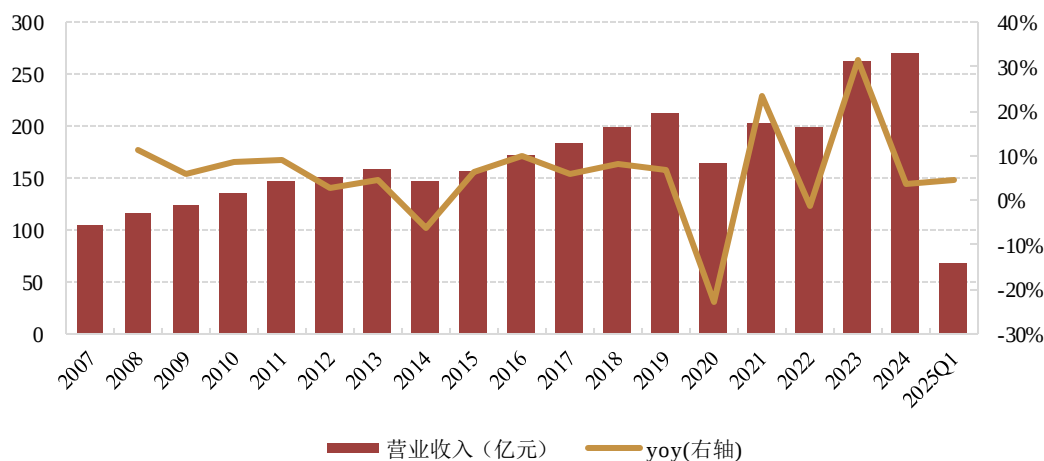
数据来源：招股说明书，《关于京广线广州至坪石段客货运价的通知》，西南证券整理

3 主业稳步增长，成本管控能力提升

公司营收端保持稳健增长趋势。2007 年公司完成收购广坪段铁路运营资产后，营收首次突破百亿，当年实现营收 105.1 亿元，同比增长 189.5%，2009 年起，公司开始为武广客专、广珠城际等铁路公司提供铁路委托运输服务，公司开辟新增长点，2012 年面对经济增速回落、运输市场整体需求放缓以及高铁分流客源的不利经营环境，公司营收同比增速下滑为 2.7%，实现营收 150.9 亿元。2014 年实行营改增税收试点政策，同时铁路货运市场需求疲软，公司实现营收 148 亿元，同比下降 6.3%，2020 年客运业务受新冠疫情影响，同比下降 22.8% 为 163.5 亿元，2023、2024 年深港口岸陆续恢复正常通关以及过港直通车恢复开

行，公司管内各车站的旅客发送量同比明显回升，2024 年实现营收 270.9 亿元，同比增长 3.4%，2025 年一季度保持增长，增速为 4.5%，营收实现 69 亿元。

