

买入

2024年4月3日

基本面企稳向好，有望继续受益于民航业复苏

公司业绩符合预期，派息分红有待提高：23年公司收入69.8亿元人民币（YoY+34%），归属于母公司股东净利润13.99亿元（YoY+123%），符合公司之前的盈利预告（预计23年录得净利润约为12.5-14.5亿元）。公司每股盈利为人民币0.48元，董事会建议派发23年年度以现金支付的末期股息0.16元，全年派息比率33%，去年同期为25%，23年来自经营活动现金流入净额为1.37亿元，公司的现金及现金等价物为72.8亿元，财务状况健康，公司也通过提升派息比率回馈股东。

公司23年基础业务显著恢复，系统集成业务有所拖累：随着疫情放开，中国民航业呈现有序恢复的局面。2023年公司航空信息服务技术收入达38.5亿元（YoY+149%），全年系统处理量6.2亿人次，较22年上升148.7%。其中中国商营航空公司增加147.6%，外国及地区商营航空公司增加240.9%。业务单价基本持平为6.2元（21年为4.9元，19年6.1元）。与系统处理量密切相关的结算清算服务收入达4.5亿元（YoY+52.1%），全年结算清算系统进行了约10.2亿宗交易。系统集成服务收入9.9亿元（YoY-41.4%），主要是由于达到竣工验收条件的项目数量同比减少所致。数据网络收入3.9亿元（YoY-5.2%），主要是分销信息技术服务业务量同比减少所致。其他收入13亿元（YoY+3.3%）。随着国内疫情管控完全放开，中国民航业有望进入持续快速健康发展新周期，公司作为国内最大航司系统处理公司直接将受益于航空业的复苏。

公司营业总成本控制良好，未来费用管控更加严格：公司23年营业总成本为53亿元（YoY+12.1%），营业总成本上升的主要原因为（1）人工成本增加了14.4%，主要是由于当期员工薪酬及社保同比增加所致；（2）折旧摊销减少了0.9%，主要是固定资产、无形资产减少；（3）技术支持与维护费增加12.6%，主要是业务需求同比增加；（4）佣金及推广费用增加212.6%，主要是旅客量同比大幅增长；（5）其他费用成本增加39.9%，主要是受疫情影响日常运营费用同比增长所致。未来公司将会更加重视精细化管理，费用管控更加严格，持续提高企业的盈利水平。

下调目标价至12港元，维持买入评级：2024年1月中国民航局表示2024年力争完成旅客运输量6.9亿人次，国际客运市场将加快恢复，预计2024年底恢复至疫情前的80%。因此，叠加公司四十多年打造完整的航空旅游业信息技术服务产业链，我们预计未来公司业绩将会随着中国民航业的快速发展而稳健增长。考虑到港股普遍偏低的估值水平，以及公司虽然账上现金充足，但分红派息比例偏低未能提高回馈股东，给予24年利润的18倍PE估值，得出每股目标价至12港元，较前一收盘价有21%的上涨空间，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

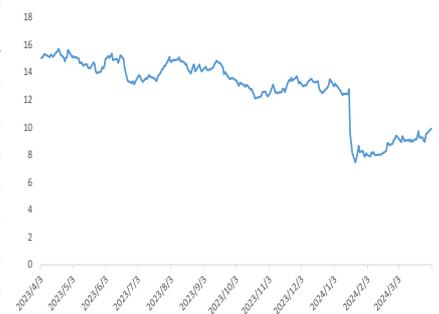
主要数据

| | |
|---------|--|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 9.9 港元 |
| 目标价 | 12.0 港元 (+21%) |
| 股票代码 | 696.HK |
| 已发行股本 | 29.26 亿股 |
| 市值 | 289.4 亿港元 |
| 52 周高/低 | 15.8/7.35 港元 |
| 每股净现值 | 7.72 港元 |
| 主要股东 | 中航信集团 29.29% 中移资本 9.98% 中国航空 9.81% 中国南方航 9.18% 中国东方航 6.25% |

