



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年05月27日

基础数据

05月14日收盘价(元)	4.95
总市值(亿元)	2,421.82
总股本(亿股)	489.26

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】京沪高铁: 25Q3 业绩同比高增, 京福全年有望扭亏为盈-2025.11.13

分析师: 陈尔冬

S0190524080005
chenerdong@xyzq.com.cn

分析师: 王凯

S0190521090002
wangkai21@xyzq.com.cn

京沪高铁(601816.SH) 枢纽重构引千流, “三提”共振铸长牛

投资要点:

- **经营护城河深厚, 边际利润率高:** 网运分离模式下京沪高铁兼具运输公司与路网公司双重角色, 运输公司业务(本线)仅在自身资产上运行, 高固定成本(折旧等)的结构赋予其较高的经营杠杆, 新增的跨线过路费收入能够以极高的转化率兑现为利润增量, 经营护城河深厚。
- **路网重构打通“断头路”, 跨线引流与京沪线结构双重优化:** (1) 前期承压的京福安徽公司已于 2025 年首次实现全年盈利, 度过盈亏平衡点后有望迎来业绩爆发。短期看, 2026 年 9 月雄商高铁通车将打通商合杭“断头路”; 远期看, “八纵八横”规划中合肥未来将升级为国家级“米字型”全国交通枢纽, 京福安徽有望持续承接大批跨线增量。跨线业务边际归母净利率超 42%, 远期基准情景下有望年化增厚纯增量归母净利润 13.90 亿元。(2) 新线贯通虽会分流部分京沪跨线客流, 但将大程度缓解徐蚌段等关键运能瓶颈。公司可借此腾挪稀缺时刻资源, 增开高收益的本线列车(历史上本线单列毛利约为跨线的 2.64 倍), 从而实现“跨线迁出、本线补位”的结构性增利。
- **“提价、提速、提分红”三提共振, 核心资产迎来价值重塑:** (1) 提价: 在客运定价权下放及灵活票价机制下, 公司已对周末、节假日实现精准溢价。5 月 11 日公司公告京沪本线、合蚌客专提价 20%, 有望增厚当年利润。在提速背景下, 未来本线票价仍具上行空间。(2) 提速期权: 新一代 CR450 动车组样车已发布, 商用后运营时速提升至 400 公里将使京沪单程缩短半小时以上、提升与航空的竞争力, 同时能提升周转率并打破运能天花板。(3) 提分红: 公司承诺未来三年现金分红比例不低于归母净利润的 55%, 2025 年实际分红叠加回购共计占归母利润的 57%, 26-28 年预期股息率已突破 3%, 是未来潜在高股息标的。
- **在当前跨线+本线双重催化下, 当前估值有修复空间:** (1) 相对估值方面, 公司 PE-TTM 为 18.14 倍, PB 为 1.15 倍, 均已经跌破历史 10%分位数; (2) DCF 估值法下绝对估值价值为 3656 亿元, 对应 5 月 14 日收盘价, 空间 51%。
- **盈利预测与投资策略:** 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 141.80/160.20/177.42 亿元, 对应 5 月 14 日收盘价, PE 估值为 17.1/15.1/13.7 倍。按照 55%分红承诺测算, 未来三年股息率预计分别为 3.22%/3.64%/4.03%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动与需求疲软, 客运定价市场化推进受阻, 分流风险与路网延期兑现, CR450 投放进度不及预期, 极端事件带来的安全风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	43062	44940	48556	52017
同比增长	2.1%	4.4%	8.0%	7.1%
归母净利润(百万元)	13172	14180	16020	17742
同比增长	3.2%	7.7%	13.0%	10.8%
毛利率	46.9%	47.8%	50.1%	51.7%
ROE	6.4%	6.6%	7.3%	7.8%
每股收益(元)	0.27	0.29	0.33	0.36
市盈率	18.4	17.1	15.1	13.7

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、京沪高铁：具有经营护城河的核心资产	4
（一）京沪高铁：最繁忙交通走廊，坐拥几大交通枢纽	4
（二）网运分离模式下，京沪高铁身兼双重角色，利润率高于同行	5
二、路网加密：八纵八横持续完善，跨线业务打开增量空间	10
（一）雄商高铁等新通线路相继并网，将贡献稳健跨线增量	10
（二）远期展望：合肥有望成为新的高铁枢纽，跨线业务未来可期	14
三、本线弹性：提速与提价双轮驱动，核心资产尽享利润弹性	20
（一）提价增厚：定价权下放叠加比价优势，票价上行带来利润弹性	20
（二）提速期权：CR450 样车亮相，周转率跃升打破运能天花板	26
（三）成本考量：技术红利对冲成本，既有线路无需重建	27
四、盈利预测与投资策略	28
（一）盈利预测及估值	28
（二）股东回报：未来三年分红率提升至 55%，是潜在的高股息标的	30
（三）投资策略：路网重构释放稀缺运能，估值有望重塑	31
五、风险提示	32

图目录

图 1、京沪高铁本线资产示意图	4
图 2、京福安徽公司管辖线路示意图	5
图 3、不同铁路运营主体利润决定因素	6
图 4、京沪高铁与广深铁路毛利率	6
图 5、京沪高铁与广深铁路净利率	6
图 6、京沪高铁收入组成（亿元）及占比（%）	7
图 7、京沪高铁营业成本构成（亿元）	8
图 8、京沪高铁本线列车运送旅客（万人次）及增长率（%）	9
图 9、京沪高铁跨线列车运行里程（万列公里）及增长率（%）	9
图 10、京福安徽 2020-2025 管辖线路列车运行里程（万列公里）及增长率（%）	9
图 11、中国铁路“八纵八横”格局	10
图 12、全国铁路投资额（亿元）及增长率（%）	10
图 13、京福安徽下辖线路	11
图 14、京福安徽净利润、少数股东损益（亿元）	12
图 15、京福安徽营业收入（亿元）、重要路段开通情况及增长率（%）	12
图 16、雄商高铁的并网将给商（合）杭高铁接入跨线列车	12
图 17、商丘-阜阳段为主要引流受益路段	13
图 18、中国高铁“八纵八横”规划图	15
图 19、“八纵八横”主通道与京沪高铁、合肥枢纽交汇网络	16
图 20、京港（台）通道对京沪高铁本线的分流	17
图 21、京沪高铁单列毛利润（万元）	18
图 22、徐州-蚌埠段是过去京沪高铁上的运能瓶颈	19
图 23、中国国家铁路集团有限公司的股权结构图	20
图 24、2024 年 5 月高铁客票调价图	23
图 25、航空及高铁费用对比（元）	24

图 26、北京金融街-上海陆家嘴不同出行方式用时对比（小时）	26
图 27、CR450 动车组样车	27
图 28、京沪高铁上市以来 PE-BAND	28
图 29、京沪高铁上市以来 PB-BAND	29
图 30、京沪高铁经营活动产生的现金流量净额（亿元）及增长率（%）、现金分红总额（亿元）	30
图 31、京沪高铁 2019-2028E 分红率、股息率	30

表目录

表 1、铁路客运主体不同盈利模式下收入、成本	5
表 2、雄商高铁通车对公司归母净利润的增厚敏感性测算	14
表 3、跨线列次增开对公司业绩的敏感性分析	17
表 4、京沪高速全程车抽样票价折扣	21
表 5、京沪高速全部车次的每公里平均票价（人次/元/公里）	21
表 6、中国部分高铁票价情况（2026 年 4 月）	22
表 7、中外各国高铁票价对比	23
表 8、提价对 2026 年业绩敏感型分析（亿元）	25
表 9、提价对京沪高铁远期业绩敏感型分析（亿元）	25
表 10、北京金融街-上海陆家嘴出行方式对比	26
表 11、京沪高铁本线提价敏感性分析（日均增开 10 对本线列车）	27
表 12、京沪高铁 DCF 绝对估值	29

一、京沪高铁：具有经营护城河的核心资产

（一）京沪高铁：最繁忙交通走廊，坐拥几大交通枢纽

京沪高铁于 2008 年 4 月 18 日全线正式开工建设，2011 年 6 月 30 日建成通车，正线长 1318 千米，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路，全线采用动车组列车运行，设计目标时速为 350 公里/小时，设计区间最小列车追踪间隔为 3 分钟。

京沪高铁途径中国最繁忙交通走廊，连接北京、上海两大中国最核心城市：纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省，全线共设 24 个车站，由北向南分别为北京南站、廊坊站、天津西站、天津南站、沧州西站、德州东站、济南西站、泰安站、曲阜东站、滕州东站、枣庄站、徐州东站、宿州东站、蚌埠南站、定远站、滁州站、南京南站、镇江南站、丹阳北站、常州北站、无锡东站、苏州北站、昆山南站和上海虹桥站。其中，北京南、天津西、济南西、南京南及上海虹桥站等均为重要的交通枢纽站。

图1、京沪高铁本线资产示意图



数据来源：京沪高铁招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年 1 月，京沪高铁 IPO 收购京福安徽公司 65.0759% 股权，下辖路产新增四条核心线路：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。

图2、京福安徽公司管辖线路示意图



数据来源：京沪高铁招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）网运分离模式下，京沪高铁身兼双重角色，利润率高于同行

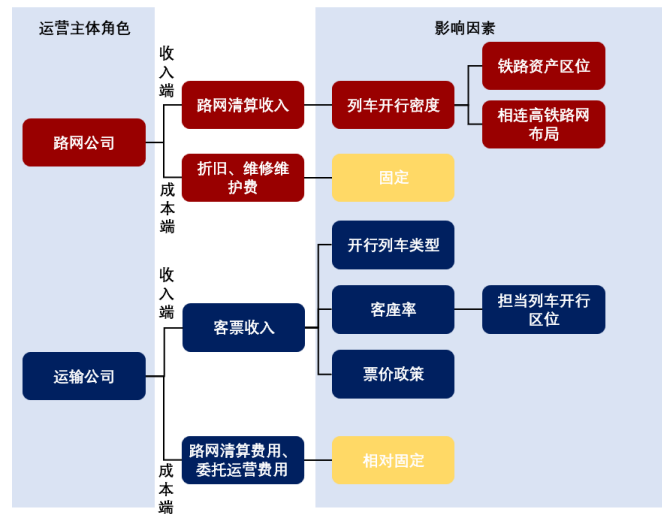
高铁采用“网运分离”模式，京沪高铁“身兼双职”：“网运分离”模式下，高铁资产分为路网公司和运输公司。其中路网公司持有高铁资产，主要负责高铁的投资建设，收入为向运输公司收取路网使用费，利润主要与列车开行密度相关。运输公司负责承运高铁列车，收入为票价收入，利润主要与列车类型、客座率票价政策相关；个别路网公司也有一部分运营职能，比如京沪高铁。