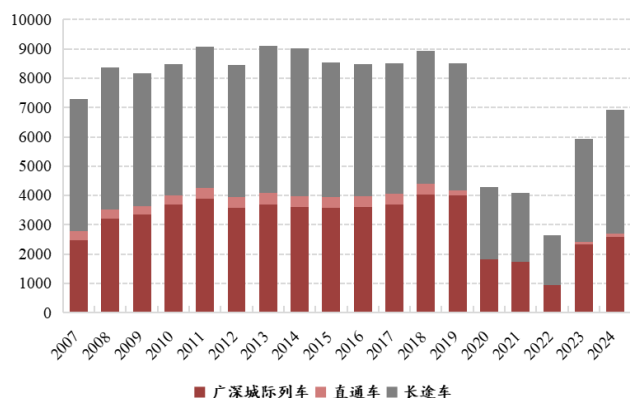
图 9：公司整体营业收入情况



数据来源: wind, 西南证券整理

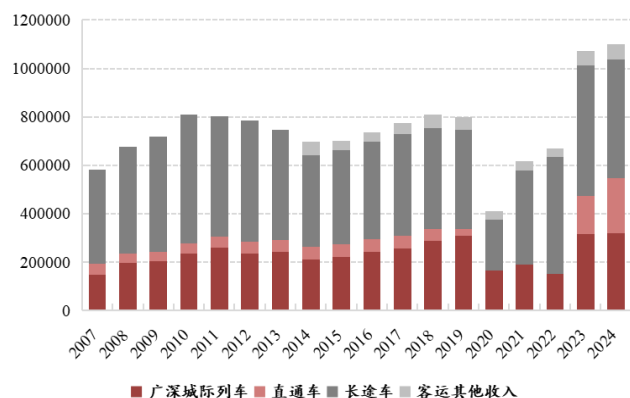
客流常年稳定，疫后持续恢复中。从客流量来看，2024 年公司旅客发送量合计为 6910.7 万人，恢复至 2019 年 81.2% 水平，其中广深城际列车恢复至 19 年 64.9% 水平，为 2596.3 万人次；直通车为 2019 年 54.1% 水平，为 100.5 万人次；长途车基本恢复至 2019 年水平，为 4213.9 万人次。从收入端，尽管客流量暂未恢复至 2019 年水平，收入因为公司开通部分跨线动车组，单票价有所提升，2024 年广深城际列车/直通车/长途车分别实现 32/22.6/49.3 亿元，为 2019 年的 103.1%/86.6%/119.8%。整体来看，2024 年公司客运相关收入为 110 亿元，同比增长 2.5%，较 2019 年大幅提升 37.3%。

图 10：公司客户客流量情况（万人）



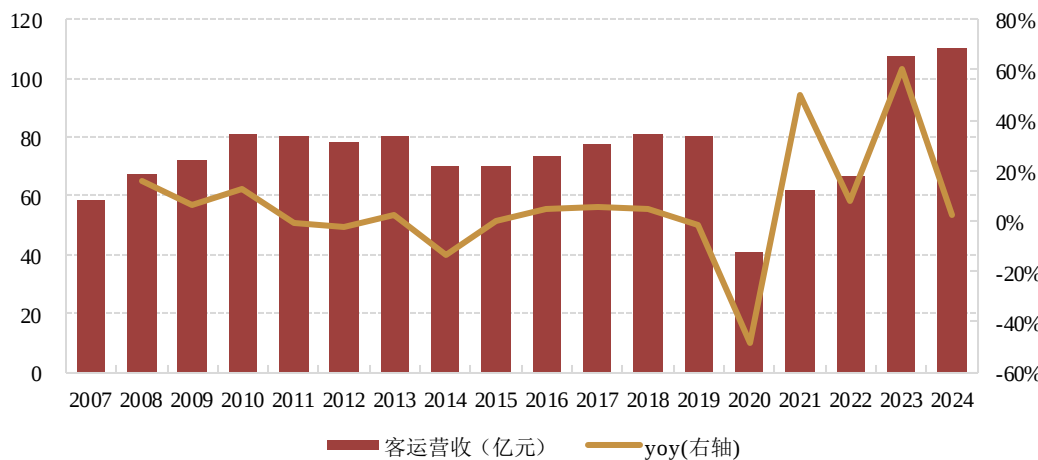
数据来源: wind, 西南证券整理

图 11：公司客运收入（万元）-分业务



数据来源: wind, 西南证券整理

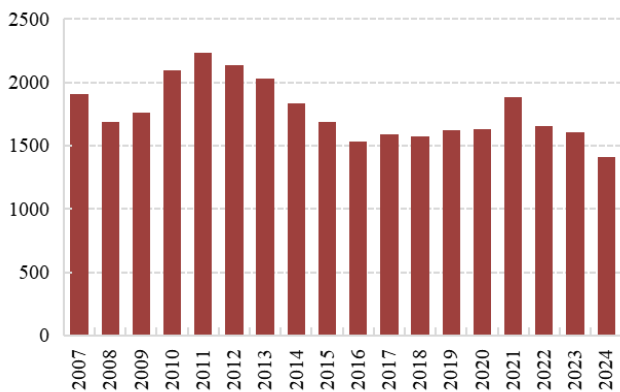
图 12：公司历年客运收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