盈利摘要

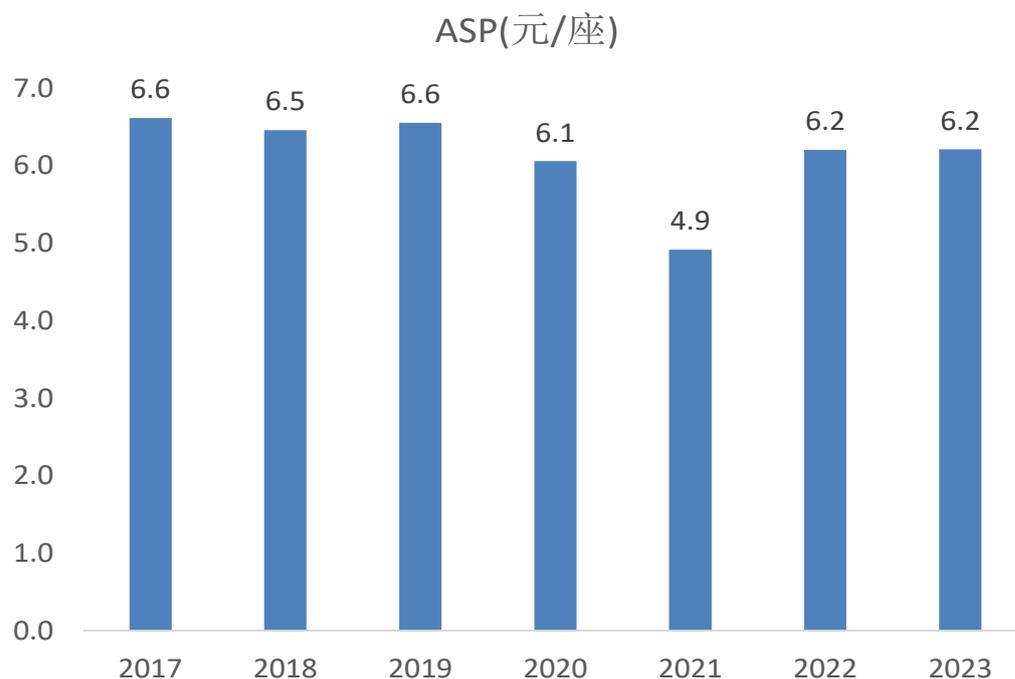
| 截止12月31日止财政年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (千元) | 5,210,106 | 6,983,847 | 7,991,874 | 8,603,946 | 9,115,800 |
| 变动 (%) | -4.9% | 34.0% | 14.4% | 7.7% | 5.9% |
| 净利润 (千元) | 626,499 | 1,398,953 | 1,763,799 | 2,060,848 | 2,274,693 |
| EPS (港元) | 0.23 | 0.52 | 0.65 | 0.76 | 0.84 |
| 变动 (%) | 13.6% | 123.3% | 26.1% | 16.8% | 10.4% |
| 市盈率 (倍, @9.9港元) | 42.8 | 19.2 | 15.2 | 13.0 | 11.8 |
| 每股派息 (港元) | 0.06 | 0.17 | 0.21 | 0.25 | 0.28 |
| 息率 (%) | 0.61% | 1.72% | 2.17% | 2.54% | 2.80% |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

图表 1: 公司航司系统处理 ASP 元/座



资料来源: 公司公告、第一上海整理

图表 2: 运营数据

| 月份 | 中国商誉航空公司航班订座量 (次) | | | | | | 国外及地区商誉航空公司航班订座量 (次) | |
|-----------|-------------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|----------------------|------------|
| | 国际 | 1-x月累积量 (国际) | 国内 | 1-x月累积量 (国内) | 总量 | 1-x月累积量 (总量) | 总量 | 1-x月累积量 |
| 2023/1/1 | 967,652 | 967,652 | 38,096,393 | 38,096,393 | 39,064,045 | 39,064,045 | 467,993 | 467,993 |
| 2023/2/1 | 1,224,775 | 2,192,427 | 41,042,325 | 79,138,718 | 42,267,100 | 81,331,145 | 783,556 | 1,251,549 |
| 2023/3/1 | 1,801,539 | 3,993,966 | 43,045,334 | 122,184,052 | 44,846,873 | 126,178,018 | 963,976 | 2,215,525 |
| 2023/4/1 | 2,466,704 | 6,460,670 | 46,960,535 | 169,144,587 | 49,427,239 | 175,605,257 | 830,741 | 3,046,266 |
| 2023/5/1 | 2,869,973 | 9,330,643 | 48,021,804 | 217,166,391 | 50,891,777 | 226,497,034 | 948,042 | 3,994,308 |
| 2023/6/1 | 3,523,102 | 12,853,745 | 48,903,903 | 266,070,294 | 52,427,005 | 278,924,039 | 970,236 | 4,964,544 |
| 2023/7/1 | 4,533,543 | 17,387,288 | 56,935,066 | 323,005,360 | 61,468,609 | 340,392,648 | 1,009,939 | 5,974,483 |
| 2023/8/1 | 4,888,354 | 22,275,642 | 58,119,282 | 381,124,642 | 63,007,636 | 403,400,284 | 1,026,352 | 7,000,835 |
| 2023/9/1 | 4,282,231 | 26,557,873 | 48,487,425 | 429,612,067 | 52,769,656 | 456,169,940 | 855,199 | 7,856,034 |
| 2023/10/1 | 4,509,162 | 31,067,035 | 50,613,074 | 480,225,141 | 55,122,236 | 511,292,176 | 895,633 | 8,751,667 |
| 2023/11/1 | 4,351,218 | 35,418,253 | 43,799,113 | 524,024,254 | 48,150,331 | 559,442,507 | 925,043 | 9,676,710 |
| 2023/12/1 | 5,407,822 | 40,826,075 | 44,621,797 | 568,646,051 | 50,029,619 | 609,472,126 | 921,807 | 10,598,517 |

资料来源: 公司公告、第一上海整理

附录：主要财务报表

损益表

<人民币千元>，财务年度截至<12月31日>

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 营业收入 | 5,210,106 | 6,983,847 | 7,991,874 | 8,603,946 | 9,115,800 |
| 营业税金及附加 | -72,359 | -81,865 | -93,681 | -100,856 | -106,856 |
| 人工成本 | -1,804,289 | -2,063,687 | -2,511,553 | -2,542,417 | -2,593,667 |
| 折旧及摊销 | -1,017,420 | -1,008,742 | -1,127,867 | -1,178,149 | -1,232,167 |
| 财务费用 | 162,995 | 151,734 | 151,734 | 151,734 | 151,734 |
| 其他 | -1,998,444 | -2,298,271 | -2,629,996 | -2,831,419 | -2,999,862 |
| 营业总成本 | -4,729,517 | -5,300,831 | -6,211,364 | -6,501,108 | -6,780,818 |
| 其他 | 218,988 | -78,443 | 192,404 | 192,404 | 192,404 |
| 营业利润 | 699,577 | 1,604,573 | 1,972,914 | 2,295,243 | 2,527,386 |
| 其他 | 35,562 | 7,564 | -11,121 | -11,972 | -12,684 |
| 除税前利润 | 735,139 | 1,612,137 | 1,961,794 | 2,283,271 | 2,514,701 |
| 所得税 | -55,861 | -164,260 | -149,071 | -173,499 | -191,085 |
| 净利润 | 679,278 | 1,447,877 | 1,812,723 | 2,109,772 | 2,323,617 |
| 归母净利润 | 626,499 | 1,398,953 | 1,763,799 | 2,060,848 | 2,274,693 |
| 少数股东损益 | 52,779 | 48,924 | 48,924 | 48,924 | 48,924 |

资产负债表

<人民币千元>，财务年度截至<12月31日>

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 货币资金 | 7,577,402 | 7,367,554 | 9,298,636 | 11,232,747 | 13,320,873 |
| 应收账款及票据 | 4,304,133 | 4,739,290 | 4,788,881 | 4,839,011 | 4,889,688 |
| 预付款项 | 184,571 | 131,725 | 135,677 | 139,747 | 143,939 |
| 存货 | 81,512 | 85,941 | 90,238 | 94,750 | 99,487 |
| 其他流动资产 | 4,631,314 | 5,801,694 | 5,846,943 | 5,893,232 | 5,940,586 |
| 流动资产合计 | 16,778,932 | 18,126,204 | 20,160,374 | 22,199,488 | 24,394,574 |
| 固定资产和在建工程 | 3,433,211 | 3,213,727 | 2,463,319 | 1,952,074 | 1,415,256 |
| 长期股权投资及其他投资 | 715,696 | 741,789 | 741,789 | 741,789 | 741,789 |
| 其他非流动资产 | 4,308,613 | 5,418,409 | 4,672,492 | 4,667,909 | 4,678,470 |
| 非流动资产合计 | 8,457,520 | 9,373,925 | 7,877,599 | 7,361,773 | 6,835,516 |
| 资产合计 | 25,236,452 | 27,500,129 | 28,037,973 | 29,561,260 | 31,230,089 |
| 应付账款及其他应付款 | 3,917,535 | 3,892,964 | 3,970,823 | 4,050,240 | 4,131,245 |
| 其他负债 | 1,225,162 | 2,300,530 | 1,560,955 | 1,573,571 | 1,586,817 |
| 流动负债合计 | 5,142,697 | 6,193,494 | 5,531,778 | 5,623,810 | 5,718,062 |
| 租赁负债 | 100,011 | 50,581 | 52,098 | 53,661 | 55,271 |
| 其他非流动负债 | 252,588 | 237,460 | 237,460 | 237,460 | 237,460 |
| 非流动负债合计 | 352,599 | 288,041 | 289,558 | 291,121 | 292,731 |
| 负债合计 | 5,495,296 | 6,481,535 | 5,821,337 | 5,914,932 | 6,010,793 |
| 归母所有者权益 | 19,228,498 | 20,471,132 | 21,669,174 | 23,098,867 | 24,671,835 |
| 少数股东权益 | 512,657 | 547,462 | 547,462 | 547,462 | 547,462 |
| 负债和所有者权益 | 25,236,452 | 27,500,129 | 28,037,973 | 29,561,260 | 31,230,089 |

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

<人民币千元>，财务年度截至<12月31日>

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -4.86% | 34.04% | 14.43% | 7.66% | 5.95% |
| 营业利润 | 4.18% | 129.36% | 22.96% | 16.34% | 10.11% |
| 净利润 | 11.16% | 113.15% | 25.20% | 16.39% | 10.14% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 营业利润率 | 13.43% | 22.98% | 24.69% | 26.68% | 27.73% |
| 净利润率 | 12.02% | 20.03% | 22.07% | 23.95% | 24.95% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 3.26 | 2.93 | 3.64 | 3.95 | 4.27 |
| 速动比率 | 3.22 | 2.86 | 3.57 | 3.88 | 4.20 |
| 回报率分析 | | | | | |
| 总资产收益率 | 2.69% | 5.26% | 6.47% | 7.14% | 7.44% |
| 净资产收益率 | 3.44% | 6.89% | 8.16% | 8.92% | 9.21% |
| 估值分析 | | | | | |
| 市盈率 | 42.77 | 19.15 | 15.19 | 13.00 | 11.78 |
| 市净率 | 1.85 | 1.73 | 1.64 | 1.54 | 1.44 |

现金流量表

<人民币千元>，财务年度截至<12月31日>

| | 2022E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 净利润 | 679,278 | 1,447,877 | 1,812,723 | 2,109,772 | 2,323,617 |
| 信用减值损失 | 58,506 | 304,465 | 58,506 | 58,506 | 58,506 |
| 资产减值准备 | 3,018 | -788 | -788 | -788 | -788 |
| 固定资产折旧 | 706,647 | 740,944 | 776,968 | 814,804 | 854,544 |
| 使用权资产摊销 | 47,745 | 38,196 | 30,557 | 24,446 | 19,557 |
| 无形资产摊销 | 262,528 | 275,655 | 289,437 | 303,909 | 319,105 |
| 其他经营活动 | -421,423 | -2,668,954 | -297,745 | -295,831 | -293,872 |
| 经营活动现金流 | 1,336,300 | 137,395 | 2,669,658 | 3,014,818 | 3,280,668 |
| 购买固定资产及其他 | -608,838 | -631,202 | -654,684 | -679,341 | -705,230 |
| 其他投资活动 | 466,628 | (164,998) | 178,525 | 6,443 | (8,935) |
| 投资活动现金流 | -142,210 | -796,200 | -476,159 | -672,898 | -714,165 |
| 分配股利 | 206,745 | 461,654 | 582,054 | 680,080 | 750,649 |
| 其他筹资活动 | -304,344 | -12,255 | -1,179,199 | -1,087,889 | -1,229,026 |
| 筹资活动现金流 | -97,600 | 449,400 | -597,146 | -407,809 | -478,378 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1,136,190 | (199,406) | 1,897,414 | 1,934,112 | 2,088,125 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 6,464,438 | 7,600,627 | 7,401,222 | 9,298,636 | 11,232,747 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 7,600,627 | 7,401,222 | 9,298,636 | 11,232,747 | 13,320,873 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。