表1、铁路客运主体不同盈利模式下收入、成本

运输公司	收入	为乘坐担当列车的旅客提供旅客运输服务并收取票价款
	成本	列车开行成本（人工支出、水电费、动车组使用费等）；开行跨线列车时向其他路网公司支付路网服务费用（线路使用费、机车牵引费、接触网使用费等）
路网公司	收入	其他铁路运输企业担当的列车在公司线路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并获取路网清算收入
	成本	固定资产折旧、维修维护费用等

数据来源：京沪高铁、广深铁路年报及其招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、不同铁路运营主体利润决定因素



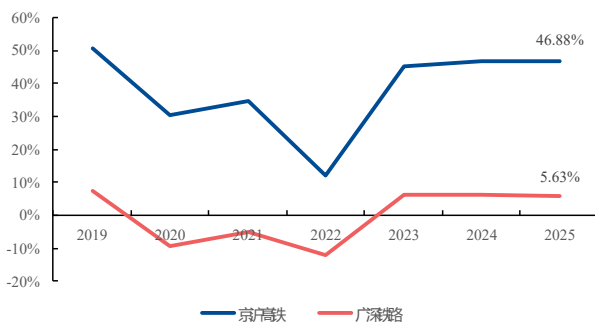
数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

在网运分离的模式下，京沪高铁同时兼具运输公司和路网公司的角色，但和同业广深铁路（601333）对比，京沪高铁的路网公司属性更强，而广深铁路的运输公司属性更强。具体来看：

- 同为运输公司角色时：京沪高铁只运营高铁，且只在自己的线路上运行，而广深铁路主要运营城际铁路和普铁，而高铁盈利能力好于普铁；
- 同为路网公司角色时：京沪高铁沿线经济发达，接入线路为核心干线高铁；广深主要资产为广深城际、广汕高铁及普铁，位于全国铁路网末端过路车较少，整体线路利用率不如京沪高铁。

值得注意的是，京沪高铁在做运输公司时，只在自己的线路上运行，节省了路网清算费用，同时也摊薄了其作为路网公司时的折旧费用，这种运营护城河决定了公司高利润率、潜在高 ROE（2025 年京沪高铁负债率仅 20.13% 所以 ROE 仅 6.44%）的特点。

图4、京沪高铁与广深铁路毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、京沪高铁与广深铁路净利率



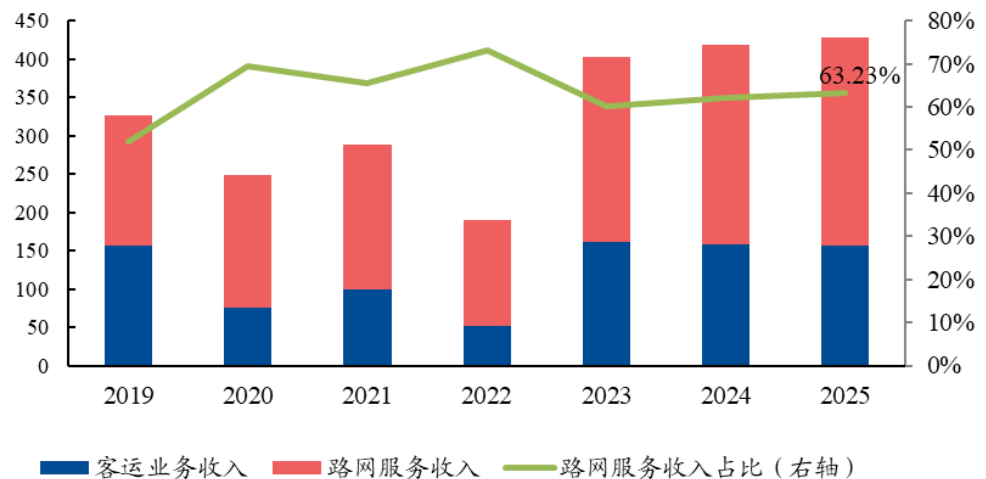
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 收入端：后疫情时代跨线业务比例提升

具体来看，公司的运输公司和路网公司的角色，分别对应其收入端的客运业务收入、路网服务收入两部分。

从收入结构演变看，公司路网平台属性持续强化，后疫情时代，跨线业务韧性凸显。2016-2018年，路网服务收入占总收入比重分别为45.4%、46.7%和48.5%，呈逐年提升趋势；2019年进一步升至52.1%，首次超过客运业务收入。疫情期间，本线客运业务受冲击更大，而路网服务收入表现出更强韧性，2020年客运业务收入同比减少51.4%，路网服务收入同比增加1.2%。随着疫情后跨线列车开行恢复及全国高铁路网持续加密，路网服务收入占比进一步抬升至2025年的63.23%。疫情后公司收入结构明显向跨线相关的路网服务端倾斜，反映出“八纵八横”持续完善背景下，跨线车流加密对公司收入结构和盈利结构的拉动正在增强。

图6、京沪高铁收入组成（亿元）及占比（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019年数据为疫情前，后文同。

2. 成本端：整体成本较为刚性，路网属性凸显

京沪高铁的成本结构呈现出典型的重资产、高固定成本特征：2025年，委托运输管理费、折旧支出、动车组使用费和能源支出分别为66.1亿元、47.1亿元、45.9亿元、40.3亿元，四项合计约199.4亿元，占总成本比重约87.2%，构成公司成本端的绝对主体。具体来看：

(1) 折旧支出接近路网公司角色所承担的固定成本，近年基本稳定在47-51亿元左右，占比20-30%，体现既有线路资产底盘深厚、固定成本刚性较强。

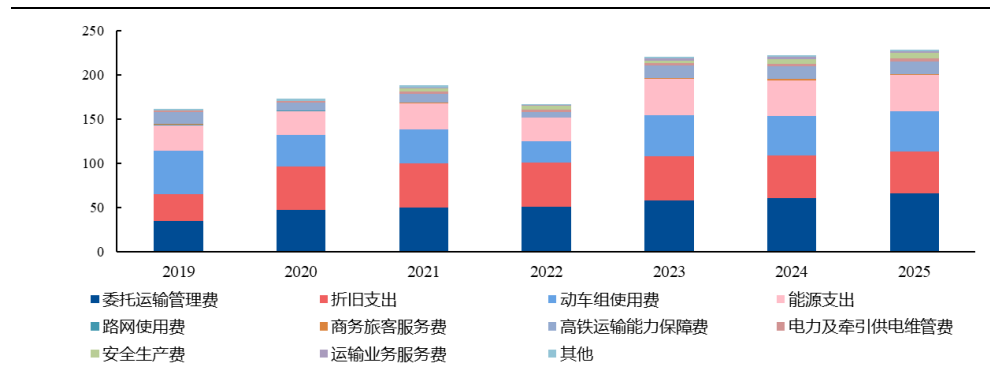
(2) 委托运输管理费2025年较2019年增加30.8亿元，是近年增长最明显的成本项目。其核算内容主要包括动车组列车服务费，以及基础设施设备维护和车站

旅客服务费，其中后者更多与线路长度、站场数量及既定服务范围相关，并按协议约定单价结算、逐年递增，因此相当部分费用呈现出较强的半固定成本特征。根据最新合同，结算单价以 2024 年度单价为基数，自 2025 年度起每年在上一年度结算单价（不含税）的基础上按照 5.355% 增长执行，本次合同有效期至 2027 年年底。

（3）动车组使用费和能源支出则更多与运输强度和周转水平相关，前者为公司作为运输公司角色开展本线业务时的重要成本项，后者主要为动车组运行牵引用电支出，同时服务于本线运输和路网服务两类业务。

“高固定成本+有限弹性成本”的成本结构决定了京沪高铁整体成本属性更偏向路网公司，因此边际利润率较高，新增收入仍有望较快转化为利润增量。未来若本线票价提升、客座率改善，毛利率弹性将主要体现在运输公司对应的本线客运业务，而路网服务环节的盈利改善则更多取决于跨线列车开行密度、运行里程及清算水平的提升。

图7、京沪高铁营业成本构成（亿元）



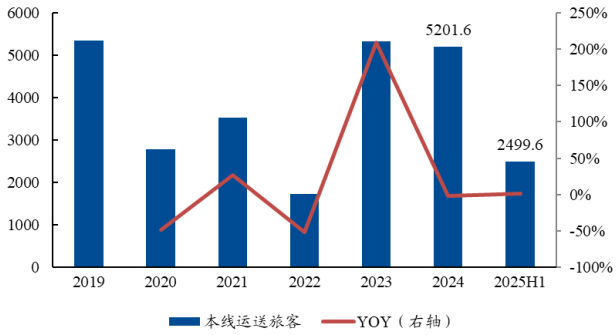
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 业务端：近两年跨线业务增速较快，本线业务增长空间大

2024 年京沪高铁本线列车运送旅客 5201.6 万人次，同比下降 2.3%；跨线列车运行里程完成 10250.7 万列公里，同比增长 11.4%；京福安徽公司管辖线路列车运行里程完成 3763 万列公里，同比增长 5.7%。

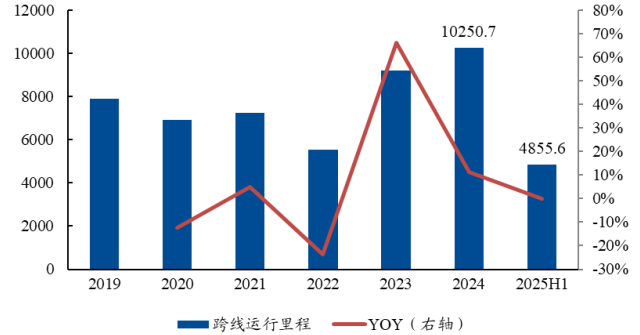
2025 年，京沪高铁全线列车开行数量同比增长 1.4%，本线列车客票收入同比增长 2.5%；京福安徽公司管辖线路列车运行里程完成 4075 万列公里，同比增长 8.3%。

