

京沪高铁（601816.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	5.3
总市值	2593.06 亿
PE-TTM	20.37
PB-MRQ	1.28

估值结果

	价值	3657 亿
DDM 估值	上行空间	41%
	状态	偏低估
	价值	3449 亿
动态估值	上行空间	33%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★☆

核心评级结论

京沪高铁作为纯粹的高铁客运龙头企业，主要经营北京至上海的高铁线路。

公司成长空间中等，主要系公司未来不存在新建铁路产能，成长性主要来自京沪线及安徽京福子公司产能利用率的提升，及未来高铁票价提升。公司盈利趋势稳健，主要系公司作为比较存粹的高铁客运企业，收入主要与本线客运量、跨线列车班次强相关，且整体票价相对稳定，叠加公司成本端固定，整体业绩波动性较小。公司产业格局极好，主要系我国铁路行业主要由国家铁路集团垄断经营，京沪高铁作为国家铁路集团的核心子公司，市场化竞争属性较小。公司护城河极深，主要系公司旗下核心路产为京沪线，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，一直是中国盈利最强的高铁线路之一，优越的地理位置具有一定的稀缺性，具有区位优势垄断优势。

基于我们对公司京沪线本线客运量、跨线列车班次稳健增长，高铁票价小幅提升，安徽京福子公司盈利持续改善的模型假设下，公司现在估值处于合理偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为京沪高铁未来业绩存在明显天花板，但我们认为虽然公司旗下高铁路产里程不存在提升空间，但随着我国经济发展，不管是公司铁路产能利用率和高铁票价依旧存在一定的向上空间，特别是高铁票价，对比德、日等国，我国高铁票价依旧偏低；此外我们认为公司负债率明显偏低，而作为典型的盈利稳健型企业，公司负债率存在提升空间，从而实现股东价值最大化。

风险提示

国家政策变化或导致高铁票价下滑风险；公司跨线列车协同效应弱化或导致车流量增速不及预期风险；京福安徽子公司盈利低于预期风险；其他高铁线路对公司旅客分流风险等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比 4

图2：预测2025年毛利占比 4

图3：近年公司盈利能力趋势图 5

图4：近年公司历史成长能力趋势图 6

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6

图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 8

表2：公司整体业绩预测 9

表3：公司分业务业绩预测 9

表4：公司整体及分业务动态估值 9

表5：公司整体及分业务DDM估值 10

1. 基本信息

公司是京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营主体，旗下核心高铁线路京沪线于2011年6月30日正式建成通车，全长1318公里，共设置24个站点；线路纵横首都北京和经济中心上海，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，途经天津、济南、徐州、南京等多个省会城市及重要交通枢纽，沿线覆盖了中国经济发展最活跃和最具潜力的区域，运输需求旺盛，客运量增长稳健，公司区位优势显著。

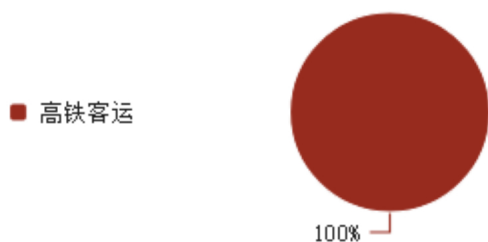
2. 业务介绍

对于京沪高铁公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

高铁客运：

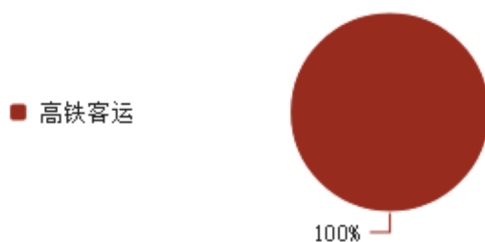
公司主营业务为高铁旅客运输，具体主要包括客运业务：为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；路网服务：其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。我们对该业务的市场界定为京沪沿线区域的高铁行业，公司在京沪沿线区域具有明显的领先优势。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型的重资产、轻运营的资产管理平台型企业，主要系公司持有的资产为高铁线路、土地和车站，并无动车组资源，对于具体的高铁运输业务，公司采取委托运输模式，委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团和上海局集团对京沪高速铁路进行运输管理，并将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属于典型的重资产行业，截至2024年公司固定资产约为2144亿元，主要为高铁线路、高铁站等，无形资产合计约为576亿元，主要为土地使用权，2024年公司营业收入仅为421.57亿元，总资产周转率仅为0.15，处于市场较低水平。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司旗下路产的运营主要委托各大铁路局进行管理运营，而各大铁路局均为国家铁路子公司，即为京沪高铁的关联企业，因此公司不存在任何销售费用，公司属于轻营销型企业。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

公司属于资产管理型上市平台，不直接参与高铁客运的经营，截至2024年底公司职工人数仅为86人，职工薪酬占营业收入比例较低，属于典型的低人力资源密度企业。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

2024年前五名客户销售额占年度销售总额52.29%；其中前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额52.29%，主要系我国铁路主要由国家铁路集团垄断，京沪高铁作为国家铁路集团旗下子公司，下游客户均为公司关联企业。

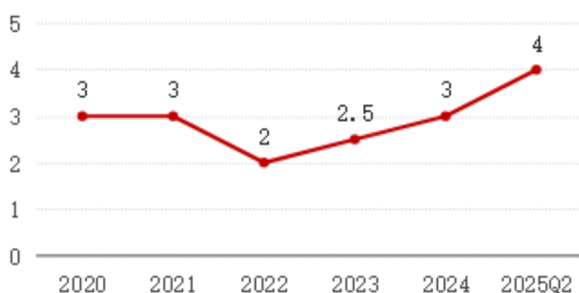
4. 历史经营绩效

2020年新冠疫情的发生，导致京沪高铁客运量存在明显下滑，业绩承压，2023年疫情结束，公司盈利能力，成长能力均有所提升，且公司业务控制力优秀，股东回报相对较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年受新冠疫情负面影响，公司盈利能力有所波动，特别是疫情最为严重的2022年导致公司亏损，盈利星级明显下滑；2023年新冠疫情结束之后，公司各项经营数据逐步恢复，公司盈利能力持续提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



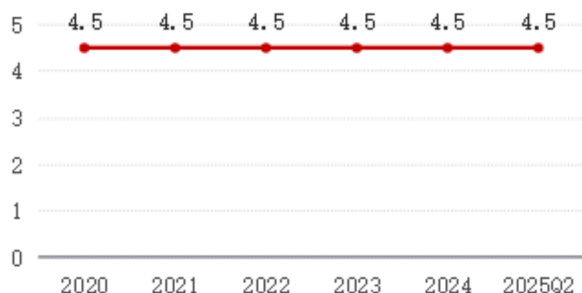
数据来源：公司财报，壹评级

过去几年受新冠疫情负面影响，公司成长能力也有波动。2020年、2022年疫情相对严重，公司收入业绩承压下滑，但2023年疫情结束，公司收入和业绩逐步修复，成长星级提升。未来随着业绩修复完成，低基数效应消失，公司成长能力将会回归到正常水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



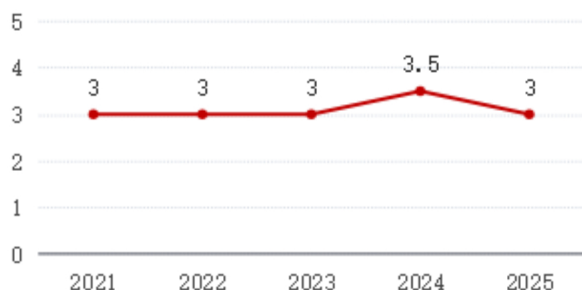
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力较高，主要系公司经营现金流极好，经营活动产生的现金流净额/净利润远大于100%，说明公司利润含金量较高，且公司在产业链中话语权较强，几乎不存在上游，下游主要为各大铁路局，因此公司不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2024年公司分红率为45.29%，按照当年收盘价计算公司股息率为1.92%，可见虽然公司分红率较高，但从股息率角度吸引力一般，考虑到公司现金流极好，资本支出较小且负债率不高，未来公司继续提升分红率的可能。

5. 四维评级

公司整体成长空间中等，但盈利趋势稳健，产业格局极好，且护城河极深，综合判断公司整体质地较为优秀。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司未来不存在新建产能，即旗下高铁线路里程数不存在提升空间，但公司成长确定性较高。

高铁客运(3星)：

公司旗下路产主要为京沪线，里程为1318公里，及安徽京福子公司旗下路产，里程为1182公里。公司未来不存在新建高铁线路规划，因此公司成长性主要来自现有铁路资产的产能利用率的提升，包括本线客座率、跨线列车班次的提升，以及我国高铁票价提升，对标日、德等国，我国高铁票价依旧存在上涨空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司旗下路产客运量、列车班次每年保持平稳增长，且票价相对稳定，叠加公司成本端相对刚性，因此盈利趋势稳健。

高铁客运(3星)：

公司作为比较存粹的高铁客运企业，公司营业收入主要与客运量、列车班次正相关，核心经营数据相对稳健，此外我国高铁票价相对稳定，叠加公司成本端相对固定，主要为折旧和列车运行成本，因此公司整体盈利趋势稳健。

5.3 产业格局

★★★★★

我国高铁行业为垄断性行业，公司作为国家铁路集团核心盈利子公司，产业格局极好。

高铁客运(5星)：

我国高铁行业主要由国家铁路集团开发运营，具有一定的垄断属性，且京沪高铁作为国家铁路集团的核心子公司，京沪线是为数不多的能够实现盈利的高铁线路，整体来看市场化竞争属性较小，且我国高铁票价为政府管控，因此公司产业格局极好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司旗下高铁线路均位于我国经济相对发达地区，具有明显的区位和路网优势，护城河极深。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
高铁客运	(4星) 经壹评级调整后，公司整体资本回报率小于7%，处于市场偏低水平，不存在超额收益，但公司业务控制力较强，且公司旗下路产对所在区域具有绝对的区位垄断属性，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司护城河主要为区位垄断优势，旗下核心路产是京沪线，连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，优越的地理位置具有一定的稀缺性，且未来衰减的可能性较低，因此护城河持续性极强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对京沪高铁采用了DDM和动态估值方法，经过测算公司现在估值处于合理偏低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为高铁客运，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 本线客运量：假设公司未来本线客座率提升，客运量依旧存在小幅增长空间，2025年-2029年客运量增速每年维持在1%左右；
- 2) 跨线列车班次：假设安徽京福子公司和京沪线存在协同效应，公司未来跨线列车班次提升空间，2025年-2029年增速在2%左右；
- 3) 假设未来高铁票价随着通货膨胀小幅提升，每年增幅为极低个位数，其次假设跨线列车未来收费标准维持不变；

盈利能力假设：

- 1) 成本：考虑到公司成本端相对刚性，每年波动性不大，随着未来车流量提升，我们假设营业成本每年提升1%左右；
- 2) 费用：考虑到公司各项费用占比较小，假设公司管理费用率未来维持在2024年水平，有息负债率也维持在2024年水平；

资产负债假设：

- 1) 假设公司不存新建高铁线路，因此未来不存在大额资产开支，固定资产折旧会导致公司长期经营资产减少，从而导致公司资产周转率加快；
- 2) DDM模型假设公司为理性企业，现在公司负债率依旧偏低，为了实现股东价值最大化，假设未来公司经营性负债率持续提升。

表2：公司整体业绩预测

京沪高铁	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	193.4	406.8	421.6	435.9	445.7	455.7	464.8	474.0
归母净利润(亿)	-5.8	115.5	127.7	133.6	138.0	140.9	143.8	146.9
归母净利润增速(%)	-112.0	2106.2	10.6	4.6	3.3	2.1	2.0	2.2
经营性净利润(亿)	-15.5	112.8	126.1	134.9	140.1	143.8	146.7	149.9
经营性净利润增速(%)	-136.7	825.6	11.8	7.0	3.8	2.6	2.0	2.2
经营性归母净利润(亿)	-5.8	116.2	127.0	133.6	138.0	140.9	143.8	146.9
经营性归母净利润增速(%)	-111.9	2113.9	9.4	5.2	3.3	2.1	2.0	2.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

高铁客运	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	193.4	406.8	421.6	435.9	445.7	455.7	464.8	474.0
收入增速(%)	-34.0	110.4	3.6	3.4	2.2	2.3	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-15.5	112.8	126.1	134.9	140.1	143.8	146.7	149.9
经营性净利率(%)	-8.0	27.7	29.9	31.0	31.4	31.6	31.6	31.6
经营性净利润增速(%)	-136.7	825.6	11.8	7.0	3.8	2.6	2.0	2.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
高铁客运	1.0%	中低	非常好	强	6.0%	19.97	148.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
高铁客运(亿)	1107.4	2354.4	3461.8	60.5	73.0	-	3449.4
公司整体测算(亿)	1107.4	2354.4	3461.8	60.5	73.0	-	3449.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
高铁客运(亿)	2466.5	1202.6	3669.2	60.5	73.0	—	3656.7
公司整体测算(亿)	2466.5	1202.6	3669.2	60.5	73.0	—	3656.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★★

我国铁路行业为典型成熟型行业，京沪高铁未来不存在新建产能，考虑到公司客运量、列车班次、高铁票价均相对稳健，不管收入端和利润端的可见度均较高，因此公司业绩可预测性较强，估值确定性星级较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。