

中国民航信息网络(0696.HK): 中国民航业成长+公司服务内容延伸

评级:

评级: 买入

上次评级: 首次覆盖

最新收盘价: 10.04

股票代码: 0696

52 周最高价/最低价: 15.82/7.35

总市值(亿) 293.79

自由流通市值(亿) 93.63

自由流通股数(百万) 932.56

注: 此处货币单位为港元



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本篇报告主要观点

- **公司是中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商。**以2023年为例，公司营收69.84亿元，航空信息技术服务占比55.1%、结算及清算服务占比6.4%、数据网络及其他占比24.2%、系统集成服务占比14.2%。
- **第一增长动力：中国民航业的成长。**我们判断持续增长的航空出行需求将航空信息技术服务等持续增长，航司与机场端供给对航空出行需求形成支撑，也同步带来相应的软硬件集成服务需求。
- **第二增长动力：公司服务内容的延伸。**第一重延伸来自向非航空信息技术的发展，第二重延伸来自智慧民航应用领域的扩展，第三重延伸来自未来向非民航领域延展。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计中国民航信息网络2024-2026年营收为8341.90百万元、9497.80百万元和10031.85百万元，归母净利润分别为2347.82百万元、3037.90百万元、3342.33百万元（EPS分别为0.80元、1.04元和1.14元），对应2024年4月24日收盘价10.04港元（汇率按照1港元=0.92元计算）PE分别为11.51倍、8.9倍和8.09倍。考虑长期成长性及短期航空客运量在持续恢复增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、机票价格大幅上涨、人力成本上涨超预期。

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5210.11	6983.85	8341.90	9497.80	10031.85
YoY (%)	-4.86%	34.04%	19.45%	13.86%	5.62%
归母净利润(百万元)	626.50	1398.95	2347.82	3037.90	3342.33
YoY (%)	13.64%	123.30%	67.83%	29.39%	10.02%
毛利率 (%)	40.69%	52.51%	58.00%	60.00%	60.00%
每股收益 (元)	0.21	0.48	0.80	1.04	1.14
ROE	0.03	0.07	0.10	0.12	0.11
市盈率	72.29	25.88	11.51	8.90	8.09

资料来源：公司公告，华西证券研究所

目录

contents

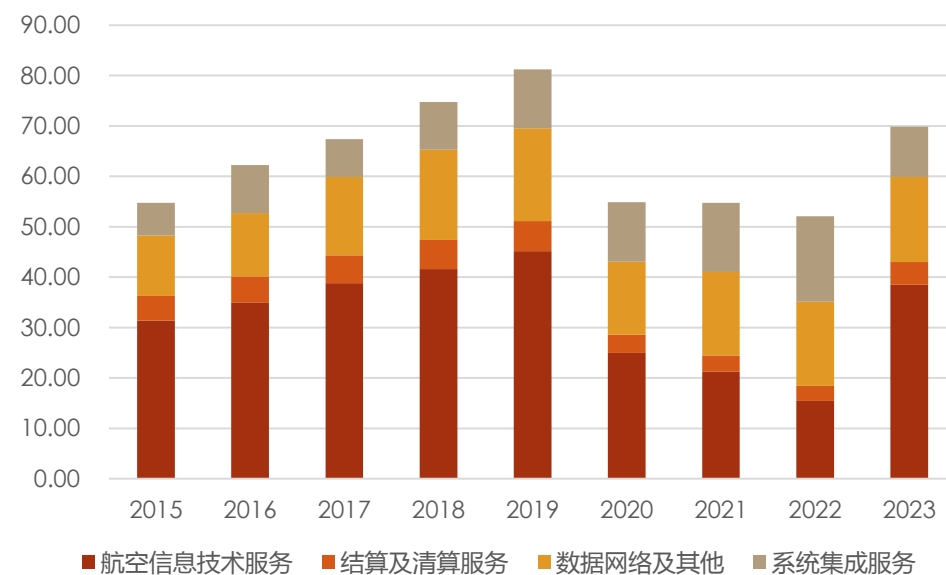
- 01 公司介绍：中国民航业的信息中枢
- 02 第一增长动力：中国民航业的成长
- 03 第二增长动力：公司服务内容的延伸
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

公司介绍：中国民航业的信息中枢

1.1 公司是中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商

- 以2023年为例，公司营业收入69.84亿元，同比增长34%。其中：航空信息技术服务38.51亿元（占比55.1%）、结算及清算服务4.47亿元（占比6.4%）、数据网络及其他16.91亿元（占比24.2%）、系统集成服务9.94亿元（占比14.2%）。
- 以疫情前的2015-2019年为例，期间中国民航客运量复合增速为10.9%、公司营收复合增速为10.2%，因此我们判断，从长期角度，公司营收增长的主要驱动力之一为中国民航客运量。

图表：2015-2023年中国民航信息网络营业收入构成情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2016-2023年民航客运量及公司营收同比增速情况（%）

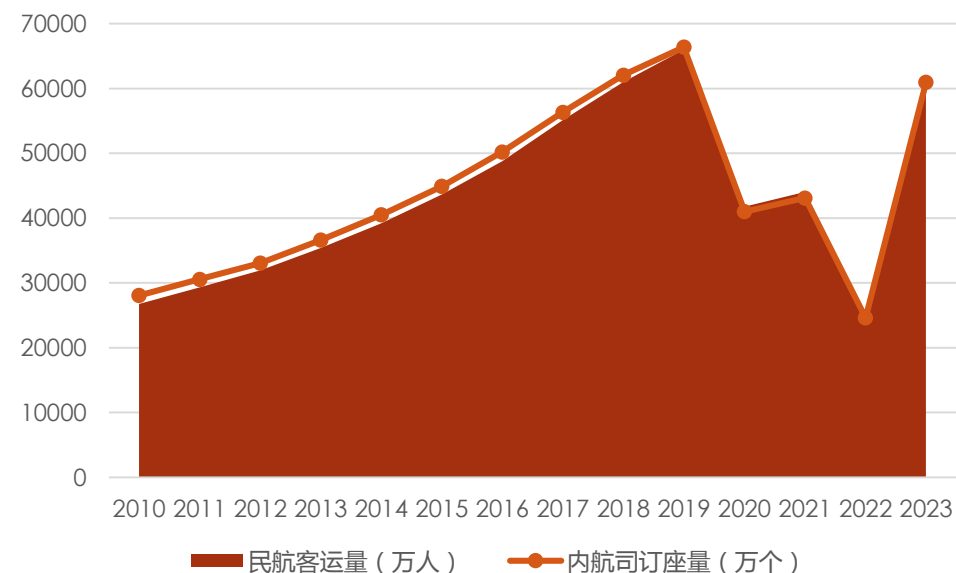


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1 公司是中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商

- 根据华经产业研究院，公司分销系统在中国的市占率达95%左右。以2023年为例，中国民航客运量为6.19亿人，公司内航司订座量为6.09亿个。
- 从公司订座量结构看，2010-2019年内航司订座量占比的均值为95.8%，2020-2023年内航司订座量占比的均值为99.1%。未来随着国际航班的恢复，外航司订座量占比有望逐步恢复至2010-2019年的均值。

图表：2010-2023年民航客运量及公司内航司订座量变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2010-2023年公司订座结构情况

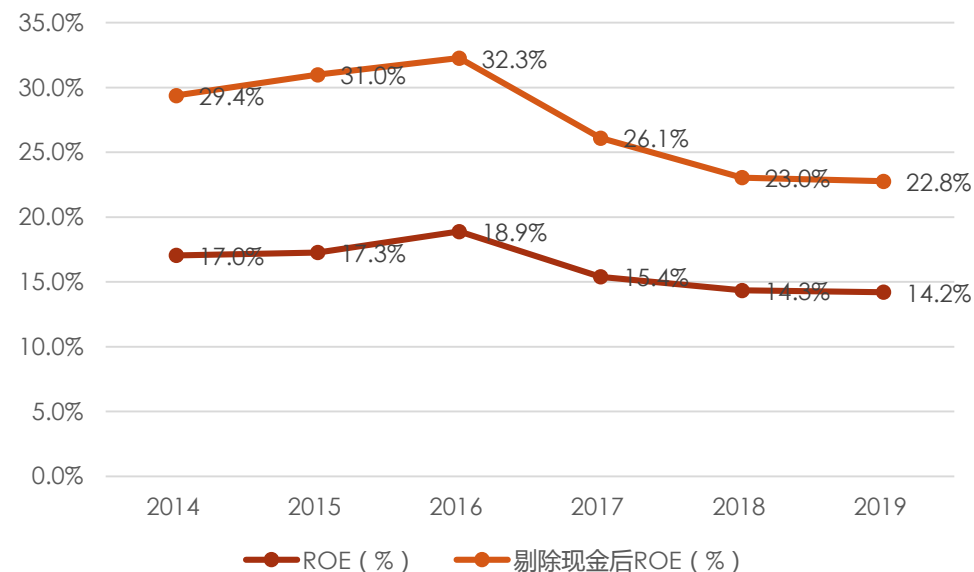


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 公司ROE主要靠高净利率驱动

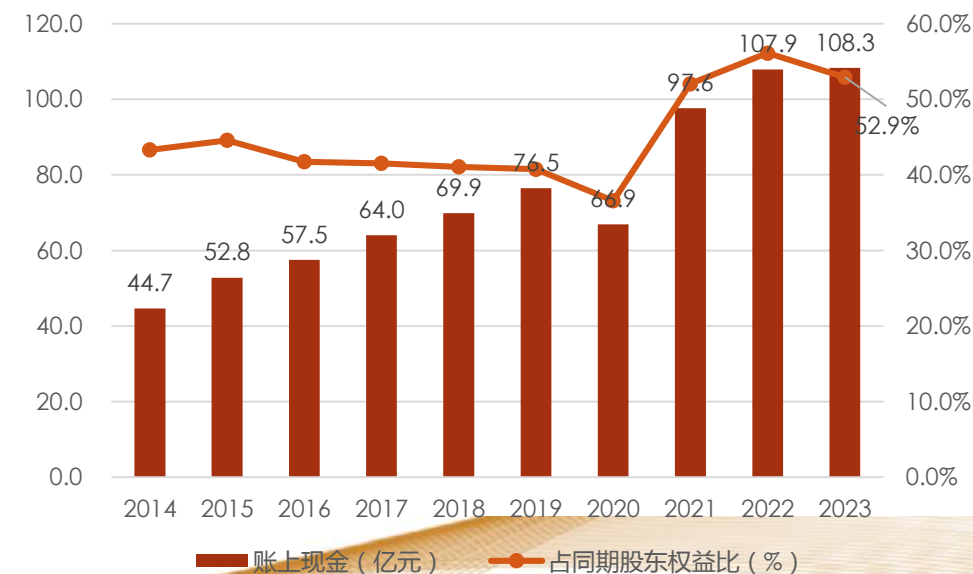
- 2014-2019年公司的ROE均值为16.2%。细拆公司ROE的主要项目，我们发现公司的ROE主要靠高归母净利率驱动，比如2014-2019年公司的归母净利率均值为33.7%。
- 公司账上大量现金长期压制ROE。2019年底账上现金及其他短期投资合计76.5亿元，占同期公司股东权益41%。如果剔除账上现金及对应产生的收益，我们测算2014-2019年剔除现金后ROE的均值为27.4%。