图8、京沪高铁本线列车运送旅客（万人次）及增长率（%）



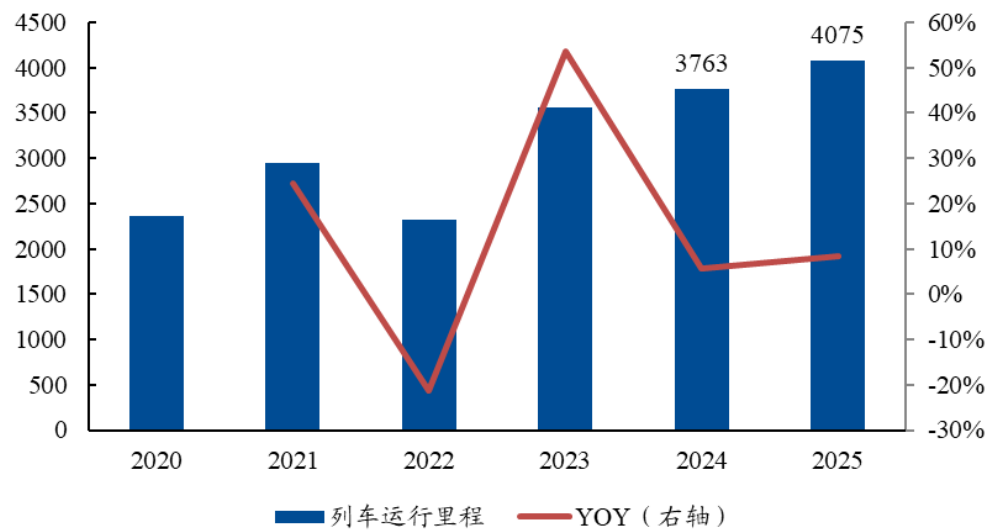
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：最新披露口径为 2025 年半年报。

图9、京沪高铁跨线列车运行里程（万列公里）及增长率（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：最新披露口径为 2025 年半年报。

图10、京福安徽 2020-2025 管辖线路列车运行里程（万列公里）及增长率（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、路网加密：八纵八横持续完善，跨线业务打开增量空间

公司的路网服务收入主要基于列车开行对数和运行里程向其他地方铁路局进行清算，与单车的实际载客率（客座率）脱钩。随着八纵八横的不断建设完善，新线接入带来的物理车次加密，是路网收入增长最直接、最刚性的驱动力。

在铁路《中长期铁路网规划》中，“八纵八横”高速铁路主通道构成我国高铁网络的核心骨架，推动铁路建设从单线扩张逐步走向全国性路网协同。京沪高铁作为“八纵八横”中京沪通道的核心资产，本身处于全国高铁网络最重要的南北向主轴之一；同时，公司通过控股京福安徽公司，进一步覆盖合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段等关键连接线路，深度参与京港（台）通道、沿江通道、陆桥通道等多条主干通道的衔接。

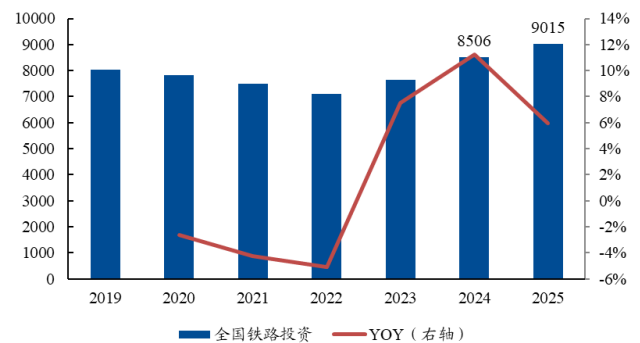
近年来，全国铁路投资保持高位，2024年、2025年全国铁路固定资产投资分别达到8506亿元、9015亿元，2025年同比增长约6.0%，投资额创近年新高。持续高强度的铁路投资意味着“八纵八横”路网仍在加速补强，随着雄商高铁等关键缺口逐步贯通，区域断点和瓶颈路段有望被进一步打通，京沪高铁及京福安徽所辖线路的路网连接价值和跨线车流承接能力将持续提升。

图11、中国铁路“八纵八横”格局



数据来源：当代中国，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、全国铁路投资额（亿元）及增长率（%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）雄商高铁等新通线路相继并网，将贡献稳健跨线增量

1. 雄商高铁通车，助力京福安徽公司所辖路段“断头路”打通

京沪高铁 IPO 所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65.0759% 股权。京福安徽公司下辖合蚌客专（130.67 公里）、合福铁路安徽段（372.86 公里）、商合杭铁路安徽段（519.033 公里）、郑阜铁路安徽段（65.36 公里），合计约 1087.9 公里。京沪高铁公司和京福安徽公司管内线路加强了与京

沪通道、沿江通道、沪昆通道、陆桥通道、京港澳通道等“八纵八横”主通道的连接，将有助于京沪高铁公司、京福安徽公司管内线路路网协同效应的进一步增强。

图13、京福安徽下辖线路

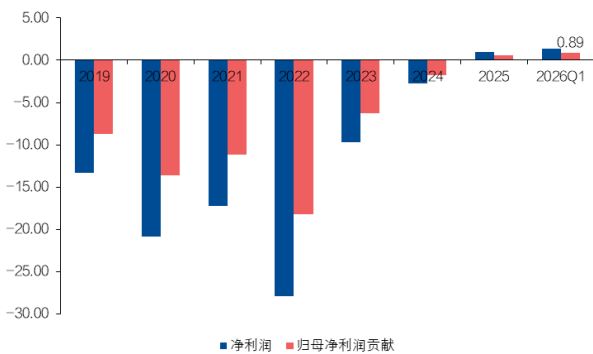


数据来源：京沪高铁招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

但 2020 年收购以来就遇到新冠疫情导致车流量下滑，盈利迟迟不能转正（招股说明书原预计京福安徽 22-24 年 7.3/17.5/24.3 亿净利）。尽管商合杭和郑阜高铁接入了徐兰高铁等核心线路，但更多以分流徐兰-转京沪方向的车流为主，路网效应未充分发挥，车流密度仅京沪本线 1/3；合福高铁南段也因沿线基本为山区、客流潜力不足。

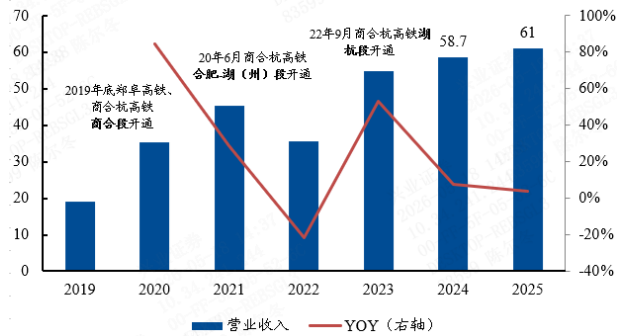
从商业模式来看，京福安徽全为跨线车，成本极为刚性，26Q1 已超 25 全年利润。由于京福安徽所辖四段线路开通后，相连路网并未完全打通，当时的路网效应暂未兑现。由于跨线业务成本刚性，随着未来路网的加密，增收即为利润：2025 年，京福安徽公司首次实现全年盈利，利润 0.94 亿元，归母贡献 0.6 亿元，实现扭亏为盈；2026Q1，京福安徽实现净利润 1.37 亿元，已经超过 2025 年全年水平，爆发潜力可见一斑。

图14、京福安徽净利润、少数股东损益（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

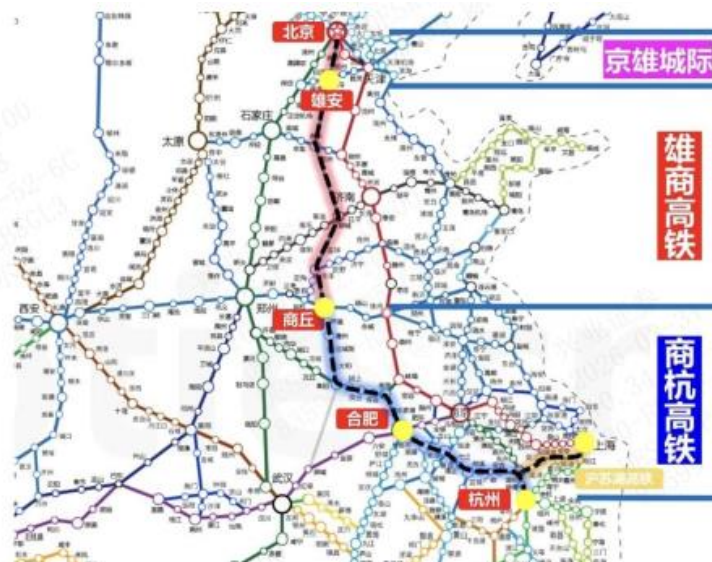
图15、京福安徽营业收入（亿元）、重要路段开通情况及增长率（%）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

雄商高铁通车在即，助力商合杭高铁“断头路”打通。预计于2026年9月建成通车的京港高铁雄商段（雄安新区至商丘段）是国家“八纵八横”京港（台）通道的重要组成部分。京雄城际已于2020年12月全线开通，商合杭高铁商丘至合肥段、合肥至湖州段分别于2019年12月和2020年6月开通，商合杭高铁已于2020年6月实现全线贯通。雄商段通车后，将补齐京港（台）通道雄安至商丘这一关键缺口，京津冀与中原、长三角之间的高铁衔接将进一步顺畅，京福安徽公司管辖的商合杭等路段有望承接更多南北向跨线列车。

图16、雄商高铁的并网将给商（合）杭高铁接入跨线列车



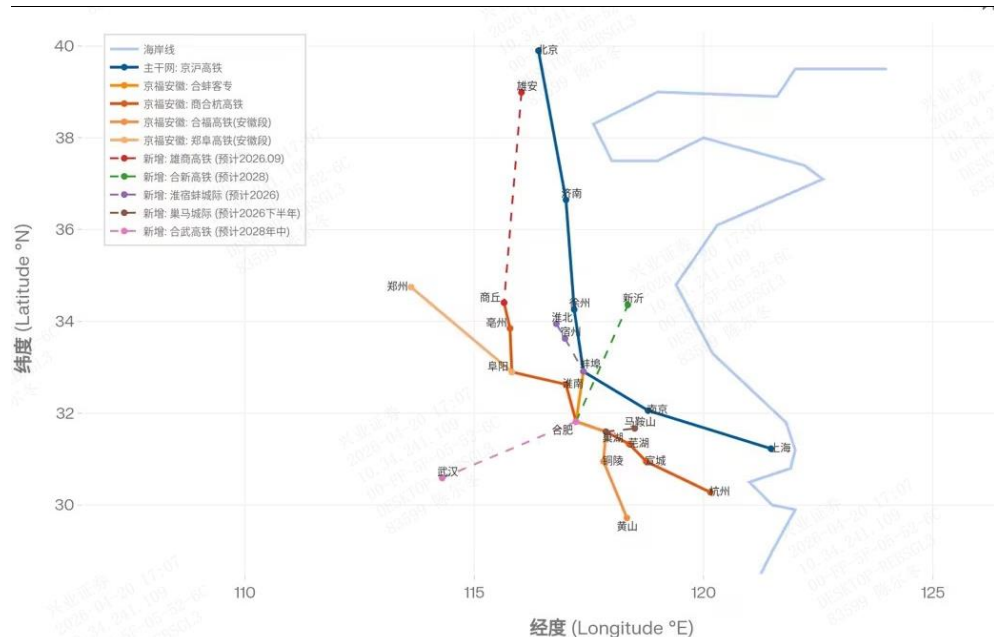
数据来源：余杭风向，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 跨线列车增开对公司业绩的敏感性分析