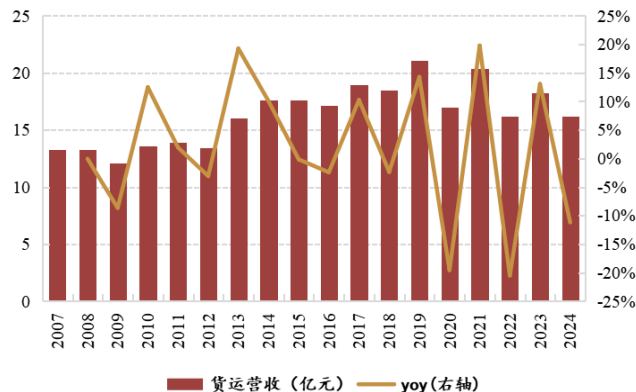
货运量较稳定，提高运价后，货运收入中枢有提升，整体受经济影响较大。受国内经济增速放缓以及珠三角地区产业结构调整等因素的影响，2012-2016 年铁路运输的货物有所减少，但受益于全国铁路货物统一运价提升，收入端保持较好增长，当前公司整体货运量较为稳定，主要受宏观经济影响，2024 年货运量为 1410 万吨，同比下降 12.1%，货运收入 16.2 亿元，同比下降 11.2%。

图 13：公司货运量情况（万吨）



数据来源：wind，西南证券整理

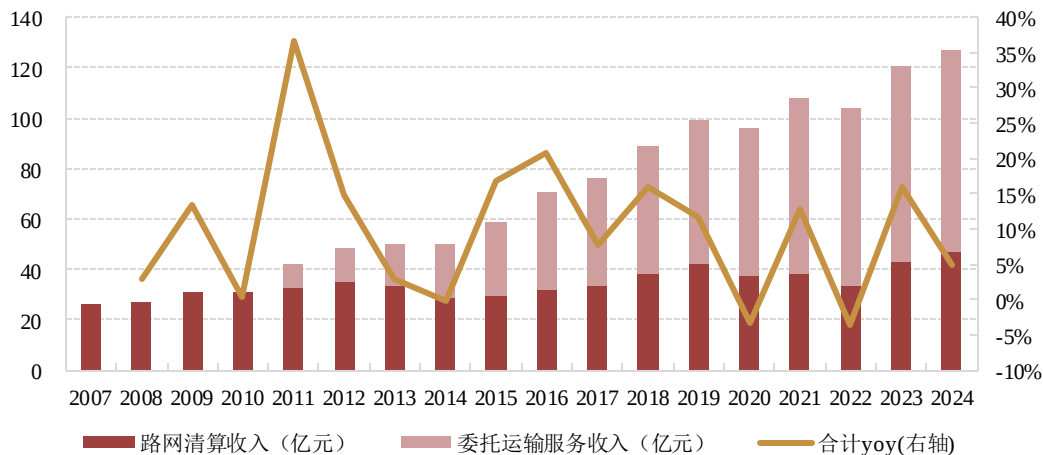
图 14：公司历年货运收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

铁路委托运输服务已成为公司一个新的业务增长点。自 2009 年 12 月武广铁路开通运营以来，公司已经为武广客专、广珠城际、广深港客专、广珠铁路、厦深铁路、广东铁路、南广铁路、贵广铁路、珠三角城际、茂湛铁路、深茂铁路、梅汕客专、广石铁路、赣深铁路、南沙港铁路、博贺港铁路、广汕铁路和梅龙铁路等其他铁路公司提供该项服务，未来，随着“粤港澳大湾区”一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，公司提供铁路委托运输服务的区域范围将更加广泛。2011 到 2024 年复合增速较快，委托运输服务从 2011 年实现收入 10 亿元发展到 2024 年实现收入 80.2 亿元。

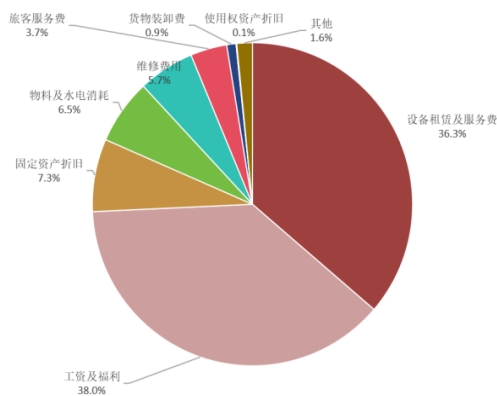
图 15：公司历年路网清算及委托运输服务收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

