

中国民航信息网络 (00696)

民航信息化主力军，行业景气上行迎业绩拐点

投资要点：

公司深度绑定航空业，疫情外溢效应致公司 2023 年成本承压、收入失衡，2024 年以来旅客量超 2019 年同期水平，带动公司收入潜力释放，叠加业绩压制因素消除，盈利上行态势明朗，公司核心价值不变、估值有望修复。

► 全球 GDS 行业区域龙头垄断，公司国内份额达 95%。

全球分销系统 (GDS) 是应用于航旅业的信息中枢系统，是航空业关键信息系统，集成航空公司、代理人、机场三大核心网络，业务范围可触达航空信息服务全产业链。由于投入大、技术门槛高、聚合效应显著，区域龙头垄断全球 GDS 市场，前三大 GDS 合计份额超过 80%。公司是全球第三大 GDS、国内市场份额 95%，与国内民航业发展共生共荣，并积极开拓海外市场。

► 核心主业高壁垒，全产业链布局形成生态闭环。

公司竞争优势突出：(1) ICS 系统集成国内绝大部分航司、DCS 系统覆盖全国全部 257 家机场、CRS 系统连接全球所有 GDSs 及 142 家国外和地区航司，掌握业务主动权；(2) 公司是国内唯一 GDS 供应商，肩负民航信息化建设重任，享有高政策壁垒、技术和产业积淀深厚，龙头地位稳固；(3) 依托主业优势延伸业务链条，已实现全产业链布局、商业变现潜力大。

► 公司长期受益于航空渗透率提升、产业数字化升级。

公司核心业务是围绕 GDS 开展 AIT 服务，并衍生了结算及清算业务 (公司全球 BSP 份额达 60%) 和数据网络服务；核心业务主要关联航空 C 端流量，短期受益于疫后稳健复苏、长期受益于航空渗透率提升。同时，公司布局了以机场基建为驱动的系统集成业务以及其他多元业务；主要关联产业内 B 端需求，受益于产业数字化升级、公司盈利上限有望提升。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年：营收分别为 87.75/93.78/103.37 亿元，分别同增 25.65%/6.87%/10.23%；归母净利润分别为 19.04/23.50/26.03 亿元，分别同增 36.08%/23.46%/10.73%，EPS 分别为 0.65/0.80/0.89 元/股，2024-2026 年复合增长率为 16.92%。国内可比公司 2024 年平均 PE30 倍，海外可比公司 2024 年估值 PE21 倍，公司是民航信息化主力，受益于航空业恢复和持续增长，我们给予公司 2024 年 23 倍 PE，按 2024 年 4 月 30 日 1 港币兑人民币 0.9251 元计，则公司对应目标价 14.95 元人民币/16.16 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：航空业恢复不及预期；系统集成业务项目落地不及预期；人力成本上涨超市场预期；应收账款客户违约风险。

行业：	计算机/软件开发
投资评级：	买入 (首次)
当前价格：	10.44 港元
目标价格：	16.16 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,926.21/932.56
流通市值(百万港元)	9,735.95
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	26.18
一年内最高/最低(港元)	15.82/7.35

股价相对走势



作者

分析师：田照丰
执业证书编号：S0590522120001
邮箱：tianzhf@glsc.com.cn
分析师：陈安宇
执业证书编号：S0590523080004
邮箱：chenay@glsc.com.cn

联系人：曾智星
邮箱：zengzhx@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5210.11	6983.85	8775.08	9378.29	10337.37
增长率 (%)	-4.86%	34.04%	25.65%	6.87%	10.23%
EBITDA (百万元)	1598.45	2469.23	3195.95	3770.30	4108.55
归母净利润 (百万元)	626.50	1398.95	1903.67	2350.21	2602.50
增长率 (%)	13.64%	123.30%	36.08%	23.46%	10.73%
EPS (元/股)	0.21	0.48	0.65	0.80	0.89
市盈率 (P/E)	44.26	19.82	14.57	11.80	10.66
市净率 (P/B)	1.44	1.35	1.24	1.12	1.01
EV/EBITDA	11.31	7.72	5.56	4.01	2.98

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是国内唯一 GDS 供应商，市场份额高达 95%，行业领导者优势叠加高政策壁垒构成坚固的护城河；2024 年以来，航空出行量已超过 2019 年同期水平，带动公司核心主业快速回升；公司围绕航空信息技术服务产业链多元化布局、数据和技术变现潜力大。随着 2023 年业绩压制因素逐步消除，公司有望迎来估值修复。

不同于市场的观点

市场认为：公司 2023 年下半年成本增加导致利润增速放缓，未来利润兑现度降低。我们认为：公司成本呈季节性变动，参考疫情前情况、下半年成本通常显著高于上半年；公司与航空产业链深度绑定，下游回款、成本等受疫情外溢影响承压，收入端潜力尚未完全释放，盈利能力将随着行业复苏持续改善、核心价值不变。

核心假设

公司业务与航空业关联度强，我们假设：(1) 航空信息技术服务结构和总量双修复，2024-2026 年收入分别为 48.72/53.59/58.95 亿元，同比增速分别为 26.51%/10.00%/10.00%；(2) 交易结算量同步增长，结算及清算业务 2024-2026 年收入分别为 5.01/5.60/6.27 亿元，同比增速分别为 11.94%/11.94%/11.94%。(3) 2023 年系统集成验收推迟有望在 2024 年集中确认收入，2024-2026 年收入分别为 16.82/17.21/19.79 亿元，增速分别为 69.21%/2.29%/15.00%；

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年：营收分别为 87.75/93.78/103.37 亿元，分别同增 25.65%/6.87%/10.23%；归母净利润分别为 19.04/23.50/26.03 亿元，分别同增 36.08%/23.46%/10.73%，EPS 分别为 0.65/0.80/0.89 元/股，2024-2026 年复合增长率为 16.92%。国内可比公司 2024 年平均 PE30 倍，海外可比公司 2024 年估值 PE21 倍，公司是民航信息化主力，受益于航空业恢复和持续增长，我们给予公司 2024 年 23 倍 PE，按 2024 年 4 月 30 日 1 港币兑人民币 0.9251 元计，则公司对应目标价 14.95 元人民币/16.16 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

短期看：航空旅客结构与总量双修复带动公司核心业务营收能力回升及系统集成项目收入转化释放收入潜力；长期看：公司发展直接受益于民航业渗透率提升与机场基建推进，并通过发挥自身技术与资源禀赋，实现多元化业务价值变现。

正文目录

1.	中国航信：全产业链布局，民航信息化主力军	5
1.1	发展历史：民航信息服务先驱，深耕行业四十余年	5
1.2	股权结构：国资委控股，深度绑定航空公司	6
1.3	业务总览：C端需求夯实主业，B端业务多向扩张	7
1.4	财务分析：疫情外溢效应影响成本，营收净利逐步恢复	9
2.	核心业务：GDS龙头，与高速发展的民航业共振	14
2.1	GDS行业：全球航旅业信息中枢	14
2.2	竞争优势：多因素筑就高城深堑	16
2.3	AIT业务：航空旅客总量&结构双修复	19
2.4	结算业务：主业优势赋能产业链延伸	21
2.5	数据网络：CRS系统畅通全球分销网	22
3.	多元业务：系统集成储备充足，其他业务增量可期	23
3.1	系统集成：受益于机场扩容与数字化升级	23
3.2	其他业务：产品条线丰富，先行布局低空经济	26
4.	盈利预测、估值与投资建议	27
4.1	盈利预测假设与业务拆分	27
4.2	可比公司估值与投资建议	29
5.	风险提示	30

图表目录

图表 1:	公司覆盖航旅信息技术服务全产业链	5
图表 2:	公司发展大事记	6
图表 3:	公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）	7
图表 4:	公司三次股权激励计划情况	7
图表 5:	公司主营业务与服务对象	8
图表 6:	公司主要业务介绍	8
图表 7:	营业收入（亿元）&yoy（%）	9
图表 8:	归属于母公司净利润（亿元）&yoy（%）	9
图表 9:	公司营业收入结构（亿元）	10
图表 10:	经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10
图表 11:	现金及现金等价物期末余额（亿元）	10
图表 12:	资产负债率（%）	11
图表 13:	应收账款合计（亿元）&yoy（%）	11
图表 14:	销售毛利率（%）&销售净利率（%）	11
图表 15:	期间费用率（%）	11
图表 16:	员工年薪情况（元/年）	12
图表 17:	员工数量、整体人工成本（右轴）	12
图表 18:	公司营业总成本（百万元）	12
图表 19:	2023 年与 2022 年下半年成本（百万元）对比	13
图表 20:	2023 年下半年成本变动额度（百万元）	13
图表 21:	2019 年与 2018 年下半年成本（百万元）对比	13
图表 22:	2019 年下半年成本变动额度（百万元）	13
图表 23:	公司坏账计提变动	14
图表 24:	公司信用减值损失变动	14
图表 25:	GDS 行业发展历史	14
图表 26:	GDS 三大子系统及功能	15

图表 27:	全球主要 GDS 服务商	15
图表 28:	区域龙头垄断全球 GDS 份额 (2021 年)	15
图表 29:	全球四大 GDS 公司对比	16
图表 30:	“提直降代”前后三大航机票代理手续费 (亿)	17
图表 31:	“提直降代”前后公司与三大航业务额 (亿)	17
图表 32:	监管政策对境外 GDS 进入中国市场放开有限	18
图表 33:	三大 GDS 客单价对比 (单位: 元)	18
图表 34:	公司 AIT 业务高度关联民航旅客量	19
图表 35:	疫情前公司 AIT 收入高速增长	19
图表 36:	公司 GDS 收费规则 (对国内航司部分)	19
图表 37:	公司 AIT 业务客单价 (元)	20
图表 38:	国际旅客 (万人次) & 公司国际业务处理量 (万)	20
图表 39:	内地航司国际和地区旅客量逐步恢复 (万人次)	20
图表 40:	民航旅客量已超过 2019 年同期水平	21
图表 41:	国内航空业三种结算模式	21
图表 42:	公司结算及清算服务收入情况	22
图表 43:	公司结算及清算服务运营情况	22
图表 44:	公司数据网络收入 & yoy	23
图表 45:	公司 2023 年部分机场建设项目	23
图表 46:	公司系统集成服务收入情况	24
图表 47:	公司系统集成项目情况	24
图表 48:	公司合同负债 (系统集成合同) 情况	24
图表 49:	民航基建投资额、运输机场数量 (右)	25
图表 50:	“十四五”时期机场重点建设项目规划	25
图表 51:	智慧民航整体框架	26
图表 52:	公司其他业务收入变动及占比	26
图表 53:	公司其他业务收入分类 (亿元)	26
图表 54:	中国航信“通用航空信息化解决方案”	27
图表 55:	盈利预测	28
图表 56:	可比公司估值	29
图表 57:	海外可比公司估值	29

1. 中国航信：全产业链布局，民航信息化主力军

1.1 发展历史：民航信息服务先驱，深耕行业四十余年

中国民航信息网络股份有限公司（下文简称“中国航信”或公司）于2000年由
中国民航计算机信息中心联合当时国内所有航空公司发起成立，业务领域覆盖航空
公司、机票分销、机场服务、结算清算、航空物流以及信息服务等，为民航出行提供
全流程信息化解决方案。作为国内唯一 GDS（航空旅游分销系统供应商），公司搭建
的民航业关键信息系统，被誉为“中国民航健康运行的中枢神经”，被列入国务院监
管的八大重点系统，对中国民航乃至国家信息安全具有战略性和基础性作用。