图表：2010-2019年公司ROE变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2023年公司账上现金的情况



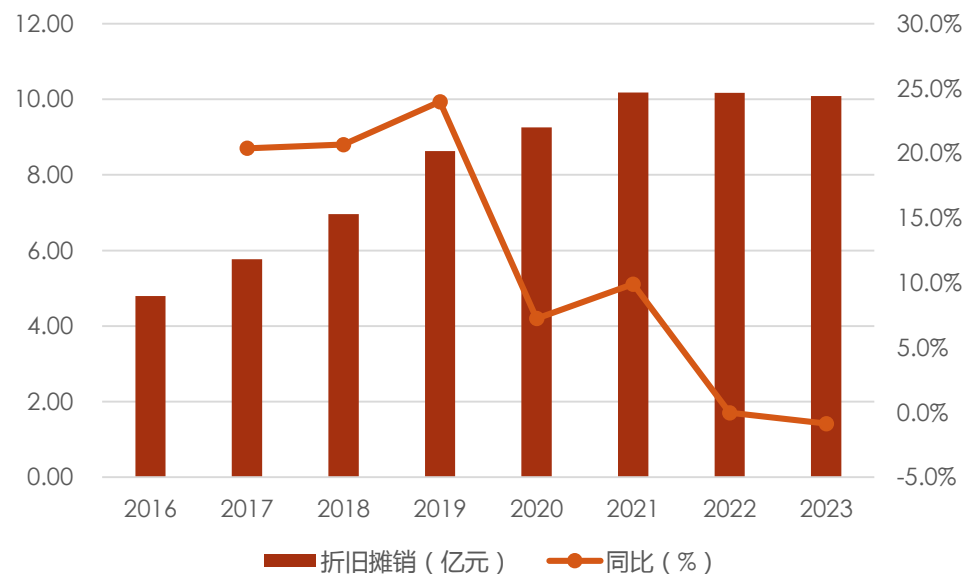
资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：账上现金统计包括现金及现金等价物、交易性金融资产、其他短期投资

1.2 公司ROE主要靠高净利率驱动

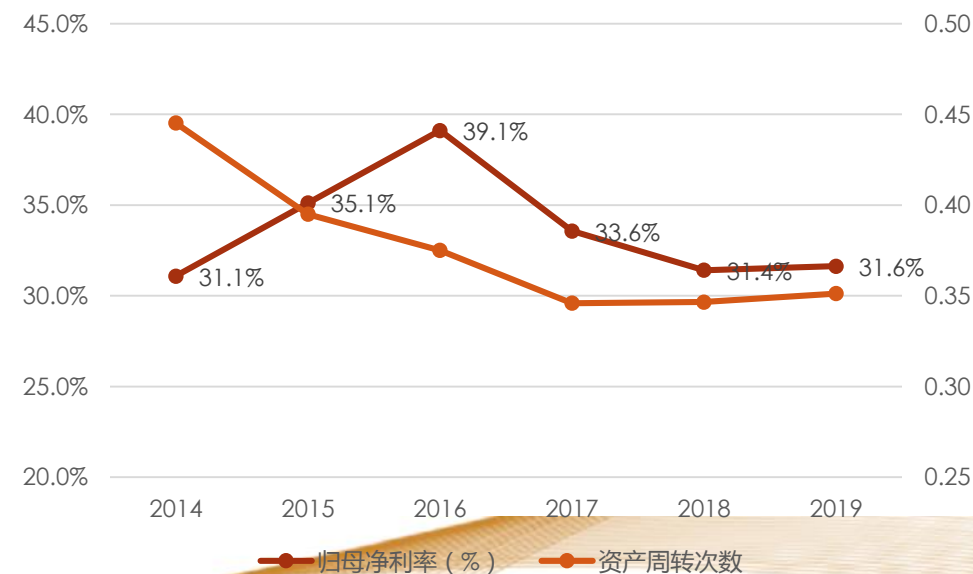
- 固定资产阶段性投产也会阶段性影响短期ROE。比如公司ROE在2014-2017年稳步上升，但2017/2018年北京新运行中心一期启用转固，一方面短期增长较快的折旧摊销造成短期净利率的下降，另一方面则造成资产周转次数的下降，二者造成公司ROE在2017-2019年出现环比下降。从趋势上看，2019年相较2018年ROE基本企稳。

图表：2016-2023年公司历年折旧摊销变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2019年公司归母净利率、资产周转次数变化趋势

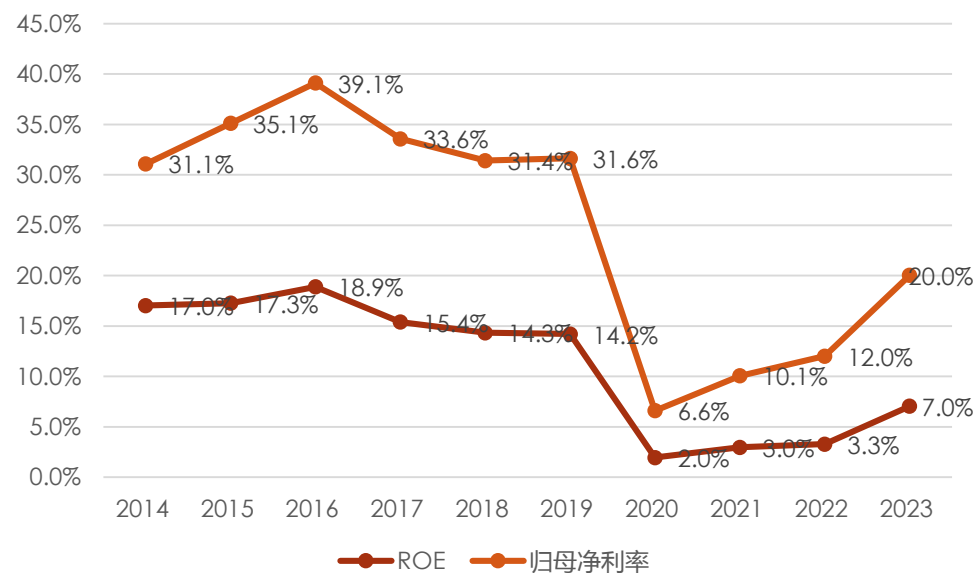


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 公司ROE主要靠高净利率驱动

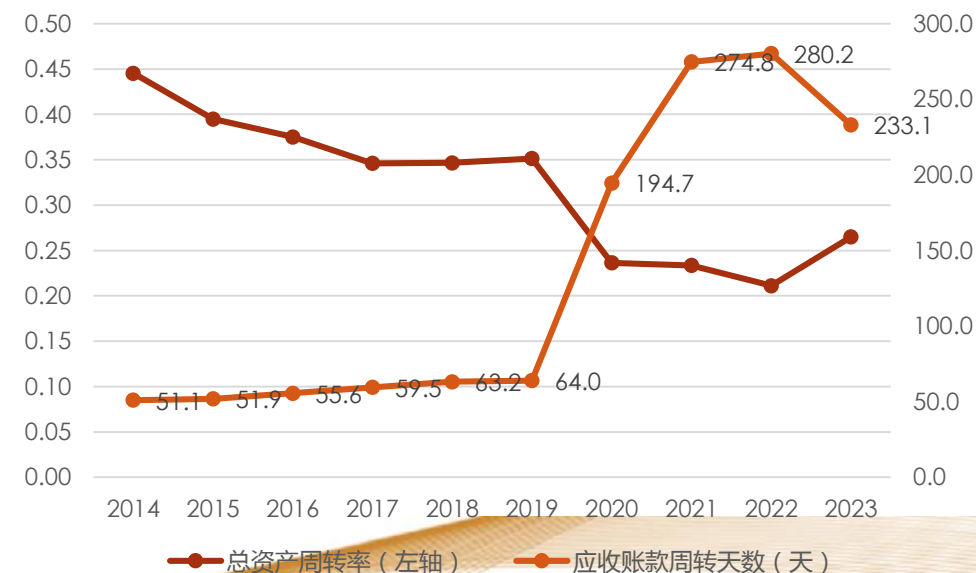
- 疫情通过对航空出行需求的影响，显著影响公司的ROE。一方面，疫情期间航空出行需求骤降，但公司的折旧摊销、人力成本具有较强的刚性，因此公司的归母净利率相较疫情前明显下降；另一方面，疫情期间业务量下降造成公司整体周转次数下降，此外疫情期间航空公司业绩承压，间接造成公司应收账款周转天数的拉长。

图表：2014-2023年公司ROE、归母净利率变化趋势（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2023年公司资产周转次数、应收账款周转天数变化趋势