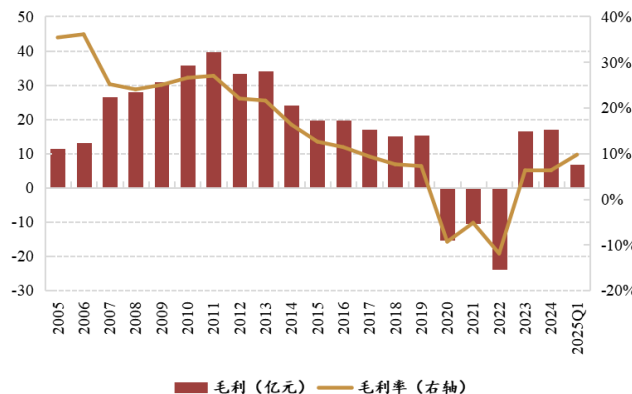
公司毛利已经触底反弹，持续看好后期公司成本管控能力提升。公司主营成本中 36.3% 为设备租赁及服务费、38%为工资及福利，随通胀增加。同时较为硬性的增长成本对应缓慢上涨收入，公司毛利持续下跌。从 2011 年以来公司毛利润基本单边下跌，疫情影响下毛利润为负，2022 年亏损最大为 -23.8 亿元，随着疫情后客流恢复，单票价因跨线动车组开通提升，公司毛利持续修复，2024 年实现毛利润 17.1 亿元，毛利率为 6.3%，2025 年一季度实现毛利润 6.7 亿元，毛利率为 9.7%。

图 16：公司成本构成情况-2024 年



数据来源：ifind，西南证券整理

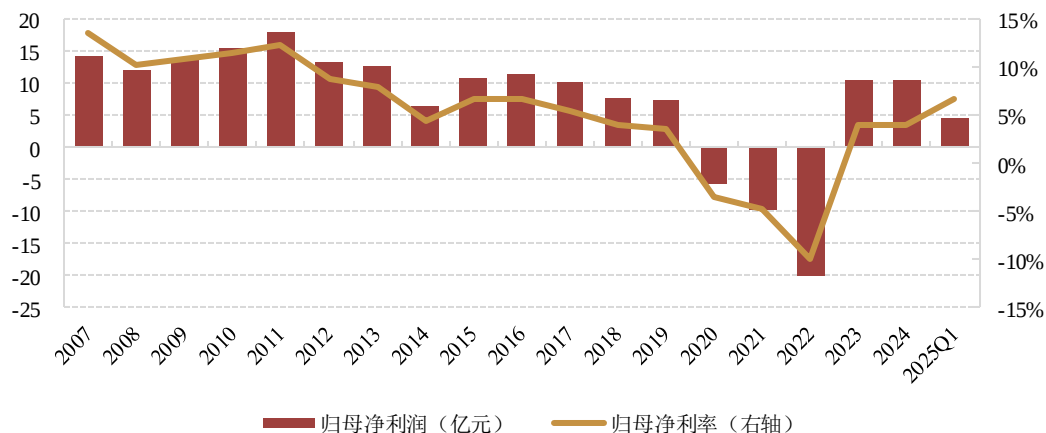
图 17：公司历年毛利润情况



数据来源：ifind，西南证券整理

期间费用自 2015 年以来保持稳定，归母净利润主要受毛利影响。2024 年公司期间费用为 2.2 亿元，公司实现净利润 10.6 亿元，净利率为 3.9%，2025 年一季度实现归母净利润 4.7 亿元，净利率为 6.8%。

图 18：公司历年净利润情况



数据来源: wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 随着国内经济社会的平稳发展，铁路客运市场需求持续增长，公司积极适应市场需求，我们预计公司广深城际客运量 2025-2027 年同比不发生重大变化，单票价同比均增长 3%；直通车随过港直通车开行对数增加，2025-2027 年客运量均同比增长 5%，单位票价不发生重大变化；长途车受跨线动车对数下降，预计 2025-2027 年客运量同比-2%、0%、0%，客单价保持 3%复合增速，合计影响下客运收入 2025-2027 年同比增长 2.3%、3.3%、3.3%。