图表1：公司覆盖航旅信息技术服务全产业链



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司前身为1984年成立的中国民航计算机总站，隶属于民航总局；1996年，在
经历中国民航业政企分工改革后，更名为中国民航计算机信息中心，作为国企单位
独立运营；2000年中国民航计算机信息中心联合当时所有国内航空公司发起成立中
国民航信息网络股份有限公司，并于2001年2月在港交所挂牌。经过40多年积累，
公司已发展成为全球第三大GDS，拥有全球最大的BSP数据处理中心。

图表2：公司发展大事记

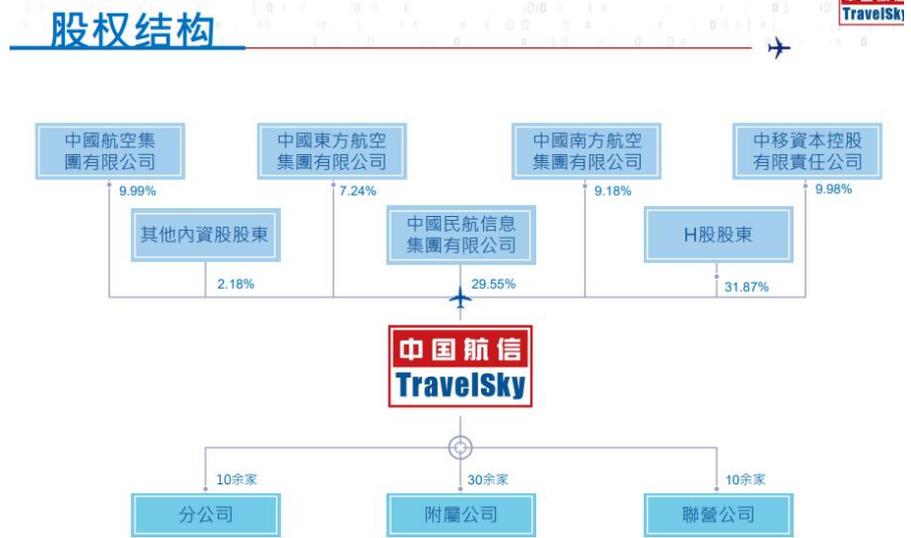
年份	重要事件
1979	中国民航组成机构，对建立民航计算机旅客服务系统（国家「七五」电子振兴计划重点项目）等有关问题进行调研。
1984	民航计算机总站成立，隶属民航总局（现称中国民用航空局（「民航局」））。
1985	建立航班控制系统（ICS）和民航商务数据网络。
1987	经民航局研究决定，成立中国民用航空计算机中心。
1991	中国航空结算中心（本公司全资附属公司结算公司前身）成立，3年后推出中国航空收入结算系统。
1996	中国民用航空计算机中心更名为中国民航计算机信息中心（本公司最大股东中国民航信息集团有限公司前身），由事业单位改制为企业。
2000	公司由中国民航计算机信息中心联合国内所有商营航空公司发起成立。
2001	电子旅游分销（ETD）系统服务计划主体工程通过国家验收；公司之 H 股在联交所主板成功上市。
2003	完成吞吐量居前 100 位的国内机场的机场旅客处理系统（APP）建设工程。
2004	ETD 系统处理量突破 1 亿人次。
2007	为了给北京奥运会提供民航旅客信息保障服务，扩充主机和开放平台资源，建设主机、开放备份系统，完善新一代机场旅客处理前端系统（NewAPP）备份体系。
2008	推动中国民航在全球率先实现了机票 100% 电子化；收购结算公司全部注册资本及物业。
2009	结算公司成为全球最大的开账与结算计划数据处理中心。
2011	ETD 系统处理量突破 3 亿人次；自主研发面向移动互联网的「航旅纵横」手机应用。
2015	H 股先后被纳入 MSCI 新兴市场指数、恒生综合大中型股指数、沪港通及深港通名单。
2017	新一代民航旅客服务信息系统开发完成，并逐步启用北京顺义新数据中心。
2019	基于新分销能力（NDC）建设的「聚合」平台获得国际航协目前最高标准 NDC level 4 认证；ETD 系统处理量连续 3 年位居全球第三，接近 7 亿人次。
2020	本公司原全资附属公司中国航信移动科技有限公司（现为联营公司，以「航旅纵横」手机应用为主要产品提供服务）完成混改和员工持股；民航局认定本公司自主研发的「航易行」平台为中国民航行李全流程跟踪系统公共信息平台。
2022	圆满完成北京冬奥会冬残奥会、党的二十大、服贸会等重大活动期间民航旅客信息系统保障任务。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 股权结构：国资委控股，深度绑定航空公司

公司股东背景雄厚，最大股东是中国民航信息集团，是国资委实际控制的大型国有高科技企业，持股 29.55%；公司通过股权关系深度绑定国内大型航空公司，“三大航”集团合计持公司股份比例 26.41%；中移资本控股有限公司持股 9.98%，其他内资股东持股 2.18%；其余 31.87% 股份由 H 股股东持有。

图表3：公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）



注：1) 截至2023年12月31日，公司已发行的总股份数2,926,209,589股普通股，其中内资股1,993,647,589股，H股932,562,000股。2) 上图所示的中国航空集团有限公司、中国南方航空集团有限公司及中国东方航空集团有限公司的持股量为该等股东及其各自附属公司的总持股量。

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司于 2011 年、2020 年、2024 分别公告拟实行三期股权激励计划：(1) 2011 年，向 56 名激励对象授予了 1400.4 万份股票增值权；(2) 2020 年，原计划向 502 名激励对象授予 3595.9 万份股票增值权，因受疫情影响、业绩未达标，该计划已失效；(3) 2024 年，计划向 567 名激励对象授予 5547 万份，但由于未获国资委批准、股东大会尚未表决。预计公司未来将继续推动实施第三期股权激励计划。

图表4：公司三次股权激励计划情况

股权激励计划	时间线与进展
第一期	<ul style="list-style-type: none"> 2011 年 8 月 29 日，公司向 56 名激励对象授予 1400.4 万份股票增值权，包括 3 名执行董事、10 名高管及 43 名骨干员工。上述股票增值权已于 2016 年度或以前悉数行使、失效或支付。
第二期	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年 1 月 16 日，公司计划向 502 名激励对象（包括 3 名高管），授予总数为 3595.9 万份股票增值权。 2021 中期报告披露，公司已向 484 名激励对象授予共计 3458.3 万份股票增值权。由于疫情影响，公司于 2021 年 12 月 2 日决定终止该股票增值权计划并废止 12 月 2 日之前授出但尚未行使的股票增值权。 2023 年报披露，截至 2021 年 12 月 31 日，首批三分之一的股票增值权因业绩未达标（约 1152.8 万份）直接失效，剩余已授出未行权的股票增值权数量为 2305.5 万份，截至 2023 年 12 月 31 日，上述未行权的股票增值权已失效，期末将往期已计提的负债予以冲回。
第三期	<ul style="list-style-type: none"> 2024 年 1 月 4 日，公司建议向 567 名激励对象授予总数约 5546.5 万份股票增值权， 由于国资委未在 1 月 25 日临时股东大会召开前就股权激励计划授出批准，股东大会未表决。

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

1.3 业务总览：C 端需求夯实主业，B 端业务多向扩张

业务条线丰富，涵盖航空信息技术服务全产业链。(1) 核心业务：包括航空信息技术服务 (AIT) 以及由此衍生的结算及清算服务、数据网络服务，核心业务主要受

航空行业需求因素驱动，关联旅客出行量、销售渠道流量、BSP 交易量等指标，直接或间接挂钩 C 端需求。(2) 多元业务：包括系统集成服务（主要受机场改扩建需求驱动）、技术服务（AIT 以外的多样化技术服务）、航空物流服务、机房租赁、支付业务等较丰富的业务条线，主要与 B 端需求相关，并在低空经济、数据要素等新兴领域有先发优势。

图表5：公司主营业务与服务对象



资料来源：中国民航网，国联证券研究所

图表6：公司主要业务介绍

分类	业务介绍	主要客户	收入驱动
航空信息技术服务	电子航班库存控制系统 (ICS)	航司	旅客量
	计算机预订系统 (CRS)	航司	旅客量
	ETD 机场旅客处理系统服务 (APP)	航司、机场	旅客量
结算与清算	用于管理和协调机场内旅客流程的一系列软件与硬件系统，提供包括旅客值机、配载平衡、离港航班数据控制等功能。	航司、机场、政府机构、IATA 等	BSP 客票量、交易规模
系统集成服务	为机场、航司以及其他机构客户提供软件、硬件集成以及数据信息服务 (信息系统建设与设备安装)。	机场、航司等	机场改扩建
数据网络	为分销代理商提供旅游产品分销及销售分析管理服务。以机票销售为核心，全过程包括询价、预定、出票、退改签、行程服务。	票代、旅行社	机票分销量、技术服务费
其他业务	其他技术服务	航司、机场等	业务量、项目数量
	航空货运物流服务	航司、货代、机场货站等	航空货运单量
	支付业务	航司、机场、票代、企业等	支付服务量

通业的行业应用产品线。

资料来源：公司公告、公司官网等，国联证券研究所整理

1.4 财务分析：疫情外溢效应影响成本，营收净利逐步恢复

1.4.1 营收净利改善，AIT 稳增带动业绩修复

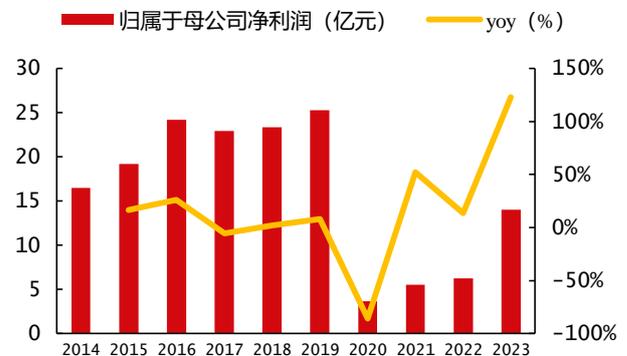
公司营收与净利呈现恢复态势，民航量增确定性强。2023 年公司营业收入与归母净利润呈现恢复态势，营业收入达 69.84 亿元，同比+34.04%，为 2019 年的 85.99%；归母净利润达 13.99 亿元，同比+123.10%，为 2019 年的 55.38%。国内外航运旅客量因受疫情影响出现减少，从而导致了公司营收净利出现波动，现阶段旅客订座量逐步恢复，公司营收与净利出现改善。