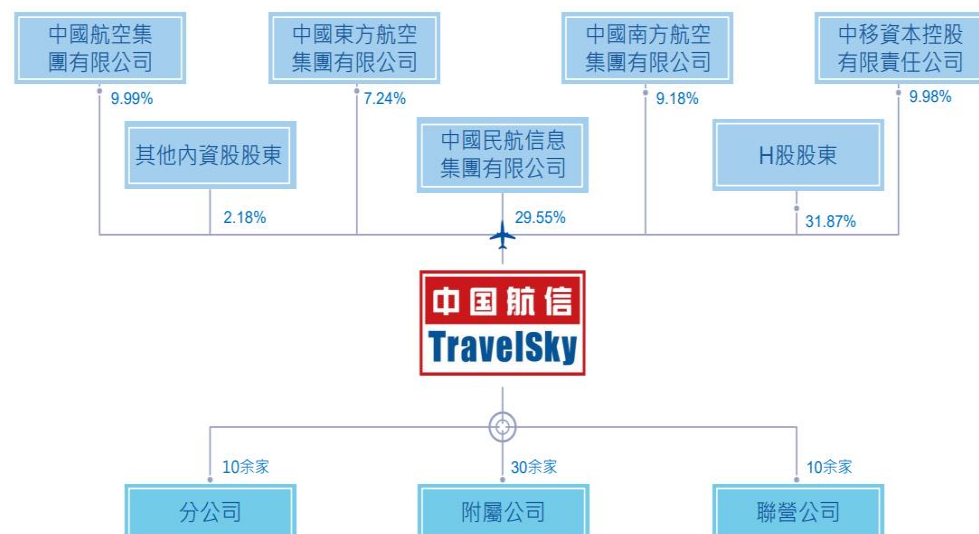


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 国内主要航司均是公司重要股东

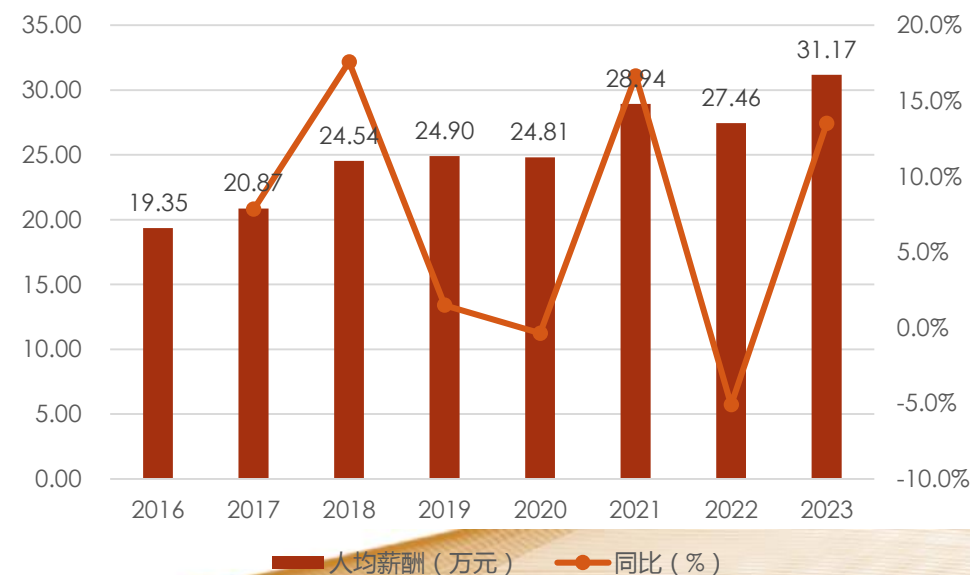
- 截止2023年底，中国民航信息集团有限公司是公司的大股东（持股29.55%），中国航空集团、中国东方航空集团、中国南方航空集团均是公司重要股东，持股比例分别为9.99%、7.24%、9.18%。
- 2023年12月28日，公司公告《建议采纳第三期H股股票增值权计划及相关首次授予方案》。截止2024年4月24日，公司暂没公开披露相关的最新进展。

图表：公司股权结构图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2023年人均薪酬变化趋势



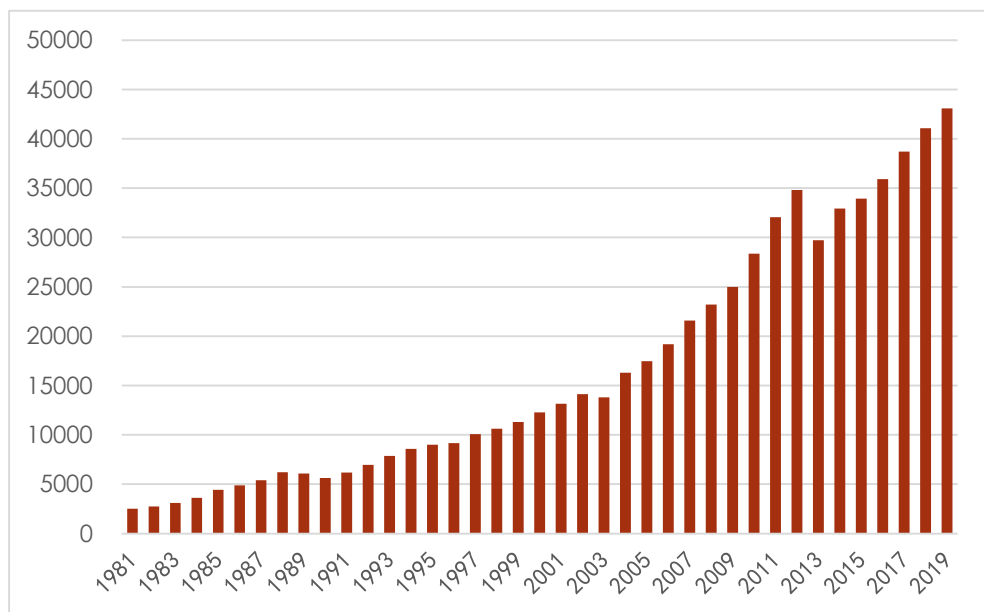
资料来源：公司公告，华西证券研究所

第一增长动力：中国民航业的成长

2.1 长期看中国航空出行还在成长期上半场

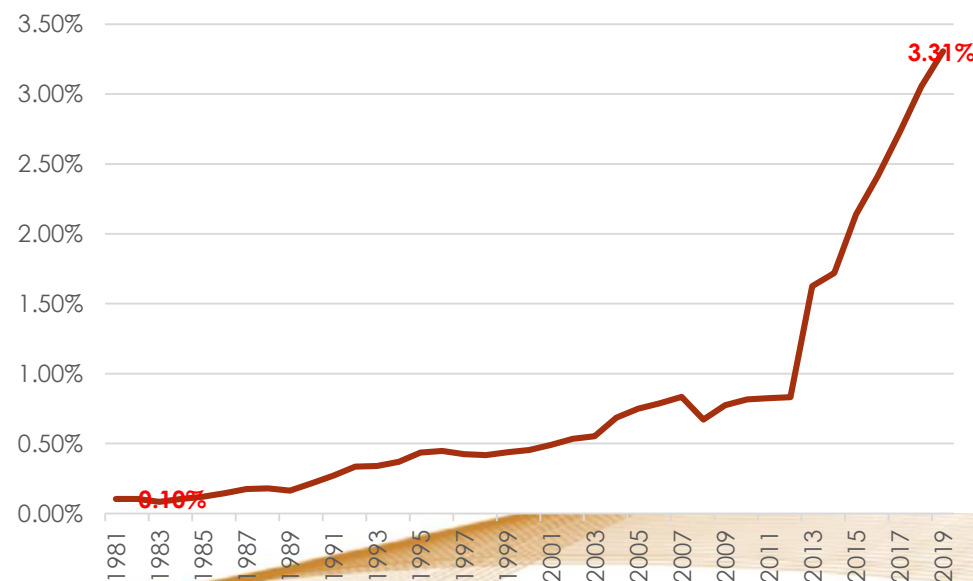
- **航空客运总需求=出行总需求*航空出行渗透率：**
- ①**经济增长是出行总需求增长的底层逻辑。**一方面体现在出行人次的增长，另一方面体现在出行距离的拉长，比如企业在异地扩张市场引发更长距离的差旅需求，再比如旅客前往更远目的地去旅游。
- ②**航空出行是旅客出行的消费升级。**任何一个出行方式的成本包括直接成本（票价）和时间成本，人均可支配收入增长直接带动旅客时间成本提升，这个是航空出行渗透率提升的最底层逻辑。

图表：1981-2019年旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：1981-2019年航空旅客占比（%）

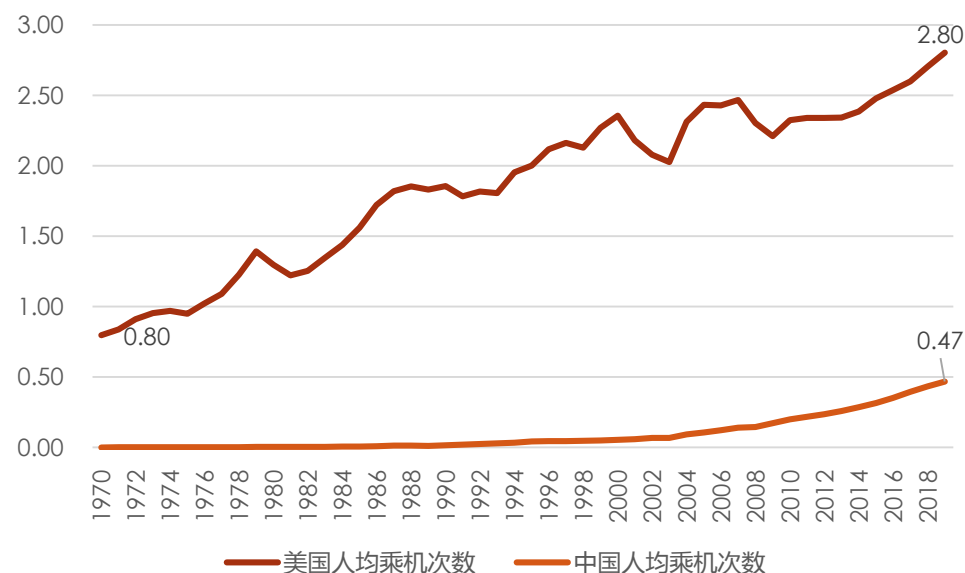


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 长期看中国航空出行还在成长期上半场

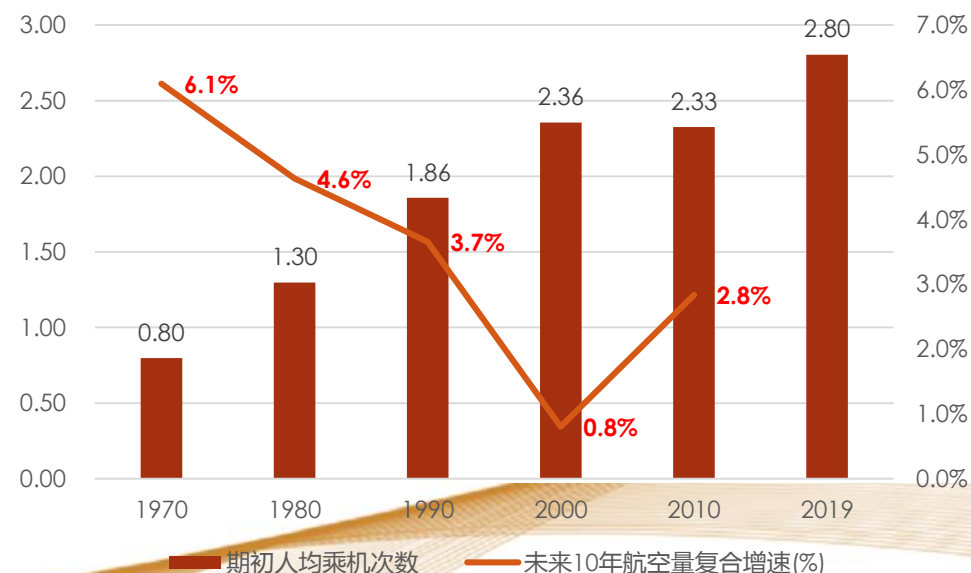
- **中美两国横向对比：**以2019年为例，中国人均航空出行人次仅0.47次，而同期美国为2.80次。1995年美国人均乘机次数达到2次后，1995-2019年航空客运量复合增速为2.3%，甚至2014-2019年复合增速达到了4%。
- **纵向看中国：**中国人均乘机次数从0.2次（2010年）增长至0.39次（2017年），花费时间为7年，期间航空客运量复合增速为10.8%。假设2027年中国人均乘机次数达到0.8次（从0.39次到0.8次，花费10年时间），则2017-2027年航空客运量复合增速为7.4%。参考美国1970年人均乘机次数达到0.8次后的增速情况，我们认为2027-2047年中国航空需求增速依旧可以保持5%左右增速，**当前中国航空出行还在成长期的上半场。**

图表：1970-2019年中国美国人均乘机次数对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：过去近50年美国人均乘机次数及复合增速情况

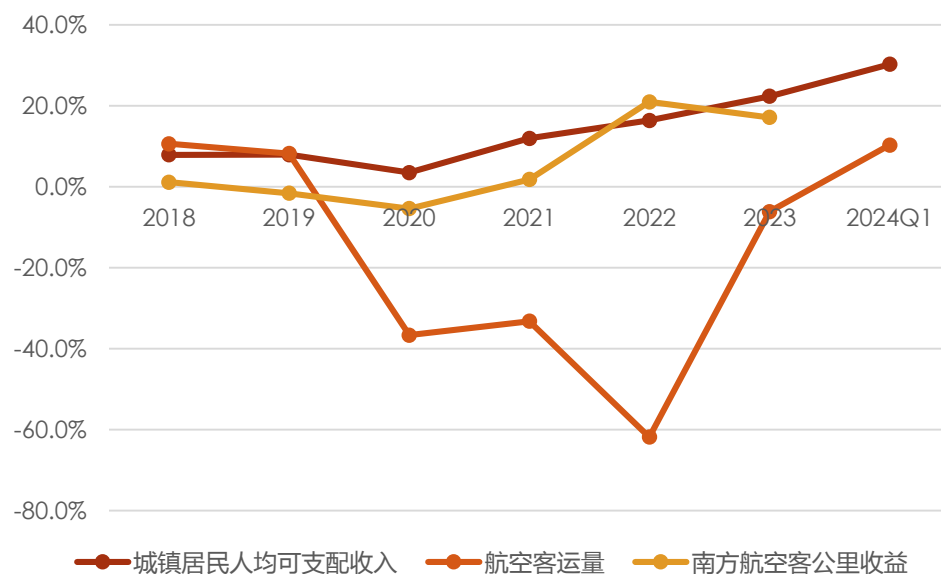


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 长期看中国航空出行还在成长期上半场

- 我们判断，2020-2022年影响航空出行最核心的因子是疫情。2023年疫情的影响逐步消退，影响航空出行需求的核心变量开始逐步切换到当期人均收入及机票价格的变动。
- 以**2024Q1**为例，城镇居民人均可支配收入及民航客运量相较2019Q1分别增长30.2%、10.3%，机票价格上涨（相较19年同期）、消费者信心下降这两个因子对当期航空出行需求形成向下压制。

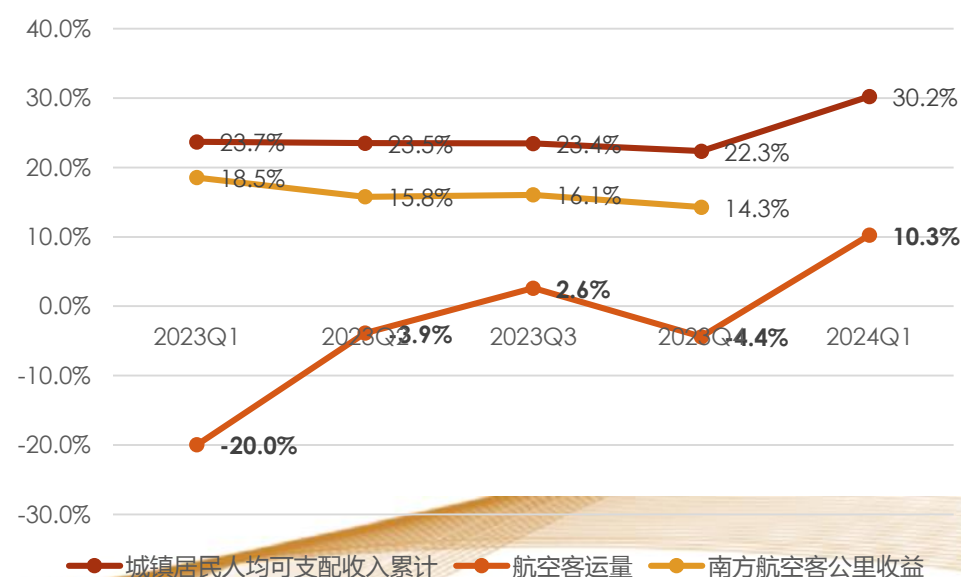
图表：2018-2024Q1航空客运量等同比增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2020-2024Q1均以2019年同期为基数

图表：2023Q1-2024Q1航空客运量等相较2019年同期增幅（%）

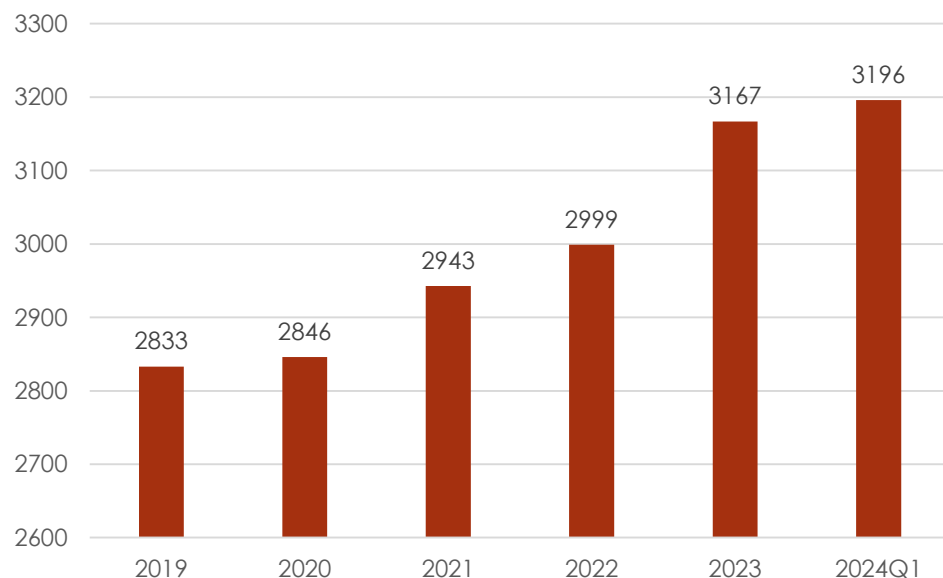


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 航司与机场端供给对航空出行需求形成支撑

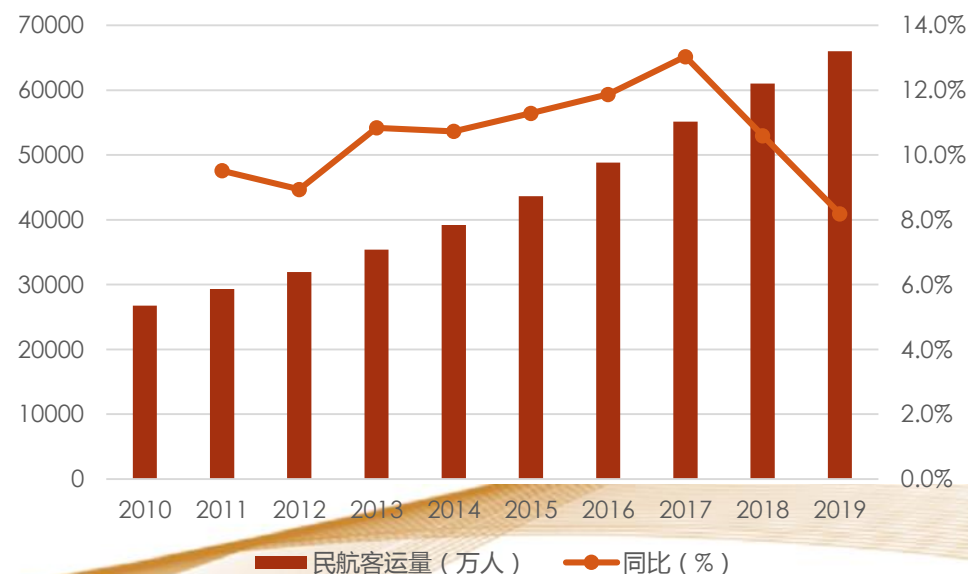
- 航司对中长期中国航空出行需求的预期、以及短期盈利情况，二者影响航司长、短期机队规模的变化。以6大干线上市航司为例，截止24Q1飞机合计3196架，相较2019年增长12.8%。
- 我们认为，在既定飞机规模下，客座率、机票价格等因子影响短期的航班供给（飞机日利用小时）。但航司重资产的特点，使得其短期内有降票价来提升客座率、飞机利用率的动力。因此在不考虑疫情等外界因子情况下，中国航空客运量具备增速低波动的特点。

