仅供内部参考，请勿外传！

提价周期开启，二线分流可控
——京沪高铁首次覆盖报告

京沪高铁（601816. SH）
铁路公路

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 09 月 07 日

评级：　增持（首次）

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

Email：duchong@zts.com.cn

分析师：李鼎莹

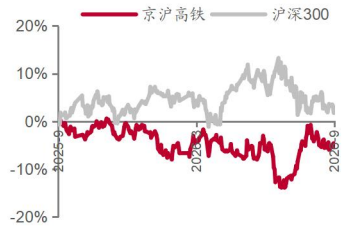
执业证书编号：S0740524080001

Email：lidy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	48,925.68
流通股本(百万股)	48,925.68
市价(元)	4.90
市值(百万元)	239,735.83
流通市值(百万元)	239,735.83

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42,157	43,062	44,662	46,785	49,245
增长率 yoy%	4%	2%	4%	5%	5%
归母净利润（百万元）	12,768	13,172	14,062	15,237	16,648
增长率 yoy%	11%	3%	7%	8%	9%
每股收益（元）	0.26	0.27	0.29	0.31	0.34
每股现金流量	0.41	0.43	0.42	0.45	0.47
净资产收益率	6%	6%	6%	6%	6%
P/E	18.8	18.2	17.0	15.7	14.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

备注：股价截止自2026 年 09 月 06 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **京沪高铁：稀缺干线资产，盈利稳步提升。1）**公司核心资产京沪高铁于 2011 年建成通车，设计时速 350 公里/小时；公司控股股东为国铁集团（持股 43.55%），前十大股东合计持股 80.61%。公司于 2020 年收购京福安徽 65%股权，运营里程大幅度增加，京福安徽公司于 2025 年首次实现盈利（0.94 亿元）。**2）跨线增长推动盈利提升，分红比例稳定。**2025 年公司营收/归母净利 430.62/131.72 亿元，同比+2.15%/3.16%。公司路网服务业务收入占比逐年提升（25 年 63%）。公司承诺 2025-2027 年分红率不低于 55%。
- **行业现状：铁路客运扩容，出行结构优化。**客运量与 GDP 总体正相关（近年增速约为 GDP 的 1-2 倍），**同时，出行网络的完善助力需求增长。**出行结构上，公路持续萎缩（2025 年 114.9 亿人次，仅为 2014 年峰值的 60%），铁路（不含高铁）/高铁/民航占社会客运量约 6%/19%/4%（2024 年），三者按运距互补分工（2024 年民航/高铁/公路平均运距为 1769/331/43 公里）。
- **本线展望：客流温和增长，票价空间打开。1）客流温和增长，民航竞争趋缓：**京沪航线航班量整体增长(大兴机场通航)，但首都-虹桥 26 夏秋同比 19 夏秋下降 9.18%；近一年数据表明，航空票价呈现季节性变化，且显著高于高铁，但即使票价变化，航空旅客量整体仍呈增长态势，本线高铁客流亦保持稳定，说明两种方式的客流并非完全价格驱动，高铁与民航已形成相对稳定的客群分工。**2）短期靠扩编**（动车组超 8 成列车是 CR400 复兴号，其中过半采用 17 节编组，载客 1347 人）**和车厢优化，中长期 CR450 动车组投用后门到门时间有望追平民航。3）**2026 年公布票价上限时隔五年上调 20%，涨价后上限口径客公里票价约 0.60 元，仍显著低于民航经济舱全价 1.631 元（约 3.7 折）及欧日高铁约 1.6-2.3 元/公里；沿线商务客流占比约 40-50%，有望支撑票价上行。
- **跨线展望：量增动能延续，二线分流可控。1）跨线增量来自路网接入：需求端，地方政府直通京沪的强烈诉求。**如株洲市委、市政府多方奔走促成 2022 年株洲西直达京沪；**供给端，对担当路局而言，**部分看似冷门的线路仍能保本盈利，测算 G988 次列车（青岛-上海虹桥）按现金成本盈亏平衡客座率在 31%左右。测算加密北京南-南京南（1023 公里）、沪苏湖直通北京南（692 公里），年化收入贡献分别约 1.72/1.2 亿元。**2）京沪二线分流有限：**因设计时速低、途径城市带相对欠发达，二线分流影响是结构性而非全面性的。预计二线仅对胶东进京车次、江苏部分城市进京以及价格敏感型直达客流产生有限分流。
- **盈利预测、估值及投资评级。**预计 2026-2028 年归母净利润为 140.62/152.37/166.48 亿元（+7%/8%/9%），对应 PE 为 17.05X/15.73X/14.40X，我们认为京沪高铁资产价值稀缺性不可替代，量增价升趋势有望长期延续，从而带动公司经营表现趋势性向好，叠加稳定的分红预期，具备长期配置价值。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**本线客流及票价增长不及预期风险、跨线分流超预期风险、数据测算误差风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

仅供内部参考，请勿外传！

投资主题

报告亮点

本篇报告主要梳理了京沪高铁的业务逻辑、行业的发展现状以及高铁与民航的竞争关系（仅京沪线），报告亮点在于：

1. **本线业务中，详细探讨了高铁和民航的竞争关系。**2023-2024 年京沪高铁旅客量在 5325、5202 万人次，京沪航线虽整体旅客量及航班量增长，但核心首都-虹桥航线周计划航班量缩减，侧面证明京沪线上高铁与民航的竞争关系趋于缓和。

2. **跨线业务中，详细探讨了跨线列车开行的决策链。**对地方政府诉求、担当路局开行意愿做了相关分析，通过举例 G988 次列车测算出担当路局层面盈亏平衡客座率约仅 31%（按现金成本角度），量化解释了为何部分看起来并不热门的线路也能持续开行。

3. **跨线业务中，详细论证了京沪二线分流的影响。**市场普遍担忧京沪二线通车对京沪高铁形成分流，报告通过对比两条线路设计的时速、途径城市带经济水平，论证分流影响是结构性而非全面性的。

投资逻辑

我们认为京沪高铁的投资逻辑框架可以概括为以下三点：

1. **稀缺资源。**京沪高铁掌握稀缺干线资产，途径京沪高速铁路所经省（直辖市）的行政面积约占全国陆地总面积的 6.5%，拥有全国 27.08%的常住人口（2024 年），并创造了全国 33.89%（2025 年）的 GDP。公司核心资产不可复制，具备天然估值溢价基础。

2. **本线有望量价齐升。**客流端，宏观经济发展叠加民航与高铁在京沪航线上竞争趋缓，使得本线客流具备增长基础；票价端，时隔五年公布票价重启涨价，且当前客公里票价对标民航及国际同业仍有明显差距，涨价仍有空间。

3. **跨线增量有望持续。**地方政府对直通京沪的诉求持续存在，叠加担当路局在现金成本口径下的低盈亏平衡门槛，共同支撑跨线车次稳步增加。

关键假设、估值与盈利预测

预计 2026-2028 年归母净利润为 140.62/152.37/166.48 亿元（+7%/8%/9%），对应 PE 为 17.05X/15.73X/14.40X，给予“增持”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

京沪高铁：稀缺干线资产，盈利稳步提升 5
国铁控股，资源禀赋突出 5
跨线增长，推动盈利提升 8
行业现状：铁路客运扩容，出行结构变化 11
经济与路网发展共驱客运增长 11
出行结构变化，铁路占比提升 12
本线展望：客流温和增长，票价空间打开 14
客流温和增长，民航竞争趋缓 14
增量来自列车扩编与车型升级 15
高质量客群有望支撑价格上涨 16
跨线展望：量增动能延续，二线分流可控 18
跨线增量来自路网接入 18
京沪二线分流影响有限 19
敏感性分析 23
盈利预测、估值及投资评级 24
盈利预测及关键假设 24
可比公司及估值 25
风险提示 25

图表目录

图表 1: 京沪高铁历史沿革 5
图表 2: 国铁集团为公司实际控制人 5
图表 3: 京沪高铁路线示意图 6
图表 4: 京福安徽公司管辖线路示意图 7
图表 5: 2015-2025 年京沪高铁营业收入（亿元） 8
图表 6: 2015-2025 年京沪高铁营业收入结构拆分 8
图表 7: 2015-2025 年公司分业务收入变化（亿元） 8
图表 8: 2015-2025 年京沪高铁营业成本（亿元） 8
图表 9: 2025 年京沪高铁成本结构 9
图表 10: 2015-2025 年公司归母净利润变化（亿元） 9
图表 11: 2023-2025 年公司现金分红率维持约 50% 9
图表 12: 2020-2025 年公司股息率整体提升（%） 9
图表 13: 2016-2024 年本线客运量（万人次） 9
图表 14: 2020-2024 年跨线列车运营里程 9
图表 15: 京沪高铁本线及跨线盈亏平衡点 10
图表 16: 2023-2025 年京福安徽营收增长 10
图表 17: 2025 年京福安徽首次实现盈利（亿元） 10
图表 18: 2023-2025 年京福安徽收入占公司路网服务收入的比例稳定在 23% 10
图表 19: 2020-2025 年京福安徽运营里程 10
图表 20: GDP 与铁路客运量基本呈正相关 11
图表 21: GDP 与航空客运量基本呈正相关 11
图表 22: 2024 年底高铁运营里程 4.8 万公里 11
图表 23: 2024 年底高铁密度 49.60 11
图表 24: 2025 年底国内航空通航航线 4501 条 12
图表 25: 2025 年底国内航空通航城市 261 个 12

仅供内部参考，请勿外传！

图表 26: 2025 年全国客运量较 2014 年有较大差距 12
图表 27: 1950 年起各交通方式客运量变化 12
图表 28: 2024 年底高铁平均运距 331 公里 13
图表 29: 2024 年底高铁客运量占比 19% 13
图表 30: 2016-2024 年京沪航线客运量（万人次） 14
图表 31: 18-26 年夏秋航季京沪线计划航班量变化 14
图表 32: 2025-2026 年民航京沪线票价高于高铁（周度） 15
图表 33: 京沪高铁动车组编排车厢多且载客量大 15
图表 34: 理想情况下当前京沪航线比京沪标杆列车快 1.3 小时 16
图表 35: 铁路票价市场化改革及历次调价时间线 17
图表 36: 京沪高铁本线涨价后客公里票价仍偏低 17
图表 37: 测算 G988 次列车担当路局盈亏平衡客座率或在 31% 18
图表 38: 新开一对跨线列车的增收测算 19
图表 39: 京沪二线与京沪高铁线路对比 20
图表 40: 京沪二线建设与通车现状 20
图表 41: 京沪二线与京沪高铁线路对比 21
图表 42: 江苏 7 城-北京本线与二线路程对比 22
图表 43: 京沪高铁收入敏感性分析 23
图表 44: 可比公司估值表 25

仅供内部参考，请勿外传！

京沪高铁：稀缺干线资产，盈利稳步提升

国铁控股，资源禀赋突出

- 京沪高速铁路股份有限公司（以下简称“公司”或“京沪高铁”）由中国铁路建设投资公司（现中国铁路投资集团）、多家中央及地方国资、机构投资者于 2007 年 12 月共同发起设立，是京沪高速铁路的投资、建设及运营主体。公司于 2020 年 1 月 16 日在上海证券交易所主板挂牌上市（发行价 4.88 元/股，发行数量 62.86 亿股，首发募集资金约 306.7 亿元）。

图表 1：京沪高铁历史沿革



来源：公司招股说明书，公司公告，界面新闻，Wind，中泰证券研究所

- **中国铁路投资集团为公司的控股股东，股权集中度较高。**根据 2026 年中报，中国铁路投资集团为公司控股股东，持有公司 43.55%的股份，其中第 2 至第 8 大股东多为京沪高铁沿线省市的铁路投资平台（江苏、上海、南京、天津、山东），公司前十大股东合计持有公司 80.61%的股份，股权集中度较高。

图表 2：国铁集团为公司实际控制人



来源：Wind，中泰证券研究所
备注：数据截至 2026 年中报

- **公司的主营业务为高铁旅客运输，具体主要包括：**（1）为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；（2）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。

仅供内部参考，请勿外传！

- **公司采取委托运输管理模式。**委托京沪高铁沿线的中国铁路北京局集团、济南局集团、上海局集团负责日常运输组织与管理，按约定支付委托运输管理费；委托中国铁路电气化局集团负责牵引供电、接触网等电力设施的运行检修。

- **公司核心资产京沪高铁于 2011 年 6 月 30 日建成通车，是世界上一次建成里程最长、技术标准最高的高速铁路。**京沪高速铁路采用世界一流的高铁技术建设，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。京沪高速铁路纵贯北京、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。*

- 2020 年 1 月，公司以 500 亿元收购京福铁路客运专线安徽有限责任公司 65%的股权，新增合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段等线路资产，运营里程大幅度增加。

图表 3：京沪高铁路线示意图



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 4：京福安徽公司管辖线路示意图



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

跨线增长，推动盈利提升

- **2023-2025 年公司营业收入提升，路网服务业务收入占比较高。**2025 年，公司实现营业收入 430.62 亿元，同比增长 2.15%，五年复合增速 5.5%。细分看，2025 年实现路网服务收入 270.31 亿元，占比 63%，同比增长 4%；旅客运输收入 157.22 亿元，占比 37%，同比下降 1%。
- **随着业务量增长，公司营业成本增长，折旧支出、委托运输管理费、能源支出、动车组使用费为前四大成本项目。**2025 年公司营业成本 228.74 亿元，同比增长 3.13%，五年复合增速 7.27%。折旧支出（占比 20.6%）、委托运输管理费（占比 28.9%）、能源支出（占比 17.6%）、动车组使用费（占比 20.1%）为公司前四大成本支出项，2025 年四项成本累计占成本总额的 87.2%。
- **2023-2025 年公司归母净利润增长。**2025 年公司实现归母净利润 131.72 亿元，同比增长 3.16%，五年复合增速 1.99%。2026H1 公司实现归母净利润 67.71 亿元，同比增长 7.21%。
- **上市以来股利支付率维持在 50%左右，股息率维持在 1-3%之间。**2025 年，公司现金分红总额 65.51 亿元，股利支付率 49.74%，股息率 2.60%，股息率为上市以来最高（同时公司在 2024-2025 年实行了 10 亿元左右的回购计划）。根据公司 2025-2027 年股东分红回报规划，在公司无重大投资计划或重大现金支出发生时，**每年累计分配的利润不低于当年合并报表归母净利润总额的 55%，主要采取现金分红的方式进行分配。**

图表 5：2015-2025 年京沪高铁营业收入（亿元）



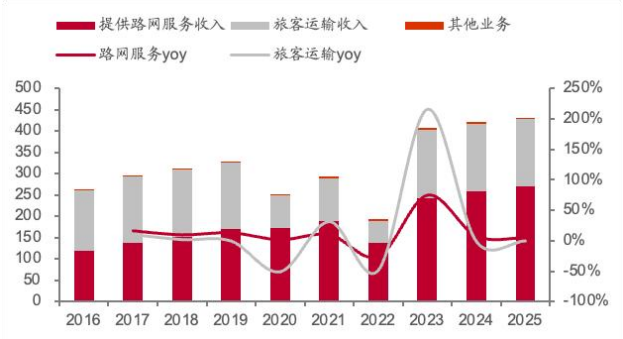
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：2015-2025 年京沪高铁营业收入结构拆分



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：2015-2025 年公司分业务收入变化（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

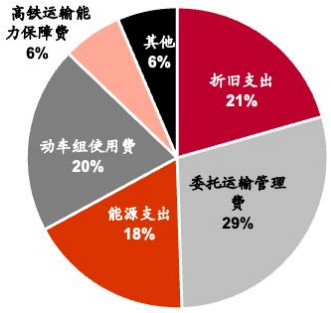
图表 8：2015-2025 年京沪高铁营业成本（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

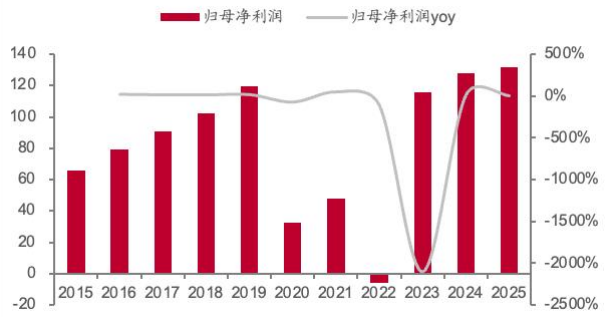
仅供内部参考，请勿外传！

图表 9：2025 年京沪高铁成本结构



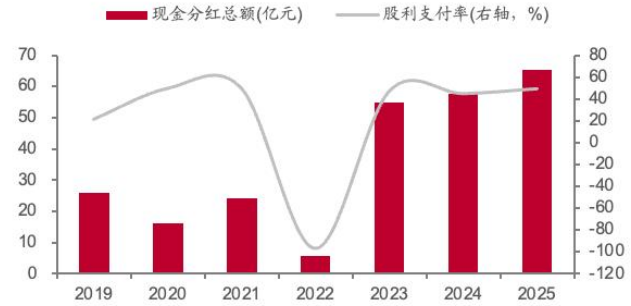
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：2015-2025 年公司归母净利润变化（亿元）



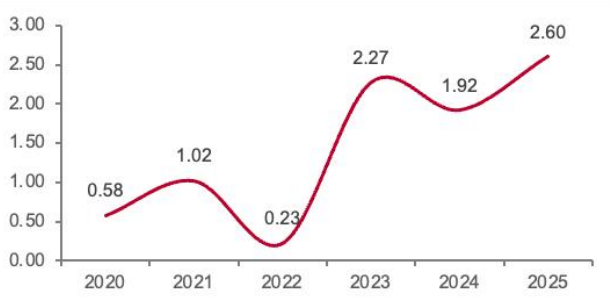
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 11：2023-2025 年公司现金分红率维持约 50%



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：2020-2025 年公司股息率整体提升（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

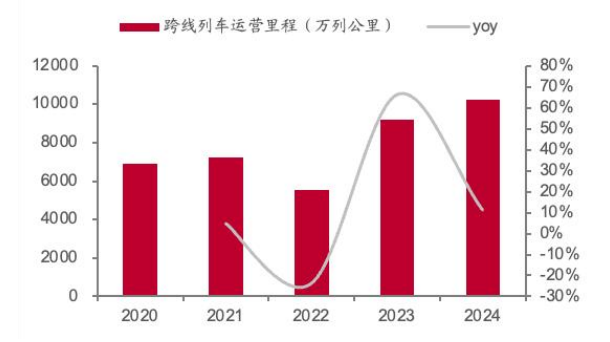
- **客流增长动能切换，本线趋于稳定，跨线列车成为主要增长引擎。**本线客流在 2018 年达到 5398 万人次高峰，2022 年疫情期间下滑至最低 1723 万人次，2023-2024 年本线客流回升，分别为 5325、5202 万人次。**跨线业务增长较为显著。**跨线列车运营里程从 2020 年的 6919 万列公里增长至 2024 年的约 1.03 亿列公里，累计增速 48.22%。

图表 13：2016-2024 年本线客运量（万人次）



来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

图表 14：2020-2024 年跨线列车运营里程



来源：公司招股说明书，公司年报，中泰证券研究所

- **与旅客运输业务相比，提供路网服务业务对客座率的要求更低，在极端情况下受到影响较小。**根据招股说明书，以 2018 年经营数据为例，若开行列车均为本线列车，当列车开行数量为 17.25 万列次时，本线客座率达到 52%（实际为 81.64%）即可实现盈亏平衡；若开行列车均为跨线列车时，开行数量需达到 8.87 万列次，即可实现盈亏平衡；实际情况下，2018 年开行本线列车 3.93 万列次，开行跨线列车 13.32 万列次，本线客座率达到 15%即可实现盈亏平衡。同时，从 2020-2022 年的收入情况来看，2020 年旅客运输业务收入同比下降 51%，路网服务业务收入同比增长 1%，说明跨线业务更扛冲击。

仅供内部参考，请勿外传！

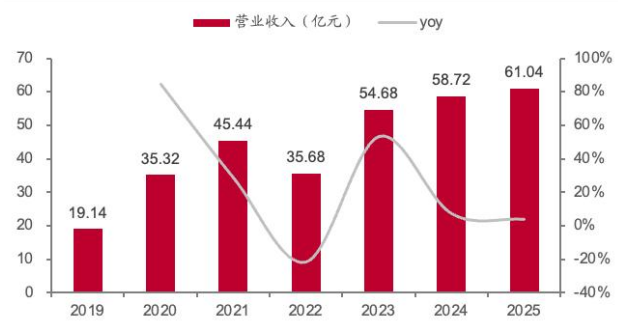
图表 15：京沪高铁本线及跨线盈亏平衡点

情景	盈亏平衡条件
情景①：均为本线列车	列车开行数量为 2018 年的 17.25 万列时，列车客座率需要达到 52%；或列车客座率为 2018 年的 81.64%时，列车开行数量需达到 4.77 万列。
情景②：均为跨线列车	列车开行数量需达到 8.87 万列
情景③：本线+跨线结合	开行 13.32 万列跨线列车及 3.93 万列本线列车，本线客座率需要达到 15%
实际	2018 年开行本线列车 3.93 万列，开行 13.32 万列跨线列车，本线客座率达 81.64%

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所
备注：公司披露数据以 2018 年经营情况为基准，当前情况可能有变化

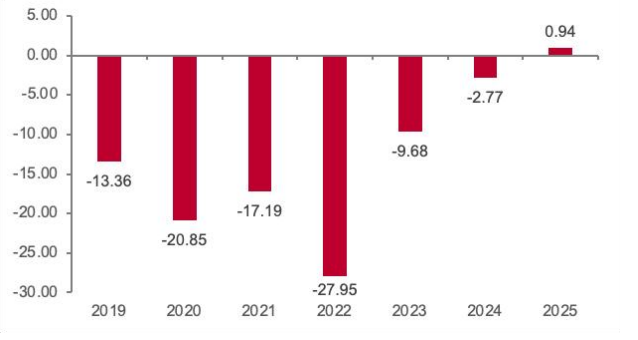
- **2025 年京福安徽公司首次实现盈利，预计未来将为公司带来更多增量。**公司于 2020 年收购京福安徽公司，京福安徽主要运营合蚌客专（2012 年 10 月 16 日开通）、合福铁路安徽段（2015 年 6 月 28 日开通）、商合杭铁路安徽段（2020 年 6 月 28 日）、郑阜铁路安徽段（2019 年 12 月 1 日开通）等线路资产。2025 年，京福安徽公司首次实现盈利 0.94 亿元，2023-2025 年收入占公司路网服务收入的比例稳定在 23%。2025 年运营里程达到约 4075 万列公里，同比增长 8.3%。

图表 16：2023-2025 年京福安徽营收增长



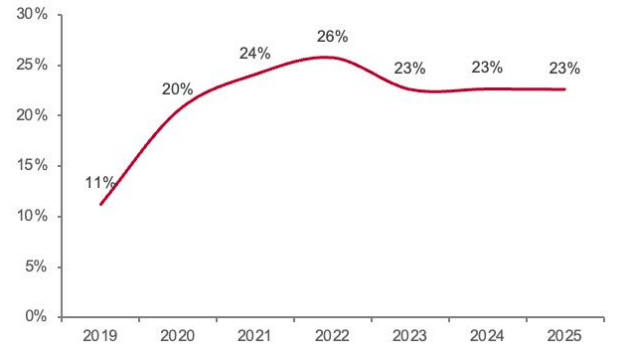
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 17：2025 年京福安徽首次实现盈利（亿元）



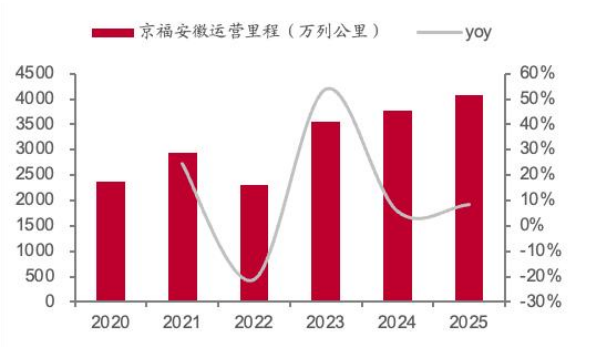
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 18：2023-2025 年京福安徽收入占公司路网服务收入的比例稳定在 23%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 19：2020-2025 年京福安徽运营里程



来源：公司年报，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

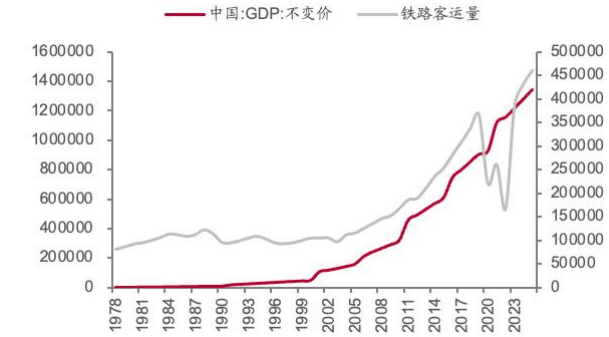
行业现状：铁路客运扩容，出行结构变化

我们认为过去几十年，客运量的发展主要由经济发展以及出行网络完善共同推动。一方面，经济发展促进了公商务、休闲游的需求，另一方面，逐步完善的出行网络使得国民出行变得更加便利，进一步激发了出行需求。随着私家车的普及，国民出行方式发生了变革，短途旅行中公路客运的重要性逐步减弱，中长途旅行中铁路、民航的重要性逐步凸显。

经济与路网发展共驱客运增长

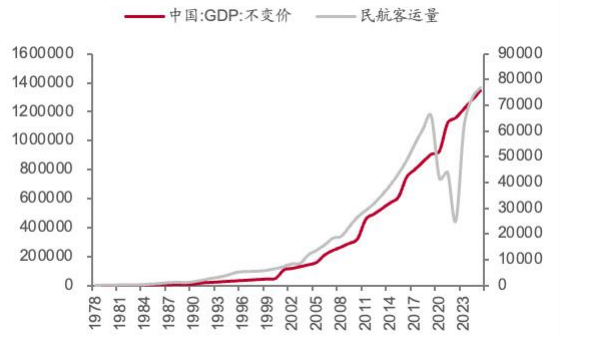
- **经济发展与旅客量呈现正相关。**回溯 1978-2025 年铁路与航空客运量与 GDP 的关系，发现除疫情影响外，客运量与 GDP 总量基本呈正相关，且从同比增速来看，2017-2019 以及 2025 年民航、铁路的同比增速基本是 GDP 增速 1-2 倍之间。

图表 20：GDP 与铁路客运量基本呈正相关



来源：WIND，中泰证券研究所
单位：亿元，万人次

图表 21：GDP 与航空客运量基本呈正相关



来源：WIND，中泰证券研究所
单位：亿元，万人次

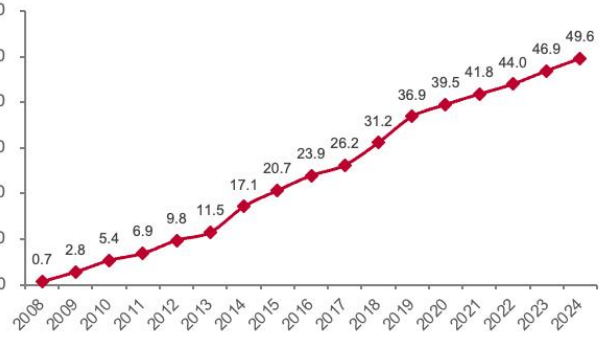
- **出行网络的完善助力需求增长。**铁路方面，截至 2025 年末，全国铁路营业里程达 16.5 万公里，其中高铁营业里程 5 万公里；2025 年全年投产新线 3109 公里，其中高铁 2862 公里；当前我国“八纵八横”主通道已建成投产约 84%。我国高铁密度已经从 2008 年的 0.7 飙升至 2024 年的 49.6。民航方面，国内定期航线数量从 2010 年的 1578 条增长至 2025 年的 4501 条，通航城市从 2010 年的 172 个增长至 2025 年的 261 个。***过往数据表明，出行网络完善可能会激发新增需求。****例如，根据相关部门测算，2011 年郑西铁路发送的 680 万人次当中，89.4%为新生客流，仅 10.6%为转移客流。*

图表 22：2024 年底高铁运营里程 4.8 万公里



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 23：2024 年底高铁密度 49.60



来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 24：2025 年底国内航空通航航线 4501 条



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 25：2025 年底国内航空通航城市 261 个

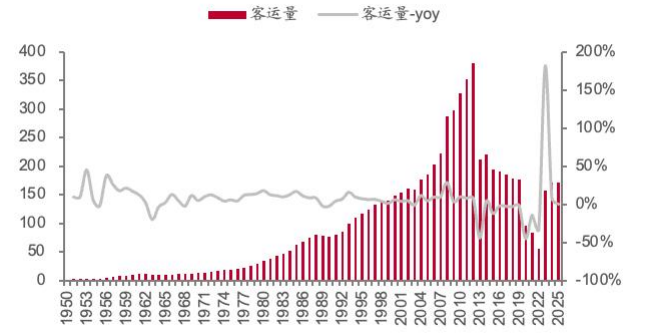


来源：WIND，中泰证券研究所

出行结构变化，铁路占比提升

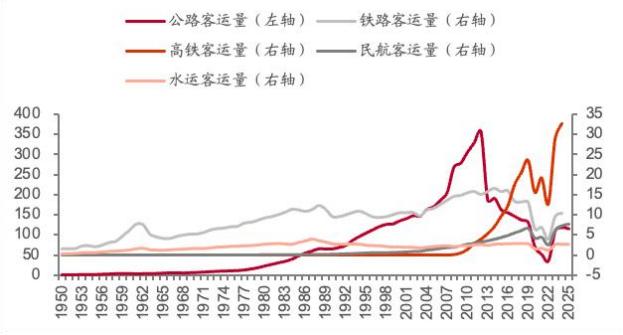
- **2025 年全国客运量为 171 亿人次，接近 2019 年水平，与 2014 年的高峰 221 亿人次有差距。**2024 年，公路、铁路（不含高铁）、高铁、民航、水路的旅客量占比分别为 69%/6%/19%/4%/2%。由于私家车的普及，传统大巴和公交出行需求下滑，导致公路出行人数大幅下降，2025 年为 114.9 亿人次，同比下降 2%。2014 年公路客运量为 190.82 亿人次（口径更改后的最高峰），当前仅为 2014 年的 60%。
- **铁路、民航的出行人数及旅客周转量占比持续增长。**2025 年，中国铁路客运量 46 亿人次，同比增长 6.7%，较 2019 年增长 26%。拆分看，自 2008 年高铁通车以来，高铁旅客量逐步增长（由 0.07 亿人次逐步增长至 2024 年的 32.72 亿人次），普速铁路旅客量逐步下降（由 2008 年的 14.55 亿人次逐步下降至 2024 年的 10.40 亿人次）。2025 年航空旅客运输量为 7.7 亿人次，同比增长 5%，较 2019 年增长 16.68%，剔除疫情影响，航空客运量自 2000 年以来保持增长态势。
- **公路、铁路、民航在短途、中途、长途行程中各有优势。**从平均运距来看，2024 年民航/铁路（不含高铁）/高铁/公路/水路的平均运距分别为 1769/476/331/43/31 公里。说明公路、铁路、民航的主要优势分别是在短途、中途、长途。

图表 26：2025 年全国客运量较 2014 年有较大差距



来源：公司年报，中泰证券研究所
单位：亿人次

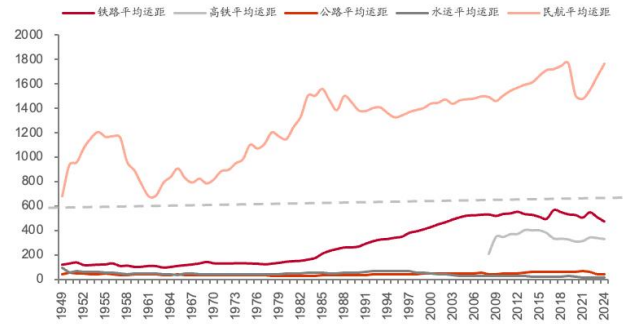
图表 27：1950 年起各交通方式客运量变化



来源：WIND，中泰证券研究所
单位：亿人次

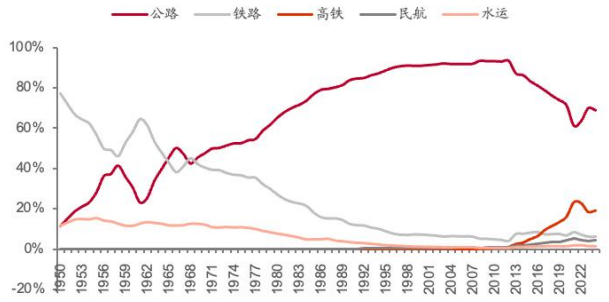
仅供内部参考，请勿外传！

图表 28：2024 年底高铁平均运距 331 公里



来源：WIND，中泰证券研究所
单位：公里

图表 29：2024 年底高铁客运量占比 19%



来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

本线展望：客流温和增长，票价空间打开

本线方面，主要从流量以及票价两个方面来考虑收入的增长潜力。客流的增长主要涉及市场需求、以及供给的提升（考虑现有车次的扩编以及 CR450 车型升级）。票价方面，京沪高铁时隔五年再次提升公布票价上限，未来主要看其涨价的执行力度。此外，本线与民航之间的竞争也被市场广泛讨论。通过数据跟踪，我们认为近年来在京沪线上，旅客的选择已经分流，未来两者的竞争将趋于缓和，同时，若 CR450 列车投用，高铁的竞争力还将进一步增强。

客流温和增长，民航竞争趋缓

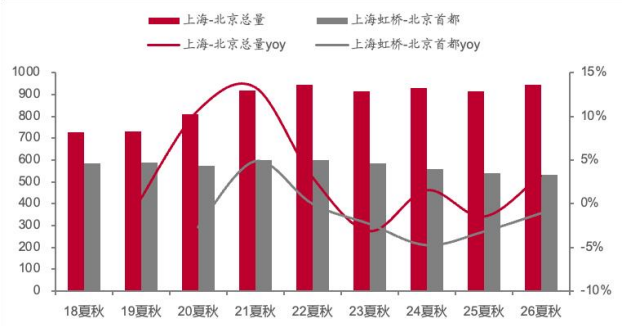
- **本线客流预计未来将保持温和增长，与航空之间仍有一定程度的竞争，但从航班量、旅客量、以及票价变化来看，竞争局面已有缓和。**
  - **航班量方面，**民航北京-上海航线计划航班量整体增长（主要由于大兴机场投用），但北京首都-上海虹桥航线计划航班量已有缩减，侧面说明民航在规划上没有加大在北京首都-上海虹桥航线上的竞争。2026 年夏秋航季京沪航线周计划航班量达到 945 班/周，同比增长 3%，较 2019 年累计增长 29%；北京首都-上海虹桥航线计划航班量 534 班/周，同比下降 1%，近几个航季整体呈现下降趋势，较 2019 年下降 9.18%。
  - **旅客量方面，**高铁本线客运量 2023-2024 年分别为 5325/5202 万人次，较 2019 年未有大幅增长。民航自疫情恢复、大兴机场建成以来，旅客量逐年增长，2024 年京沪航线旅客量 861 万人次，同比增长 25%，较 2019 年累计增长 4.4%。高铁平稳、民航增长，反映京沪通道整体需求扩张，两种方式并行承接增量而非相互替代。
  - **票价方面，**通过跟踪近一年数据，我们发现铁路票价变化幅度较小，几乎不随航空票价的变化而变化。航空票价呈现季节性变化，且显著高于高铁，但即使票价变化，航空旅客量整体仍呈增长态势，本线高铁客流亦保持稳定，说明两种方式的客流并非完全价格驱动，高铁与民航已形成相对稳定的客群分工。

图表 30：2016-2024 年京沪航线客运量（万人次）



来源：WIND，航班管家，中泰证券研究所

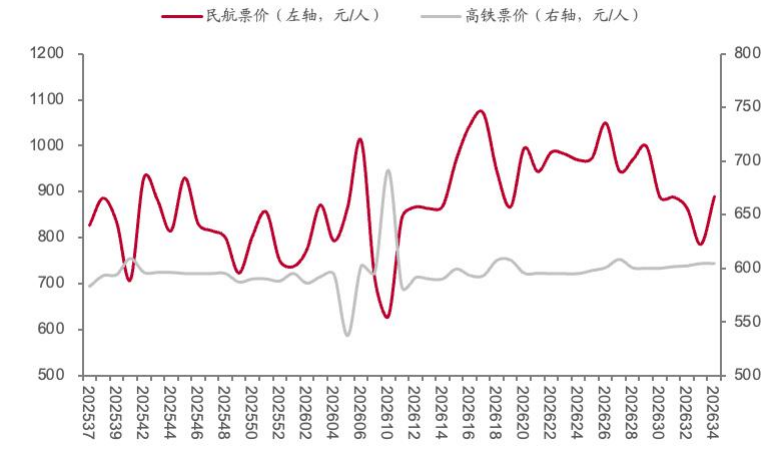
图表 31：18-26 年夏秋航季京沪线计划航班量变化



来源：Preflight，中泰证券研究所
备注：班次/周

仅供内部参考，请勿外传！

图表 32：2025-2026 年民航京沪线票价高于高铁（周度）

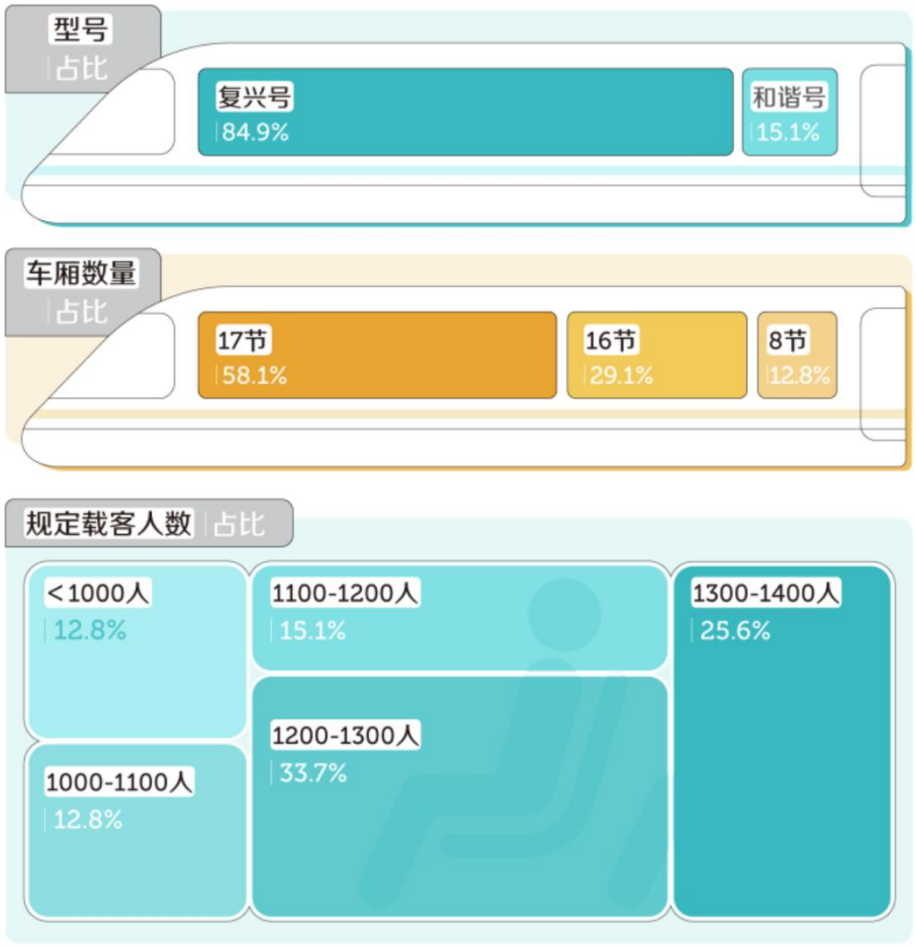


来源：航班管家，中泰证券研究所

增量来自列车扩编与车型升级

- **京沪高铁动车组编排车厢多且载客容量大。**京沪高铁本线列车没有单一固定编组，而是多种编组混跑，但结构已经高度集中。根据澎湃新闻，以 2025 年 6 月 6 日数据看，京沪高铁动车组超 8 成是 CR400 复兴号，其中过半采用 17 节超长编组（中国高铁现有最长配置），同时载客人数最高提升到 1347 名旅客。

图表 33：京沪高铁动车组编排车厢多且载客量大



来源：澎湃新闻，中泰证券研究所
备注：数据为 2025 年 6 月 6 日，与当前情况可能有差别

仅供内部参考，请勿外传！

- **国铁集团仍在通过技术提升优化车厢内空间布局，提升座位数量。**2024 年 6 月，国铁集团介绍公司通过采用轻量化、降噪等技术和设备集成、布局优化等措施，进一步扩大了旅客使用空间，提升了列车载客能力，增加了二等座席位数量和总定员，大件行李存放区的空间扩大 1 倍。8 辆编组列车定员数量增至 619 人，增幅约 7.5%，其中二等座席增加 38 人；17 辆编组列车定员数量增至 1347 人，增幅约 5%，其中二等座席增加 61 人。

- **中长期来看，CR450 动车组的投用或进一步增强本线竞争力。**当前阶段，民航在无行李托运、无延误的情况下，比京沪高铁标杆列车快约 1.3 小时（按上海人民广场到北京国贸门到门时间计算）。若 CR450 动车组投入使用，标杆列车的时间将缩短，若按 3.5 小时计（按平均时速约 400 公里/小时计算），高铁门到门约 5.5 小时，与民航无托运行李的 5.1 小时差距进一步缩小，高准点率下竞争力将强化。*预计 2026 年国铁集团将完成 CR450 动车组剩余 30 万公里运用考核和设计定型，推进时速 400 公里高速铁路基础设施关键技术成果实验验证。*

图表 34：理想情况下当前京沪航线比京沪标杆列车快 1.3 小时

环节	高铁	民航（无托运）	差值
运行 / 飞行时间	266 分钟（4 小时 26 分）	约 135 分钟	民航快约 131 分钟（约 2 小时）
出发端市区接驳	约 35 分钟（北京南，地铁 1 号线转 4 号线）	约 57 分钟（10 号线转机场线）	高铁快约 20 分钟
进站 / 值机候车	约 30 分钟（安检 + 候车）	约 60 分钟	高铁快约 30 分钟
到达端接驳	约 52 分钟（虹桥站→人民广场）	约 52 分钟（虹桥机场→人民广场）	打平（同处虹桥枢纽）
门到门合计	6.4 小时	5.1 小时	民航快 1.3 小时

来源：公司招股说明书，12306，高德地图，携程，中泰证券研究所
备注：出发地/目的地为市区中心（北京国贸、上海人民广场）

高质量客群有望支撑价格上涨

- 2015 年 12 月 31 日，国家发展改革委发布《关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》。《通知》明确中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速 200km 以上高铁动车组一、二等座票价，由铁路运输企业依法自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线票价，继续实行市场调节价；企业应制定无折扣的公布票价，再根据市场情况确定实际执行票价；调整公布票价需提前 30 天对外公告。

- **2017 年-2018 年，多条动车组列车开展票价浮动试点。**2017 年 4 月 21 日，东南沿海高铁（上海至杭州、杭州至宁波、宁波至深圳）首次跨省调价。2017 年底，铁路部门对 14 条动车组线路的票价开展浮动试点。2018 年，浮动票价模式进一步扩大。

- **2020 年 12 月，京沪高铁开始执行浮动票价。**将京沪高铁时速 300-350 公里动车组列车二等座公布票价进行优化调整，北京南站-上海虹桥全程列车二等座最高执行票价调整为 598 元，最低执行票价调整为 498 元。同时商务座、特等座、一等座与二等座的比价关系按照 3.5 倍、1.8 倍、1.6 倍执行。全程列车商务座最高执行票价为 1998 元，最低执行票价为 1748 元。

- **2021 年开始，国铁集团加快了对高铁票价差异化浮动定价。**2023 年 5 月，多条干线跟进调价，包括柳南、胶济、南广、沪宁、宁杭等线路。2024 年 6 月，四条动车组列车实行浮动票价体系。

- **2026 年 5 月，京沪高铁时隔近 5 年再次涨价。**此次涨价主要针对京沪高铁和合蚌高铁开行的时速 300-350km/h、200-250km/h 及以下的动车组列车的公布票价上浮 20%。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 35：铁路票价市场化改革及历次调价时间线



来源：中国网，中国甘肃网，中国发展网，公司公告，中泰证券研究所

- **京沪高铁本线公布票价上涨 20%后客公里票价仍偏低。**京沪高铁本线公布票价上涨 20%后二等座最高票档客公里票价为 0.603 元，较目前的 0.502 元有所提升，该价格高于京广高铁的 0.450 元，低于民航经济舱全价票的 1.631 元，大概为民航经济舱全价票的 3.7 折。与法国、德国、日本、中国台湾相比，京沪高铁的客公里票价同样明显便宜。根据世界银行 2019 年发布的《中国的高速铁路发展》，法国、德国、日本、中国台湾的高铁客公里收入分别在 0.24-0.31 美元、0.34 美元、0.29-0.31 美元、0.13 美元（按照人民币兑美元 6.8 的汇率粗略折算分别为 1.632-2.108 元人民币、2.312 元人民币、1.972-2.108 元人民币、0.884 元人民币）。
- **当前京沪高铁本线公商务旅客占比仍有 40-50%，价格敏感性相对较低。**根据相关报道，京沪高铁商务客流占总客流的比重达到 40-50%，2025 年商务出行人数同比增加 1%，高比例的商务旅客或将支撑票价上涨。
- **京沪高铁沿线经济发达，有望支撑票价上涨。**京沪高铁纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省连接“京津冀”和“长三角”两大经济区，沿线经济社会发展水平较高，是我国经济发展最活跃和最具潜力的地区。根据国家统计局，京沪高速铁路所经省（直辖市）的行政面积约占全国陆地总面积的 6.5%，拥有全国 27.08%的常住人口（2024 年），并创造了全国 33.89%（2025 年）的 GDP。

图表 36：京沪高铁本线涨价后客公里票价仍偏低

	京沪高铁（涨价前）	京沪高铁（涨价后）	京广高铁	民航京沪线（全价）	法国	德国	日本	中国台湾
公里数（KM）	1318	1318	2298	1318	/	/	/	/
票价(元/人)	662	794.4	1033	2150	/	/	/	/
客公里票价（元/公里）	0.502	0.603	0.450	1.631	0.24-0.31 美元	0.34 美元	0.29-0.31 美元	0.13 美元

来源：12306，东航 APP，世界银行，中泰证券研究所
备注：法国、德国、日本、中国台湾数据取自世界银行 2019 年发布的《中国的高速铁路发展》

仅供内部参考，请勿外传！

跨线展望：量增动能延续，二线分流可控

跨线方面，车次的增长是收入增长的关键。我们认为当前当地政府对直达北京、上海的意愿仍非常强烈，且对于担当路局来说，若仅覆盖现金成本，盈亏平衡所需客座率水平不高，基于以上因素，我们认为跨线列车未来仍有增长空间。此外，从京沪二线的走向看，我们认为其对京沪高铁的分流影响有限。

跨线增量来自路网接入

- **需求端，当前地方政府开行直达北京、上海的列车诉求依然强烈。**以湖南省株洲市为例，为开行株洲西始发进京、进沪高铁，株洲市委、市政府“几乎动用了一切能够利用的资源和方式”，市委书记、市长、人大常委会副主任分别带队赴广铁集团与国铁集团对接，最终于2022年5月与广铁集团签订《株洲开行北京、上海方向动车组列车合作协议》，并于6月20日起每天各开一对。

- **供给端，**理论上对于担当路局而言，动车组的折旧摊销为固定费用，只要客运收入能覆盖现金成本，即具备提报开行的经济基础。*我们测算G988次列车担当路局盈亏平衡客座率或在31%，意味着部分市场上看起来不是非常热门的路线，在路局的现金口径下或仍然能保持盈利。*地方诉求与担当路局边际贡献逻辑共同构成了跨线开行的驱动力，而对于国铁集团来说，其制定的列车运行图需充分考虑不同线路的必要性问题，以发挥路网最大效率为目标。

图表37：测算G988次列车担当路局盈亏平衡客座率或在31%

科目	金额（元/单程）	计算式	说明
路局票款收入（满座）	870,916		20*2100+124*991+1086*620+24*1363≈87万元
- 京沪段线路使用费	129,629		济徐272×141.4 + 徐蚌156×158.4 + 蚌埠-上海虹桥470×141.4 ≈12.96万
- 京沪段接触网费	56,574	@总重×京沪里程×单价/10000	900t×898km×700元/万总重吨公里≈5.6万
- 胶济客专段线路使用费	52,029	@胶济里程×单价	410km×126.9元/列公里≈5.2万；单价为估计
- 胶济客专段接触网费	25,830	@总重×胶济里程×单价/10000	900t×410km×700元/万总重吨公里≈2.6万
- 乘务等现金成本	10,000	估算	随车人员工资等
= 单程现金边际成本	274,062	@各成本科目加总	12.96+5.6+5.2+2.6+1.0≈27.4万（与客座率无关部分）
盈亏平衡客座率	31.47%	@现金成本÷满座票款	≈27.4万÷87万≈31.47%

来源：公司招股说明书，12306，路路通，中泰证券研究所
备注：1. G988次列车为青岛-上海虹桥，全程6小时25分钟，1308km；使用胶济客专〔青岛–崔马庄所〕+ 京沪高铁〔崔马庄所–上海虹桥〕；其中京沪段约900km。2. 胶济客专的路线使用费假设为特二类特别繁忙路线第一档重联动车组126.9元/列车公里，可能与实际情况有出入；3. 乘务等现金成本为估算。4.除此之外，车站旅客服务及售票服务费未计入计算（规模相对较小），实际盈亏平衡客座率可能略高于31.47%。

- **测算加密或者新线通车带来的收入增厚，因接入里程不同而有所差异。**我们分两种情况测算新增一对跨线列车对公司收入端的增厚，具体来看：

  - 情景1：例如加密北京南-南京南(G66/G65)，该线路全程1023公里，全程使用京沪段线路，预计单日增收23.54万元/列次，年化收入贡献1.72亿元。

仅供内部参考，请勿外传！

- 情景 2：沪苏湖高铁通车接入北京南，在京沪段里程 692 公里，预计单日增收 16.3 万元/列次，年化收入贡献 1.2 亿元。

图表 38：新开一对跨线列车的增收测算

类型	在京沪段里程	单程收费测算	年化贡献
①京沪段全程：如 2025Q1 增开的北京南-南京南 G66/G65	1023	线路费约 14.87 万；接触网使用费约 6.4 万；车站+售票服务约 2.2 万，合计 23.54 万	23.54*2*365=1.72 亿元
②沪苏湖接入（苏州南/盛泽—北京南 G2590/G2573，经沪苏通+盐通+徐盐接入，京沪段 = 徐州东–北京南）	692	线路费约 9.9 万；接触网使用费约 4.4 万；车站+售票约 2 万，合计约 16.3 万	16.3*2*365=1.2 亿元

来源：公司招股说明书，12306，路路通，中泰证券研究所
备注：1. 线路费分段计价说明（重联 16 编组，招股书单价）：北京南–天津南 152.7 元/列车公里（特一类特别繁忙第一档）、徐州东–蚌埠南 158.4 元/列车公里（特一类第二档，全线段最高，即徐蚌瓶颈段）、其余区段 141.4 元/列车公里（繁忙线路）。2. 计算重量按照 900 吨来估计；3. 售票服务费按照客座率假设为 85%；4.从计算得知，线路使用服务费和接触网使用费绝对规模较大，对收入影响较大，车站旅客服务费、售票服务费、车站水上服务费规模较小，对收入影响较小;5.年化贡献假设一天一个往返

京沪二线分流影响有限

- 京沪通道是国家《中长期铁路网规划》中“八纵八横”中“八纵”之一，京沪通道包含两条线路，一条为已经开通的京沪高铁，另一条为京沪辅助通道，即俗称的京沪二线。
- 根据中国新闻周刊整理，京沪高铁是一次性建成，全程走向为北京—天津—济南—南京—上海（杭州），包括南京—杭州、蚌埠—合肥—杭州高速铁路，全长 1318 公里，设计、运营时速 350 公里。京沪二线则由多段铁路连接而成，从北到南依次是京津城际、津潍高铁、潍宿高铁、徐盐高铁（宿迁至淮安段）、连镇高铁（淮安至扬州段），以及北沿江高铁（扬州至南通段）、沪苏通铁路（南通至上海段），设计时速在 200-350km/h 之间。
- **京沪高铁已于 2011 年 6 月 30 日全线通车运营，京沪二线预计 2028 年全线建成通车。**京沪二线中，当前，京津城际、徐盐高铁（宿迁至淮安段）、连镇高铁（淮安至扬州段）、沪苏通铁路（南通至上海段）已通车。北沿江高铁（扬州到南通段），津潍高铁均有望 2027 年建成通车，潍宿高铁有望于 2028 年建成通车。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 39：京沪二线与京沪高铁线路对比



来源：澎湃新闻，中泰证券研究所

图表 40：京沪二线建设与通车现状

段落	区间	设计时速	状态	开通时间
京津城际	北京南—天津	350 km/h	已通车	2008 年
津潍高铁	天津滨海—潍坊北	350 km/h	在建	预计 2027 年
潍宿高铁	潍坊北—宿迁	350 km/h	在建	预计 2028 年
徐盐高铁（宿迁—淮安段）	宿迁—淮安	250 km/h	已通车	2019 年 12 月
连镇高铁（淮安—扬州段）	淮安—扬州	250 km/h	已通车	2020 年 12 月
北沿江高铁（扬州—南通段）	扬州—南通	350 km/h	在建	预计 2027 年
沪苏通铁路	南通—上海	200 km/h	已通车	2020 年 7 月
全线合计	**北京—上海（二线）**	-	-	**全线贯通预计 2028 年**

来源：人民网，中共江苏省委新闻网，国铁集团官网，江苏省政府国有资产监督管理委员会，宿迁市人民政府网站，天津政府服务，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

- **我们认为京沪高铁和京沪二线虽然是两条平行的线路，但平行并不等于同质，两条线路的里程、时间、服务城市带并不相同，因此京沪二线对京沪高铁的分流是结构性的，而非全面性的。**具体来看：
  - **设计时速不同，京沪高铁对往返京沪的商务客吸引力较强。**京沪高速铁路全线设计时速 350 公里，而辅助通道各区段并不统一，设计时速为 200 公里-350 公里，因此对于往返于北京、上海两地的客流（尤其是商务客流），京沪高铁更具吸引力。
  - **两线途经城市带差异较大，意味着二线所吸引的客流结构并不单一：一部分是新增出行需求，一部分从其他线路分流而来。**京沪高铁覆盖 10 个万亿级经济强市、6 个千万人口大市，沿线人口规模占全国 1/4 强，而京沪二线的 40 个站中，山东、江苏两省的站点就达到 30 个左右，部分城市为高铁洼地，沿途的泰州、滨州、东营等地均未开通高铁。

图表 41：京沪二线与京沪高铁线路对比

维度	京沪高铁	京沪二线	差异对比
全长	1318 km	预计比京沪高铁长	/
径路走向	北京～天津～济南～南京～上海（杭州）高速铁路，包括南京～杭州、蚌埠～合肥～杭州高速铁路	北京～天津～东营～潍坊～临沂～淮安～扬州～南通～上海	二线服务渤海湾/胶东/鲁南/苏北/苏中
北京—上海时间	约 4.5 h（标杆 4h18m）	预计慢于京沪高铁标杆列车	无直达时间优势
沿线城市能级	直辖市、省会等经济强市	地级市为主（潍坊、临沂、宿迁、淮安、扬州、南通等）	京沪高铁以商务干线客流为主，二线以走廊新线客流为主
主要客流性质	商务 40–50% + 探亲/旅游	新培育客流 + 胶东/苏北既有出行转移	/
费率/票价率	全网最高档（线路使用费 141–158 元/列公里）	部分线路费率较低	二线单位收入低于京沪，但培育成本低

来源：中长期铁路网规划，新华网、中国新闻网甘肃，公司招股说明书，中泰证券研究所

- **从京沪高铁和京沪二线对比图来看，我们认为京沪二线对京沪高铁的分流影响主要在胶东四城（青岛、潍坊、烟台、威海）以及京沪二线东侧山东、江苏的城市对进京、进沪需求的分流。**具体来看：
  - **胶东四城（青岛、潍坊、烟台、威海）-上海（车次分流影响小），**仅 G988/G828 等少数 G 字头车次使用京沪高铁主干（济南—徐州东—南京南）前往上海，其余车次前往上海均不经过京沪高铁线路，因此即便京沪二线贯通后，青岛-上海时间缩短为约 3 小时，对京沪高铁的影响仍然有限。
  - **胶东四城（青岛、潍坊、烟台、威海）-北京（车次或有分流），**当前进京多需经京沪高铁中济南-北京路线。按最快车次看，青岛-北京 3 小时 05 分，潍坊-北京 2 小时 18 分，烟台-北京 4 小时 51 分；威海-北京 4 小时 32 分。二线贯通后，四城进京时间上可缩短 30 分钟-1 个小时不等。旅客角度来看，时间上略有改善，同时胶东四城可经津潍高铁+京津转移济南-北京区段跨线压力，国铁集团可能会考虑分流。
  - **京沪直达方面（客流分流影响小），**标杆列车约 4 小时 18 分钟-4 小时 40 分钟，二线部分路段设计时速仅 200-250km/h，预计直达时间慢于标杆列车，因此二线贯通后，预计仅分流部分价格敏感型客户，对商务旅客影响较小。
  - **以江苏 7 城为例，江苏 7 城（连云港/宿迁/淮安/盐城/扬州/泰州/南通）-上海（车次分流影响小），**当前 7 城至上海列车绝大多数不占用京沪

仅供内部参考，请勿外传！

高铁长途主通道（北京-徐州-南京段）运能，二线贯通后对京沪高铁影响较小。

- **江苏 7 城（连云港/宿迁/淮安/盐城/扬州/泰州/南通）-北京（车次分流影响较小）**，当前江苏 7 城至北京的里程基本短于经京沪二线绕行方案约 100-155 公里（占全程 9%-15%），改道二线在旅客体验上没有优势，预计国铁集团主动改线的动力不强；但不排除在京沪本线运力紧张时，作为释放运力的备选方案。

图表 42：江苏 7 城-北京本线与二线路程对比

路线	一线里程（公里）	二线里程（公里）	差值	备注
宿迁-北京	799	915	116	北京南-天津南（122km）+天津南-天津滨海（45km）+天津-潍坊（348.9km）+潍坊-宿迁（399km）
淮安-北京	896	1012	116	915+淮安-宿迁徐盐段 97km
扬州-北京	1047	1149	102	1012+扬州-淮安连镇段 137km
泰州-北京*	1068	1213	145	1149+扬州-泰州段 64km
南通-北京*	1172	1324	152	1149+扬州-南通段 175km
盐城-北京	1005	1121	116	1012+淮安-盐城徐盐段 109km

来源：路路通，中泰证券研究所

备注：*泰州预计通过泰州南站经扬州东站接入京沪二线，当前泰州南站仍未建成，待泰州南站建成后，扬州-泰州段里程需重新计算。北沿江高铁建成后，扬州-南通段里程需要重新计算。**连云港二线进京大概率经连徐高铁接入新沂南站，再转潍宿高铁规划中的新沂东站北上，因新沂南站和东站为两个不同站点，故暂不测算连云港-北京的二线里程。***二线里程均为估算，测算可能有误差，实际以开通为准。

仅供内部参考，请勿外传！

敏感性分析

- 根据敏感性分析，以 2025 年旅客运输收入 157.22 亿元、路网服务 270.3 亿元为基础，若本线票价提升 10%、跨线分流 5%、客座率保持不变，对公司的收入增厚达到 2.2 亿元。具体公式如下：

$$\Delta R = R_0 * [(1+q)*(1+p)-1] + K * r$$

$$其中，\Delta R = 京沪高铁收入变动$$

$$R_0 = 2025\ 年本线收入，q = 票价涨幅，p = 客座率涨幅，$$

$$K = 2025\ 年跨线收入，r = 跨线分流率$$

图表 43：京沪高铁收入敏感性分析

		客座率变化 q						
票价涨幅 p	跨线流失 r	-15%	-10%	-5%	0%	+5%	+10%	+15%
-10%	-5%	-50.5	-43.4	-36.3	-29.2	-22.2	-15.1	-8.0
	-10%	-64.0	-56.9	-49.8	-42.8	-35.7	-28.6	-21.5
	-15%	-77.5	-70.4	-63.3	-56.3	-49.2	-42.1	-35.0
-5%	-5%	-43.8	-36.3	-28.8	-21.4	-13.9	-6.4	+1.0
	-10%	-57.3	-49.8	-42.4	-34.9	-27.4	-20.0	-12.5
	-15%	-70.8	-63.3	-55.9	-48.4	-40.9	-33.5	-26.0
0%	-5%	-37.1	-29.2	-21.4	-13.5	-5.7	+2.2	+10.1
	-10%	-50.6	-42.8	-34.9	-27.0	-19.2	-11.3	-3.4
	-15%	-64.1	-56.3	-48.4	-40.5	-32.7	-24.8	-17.0
+5%	-5%	-30.4	-22.2	-13.9	-5.7	+2.6	+10.9	+19.1
	-10%	-43.9	-35.7	-27.4	-19.2	-10.9	-2.7	+5.6
	-15%	-57.4	-49.2	-40.9	-32.7	-24.4	-16.2	-7.9
+10%	-5%	-23.7	-15.1	-6.4	+2.2	+10.9	+19.5	+28.1
	-10%	-37.2	-28.6	-20.0	-11.3	-2.7	+6.0	+14.6
	-15%	-50.8	-42.1	-33.5	-24.8	-16.2	-7.5	+1.1
+15%	-5%	-17.1	-8.0	+1.0	+10.1	+19.1	+28.1	+37.2
	-10%	-30.6	-21.5	-12.5	-3.4	+5.6	+14.6	+23.7
	-15%	-44.1	-35.0	-26.0	-17.0	-7.9	+1.1	+10.2
+20%	-5%	-10.4	-0.9	+8.5	+17.9	+27.4	+36.8	+46.2
	-10%	-23.9	-14.5	-5.0	+4.4	+13.8	+23.3	+32.7
	-15%	-37.4	-28.0	-18.5	-9.1	+0.3	+9.8	+19.2

来源：公司年报，中泰证券研究所
备注：以 2025 年年报旅客运输收入 157.22 亿元、路网服务 270.3 亿元为基准

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测及关键假设

- 收入端，公司主营业务收入主要包含旅客运输收入及提供路网服务收入。旅客运输服务收入主要为本线收入，与旅客量以及票价有关；路网服务收入主要为跨线列车的线路使用服务、接触网服务等收入，主要与跨线列车的运营里程以及每公里单位价格有关。具体来看：
  - 旅客运输收入方面，近年来京沪高铁本线客运量保持稳定。2023-2024 年本线客运量在 5325、5202 万人次，2025 年上半年同比增长 1.2%（公司未披露 2025 年全年数据），平均票价在 300 元/人左右。旅客量方面，我们假设 2026-2028 年宏观经济维持稳定，本线客运量平稳增长，年均增速为 1.2%；票价方面，2026 年 5 月，公司针对京沪高铁和合蚌高铁开行的时速 300-350km/h、200-250km/h 及以下的动车组列车的公布票价上浮 20%，预计未来票价将逐步上涨，我们假设 2026-2028 年票价分别上涨 3%/5%/5%。
  - 路网服务方面，2023-2024 年跨线列车运营里程高速增长 66%/11%，2025H1 增长 0.1%，我们假设跨线列车运营里程 2025 年全年与 2025H1 保持一致增速，假设 2026-2028 年同比温和上涨，分别为 2%/3%/3%。2023 年以来平均路网服务收入维持稳定，约在 200 元/列公里左右，因此我们假设 2026-2028 年平均路网服务收入为三年移动平均（201.2/200.4/201.8 元/列公里）。
  - 京福安徽方面，2025 年实现首次盈利，后续随着雄商高铁开通，预计会为京福安徽的列车运营里程提供进一步增量，因此我们假设，2026-2028 年京福安徽的列车运营里程同比增速维持 8.30%。2023-2025 年京福安徽平均路网服务收入维持稳定，约在 150 元/列公里左右，因此我们假设 2026-2028 年京福安徽平均路网服务收入为三年移动平均 153.1/153/152 元/列公里。
- 成本端，折旧支出、委托运输管理费、能源支出、动车组使用费为公司前四大成本。2025 年四项成本累计占成本总额的 87.2%。因此成本端的假设主要围绕以上四项展开。折旧摊销、能源支出相对刚性，近年来绝对值保持相对稳定。委托运输管理费和动车组使用费主要受合同约定价格影响，每年会有一定幅度的上涨。
- 根据以上假设，我们预计 2026-2028 年京沪高铁的营业收入为 447/468/492 亿元，同比增速为 4%/5%/5%；归母净利润为 140.62/152.37/166.48 亿元，同比增速为 7%/8%/9%，对应 PE 为 17.05X/15.73X/14.40X。

仅供内部参考，请勿外传！

可比公司及估值

- 我们选取大秦铁路、广深铁路作为可比公司。大秦铁路是以煤炭等大宗货物运输和旅客运输业主营业务的综合性铁路运输企业；广深铁路主要经营深圳—广州—坪石段铁路客货运输业务及长途旅客列车服务，并与香港铁路有限公司合作经营直通车旅客列车运输业务。根据 Wind 一致预期，2026-2028 年大秦铁路、广深铁路的对应 PE 分别为 13.80X/12.71X/11.78X、15.65X/14.90X/14.23X，平均值为 14.73X/13.81X/13.00X。我们认为京沪高铁资产价值稀缺性不可替代，量增价升趋势有望长期延续，从而带动公司经营表现趋势性向好，叠加稳定的分红预期，具备长期配置价值。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 44：可比公司估值表

		2026/9/4	每股收益（元）						P/E					
代码	公司	收盘价（元）	P/B	23A	24A	25A	26E	27E	28E	23A	24A	25A	26E	27E	28E
601006.SH	大秦铁路	4.83	0.58	0.76	0.48	0.29	0.35	0.38	0.41	6.36	10.06	16.66	13.80	12.71	11.78
601333.SH	广深铁路	3.13	0.77	0.15	0.15	0.20	0.20	0.21	0.22	20.87	20.87	15.65	15.65	14.90	14.23
平均值			**0.67**										**14.73**	**13.81**	**13.00**
601816.SH	京沪高铁	4.90	1.14	0.24	0.26	0.27	0.29	0.31	0.34	/	/	/	17.05	15.73	14.40

来源：WIND，中泰证券研究所
备注：大秦铁路、广深铁路盈利取自 WIND 一致预期

风险提示

- **本线客流及票价增长不及预期风险。**若宏观经济增速放缓，可能会导致京沪高铁客流及票价增速不及预期，从而影响公司收入增长。
- **跨线分流超预期风险。**本文中对于京沪二线的分流影响为定性分析，可能存在预测不准确的情况，若京沪二线建成后对京沪高铁的跨线列车分流超预期，将对公司的跨线业务造成不利影响。
- **数据测算误差风险。**本报告中部分结论（如跨线列车的盈亏平衡客座率）为测算，不同路线、不同车次可能存在不同。
- **研报使用信息数据更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,579	24,915	35,719	47,814
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,125	1,167	1,222	1,287
预付账款	1	0	0	0
存货	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	616	639	669	705
流动资产合计	17,321	26,721	37,610	49,805
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	210,003	205,722	201,541	197,456
在建工程	250	350	451	553
无形资产	56,933	56,241	55,548	54,856
其他非流动资产	3,431	3,432	3,432	3,434
非流动资产合计	270,618	265,745	260,973	256,299
资产合计	**287,938**	**292,466**	**298,583**	**306,105**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,213	1,239	1,275	1,313
预收款项	3	0	14	11
合同负债	443	447	468	492
其他应付款	3,678	3,310	3,310	3,310
一年内到期的非流动负债	2,880	2,880	2,880	2,880
其他流动负债	1,235	1,235	1,235	1,235
流动负债合计	9,452	9,111	9,182	9,243
长期借款	47,746	44,877	42,009	39,140
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	750	750	750	750
非流动负债合计	48,496	45,627	42,759	39,890
负债合计	**57,948**	**54,739**	**51,941**	**49,134**
归属母公司所有者权益	207,114	214,815	223,692	233,979
少数股东权益	22,877	22,912	22,950	22,991
所有者权益合计	**229,991**	**237,727**	**246,642**	**256,971**
负债和股东权益	**287,938**	**292,466**	**298,583**	**306,105**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**21,205**	**20,670**	**21,918**	**22,974**
现金收益	20,263	21,075	21,933	23,012
存货影响	0	0	0	0
经营性应收影响	64			
经营性应付影响	291	-345	50	36
其他影响	586			
投资活动现金流	**-3,738**	**-727**	**-729**	**-731**
资本支出	-593	-727	-728	-729
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-3,145	0	-1	-2
融资活动现金流	**-12,229**	**-10,607**	**-10,385**	**-10,148**
借款增加	-2,018	-2,868	-2,868	-2,868
股利及利息支付	-9,264	-8,277	-8,815	-9,345
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-947	538	1,298	2,065

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**43,062**	**44,662**	**46,785**	**49,245**
营业成本	22,874	23,356	24,032	24,765
税金及附加	238	161	210	235
销售费用	0	0	0	0
管理费用	829	860	901	948
研发费用	15	15	16	17
财务费用	1,408	1,378	1,157	919
信用减值损失	0	-	-	-
资产减值损失	0	-	-	-
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1
营业利润	**17,699**	**18,893**	**20,470**	**22,362**
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	26	26	26	26
利润总额	**17,673**	**18,868**	**20,445**	**22,337**
所得税	4,468	4,771	5,170	5,648
净利润	**13,205**	**14,097**	**15,275**	**16,689**
少数股东损益	33	35	38	41
归属母公司净利润	**13,172**	**14,062**	**15,237**	**16,648**
NOPLAT	14,257	15,127	16,139	17,376
EPS（摊薄）	0.27	0.29	0.31	0.34

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	2.1%	3.7%	4.8%	5.3%
EBIT 增长率	1.0%	6.1%	6.7%	7.7%
归母公司净利润增长率	3.2%	6.8%	8.4%	9.3%
获利能力				
毛利率	46.9%	47.7%	48.6%	49.7%
净利率	30.7%	31.6%	32.7%	33.9%
ROE	5.7%	5.9%	6.2%	6.5%
ROIC	6.9%	7.2%	7.5%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	20.1%	18.7%	17.4%	16.1%
债务权益比	22.3%	20.4%	18.5%	16.6%
流动比率	1.8	2.9	4.1	5.4
速动比率	1.8	2.9	4.1	5.4
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	10	9	9	9
应付账款周转天数	18	19	19	19
存货周转天数				
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.29	0.31	0.34
每股经营现金流	0.43	0.42	0.45	0.47
每股净资产	4.23	4.39	4.57	4.78
估值比率				
P/E	18	17	16	14
P/B	1	1	1	1

来源：WIND，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。