

东日本旅客铁道

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

9020 JP

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

日本交通运输行业

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

按部就班

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 2 日发布的题为《Running to schedule》的报告，东日本旅客铁路（JR East）公布 2025 年第三季度业绩，销售额同比增长 6%，营业利润同比增长 1%，但净利润同比下降 6%，其 1,181 亿日元的营业利润较市场一致预期的 1,272 亿日元低 7%。第三季度无重大意外，公司维持全年 4,050 亿日元的营业利润指引，较市场一致预期的 4,090 亿日元低 1%。

第三季度，JR East 的运输销售额同比增长 5%，营业利润同比下降 1%。第三季度通勤列车客运收入同比增长 2%（公司预测：+1%）；非通勤新干线线路增长 5%（+3%）；非通勤常规线路增长 4%（+3%），均超出公司预期。

在其他板块中，第三季度零售及服务业务销售额与营业利润均增长 5%。房地产及酒店业务销售额增长 12%，但营业利润下降 2%。其他业务销售额增长 18%，营业利润增长 48%。

JR East 的长期计划目标是在 2032 财年前通过房地产销售实现累计 6,000 亿日元营业利润，其子公司 JR East Real Estate 与伊藤忠不动产开发最终达成的战略联盟可能加速该计划。谅解备忘录已于 2025 年 12 月下旬签署，双方仍在讨论细节。中信里昂继续看好东日本旅客铁路，因其可能开始释放租赁房地产资产 1.8 万亿日元的未实现收益，同时通过提升车站周边价值来增强铁路业务，吸引客流入其生态系统。

公司维持全年 4,050 亿日元的营业利润指引，较市场一致预期的 4,090 亿日元低 1%。潜在上行催化因素包括：1) 资产循环利用提升股东回报；2) 东京入境游持续增长带动旅游需求；3) 与政府就涨价事宜的磋商进展（新干线特急费用、通胀环境下的灵活性、总成本法的根本性修订）。

催化因素

上行催化因素包括：1) 2025-2026 年高轮 Gateway City 开业，允许按市场价值重估建筑资产；2) 资产循环利用提升股东回报；3) 东京入境游持续增长带动旅游需求；4) 票价上涨。下行催化因素包括：1) 建设成本上升导致维护性资本支出增加或未来房地产项目取消；2) 新项目融资利率大幅上升；3) 日元大幅升值可能导致入境游增长放缓。

投资风险

公司层面的风险包括：1) 无法提高列车票价；2) 维护与增长性资本支出建设成本增加；3) 房地产项目延迟或取消；4) 股东回报降低。铁路运营面临四大风险：1) 竞争加剧；2) 客流量下降；3) 利率上升；4) 地震/自然灾害（因检修时间延长将减少列车服务并对收入产生负面影响）。新冠疫情突显了出行减少对东日本旅客铁路盈利的重大冲击。入境

游减少亦构成风险，汇率水平将影响旅客选择赴日而非其他国家。需密切关注日本整体消费与失业率水平，因经济衰退将影响出行人数与消费水平。

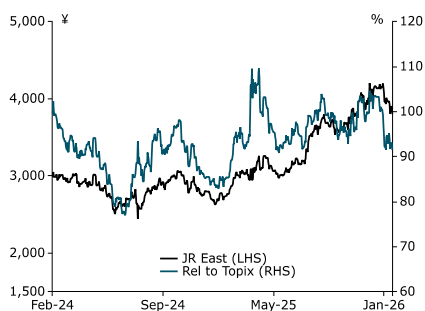
公司概况

2024年3月财年，东日本旅客铁路49%的集团营业利润来自运输业务，较2017年3月财年的71%显著下降。虽未完全从疫情中恢复，但工作方式变革后可能永远无法完全复原。疫情前数年，公司已决定通过增加对房地产、酒店、零售与金融支付业务的敞口来实现业务多元化，同时利用其服务全球最大城市东京的交通网络协同效应。作为七家JR公司中规模最大者，东日本旅客铁路在摆脱对重资产运输业务依赖方面领先同业。

收入按产品分类		收入按地区分类	
运输	67.4%	亚洲	100.0%
房地产酒店	15.4%	美洲	0.0%
流通服务	13.6%	欧洲	0.0%
其他	3.6%	中东非洲	0.0%

资料来源: 中信里昂

股票信息

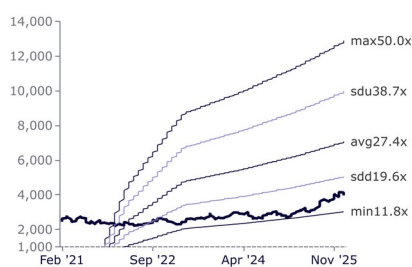


资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026年2月2日): 3796.0 日元
12个月最高/最低价: 4200.0 日元/2684.5 日元
市值: 303.60 亿美元
3个月日均成交额: 63.34 百万美元

市场共识目标价 (路孚特): 4152.50 日元
主要股东:
 GPIF 7.21%
 JR 东日本员工持股 3.95%

市盈率区间



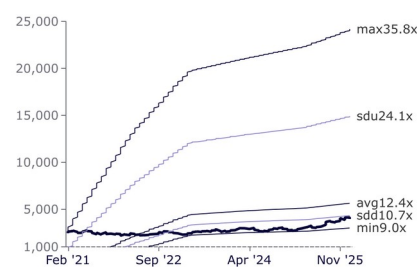
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
西日本旅客铁道	9021 JP	91.7	3143.00	13.2	10.8	11.5	1.2	1.1	1.0	2.7	2.7	3.1	9.1	10.2	9.1
东海客运	9022 JP	290.8	4328.00	9.3	8.8	9.0	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	10.3	10.3	10.0

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至2026年2月2日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。