图表：2019-2024Q1年6大干线上市航司合计飞机架次（架）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2019年航空客运量变化趋势

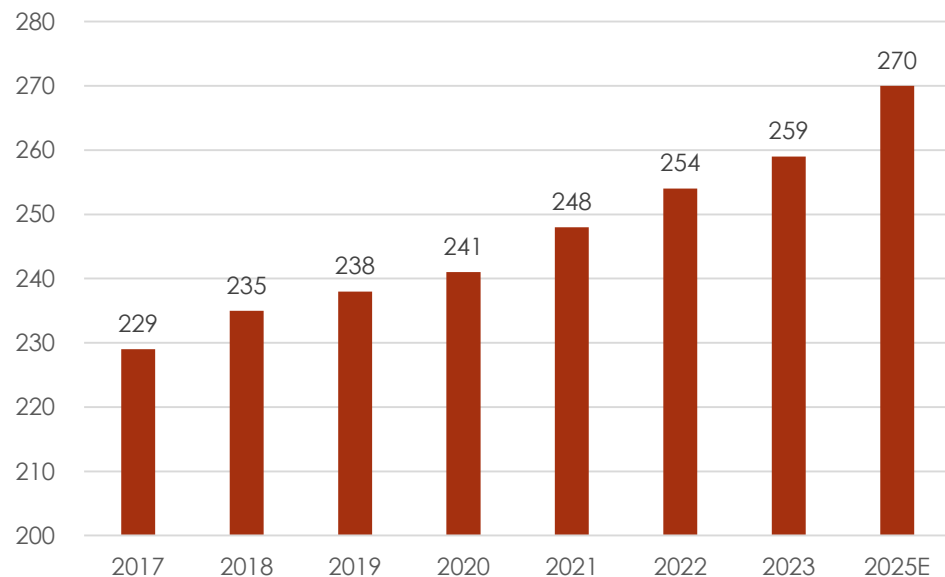


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 航司与机场端供给对航空出行需求形成支撑

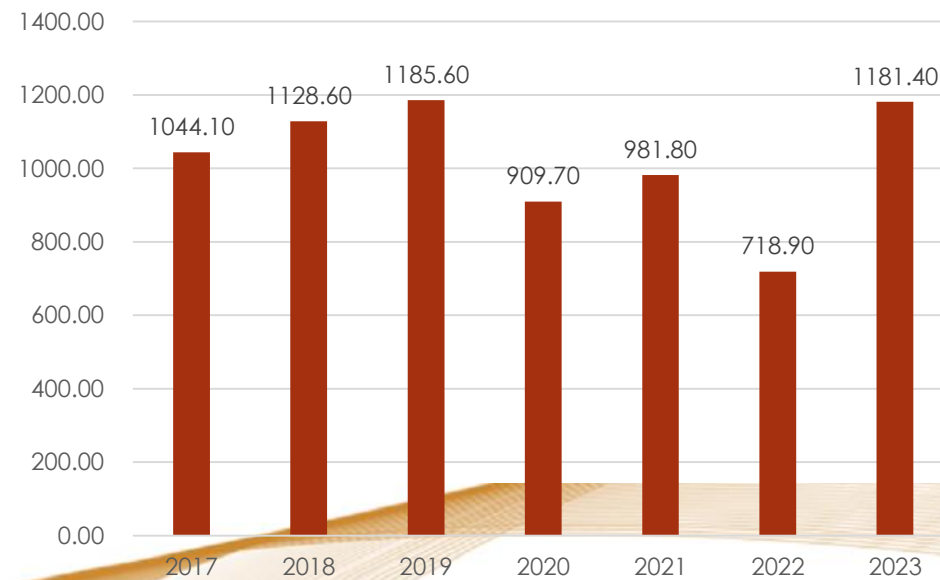
- 截止2023年底，中国民用运输机场数量259个。根据《“十四五”民用航空发展规划》，预计2025年底民用运输机场数量达到270个，意味着2024、2025年将有11个民用运输机场投产。
- 根据《“十四五”民用航空发展规划》，截止2025年民用运输机场具备保障1700万架次飞机起降的能力，相较2019年增长43.4%，同期民用运输机场数量增长13.4%，因此“十四五”既包括新机场的建设，还包括现有机场的扩建。

图表：中国民用运输机场数量变化趋势（个）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2017-2023年机场飞机起降架次（万架）



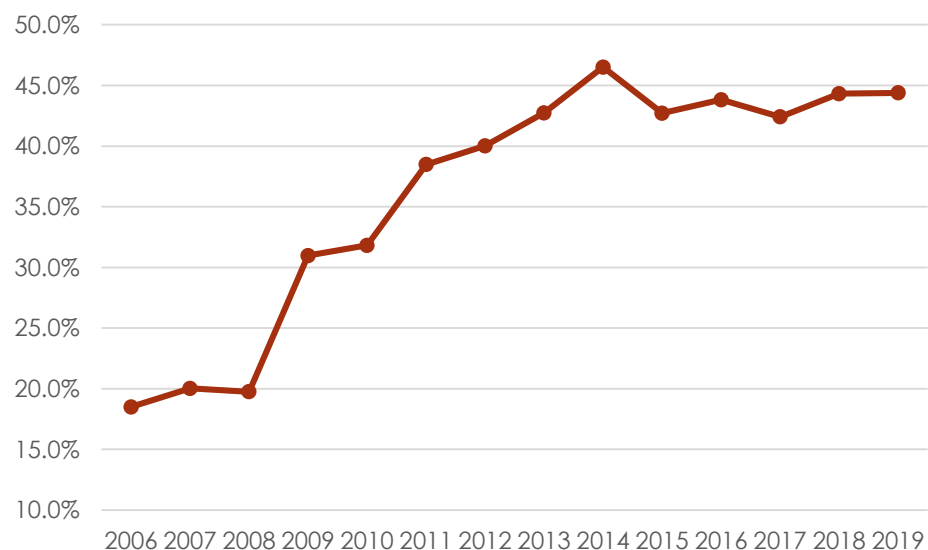
资料来源：wind，华西证券研究所

第二增长动力：公司服务内容的延伸

3.1 第一重延伸：非航空信息技术的发展

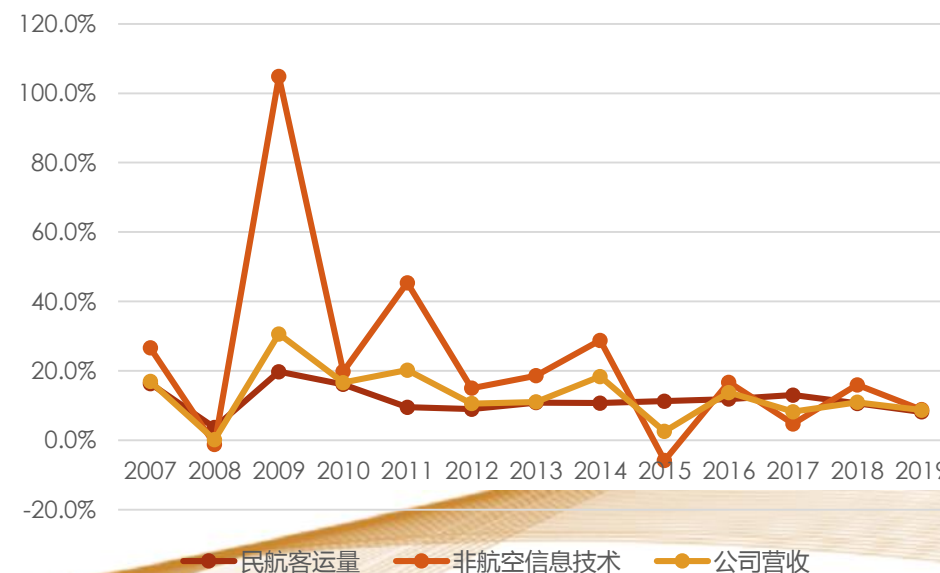
- 公司的核心业务是航空信息技术服务，该项收入主要来自公司向航空公司提供的航班控制系统服务、计算机分销系统服务、机场旅客处理系统服务，以及与上述核心业务相关的延伸信息技术服务。
- **2009-2014年非航空信息技术的高增长，使得公司营收快于同期民航客运量的增速。**由于航空信息技术服务的定价遵循边际递减策略，因此航空信息技术的营收增速低于同期航空客运量增速。但公司以航空信息技术服务为基数，发展结算及清算、系统集成、数据网络及其他等非航空信息技术服务。2006-2019年，非航空信息技术营收占比从18.5%提升至44.4%。

图表：2006-2019年非航空信息技术服务营收占比变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2007-2019年民航客运量等同比增速变化趋势（%）

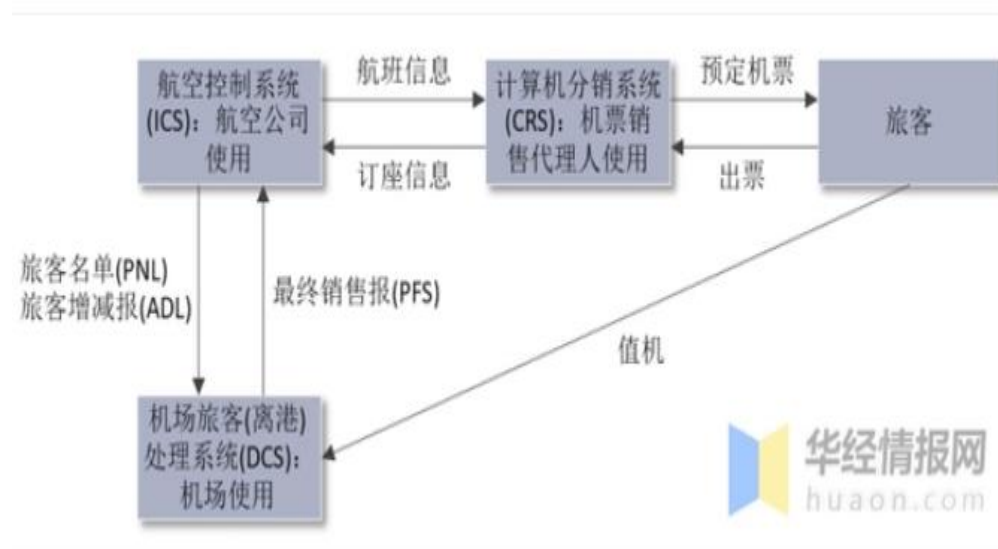


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 第二重延伸：智慧民航应用领域的扩展

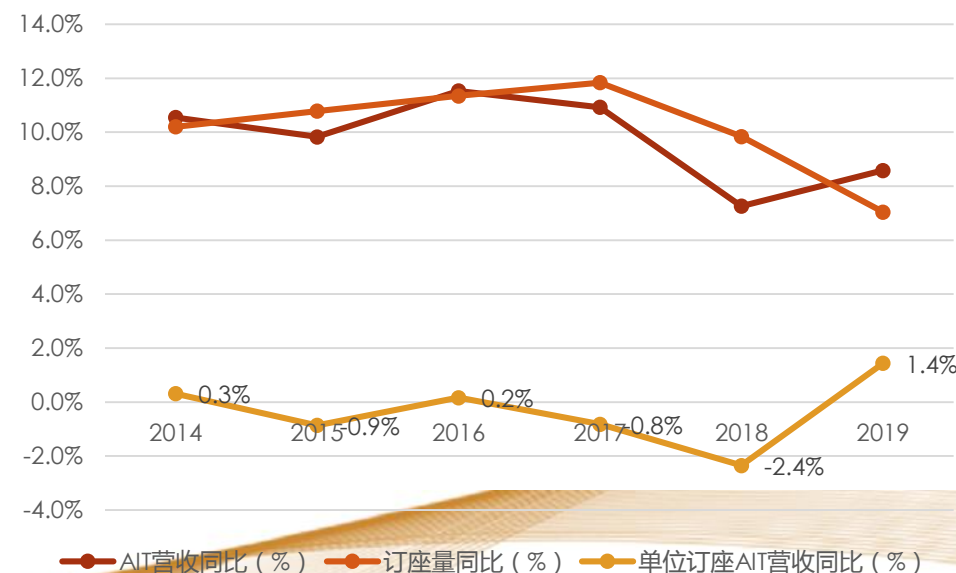
- （1）航空信息技术服务（AIT）由一系列的产品和解决方案组成，为41家中国商营航空公司和370多家外国及地区商营航空公司提供电子旅游分销服务（ETD）（包括航班控制系统服务（ICS）和计算机分销系统服务（CRS）、机场旅客处理系统服务（APP）），以及与上述核心业务相关的延伸信息技术服务。
- 鉴于公司在中国民航信息化领域垄断地位，AIT业务量成长空间取决于中国民航客运量。鉴于AIT边际成本的特点，该项业务遵循边际递减策略。

图表：全球分销系统的运作流程



资料来源：华经情报网，华西证券研究所

图表：2014-2019年AIT营收等同比增速变化趋势（%）

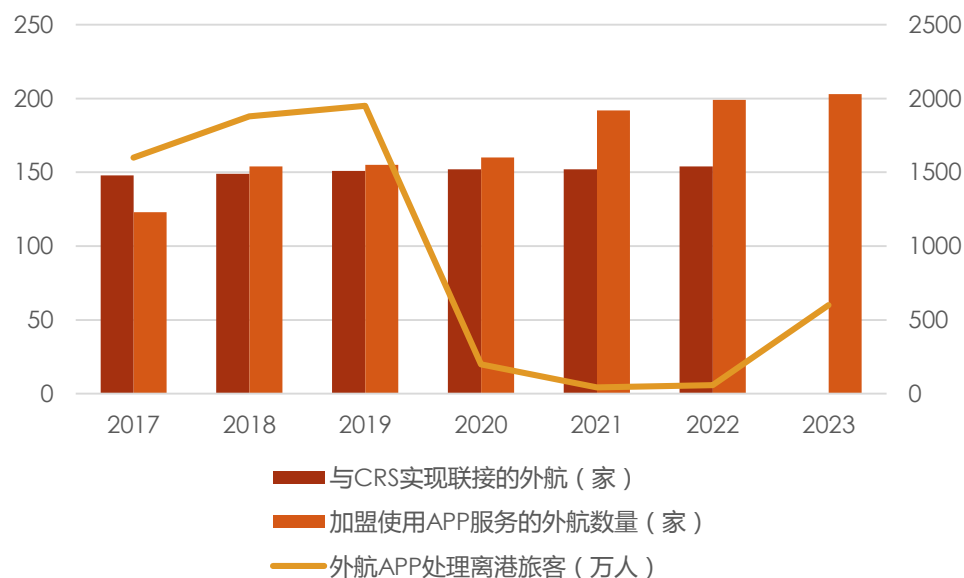


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 第二重延伸：智慧民航应用领域的扩展

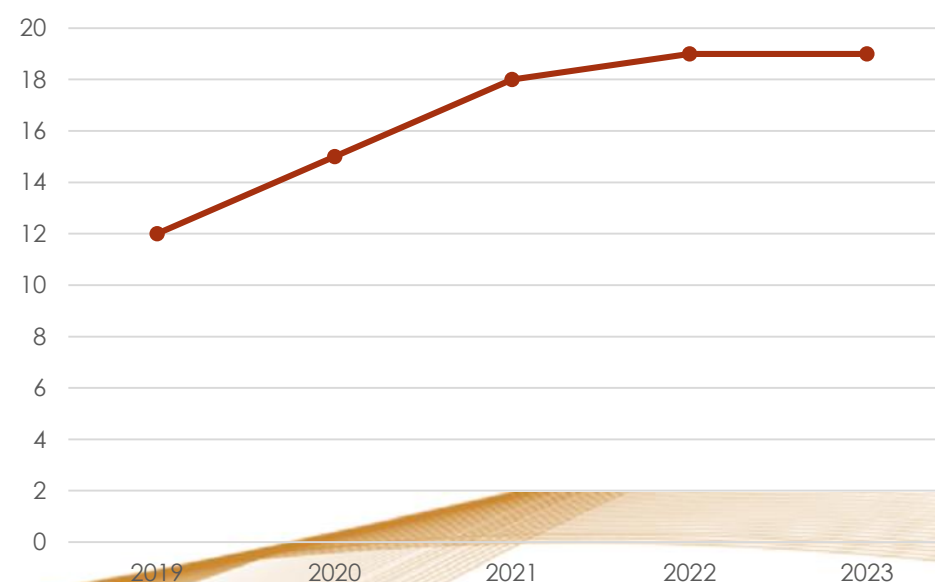
- 公司以电子旅游分销服务（ETD）为基础，持续延伸相关的信息技术服务，比如为商营航空公司提供决策支持的数据服务以及提高地面营运效率的信息管理系统等服务。
- 以2023年为例：①数据盈(ADA)作为数据整合平台解决方案，向航司提供集数据安全接入、数据整合挖掘、应用场景支持于一体的服务，累计投产海南航空、吉祥航空、四川航空等17家航空公司；②智能控舱系统打造国内首个控舱管理过程与生产过程融合的数字化产品，完成首家客户中国联合航空正式投产；③航司全局运营管理系统(ATOMS)实现与昆明航空、江西航空、长安航空的合作，并扩大深圳航空、山东航空投产范围，完成16个重点场站投产实施。

图表：外航司使用CRS、APP的情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：航空公司数字化零售中台解决方案(TRP)累计签约航司数量(家)

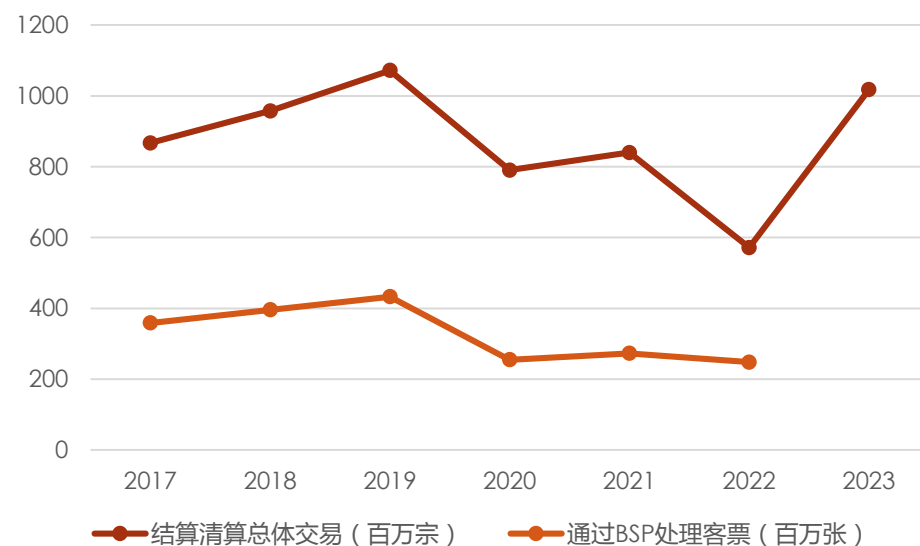


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2 第二重延伸：智慧民航应用领域的扩展

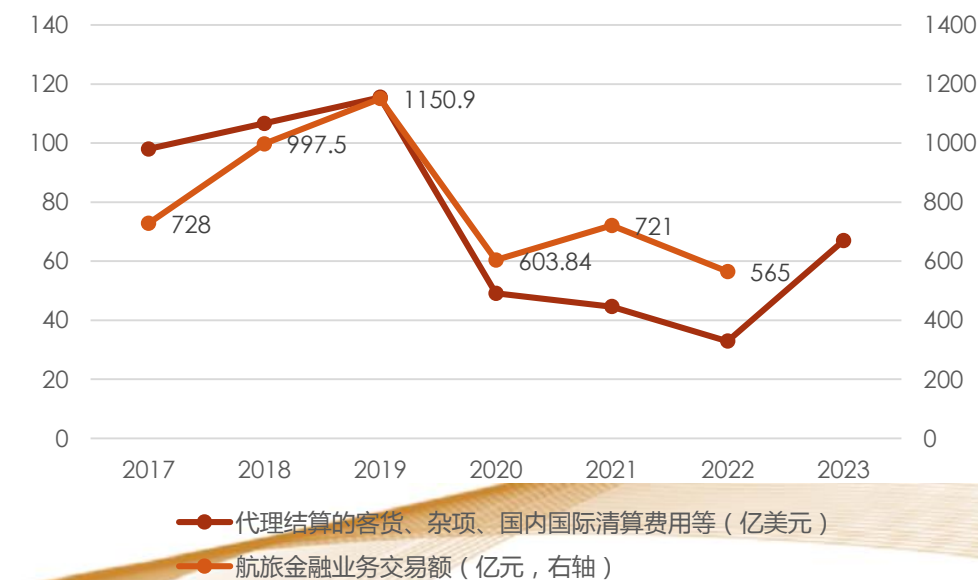
- (2) 结算及清算服务收入主要来源于本集团向商营航空公司、机场、代理人及政府机构等第三方提供的结算及清算服务。2023年公司第三代客运收入管理平台实现南方航空、东方航空、吉祥航空等航司投产上线，支持实时结算和订单结算等新业务处理，进一步巩固了公司核心结算产品的市场地位。
- 在此基础上，2023年公司继续拓展结算及清算服务的应用领域，比如：①加强海外市场拓展，以东南亚市场、澳新市场为重点，提高一带一路沿线国家市场覆盖率，并为新加坡酷航提供结算系统服务，实现海外低成本航空公司客运结算领域零的突破；②差旅账户产品由自营模式向平台化转型，与外部金融机构达成合作，围绕国资央企提供差旅支付服务，在中国差旅支付市场份额持续提升。

图表：2017-2023年结算处理的业务量变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2017-2023年结算交易金额变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所
 注：2023年汇率按照1美元=7.1元计算

3.2 第二重延伸：智慧民航应用领域的扩展

- (3) 系统集成服务收入主要来源于公司向机场、商营航空公司以及其他机构客户提供的硬件集成、软件集成及数据信息集成服务，该项收入增加/下降主要由于达到竣工验收条件的项目数量同比增加/下降所致。
- 我们判断为新建机场项目提供集成服务是公司该项业务的基本盘。根据《“十四五”民用航空发展规划》，预计2025年底民用运输机场数量达到270个，意味着24、25年将有11个民用运输机场投产。预计2025年民用运输机场具备保障1700万架次飞机起降的能力，相较19年增长43.4%，因此“十四五”既包括新机场的建设，还包括现有机场的扩建。

图表：“十四五”时期运输机场重点建设项目

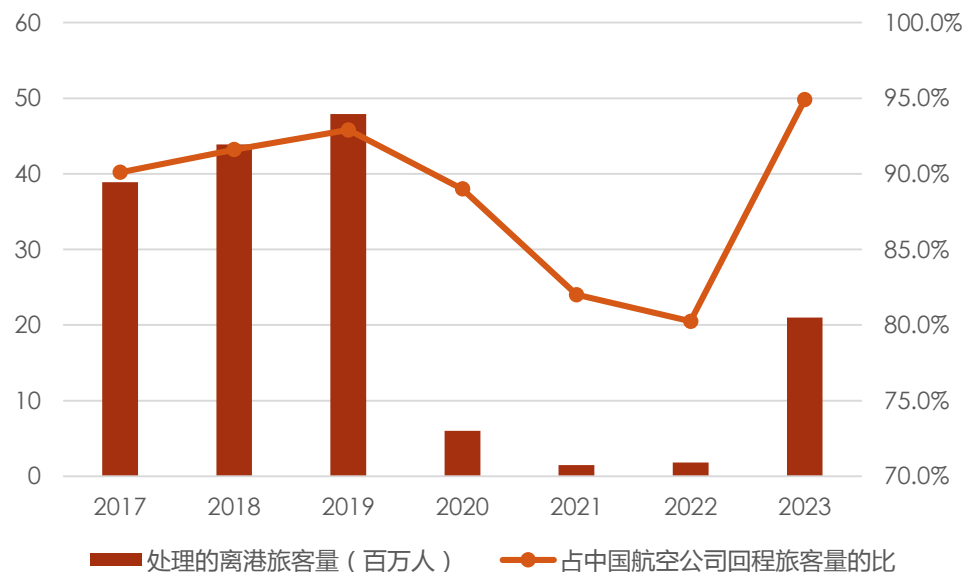
性质		机场名称
续建(34个)	新建(16个)	成都天府、鄂州、邢台、绥芬河、丽水、芜宣、瑞金、菏泽、荆州、郴州、湘西、韶关、阆中、威宁、昭苏、塔什库尔干
	迁建(6个)	呼和浩特、青岛、湛江、连云港、达州、济宁
	改扩建(12个)	杭州、福州、烟台、广州、深圳、珠海、贵阳、丽江、西安、兰州西宁、乌鲁木齐
新开工(39个)	新建(23个)	朔州、嘉兴、亳州、蚌埠、枣庄、安阳、商丘、乐山、德江、盘州、红河、隆子、定日、普兰、府谷、定边、宝鸡、共和、准东(奇台)、和静(巴音布鲁克)、巴里坤、阿拉尔、阿拉善左旗
	迁建(4个)	厦门、延吉、昭通、天水
	改扩建(12个)	天津、太原、哈尔滨、沈阳、上海浦东、南昌、济南、长沙、南宁、重庆、昆明、拉萨
前期工作(67个)	新建(43个)	珠三角枢纽(广州新)、林西、鹤岗等43个
	迁建(15个)	大连、牡丹江、南通、衢州、义乌、龙岩、武夷山、威海、潍坊、恩施、永州、梅县、三亚、攀枝花、普洱
	改扩建(9个)	石家庄、长春、南京、宁波、温州、合肥、郑州、武汉、银川

资料来源：《“十四五”民用航空发展规划》，华西证券研究所

3.2 第二重延伸：智慧民航应用领域的扩展

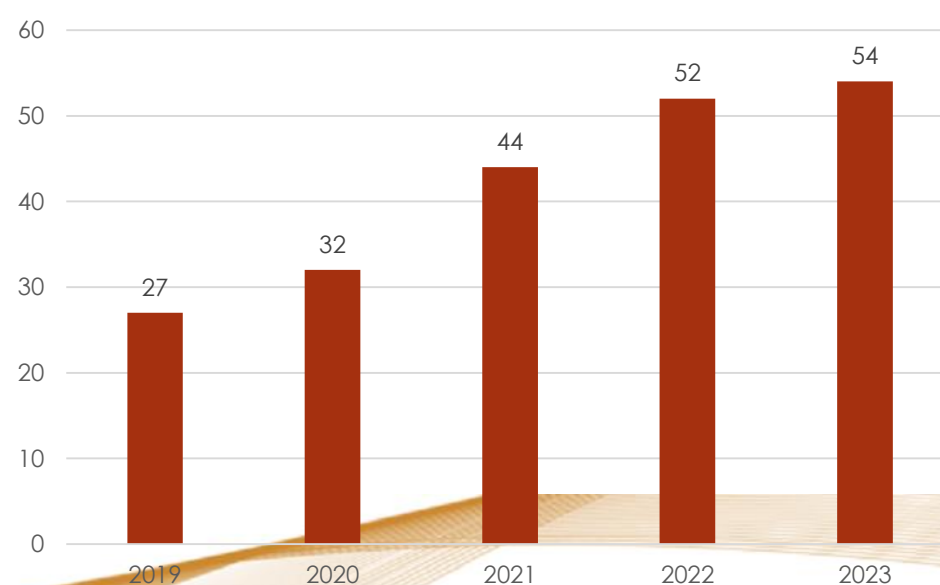
- 这些年公司从提高民航业务处理效率角度出发，针对现有存量机场不断研发应用，比如旅客中转行李直挂、机场行李跟踪系统项目、人脸登机项目、One ID旅客服务平台等。
- 以2023年为例：①航易行机场端完成南京、银川、珠海等机场推广；②人脸登机在全国54家大中小型机场部署；③One ID旅客服务平台新增西安、武汉等7家机场推广，累计在31家机场投产使用；④民航中转旅客服务平台累计在230余家机场投产使用等。

图表：新一代APP离港前端系统在海外及中国港澳台地区应用情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：人脸登机项目在国内布局的机场数量 (个)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3 第三重延伸：未来向非民航领域延展

- 我们认为海量而又复杂的航空大数据处理能力是公司的底盘，未来向非民航领域的延展包括两个方向：①以航空旅游相关业务为纽带，向非民航客户延展。比如公司推动差旅账户产品在中国差旅支付市场份额逐步提升，2021年新签约企业客户326家，2022年新签约79家；②以中央企业、政府部门、金融及互联网企业为重点，拓展公共信息技术服务客户，实现IT系统规划、设计、建设到运维的整体能力输出。

图表：公司拓展公共信息技术服务客户的进展情况

	内容
2017	以数据中心服务为基础，搭建自主可控的云计算服务平台，研发多层次云计算解决方案，为中国招标公共服务平台有限公司、国宝人寿保险股份有限公司提供专有云服务。 为中国银河证券股份有限公司、民政部信息中心、民航局清算中心等客户提供长期数据中心服务。
2019	成功续约中国银河证券股份有限公司、民政部信息中心等长期客户
2020	续约中国银河证券股份有限公司、中国联合网络通信有限公司等长期客户，成功承接工业互联网标识解析国家顶级节点（北京），并为企事业单位提供专有云及混合云服务
2021	签约北京外交人员服务总公司、中福彩科技发展（北京）有限公司、中国医药集团有限公司等多家企事业单位，业务从云计算服务延伸至信息化规划、数字化转型咨询服务。
2022	签约外交部领事司、中福彩科技发展（北京）有限公司、中国医药集团等多家政企事业单位，实现IT系统规划、设计、建设到运维的整体能力输出，产业数字化赋能取得突破。
2023	签约外交部领事司、安徽古井贡酒股份有限公司、国药数字科技（北京）有限公司等多家政企事业单位

资料来源：公司公告，华西证券研究所

盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- 营业收入核心假设一：①24-26年内航司订座量增速为19%、13%、3%，外航司订座量为80%、33%、10%；②24-26年AIT单位订座营收增速为0.5%、0.5%、0.5%；③24-26年结算服务单位订座营收增速为-1%、-1%、-1%；

图表：中国民航信息网络盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中航信订座量（万个）	58624.33	64394.34	68928.17	41190.91	43270.00	24930.59	62007.06	74515.43	84668.57	87471.96
其中：内航司（万个）	56349.33	62079.92	66383.44	41018.95	43098.73	24619.72	60947.21	72606.89	82123.84	84672.75
其中：外航司（万个）	2275.00	2314.42	2544.73	171.96	171.27	310.87	1059.85	1908.55	2544.73	2799.20
中航信订座量同比（%）		9.84%	7.04%	-40.24%	5.05%	-42.38%	148.72%	20.17%	13.63%	3.31%
其中：内航司同比（%）		10.17%	6.93%	-38.21%	5.07%	-42.88%	147.55%	19%	13%	3%
其中：外航司同比（%）		1.73%	9.95%	-93.24%	-0.40%	81.51%	240.93%	80%	33%	10%
航空信息技术服务AIT（万元）	387852.00	416014.00	451720.00	249551.00	212747.00	154665.00	385079.50	465073.44	531084.47	551412.07
单位订座营收（元）	6.62	6.46	6.55	6.06	4.92	6.20	6.21	6.24	6.27	6.30
同比（%）		-2.35%	1.44%	-7.55%	-18.84%	26.18%	0.10%	0.50%	0.50%	0.50%
结算及清算服务（万元）	55519.00	57934.00	59698.00	35960.00	31749.00	29418.00	44732.40	53218.48	59865.09	61228.76
单位订座营收（元）	0.95	0.90	0.87	0.87	0.73	1.18	0.72	0.71	0.71	0.70
同比（%）		-5.00%	-3.73%	0.80%	-15.95%	60.82%	-38.86%	-1%	-1%	-1%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.1 盈利预测

- 营业收入核心假设二：①24-26年系统集成服务收入增速为20%、15%、10%；②24-26年数据网络及其他收入增速为16%、13%、8%；
- 营业成本核心假设：假设24-26年毛利率为58%、60%、60%。

图表：中国民航信息网络盈利预测核心假设

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空信息技术服务AIT (万元)	249551.00	212747.00	154665.00	385079.50	465073.44	531084.47	551412.07
结算及清算服务 (万元)	35960.00	31749.00	29418.00	44732.40	53218.48	59865.09	61228.76
系统集成服务 (万元)	117800.00	137312.00	169776.00	99430.40	119316.48	137213.95	150935.35
同比 (%)		16.56%	23.64%	-41.43%	20.00%	15.00%	10.00%
数据网络及其他 (万元)	145246.00	165810.00	167153.00	169142.30	196581.13	221616.06	239608.43
同比 (%)		14.16%	0.81%	1.19%	16%	13%	8%
营业收入合计 (万元)	548557.00	547618.00	521012.00	698384.60	834189.53	949779.57	1003184.61
毛利率 (%)	43.74%	39.51%	40.69%	52.51%	58.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2 投资建议

- 我们预计中国民航信息网络2024-2026年营收为8341.90百万元、9497.80百万元和10031.85百万元，归母净利润分别为2347.82百万元、3037.90百万元、3342.33百万元（EPS分别为0.80元、1.04元和1.14元），对应2024年4月24日收盘价10.04港元（汇率按照1港元=0.92元计算）PE分别为11.51倍、8.9倍和8.09倍。
- 我们认为，长期看航空出行还在成长期的上半场，这将为公司提供持续增长的业务空间。从短期看，24Q1航空客运量相较19Q1增长10.3%，恢复增长的航空客运量将推动公司业绩恢复增长。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表：海外同行的历史PE倍数

公司	代码	2017A PE	2018A PE	2019A PE	均值
Amadeus	AMS.SM	26.3	26.1	28.3	26.9
Sabre	SABR.US	19.9	15.9	34.5	23.5

资料来源：彭博，华西证券研究所

注：由于疫情对出行需求的巨大影响，因此海外同行选取疫情前的PE倍数

风险提示

5 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，将有可能导致航空客运量不及预期。
- **机票价格大幅上涨。**我们在2023年4月25日外发的深度报告《南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇》提到，2019-2025年民航飞机累计增长18%、民航需求累计增幅为38%。如果机票价格出现大幅上涨（比如同比增长30%以上），届时很有可能会抑制需求。尽管航空公司在这个组合下依旧可以实现业绩的大幅增长，但客流量不及预期会导致枢纽机场短期业绩不及预期。
- **人力成本上涨超预期。**但我们认为鉴于公司大股东是央企，职工薪酬的调整需要上级单位的批准，因此人力成本大幅超预期上涨的概率极低。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6983.85	8341.90	9497.80	10031.85	净利润	1398.95	2347.82	3037.90	3342.33
YoY (%)	34.04%	19.45%	13.86%	5.62%	折旧和摊销	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	3316.52	3503.60	3799.12	4012.74	营运资金变动	0.00	530.85	1547.18	396.65
营业税金及附加					经营活动现金流	137.43	2740.93	4454.81	3611.72
销售费用	129.15	133.47	142.47	145.46	资本开支	-527.90	200.00	200.00	200.00
管理费用	1061.99	1167.87	1234.71	1284.08	投资	-383.70	-1000.00	-1000.00	-1000.00
财务费用	-143.54	-186.46	-251.30	-367.97	投资活动现金流	-796.24	-557.81	-543.94	-537.53
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	25.35	15.72	15.72	15.72	债务募资	751.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	1226.01	2202.26	2896.83	3114.89	筹资活动现金流	449.45	-31.84	-31.84	-31.84
营业外收支					现金净流量	-199.32	2161.33	3889.09	3052.41
利润总额	1612.14	2630.91	3404.19	3745.33	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	164.26	210.47	272.34	299.63	成长能力 (%)				
净利润	1447.88	2420.44	3131.85	3445.70	营业收入增长率	34.04%	19.45%	13.86%	5.62%
归属于母公司净利润	1398.95	2347.82	3037.90	3342.33	净利润增长率	123.30%	67.83%	29.39%	10.02%
YoY (%)	123.30%	67.83%	29.39%	10.02%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.48	0.80	1.04	1.14	毛利率	52.51%	58.00%	60.00%	60.00%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	20.03%	28.14%	31.99%	33.32%
货币资金	7276.53	9437.86	13326.95	16379.36	总资产收益率ROA	5.09%	7.77%	8.79%	9.21%
预付款项					净资产收益率ROE	6.83%	10.28%	11.74%	11.43%
存货	85.94	77.86	84.42	89.17	偿债能力 (%)				
其他流动资产	231.12	250.26	284.93	300.96	流动比率	2.93	3.25	3.33	4.63
流动资产合计	18126.21	21041.09	25583.42	27504.67	速动比率	2.88	3.20	3.28	4.56
长期股权投资	1572.26	1572.26	1572.26	1572.26	现金比率	1.17	1.46	1.74	2.76
固定资产	3213.73	3013.73	2813.73	2613.73	资产负债率	23.57%	22.39%	23.05%	17.18%
无形资产	1230.43	1230.43	1230.43	1230.43	经营效率 (%)				
非流动资产合计	9373.92	9173.92	8973.92	8773.92	总资产周转率	0.26	0.29	0.29	0.28
资产合计	27500.13	30215.01	34557.35	36278.60	每股指标 (元)				
短期借款	861.01	861.01	861.01	861.01	每股收益	0.48	0.80	1.04	1.14
应付账款及票据	2245.56	1946.44	2638.28	668.79	每股净资产	7.00	7.80	8.84	9.99
其他流动负债	2777.99	3336.76	3799.12	4012.74	每股经营现金流	0.05	0.94	1.52	1.23
流动负债合计	6193.49	6477.89	7678.32	5943.82	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
长期借款	200.21	200.21	200.21	200.21	估值分析				
其他长期负债	87.83	87.83	87.83	87.83	PE	25.88	11.51	8.90	8.09
非流动负债合计	288.04	288.04	288.04	288.04	PB	1.78	1.18	1.04	0.92
负债合计	6481.54	6765.93	7966.36	6231.86					
股本	2926.21	2926.21	2926.21	2926.21					
少数股东权益	547.46	620.08	714.03	817.40					
股东权益合计	21018.59	23449.08	26590.99	30046.74					
负债和股东权益合计	27500.13	30215.01	34557.35	36278.60					

分析师与研究助理简介

- **游道柱：**华西证券研究所交运行业首席分析师。12年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、4年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。