2) 随着经济形势逐渐恢复，预计公司管内各站发送的货物例如煤炭、金属矿石、钢铁、工业机械等大宗货物同比增长，预计货运量同比增长 10%、2%、2%，货运单价不发生重大变化，综合影响下，货运收入 2025-2027 年同比增长 10%、2%、2%。

3) 由其他铁路公司组织开行至公司管内各站的旅客列车对数增加，预计公司提供的路网清算服务工作量增加，同时公司为其他铁路公司提供的运输、乘务等委托运输服务工作量增加，预计公司提供运输服务业务收入 2025-2027 年同比增长 4%、4%、4%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

业务情况（百万元）		2024	2025E	2026E	2027E
客运	收入	10995.5	11250.9	11617.8	11998.0
	增速	2.5%	2.3%	3.3%	3.3%
货运	收入	1623.0	1785.3	1821.0	1857.4
	增速	-11%	10%	2%	2%
提供运输服务业务	收入	12685.9	13193.3	13721.1	14269.9
	增速	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%

业务情况 (百万元)		2024	2025E	2026E	2027E
铁路运输小计	收入	25304.4	26229.6	27159.8	28125.3
	增速	2.7%	3.7%	3.5%	3.6%
	毛利率	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%
其他业务	收入	1,785.7	1,964.3	2,121.4	2,291.1
	增速	15.5%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	18.3%	18.5%	18.6%	18.6%
合计	收入	27090.1	28193.8	29281.2	30416.4
	增速	3.4%	4.1%	3.9%	3.9%
	毛利率	6.3%	6.4%	6.4%	6.5%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 281.9 亿元 (+4.1%)、292.8 亿元 (+3.9%) 和 304.2 亿元 (+3.9%)，归母净利润分别为 11.1 亿元 (+4.7%)、11.6 亿元 (+4.6%)、12.4 亿元 (+7%)，EPS 分别为 0.16 元、0.16 元、0.18 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、18 倍、17 倍。

4.2 相对估值

考虑到公司经营业务主要是铁路运输，我们选取了行业内业务较为相似的 2 家公司京沪高铁、大秦铁路作为可比公司，可比公司 2025 年 PB 为 1.1 倍，2026 年为 1.0 倍 PB。考虑到未来随着经济逐步修复，旅客以及货运消费需求回暖将带动相关物流服务进一步增长，公司拥有湾区核心资产，网络价值将得到重估，我们给予公司 2026 年 0.9 倍 PB，对应目标价 3.62 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
601816.SH	京沪高铁	5.56	4.1	4.3	4.4	4.5	1.3	1.3	1.3	1.2
601006.SH	大秦铁路	6.42	8.2	7.8	8.1	8.5	0.8	0.8	0.8	0.8
平均值							1.1	1.1	1.0	1.0
601333.SH	广深铁路	2.97	3.8	3.9	4.0	4.2	0.8	0.8	0.7	0.7

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2025 年 07 月 16 日收盘价

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，受宏观经济景气度的影响较大。如果未来宏观经济景气度下降，可能会对公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

运输安全风险：运输安全是铁路运输行业维持正常运营和良好声誉的前提和基础。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。

