

计算机

2024年09月10日

中国民航信息网络(00696)

——利润超预期，人力杠杆预示成长信心恢复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **半年利润恢复至疫情前 2019 年的 96%；订座量同比高增 24%，已超过 2019 年。** 24H1，公司收入 40.42 亿元，同比增长 22%；净利润 13.67 亿元，同比增长 14%。其中，半年度利润已经恢复至疫情前 2019 年的 96%。24H1，公司处理的航班订座量为 3.5 亿单，同比增长 24%，已超过 2019 年，恢复至 2019 年的 104%。
- **四大业务均同比增长，较为少见。** 24H1，航空信息技术服务收入 22.65 亿元，同比增长 20%，主要受益于订座量高增（20%可以分拆为订座量 24%的增长和平均客单价的小幅度下降，这与“阶梯定价”的原则完全匹配）。结算及清算服务收入 2.78 亿元，同比增长 50%，主要受益于国际业务量恢复、系统和产品服务拓展。**系统集成服务收入 6.80 亿元，同比增长 112%，主要受益于达到竣工验收条件的项目规模及数量增加，这是未来较为乐观的先导信号，或预示着景气扩张。** 数据网络服务收入 2.16 亿元，同比增长 7%，主要受益于分销信息技术服务业务量增加。**四大业务均同比增长较为罕见，2020-2022 年航空信息技术服务较为低迷，2023 年系统集成服务较为平淡，本次的半年报体现出与以往不同的景气。**
- **薪酬中高增长，弥补 2022-2023 年，显示成长信心恢复。** 24H1，人工成本 937.8 百万元，增长 31.7%。人均看，2024 年人均半年薪酬 14.2 万，较 2023 年的 10.7 万增长 32.7%。涨薪一方面是对过去几年没涨薪的补偿，另一方面显示了公司对未来业绩持续恢复的信心。
- **短期看，系统集成高增验证机场智慧化逻辑，布局 AI 等新兴产业是新亮点。** 1) 存量机场对智慧化需求不断增长；根据民航局，2035 年将建成 450 个机场，比 2023 年新增 191 个，新机场会带来系统集成增量。24H1 系统集成同比增长 112%或为佐证；2) 布局“1+3+X”战略。“1”：新一代信息技术；“3”：工业软件、人工智能、新能源汽车；“X”：未来产业。预计新产业将对应于未来超越航空信息技术的新收入，且等效客单价也可能提升。
- **中长期看，人均乘机次数、航空旅游业有巨大空间。** 根据民航局，2019 年我国人均乘机次数 0.47 次，低于全球平均 0.87 次。根据《新时代民航强国建设行动纲要》，预计 2035 年我国人均乘机次数将攀升至 1 次。因此航班订座量拥有巨大增长空间。
- **维持“买入”评级。** 尽管 24H1 净利润超预期，但是考虑到 24H2 的激励费和 Capex 可能高增，预计下半年成本增速高于上半年，因此维持净利润预测。24/25/26 年净利润预测分别为 20.71 亿/23.71 亿/26.23 亿元人民币。24/25/26 年对应的 PE 分别为 12X/10X/9X。目标市值 437 亿港元，每股 14.90 港币，有 64% 的上涨空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 民航业基础设施投资不及预期；2) 对国外 GDS 准入政策进一步放开。

市场数据：2024年09月10日

收盘价(港币)	9.37
恒生中国企业指数	6002.91
52周最高/最低(港币)	15.18/7.35
H股市值(亿港元)	274.19
流通H股(百万股)	932.56
汇率(人民币/港币)	1.0982

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

胡雪飞 A0230522120002
huxf@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

胡雪飞 A0230522120002
huxf@swsresearch.com

联系人

胡雪飞
(8621)23297818x
huxf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,210	6,984	8,225	9,081	10,039
同比增长率(%)	-5%	34%	18%	10%	11%
归母净利润(百万元)	626	1,399	2,071	2,371	2,623
同比增长率(%)	14%	123%	48%	14%	11%
每股收益(元/股)	0.21	0.48	0.71	0.81	0.90
净资产收益率(%)	3%	7%	10%	10%	10%
市盈率	39	17	12	10	9
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

1. 2024H1，公司收入和净利润均超预期

2024H1，公司收入 40.42 亿元，同比增长 22%；归母净利润 13.67 亿元，同比增长 14%。我们在 2024 年 7 月 10 日发布的《长期乐观，短期 Q2 业绩逐渐明朗 — 计算机行业 2024Q2 暨 2024H1 业绩前瞻》预测收入 36.00 亿元，净利润 10.00 亿元。实际经营结果收入超过预测 4.42 亿元，净利润超过预测 3.67 亿元。公司收入超预期主要得益于民航运输业需求的回暖，公司系统处理的航班订座总量同比高增；公司净利润超预期主要得益于公司成本控制的有效性。

薪酬中高增长，弥补 2022-2023 年，预示成长信心恢复。2024H1，人工成本为 937.8 百万元，同比增长 31.7%。人均来看，2024 年人均半年薪酬上涨到 14.2 万元，较 2023 年的 10.7 万元同比上涨 32.7%。公司的涨薪一方面是对过去几年没涨薪的补偿，另一方面也彰显了公司对未来业绩持续恢复的信心。

2. 2024H1，航班订座总量恢复至 2019 年的 104%

2024H1，公司处理的国内外商营航空公司的航班订座总量为 3.5 亿单，同比增长 24%，恢复至 2019 年的 104%。其中，中国商营航空公司航班订座量（国际段）为 0.38 亿单，同比增长 193%，恢复至 2019 年的 76%；中国商营航空公司航班订座量（国内段）为 3.08 亿单，同比增长 16%，恢复至 2019 年的 112%；中国商营航空公司航班订座量（国际段+国内段）为 3.46 亿单，同比增长 24%，恢复至 2019 年的 107%；外国商营航空公司航班订座量为 0.06 亿单，同比增长 27%，恢复至 2019 年的 49%。

表 1：2024H1，公司电子旅游分销(ETD)系统处理的航班订座量明细（订座量单位：亿单）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
中国商营航空公司航班订座量（国际段）	0.0574	0.0625	0.0618	0.0649	0.0638	0.0668
YoY (%)	493%	410%	243%	163%	122%	90%
环比 (%)	6%	9%	-1%	5%	-2%	5%
每月占比 2019 (%)	69%	77%	75%	78%	77%	81%
累积占比 2019 (%)	69%	73%	74%	75%	75%	76%
中国商营航空公司航班订座量（国内段）	0.5066	0.5517	0.5019	0.4901	0.5165	0.5134
YoY (%)	493%	410%	243%	163%	122%	90%
环比 (%)	6%	9%	-1%	5%	-2%	5%
每月占比 2019 (%)	111%	120%	110%	108%	111%	113%
累积占比 2019 (%)	111%	115%	114%	112%	112%	112%
中国商营航空公司航班订座量（国际段+国内段）	0.5640	0.6141	0.5637	0.5551	0.5802	0.5801
YoY (%)	44%	45%	26%	12%	14%	11%
环比 (%)	13%	9%	-8%	-2%	5%	-0.02%
每月占比 2019 (%)	105%	113%	105%	103%	106%	108%
累积占比 2019 (%)	105%	109%	108%	106%	106%	107%
外国商营航空公司航班订座量	0.0101	0.0089	0.0112	0.0110	0.0109	0.0109
YoY (%)	116%	14%	16%	32%	15%	12%
环比 (%)	%	-%	%	-%	-%	%

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
每月占比 2019 (%)	58%	55%	48%	47%	44%	47%
累积占比 2019 (%)	58%	57%	53%	51%	50%	49%
国内外商营航空公司的航班订座总量	0.5741	0.6230	0.5749	0.5661	0.5912	0.5910
YoY (%)	45%	45%	25%	13%	14%	11%
环比 (%)	13%	9%	-8%	-2%	4%	-0.02%
每月占比 2019 (%)	103%	112%	102%	101%	103%	105%
累积占比 2019 (%)	103%	107%	106%	105%	104%	104%

资料来源：中国航信官网，申万宏源研究

表 2：2024H1，累计口径下公司电子旅游分销(ETD)系统处理的航班订座量明细 (订座量单位：亿单)

	2019H1	2023 H1	2024H1	YOY(%)	占比2019(%)
中国商营航空公司航班订座量 (国际段)	0.4961	0.1285	0.3772	193%	76%
中国商营航空公司航班订座量 (国内段)	2.7488	2.6607	3.0802	16%	112%
中国商营航空公司航班订座量 (国际段+国内段)	3.2449	2.7892	3.4573	24%	107%
外国商营航空公司航班订座量	0.1279	0.0496	0.0630	27%	49%
国内外商营航空公司的航班订座总量	3.3728	2.8389	3.5203	24%	104%

资料来源：中国航信官网，申万宏源研究

注 1：YoY(%)是 2024 年 1 月-6 月累计订座量同比 2019 年 1 月-6 月累计订座量

注 2：占比 2019 (%) 是指 2024 年 1 月-6 月累计订座量占比 2019 年 1 月-6 月累计订座量

3. 2024 年 1 月-7 月,航班订座总量恢复至 2019 年的 106%

2024 年 1 月-7 月，公司处理的国内外商营航空公司的航班订座总量为 4.2 亿单，同比增长 22%，恢复至 2019 年的 106%。其中，中国商营航空公司航班订座量（国际段）为 0.45 亿单，同比增长 161%，恢复至 2019 年的 77%；中国商营航空公司航班订座量（国内段）为 3.69 亿单，同比增长 14%，恢复至 2019 年的 113%；中国商营航空公司航班订座量（国际段+国内段）为 4.14 亿单，同比增长 22%，恢复至 2019 年的 108%；外国商营航空公司航班订座量为 0.07 亿单，同比增长 24%，恢复至 2019 年的 49%。

表 3：2024 年 1 月-7 月，公司电子旅游分销(ETD)系统处理的航班订座量明细 (订座量单位：亿单)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
中国商营航空公司航班订座量 (国际段)	0.0574	0.0625	0.0618	0.0649	0.0638	0.0668	0.0763
YoY (%)	493%	410%	243%	163%	122%	90%	68%
环比 (%)	6%	9%	-1%	5%	-2%	5%	14%
每月占比 2019 (%)	69%	77%	75%	78%	77%	81%	85%
累积占比 2019 (%)	69%	73%	74%	75%	75%	76%	77%
中国商营航空公司航班订座量 (国内段)	0.5066	0.5517	0.5019	0.4901	0.5165	0.5134	0.6064
YoY (%)	493%	410%	243%	163%	122%	90%	68%
环比 (%)	6%	9%	-1%	5%	-2%	5%	14%
每月占比 2019 (%)	111%	120%	110%	108%	111%	113%	119%
累积占比 (%)	%	%	%	%	%	%	%

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
中国商营航空公司航班订座量 (国际段+国内段)	0.5640	0.6141	0.5637	0.5551	0.5802	0.5801	0.6827
YoY (%)	44%	45%	26%	12%	14%	11%	111%
环比 (%)	13%	9%	-8%	-2%	5%	-0.02%	17.67%
每月占比 2019 (%)	105%	113%	105%	103%	106%	108%	114%
累积占比 2019 (%)	105%	109%	108%	106%	106%	107%	108%
外国商营航空公司航班订座量	0.0101	0.0089	0.0112	0.0110	0.0109	0.0109	0.0112
YoY (%)	116%	14%	16%	32%	15%	12%	112%
环比 (%)	9%	-12%	26%	-2%	-1%	0%	3%
每月占比 2019 (%)	58%	55%	48%	47%	44%	47%	48%
累积占比 2019 (%)	58%	57%	53%	51%	50%	49%	49%
国内外商营航空公司的航班订座总量	0.5741	0.6230	0.5749	0.5661	0.5912	0.5910	0.6939
YoY (%)	45%	45%	25%	13%	14%	11%	11%
环比 (%)	13%	9%	-8%	-2%	4%	-0.02%	17.41%
每月占比 2019 (%)	103%	112%	102%	101%	103%	105%	112%
累积占比 2019 (%)	103%	107%	106%	105%	104%	104%	106%

资料来源：中国航信官网，申万宏源研究

表 4: 2024 年 1 月-7 月，累计口径下公司电子旅游分销(ETD)系统处理的航班订座量明细 (订座量单位: 亿单)

	2019年1-7月	2023年1-7月	2024年1-7月	YOY(%)	占比 2019(%)
中国商营航空公司航班订座量 (国际段)	0.5858	0.1739	0.4534	161%	77%
中国商营航空公司航班订座量 (国内段)	3.2566	3.2301	3.6865	14%	113%
中国商营航空公司航班订座量 (国际段+国内段)	3.8424	3.4039	4.1400	22%	108%
外国商营航空公司航班订座量	0.1514	0.0597	0.0742	24%	49%
国内外商营航空公司的航班订座总量	3.99	3.46	4.21	22%	106%

资料来源：中国航信官网，申万宏源研究

注 1: YoY(%)是 2024 年 1 月-7 月累计订座量同比 2019 年 1 月-7 月累计订座量

注 2: 占比 2019 (%) 是指 2024 年 1 月-7 月累计订座量占比 2019 年 1 月-7 月累计订座量

4. 公司合理的估值应为 437 亿港元

选择广联达和中望软件两家公司作为中航信的可比公司。原因有以下两点：1) 中航信是纯软件公司，广联达和中望软件也都是纯软件公司。纯软件公司拥有相似的成长性，软件产品的粘性和续约率通常都较高，可以维持很好的现金流增速和高毛利率。2) 中航信是航空旅游业信息化领域的领军软件公司，广联达和中望软件分别是建筑软件和 CAD 软件领域的领军公司。

计算出公司的合理估值应该在 437 亿港元，每股价格为 14.90 港元，较当前有 64% 的上涨空间，维持“买入”评级。尽管 24H1 净利润超预期，但是考虑到 24H2 的激励费和 Capex 可能高增，预计下半年成本增速高于上半年，因此维持净利润预测。2025 年，可比公司的市值加权平均 PE 为 35X。此外，考虑到中航信是港股公司，相对于 A 股公司有一定的折价。选取同时在 A 股和 H 股上市的家 TMT 行业公司，比较每家公司在 A 股

和 H 股的价格差异, 计算得出 H 股的平均折价为 52%, 因此给予中航信 52% 的港股折价。计算出公司的合理估值应该在 437 亿港元, 每股价格为 14.90 港元, 较当前有 64% 的上涨空间, 维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2024/9/10	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002410.SZ	广联达	156	538	775	968	29	20	16
688083.SH	中望软件	77	82	119	163	94	65	47
总市值		234						
平均值						61	42	32
市值加权平均值						50	35	26
0696.HK	242	2,071	2,371	2,623	12	10	9	242

注 1: 可比公司的归母净利润为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 6: 选取同时在 A 股和 H 股上市的 TMT 行业公司, 计算出港股的平均折价为 52%

A 股代码	港股代码	公司名称	A 股价格 (元)	H 股价格 (港元)	H 股价格 (元)	港股折价
000063.SZ	0763.HK	中兴通讯	24	15	13.53	43%
601869.SH	6869.HK	长飞光纤	23	8	6.97	69%
688981.SH	0981.HK	中芯国际	45	16	14.21	68%
601811.SH	0811.HK	新华文轩	14	9	8.27	43%
601728.SH	0728.HK	中国电信	6	4	3.97	36%
平均						52%

注 1: 股价用的是 2024/9/10 收盘时的数据

注 2: 人民币/港币汇率使用 2024/9/10 的数据, 即 1.0982

注 3: 港股折价基于 A 股价格 (元) 和港股价格 (元) 计算得出

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 7: 公司利润表预测 (单位: 百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5210	6984	8225	9081	10039
营业成本	3090	3317	3783	4087	4518
税金及附加	72	82	96	106	118
销售费用	107	129	152	168	186
管理费用	922	1062	1151	1271	1406
研发费用	702	863	987	1090	1205
财务费用	(163)	(152)	(82)	(91)	(100)
营业总成本	4730	5301	6088	6631	7331
其他收益	77	73	86	95	105
投资收益 (损失以“-”填列)	31	82	96	106	117
公允价值变动收益 (损失以“-”填列)	37	68	80	89	98
信用减值损失 (损失以“-”填列)	(59)	(304)	(82)	(91)	(100)
资产减值损失 (损失以“-”填列)	0				
资产处置收益 (损失以“-”填列)	136	3	0	0	(2)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业利润	700	1605	2318	2650	2928
加：营业外收入	49	22	22	27	30
减：营业外支出	13	14	16	16	15
利润总额	735	1612	2324	2660	2943
减：所得税费用	56	164	180	206	228
净利润	679	1448	2144	2454	2714
归属于母公司股东的净利润	626	1399	2071	2371	2623
少数股东损益	53	49	72	83	92

资料来源：公司年报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。