图表7：营业收入（亿元）&yoy（%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

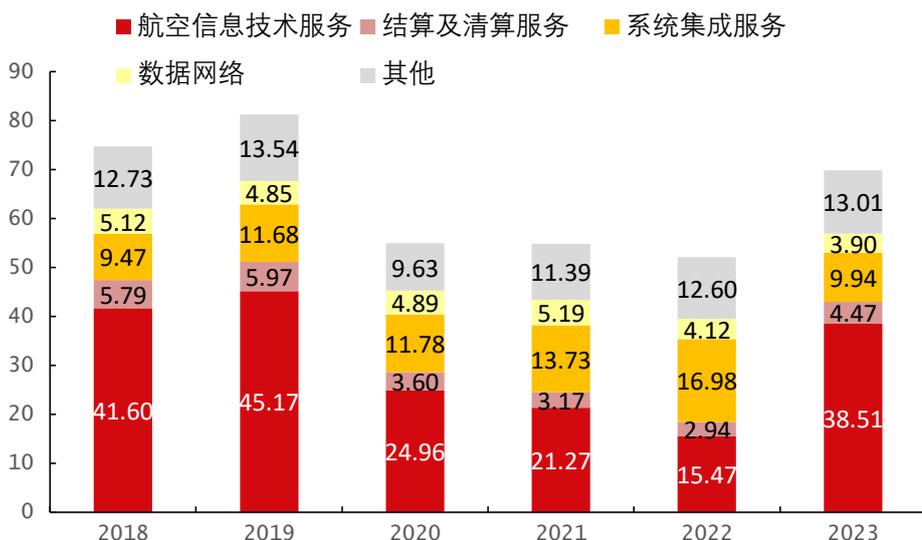
图表8：归属于母公司净利润（亿元）&yoy（%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

全产业链布局，竞争优势明显，核心航空信息技术服务快速恢复。公司营业收入主要分为五类：航空信息技术服务（AIT）、结算及清算服务、系统集成服务、数据网络服务、其他业务收入，营业收入分别为 38.51/4.47/9.94/3.90/13.01 亿元，占比分别为 55.14%/6.41%/14.24%/5.58%/18.63%。其中航空信息技术服务（AIT）与结算及清算服务呈现快速恢复态势，同比增速分别为 148.98%/52.06%，其他业务收入维持稳定，系统集成服务与数据网络业务出现下降。

图表9：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司现金储备充足，资金流动性良好。公司现金储备充足，现金流表现优秀。此前尽管受疫情影响，公司仍可保持现金流正向流入。截至2023年12月，公司现金及现金等价物期末余额为72.77亿元，现金储备充足，财务状况良好。

图表10：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：现金及现金等价物期末余额（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司资本结构良好，应收账款额度增速加快。公司资产负债率长期维持20%左右，资本结构良好。公司应收账款额度较高，2023年应收账款达69.77亿元，同比+22.02%，同比增速加快，其中前五大关联方应收账款额度总额为29.08亿元，对应坏账计提为2.76亿元。

图表12: 资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 应收账款合计 (亿元) &yoy (%)

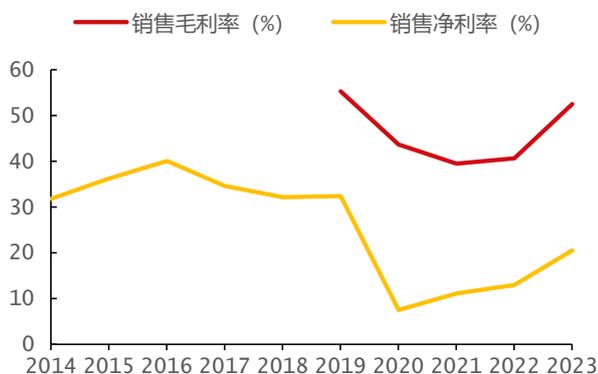


资料来源: Wind, 国联证券研究所

盈利能力持续恢复, 研发投入维持稳定。公司 2019-2023 年毛利率分别为 55.36%/43.74%/39.51%/40.69%/52.51%, 受益于核心业务的恢复, 公司毛利率已恢复至接近 2019 年的水平。2023 年公司净利率为 20.52%, 在疫情前阶段, 公司净利率维持在 30%以上, 较疫情前净利水平仍有差距, 未来随着业务量的逐步提升及成本端的改善, 公司净利水平有望恢复疫情前水平。

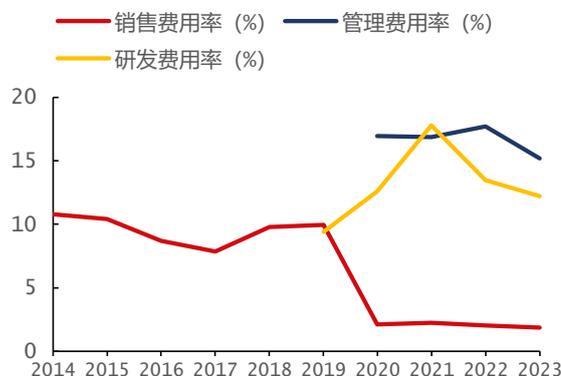
期间费用率上, 管理费用率较为稳定, 2020 年-2023 年, 管理费用率从 16.95% 下降至 15.21%; 销售费用率持续下降, 2019 年-2023 年销售费用率从 9.95% 下降至 1.85%; 研发费用率提升, 2019 年-2023 年研发费用率从 9.43% 提升至 12%, 2023 年公司大力投入研发, 提升产品竞争力。

图表14: 销售毛利率 (%) &销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.4.2 公司成本呈现季节性变动

公司成本分类众多, 人工成本增加带动总成本增长。公司在财务报表中, 将总营业成本分为人工成本、折旧与摊销、软硬件销售成本、技术支持及维护费、佣金及推广费用、网络使用费、营业税金及附加、营业税金及附加、其他营业成本。

我们分析了人工成本的情况，公司 2023 年人工成本较 2022 年人工成本增长 14.4%，员工人数 2023 年较 2022 年增加了 50 人，同比+0.76%；员工人均薪酬 2023 年为 311737.16 元/人，较 2022 年人均薪酬增加了 13.51%。人均薪酬与员工人数的增加带动了人工成本的增加，从而带动了总营业成本的增加。

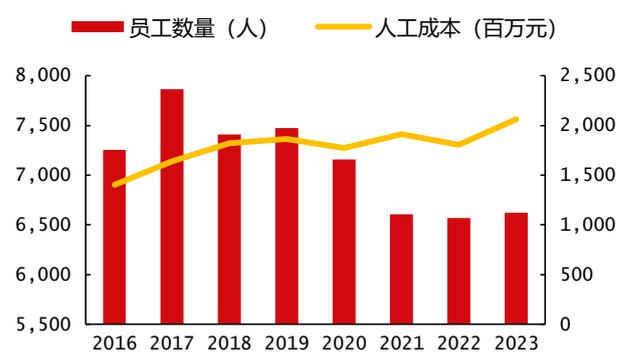
在总营业成本中，佣金及推广费用与其他营业成本 2023 年成本同比增长较高。2023 年，佣金及推广费用为 7.29 亿元，同比+212.6%，由于旅客量同比大幅增长所致；其他营业成本为 4.29 亿元，同比+36.6%，主要是由于疫情后公司日常运营费用同比增加所致。

图表16: 员工年薪情况 (元/年)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17: 员工数量、整体人工成本 (右轴)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表18: 公司营业总成本 (百万元)

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
折旧与摊销	696.3	863.3	925.9	1,017.6	1,017.4	1,008.7
软硬件销售成本	367.0	601.3	601.2	659.7	728.4	348.3
技术支持及维护费	804.7	902.7	604.5	877.9	631.7	711.0
佣金及推广费用	723.2	799.4	478.1	488.9	233.1	728.8
网络使用费	77.1	97.0	72.8	85.8	91.2	81.0
营业税金及附加	70.9	84.5	82.8	74.4	72.4	81.9
财务费用		-110.4	-90.4	-97.6	-163.0	-151.7
其他营业成本	496.9	442.0	367.3	290.3	314.0	429.1

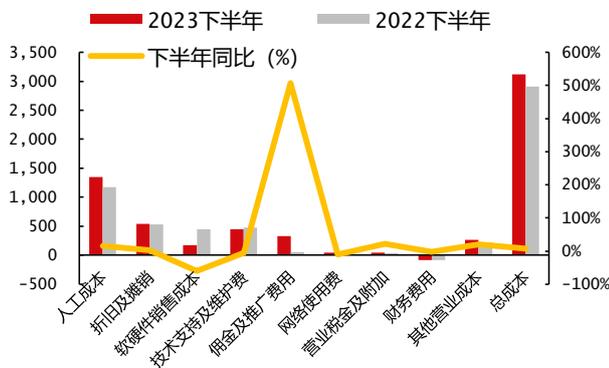
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

参考疫情前公司业绩变动情况，公司下半年成本通常高于上半年。我们将公司上下半年成本变动与疫情前成本变动进行对比，我们可以发现下半年成本显著高于上半年。2022、2023 年总营业成本下半年较上半年分别环比增长 59.38%/43.36%，2018、2019 年总营业成本下半年较上半年分别环比增长 52.21%/46.95%。

公司成本呈现季节性变动。通过将 2022/2023 年下半年成本变动与 2018/2019 年进行对比，可以发现 2022/2023 年总营业成本变动为 2.17 亿元，2018/2019 年变

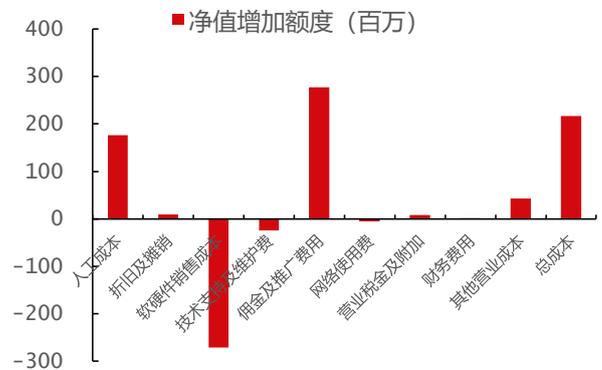
动为 2.57 亿元，绝对值较为接近，下半年业绩增长符合季节性变动规律。但通过上下半年细分成本对比，在 2022/2023 年及 2018/2019 年上下半年三项细分成本：人工成本、技术支持及维护费用、其他营业成本均出现较大增幅，为上下半年成本变动主要原因。

图表19：2023 年与 2022 年下半年成本（百万元）对比



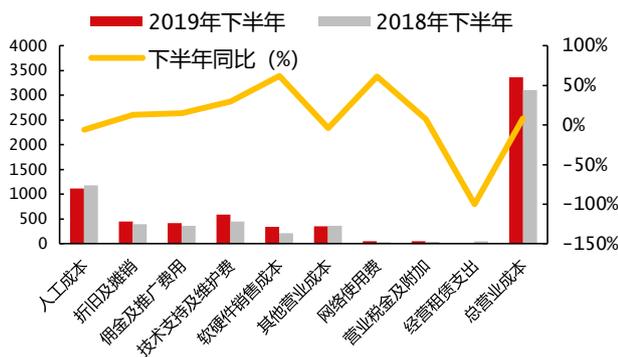
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：2023 年下半年成本变动额度（百万元）



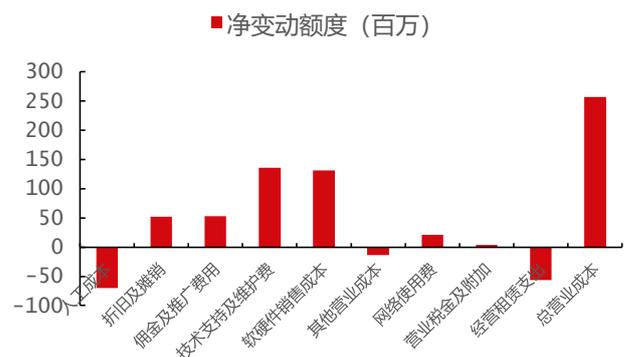
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：2019 年与 2018 年下半年成本（百万元）对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

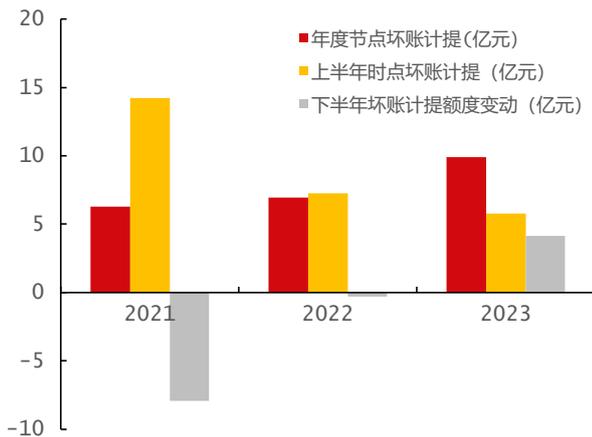
图表22：2019 年下半年成本变动额度（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

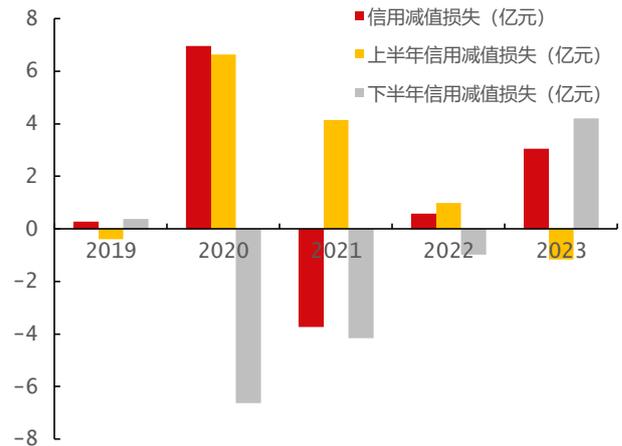
信用减值 2023 年下半年增加，坏账计提增加影响利润。通过将近几年的信用减值损失和坏账计提进行观察，2023 年中信用减值为-1.17 亿元，2023 年底为 3.04 亿元，2023 年下半年增加的信用减值额度为 4.21 亿元从而影响公司利润端。通过观察往期信用减值变动情况，2020 年因疫情影响，信用减值较前年出现大幅增加，2021 年出现减值回冲。应收账款上，2023 年较 2022 年多计提坏账 2.94 亿元，2023 年末坏账计提额度较 2023 年中增加 4.12 亿元，应收账款的坏账计提影响公司信用减值从而影响利润端。

图表23: 公司坏账计提变动



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表24: 公司信用减值损失变动



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 核心业务: GDS 龙头, 与高速发展的民航业共振

2.1 GDS 行业: 全球航旅业信息中枢

全球分销系统 (Global Distribution System, GDS) 是应用于民用航空运输及整个旅游业的大型计算机信息服务系统。GDS 成立初期只涵盖航空运输业, 目前已应用于整个旅游业, 酒店、租车、旅游公司、铁路公司等也加入到 GDS 网络中。

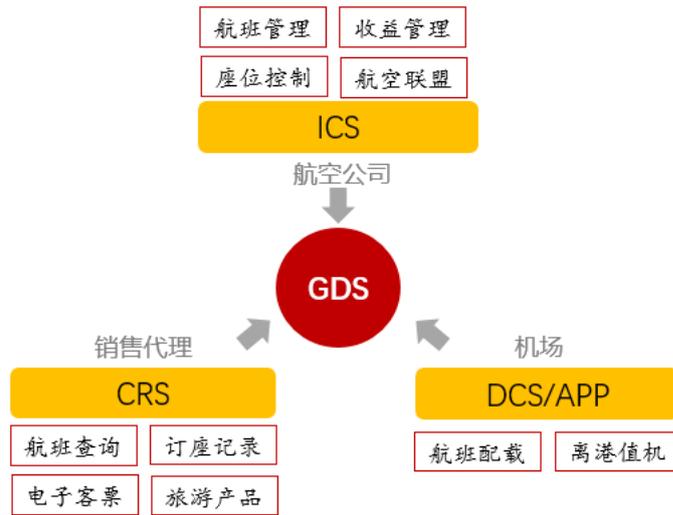
图表25: GDS 行业发展历史



资料来源: 《民航业的隐形巨擘——GDS》(杨超), 《中国民用航空》第159期, “商旅活动专家”微信公众号, 国联证券研究所

GDS 由 ICS+CRS+DCS 三个子系统组成。GDS 系统由航班控制系统 (Inventory Control System)、计算机分销系统 (Computer Reservation System) 和机场旅客处理系统 (Departure Control System) 三个子系统组成。ICS 系统又被称为订座系统, 集成了多个航空公司的航班库存信息; CRS 系统用于机票销售, 链接了 ICS 系统与多个分销渠道; DCS 系统包含了机场旅客服务的所需内容, 是旅客成行的信息校验渠道。三个系统间互动, 覆盖了旅客从查票、订票到值机、出港的全过程, 实现旅客、代理人、航司、机场之间的业务交互闭环。

图表26: GDS 三大子系统及功能



资料来源: 国联证券研究所整理

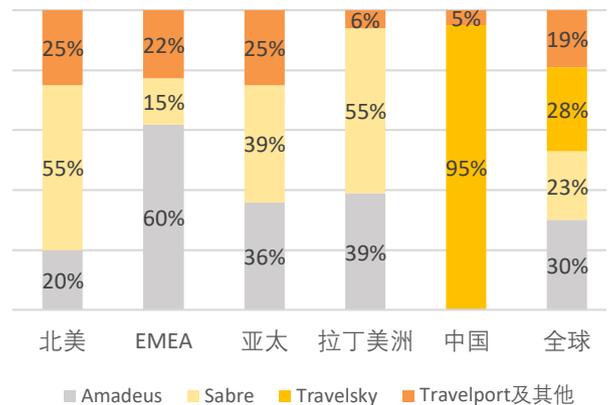
行业具有自然垄断特性，四大区域龙头统治全球份额。GDS 系统前期基础设施和研发投资成本巨大，后期边际成本微小，且作为航旅信息中枢，其连接的平台越多、集成效应越显著、效率越高，这使得 GDS 行业具有自然垄断的特性。全球范围来看，Amadeus、Sabre、TravelSky（中国航信）、Travelport 四家龙头公司各自占据优势区域、瓜分全球份额，2021 年，前三家合计份额即超过 80%，其中，中国航信在国内市场份额达 95%。

图表27: 全球主要 GDS 服务商



资料来源:《俄乌冲突对我国航空分销系统影响研究》(钟山),《中国民用航空》第 367 期, 国联证券研究所

图表28: 区域龙头垄断全球 GDS 份额 (2021 年)



资料来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表29：全球四大 GDS 公司对比

公司	简介	优势市场	主要客户公司	业务数据
Amadeus	1987 年由英国航空、法国航空、德国汉莎航空和西班牙国际航空合资组建，公司股票在西班牙证券交易所交易。	欧洲、中东、非洲	航空公司（法航、汉莎、西班牙航空等）；酒店集团（万豪、希尔顿等）；旅行平台（Booking、Expedia 等）；租车公司（Hertz、Avis 等）	业务遍及 200 多个国家/地区，超过 450 家航空公司加入公司系统，拥有超过 6.5 万家代理人，2.9 万家销售终端，2023 年收入 54.4 亿欧元，归母净利润 10.52 亿欧元，2022 年订座量 4.5 亿。
TravelSky	2000 年 10 月由中国民航计算机信息中心联合当时所有国内航空公司发起，公司股票在香港证券交易所交易。	中国	航空公司（国航、南航、东航等）；国内各大机场；旅行平台（携程、去哪儿等）；中国铁路公司	业务覆盖 41 家中国商营航空公司和 350 多家外国及地区商营航空公司，2023 年收入 69.8 亿元，归母净利润 14 亿元，系统处理量 6.2 亿。
Sabre	20 世纪 60 年代由美国航空公司联合 IBM 开发，1996 与美航分开成为独立公司，公司股票在纽约证券交易所交易。	北美、拉美、亚太	航空公司（美航、达美、联合航空等）；酒店集团（希尔顿、洲际等）；旅行平台（Expedia、Booking 等）	业务覆盖超过 160 个国家，超过 420 家航司，2023 年收入 29.4 亿美元，航班订座量 3 亿。
Travelport	1971 年成立于英国，通过收购 Galileo、Worldspan 等系统迅速扩张，由美航为规避反垄断法分拆而来，2006 年被 Siris Capital Group 收购，2014 年被黑石集团收购。	美国、欧洲	航空公司（美航、加拿大航空、法国航空等）；旅行平台（Booking、Tripadvisor 等）；企业客户（提供商务旅行解决方案）	业务覆盖超过 180 个国家，超过 400 家航司。公司于 2019 年退市，2018 年收入 25.51 亿美元，净利润 7500 万美元。

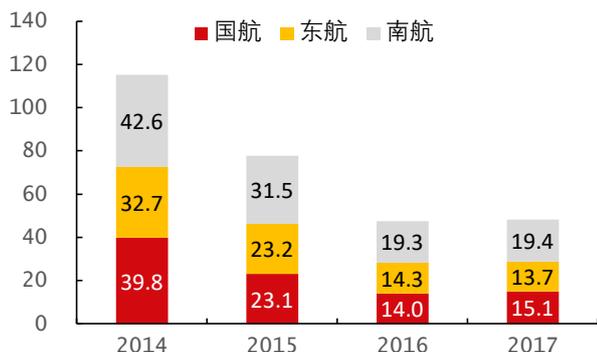
资料来源：公司公告及官网，国联证券研究所

2.2 竞争优势：多因素筑就高城深堑

2.2.1 国内唯一 GDS 供应商，核心系统+生态闭环

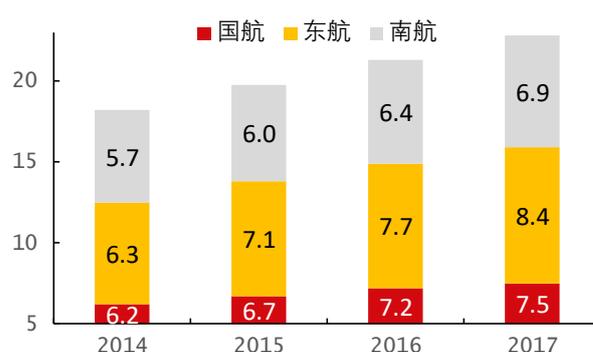
托管航司核心系统，掌控业务主动权。区别于海外航空公司大多自建 ICS，国内除春秋航空、九元航空外，其他航司将 ICS 委托给公司开发，并由公司托管业务运营。无论航司采取直销或分销策略，都需要接入公司托管的底层数据系统。2015 年国资委要求三大航“提直降代”（“3 年内，将直销比例提高至 50%”、“代理费要在 2014 基础上下降 50%”），至 2017 年，三大航直销比例大幅提升（据国航年报披露，其直销比例从 2014 年 23% 提升至 2017 年 51%）、合计机票代理手续费较 2014 年下降 58%，但同期公司与三大航业务额均持续增长。**系统托管权使公司处于产业链条的主动地位，收费也不受航司变更销售渠道影响。**

图表30：“提直降代”前后三大航机票代理手续费(亿)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表31：“提直降代”前后公司与三大航业务额(亿)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

串联三大网络，聚合能力是公司核心价值。公司 ICS 系统托管了 59 家航司，覆盖国内绝大部分航司；CRS 系统连接了全球所有 GDSs 以及 142 家国外和地区航司；DCS (APP) 系统覆盖全国全部 257 家机场，为 157 家海外机场提供服务。航班库存、销售和机场三大网络串联，相比于航司自建系统，公司具有明显的集成成本优势。为适配低成本航空的 B2C 运营模式，春秋航空在国内航司中首次尝试自建系统，由于其业务体量相对较小、并可以共享春秋旅行社已有的销售网络，其自建系统具备经济性。但随着机队增长以及国际航线的开拓，销售压力增加，2019 年春秋航空也开始接入中国航信的分销系统，类似地，美国低成本航司西南航空也在 2020 年接入了 Travelport。航司自建系统后再次与 GDS 合作充分说明，GDS 分销渠道聚合效应优势明显。相比对海外 GDS，公司在机场系统的渗透率进一步巩固了产业链生态。长期来看，无论是国内市场潜在竞争者还是航司自建系统，都难以对公司地位构成威胁。

2.2.2 高政策壁垒，海外 GDS 冲击有限

境外 GDS 在我国只能从事外航的国际客票 CRS 业务。我国加入 WTO 时，在民航领域做出三项开放承诺，其中包括计算机订座系统 (CRS) 服务；为履行承诺，民航局制定了相关政策 (图表 32)，但开放程度有限。截至目前，境外 GDS 在我国展业限于同时满足以下 4 个条件的情况：(1) 外国航司；(2) 子系统 CRS 的分销业务；(3) 国际客票业务；(4) 数据的备份查询系统须部署在指定的境内地点。这部分业务对公司整体份额影响较小，公司属地化优势进一步削弱了境外 GDS 在该业务的竞争力；基于数据安全、系统自主可控等障碍无法回避，预计未来政策进一步放开可能性低。

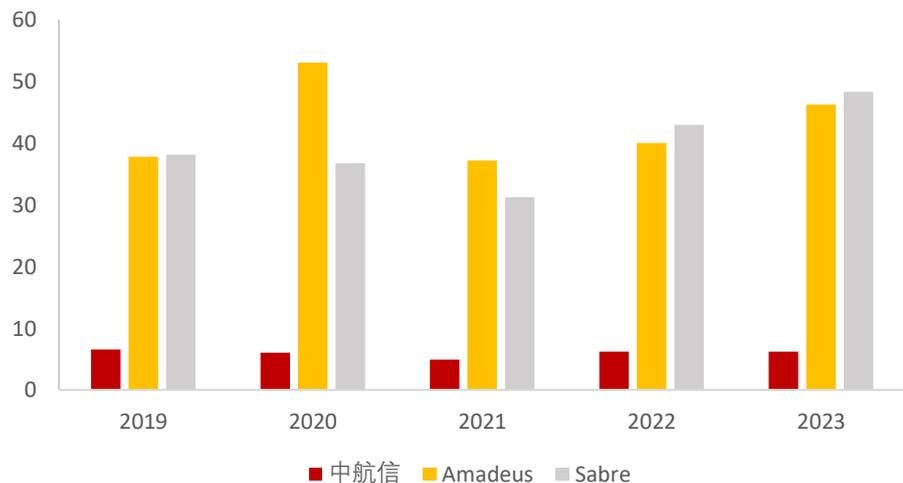
图表32：监管政策对境外GDS进入中国市场放开有限

政策文件	内容
2007 《外商投资民用航空业规定》的补充规定（三）	允许符合条件的中国香港、澳门服务提供者在内地与内地的计算机订座系统（CRS）服务提供者成立合资企业；内地应在合资企业中控股。
2011 《外国航空运输企业在中国境内指定的销售代理直接进入和使用外国计算机订座系统审批管理暂行规定（征求意见稿）》	外航经过批准，可以委托其销售代理直接进入和使用外国计算机订座系统，并使用该企业票证销售由其实际承运或挂其代号的代码共享航班的客票。在中国境内指定地点存储旅客的预订、变更、出票、取消等信息，存储周期至少为13个月，并根据民航局或地区管理局主管部门监管需要，随时提供信息。
2015 《关于落实中国缔结自贸协定涉及民航开放措施的通知》	在CRS服务领域：允许东盟、智利、新西兰、新加坡、澳大利亚、韩国服务提供者在中国与中国的CRS服务提供者成立合资企业，中方应在合资企业中控股或处于支配地位；智利、新西兰、秘鲁、瑞士、澳大利亚、韩国对我取消全部限制。
2016 《外国航空运输企业在中国境内指定的销售代理直接进入和使用外国计算机订座系统许可管理暂行规定》	外航经过民航局许可，可以委托其销售代理直接进入和使用外国计算机订座系统并使用该外航票证销售以下国际客票：（一）含由其实际承运的中国境内和境外间国际航段，但不包括未与中国航空承运人实施代码共享的国内航段的国际客票；（二）经过批准的与中国航空承运人或其他外国承运人代码共享的国际客票。 外国系统提供商在中国境内指定地点按照技术标准和有关要求建设用于存放外航销售代理使用外国计算机订座系统在中国境内进行预订和出票的销售代理信息、航班信息、旅客信息等销售数据的备份查询系统。

资料来源：民航局，国联证券研究所整理

对比国外GDS，公司单价优势明显。基于公开披露的AIT收入与系统处理量测算，2023年，公司、Amadeus、Sabre客单价分别约为：6.2/46.2/48.3元，国际龙头公司收费水平是公司7倍以上。公司有望通过明显的价格优势提升境外业务的市场份额。

图表33：三大GDS客单价对比（单位：元）

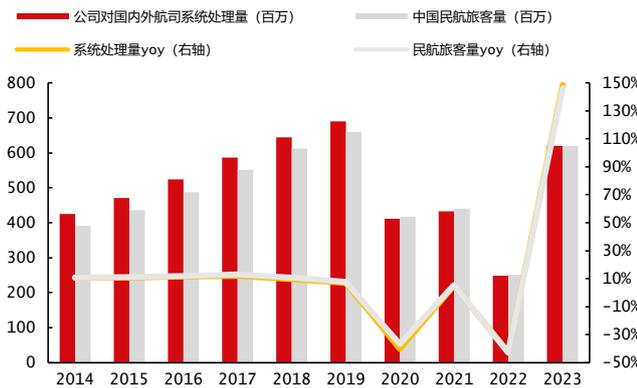


资料来源：公司年报，国联证券研究所（注：以年末收盘汇率换算人民币）

2.3 AIT 业务：航空旅客总量&结构双修复

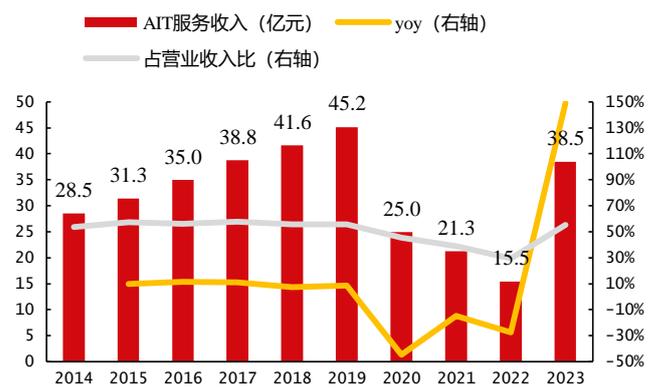
AIT 处理量高度关联民航出行人次。公司 GDS 在国内高达 95% 的市场份额，其 AIT 收入与中国民航业的整体规模密切相关。2014-2023 年，公司系统处理量与全国民航旅客量较为一致，疫情前略高，主要受公司系统还处理部分外国航司业务影响，二者增速长期“同涨同跌”紧密联动。2014-2019 年公司系统处理量 CAGR 达 10%、AIT 业务收入 CAGR 达 9.6%；在经历疫情低谷后，2023 年民航旅客量、公司系统处理量和 AIT 业务收入均快速复苏，分别达 6.2 亿/6.201 亿/38.51 亿元，分别恢复至 2019 年的 94%/90%/85%。

图表34：公司 AIT 业务高度关联民航旅客量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：疫情前公司 AIT 收入高速增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司受监管限价指导，与行业地位相辅相成。由于历史原因，公司承担了早期民航信息技术从无到有的开拓重任，作为国内唯一的 GDS 供应商，仍将长期承担行业信息化建设主力军与信息服务领域国家队的职责。这一定位下，民航局对公司设定了远低于国际 GDS 收费水平的价格上限：(1) ICS+CRS 业务，国内 4.5-6.5 元/客航段，国际和地区 6.5-7 元/客航段；(2) DCS 业务向航司收取的部分，国内 4 元/客航段，国际和地区 7 元/客航段，及 500 元/航班；(3) 以上合计不超过 9.9 元。由于深度绑定庞大的国内市场，公司能够通过规模化降低成本、在限价内长期维持盈利。

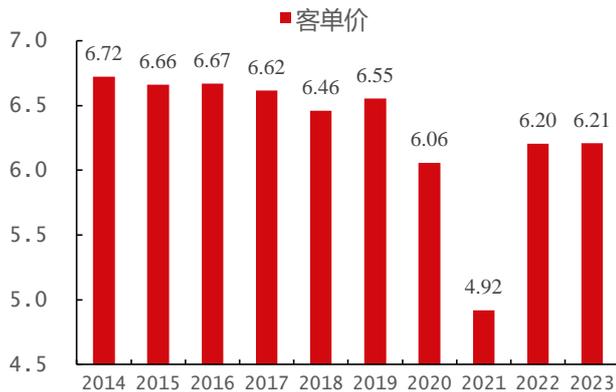
图表36：公司 GDS 收费规则（对国内航司部分）

子系统	收费	
航班监控系统服务 (ICS)	受民航局规定的指导价上限，即国内航线每一旅客航段的累进预订费介乎 4.5~6.5 元，国际及区域航线则介乎 6.5 元~7 元（视乎每月的预订量而定）	最高费用按会计基准收取时不得超过每一旅客航段 9.9 元。实际所收取的合计服务费将取决于与航空公司每月总处理量相关的阶梯定价（即每月处理量愈多，本公司收取的单位价格愈低）
计算机分销系统服务 (CRS)		
机场旅客处理系统服务 (DCS)	受民航局规定的指导价上限，即 (a) 每一旅客航段：国际及地区航线 7 元、国内航线 4 元；(b) 每班航机收取 500 元配载平衡费	

资料来源：公司公告，国联证券研究所

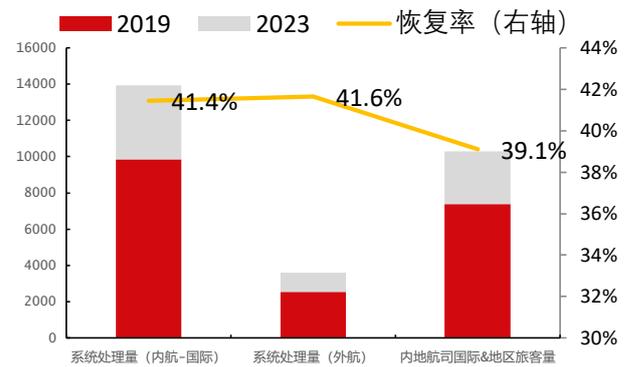
国际线恢复滞后拖累客单价，回升形势明朗。2020年以前，公司 AIT 业务客单价稳定在 6.5-6.7 元左右，呈现小幅下降趋势，主要是受公司采取递大递减的阶梯定价策略影响。2023 年，公司 AIT 业务客单价下降至 6.2 元，主要受国际和地区旅客量恢复滞后拖累。公司国际和地区航线收费标准高于国内航线，其中对外航的收费又远高于内航，2023 年内地航司国际和地区旅客量仅恢复至 2019 年的 39.1%，公司内航国际段系统处理量、外航系统处理量分别仅相当于 2019 年的 41.4%、41.6%。2023 年以来，国际和地区旅客量呈现逐步修复的上扬曲线，至 2024 年 3 月，内地航司国际和地区航线旅客量已恢复至 2019 年同期 80%，随着旅客量恢复加快，2024 年公司 AIT 客单价预计将逐步回升至疫情前水平。

图表37：公司 AIT 业务客单价（元）



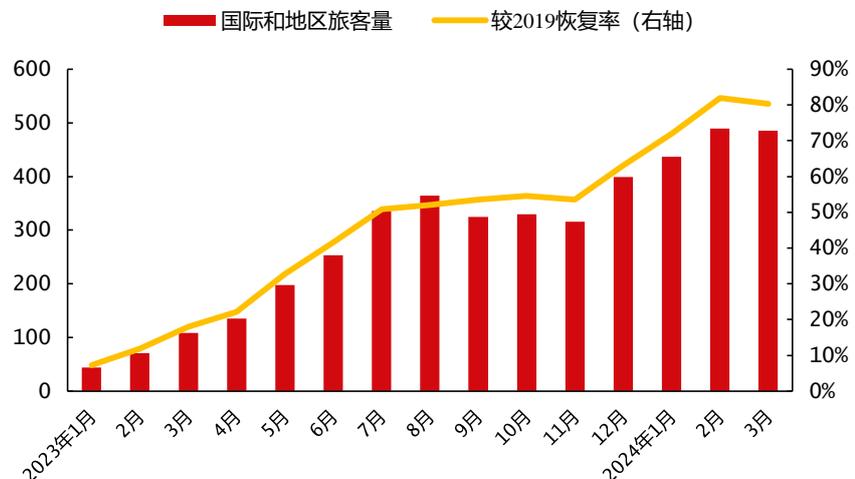
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：国际旅客(万人次)&公司国际业务处理量(万)



资料来源：民航局、公司官网，国联证券研究所

图表39：内地航司国际和地区旅客量逐步恢复（万人次）

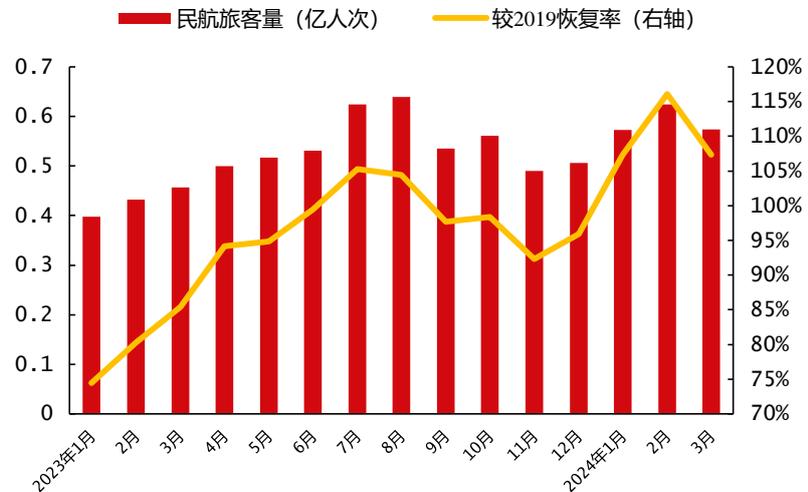


资料来源：民航局，国联证券研究所

航空出行渗透率提升驱动 AIT 业务持续增长。疫情前我国民航业保持了近 20 年的两位数增长：2003 年-2019 年，年客运量从 0.87 亿人次增至 6.6 亿人次，CAGR 达 13.5%；尽管疫情中断了民航高速发展节奏，但 2023 年航空出行人次快速恢复至 2019 年的 94%。2024 年以来，航空出行继续保持了高景气度，1-3 月，民航旅客量分别较

2019年同期+7%/16%/7%，出行复苏将带动公司 AIT 业务快速回升。2019 年，我国人均乘机比仅 0.47，低于全球均值 0.58，美国和欧盟分别为 2.8/2.3。长期看，我国航空渗透率的提升潜力充分，公司 AIT 业务收入将随之持续增长。

图表40：民航旅客量已超过 2019 年同期水平



资料来源：民航局，国联证券研究所

2.4 结算业务：主业优势赋能产业链延伸

结算业务是航空信息技术产业链的有效延伸。航空业系统性强、参与主体多、业务链条长、数据庞杂，催生了第三方结算服务需求；资金流、信息流、航班流（旅客和货邮）、商流是结算业务的依据，公司核心业务已集成了上述必要数据，从事结算业务具有天然优势。公司通过全资子公司中国航空结算有限公司从事结算业务，已发展成为：全球处理量最大的 BSP 数据处理中心、数据处理量占全球 60% 份额；国际航协全球唯一 BSP 数据处理服务提供商、软件服务商；中国民航收入管理外包服务及系统产品服务的主导供应商和新兴航旅金融供应商。

图表41：国内航空业三种结算模式

结算模式	业务模式	适用场景
自行结算	合约方根据合同独立结算	较简单业务
民航局清算中心	民航发展基金、行政事业性收费、空管收费、机场服务收费等项目资金清算服务	“一对多”业务的统一结算
中国航空结算有限责任公司	为国内外航空客货运输、地面服务、航油、机务、航空运输延伸服务、非贸易外汇收支的财务结算及代理结算	(1) 多主体业务（如航空公司之间旅客互转等交互）第三方中性结算； (2) 差异化单据、数据间统一标准

资料来源：民航新型智库网，国联证券研究所整理

结算业务受结算量和签约客户数影响。公司结算业务服务内容包括：(1) 数据处

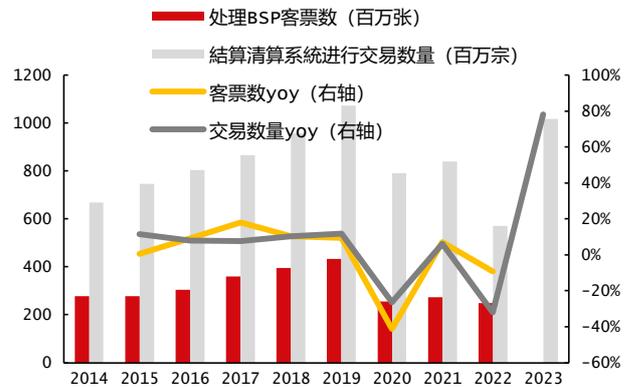
理运营；(2) 软件开发和支持；(3) 托管服务。结算业务收入主要关联：(1) BSP 客户数量；(2) 交易数量和票面金额；核心驱动因素为：航空业景气度（并不局限于国内）、公司 BSP 份额等。公司结算业务客户包括国内外航司、国内机场、航旅金融、代理人等各类航空业相关主体。2020 年前，公司结算及清算服务收入保持稳定增长，2014-2019CAGR 为 6.7%，2023 年恢复至 2019 年的 75%，随着全球航空业复苏，公司有望进一步发挥在全球航空业 BSP 领域的领先优势，推动结算业务持续增长。

图表42：公司结算及清算服务收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表43：公司结算及清算服务运营情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.5 数据网络：CRS 系统畅通全球分销网

数据网络业务收入主要来源于代理人。公司基于 CRS 系统，向代理人提供的分销信息技术服务收费计入数据网络业务收入。公司分销网络由八千余家旅行社及代理人拥有的七万余台销售终端组成的，并通过 SITA 网络与国际所有全球分销系统 ("GDSs") 和 142 家国外和地区航司实现直联和高等级联结，覆盖国内外 400 多个城市，触达海外 33 个国家和地区。公司在该项业务的优势在于：(1) 销售网络发达，平台集成优势明显；(2) 帮助航司破解国际市场之间壁垒，机票代理人本地化优势突出，公司通过连接全球各地票代，为外航进入中国市场、中国航司进入外国市场畅通渠道。

数据网络业务收入不完全挂钩旅客量。公司数据网络业务有两种模式：按接口收费或按流量收费，根据代理人的需求确定，二者约各占一半；且流量部分也不对应出行人次（如疫情期间，出行计划易受影响，造成用户反复查询、订票等行为会增加流量，带动公司收入增长）。总体而言，航空行业景气度是数据网络业务的支撑，但也受到用户行为、票代数量、收费模式等多方面因素影响。2018-2023 年，公司数据网络收入在 4-5 亿元左右波动，与民航旅客量没有线性关系，该部分收入占比较小。

图表44：公司数据网络收入&yoy



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 多元业务：系统集成储备充足，其他业务增量可期

3.1 系统集成：受益于机场扩容与数字化升级

公司系统集成服务主要产品线涵盖离港服务、便捷出行、机场运营、旅客服务、数据服务、行李服务，公司已开发数十种产品，形成了多条机场信息服务渠道。其中，公司的机场核心系统产品 A-CDM 协同决策系统，在千万级机场市场占有率达到第一。

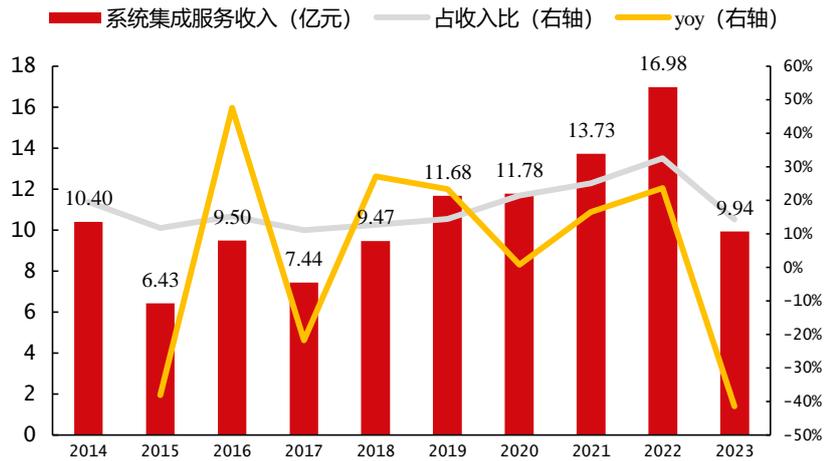
图表45：公司 2023 年部分机场建设项目

传统离港前端市场	<ul style="list-style-type: none"> · 签约珠海、武汉、兰州等机场建设项目 · 柬埔寨吴哥暹粒国际机场离港平台建设
智慧机场产品	<ul style="list-style-type: none"> · 航易行机场端：南京、银川、珠海等机场推广 · 人脸登机：全国 54 家机场部署 · One ID 旅客服务平台：新增西安、武汉等 7 家机场
智慧机场孪生全要素管理平台	<ul style="list-style-type: none"> · 青岛、安阳机场投产试点
智慧机场中台	<ul style="list-style-type: none"> · 推广至北京首都、西安、珠海等 10 家千万级机场
中转旅客服务平台	<ul style="list-style-type: none"> · 累计投产 230 余家机场
机场决策系统 A-CDM	<ul style="list-style-type: none"> · 南充、丽江、大连、宜昌等机场投产

资料来源：公司公告，国联证券研究所

政府机场建设规划是系统集成服务的需求来源。疫情期间（2020-2022 年），民航技术和基建投资额连续破千亿、逐年创新高（图 46），公司系统集成服务收入分别达 11.8/13.7/17 亿元，占收入比重分别达 21%/25%/33%（2019 年为 14%），平滑了需求萎缩对公司主业的影响，为公司开发了第二增长曲线。

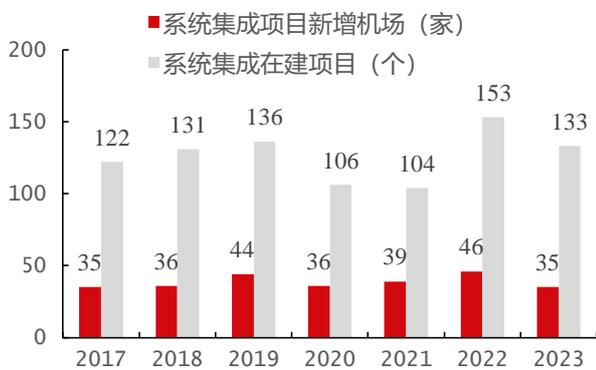
图表46：公司系统集成服务收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

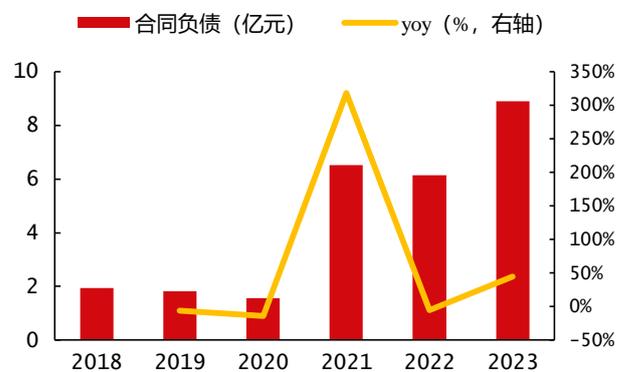
收入确认时点推后，当前储备充足。公司通过项目投标获得承建权，收入确认取决于项目验收进展情况，具体包括设备交付与安装两步，分步确认收入。从收入来看，每年波动较大，主要与项目验收时点有关，2023年公司达到竣工验收条件的项目同比减少，致系统集成服务收入同比减少41.4%，压制了当年利润释放；但2023年公司财报显示，合同负债（来源于系统集成项目合同）达8.9亿，同比增长45%、远高于近6年平均水平，建设中的、尚未确认收入的项目在2023年末达到高峰。2023年末，公司披露系统集成项目新增机场35家，在建项目133个，预计2024年系统集成服务收入将有明显增长。

图表47：公司系统集成项目情况



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表48：公司合同负债（系统集成合同）情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

系统集成服务长期受益于机场扩容。根据《“十四五”民用航空发展规划》，到2025年，民用运输机场预计将达到270个，根据《新时代民航强国建设行动纲要》，到2035年，我国要建成450个左右的运输机场数量。截至2023年末，公司业务已覆盖全国257个机场，随着新机场建设持续推进，公司系统集成服务将长期受益于增量需求释放。

图表49: 民航基建投资额、运输机场数量(右)



资料来源: 民航局, 国联证券研究所

图表50: “十四五”时期机场重点建设项目规划

专栏3 “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、烟台、银川、丽水、芜宣、瑞金、菏泽、荆州、柳州、湘西、韶关、汉中、咸宁、阿克苏、喀什、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、黔北(铜仁)、益州、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)、正蓝旗、林西、东乌旗、四平、鹤岗、绥化、宿州、聊城、周口、鲁山、娄底、防城港、遂宁、金东、天柱、怒江、宣威、元阳、丘北、玉溪、楚雄、勐腊、平凉、武威、临夏、和布克赛尔、乌苏、轮台、且末(兵团)、皮山、华山。 衡水、晋城、金寨、淄博、滨州、濮阳、荆门、贵港、内江、广安、商洛。
	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: 民航局, 国联证券研究所

公司还将长期受益于机场数字化升级需求。2020年, 民航局《中国民航四型机场建设行动纲要(2020-2035年)》提出要建设“平安、绿色、智慧、人文”四型机场, 其中, 智慧机场是“生产要素全面物联, 数据共享、协同高效、智能运行的机场”, 具体措施为: 加快信息基础设施建设, 实现数字化; 推进数据共享与协同, 实现网络化; 推进数据融合应用, 实现智能化。2023年, 民航局《关于落实数字中国建设总体部署、加快推动智慧民航建设发展的指导意见》提出要夯实智慧民航建设数字化基础, 推进智慧民航建设数字化赋能。作为行业内领先的供应商, 公司有望继续发挥信息技术优势, 赋能机场的数字化升级需求。公司智慧中转和 oneid 产品获得四型机场建设优秀案例; 实施从离港单元系统向机场综合系统和平台提供商转变, 在智慧机场建设中迎来新的发展机遇。

图表51：智慧民航整体框架

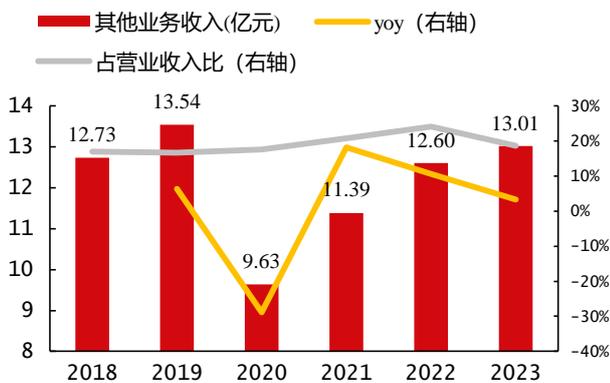


资料来源：民航局，国联证券研究所

3.2 其他业务：产品条线丰富，先行布局低空经济

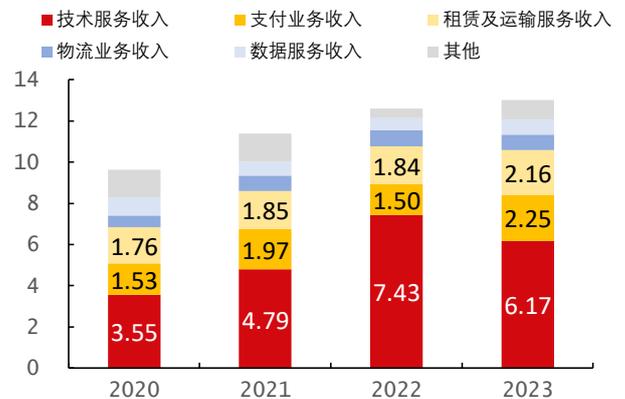
公司发挥信息技术优势，不断拓展除了核心主业、系统集成服务以外的其他业务。随着其他业务规模扩大，公司自2018年开始单独披露其他业务收入。疫情期间，其他业务收入下滑幅度小于核心主业，并在2021年基本恢复到正常水平。2023年其他业务收入为13.01亿元，同比+3.3%。其中技术服务收入、支付业务收入、租赁及运输服务收入、物流业务收入、数据服务收入分别6.17/2.25/2.16/0.75/0.73亿元，占比分别为47.41%/17.30%/16.59%/5.75%/5.64%，同比分别-16.93%/+49.86%/17.43%/-2.15%/+23.12%。

图表52：公司其他业务收入变动及占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表53：公司其他业务收入分类（亿元）



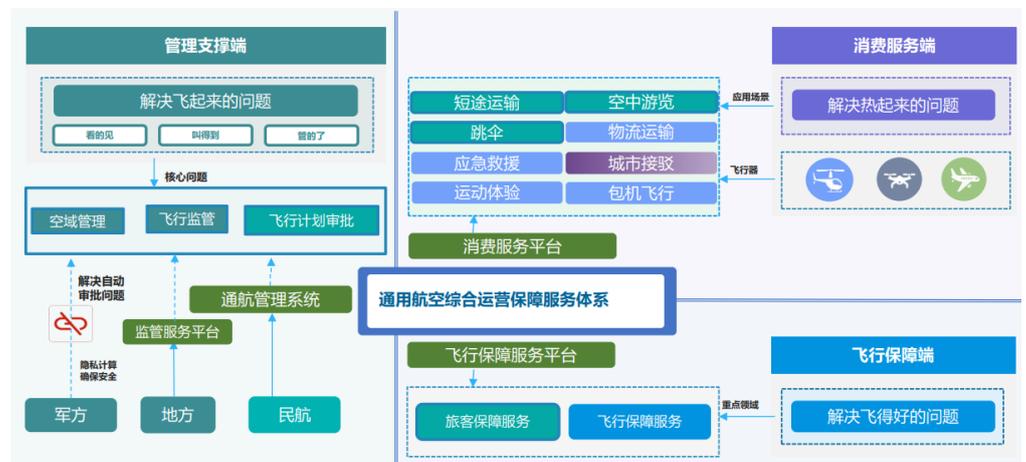
资料来源：公司公告，国联证券研究所

技术服务是其他业务主体，2023年占比接近五成，主要提供AIT以外的多元技术服务产品，如航司零售平台、智能控舱产品、行李全流程跟踪产品等；支付业务通

过子公司北京亚科开展，后者于 2013 年获得支付业务牌照，依托公司技术和结算实力，为产业链各个环节提供支付解决方案；物流业务主要面向航空物流，客户包括：30 余家中外航司、90 多家机场货站，3000 余家注册货代，公司在 10 万吨以上机场货站占有率达 74%，居行业领先地位。

公司在低空经济领域具有先发优势。公司开发的通用航空管理系统 2016 年投产，是民航局实施许可准入及监管的重要信息系统、已在全国 7 个地区管理局推广使用，主要用户包括行业监管部门、700 家通航企业、14000 家无人机企业；公司易通航平台覆盖了 42 家通航公司和 48 个机场；2023 年公司新签约乌特拉中旗、永川、梁平等 3 个通用机场项目；公司创新推出民航航班和城市摆渡的联程销售模式，助力实现城际“空中走廊”。低空经济作为国家战略性新兴产业，具有广阔发展前景；公司在低空经济领域内布局早、行业认可度高、信息技术成熟，先发优势明显，有望迎来全新发展机遇。

图表54：中国航信“通用航空信息化解决方案”



资料来源：中国民航网，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

收入端：

- 1) **航空信息技术服务**：此业务我们将数量与价格进行拆分，2023 年公司 ETD 处理量已恢复至 6.201 亿位，航空订座量已呈现恢复态势。数量上我们将公司 ETD 处理量分为中国商营航空公司国内段、中国商营航空公司国际段、外国商营航空公司三部分，根据此前公司披露数据，三个段位数据处理量分别为 5.69 亿/0.41 亿/0.11 亿，由于 2023 年的国际航段还未恢复，我们认为中国商营航空公司国际段、外国商营航空公司的 ETD 处理量有望在 2024 年迎

来较快增长。我们预计 2024-2026 年中国商营航空公司国内段增速分别为 14%/10%/10%；中国商营航空公司国际段增速分别为 90%/10%/10%；外国商营航空公司段增速分别为 110%/10%/10%。价格参考 2019 年价格，三部分单价分别为 5.86/7.32/23.44 元/单。

- 2) **结算及清算业务**: 该业务增量主要来源于结算数量与结算金额的提升, 我们预计 2023 年有望恢复至 2021 年水平, 增速恢复至 2019 年增速水平, 因此我们预计该业务 2024-2026 年营收分别为 5.01/5.60/6.27 亿元, 增速分别为 11.94%/11.94%/11.94%。
- 3) **系统集成业务**: 此业务取决于项目的开工建设及竣工影响, 2023 年由于部分项目进展缓慢导致该业务 2023 年增速出现放缓。我们认为随着 2024 年业务项目的逐步落地, 该业务有望迎来快速恢复。我们预计 2024-2026 年项目集成业务营业收入分别为 16.82/17.21/19.79 亿元, 增速分别为 69.21%/2.29%/15.00%。
- 4) **数据网络服务**: 该业务的增长主要来源于代理人分销信息技术服务的增长, 由于此业务多年来维持平稳, 叠加代理人数量近年来出现下降, 该业务维持稳定。
- 5) **其他业务营收**: 其他业务包含技术服务、支付服务、租赁及运输服务、物流业务、数据服务, 我们认为该业务有望维持平均增速增长。

毛利率: 我们认为航空业有望恢复至近 2019 年水平, 公司 2019 年毛利率为 55.36%, 因此我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 53.36%/53.36%/53.36%。

图表55: 盈利预测

单位		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	合计	52.10	69.84	87.75	93.78	103.37
	航空信息技术服务	15.47	38.51	48.72	53.59	58.95
	结算及清算服务	2.94	4.47	5.01	5.60	6.27
	系统集成服务	16.98	9.94	16.82	17.21	19.79
	数据网络	4.12	3.90	3.94	3.98	4.02
	其他	12.60	13.01	13.26	13.40	14.34
yoy	合计	108.78%	34.04%	25.65%	6.87%	10.23%
	航空信息技术服务	330.10%	148.98%	26.51%	10.00%	10.00%
	结算及清算服务	-75.03%	52.06%	11.94%	11.94%	11.94%
	系统集成服务	246.94%	-41.43%	69.21%	2.29%	15.00%
	数据网络	-57.26%	-5.25%	1.00%	1.00%	1.00%
	其他	-77.03%	3.29%	1.93%	1.04%	7.03%
毛利率	合计	40.69%	52.51%	53.36%	53.36%	53.36%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 可比公司估值与投资建议

我们选择金山办公、卫宁健康、用友网络、广联达等软件公司作为可比公司估值。选择原因：因中航信为航空系统处理公司，以下公司均为软件公司，以下软件公司均有相似成长性、软件产品对客户的粘性较高，与中航信信息处理系统具有相似的客户粘性逻辑。

公司为中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商，市占率高，为国内市场龙头。由于公司的核心业务航空信息技术服务营收增长因素来源于民航客运量的恢复，长期受益于中国航空市场的增长空间，2023 年国内航空市场的恢复已带动公司业绩提升，我们认为 2024 年国际航空的快速恢复叠加国内航空的增长有望进一步带动公司业绩增长。

我们预计公司 2024–2026 年：营收分别为 87.75/93.78/103.37 亿元，分别同增 25.65%/6.87%/10.23%；归母净利润分别为 19.04/23.50/26.03 亿元，分别同增 36.08%/23.46%/10.73%，EPS 分别为 0.65/0.80/0.89 元/股，2024–2026 年复合增长率为 16.92%。国内可比公司 2024 年平均 PE30 倍，海外可比公司 2024 年估值 PE21 倍，公司是民航信息化主力，受益于航空业恢复和持续增长，我们给予公司 2024 年 23 倍 PE，按 2024 年 4 月 30 日 1 港币兑人民币 0.9251 元计，则公司对应目标价 14.95 元人民币/16.16 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表56：可比公司估值

股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (x)			CAGR-2
	(人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
神州信息	13.59	0.43	0.54	0.73	31.67	25.08	18.65	30.32%
卫宁健康	7.03	0.25	0.34	0.42	27.61	20.80	16.87	27.92%
超图软件	16.84	0.58	0.77	0.92	28.84	21.75	18.28	25.61%
广联达	11.54	0.36	0.51	0.60	32.27	22.64	19.32	29.23%
平均值					29.64	22.94	17.76	
中国民航信息网络	9.48	0.65	0.80	0.89	14.57	11.80	10.66	16.92%

资料来源：Wind，国联证券研究所，可比公司盈利预测采用Wind一致预期，收盘价取自2024年4月29日

图表57：海外可比公司估值

股票简称	交易货币	收盘价	EPS			PE (x)			CAGR-2
		(元/股)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
Amadeus	EUR	59.46	2.37	2.88	3.25	25.09	20.65	18.30	17.10%
Sabre	USD	2.86	-0.81	-0.16	0.29	-	-	9.86	-

资料来源：Bloomberg，国联证券研究所，可比公司盈利预测采用Bloomberg一致预期，收盘价取自2024年4月29日

5. 风险提示

航空业恢复不及预期：由于公司主营业务为 AIT 业务，主要为航空票务处理系统提供服务，机票订座量为该业务增量核心，国内航线及国际航线恢复量不及预期会影响公司核心业务营收增速。

系统集成业务项目落地不及预期：公司主营业务之一系统集成成为机场提供软硬件一体化系统集成建设，该业务为项目验收制，项目落地的速度直接影响该业务营收，从而影响公司营收利润。

人力成本上涨超预期：公司人力成本为第一大成本项目，人力成本的快速上涨或影响公司利润兑现。

应收账款客户违约风险：公司为信息化软件服务商，多数客户付款存在一定账期，如客户出现违约，对公司营收净利影响较大。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,778.93	18,126.21	21,706.88	25,020.55	28,985.27
现金	7,577.40	7,367.55	8,742.66	11,406.09	14,336.93
应收票据及应收账款合计	4,304.13	4,739.29	6,434.28	6,876.57	7,579.82
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	1,285.92	2,099.06	2,277.71	2,434.28	2,683.22
存货	81.51	85.94	96.64	103.28	113.84
其他流动资产	3,529.96	3,834.36	4,155.60	4,200.33	4,271.45
非流动资产	8,457.52	9,373.92	8,982.07	8,404.04	7,747.69
长期投资	715.70	741.79	741.79	741.79	741.79
固定资产	3,393.26	3,192.83	2,945.62	2,862.24	2,650.53
无形资产	1,904.99	2,593.06	2,160.88	1,728.70	1,296.53
其他非流动资产	2,443.57	2,846.25	3,133.78	3,071.31	3,058.84
资产总计	25,236.45	27,500.13	30,688.95	33,424.60	36,732.96
流动负债	5,142.70	6,193.49	7,366.26	7,612.95	8,165.17
短期借款	0.00	751.59	563.69	375.79	187.90
应付票据及应付账款合计	2,183.48	2,245.56	2,771.23	2,961.72	3,264.61
其他流动负债	2,959.21	3,196.34	4,031.34	4,275.44	4,712.67
非流动负债	352.60	288.04	288.04	288.04	288.04
长期借款	200.21	200.21	200.21	200.21	200.21
其他非流动负债	152.39	87.83	87.83	87.83	87.83
负债合计	5,495.30	6,481.54	7,654.30	7,900.99	8,453.21
少数股东权益	512.66	547.46	659.85	798.59	952.23
股本	2,926.21	2,926.21	2,926.21	2,926.21	2,926.21
资本公积	16,353.41	17,598.16	17,598.16	17,598.16	17,598.16
留存收益	-51.12	-53.24	1,850.43	4,200.64	6,803.14
归属母公司股东权益	19,228.50	20,471.13	22,374.80	24,725.01	27,327.51
负债和股东权益	25,236.45	27,500.13	30,688.95	33,424.60	36,732.96

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1336.31	137.43	1954.41	3140.31	3378.48
净利润	679.28	1447.88	2016.05	2488.95	2756.14
折旧摊销	1026.31	1008.82	991.86	1078.02	1156.36
财务费用	-162.99	-151.73	-1.15	-1.36	-30.60
其他经营现金流	-206.28	-2167.54	-1052.35	-425.31	-503.42
投资活动现金流	-142.23	-796.24	-392.56	-290.34	-290.34
资本支出	250.88	592.45	600.00	500.00	500.00
其他投资现金流	-393.11	-1388.70	-992.56	-790.34	-790.34
筹资活动现金流	-97.55	449.45	-186.75	-186.54	-157.30
短期借款	-2.50	751.59	-187.90	-187.90	-187.90
长期借款	200.21	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-295.27	-302.14	1.15	1.36	30.60
现金净增加额	1096.53	-209.37	1375.10	2663.43	2930.84

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,210.11	6,983.85	8,775.08	9,378.29	10,337.37
营业成本	3,089.87	3,316.52	4,092.70	4,374.03	4,821.35
销售费用	0.00	0.00	1,073.19	1,006.29	1,109.20
管理费用	107.04	129.15	179.86	173.43	191.17
研发费用	1,623.24	1,925.03	1,375.93	1,282.95	1,414.15
财务费用	-162.99	-151.73	-1.15	-1.36	-30.60
资产减值损失	-72.36	-81.87	-76.21	-76.21	-76.21
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-72.36	-81.87	-76.21	-76.21	-76.21
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	480.59	1,683.02	1,978.34	2,466.73	2,755.89
利润总额	254.55	-70.88	226.91	226.91	226.91
所得税	735.14	1,612.14	2,205.25	2,693.64	2,982.79
净利润	55.86	164.26	189.19	204.68	226.66
少数股东损益	679.28	1,447.88	2,016.05	2,488.95	2,756.14
归属母公司净利润	52.78	48.92	112.38	138.74	153.64
EBITDA	626.50	1,398.95	1,903.67	2,350.21	2,602.50
EPS (元)	1,598.45	2,469.23	3,195.95	3,770.30	4,108.55

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-4.86	34.04	25.65	6.87	10.23
净利润(%)	11.16	113.15	39.24	23.46	10.73
获利能力					
毛利率(%)	40.69	52.51	53.36	53.36	53.36
净利率(%)	13.04	20.73	22.97	26.54	26.66
ROE(%)	3.26	6.83	8.51	9.51	9.52
ROIC(%)	2.93	14.44	15.32	18.33	20.77
偿债能力					
资产负债率(%)	21.78	23.57	24.94	23.64	23.01
净负债比率(%)	-37.37	-30.52	-34.64	-42.43	-49.32
流动比率	3.26	2.93	2.95	3.29	3.55
速动比率	3.20	2.86	2.85	3.18	3.44
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.25	0.29	0.28	0.28
应收账款周转率	1.21	1.47	1.36	1.36	1.36
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.48	0.65	0.80	0.89
每股经营现金流	0.46	0.05	0.67	1.07	1.15
每股净资产	6.57	7.00	7.65	8.45	9.34
估值比率					
P/E	44.26	19.82	14.57	11.80	10.66
P/B	1.44	1.35	1.24	1.12	1.01
EV/EBITDA	11.31	7.72	5.56	4.01	2.98
EV/EBITDA	-4.86	34.04	25.65	6.87	10.23

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