市场竞争风险：航空、公路及水运等其他运输方式与铁路运输在部分市场存在一定的竞争，此外，随着铁路运输行业的发展，一系列高速铁路和城际铁路陆续建成投产，铁路运输业内部的竞争亦有所加大，公司未来可能面临较大的竞争压力，进而对公司的经营业绩造成影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27090.07	28193.82	29281.24	30416.43	净利润	1058.53	1108.65	1160.01	1241.63
营业成本	25382.79	26400.92	27392.86	28429.33	折旧与摊销	1987.96	1923.16	1958.04	2003.69
营业税金及附加	91.81	67.60	77.18	81.58	财务费用	49.22	44.93	52.54	36.03
销售费用	0.07	0.08	0.08	0.08	资产减值损失	-2.33	5.00	5.00	5.00
管理费用	167.70	160.70	161.05	161.21	经营营运资本变动	-1059.74	-1451.29	-518.58	-429.20
财务费用	49.22	44.93	52.54	36.03	其他	676.67	209.51	-29.30	-32.38
资产减值损失	-2.33	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	2710.30	1839.96	2627.72	2824.77
投资收益	31.16	30.00	30.00	30.00	资本支出	968.20	-1480.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2243.98	93.90	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1275.78	-1386.10	-1470.00	-1470.00
营业利润	1473.28	1544.59	1622.53	1733.20	短期借款	-400.21	1208.70	-774.36	-734.51
其他非经营损益	-1.31	-26.36	-24.17	-23.30	长期借款	-280.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1471.97	1518.23	1598.35	1709.90	股权融资	63.86	-100.00	0.00	0.00
所得税	413.45	409.58	438.34	468.28	支付股利	-495.85	-212.03	-222.07	-232.36
净利润	1058.53	1108.65	1160.01	1241.63	其他	129.95	-466.05	-52.54	-36.03
少数股东损益	-1.64	-1.71	-1.79	-1.92	筹资活动现金流净额	-982.24	430.62	-1048.98	-1002.91
归属母公司股东净利润	1060.16	1110.36	1161.80	1243.55	现金流量净额	452.44	884.48	108.74	351.87
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1934.90	2819.38	2928.12	3279.99	成长能力				
应收和预付款项	7128.28	6910.75	7237.71	7545.90	销售收入增长率	3.42%	4.07%	3.86%	3.88%
存货	328.30	342.73	354.82	368.54	营业利润增长率	0.33%	4.84%	5.05%	6.82%
其他流动资产	262.91	207.12	215.11	223.45	净利润增长率	0.15%	4.74%	4.63%	7.04%
长期股权投资	326.70	326.70	326.70	326.70	EBITDA 增长率	1.51%	0.06%	3.43%	3.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	22366.90	21995.33	21588.87	21136.76	毛利率	6.30%	6.36%	6.45%	6.53%
无形资产和开发支出	1916.72	1845.25	1793.77	1742.30	三费率	0.80%	0.73%	0.73%	0.65%
其他非流动资产	2302.54	2302.42	2302.31	2302.19	净利率	3.91%	3.93%	3.96%	4.08%
资产总计	36567.26	36749.67	36747.41	36925.84	ROE	3.91%	4.03%	4.08%	4.21%
短期借款	300.18	1508.88	734.51	0.00	ROA	2.89%	3.02%	3.16%	3.36%
应付和预收款项	3165.51	3523.05	3574.27	3710.41	ROIC	4.21%	4.39%	4.51%	4.75%
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	12.96%	12.46%	12.41%	12.40%
其他负债	5532.35	3706.25	3489.20	3256.73	营运能力				
负债合计	9498.04	9238.18	8297.98	7467.14	总资产周转率	0.73	0.77	0.80	0.83
股本	7083.54	7083.54	7083.54	7083.54	固定资产周转率	1.21	1.32	1.45	1.58
资本公积	11641.24	11541.24	11541.24	11541.24	应收账款周转率	4.42	4.53	4.45	4.47
留存收益	8030.11	8928.44	9868.17	10879.36	存货周转率	81.86	78.28	78.19	78.20
归属母公司股东权益	27109.24	27553.23	28492.95	29504.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.10%	—	—	—
少数股东权益	-40.02	-41.73	-43.52	-45.44	资本结构				
股东权益合计	27069.22	27511.50	28449.43	29458.70	资产负债率	25.97%	25.14%	22.58%	20.22%
负债和股东权益合计	36567.26	36749.67	36747.41	36925.84	带息债务/总负债	8.42%	21.75%	14.88%	6.70%
					流动比率	1.40	1.55	1.89	2.36
					速动比率	1.36	1.50	1.83	2.28
					股利支付率	46.77%	19.10%	19.11%	18.69%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	3510.46	3512.68	3633.11	3772.93	每股收益	0.15	0.16	0.16	0.18
PE	19.84	18.95	18.11	16.92	每股净资产	3.83	3.89	4.02	4.17
PB	0.78	0.76	0.74	0.71	每股经营现金	0.38	0.26	0.37	0.40
PS	0.78	0.75	0.72	0.69	每股股利	0.07	0.03	0.03	0.03
EV/EBITDA	5.03	5.10	4.69	4.23					
股息率	2.36%	1.01%	1.06%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn