2026 年 11 月 19 日

京沪高铁（601816.SH）

买入（维持评级）

公司深度研究

证券研究报告

高铁皇冠明珠，股东回报改善

投资逻辑

跨线路网服务近八成客流，贡献核心利润来源。2025 年京沪高铁全线发送旅客 2.38 亿人次，其中 78%搭乘由其他铁路局担当的跨线列车，公司依据清算标准收取线路使用费及接触网使用费。京沪跨线与京福跨线两项路网服务收入合计达 270.31 亿元，经我们测算，该部分贡献毛利约 139 亿元，较京沪本线客运票务毛利高出 1.4 倍。2025 年公司实现归母净利润 131.72 亿元，为历史最高。2019—2025 年京沪跨线运行里程累计增长 32%，9 月 28 日雄商高铁正式通车，每日新增 4 对跨线列车经由商丘接入京福线，跨线车流持续加密。

本线开启二轮提价，票价弹性增厚业绩空间。我们测算执行票价每提升 1%，将增厚 2027 年归母净利润约 1.12 亿元。自 2016 年高铁票价放开以来，全国高铁已经历两轮提价：第一轮中，京沪高铁 2020 年 12 月改为浮动票价，二等座公布票价由 553 元上调至 662 元；第二轮从 2023 年开始，沪宁、武广、徐兰等高铁公布票价先后上调约 10%—20%，京沪高铁自 2026 年 5 月 26 日起公布票价上浮 20%、二等座约 794 元，调整初期执行票价维持不变。10 月 30 日起，11 个标杆车次二等座执行票价正式由 661 元上调至 692 元。

本部步入净现金阶段，底线分红托底防御价值。公司本部有息借款由 2020 年末的 380.99 亿元降至 2026 年 6 月末的 52.79 亿元，同期母公司货币资金与定期存款 268.10 亿元，净现金约 215 亿元；2025 年经营活动现金流量净额 212.05 亿元，为净利润的 1.6 倍。2025 年分红及回购占归母净利润的 57.0%，2026 年中期分红比例维持 57.0%，分红规划明确 2025—2027 年每年现金分红比例不低于 55%。

盈利预测、估值和评级

京沪高铁贯通京津冀与长三角两大城市群，区位壁垒突出，以占全国约 2.6%的高铁营业里程承载了全国铁路约 5.2%的旅客发送量，跨线车流加密驱动业绩稳步增长。我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 136.37 亿/142.53 亿/147.87 亿元，同比分别+3.5%/+4.5%/+3.7%，对应 EPS 分别为 0.279/0.291/0.302 元。考虑到执行票价已开启上调，给予公司 2027 年 20.5 倍 PE 估值（即 2024 年 4 月 30 日以来 PE 中位数），对应目标价 5.97 元，维持“买入”评级。

风险提示

客流增速放缓；执行票价调整节奏不确定；民航价格竞争；跨线清算标准变化；平行线路分流；关联交易定价。

交通运输组

分析师：李丹（执业 S1130526040004）

lidan6@gjzq.com.cn

分析师：李一腾（执业 S1130526080004）

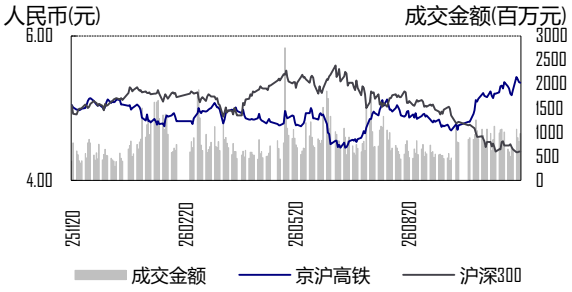
liyiteng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.35 元

相关报告：

1.《京沪高铁公司点评：全线业务稳健，京福安徽协同加强》，2026.8.31

2.《京沪高铁公司点评：铁路客运市场向好 Q3 业绩同比增长》，2025.10.31



公司基本情况（人民币）

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
营业收入(百万元)	42157	43062	44084	45410	46674
营业收入增长率	3.62%	2.15%	2.37%	3.01%	2.78%
归母净利润(百万元)	12768	13172	13637	14253	14787
归母净利润增长率	10.59%	3.16%	3.53%	4.52%	3.74%
摊薄每股收益(元)	0.260	0.269	0.279	0.291	0.302
每股经营性现金流净额	0.41	0.43	0.42	0.43	0.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.31%	6.36%	6.40%	6.51%	6.56%
P/E	23.69	19.13	19.19	18.36	17.70
P/B	1.49	1.22	1.23	1.19	1.16

来源：公司公告、国金证券研究所

内容目录

1 公司概况：京沪黄金通道，控股京福安徽 5
1.1 发展历程：通车 15 年，资本赋能扩版图 5
1.2 核心资产：主干贯通南北，路网辐射华东 5
1.3 经营情况：跨线驱动增长，业绩处历史高位 6
2 路网中枢：跨线车流加密，本线客票开启提价 9
2.1 京沪本线：客流平稳，标杆车次率先提价 10
2.2 京沪跨线：卡位路网咽喉，跨线车流持续增长 13
2.3 京福跨线：接驳六大通道，2025 年扭亏为盈 14
3 财务稳健：借款大幅压降，充沛现金托底高分红 16
3.1 资产负债：资本开支收窄，本部步入净现金 16
3.2 股东回报：充沛现金回流，分红比例上行提升回报 17
4 盈利预测、估值与投资建议 19
4.1 盈利预测：跨线驱动成长，盈利中枢稳步抬升 19
4.2 提价弹性：客运溢价可期，执行票价上扬增厚弹性 21
4.3 估值与投资建议 22
5 风险提示 24

图表目录

图表 1： 公司发展历程 5
图表 2： 公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） 5
图表 3： 京沪干线与皖域四线里程结构 6
图表 4： 线路与土地占总资产近九成（亿元） 6
图表 5： 跨线路网服务驱动营收上行 6
图表 6： 京沪本部贡献稳健，京福安徽扭亏为盈 6
图表 7： 2025 年跨线收入占营业收入约 63% 7
图表 8： 2025 年营业收入约 31%转为归母净利润 7
图表 9： 2025 年各板块毛利结构拆解（亿元） 7
图表 10： 委托运输管理费跃居第一大成本项（亿元） 7
图表 11： 委托运输管理费增长 57%（2019 年=100） 8
图表 12： 综合毛利率企稳修复 8
图表 13： 委托运输管理费与主要清算费用的定价规则 8
图表 14： 京沪高铁、京福安徽四条线与“八纵八横”主通道 9
图表 15： 2025 年沿线区域承载全国核心产值 10
图表 16： 全国铁路旅客总量较 2019 年增长 26% 10

图表 17： 京沪本线客运发送规模维持高位稳态 10
图表 18： 京沪本线收入近三年在 157 亿—161 亿元之间 10
图表 19： 2016 年以来高铁票价调整情况 11
图表 20： 北京南—上海虹桥多数车次不超过 661 元 11
图表 21： 标杆车次率先落实提价兑现 11
图表 22： 京沪本线人均客运收入近三年约 303 元 12
图表 23： 高铁票价较民航有显著比较优势 12
图表 24： 2025 年三块收入每列公里的收入、成本与毛利 12
图表 25： 京沪跨线里程及同比 13
图表 26： 京沪跨线收入及同比 13
图表 27： 京沪跨线里程增长 32%（2019 年=100） 13
图表 28： 京沪跨线每列公里收入比京福跨线高约三成 13
图表 29： 以 2.6%高铁里程承运超 5%铁路旅客 14
图表 30： 跨线旅客占比爬升近八成 14
图表 31： 特别繁忙区段清算费率更高 14
图表 32： 京沪本线毛利率约 38%，京沪跨线约 60% 14
图表 33： 车流枢纽：商合杭承接京福主要车流 15
图表 34： 京福跨线里程年均增长 11.5% 15
图表 35： 商合杭贡献京福跨线约三分之二的收入 15
图表 36： 京福安徽营业收入增长，营业成本基本持平 15
图表 37： 毛利覆盖财务费用，京福安徽扭亏为盈 16
图表 38： 京福安徽融资成本由 4.2%降至 2.8% 16
图表 39： 资本开支远低于折旧计提（亿元） 16
图表 40： 固定资产和无形资产逐年减少 16
图表 41： 本部借款基本还清，债务集中于京福安徽 17
图表 42： 母公司货币资金和定期存款已超过本部借款 17
图表 43： 国铁集团借款 2027—2039 年到期（亿元） 17
图表 44： 京福安徽借款以银行借款为主（亿元） 17
图表 45： 经营活动现金流量净额高于净利润 18
图表 46： 2025 年起现金主要用于分红和定期存款 18
图表 47： 2025 年分红比例提高到 57.0% 18
图表 48： 股息率 2024 年末起高于 10 年期国债收益率 18
图表 49： 预计归母净利润年均增长约 3.9% 19
图表 50： 四季度收入、利润预计均增长约 2% 19
图表 51： 京沪本线收入 2026—2028 年约 155 亿元 19
图表 52： 收入增量全部来自跨线（亿元） 19
图表 53： 归母净利润增量主要来自京沪跨线收入 20
图表 54： 京福安徽净利润增量来自收入增长和利息下降 20
图表 55： 分业务收入、成本与毛利率预测 20

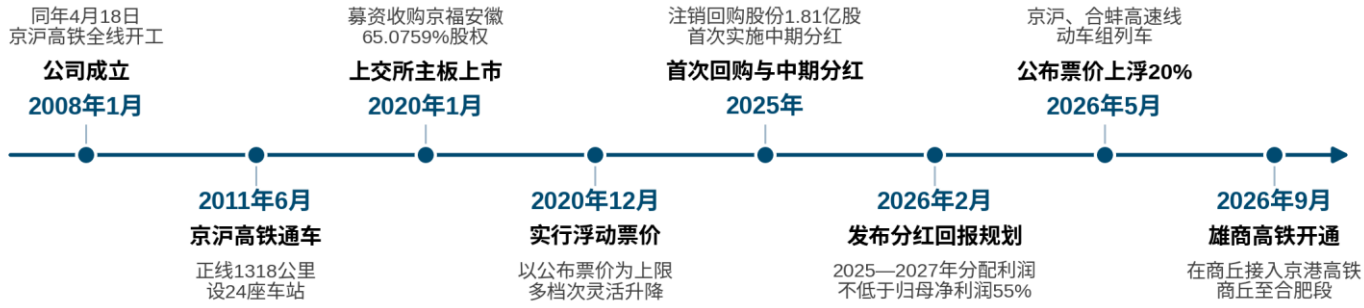
图表 56： 预计固定资产和无形资产逐年减少 21
图表 57： 2028 年末母公司净现金与京福安徽借款相当 21
图表 58： 票价每提 1%，增厚 2027 年归母净利 1.12 亿元 22
图表 59： 增开 10 对京沪跨线车，归母净利增 5.09 亿元 22
图表 60： 执行票价上调对 2027 年盈利的影响 22
图表 61： 增开跨线列车对 2027 年盈利的影响 22
图表 62： PE（TTM）低于近年中位数 23
图表 63： PB（MRQ）处于近年区间下部 23
图表 64： 20.5 倍 PE 对应目标价 5.97 元 23
图表 65： 公司股息率高于可比公司平均值和国债收益率 23
图表 66： 可比公司估值比较（市盈率法） 23

1 公司概况：京沪黄金通道，控股京福安徽

1.1 发展历程：通车 15 年，资本赋能扩版图

公司成立于 2008 年 1 月，由中国铁投等 11 名股东发起设立，是京沪高速铁路的投资、建设和运营主体。京沪高铁 2008 年 4 月 18 日全线开工，2011 年 6 月 30 日通车，北京南至上海虹桥正线 1318 公里，设 24 座车站，设计时速 350 公里。2020 年 1 月 16 日公司在上交所主板上市，公开发行 62.86 亿股，发行价 4.88 元/股，募集资金用于收购京福安徽 65.0759%股权，收购对价 500 亿元，京福安徽 2020 年起并入合并报表。

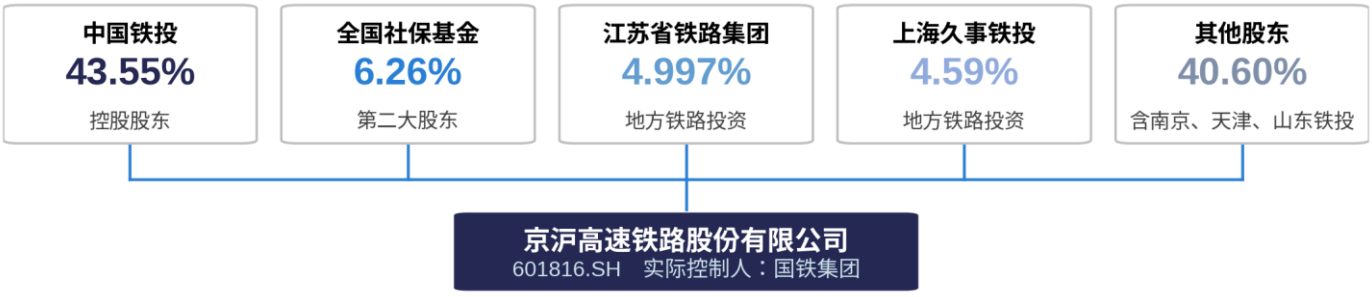
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、12306、新华网、科技日报，国金证券研究所

公司控股股东为中国铁投，实控人为国铁集团。截至 2026 年 6 月 30 日，中国铁投持股 43.55%，全国社保基金持股 6.26%，前十大股东合计持股 80.61%。2025 年末在职员工 89 人，运输组织、设施维护和车站服务委托北京局、济南局、上海局集团承担。

图表2：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）

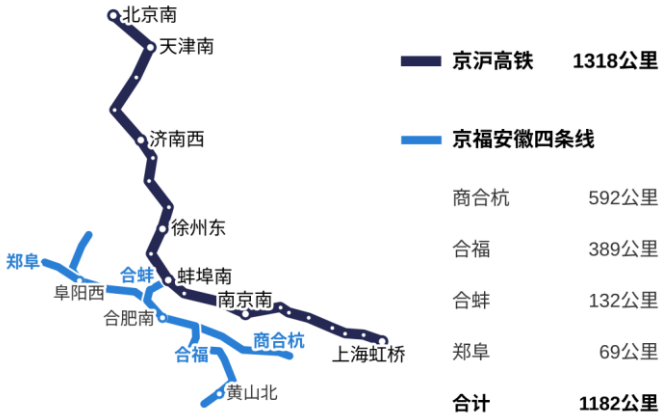


资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 核心资产：主干贯通南北，路网辐射华东

京沪高铁全长 1318 公里，系北京与上海之间唯一的高铁干线，深度贯通京津冀与长三角两大核心城市群，途经北京、天津、上海及河北、山东、安徽、江苏七省市。京福安徽管辖合蚌客专及合福、商合杭、郑阜铁路安徽段，营业里程合计约 1182 公里，其中商合杭约 592 公里、合福约 389 公里。铁路线路与土地使用权构成了公司的核心资产，截至 2026 年 9 月末，公司总资产达 2932.03 亿元，其中固定资产 2063.58 亿元、无形资产（主要为土地使用权）563.90 亿元，两项合计占总资产比重达 89.6%。

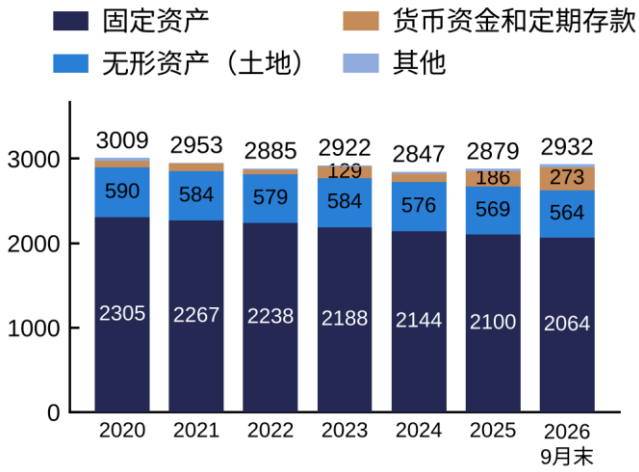
图表3：京沪干线与皖域四线里程结构



资料来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

注：示意图；京福安徽四条线为安徽段里程

图表4：线路与土地占总资产近九成（亿元）

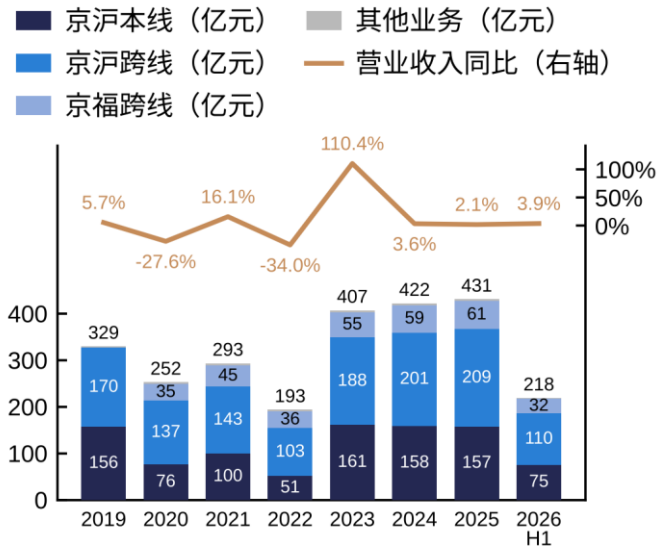


资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 经营情况：跨线驱动增长，业绩处历史高位

公司营业收入由京沪本线、京沪跨线及京福跨线三大业务板块构成：京沪本线指由公司担当的列车客运业务，体现为旅客客票收入；京沪跨线指其他铁路局担当的列车借道京沪高铁运行，公司依据清算标准收取线路使用费、接触网使用费等路网服务费；京福跨线则为京福安徽收取的路网服务费。2025 年公司实现营业收入 430.62 亿元，为历史最高，其中京沪本线 157.22 亿元、京沪跨线 209.27 亿元、京福跨线 61.04 亿元、其他业务 3.09 亿元，路网服务收入占主营业务收入的 63.2%。公司各项收入与主要成本均依据国铁集团清算标准或合同进行结算，近两年营业收入同比增长 2%—4%，毛利率稳定在 47%左右。2025 年实现归母净利润 131.72 亿元，同创历史峰值，其中公司本部（京沪本线及京沪跨线）利润贡献度达 99.5%；京福安徽首次实现全年盈利，按持股比例贡献归母净利润 0.61 亿元。

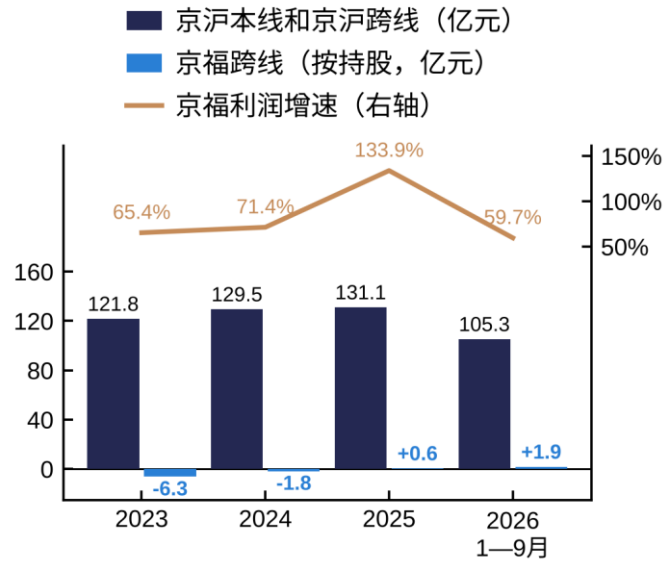
图表5：跨线路网服务驱动营收上行



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2019 年为收购京福安徽前的年报数；2026H1 京沪跨线为推算数；2020 年同比按追溯调整后的 2019 年数计算

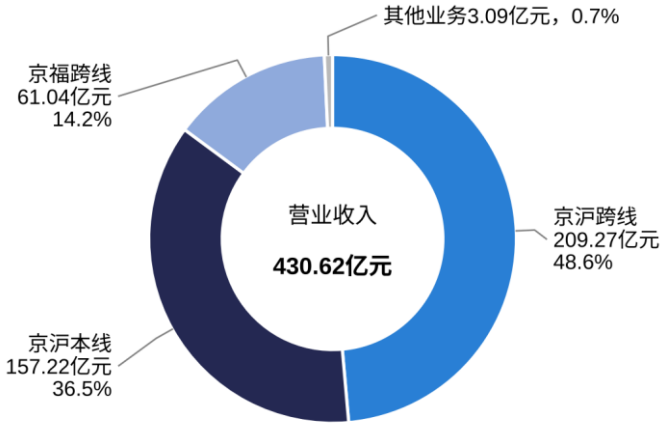
图表6：京沪本部贡献稳健，京福安徽扭亏为盈



资料来源：公司公告，国金证券研究所

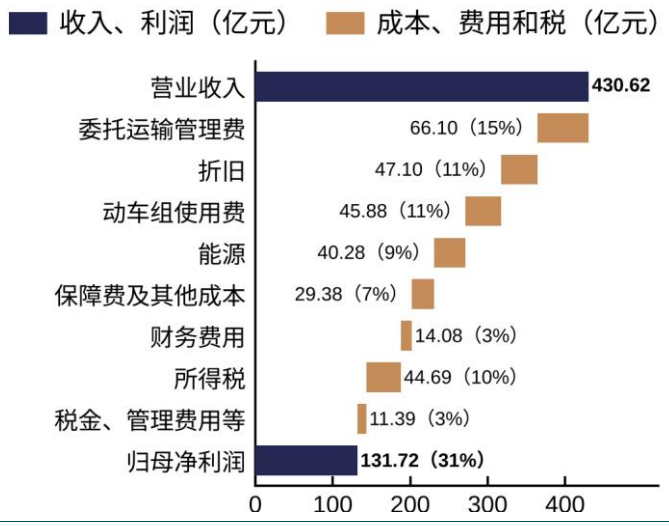
注：京福跨线＝京福安徽净利润×65.08%，京沪本线和京沪跨线＝归母净利润－京福跨线；京福利润增速在上年亏损时除以亏损额的绝对值

图表7：2025年跨线收入占营业收入约63%



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：2025年营业收入约31%转为归母净利润

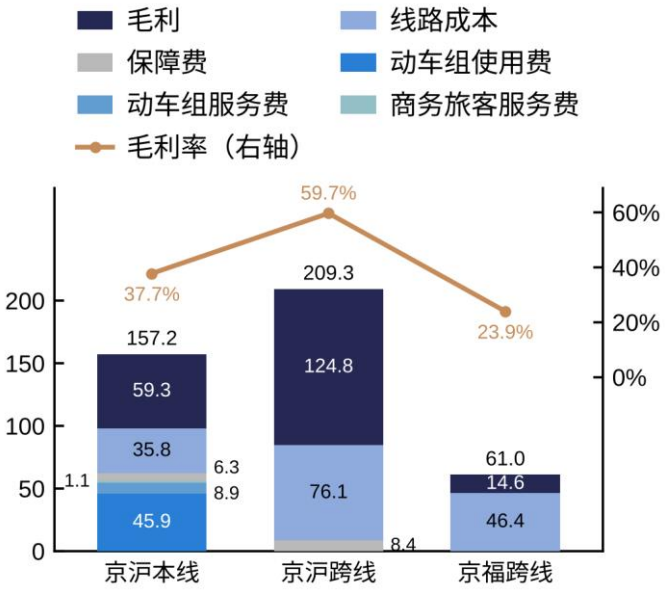


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：括号内为占营业收入比重；税金、管理费用等含税金及附加、管理费用、研发费用、营业外收支和少数股东损益

公司营业成本主要由委托运输管理费、折旧费用、动车组使用费及能源支出构成。2025年公司发生营业成本228.74亿元，其中委托运输管理费66.10亿元、折旧47.10亿元、动车组使用费45.88亿元、能源支出40.28亿元，四项合计占比达87.2%。参照招股说明书的方法进行成本分摊：动车组使用费按8.69元/辆公里标准结算，与动车组服务费、商务旅客服务费一并由京沪本线承担；委托运输管理费（不含动车组服务费）、折旧及能源等共同线路成本，由京沪本线与京沪跨线按总重吨公里比例分摊；高铁运输能力保障费按运输收入的4%计付。我们测算，2025年京沪本线、京沪跨线及京福跨线分别实现毛利约59亿、125亿、15亿元，对应毛利率分别约为38%、60%、24%。

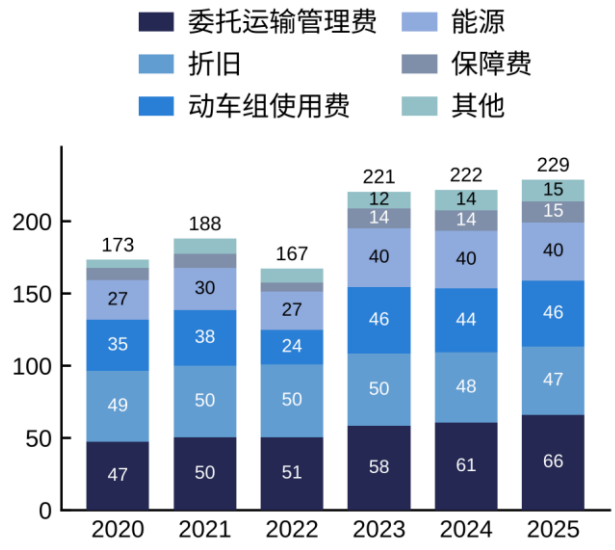
图表9：2025年各板块毛利结构拆解（亿元）



资料来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

注：京沪本线、京沪跨线的成本参照招股说明书的方法分摊，动车组服务费、商务旅客服务费计入京沪本线

图表10：委托运输管理费跃居第一大成本项（亿元）

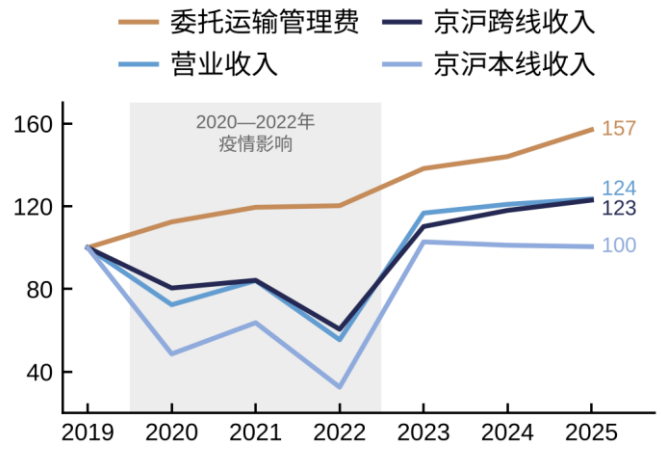


资料来源：公司公告，国金证券研究所

委托运输管理费增速高于营业收入增速，经营韧性凸显下综合毛利率稳居约47%。委托运

输管理合同每三年一签，结算单价年增幅由 2019—2021 年的 6.5%降至 2022—2024 年的 6.275%和 2025—2027 年的 5.355%；2019—2025 年期间，委托运输管理费累计增长 57%，同期营业收入增长 24%（2019 年基数均采用含京福安徽的追溯调整数）；2023—2025 年公司毛利率维持在 45.8%—47.4%区间，2025 年归母净利率为 30.6%。

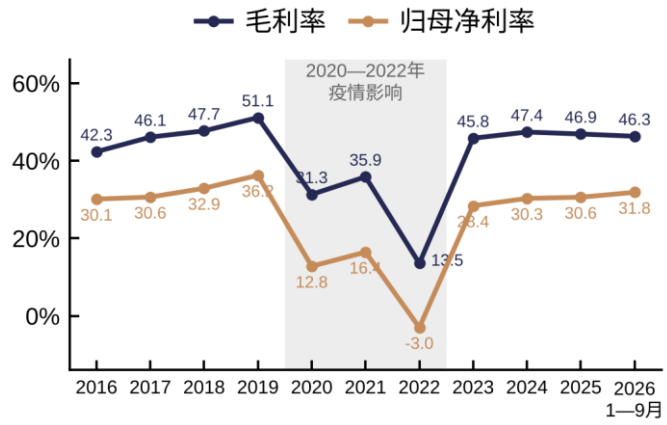
图表11：委托运输管理费增长 57%（2019 年=100）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：委托运输管理费、营业收入 2019 年为追溯调整数

图表12：综合毛利率企稳修复



资料来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

注：2016—2019 年为收购京福安徽前的年报数

图表13：委托运输管理费与主要清算费用的定价规则

费用项目	期间	结算项目与单价	调价规则	依据
委托运输管理费	2016—2018 年	人工费、动车组费用（含动车组使用费）、基础设施维护直接费、车站直接费、间管费及其他；有公布价格的按公布价格，其余以成本为基础协商，间管费按全网统一比例 7.8%	按工作量与结算单价逐年结算	《委托运输费用指导意见》、委托运输管理协议
委托运输管理费	2019—2021 年	动车组列车服务费 0.11 万元/千辆公里；基础设施设备维护与车站旅客服务费北京局 186.03、济南局 146.02、上海局 178.55 万元/营业公里（2018 年基准）	每年增长 6.5%	招股说明书
委托运输管理费	2022—2024 年	动车组列车服务费 0.1329 万元/千辆公里；基础设施设备维护与车站旅客服务费 221.31、176.38、215.68 万元/营业公里（2021 年基数）	每年增长 6.275%	2022 年委托运输管理合同公告
委托运输管理费	2025—2027 年	动车组列车服务费 0.1595 万元/千辆公里；基础设施设备维护与车站旅客服务费 270.57、224.09、261.89 万元/营业公里（2024 年基数）	每年增长 5.355%	2025 年委托运输管理合同公告
动车组使用费	2019 年起	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	纳入铁路清算，单独核算	铁总财〔2019〕23 号
高铁运输能力保障费	2017 年起	按公司运输营业收入的 4%计付（高铁繁忙线路特一类 5 档）	按清算比例计付	铁总财〔2017〕163 号

资料来源：招股说明书、公司公告，国金证券研究所

注：2019 年起动车组使用费由委托运输管理费中移出，单独作为清算项目核算；基础设施设备维护与车站旅客服务费三个单价依次为北京局、济南局、上海局

2 路网中枢：跨线车流加密，本线客票开启提价

手握京沪与安徽骨干网络，牢固卡位“八纵八横”核心枢纽。根据 2016 年《中长期铁路网规划》，京沪高铁作为京沪通道的骨干主线，与京哈、太青、徐兰、沪汉蓉、沪昆等高铁衔接；京福安徽辖下四条线路则将安徽区域全面接入京沪、京港（台）、沿江、沪昆、陆桥、京港澳六大通道；2026 年 9 月 28 日雄商高铁正式通车运营，并在商丘与商合杭铁路实现贯通。

图表 14：京沪高铁、京福安徽四条线与“八纵八横”主通道

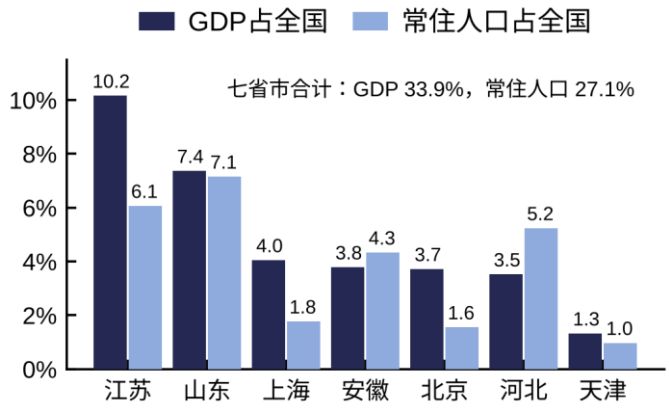


资料来源：《中长期铁路网规划》（2016 年）、国家铁路局、招股说明书、公司公告，国金证券研究所

注：示意图；“八纵八横”按 2016 年《中长期铁路网规划》，图中为 7 纵 6 横，京港（台）通道含雄商高铁；线路状态截至 2026 年 11 月

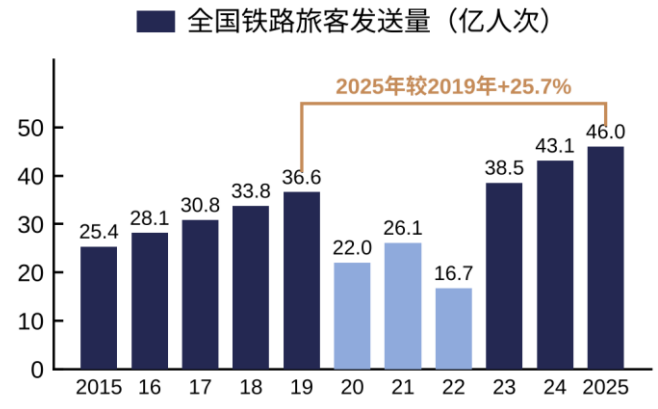
沿线省市经济体量突出，全路客运大盘较 2019 年显著扩容。2025 年京沪高铁沿线七省市实现 GDP 合计 47.52 万亿元，占全国总量的 33.9%；年末常住人口达 3.80 亿人，占全国总人口的 27.1%。行业总量层面，2025 年全国铁路完成旅客发送量 46.01 亿人次，较 2019 年增长 25.7%；据国家铁路局数据，2026 年前三季度全路旅客发送量达 37.06 亿人次，同比增长 4.8%。

图表15：2025年沿线区域承载全国核心产值



资料来源：国家统计局、各省市统计局，国金证券研究所

图表16：全国铁路旅客总量较2019年增长26%



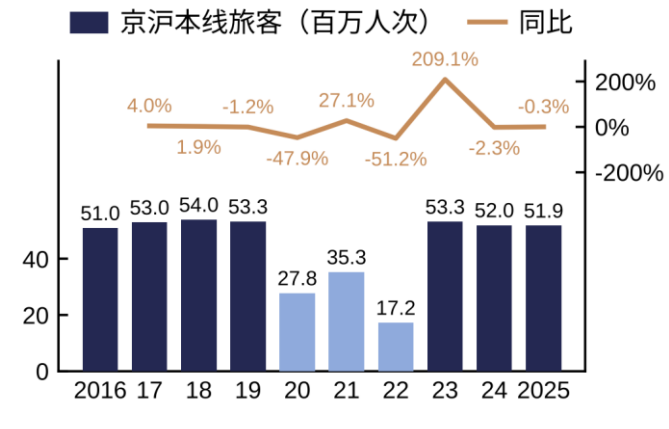
资料来源：国家统计局、国家铁路局，国金证券研究所

注：2015—2024年为铁路旅客运输量，2025年为旅客发送量

2.1 京沪本线：客流平稳，标杆车次率先提价

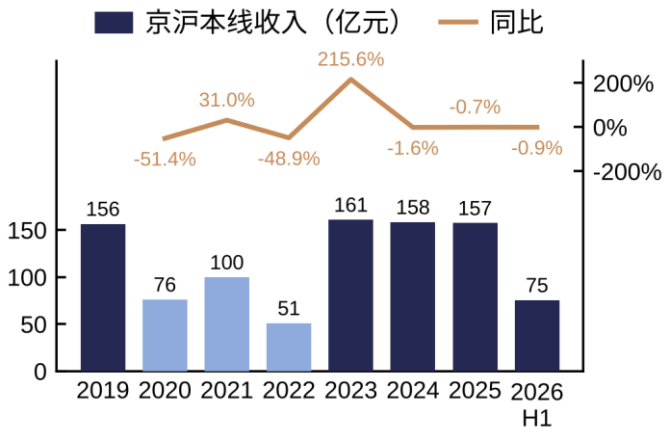
京沪本线客流规模平稳，近三年客票收入稳定在157亿—161亿元区间。2016—2019年京沪本线旅客发送量由5098万人次增长至5333万人次，2020—2022年受疫情影响有所回落，2023—2025年全面恢复并分别录得5325万、5202万、5188万人次。2019—2025年期间，京沪本线人均客运收入由293元提升至303元；2023—2025年京沪本线收入维持在157亿—161亿元区间，与2019年的156亿元基本相当；我们推算2026年上半年本线收入为75.41亿元，同比微降0.9%。

图表17：京沪本线客运发送规模维持高位稳态



资料来源：招股说明书、公司公告，国金证券研究所

图表18：京沪本线收入近三年在157亿—161亿元之间



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2026H1为推算数

自2016年国家放开高铁定价权限以来，京沪高铁公布票价已历经两轮上调。2020年12月23日起，京沪高铁由553元的单一票价机制改为浮动票价机制，北京南—上海虹桥全程二等座公布票价调至662元，初期执行票价为498—598元，其后最高执行票价逐步提升至661元。2026年5月26日起，公布票价进一步上浮20%，全程二等座上限票价升至约794元，调整初期执行票价维持不变；自10月30日起，全线11个标杆车次二等座执行票价正式由661元上调至692元，提价幅度为4.7%。全国多条核心高铁干线亦同步推进市场化提价，2023年以来沪宁、武广、徐兰等干线高铁公布票价陆续上调约10%—20%。

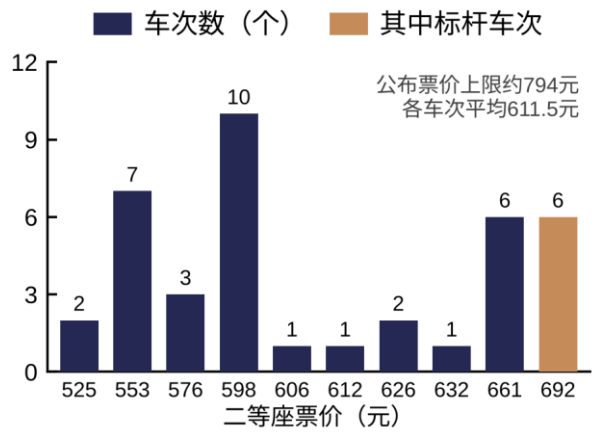
图表19：2016年以来高铁票价调整情况

时间	线路	调整内容
2016年1月1日	全国高铁	国家发展改革委放开高铁动车组一、二等座票价，由铁路运输企业依法自主制定
2017年4月21日	沪杭、杭甬、甬深高铁	时速200—250公里动车组票价有升有降，福州至杭州东二等座由217元调至254元
2020年12月23日	京沪高铁	由553元的单一票价改为浮动票价，北京南—上海虹桥二等座公布票价662元，执行价498—598元
2023年5月30日	沪宁、宁杭、胶济、南广、柳南高铁	公布票价上调约10%—20%，执行价最低6.6折
2024年6月15日	武广、沪杭、杭长、杭甬高铁	公布票价上调约20%，武汉—广州南二等座由463.5元调至553元，执行价最低5.5折
2026年3月28日	徐兰、大西、石太等6条高铁	公布票价平均上调18%—20%
2026年5月26日	京沪高铁、合蚌客专	公布票价上浮20%，北京南—上海虹桥二等座约794元；调整初期执行票价维持不变
2026年10月30日	京沪高铁	11个标杆车次二等座执行价由661元调至692元，上调4.7%

资料来源：国家发展改革委、公司公告、12306、新华社、界面新闻、中新网、通行线，国金证券研究所

注：沪杭、杭长、杭甬分别为沪昆高铁沪杭段、杭长段和杭深铁路杭甬段

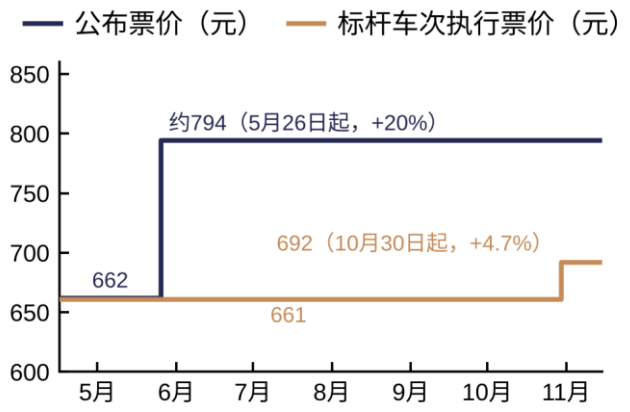
图表20：北京南—上海虹桥多数车次不超过661元



资料来源：12306，国金证券研究所

注：2026年11月4日北京南至上海虹桥39个车次

图表21：标杆车次率先落实提价兑现

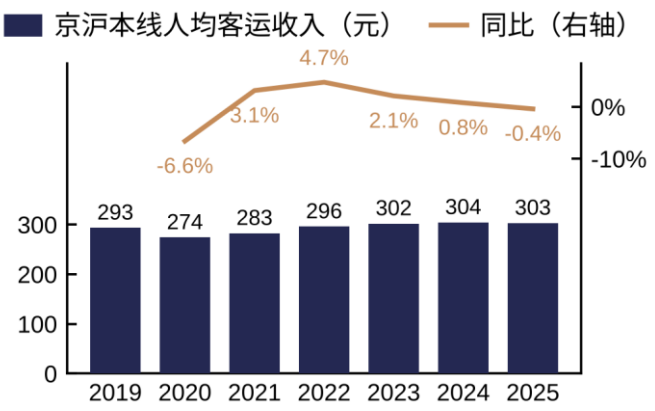


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：标杆车次为8:00—15:00发车的11个车次

本线人均客运收入稳步提升，二等座相较民航具备显著比价优势。京沪本线旅客平均乘车运距约为590公里，受上一轮浮动票价机制驱动，人均客运收入由2019年的293元增至2023—2025年的302—304元，均值稳定在约303元水平。据我们抽样统计，11月25日、27日与29日北京南至上海虹桥各车次二等座平均执行票价分别为609.8元、626.4元及620.4元，相当于同日京沪直飞航线经济舱含税费票价中位数的56%—78%。

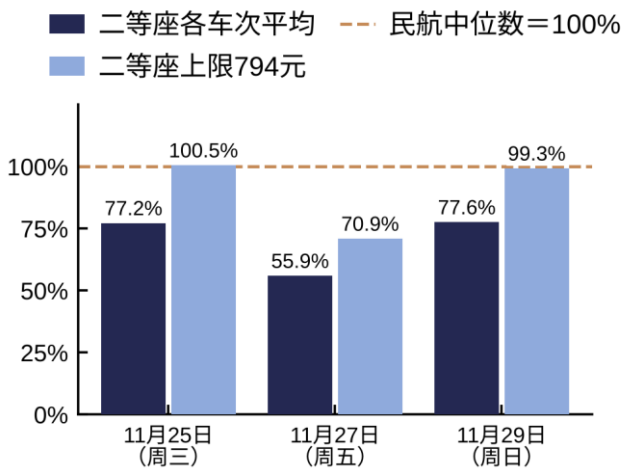
图表22：京沪本线人均客运收入近三年约303元



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：人均客运收入＝京沪本线收入/京沪本线旅客

图表23：高铁票价较民航有显著比较优势



资料来源：12306、携程旅行，国金证券研究所

注：高铁为北京南至上海虹桥各车次二等座票价的简单平均；民航为北京至上海直飞航班经济舱含税票价的中位数，11月17日查询

京沪本线每列公里毛利最高。我们参照招股说明书的方法分摊成本：动车组使用费、动车组服务费和商务旅客服务费由京沪本线承担，保障费按收入的4%计提，线路成本（委托运输管理费、折旧、能源等）按总重吨公里分摊，2025年京沪本线约占32%。据此测算，2025年京沪本线成本约98亿元，其中动车组使用费45.88亿元、按合同单价测算的动车组服务费约8.87亿元、商务旅客服务费1.09亿元、保障费6.29亿元、分摊的线路成本约36亿元，毛利约59亿元。按每列公里算，我们推算京沪本线收入约441元、毛利约166元，在承担动车组使用费和服务费的条件下仍然比京沪跨线多约47元。

图表24：2025年三块收入每列公里的收入、成本与毛利

项目	京沪本线（2019年1—9月）	京沪本线（2025年）	京沪跨线（2025年）	京福跨线（2025年）
收入结算模式	按旅客收票款	按旅客收票款	按列车收过路费	按列车收过路费
单列平均定员（座）	1153*	1153*	—	—
客座率	79.9%	75%*	—	—
每列平均运行里程（公里）	1043*	1043*	569*	—
每列旅客（人次）	1502	1517*	—	—
每人公里客票收入（元）	0.47	0.51	—	—
每列收入（万元）	44.8	46.0*	11.4*	—
单位列公里营业收入（元）	429*	441	200	150
减：动车组使用费	129*	129	—	—
动车组服务费	17*	25	—	—
商务旅客服务费	4*	3	—	—
高铁运输能力保障费	17*	18	8	—
线路成本（委托运输管理费、折旧、能源等）	95*	100	73	114
每列公里毛利（元）	168*	166	119	36
毛利率	39.2%*	37.7%	59.7%	23.9%
列车运行总里程（万列公里）	2807*	3566*	10451*	4075*
分部毛利（亿元）	47	59	125	15
折合单趟全程（1318公里）毛利（万元）	22.2*	21.9	15.7	—
与京沪跨线每列公里毛利持平的客座率	约74%*	约66%	不涉及	不涉及

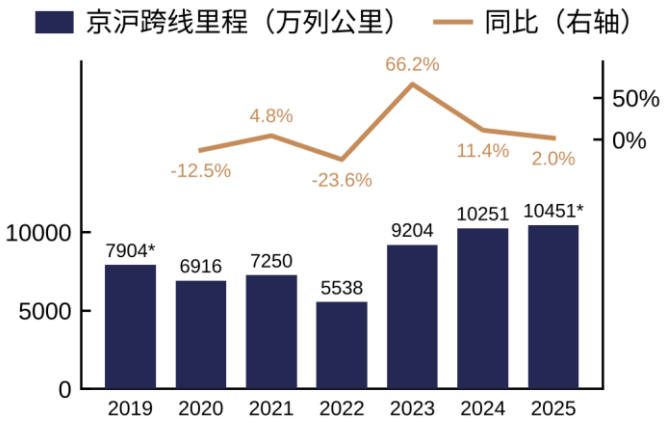
资料来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

注：*为推算数；动车组服务费按合同单价测算，线路成本按总重吨公里分摊；末行为京沪本线与京沪跨线每列公里毛利相等时的京沪本线客座率，不同于盈亏平衡点

2.2 京沪跨线：卡位路网咽喉，跨线车流持续增长

京沪跨线运行里程和路网服务收入保持稳步增长。2019—2025 年京沪跨线里程由 7904 万列公里增至 10451 万列公里，累计增长 32.2%，带动跨线路网服务收入由 170.18 亿元增至 209.27 亿元，累计增长 23.0%，2026 年上半年该项收入继续实现同比增长 7.6%。单位收益方面，2020—2025 年京沪跨线单位列公里收入稳定在 186—204 元区间，较京福跨线高约三成。

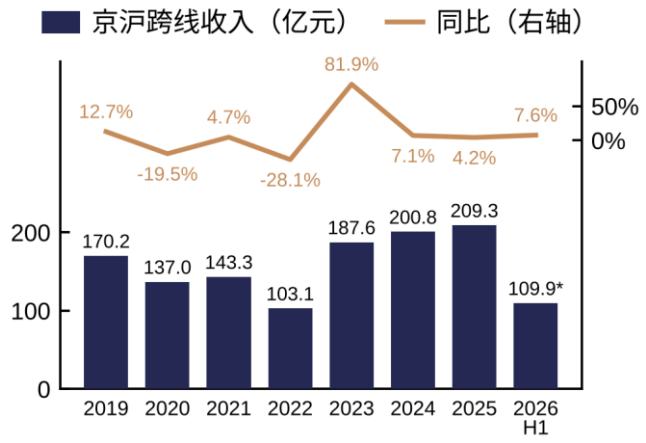
图表25：京沪跨线里程及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：*为推算数

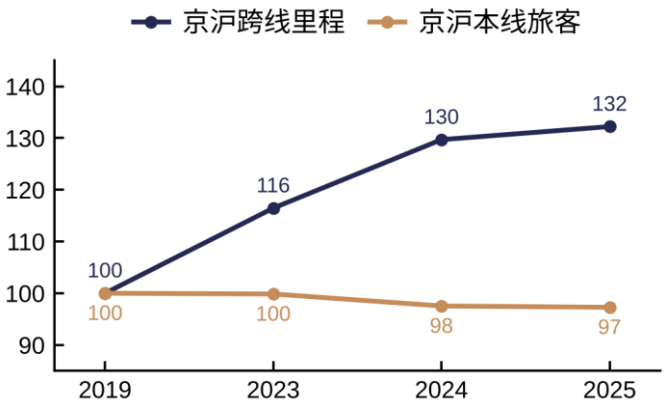
图表26：京沪跨线收入及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：*为推算数

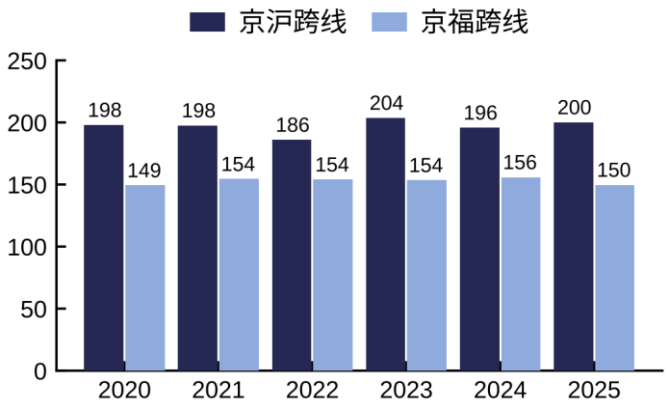
图表27：京沪跨线里程增长 32%（2019 年＝100）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：京沪跨线里程 2019 年、2025 年为推算数

图表28：京沪跨线每列公里收入比京福跨线高约三成

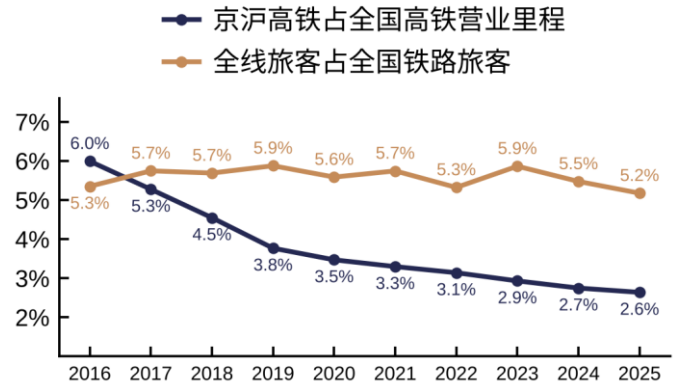


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：每列公里收入＝跨线收入/跨线里程；2025 年京福里程为推算数

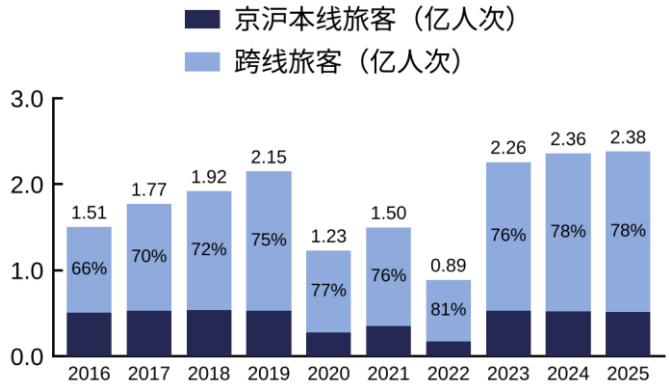
全线增量车流以跨线为主，京沪高铁以全路约 2.6%的高铁里程高效承载了超 5%的旅客发送量。2016—2025 年京沪高铁营业里程由 2.2 万公里增至 5.0 万公里，京沪高铁全线客运量占全路比重保持在 5.2%—5.9%的高位区间。据招股说明书，2016—2018 年京沪本线列车年均约 3.9 万—4.0 万列，全线列车由 14.4 万列增至 17.3 万列；全线旅客 2025 年为 2.38 亿人次，京沪本线旅客 5188 万人次，与 2019 年基本相当，搭乘跨线列车的旅客占比则由 2016 年的 66%、2019 年的 75%进一步攀升至 2025 年的 78%。

图表29：以2.6%高铁里程承运超5%铁路旅客



资料来源：招股说明书、公司公告、国家铁路局、交通运输部、新华社、人民日报海外版，国金证券研究所

图表30：跨线旅客占比爬升近八成

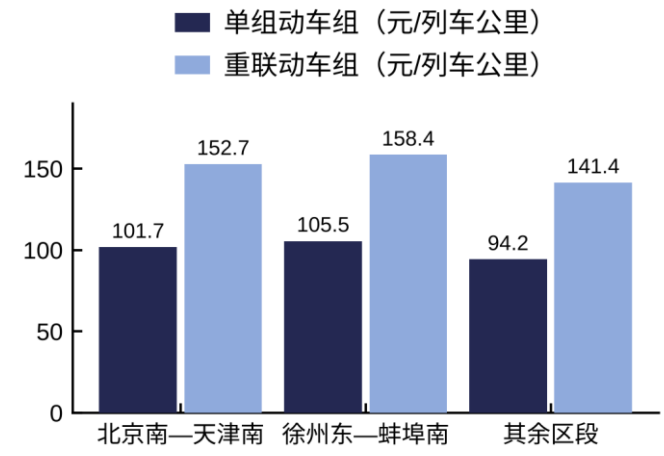


资料来源：招股说明书、公司公告，国金证券研究所

注：跨线旅客＝全线旅客－京沪本线旅客

路网服务费执行国铁统一定价，瓶颈区段享繁忙溢价。招股书披露，北京南—天津南、徐州东—蚌埠南单组线路使用费分别为101.7、105.5元/列公里，其余区段为94.2元，重联约为单组的1.5倍；叠加700元/万总重吨公里的接触网使用费，京沪跨线平均单位列公里收入约200元。因无需承担动车组使用费和动车组服务费，我们测算2025年跨线业务成本约84亿元、毛利约125亿元，毛利率高达约60%。

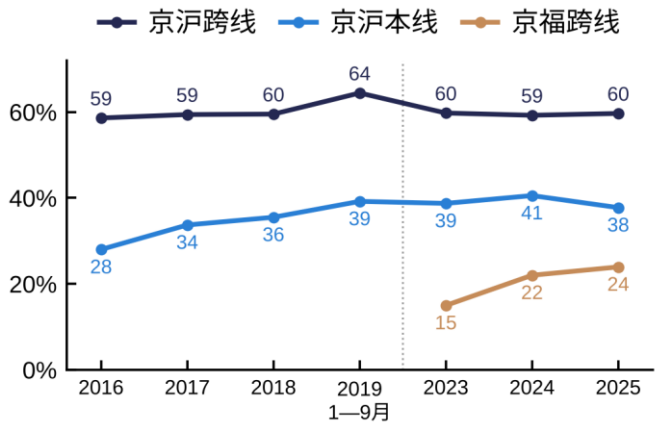
图表31：特别繁忙区段清算费率更高



资料来源：招股说明书，国金证券研究所

注：招股说明书所列截至2019年9月30日的标准；夜间列车按40%计

图表32：京沪本线毛利率约38%，京沪跨线约60%



资料来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

注：2016—2018年为招股说明书数；2019年1—9月起为我们测算，动车组服务费全部计入京沪本线（招股说明书2019年1—9月为41.6%、62.1%）

2.3 京福跨线：接驳六大通道，2025年扭亏为盈

京福安徽不担当列车，收入全额来自路网服务费。旗下四条线路将皖域深度嵌入全路骨架：合蚌客专连接京沪与沿江通道，合福铁路系京港（台）通道关键段，商合杭铁路贯通沪昆通道，郑阜铁路则顺接陆桥与京港澳通道。2020—2025年，京福跨线里程年均复合增速达11.5%，驱动路网服务收入由35.32亿元增至61.04亿元，累计增长72.8%。

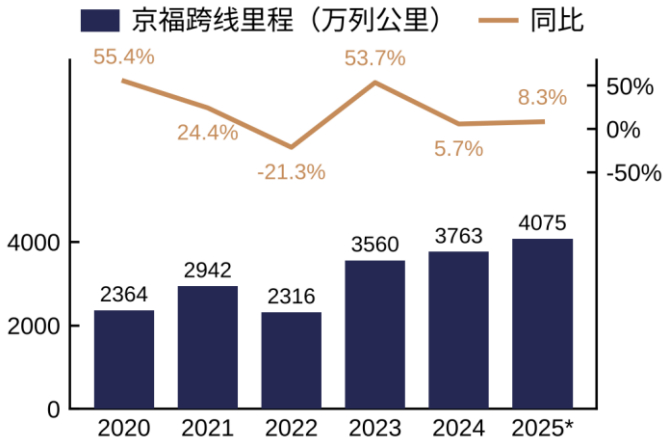
图表33：车流枢纽：商合杭承接京福主要车流



资料来源：12306、招股说明书，国金证券研究所

注：示意图；2026 年 11 月 5 日（周四）

图表34：京福跨线里程年均增长 11.5%

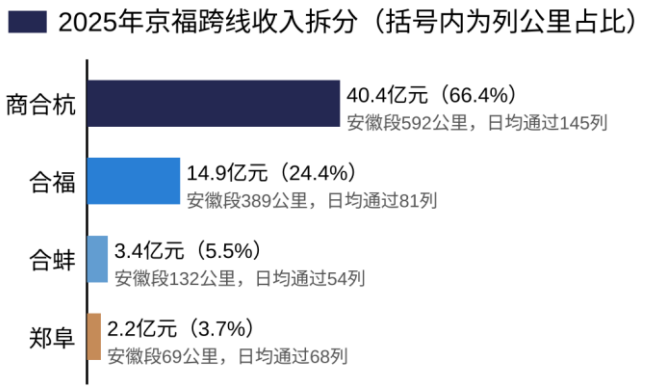


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2025 年*为按公司年报所列增速 8.3%推算

商合杭铁路承担约三分之二车流，构成京福核心营收支柱。据 12306 公布的 11 月 5 日（周四）开行车次测算，京福四线日通过列车约 12.9 万列公里：阜阳西—水家湖、芜湖—宣城段日均约 170 列（双向合计，下同），合福合肥南—巢湖东、绩溪北—黄山北段约 165 列，铜陵北—绩溪北段约 45 列。按日列公里占比拆分 2025 年主营业务收入，商合杭约 40.4 亿元，合福、合蚌、郑阜分别约 14.9 亿、3.4 亿及 2.2 亿元。伴随雄商高铁 9 月 28 日开通，每日新增 4 对跨线列车经商丘接入商合杭。成本端展现出极强的刚性特征，2023—2025 年京福安徽营业成本常年稳定在 45.80 亿—46.49 亿元区间。

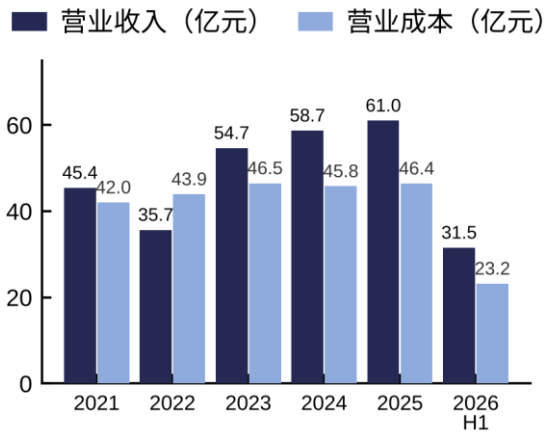
图表35：商合杭贡献京福跨线约三分之二的收入



资料来源：12306、公司公告，国金证券研究所

注：按 11 月 5 日各线日列公里占比拆分 2025 年主营业务收入

图表36：京福安徽营业收入增长，营业成本基本持平

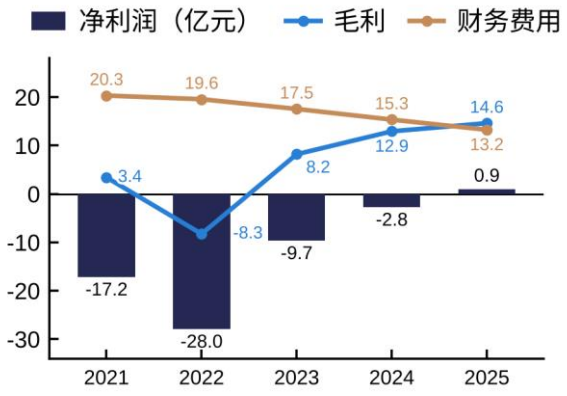


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：营业成本为合并报表减母公司报表的推算数

毛利覆盖财务费用，京福安徽实现扭亏为盈。2023—2025 年京福安徽毛利率由 15.0%升至 23.9%，2026 年上半年达 26.5%；2025 年毛利 14.61 亿元超过财务费用 13.24 亿元，净利润 0.94 亿元首次转正，我们推算 2026 年前三季度达 2.89 亿元。借款规模由 2020 年的 474.79 亿元微降至 2025 年的 454.74 亿元，财务费用下行主因平均融资成本由 2021 年的 4.2%降至 2025 年的 2.8%。

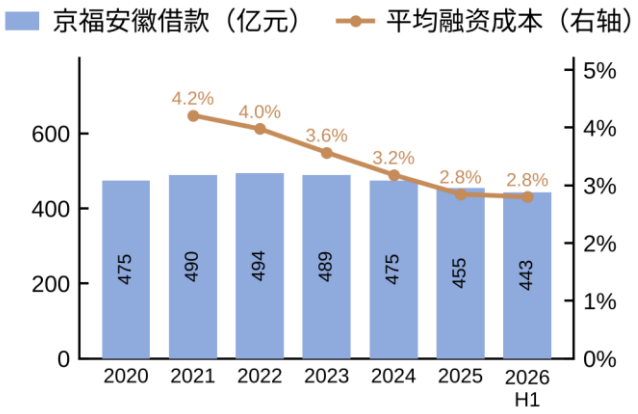
图表37：毛利覆盖财务费用，京福安徽扭亏为盈



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：毛利、财务费用为合并报表减母公司报表的推算数

图表38：京福安徽融资成本由4.2%降至2.8%



资料来源：公司公告，国金证券研究所

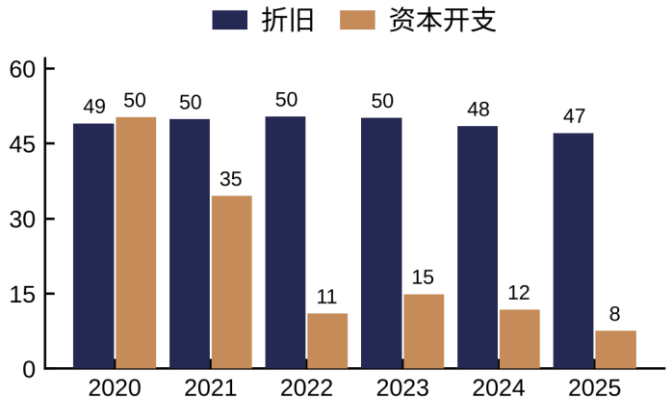
注：借款为合并减母公司报表的推算数；平均融资成本＝财务费用/平均借款，2026H1 年化

3 财务稳健：借款大幅压降，充沛现金托底高分红

3.1 资产负债：资本开支收窄，本部步入净现金

公司资本开支远低于折旧计提，长期资产规模逐年下降。2025 年折旧 47.10 亿元、土地摊销 7.18 亿元和利息费用 15.86 亿元，分别对应年末固定资产 2100.31 亿元、无形资产 569.33 亿元和有息借款 506.26 亿元。2022 年以来公司资本开支仅为折旧的 16%—30%，带动固定资产和无形资产合计由 2020 年末的 2895.48 亿元降至 2026 年 9 月末的 2627.48 亿元。

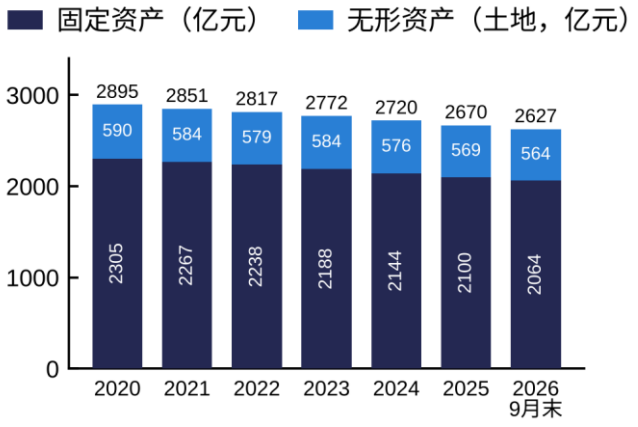
图表39：资本开支远低于折旧计提（亿元）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：资本开支为购建长期资产支付的现金

图表40：固定资产和无形资产逐年减少

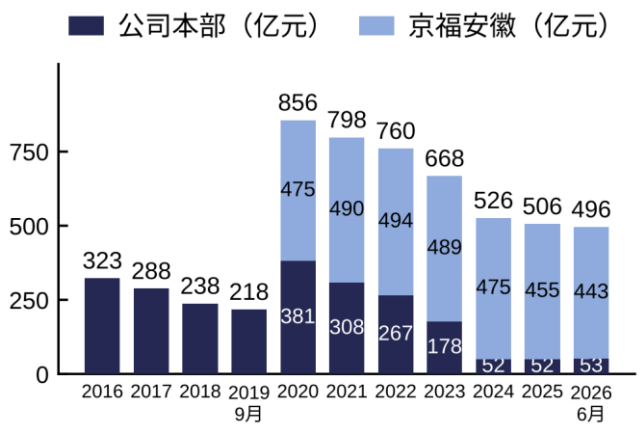


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：固定资产不含在建工程

公司本部 2024 年起转为净现金，合并借款集中于京福安徽。2020 年因收购京福安徽，公司本部借款升至 380.99 亿元，至 2026 年 6 月末已降至 52.79 亿元；同期母公司货币资金与定期存款合计 268.10 亿元，净现金约 215 亿元，2024 年末起持续为正。合并有息借款由 2020 年末的 855.77 亿元降至 2026 年 9 月末的 489.54 亿元，财务费用由 2021 年的 33.07 亿元降至 2025 年的 14.08 亿元。

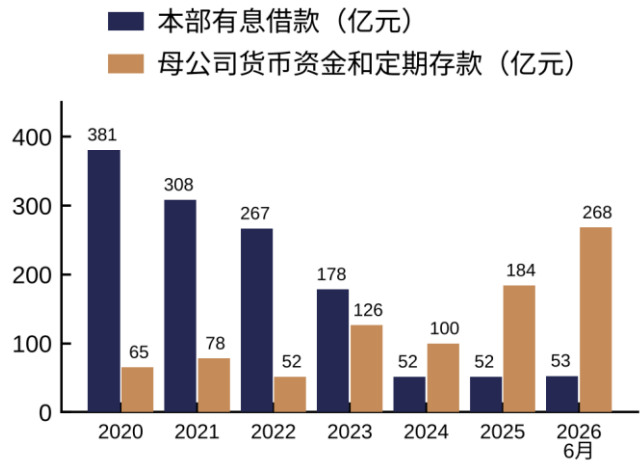
图表41：本部借款基本还清，债务集中于京福安徽



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：京福安徽 2020 年起并表

图表42：母公司货币资金和定期存款已超过本部借款

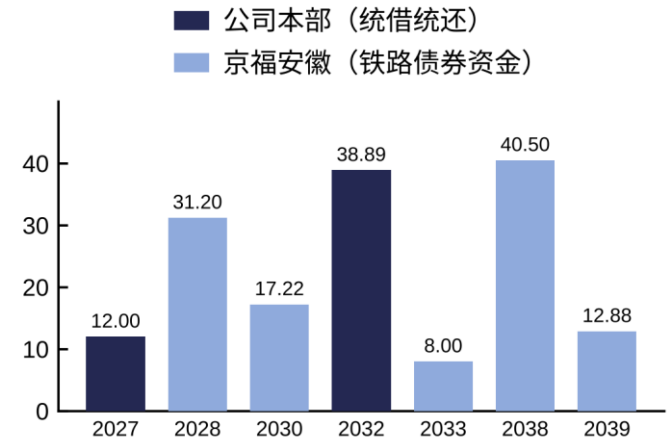


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：母公司报表数；定期存款为存放于中国铁路财务有限责任公司的三年期定期存款

京福安徽借款以银行借款为主，由其自身经营现金流偿付。2025 年末京福安徽有息借款 454.74 亿元，其中国铁集团借款 109.80 亿元（2028—2039 年分年到期）、银行借款约 344.94 亿元，公司未对其借款提供担保；2025 年京福安徽经营活动现金流量净额 33.25 亿元，同期财务费用 13.24 亿元，借款净减少 20.14 亿元。2026 年 1 月公司董事会批准向京福安徽提供余额不超过 30 亿元的委托贷款，用于补充流动性，截至 8 月末累计发放 4 亿元。公司本部国铁集团借款 50.89 亿元分别于 2027 年、2032 年到期；2026 年 6 月末合并货币资金和定期存款约为一年内到期长期借款 27.31 亿元的 10 倍。

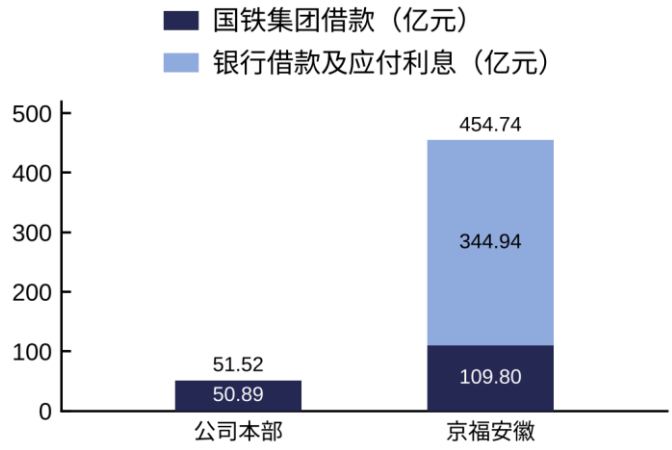
图表43：国铁集团借款 2027—2039 年到期（亿元）



资料来源：公司年报，国金证券研究所

注：2025 年末数，合计 160.69 亿元；京福安徽另有银行借款约 345 亿元

图表44：京福安徽借款以银行借款为主（亿元）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

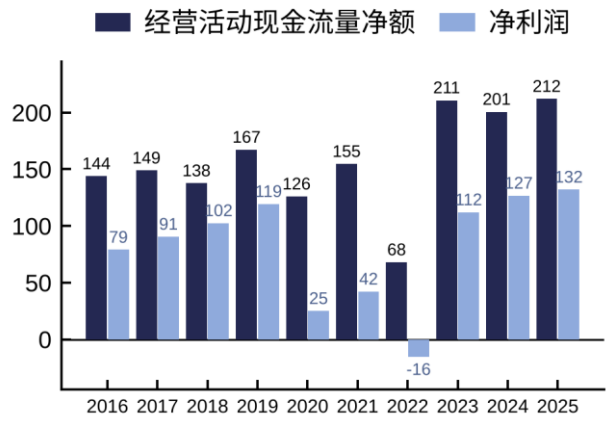
注：2025 年末数；公司本部为母公司报表数，京福安徽为合并减母公司报表的推算数；国铁集团借款见年报关联方资金拆借表；公司本部除国铁集团借款外为应付利息等 0.63 亿元

3.2 股东回报：充沛现金回流，分红比例上行提升回报

折旧非付现支撑充沛造血，母公司现金流充分覆盖分红。2025 年折旧摊销达 56.56 亿元且不付现，叠加利息计入筹资，合并经营活动现金流量净额达 212.05 亿元，为净利润的 1.6 倍；母公司经营活动现金流量净额 178.80 亿元，扣除资本开支 7.08 亿元后自由现金流 171.72 亿元，约为当年分红及回购 86.23 亿元的 2 倍。资金运用由前期的并购与偿债，

转向以股东分红与现金沉淀为主：2025 年分红及回购 86.23 亿元（含上年度末期分红）、定存 29.90 亿元；2026 年前三季度分别达 46.68 亿元与 70.00 亿元。

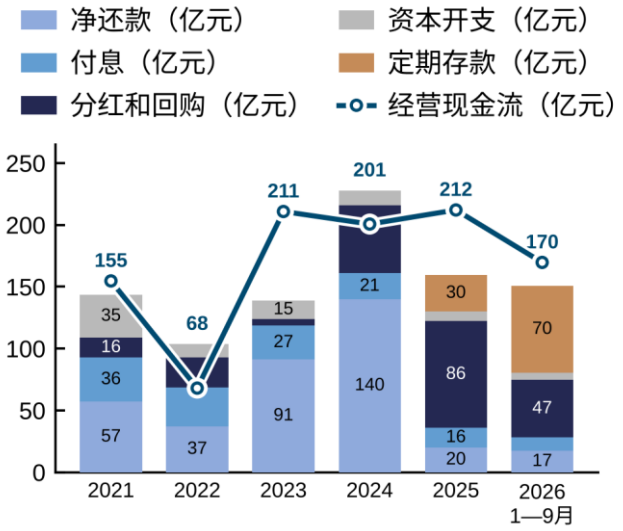
图表45：经营活动现金流量净额高于净利润



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2020 年起含京福安徽

图表46：2025 年起现金主要用于分红和定期存款

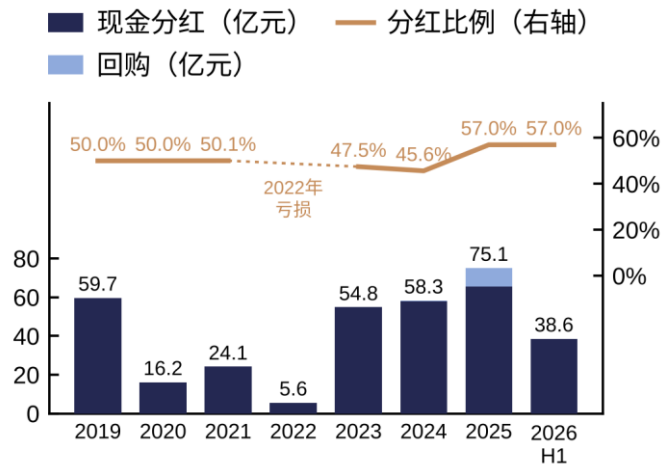


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：净还款＝还款减借款；付息＝分红付息支出减分红

分红比率升至 57.0%，构筑坚实防御底色。2026 年 2 月公布的三年分红规划明确，2025—2027 年每年现金分红比例不低于归母净利润的 55%。2025 年公司现金分红 65.51 亿元、股份回购 9.55 亿元，资本回报合计 75.06 亿元，分红比例（含回购）为 57.0%；2026 年中期派发股息 38.60 亿元，分红比例延续 57.0%。以 2026 年预测每股股利及 11 月 19 日收盘价测算，公司股息率约 3%，较 10 年期国债收益率高出约 1.4 个百分点。截至 2026 年 6 月末，母公司未分配利润 382.98 亿元。

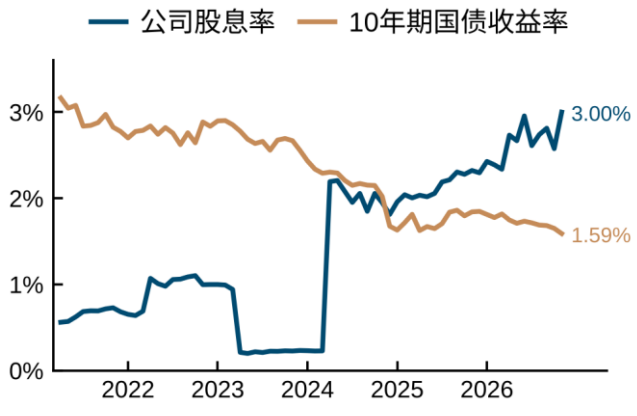
图表47：2025 年分红比例提高到 57.0%



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：分红比例＝（现金分红＋回购）/归母净利润；2019 年含 7 月 1 日—9 月 25 日利润的全额分配

图表48：股息率 2024 年末起高于 10 年期国债收益率



资料来源：东方财富、公司公告，国金证券研究所

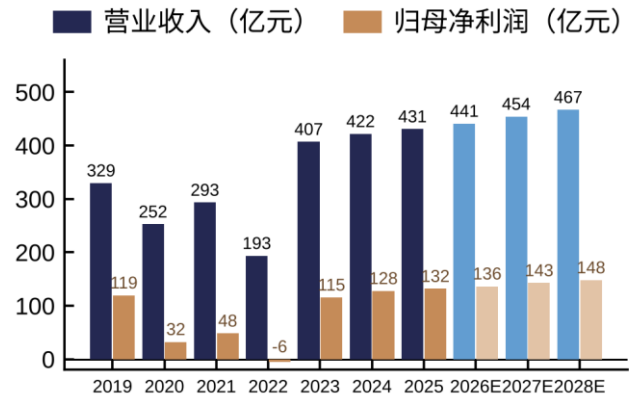
注：股息率＝最新年度每股现金分红/月末收盘价；2026 年 11 月按 2026 年预测每股股利、11 月 19 日股价、11 月 18 日国债计算

4 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测：跨线驱动成长，盈利中枢稳步抬升

我们预测公司 2026—2028 年营业收入分别为 440.84/454.10/466.74 亿元，同比增长 2.4%/3.0%/2.8%；归母净利润分别为 136.37/142.53/147.87 亿元，同比增长 3.5%/4.5%/3.7%，对应 EPS 为 0.279/0.291/0.302 元。结合前三季度营业收入 336.49 亿元、归母净利润 107.16 亿元，隐含四季度营业收入、归母净利润同比分别增长 1.7%、1.8%。

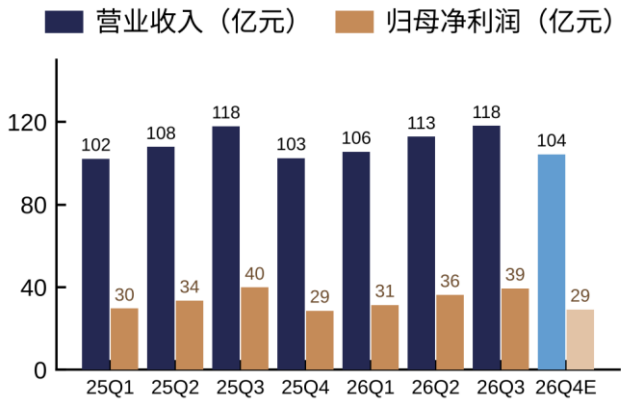
图表49：预计归母净利润年均增长约 3.9%



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2019 年为收购京福安徽前的年报数

图表50：四季度收入、利润预计均增长约 2%

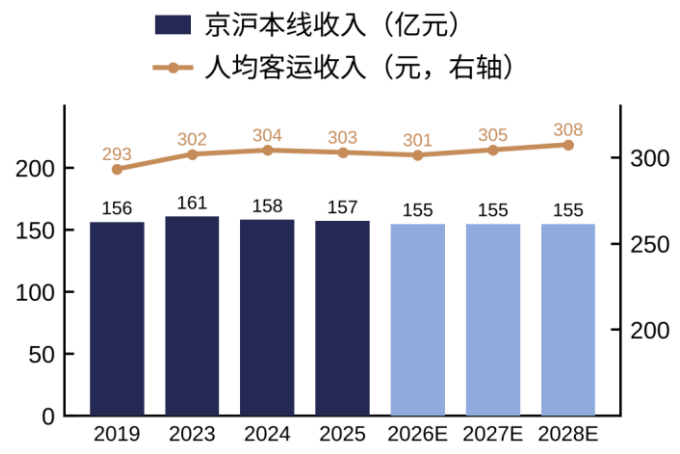


资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：26Q4E＝全年预测－前三季度实际

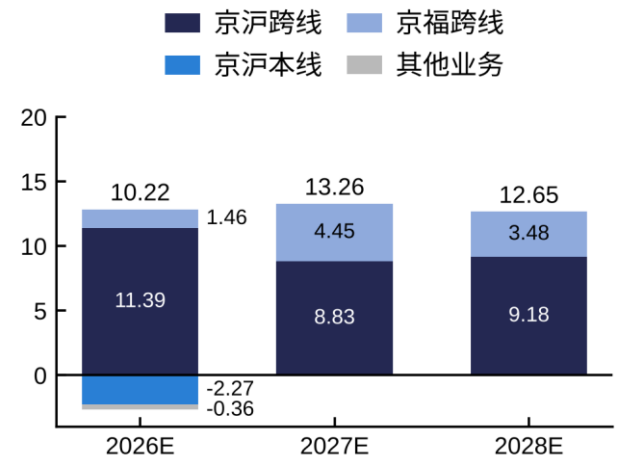
我们预计 2025—2028 年营业收入累计增加 36.12 亿元，增量全部来自京沪跨线和京福跨线（合计 38.78 亿元），京沪本线收入小幅下降。京沪本线：预计本线收入 2026 年为 154.95 亿元，2027—2028 年基本持平。其中 2026 年下半年按同比下降 2.0%预测（据半年报推算，上半年同比下降 0.9%；考虑每公里收入下降的预期）；2027—2028 年人均客运收入（＝本线客票收入÷本线发送旅客）年均提高 1.0%（主要来自标杆车次提价，未假设其他车次提价），与跨线车次加密对本线客流的分流大致相抵。

图表51：京沪本线收入 2026—2028 年约 155 亿元



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表52：收入增量全部来自跨线（亿元）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

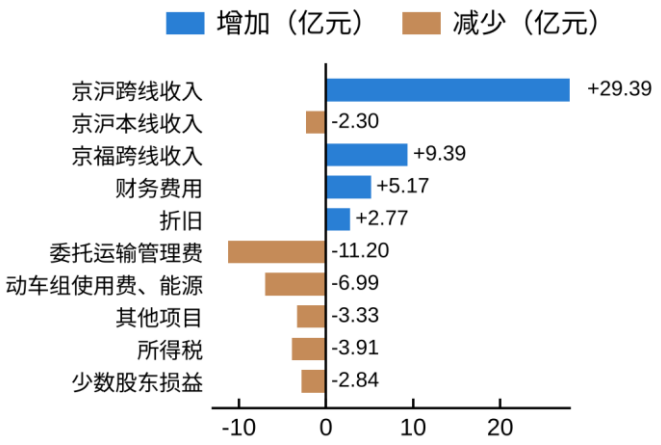
注：柱顶为营业收入同比增量

跨线路网增量贡献明确。京沪跨线端：假设 2026 年下半年运行里程同比增长 3.4%，2027—2028 年年均复合增长 4.0%，单位列公里收入稳定在约 200 元，测算 2026—2028 年路网服务收入分别为 220.66/229.49/238.66 亿元。京福跨线端：存量车流收入 2026 年下半年微

降 1.66%，后续年均稳步释放 5.2%的内生增速；增量方面，雄商高铁开通后日均图定 4 对（8 列）跨线车流，以单列在京福段约 370 公里运距折算，年化稳定贡献约 1.62 亿元增量收入。

我们预测 2025—2028 年公司归母净利润累计增加 16.17 亿元，核心增量源于京沪跨线路网收入扩容 29.39 亿元，最大拖累项为委托运输管理费增加 11.20 亿元。京福安徽净利润预计从 2025 年的 0.94 亿元陡峭爬坡至 2028 年的 9.06 亿元，核心驱动来自存量车流增收 7.77 亿元、雄商高铁增量赋能 1.62 亿元，以及财务费用减少 2.30 亿元。

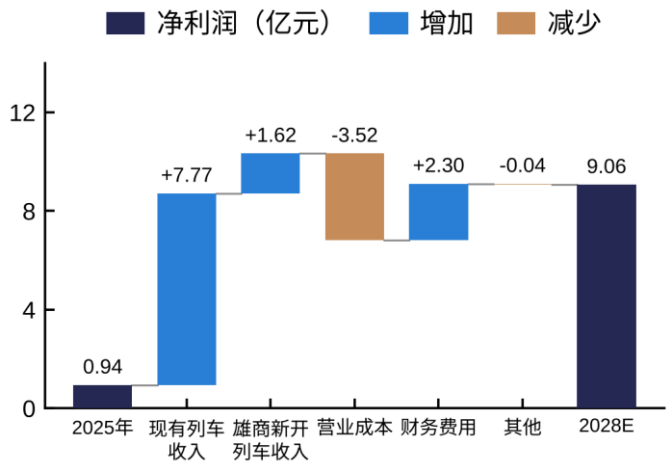
图表53：归母净利润增量主要来自京沪跨线收入



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2025—2028E；收入、成本与费用项为税前变动；其他项目含保障费、安全生产费、管理费用等

图表54：京福安徽净利润增量来自收入增长和利息下降



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：营业成本、财务费用为合并减母公司报表的推算数；其他含税金及附加、管理费用等

图表55：分业务收入、成本与毛利率预测

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	421.57	430.62	440.84	454.10	466.74
同比	3.6%	2.1%	2.4%	3.0%	2.8%
京沪本线收入	158.29	157.22	154.95	154.94	154.92
同比	-1.6%	-0.7%	-1.4%	0.0%	0.0%
毛利率*	40.5%	37.7%	34.3%	32.9%	31.5%
旅客（万人次）	5202	5188	5140	5088	5037
人均客运收入（元）	304.3	303.0	301.5	304.5	307.5
京沪跨线收入	200.83	209.27	220.66	229.49	238.66
同比	7.1%	4.2%	5.4%	4.0%	4.0%
毛利率*	59.2%	59.7%	61.1%	61.5%	61.9%
运行里程（万列公里）	10251	10451*	11019	11460	11919
每列公里收入（元）	195.9	200.2	200.2	200.2	200.2
京福跨线收入	58.72	61.04	62.50	66.94	70.43
同比	7.4%	3.9%	2.4%	7.1%	5.2%
毛利率	22.0%	23.9%	23.9%	27.2%	29.1%
雄商新开列车收入（亿元）	—	—	0.42	1.62	1.62

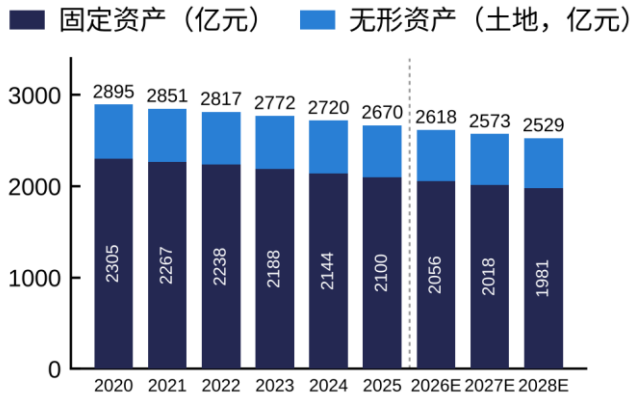
项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他业务	3.73	3.09	2.73	2.73	2.73
营业成本（亿元）	221.79	228.74	242.35	248.12	254.23
毛利率	47.39%	46.88%	45.02%	45.36%	45.53%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：*为我们测算，不含 2026 年起计入营业成本的土地使用权摊销；京福跨线毛利率按京福安徽报表计算

资产负债表方面，我们假设年资本开支约 8 亿元（占折旧 17%），2028 年末固定资产与无形资产分别降至约 1981 亿与 548 亿元。京福安徽借款由其自身现金流偿付，预计年均净还款约 22 亿元，2028 年末降至约 389 亿元；合并财务费用从 2025 年的 14.08 亿元缩减至 2028 年的 8.91 亿元。母公司净现金预计由 2025 年末的 133 亿元增至 2028 年末的 391 亿元，与京福安徽借款规模相当；京福安徽因存量亏损抵税，预测期所得税按 0 计算。

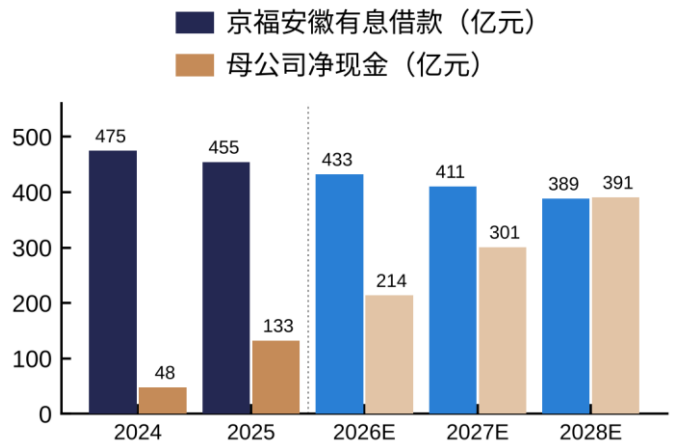
图表56：预计固定资产和无形资产逐年减少



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：固定资产不含在建工程

图表57：2028 年末母公司净现金与京福安徽借款相当



资料来源：公司公告，国金证券研究所

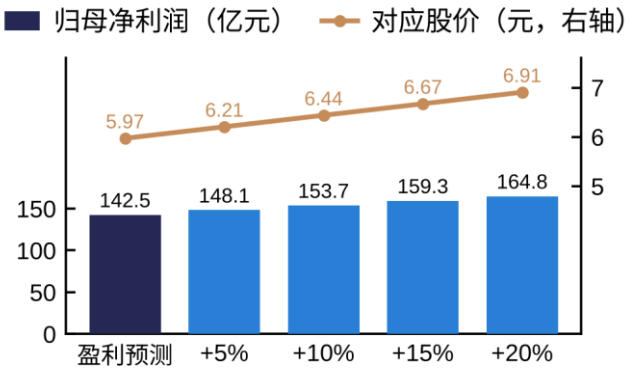
注：母公司净现金＝货币资金＋定期存款－本部有息借款；2026E 起按合并货币资金和定期存款扣除京福安徽现金约 1.5 亿元测算，本部借款按约 52 亿元测算

4.2 提价弹性：客运溢价可期，执行票价上扬增厚弹性

执行票价上浮赋予核心业绩期权，敏感性测算凸显盈利弹性。公布票价上限约 794 元，较 11 月 4 日二等座均价 611.5 元高约三成，提价空间宽阔；基准预测仅审慎计入标杆车次调整，并设 2027—2028 年人均客运收入年增 1%。以 2027 年为基准且客流恒定，执行票价每超预期上浮 1%，增厚归母净利润约 1.12 亿元；若提价导致客流下滑 5%，票价需上调约 5.3%即可完全对冲。

跨线增开同样带来业绩弹性。按 2025 年单位列公里收入与平均运距测算，每日增开 10 对京沪跨线列车，可增厚 2027 年归母净利润约 5.09 亿元，占 3.6%；京福安徽每日增开 10 对，可增厚约 1.29 亿元，占 0.9%，若为经雄商高铁至合肥的长途列车（约 370 公里），可增厚约 2.13 亿元。

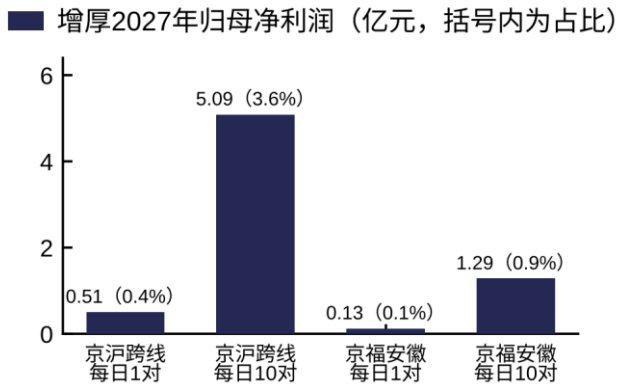
图表58：票价每提 1%，增厚 2027 年归母净利 1.12 亿元



资料来源：国金证券研究所

注：以 2027 年预测为基数，客流不变；对应股价按 20.5 倍 PE 计算

图表59：增开 10 对京沪跨线车，归母净利增 5.09 亿元



资料来源：公司公告、12306，国金证券研究所

注：按 2025 年单位列公里收入与平均运距测算，明细见下表

图表60：执行票价上调对 2027 年盈利的影响

执行票价较盈利预测提高	0%	5%	10%	15%	20%
京沪本线收入（亿元）	154.94	162.69	170.43	178.18	185.93
归母净利润（亿元）	142.53	148.11	153.69	159.27	164.85
较盈利预测增加	—	3.9%	7.8%	11.7%	15.7%
EPS（元）	0.291	0.303	0.314	0.326	0.337
按 20.5 倍 PE 对应股价（元）	5.97	6.21	6.44	6.67	6.91
本线旅客减少 5%时归母净利润（亿元）	136.96	142.26	147.55	152.85	158.15

资料来源：国金证券研究所

注：以 2027 年预测为基数，扣除 4%的高铁运输能力保障费，按 25%所得税率计算

图表61：增开跨线列车对 2027 年盈利的影响

增开（每日）	年增列公里（万列公里）	收入（亿元）	归母净利润（亿元）	占 2027 年归母净利润
京沪跨线 1 / 10 对	41.5 / 415.4	0.83 / 8.32	0.51 / 5.09	0.4% / 3.6%
京福安徽 1 / 10 对	16.3 / 163.4	0.24 / 2.45	0.13 / 1.29	0.1% / 0.9%

资料来源：公司公告、12306，国金证券研究所

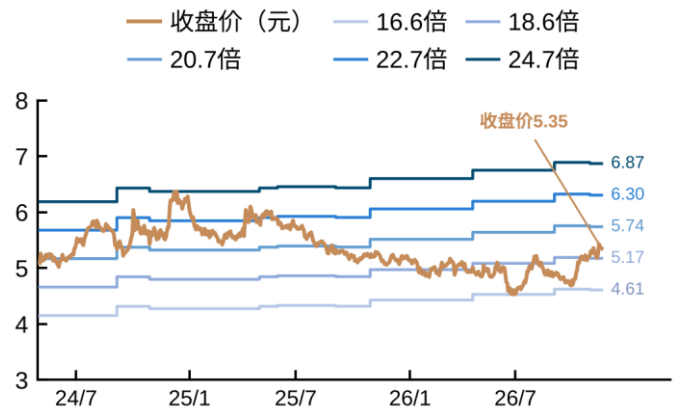
注：京沪跨线按每列平均运行 569 公里、每列公里收入 200 元，扣除 4%的高铁运输能力保障费与每列公里约 29 元的牵引电费，按 25%所得税率计算；京福安徽按每列平均运行 224 公里、每列公里收入 150 元，扣除牵引电费，存量亏损抵税，按 65.08%持股比例计入归母净利润；若为经雄商高铁至合肥的长途列车（约 370 公里），每日 1/10 对分别增厚 0.21/2.13 亿元

4.3 估值与投资建议

PE、PB 处于近年区间下部。我们预测 2026—2028 年 EPS 为 0.279/0.291/0.302 元，按 11 月 19 日收盘价 5.35 元计算，对应 PE 为 19.2/18.4/17.7 倍。11 月 19 日 PE（TTM）为 19.3 倍，处于 2024 年 4 月末以来 35.5%分位（中位数 20.5 倍）；PB（MRQ）为 1.23 倍，处于 2020 年 11 月以来 24.0%低分位。

横向享有溢价，股息率高于同业均值。对标广深铁路及日本 JR 东海、东日本、西日本，其 2027 年 PE 均值 13.1 倍。公司 2027 年 PE 为 18.4 倍（溢价 40%），但股息率约 3%，高于同业 2026E 均值 2.15%；按 57%分红率测算，2026—2028 年每股股利为 0.159/0.166/0.172 元，对应股息率达 2.97%/3.10%/3.22%。

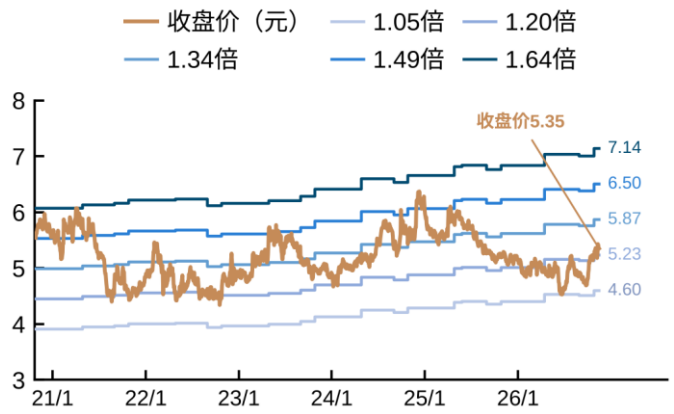
图表62：PE（TTM）低于近年中位数



资料来源：东方财富、公司公告，国金证券研究所

注：2024 年 4 月 30 日—2029 年 3 月 31 日为 2024 年 4 月 30 日起 TTM 归母净利润不再含疫情影响的季度；倍数线为最低值至最高值四等分

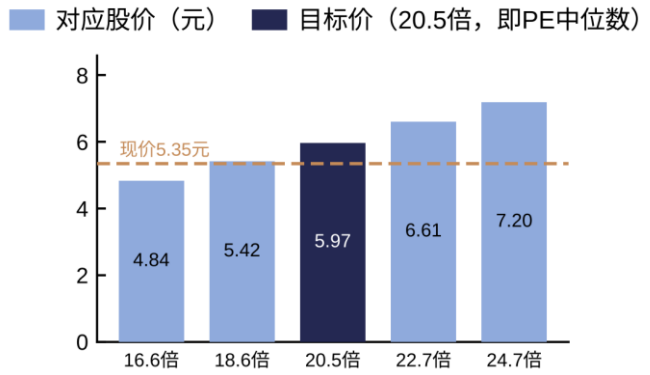
图表63：PB（MRQ）处于近年区间下部



资料来源：东方财富、公司公告，国金证券研究所

注：倍数线为最低值至最高值四等分

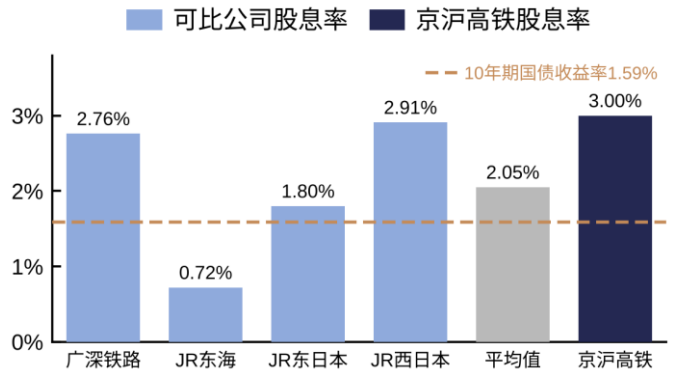
图表64：20.5 倍 PE 对应目标价 5.97 元



资料来源：东方财富，国金证券研究所

注：按 2027 年预测 EPS 计算；16.6、24.7 倍为 2024 年 4 月 30 日以来 PE（TTM）的最低值、最高值，20.5 倍为中位数，即目标 PE

图表65：公司股息率高于可比公司平均值和国债收益率



资料来源：东方财富、MarketScreener、株探、公司公告，国金证券研究所

注：股息率＝最近一个财年每股现金分红/11 月 19 日收盘价；京沪高铁按 2026 年预测每股股利计算（约 3%）

图表66：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价	EPS 2026E	EPS 2027E	EPS 2028E	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E	股息率	股息率 2026E
601333.SH	广深铁路	3.26	0.207	0.217	0.227	15.7	15.0	14.4	2.76%	2.76%
9022.T	JR 东海	4460	524.1	543.3	563.1	8.5	8.2	7.9	0.72%	0.75%
9020.T	JR 东日本	4110	244.6	269.8	292.0	16.8	15.2	14.1	1.80%	2.15%
9021.T	JR 西日本	3350	242.1	237.3	241.6	13.8	14.1	13.9	2.91%	2.92%
	平均值					13.7	13.1	12.6	2.05%	2.15%
601816.SH	京沪高铁	5.35	0.279	0.291	0.302	19.2	18.4	17.7	2.50%	2.97%

资料来源：东方财富、MarketScreener、株探，国金证券研究所

注：股价为 2026 年 11 月 19 日收盘价，日本公司股价与 EPS 单位为日元；广深铁路 EPS 为东方财富统计的近六个月机构预测平均值，日本公司 EPS 为 MarketScreener 统计的一致预期，2026E—2028E 对应 2027 年 3 月—2029 年 3 月财年；股息率：广深铁路、京沪高铁为 2025 年度，日本公司为 2026 年 3 月财年；2026E 股息率：可比公司为 MarketScreener 统计的每股股利一致预期（日本公司为 2027 年 3 月财年），京沪高铁为我们预测的每股股利 0.159 元；一致预期均为 11 月 19 日数据（JR 东海为 11 月 18 日）

母公司现金流为估值提供支撑。2025 年母公司自由现金流 171.72 亿元，按 11 月 19 日收盘价计算的自由现金流收益率约 6.6%，高于公司股息率（约 3%）与 10 年期国债收益率 1.59%；扣除 2026 年 6 月末母公司净现金约 215 亿元后，2027 年 PE 约 16.9 倍。

考虑跨线车流加密、标杆车次提价与京福安徽利润增长，叠加公司高现金流与高分红防御底色，给予公司 2027 年 20.5 倍 PE（对应历史中枢水平），目标价 5.97 元，较 11 月 19 日收盘价 5.35 元有 11.6%的上涨空间，维持“买入”评级。

5 风险提示

（1）客流增速放缓。2026 年半年报称，铁路客运需求增速较往年略有放缓，新能源汽车、城际大巴和民航分流部分客流，会同时减少京沪本线收入和跨线开行。

（2）执行票价调整节奏不确定。10 月 30 日起只有 11 个标杆车次二等座调至 692 元，其余车次多在 661 元及以下，若上调只限于少数车次，增厚有限。

（3）民航价格竞争。据界面新闻报道，2026 年暑运国内经济舱不含税平均票价同比下降 8.4%。民航降价会分流京沪间长途旅客，并限制高铁执行票价上浮。

（4）跨线清算标准变化。2025 年京沪跨线和京福跨线收入合计占主营业务收入的 63.2%，我们测算京沪跨线清算标准每下调 1%，2027 年归母净利润减少约 1.65 亿元。

（5）平行线路分流。津潍、潍宿高铁计划 2027—2028 年通车，北京、天津至胶东方向的部分跨线列车可能改走新线；北京至商丘、菏泽方向的部分列车可能改走雄商高铁。

（6）关联交易定价。跨线收入和委托运输管理费都在国铁集团体系内定价，委托运输管理合同和股东分红回报规划都在 2027 年底到期，续签条件存在不确定性。

（7）京福安徽偿债与支持风险。京福安徽借款以其自身经营现金流偿付，公司未提供担保；但公司已批准向其提供余额不超过 30 亿元的委托贷款（截至 2026 年 8 月末累计发放 4 亿元），若京福安徽车流增长不及预期，公司对其资金支持可能增加。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**40683**	**42157**	**43062**	**44084**	**45410**	**46674**
增长率	110.40%	3.62%	2.15%	2.37%	3.01%	2.78%
主营业务成本	-22052	-22179	-22874	-24235	-24812	-25423
%销售收入	54.20%	52.61%	53.12%	54.98%	54.64%	54.47%
毛利	18631	19978	20188	19849	20598	21252
%销售收入	45.80%	47.39%	46.88%	45.02%	45.36%	45.53%
营业税金及附加	-139	-228	-238	-242	-250	-257
%销售收入	0.34%	0.54%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	-802	-844	-829	-118	-122	-125
%销售收入	1.97%	2.00%	1.93%	0.27%	0.27%	0.27%
研发费用	-11	-11	-15	-15	-15	-16
%销售收入	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
息税前利润（EBIT）	17679	18895	19106	19473	20211	20854
%销售收入	43.46%	44.82%	44.37%	44.17%	44.51%	44.68%
财务费用	-2365	-1788	-1408	-1141	-1001	-891
%销售收入	5.81%	4.24%	3.27%	2.59%	2.20%	1.91%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	15314	17106	17699	18332	19210	19963
营业利润率	37.64%	40.58%	41.10%	41.58%	42.30%	42.77%
营业外收支	-5	7	-25	0	0	0
税前利润	15309	17113	17673	18332	19210	19963
利润率	37.63%	40.59%	41.04%	41.58%	42.30%	42.77%
所得税	-4102	-4442	-4469	-4620	-4742	-4859
所得税率	26.79%	25.95%	25.28%	25.20%	24.69%	24.34%
净利润	11207	12671	13205	13712	14467	15104
少数股东损益	-338	-97	33	75	214	316
归属于母公司的净利润	**11546**	**12768**	**13172**	**13637**	**14253**	**14787**
净利率	28.38%	30.29%	30.59%	30.93%	31.39%	31.68%

现金流量表（人民币百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	11207	12671	13205	13712	14467	15104
少数股东损益	-338	-97	33	75	214	316
非现金支出	5926	5858	5656	5343	5251	5160
非经营收益	2580	1942	1554	1511	1443	1376
营运资金变动	1367	-406	789	-29	112	119
经营活动现金净流	**21081**	**20065**	**21205**	**20537**	**21274**	**21759**
资本开支	-1490	-1173	-750	-775	-775	-775
投资	0	0	0	0	0	0
其他	378	5	-2988	-7151	0	0
投资活动现金净流	**-1113**	**-1168**	**-3738**	**-7926**	**-775**	**-775**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-9126	-14004	-2007	-2201	-2200	-2200
其他	-3279	-7606	-10222	-9283	-9568	-9805
筹资活动现金净流	**-12404**	**-21609**	**-12229**	**-11484**	**-11768**	**-12005**
现金净流量	**7564**	**-2712**	**5238**	**1127**	**8731**	**8979**

资产负债表（人民币百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12903	10191	15579	16705	25436	34416
应收款项	1373	1638	1658	1687	1738	1786
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	144	180	83	84	84	84
流动资产	14421	12008	17321	18476	27258	36286
%总资产	4.93%	4.22%	6.02%	6.33%	9.21%	12.07%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	219019	214638	210282	206415	202642	198958
%总资产	74.95%	75.40%	73.03%	70.77%	68.46%	66.18%
无形资产	58376	57626	56941	56240	55539	54838
非流动资产	277799	272654	270618	273201	268725	264339
%总资产	95.07%	95.78%	93.98%	93.67%	90.79%	87.93%
资产总计	**292220**	**284663**	**287938**	**291677**	**295983**	**300625**
短期借款	7835	2030	2880	4500	4500	4500
应付款项	5426	4580	4891	4902	5019	5142
其他流动负债	1475	1558	1680	1670	1716	1759
流动负债	14736	8169	9452	11072	11234	11402
长期贷款	58941	50614	47746	43926	41726	39526
其他长期负债	631	632	750	750	750	750
负债	74308	59414	57948	55748	53710	51678
普通股股东权益	194970	202403	207114	212977	219106	225465
其中：股本	49106	49106	48926	48926	48926	48926
未分配利润	16527	22520	26714	32578	38707	45066
少数股东权益	22941	22845	22877	22952	23166	23483
负债股东权益合计	**292220**	**284663**	**287938**	**291677**	**295983**	**300625**

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.235	0.260	0.269	0.279	0.291	0.302
每股净资产	3.970	4.122	4.233	4.353	4.478	4.608
每股经营现金净流	0.429	0.409	0.433	0.420	0.435	0.445
每股股利	0.112	0.118	0.134	0.159	0.166	0.172
回报率						
净资产收益率	5.92%	6.31%	6.36%	6.40%	6.51%	6.56%
总资产收益率	3.95%	4.49%	4.57%	4.68%	4.82%	4.92%
投入资本收益率	4.54%	5.03%	5.08%	5.12%	5.27%	5.38%
增长率						
主营业务收入增长率	110.40%	3.62%	2.15%	2.37%	3.01%	2.78%
EBIT 增长率	871.27%	6.88%	1.12%	1.92%	3.79%	3.18%
净利润增长率	—	10.59%	3.16%	3.53%	4.52%	3.74%
总资产增长率	1.27%	-2.59%	1.15%	1.30%	1.48%	1.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.52	9.40	9.81	9.81	9.81	9.81
存货周转天数	—	—	—	0.00	0.00	0.00
应付账款周转天数	19.80	21.91	18.21	18.21	18.21	18.21
固定资产周转天数	1963.47	1856.50	1780.25	1702.42	1621.98	1548.84
偿债能力						
净负债/股东权益	24.72%	18.85%	15.24%	13.44%	8.58%	3.86%
EBIT 利息保障倍数	7.47	10.57	13.57	17.07	20.19	23.41
资产负债率	25.43%	20.87%	20.13%	19.11%	18.15%	17.19%

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	4	13	13	27
增持	0	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.20**	**1.28**	**1.32**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究