跨线车次引流增量收入敏感性分析：考虑到全国路网调度规划的动态变化，以及不同跨线交路实际借道里程长短不一（如仅借道商丘-阜阳段运距较短，而通过商丘-阜阳-杭州全程南下运距较长），我们引入“日均新增跨线列车对数”与“管辖路段内平均运距”两个核心变量，对雄商高铁通车后带来的路网业绩弹性进行敏感性分析。

- **日均新增跨线列车对数假设：**结合当前排图和线路运能瓶颈来进行合理假设，雄商通车后，相关枢纽区段日均有望新增 50-100 对跨线列车交路。
- **管辖路段内平均运距假设：**京福安徽所辖商合杭高铁安徽段全长 630 公里，因此假设 630 公里为增量平均运距上限；考虑到阜阳-合肥-杭州段已有郑阜高铁、合蚌客专、合福高铁等线路接入，路段较为成熟，因此引流增量主要体现在商丘-阜阳段（约 197km，其中约 35km 在河南境内）。

图17、商丘-阜阳段为主要引流受益路段



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

- **盈利转化假设：**根据京沪高铁招股说明书披露，跨线业务历史边际毛利率高达 86%。考虑到京福安徽路段当前折旧与财务费用等固定成本已基本沉淀，新增车次带来的路网收入具备极强的经营杠杆，考虑所得税率 25%、京沪高铁持股比例为 65.1%，我们保守假设雄商高铁通车后的增量收入转化为归母净利润的边际净利率为 42.2%。

表2、雄商高铁通车对公司归母净利润的增厚敏感性测算

年化纯增量归母净利润(亿元)		平均运距 (km)		
假设情景	日均增开列 (对)	200	400	630
保守扩容	20	1.85	3.69	5.82
基准情景	50	4.62	9.23	14.54
乐观扩容	100	9.23	18.47	29.09

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：测算基础单价假设为综合路网清算费率 150 元/列公里（2025 年报京福安徽数据），全年按 365 天计算。

核心测算公式说明：年化增厚路网收入 = 新增对数 × 2 趟/对 × 平均运距(km) × 150 元/列公里 × 365 天

年化增量归母净利润 = 年化增厚路网收入 × 边际净利率 (65%)*65.1%（京沪高铁公司持股比例）

上表可见，我们假设雄商高铁通车后带来的断头路打通带来的引流效应逐步兑现，引流的列次和单列距离也逐步提升，未来可为公司创造年化归母净利润 1.85 至 29.09 亿元（基准假设下未来两年产能爬坡期年化贡献为 4.62 至 9.23 亿元）。

（二）远期展望：合肥有望成为新的高铁枢纽，跨线业务未来可期

1. 合肥未来将成为国家级“米字型”高铁枢纽，为京福安徽进一步贡献增量

在《中长期铁路网规划》中，京沪高铁包括京福安徽所持路产均属于“八纵八横”中纵向通道的组成部分（或连接线）：

- 京沪高铁（本线）：“八纵八横”中的京沪通道。
- 合蚌客运专线（京福安徽）：“八纵八横”中京沪通道的辅助线，同时也是京港（台）通道的北上重要组成部分。
- 合福高铁安徽段（京福安徽）：“八纵八横”中京港（台）纵向通道的核心组成部分。
- 商合杭高铁安徽段（京福安徽）：跨越“八纵八横”中的多条通道，同时也是京港（台）通道和京沪通道的协同线路。
- 郑阜高铁安徽段（京福安徽）：“八纵八横”中干线网络的关键区域联络线。

图18、中国高铁“八纵八横”规划图



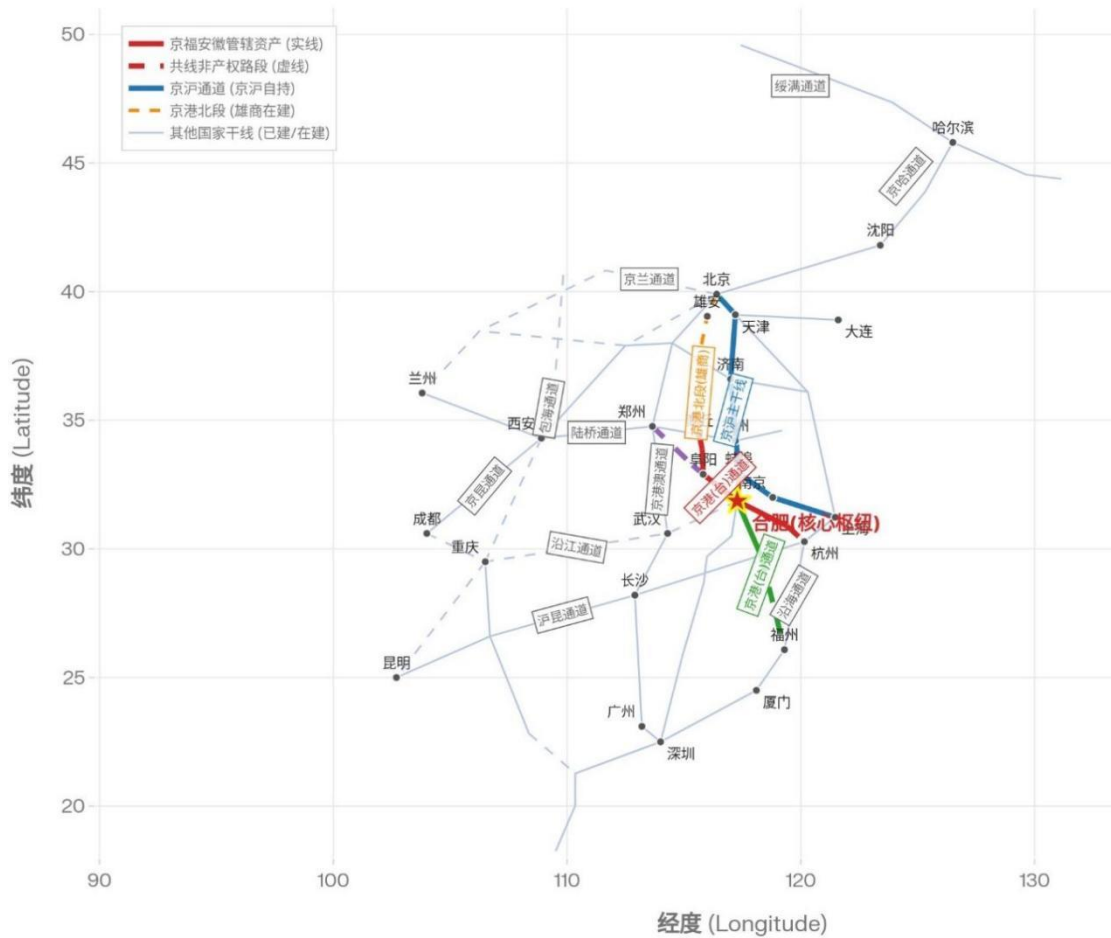
数据来源：当代中国，兴业证券经济与金融研究院整理

重点来看，在规划中，合肥有望依托合蚌客专、商合杭高铁、郑阜高铁、合福铁路及合安九高铁等线路，逐步强化对京津冀、中原、长三角、东南沿海及华中地区的通达能力，并向国家级“米字型”高铁枢纽演进：

- **向北**，合肥可经蚌埠南衔接京沪通道，并通过商丘方向在雄商高铁贯通后进一步强化与雄安新区及北京方向的联系；
- **向南**，可经黄山、福州、厦门等方向延伸至东南沿海，并经安庆、九江等方向衔接中部地区。

商丘、蚌埠南、徐州东与合肥南等节点有望共同构成京福安徽参与南北向跨线组织的重要支点。随着未来“八纵八横”的陆续贯通，合肥由区域性节点逐步升级为全国性通道枢纽，京福安徽亦有望凭借对京港、京台等通道关键区段的覆盖，持续承接更多跨线列车增量。

图19、“八纵八横”主通道与京沪高铁、合肥枢纽交汇网络



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

远期跨线列车增开盈利弹性敏感性分析：同上文相同，我们引入“日均增开跨线列车对数”与“平均运距”双变量，对合肥未来升级为全国性高铁枢纽后可能带来的利润弹性进行敏感性测试，基准假设为：

- **新增跨线列车与平均运距假设：**公司所辖线路日均极限可额外承接 60 对跨线列车，基准假设新增 30 对；单列在公司管辖路段内平均运行距离为 500 公里。
- **边际归母净利润率假设：**考虑到跨线业务以路网清算收入为主，且前期固定成本已基本沉淀、整体成本端刚性较强，根据京沪高铁招股说明书，京沪高铁跨线业务边际归母净利润率为 65%。

在该基准情景下，公司年化纯增量归母净利润有望增厚 13.90 亿元；若在更乐观假设下，日均增开列车对数与平均运距进一步提升，则利润增厚空间有望达到 27.80-55.60 亿元。

表3、跨线列车增开对公司业绩的敏感性分析

年化纯增量归母净利润(亿元)		平均运距 (km)		
假设情景	日均增开列 (对)	300	500	1000
保守扩容	15	4.17	6.95	13.90
基准情景	30	8.34	13.90	27.80
乐观扩容	60	16.68	27.80	55.60

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：测算基础单价假设为综合路网清算费率 196 元/列公里（2024 年报数据，最新），全年按 365 天计算。

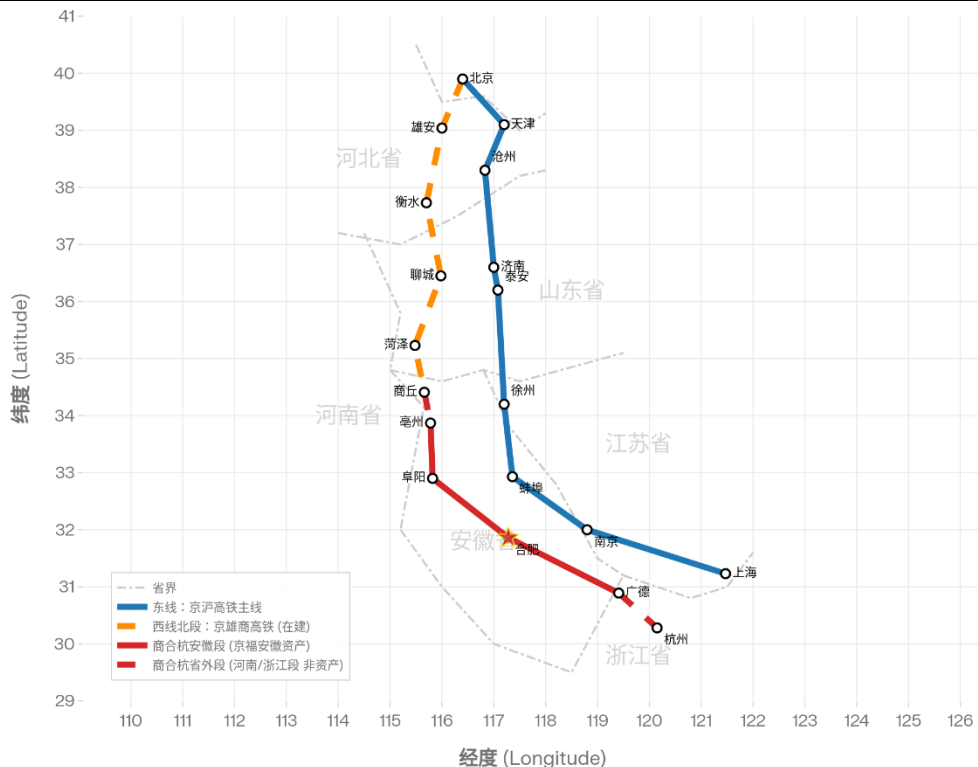
核心测算公式说明：年化增厚路网收入 = 新增对数 × 2 趟/对 × 平均运距(km) × 196 元/列公里 × 365 天

年化增量归母净利润 = 年化增厚路网收入 × 边际净利率（65%）

2. 对本线业务是分流与优化并存

雄商高铁作为“八纵八横”中京港（台）通道的关键组成部分，补齐的是当前南北向路网中的重要缺口；合肥枢纽能级提升，则对应更远期的全国性通道重构。随着合肥由区域性节点逐步升级为全国性高铁枢纽，经合肥南下的高铁通道将与京沪主轴形成“平行分工、局部替代”的关系。部分南北向跨线列车未来可改经合肥通道运行，对京沪主轴形成一定边际分流；但两条通道覆盖的腹地并不完全相同。

图20、京港（台）通道对京沪高铁本线的分流

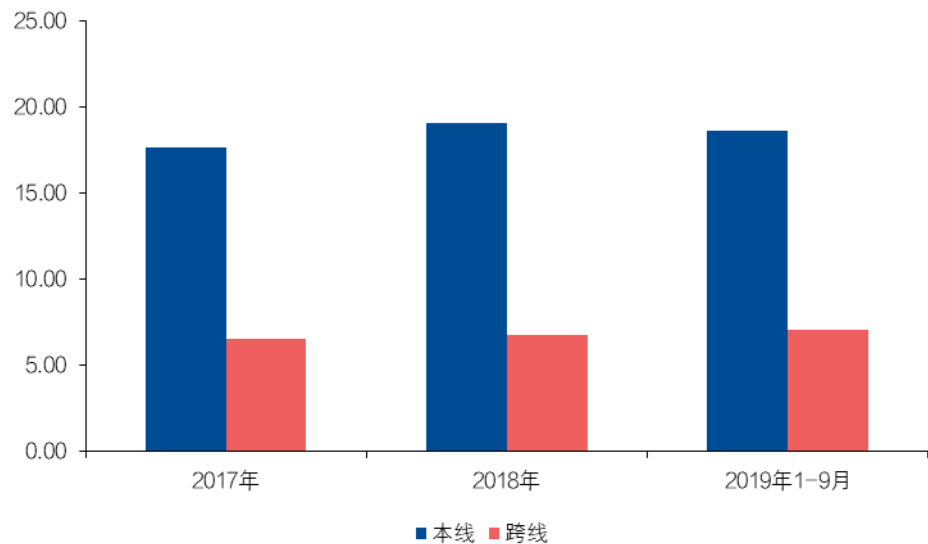


数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

京沪主轴主要覆盖北京、天津、山东、江苏、上海等东部核心省市，服务京津冀与长三角之间高密度、高频次的商务及城际出行需求；而京港（台）通道则更多依托商丘、合肥、蚌埠等节点，向北衔接京津冀与中原地区，向南联通东南沿海及中部地区，功能定位更偏向跨区域、跨通道的中长途南北向客流组织。因此，京港（台）通道对京沪的替代并非对本线核心需求的全面挤出，而更多体现为边际跨线车流的重组。

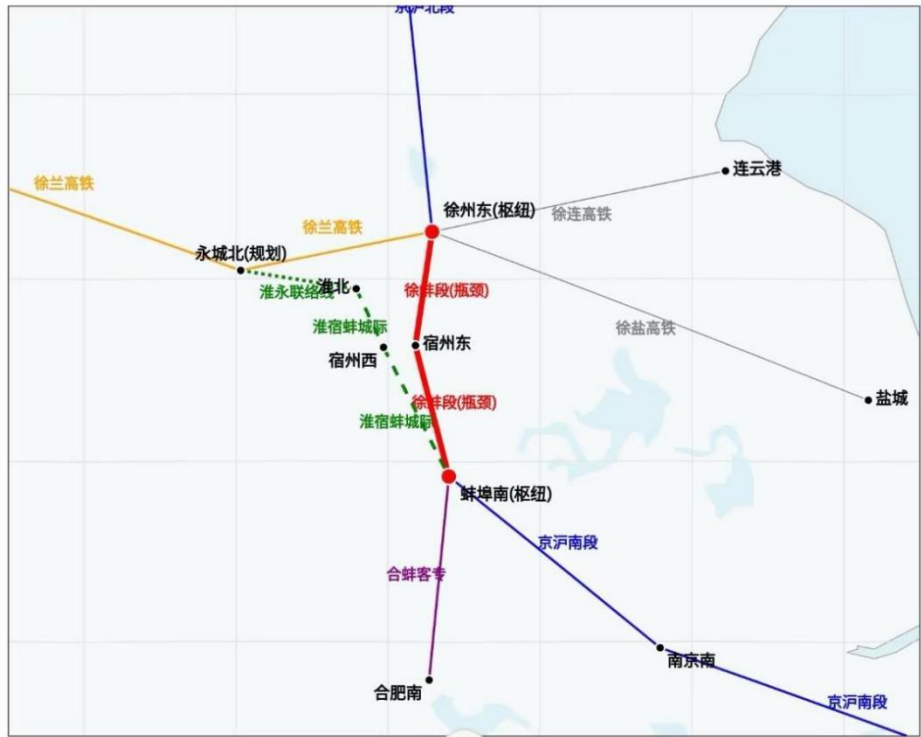
另一方面，对于京沪高铁而言，**单列本线的毛利高于跨线**，2019年前三季度，单列跨线列车毛利为 7.06 万元，而本线列车则高达 18.63 万元，是跨线列车的 2.64 倍。因此分流并不必然构成负面冲击，反而有望释放徐蚌段等瓶颈区段的稀缺时刻资源，为后续补充高收益本线列车、优化运能结构创造条件。

图21、京沪高铁单列毛利润（万元）



数据来源：京沪高铁招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、徐州-蚌埠段是过去京沪高铁上的运能瓶颈



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

三、本线弹性：提速与提价双轮驱动，核心资产尽享利润弹性

（一）提价增厚：定价权下放叠加比价优势，票价上行带来利润弹性

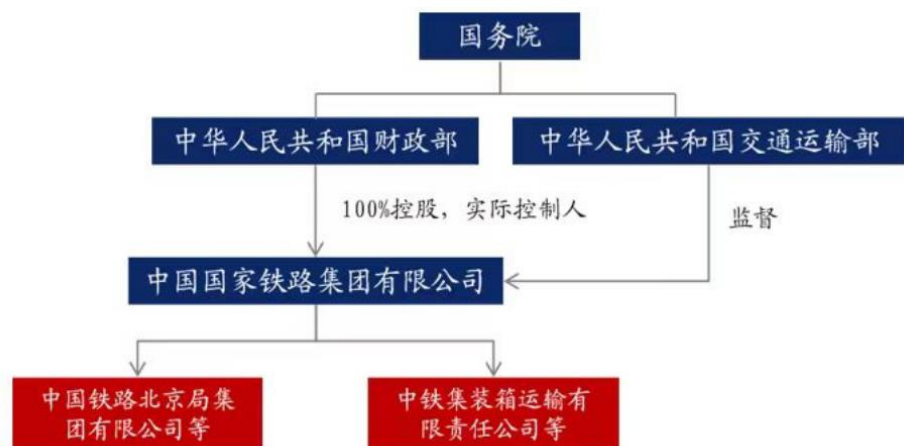
1. 中国铁路客运定价机制：高铁运输公司享有完全自主的票价制定权

铁总的股权结构及相关法律决定了高铁运输公司拥有铁路票价的自主定价权。

- **股权结构方面：**中国国家铁路集团有限公司实际控制人为中华人民共和国财政部，同时接受交通运输部和国家铁路局监督。这一特殊的股权结构使得国铁集团的运营模式显著区别于国资委下的央企。其下辖 18 个铁路局集团有限公司均遵循市场化原则，实行自负盈亏的企业化运作模式。随着国铁集团公司制改革的深入和“网运分离”模式的实施，铁路票价的定价权逐步下沉到铁总旗下的运输公司。在客运领域，高铁运输公司（如京沪高铁等）享有完全自主的票价制定权，无需经过财政部或交通部的审批程序。

- **相关法律方面：**2016 年 2 月，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》，高速动车组列车的定价权被正式授予中国铁路总公司。此外，根据价格法、铁路法等国家相关规定，对于列入《中央定价目录》的商品和服务由政府定价，高铁动车组列车客票定价不在该目录之内，可由铁路运输企业依法自主定价；对于列入国家价格听证目录的商品和服务，价格制定和调整时需要举行价格听证，高铁动车组列车客票定价不在该听证目录范围内，不需要举行价格听证。

图23、中国国家铁路集团有限公司的股权结构图



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，公司自 2020 年起已成功跑通了“优质优价、有升有降”的浮动票价机制。公司掌握了利用市场化价格杠杆平抑客流峰谷、实现单位运能收益最大化的能力。我们对 2026 年 3 月最新车次的票价进行抽样，数据显示（正常情况下，日均运行 51 趟本线列车，其中全程车 34 趟，包括 11 趟标杆车与 23 趟普通本线），京沪高铁已实施高度精细化的周末、节假日溢价策略：

- a. 周末、节假日与工作日平峰价差拉大：全程车二等座的工作日价格约 613.2 元；周末上涨为约 621.4 元；节假日上涨为约 635.5 元。所有车次二等座的工作日价格约每公里 0.46 元；周末上涨为约每公里 0.47 元；节假日上涨为约每公里 0.48 元。一等座、优选一等座和商务座的价格变化也与二等座相似。
- b. 车型精准定价：全程车中，停靠车站少、历时区间为 4 小时 18 分到 4 小时 38 分的“标杆车”（部分全程车历时超过 6 小时），在非高峰日的票价也能维持坚挺；大多执行二等座 662 元、一等座 1060 元、优选一等座 1457 元、商务座 2318 元的公布票价。

表4、京沪高速全程车抽样票价折扣

类型	二等座均价	一等座均价	优选一等座均价	商务座均价
工作日	93 折	96 折	98 折	91 折
周末	94 折	96 折	99 折	93 折
节假日（清明）	96 折	98 折	98 折	94 折
公布票价（元）	662	1060	1457	2318

数据来源：12306 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、京沪高速全部车次的每公里平均票价（人次/元/公里）

类型	二等座均价	一等座均价	优选一等座均价	商务座均价
工作日	0.46	0.76	1.08	1.58
周末	0.47	0.77	1.09	1.61
节假日（清明）	0.48	0.78	1.08	1.65
全程车公布票价	0.50	0.80	1.11	1.76

数据来源：12306 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 单公里票价来看：中国铁路客运票价存在上调空间

观察我国铁路客运单公里票价现状：

我国普速列车方面硬座基价已多年未涨。普通旅客列车票价构成为客票部分和附加票票价，附加票价则分为加快、卧铺和空调不同类型。直到今日，铁路客运硬座基价仍然停留在 1995 年调整后的 0.05861 元每人公里。

高铁动车方面经历一波涨价潮后单公里票价有所提升：

- 在 2016 年之前，由于考虑到民生问题，我国铁路客运价格一直由政府统一制定。时速 200-250 公里的动车组列车一等座基价大概是 0.37 元/公里，二

等座基价大概是 0.31 元/公里。时速 300-350 公里的高速动车组列车二等座基价大概为每人每公里 0.46 元，一等座基价大概为每人每公里 0.74 元。

- **2016 年高铁定价权下放至铁总后，陆续多条高铁开始实行浮动票价体系，上调公布票价。**从已实行调价的部分线路来看，时速 200-250 公里的动车组列车一等座基价大概是 0.71 元/公里，二等座基价大概是 0.44 元/公里；时速 300-350 公里的高速动车组列车一等座基价大概是 0.88 元/公里，二等座基价大概是 0.55 元/公里。
- 此外，广铁集团管内铁路平均票价要显著高于全国其他地区，如广深铁路开行的城际高速及动车组（C 和 D 开头，时速 200 公里以下），一等座基价大概是 0.68 元/公里，二等座基价大概是 0.54 元/公里；而经过广深港高铁的高速动车组（G 开头，时速 300-350 公里），一等座基价大概是 0.97 元/公里，二等座基价大概是 0.74 元/公里。

表6、中国部分高铁票价情况（2026 年 4 月）

	始发站	终到站	线路里程 (公里)	公布票价(元)		单公里票价(元/公里)	
				一等座	二等座	一等座	二等座
时速 300-350 公里高速动车组列车							
京沪高铁	北京南	上海虹桥	1318	1060	662	0.80	0.50
成渝铁路	成都东	重庆北	319	281	175	0.88	0.55
沪宁城际	南京	上海	301	265	166	0.88	0.55
时速 250 公里以下动车组列车							
柳南客专	南宁	柳州	223	158	99	0.71	0.44
胶济客专	济南	青岛	393	233	146	0.59	0.37
广铁集团管内铁路							
广深铁路	广州	深圳	147	99.5	79.5	0.68	0.54
广深港高铁（不含香港段）	广州南	福田	111	108	82	0.97	0.74

数据来源：12306 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：各线路票价为公司在 12306 官网公布的 2026 年 4 月 8 日票价

横向比较来看，中国高铁单公里票价远低于其他国家。中国高铁的运行时速远高于欧美以及日本铁路，而单位票价却是相对更低的。以京沪高铁为例，目前京沪高铁单公里票价约为 0.5 元，绝对票价远低于日本及大多数欧美高铁，约为日本价格的 1/2，意大利的 1/3，英国铁路的 1/4，美国铁路的 1/5。

另一方面，当我们将人均 GDP 纳入考量时，从单公里票价与人均 GDP 的比值来看，英国票价和我国相近，但考虑到实际乘坐高铁的多为中高收入人群（中低收入人群更偏向选择普铁），我国实际“单公里票价/人均 GDP”应该更低。

表7、中外各国高铁票价对比

国家	线路	线路里程 (km)	二等座票价 (元)	单公里票价 (元/km)	2023 年人均 GDP (万元)	单公里票价/人均 GDP(*10^6)
英国	伦敦-伯明翰	189	380	2.01	36.75	5.47
美国	华盛顿-波士顿	734	1738	2.37	58.35	4.06
意大利	罗马-佛罗伦萨	234	333	1.42	27.88	5.11
日本	东京-新大阪	553	617	1.12	22.42	4.98
中国	北京-上海	1318	662	0.50	9.18	5.47

数据来源：OMIO、JR 东海官网、世界银行、中国银行，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1) 欧洲各国及美国高铁票价数据来源于 OMIO；2) 日本高铁票价数据来源于 JR 东海官网；3) 人均 GDP 数据来源于世界银行（2024 年最新）；3) 外币统一按以下汇率换算为人民币：1 美元=6.9025 元人民币，1 日元=0.04346 元人民币（汇率取自 2026 年 4 月 1 日中国外汇交易中心中间价），兴业证券经济与金融研究院整理

高铁提价已经成为常态：2024 年 5 月 2 日，各高铁客运段公司公告，对在京广高铁武广段（武汉-广州南）、沪昆高铁杭长段（杭州东-长沙南）、昆高铁沪杭段（上海虹桥-杭州东）、杭深铁路杭甬段（杭州东-宁波）上运营的时速 300 公里及以上动车组列车公布票价进行优化调整，公布票价较原票价上浮约 20%。

同时也公告上述路段将施行灵活票价机制：各客运段公司将根据市场状况，区分季节、日期、时段、席别等因素，建立灵活定价机制，实行有升有降、差异化的折扣浮动策略。各站间执行票价将以公布票价为上限、5.5 折为下限（如武汉站至广州南站的二等座最低票价为 304 元，较现票价低约 34%），实行多档次、灵活折扣的浮动票价体系。

图24、2024 年 5 月高铁客票调价图



数据来源：中国铁路 12306 网站，兴业证券经济与金融研究院整理

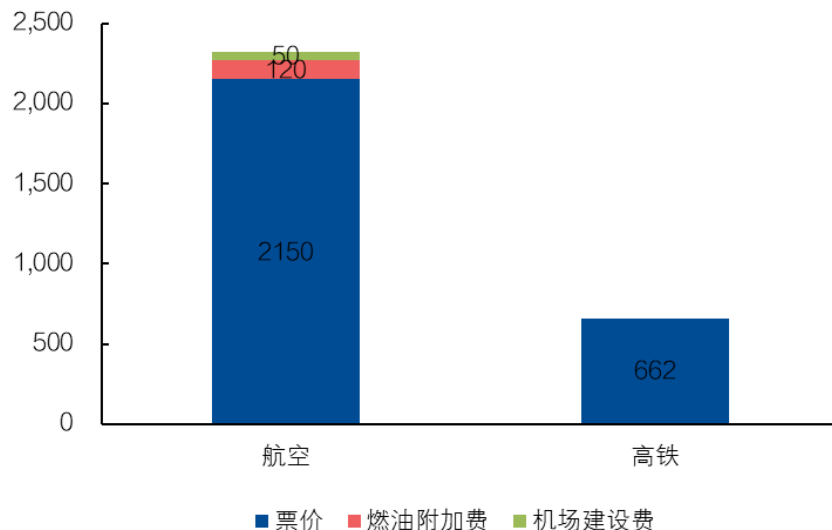
3. 立体交通比价：航空票价+燃油附加费高企，高铁提价具备巨大“安全垫”

目前京沪航线全价经济舱通常在 2000 元以上（东航、国航均为 2150 元），而根据上述最新票价数据，京沪高铁二等座即使是周末最高档票价也仅为 643 元，价格比接近 1:3。巨大的价格鸿沟，叠加高铁“市中心至市中心”的高效通勤属性，意味着京沪高铁未来即使进一步上调基准票价上限（如比照 2024 年武广等线路近 20% 的涨幅），也极难触发客流向航空倒流，提价阻力小。

油电成本剪刀差赋予提价从容度。航空业是典型的“油老虎”，在油价易涨难跌的周期中，被动推高了整个京沪通道的出行成本基准线。近期，地缘政治冲突加剧市场对原油供给断裂的担忧，国际油价短期内快速冲高，为了转移成本，多家航司已宣布自 2026 年 4 月 5 日（含）起销售的客票，国内航线旅客运输燃油附加费收取标准调整为：800 公里（含）以下航段，每位旅客收取人民币 60 元；800 公里以上航段，每位旅客收取人民币 120 元，分别为调整前的 3 倍、6 倍。

反观高铁，其牵引动力来自国家电网，电价属于受严格管制的长协资产，基本免疫于国际原油波动。在“航空成本随油价被动抬升、高铁能源成本长期稳定”的剪刀差下，叠加高油价时期不断加码的航空燃油附加费进一步拉大票价鸿沟，京沪高铁获得了绝佳的提价窗口期，能够从容地通过优化旺季折扣享受超额利润。

图25、航空及高铁费用对比（元）



数据来源：东方航空、12306，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 提价对利润增厚的敏感性分析

2026年5月11日，公司公告，对京沪高速线和合蚌高速线开行的时速300~350km/h、200~250km/h及以下的动车组列车的公布票价上浮20%，各站间执行票价将以公布票价为上限，在公布票价基础上实行不同幅度的折扣浮动。公布票价调整初期执行票价维持不变，相关车票5月12日起陆续发售。**提价期权落地，将有效撬动利润增长。**

考虑票价提升可能会带来客流下降等影响，我们引入“本线旅客周转量(人公里)增速”与“单客公里收入”两个核心变量，对提价后公司业绩进行敏感性分析。

对于2026年，中性假设下，本线旅客周转量同比持平、单客公里收入增长5%（年化，下同），2026年公司有望实现归母净利润141.22亿元，同比+7%；乐观假设下，本线旅客周转量同比+2~5%、单客公里收入增长10%，2026年公司有望实现归母净利润148.29~150.58亿元，同比+21~23%，增速可观。

表8、提价对2026年业绩敏感型分析（亿元）

单公里客收入增长	本线旅客周转量增速			
	-2.00%	0.00%	2.00%	5.00%
2%	136.54	137.89	139.24	141.27
5%	139.80	141.22	142.63	144.76
10%	145.23	146.76	148.29	150.58

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：两个变量增速均相对于2025年；提价预计从5月中下旬启动，因此年化单公里客收入涨幅最高不超过10%。

远期来看，未来京沪本线提价弹性有望充分释放，叠加“八纵八横”通道逐步建成，未来京沪高铁业绩有望达到180-200亿元，成长空间巨大。

表9、提价对京沪高铁远期业绩敏感型分析（亿元）

单公里客收入增长	本线旅客周转量增速		
	5.00%	10.00%	20.00%
15%	181.77	185.82	193.91
20%	187.59	191.92	200.56
25%	193.41	198.01	207.22

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：两个变量增速均相对于2025年；单公里客收入涨幅相对25年增长25%，考虑后续CR450投放后进一步提价；远期业绩考虑沿江通道、京港澳（台）通道合拢对京沪高铁跨线业务的引流影响。

（二）提速期权：CR450 样车亮相，周转率跃升打破运能天花板

作为中国高铁的技术结晶，新一代 CR450 动车组样车已于 2024 年 12 月 29 日正式亮相。该车型在试验时速达 453 公里/小时，未来商业运营时速达 400 公里/小时，有望在后续年份投入商业运营。其投用有望将京沪单程运行时间从当前最快的 4 小时 18 分钟压缩至 3 小时 50 分钟左右。在不改变既有线路容量的前提下，单程耗时的缩短将直接提升动车组的日均交路周转次数，从而释放全线的图定开行班次增量。

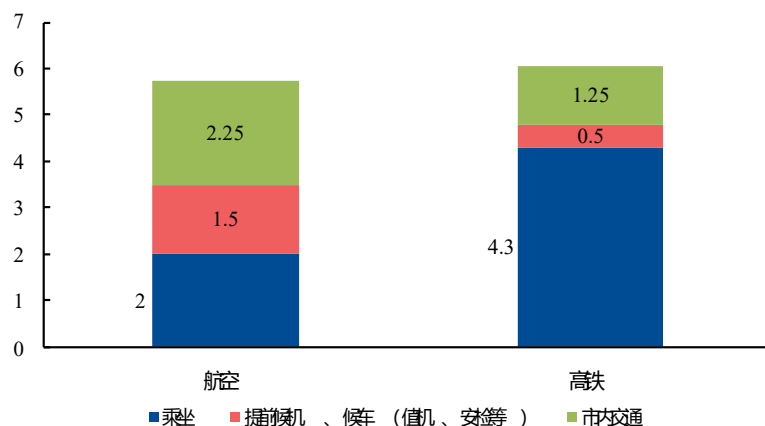
另一方面，京沪高铁的进一步提速，缩短了和航空之间的时间差，将持续抢占航空份额，未来有望迎来客座率的提升。

表10、北京金融街-上海陆家嘴出行方式对比

项目	航空方案	高铁方案
北京端出发枢纽	首都机场	北京南站
上海端到达枢纽	虹桥机场	上海虹桥站
北京金融街→枢纽，地铁用时	约 75 分钟	约 30 分钟
飞机/高铁本身乘坐时间	约 1 小时 55 分至 2 小时 20 分	最快约 4 小时 18 分，常见约 6 小时左右
提前候机、候车（值机、安检等）	90 分钟	30 分钟
上海端枢纽→陆家嘴，地铁用时	60 分钟	45 分钟
总计	约 5 小时 45 分钟	约 6 小时

数据来源：百度地图；兴业证券经济与金融研究院整理

图26、北京金融街-上海陆家嘴不同出行方式用时对比（小时）



数据来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

CR450 商用后,提速的同时提升了服务品质,有充足的提价动机。我们假设 CR450 商用后,日均增开 10 对本线列车,在提价 20%、75%客座率的假设下,年化贡献归母净利润 14.54 亿元;在远期宏观环境良好的情况下,极限假设提价 50%、客座率 90%,增开 10 对本线列车将年化贡献归母净利润约 35 亿元。

表11、京沪高铁本线提价敏感性分析 (日均增开 10 对本线列车)

年化纯增量归母净利润(亿元)		客座率				
票价涨幅	票价	60%	70%	75%	80%	90%
0	¥662	3.88	9.05	12.11	15.51	23.26
10%	¥728	4.26	9.95	13.33	17.06	25.59
20%	¥874	4.65	10.85	14.54	18.61	27.91
50%	¥1311	5.82	13.57	18.17	23.26	34.89

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 成本考量: 技术红利对冲成本, 既有线路无需重建

提速逻辑要转化为实际盈利,必须审视其资本开支(CAPEX)与运营成本(OPEX)的冲击。CR450 通过轻量化减重 10%与先进制动模型优化,实现了时速 400 公里运行下的制动距离与时速 350 公里完全保持一致。这一“黑科技”意味着既有京沪线的高标准底盘与 CTCS-3 信号闭塞区间无需推倒重建,仅需进行软件参数升级与线路常规精调。

同时,CR450 运行阻力降低 22%,整体能耗降低 20%。提速对应的核心成本增量仅在于新车型可能带来使用费上升。在总运量显著增加的规模效应下,新增收入远大于新增成本的确定性极高。

图27、CR450 动车组样车



数据来源: 中国中车官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与投资策略

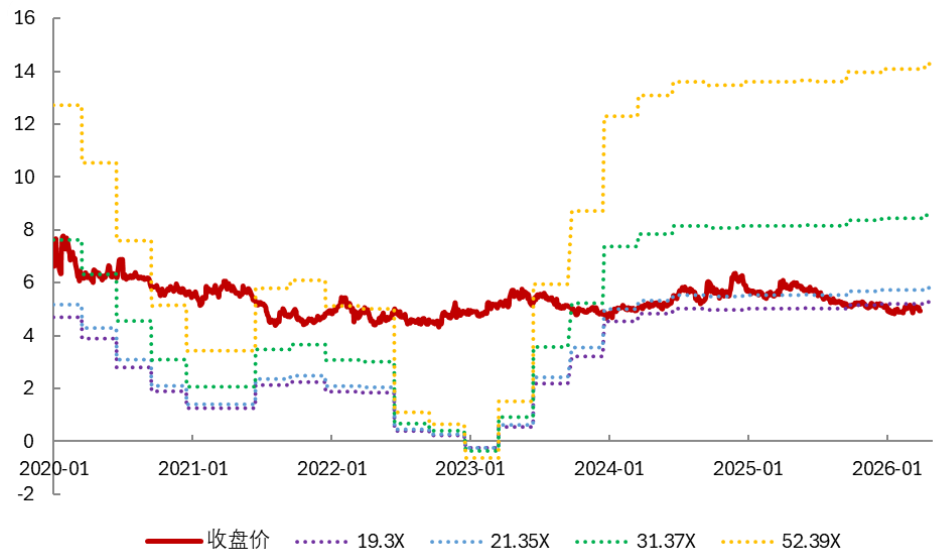
（一）盈利预测及估值

基于雄商高铁通车引流带来的跨线业务增长预期、CR450 投放带来本线量价齐升的预期，以及远期“八纵八横”建成后带来的跨线增量，我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 141.80 亿元、160.20 亿元、177.42 亿元。

1. 相对估值：处在上市以来估值分位数底部

京沪高铁 2020 年 1 月上市，2023 年 4 月疫情影响完全消散后，业绩强势反弹，PE 估值区间为 18.02X-89.52X；PB 估值区间为 1.14X-2.41X。对应 2026 年 5 月 14 日收盘价，京沪高铁市值 PE (TTM) 估值为 18.14X，历史分位数为 0.46%；PB (LF) 为 1.15X，历史分位数为 0.33%，PE、PB 估值均接近历史最低位。随着“八纵八横”路网持续完善带动跨线业务放量，以及本线业务迎来提速、提价、提分红的多重催化，公司估值存在进一步重塑和向历史中枢修复的空间。

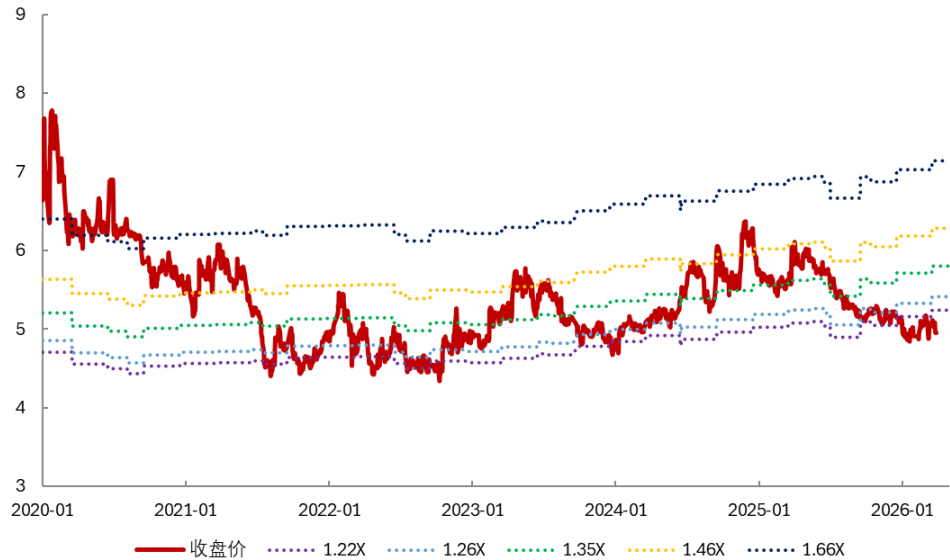
图28、京沪高铁上市以来 PE-BAND



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：估值区间为公司上市至 2026 年 5 月 14 日；估值倍数对应 PE 的 10%、25%、50%、75%分位数。

图29、京沪高铁上市以来 PB-BAND



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：估值区间为公司上市至 2026 年 5 月 14 日；估值倍数对应 PB 的 10%、25%、50%、75%、90%分位数。

2. 绝对估值

根据我们的预测，2026-2028 年预测期内，公司 FCFF 为 204、227、237 亿元，五年过渡期增长率为 3%，永续期增长率为 1%。在 WACC 为 7% 的假设下，公司绝对估值价值为 3656 亿元，对应 5 月 14 日收盘价，空间 51%。

考虑不同投资需求的预期收益率的不同，我们引入“永续增长率”、“WACC”双变量作敏感性分析假设如下：

表12、京沪高铁 DCF 绝对估值

永续增长率	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%
0.00%	4,301	3,887	3,537	3,237	2,978	2,751	2,551
0.50%	4,652	4,170	3,769	3,431	3,140	2,889	2,669
1.00%	5,081	4,511	4,044	3,656	3,328	3,047	2,803
1.50%	5,617	4,927	4,374	3,923	3,547	3,228	2,956
2.00%	6,307	5,446	4,778	4,243	3,805	3,441	3,132
2.50%	7,226	6,115	5,282	4,634	4,115	3,691	3,338

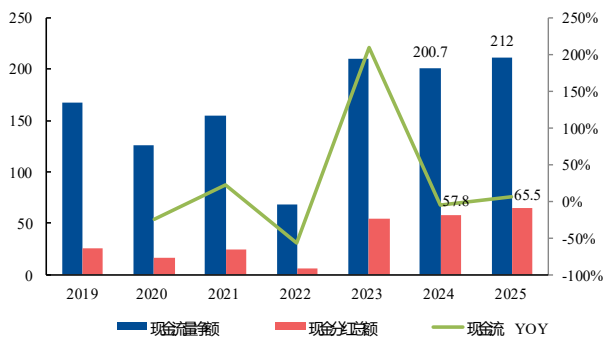
数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）股东回报：未来三年分红率提升至 55%，是潜在的高股息标的

随着京福安徽线路的全线通车，京沪高铁已经过了资本开支高峰，充沛的自由现金流为其高分红提供了坚实基础。排除疫情影响，公司 2019 年、2023 年、2024 年、2025 年的现金流分别是现金分红总额的 6.45 倍、3.85 倍、3.47 倍、3.24 倍。

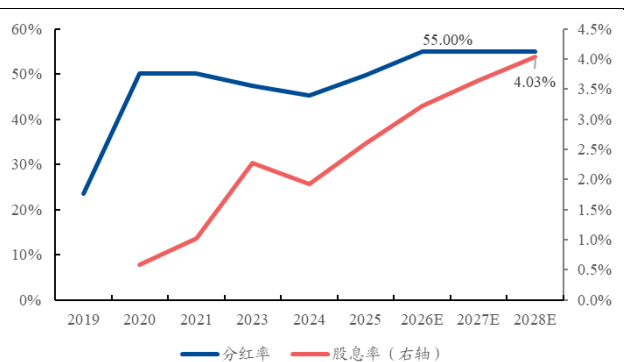
分红率提升至 55%，潜在的高股息标的：公司正式发布了《未来三年（2025—2027 年）股东分红回报规划》，明确承诺在无重大投资计划的前提下，年度现金分红比例将不低于当年归母净利润的 55%，同时公司也在 2025 年首次开启了中期分红。公司于 2024 年 5 月通过回购议案、启动 10 亿元首次股份回购，累计回购 1.808 亿股，并于 2025 年 6 月完成注销，股东回报机制进一步完善。待未来公司业绩取得阶段性提升，按照盈利预测，2026-2028 年公司股息率将达到 3.22%、3.64%、4.03%，是潜在的高股息标的。

图30、京沪高铁经营活动产生的现金流量净额（亿元）及增长率（%）、现金分红总额（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、京沪高铁 2019-2028E 分红率、股息率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收盘价截至 5 月 14 日。

（三）投资策略：路网重构释放稀缺运能，估值有望重塑

公司坐拥全国最优质高铁资产，同时兼具短期成长性与长期高分红的防御性特质，在雄商开通带来运能重配、本线提速提价释放弹性的背景下，估值有望迎来系统性重塑。

路网重构催化利润释放，跨线业务增长空间正在打开：京沪高铁坐拥全国最优质高铁主通道资产，并通过控股京福安徽切入“八纵八横”关键连接段。随着雄商高铁等新线逐步贯通，京福安徽所辖商合杭等路段“断头路”有望打通，南北向跨线列车预计将加快导入，推动跨线业务由此前的低密度运行走向加速放量。考虑到京福安徽跨线业务以路网清算收入为主，边际利润率高达 65%（考虑股权比例后约为 42%），京福安徽盈利释放正进入兑现阶段。

雄商开通后分流与缓堵并存，本线运能结构优化带来增利空间：我们认为，雄商高铁开通对京沪高铁的核心意义，在于其有望分流部分原本占用京沪瓶颈区段的南北向跨线列车，缓解徐蚌等关键区段的运能约束。京沪高铁能够腾挪出稀缺时刻资源，并进一步将运能从利润贡献相对较低的跨线用途，重新配置给单对利润更高的本线列车，从而实现“跨线迁出、本线补位、盈利抬升”的结构性增利。

本线业务兼具提速与提价期权，盈利弹性有望进一步打开：除路网优化外，公司本线业务也正进入“提速+提价”共振阶段。CR450 未来若实现商业化投运，有望压缩单程运行时间、提升动车组周转效率，并在既有线路无需大规模重建的前提下释放更多本线运能；同时，公司已具备较成熟的市场化定价能力，26 年下半年将迎来本线涨价，在航空票价及燃油附加费维持高位，高铁比价优势仍然显著，公司未来利润弹性并非只来自需求自然增长，而是来自运能释放、结构优化与票价改善的多重叠加。

高分红属性持续强化：随着京福安徽逐步跨越盈亏平衡点、公司整体资本开支高峰过去，京沪高铁自由现金流与股东回报能力持续增强。公司已明确未来三年在无重大投资计划前提下年度现金分红比例不低于归母净利润的 55%，同时通过中期分红与股份回购持续完善回报机制。2025 年公司中期分红+年终分红+回购共计 75.06 亿元，占归母净利润的 57%。

估值具备重塑空间：截至 2026 年 5 月 14 日，公司 PE-TTM 估值为 18.14X，PB 估值为 1.15X，均接近上市以来最低位；DCF 绝对估值 3656 亿元，对应 5 月 14 日收盘价，空间 51%。

我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 141.80 亿元、160.20 亿元、177.42 亿元，对应 2026 年 5 月 14 日收盘价，PE 估值分别为 17.1 倍、15.1 倍、13.7 倍，PB 估值分别为 1.13 倍、1.10 倍、1.06 倍；假设未来分红率为 55%，股息率分别为 3.22%、3.64%、4.03%。维持“买入”评级。

五、风险提示

- **宏观经济波动与需求疲软**：若国内经济复苏不及预期，可能导致公商务出行频次下降及大众旅游意愿减弱，直接冲击高铁本线客座率。
- **客运定价市场化推进受阻**：高铁票价兼具市场与公共服务双重属性，若受重大政策干预，后续自主调整基准票价或缩减折扣的进度可能陷入停滞。
- **分流风险与路网延期兑现**：民航大面积降价促销或区域高速公路免补政策变动可能对客流产生分流；同时，“八纵八横”规划中部分引流新线（如雄商高铁）的施工进度若出现严重延期，将拖累路网服务收入的增量兑现。
- **CR450 投放进度不及预期**：新一代列车的量产、交付及相关配套运维体系建设若发生滞后，提速带来的周转率提升和开行班次增量将难以在报表中如期反映。
- **极端事件带来的安全风险**：极端恶劣天气或突发性设备故障可能导致大面积晚点与停运，对短期财务表现及品牌形象造成不利影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	17321	22415	33549	45808
货币资金	15579	20498	31475	42666
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1125	1268	1370	2385
预付款项	1	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他	616	649	704	757
非流动资产	270618	270384	265193	259923
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	210031	205652	201196	196663
在建工程	250	257	263	269
无形资产	56933	56199	55464	54727
商誉	0	0	0	0
其他	3403	8276	8270	8264
资产总计	287938	292799	298741	305731
流动负债	9452	9632	9938	10264
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1213	1244	1285	1332
其他	8239	8388	8653	8932
非流动负债	48496	46504	44504	42504
长期借款	47746	45746	43746	41746
其他	750	758	758	758
负债合计	57948	56136	54442	52768
股本	48926	48926	48926	48926
未分配利润	26714	30968	35774	41097
少数股东权益	22877	23020	23448	24128
股东权益合计	229991	236662	244299	252963
负债及权益合计	287938	292799	298741	305731

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	13172	14180	16020	17742
折旧和摊销	5656	5953	6031	6110
营运资金的变动	789	23	149	-742
经营活动产生现金流量	21205	21610	23881	24943
资本支出	-750	-840	-840	-840
长期投资	0	0	0	0
投资活动产生现金流量	-3738	-5719	-840	-840
债权融资	-2007	-2018	-2000	-2000
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-12229	-10972	-12064	-12912
现金净变动	5238	4920	10977	11191

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	43062	44940	48556	52017
营业成本	22874	23457	24228	25121
税金及附加	238	243	263	282
销售费用	0	0	0	0
管理费用	829	899	971	1040
研发费用	15	12	13	14
财务费用	1408	1231	1150	997
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	17699	19098	21930	24563
营业外收支	-25	0	0	0
利润总额	17673	19098	21930	24563
所得税	4469	4774	5483	6141
净利润	13205	14323	16448	18422
少数股东损益	33	143	428	680
归属母公司净利润	13172	14180	16020	17742
EPS(元)	0.27	0.29	0.33	0.36

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	2.1%	4.4%	8.0%	7.1%
营业利润增长率	3.5%	7.9%	14.8%	12.0%
归母净利润增长率	3.2%	7.7%	13.0%	10.8%
盈利能力				
毛利率	46.9%	47.8%	50.1%	51.7%
归母净利率	30.6%	31.6%	33.0%	34.1%
ROE	6.4%	6.6%	7.3%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	20.1%	19.2%	18.2%	17.3%
流动比率	1.83	2.33	3.38	4.46
速动比率	1.82	2.32	3.37	4.45
营运能力				
资产周转率	15.0%	15.5%	16.4%	17.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.29	0.33	0.36
每股经营现金	0.43	0.44	0.49	0.51
估值比率(倍)				
PE	18.4	17.1	15.1	13.7
PB	1.2	1.1	1.1	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn