



中国民航信息网络 (00696.HK)

2025 年 01 月 22 日

买入（首次评级）
港股公司深度研究
证券研究报告

民航信息服务龙头 壁垒深厚增长可期

公司简介

民航信息服务龙头，业务与业绩显著恢复。中国民航信息网络成立于 2000 年，主要围绕民航旅客出行，为航空公司、机场、代理人等相关方提供计算机信息服务，公司运营的核心系统被列为国务院监管的八大重点系统之一。受公共卫生事件影响，2020-2023 年业务量及部分业务收入回落。随着旅客量恢复，2024 年前 11 个月，公司系统处理量同比增长 19%，较 2019 年增长 6%。2024H1 主要财务指标基本恢复至 2019 年水平，实现收入 40.4 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润 13.7 亿元，同比增长 13.9%。2019-2023 年公司派息率稳定持续，均为 40%。

投资逻辑：

航空信息技术服务（AIT）优势突出且增长可期。公司 GDS 系统（Global Distribution System，即全球分销系统）托管除春秋航空、九元航空外的所有国内航司及部分海外航司，系统处理量位居全球前三。公司 GDS 主导地位稳固，一方面境外 GDS 准入受限，境外 GDS 只可在特定条件下开展部分业务，另一方面公司定价低于境外 GDS，2023 年公司 AIT 单价仅为 Amadeus 与 Sabre 的 13.4%、15.1%。公司系统处理量与民航旅客量高度相关，AIT 业务收入增长可期：（1）旅客量增长：短期刺激政策与免签政策推动，长期经济发展支撑，预计 2025 年将保持高个位数增长，带动公司系统处理量提升；（2）单价改善：外航 AIT 业务单价较高，未来国际旅客量预期恢复较快，结构改善或带动公司 AIT 单价上升。

系统集成服务空间广阔，AIT 延伸业务稳健增长。（1）系统集成业务 2024H1 收入 6.8 亿元，同比大增 112%，具备周期性特征，其中公司离港前端系统在国内机场具备主导地位，“十四五”末民用运输机场预计达 270 个以上，2035 年约 450 个，未来机场建设规划将带来发展机遇。（2）结清算服务 2024H1 收入 2.78 亿元，同比增长 50%，业务收入增长与旅客量增长相关。（3）数据网络服务 2024H1 收入为 2.16 亿元，同比增长 7.3%。因 GDS 网络效应明显，国内代理人大多使用公司的系统来处理相关业务，该项收入波动小，2019-2023 年收入稳定在 3 亿元以上。

盈利预测、估值和评级

预计 2024-2026 年公司归母净利润为 17 亿元、21 亿元、25 亿元，采用 DCF 估值，目标价为 11.92 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期风险、信用减值风险、政策风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.410 元

目标价（港币）：11.92 元



主要财务指标（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,210	6,984	8,002	8,616	9,249
营业收入增长率	-4.86%	34.04%	14.58%	7.67%	7.35%
归母净利润(百万元)	626	1,399	1,723	2,083	2,489
归母净利润增长率	13.64%	123.30%	23.13%	20.94%	19.47%
摊薄每股收益(元)	0.214	0.478	0.589	0.712	0.851
每股经营性现金流净额	0.41	-0.09	0.65	0.83	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.26%	6.83%	7.98%	9.08%	10.14%
P/E	68.66	25.69	14.79	12.23	10.24
P/B	2.24	1.76	1.18	1.11	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、全球 GDS 行业龙头，深耕行业四十余年	5
1.1 中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商	5
1.2 航空信息技术服务为第一大业务，收入规模基本恢复 2019 年	7
1.3 营业收入双位数增长，盈利能力明显恢复	9
二、航空信息技术服务：主导地位稳固，长期增长确定	11
2.1 公司 GDS 系统在国内处于主导地位，护城河较深	11
2.2 伴随旅客量及结构恢复，航空信息技术服务收入有望持续增长	14
三、其他主营业务：系统集成空间广阔，AIT 延伸业务稳健增长	18
3.1 系统集成：离港系统具备主导优势，未来发展空间广阔	18
3.2 结清算业务：旅客量恢复增长，代理结算费用同比大增	20
3.3 数据网络服务：GDS 网络效应强，数据网络服务收入稳定	20
四、盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值与评级	22
五、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司是民航信息服务先驱，深耕行业 40 余年	5
图表 2：公司拥有完整的航空旅游业信息技术服务产业链	5
图表 3：公司全球分销系统 GDS 的运作流程	6
图表 4：航班控制系统 ICS、计算机分销系统 CRS、机场旅客处理系统 APP 概念	6
图表 5：公司实际控制人为国务院国资委，三大航空集团均参股公司	7
图表 6：公司主要业务包括航空信息技术、结算及清算、系统集成及数据网络服务	7
图表 7：航空信息技术服务为第一大业务	8
图表 8：2024H1 公司航空信息技术服务收入占比回升	8
图表 9：受公共卫生事件影响，2020-2023 年公司航空信息技术等收入较 2019 年回落	9
图表 10：2024H1 公司各板块业务收入基本恢复至 2019 年	9
图表 11：2024H1 收入同比增长 22.2%	10
图表 12：2024H1 归母净利润同比增长 13.9%	10
图表 13：2024H1 公司盈利能力恢复至 2019 年	10
图表 14：公司资本开支节奏放缓	11
图表 15：公司现金及现金等价物储备充足	11



图表 16:	公司派息率维持在 40%.....	11
图表 17:	公司托管航空公司数量高达 59 家.....	12
图表 18:	公司系统覆盖全国 99%的机场.....	12
图表 19:	公司为全球四大分销系统 (GDS) 之一.....	12
图表 20:	全球四大 GDS 公司对比.....	12
图表 21:	我国对境外 GDS 的市场准入政策.....	13
图表 22:	公司 GDS 收费标准受民航局上限指导.....	13
图表 23:	全球三大 GDS 单价对比.....	14
图表 24:	2024 年整体客运量超 2019 年.....	14
图表 25:	2024 年国内航线客运量超 2019 年.....	15
图表 26:	11 月国际地区航线客运量恢复 9 成.....	15
图表 27:	公司国内航系统处理量趋势与民航整体客运量基本一致.....	15
图表 28:	2024M1-M11 公司系统总处理量较 2019 年增长 6%.....	15
图表 29:	2024H1 公司航空信息技术服务收入同比增长 19.8%.....	15
图表 30:	2024 年 9 月末以来一系列刺激消费的政策出台.....	16
图表 31:	免签政策国家范围不断扩大.....	16
图表 32:	人均乘机次数与人均 GDP 正相关.....	17
图表 33:	我国经济持续保持着平稳发展的态势.....	17
图表 34:	2020 年前我国航空客运量保持双位数增长.....	18
图表 35:	2024-2025E 民航客运量预测.....	18
图表 36:	公司国内航国际段及外国航司业务量有待恢复.....	18
图表 37:	单位 AIT 收入有待提升.....	18
图表 38:	2024H1 系统集成服务收入同比增长 111.90%.....	19
图表 39:	公司处理离港旅客量规模同比大增.....	19
图表 40:	公司 APP 前端系统服务的境外机场达 165 家.....	19
图表 41:	2023 年末公司系统集成在建项目超 130 个.....	19
图表 42:	民用运输机场建设目标明确.....	19
图表 43:	2024H1 结算及清算服务收入同比增长 50%.....	20
图表 44:	2024H1 公司结算清算系统交易量同比+36.0%.....	20
图表 45:	2024H1 公司代理结算的金额同比+66.6%.....	20
图表 46:	GDS 具备网络效应.....	21
图表 47:	公司数据网络收入稳定.....	21
图表 48:	公司 AIT 业务量预测.....	21
图表 49:	公司收入预测.....	21
图表 50:	公司总成本预测.....	22



图表 51: 公司现金流量折现法	22
图表 52: 公司现金流量折现法假设	23
图表 53: 股价敏感性分析 (单位: 港币)	23
图表 54: 可比公司估值比较	23



一、全球 GDS 行业龙头，深耕行业四十余年

1.1 中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商

公司专业从事航空运输旅游信息服务。中国民航信息网络（以下简称“公司”）成立于 2000 年，次年在港交所上市。公司是中国境内航空旅游信息技术解决方案的主要供应商，围绕民航旅客出行，为航空公司、机场、代理人等相关方提供计算机信息服务。

公司是民航信息服务先驱。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。中国民航业发展初期，由于航司自建系统能力较弱，同时需要确保民航数据安全，1985 年起中国民航计算机总站建立了航班控制系统及民航商务数据网络，后逐渐发展成为中国民航信息网络。

图表1：公司是民航信息服务先驱，深耕行业 40 余年



来源：公司官网，国金证券研究所

公司运营的核心系统被列为国务院监管的八大重点系统之一。公司整体系统建设至今已经 40 多年，目前构建了四大核心系统，分别是航班控制系统 ICS、计算机分销系统 CRS、机场旅客处理系统 APP 以及结清算系统。作为事关中国民航运作的重要系统，公司系统被列入国务院监管的八大重点系统之一。

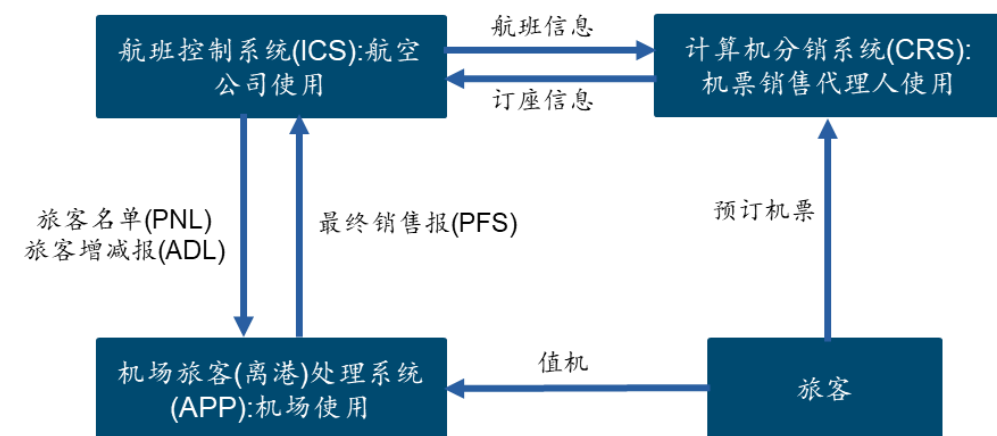
图表2：公司拥有完整的航空旅游业信息技术服务产业链



来源：公司官网，国金证券研究所



图表3: 公司全球分销系统 GDS 的运作流程



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表4: 航班控制系统 ICS、计算机分销系统 CRS、机场旅客处理系统 APP 概念

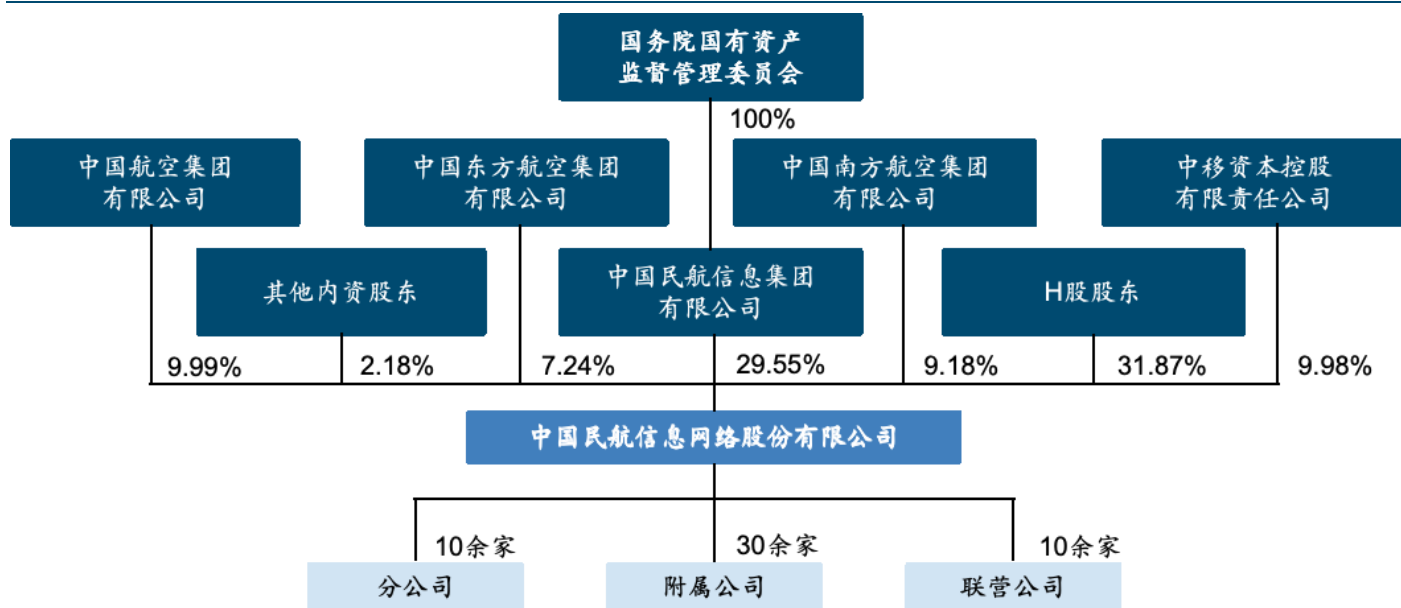
系统名称	概念解析	工作流程
航班控制系统 ICS	航空公司用于管理航班座位库存、定价、销售和控制的 航空公司创建新航班计划时录入信息, 实时更中心平台, 拥有独立数据库、用户群与控制机制, 涵盖新座位可用状态, 接收来自 CRS 的预订信息, 航班时刻表、座位分配、票价管理、收益分析等功能	锁定座位并更新库存
计算机分销系统 CRS	作为航空公司与机票代理商之间的桥梁, 提供航班可利 代理人或在线平台查询航班信息时, 从 ICS 系用情况查询、航段销售、订座记录等功能, 帮助代理人 统获取实时数据展示给用户, 旅客决定购票后, 完成机票预订与销售	代理人在 CRS 系统建立订座信息, 自动传输给 ICS 确认座位预订, 顺利则完成出票
机场旅客处理系统 APP	机场人员使用, 是机场旅客服务重要组成部分, 负责旅 航班起飞前 48 小时内对航班初始化, 接收来自客值机、配载平衡、航班数据控制、登机控制等, 保障 ICS 的 PNL 报, 依据航班实际情况做配载平衡、航班安全准时起飞	分配行李舱位、打印登机牌, 航班起飞后向 ICS 发送 PFS 报

来源: csdn, 国金证券研究所

公司实际控制人为国务院国资委。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司控股股东是中国民航信息集团, 持股 29.55%, 实际控制人为国务院国资委。三大航空集团均参股公司, 其中中航集团持股比例为 9.99%, 东航集团持股比例为 7.24%, 南航集团持股比例为 9.18%。



图表5：公司实际控制人为国务院国资委，三大航空集团均参股公司



来源：公司官网，wind，国金证券研究所

1.2 航空信息技术服务为第一大业务，收入规模基本恢复 2019 年

公司主要业务包括航空信息技术、结算及清算、系统集成及数据网络服务。航空信息技术服务主要向航空公司提供 GDS 打包服务，收入直接与旅客流量相关，为公司第一大业务板块，2024H1 该项业务收入占比为 56%；系统集成服务为公司第二大业务板块，主要向机场提供信息集成、软件集成以及硬件集成服务，该项业务按照项目制，依据项目工程进度分阶段验收来确认收入，故收入规模存在波动，2024H1 该项业务收入占比 17%。2024H1 结算及清算服务、数据网络服务收入占比则分别为 7%、5%。

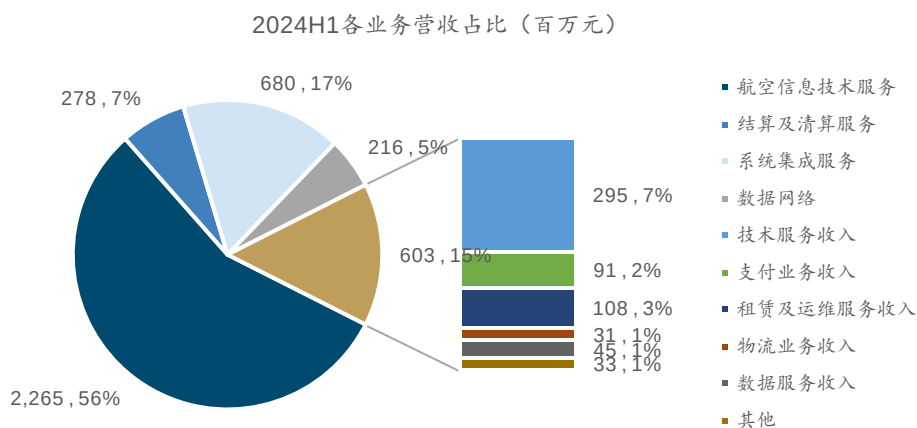
图表6：公司主要业务包括航空信息技术、结算及清算、系统集成及数据网络服务

业务板块	主要服务对象	服务内容	收费模式	特点
航空信息技术服务	国内航空公司（除春秋航空、九元航空）、外国及地区航空公司	提供电子旅游分销服务（包括 ICS、CRS、APP）	国内航司：民航局限价 9.9 元 / 客航段，阶梯式定价，依业务处理量定单价，递大递减 航：参照市场价格，按连接等级依客航段固定收费，以外币计价受汇率影响	为全球前三大 GDS
结算及清算服务	航空公司、机场、代客货邮运的结算人等		受票据处理量与票面金额影响	全球最大的 BSP 数据处理中心
系统集成服务	机场等	硬件集成、软件集成、数据信息集成	项目制，依项目工程进度分阶段验收确认收入	处于完全竞争市场，需投标获取项目，部分业务市场占有率高，收入有波动、周期性
数据网络	代理人	分销信息技术服务	按配置账号固定收费或根据实际使用流量收费	国内市场主导地位，国内代理人多使用公司系统

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

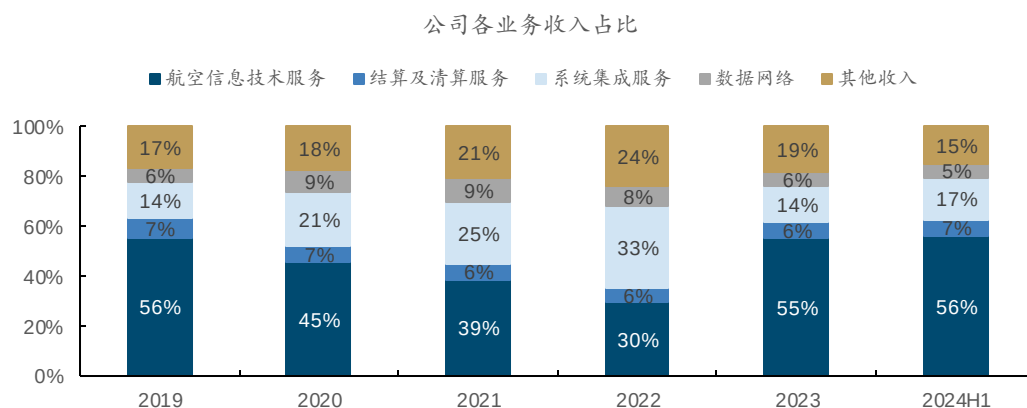


图表7: 航空信息技术服务为第一大业务



来源：公司公告，国金证券研究所 备注：本报告中除股价外均为人民币计价。

图表8: 2024H1 公司航空信息技术服务收入占比回升

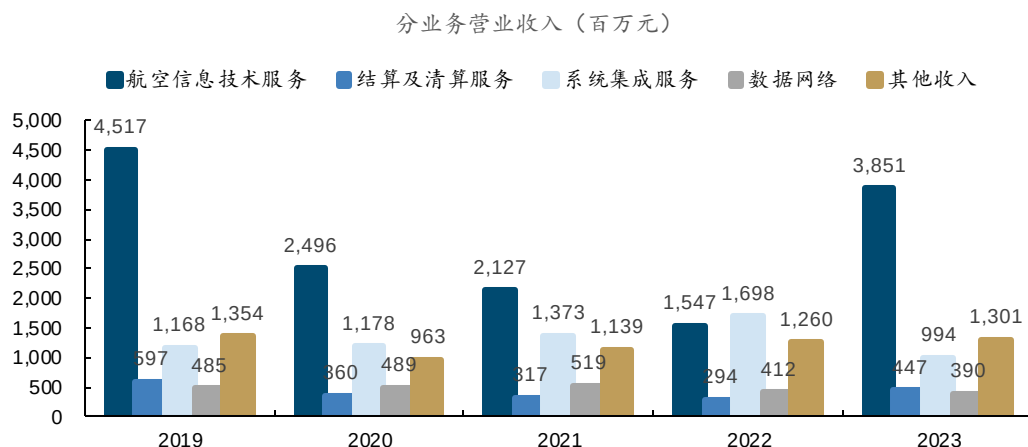


来源：公司公告，国金证券研究所

公司各板块业务收入基本恢复至 2019 年。受公共卫生事件影响，2020-2023 年公司航空信息技术服务、结算及清算服务收入较 2019 年回落；系统集成服务受项目完成进度影响，每年度贡献收入存在波动。伴随旅客量的恢复，2024H1 公司航空信息技术服务收入为 22.65 亿元，同比增长 19.8%；结算及清算服务 2.78 亿元，同比增长 50.0%；系统集成服务 6.80 亿元，同比增长 111.9%；数据网络 2.16 亿元，同比增长 7.3%，均基本恢复至 2019 年。

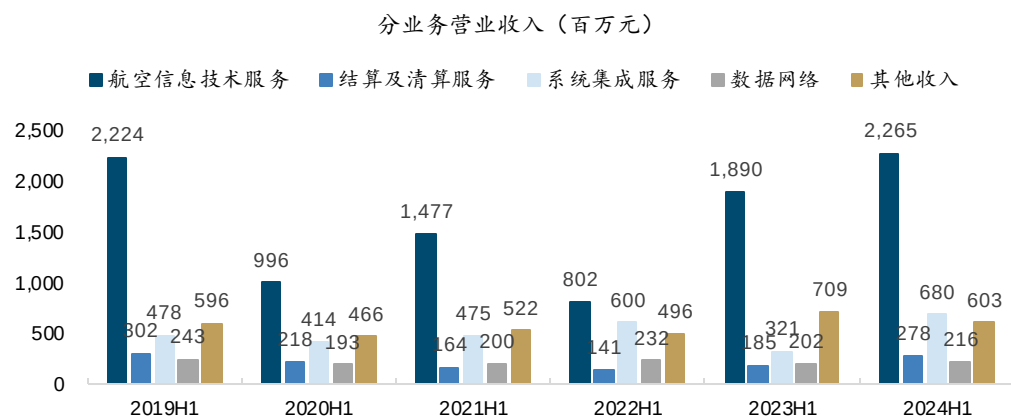


图表9：受公共卫生事件影响，2020-2023 年公司航空信息技术等收入较 2019 年回落



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：2024H1 公司各板块业务收入基本恢复至 2019 年



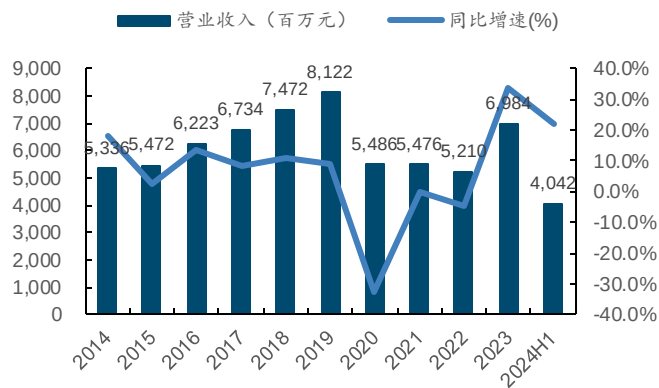
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 营业收入双位数增长，盈利能力明显恢复

收入利润规模同比大幅增长。2014-2019 年，公司收入利润规模增长，2019 年收入达 81 亿元，净利润达 25.4 亿元。2020 年起公共卫生事件影响航空出行需求，民航客运量骤降，公司收入利润均下降。随着民航客运量稳步复苏，2024H1 公司实现收入 40.4 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润 13.7 亿元，同比增长 13.9%；盈利能力亦已基本恢复至 2019 年同期。

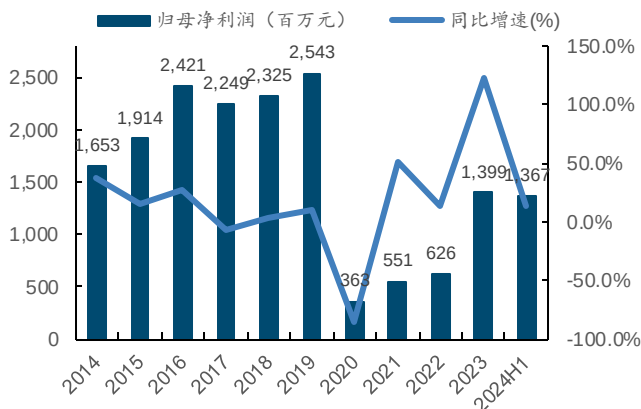


图表11: 2024H1 收入同比增长 22.2%



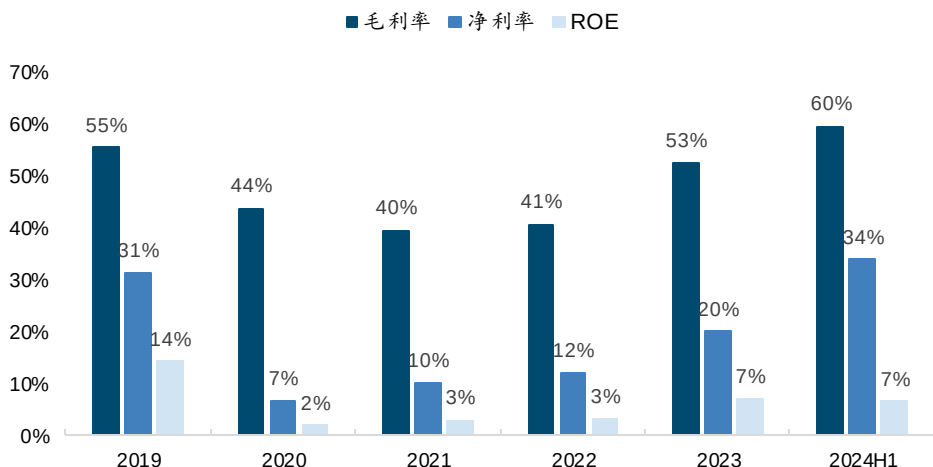
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 2024H1 归母净利润同比增长 13.9%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 2024H1 公司盈利能力恢复至 2019 年



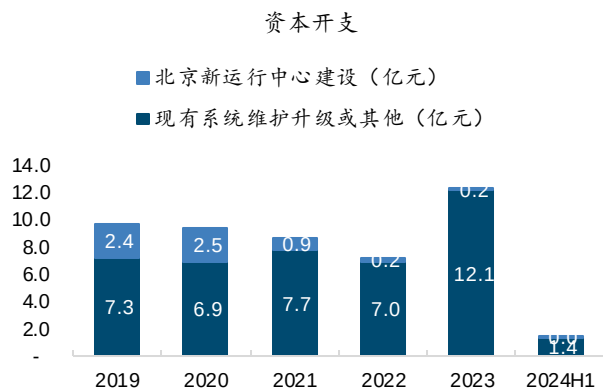
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 2024H1 ROE 为半年度数据, 未年化处理。

公司资本开支放缓, 现金储备持续增长。公司 2023 年资本开支合计 12.3 亿元, 主要为现有系统维护升级。2024H1 资本开支仅 1.4 亿元, 同比下降 61%。相应地, 自 2014 年来公司现金及现金等价物期末余额呈稳步上升态势, 2024H1 余额为 96 亿元, 较 2023 年末增长 31%。

派息政策稳定持续。公司保持稳定持续的派息政策, 每年度以现金方式派发一次年度末期股息, 约占母公司单体报表税后净利润的 30%-40%。2019-2023 年, 公司实际派息率稳定在 40%。考虑利润增长确定性强, 分红政策有望持续, 派息金额有望随之提升。

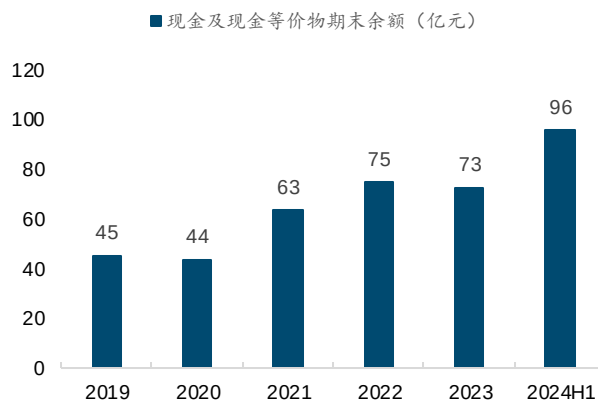


图表14：公司资本开支节奏放缓



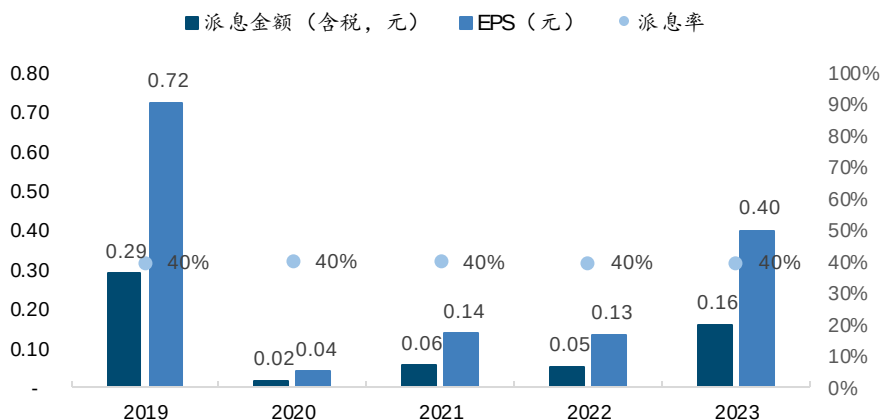
来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：公司现金及现金等价物储备充足



来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：公司派息率维持在 40%



来源：公司公告，国金证券研究所

二、航空信息技术服务：主导地位稳固，长期增长确定

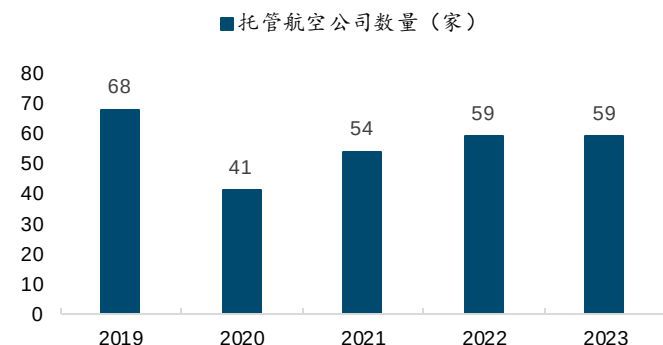
2.1 公司 GDS 系统在国内处于主导地位，护城河较深

公司是中国航空旅游业信息技术解决方案的主导供应商。截至 2023 年末，公司是全球前三大 GDS，公司的订座、离港、分销、结算四大商务信息系统为 59 家系统托管航空公司、400 余家可销售航空公司、257 家国内机场、157 家海外机场提供服务。其中，除春秋航空、九元航空外，所有大陆客运航空公司均将系统交由公司托管；公司系统覆盖国内机场 257 家，占比达 99%，覆盖海外机场达 157 家，数量仍在提升。

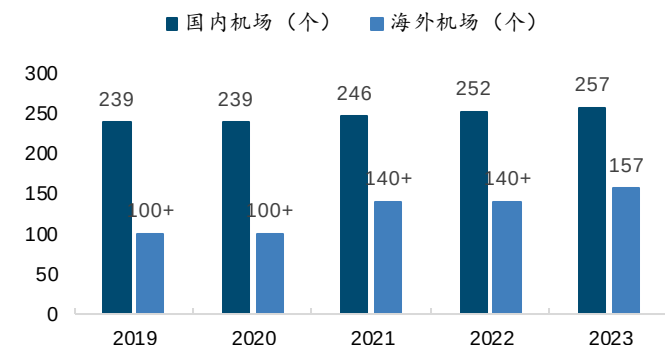


图表17: 公司托管航空公司数量高达 59 家

图表18: 公司系统覆盖全国 99%的机场



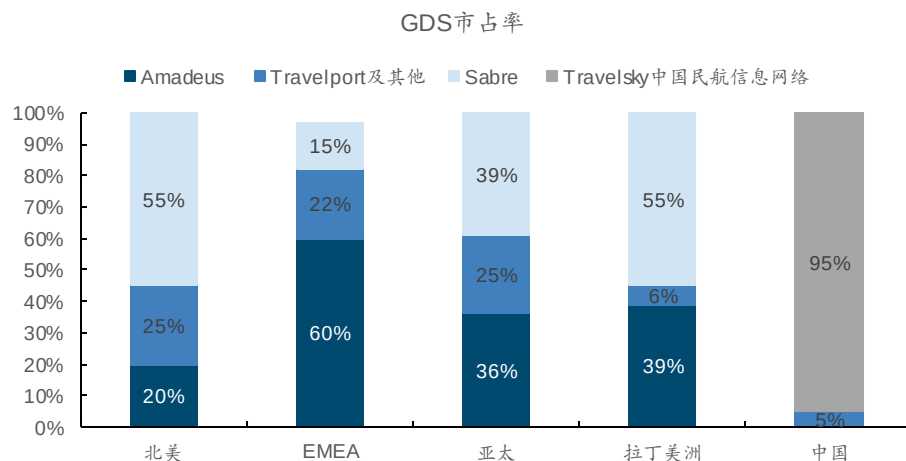
来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

公司为全球四大分销系统 (GDS) 之一。全球四大分销系统分别是: Amadeus、Sabre、Travelport、TravelSky 中国民航信息网络, 其中 Amadeus 的优势市场在欧洲, 是全球最大 GDS 供应商; 中国民航信息网络的优势市场在中国; Sabre 的优势市场在北美、拉美; Travelport 的优势市场在北美和欧洲。

图表19: 公司为全球四大分销系统 (GDS) 之一



来源: 华经产业网, 国金证券研究所

图表20: 全球四大 GDS 公司对比

公司	公司发展历程	主要市场	主要客户	业务情况
Amadeus	1987 年由法国航空、西班牙航空、德国汉莎航空、北欧航空四家联合组建	欧洲、中东、非洲	法航、汉莎航空、西班牙航空等	覆盖超 190 个国家/地区, 约 400+家航司接入 Amadeus 系统, 另有 100+万间客房, 25 家铁路公司, 81 家租车公司等接入
Sabre	1953 年由美国航空与 IBM 联合研发, 1996 年从美国航空独立	北美及拉美、亚太	美联航、美国航空等	覆盖约 200 个国家/地区, 超 400 家航司接入 Sabre 系统, 另有 100+万间客房, 20+铁路公司, 38 家租车公司接入
Travelport	1971 年成立于英国, 由 Worldspan、Apollo、Galileo 三家 GDS 合并组成, Siris and Evergreen 于 2019 年收购 Travelport	美国、欧洲	易捷航空、靛蓝航空、瑞安航空等	覆盖 165 个国家/地区, 超 400 家航司接入 Travelport 系统, 另有 46 家租车公司, 25 家铁路公司接入



公司	公司发展历程	主要市场	主要客户	业务情况
中国民航信息网络	2000 年由中国民航计算机中心联合几大航空公司发起	中国	中国航空、东方航空、南方航空等	为 59 家航空公司托管系统，服务 400 余家可销售航空公司、257 家国内机场、157 家海外机场，其中 CRS 系统与 142 家外国及地区航空公司实现直联

来源：各公司官网，国金证券研究所

公司主导地位稳固。基于数据安全原因，中国对境外 GDS 提供商有政策准入限制，境外 GDS 供应商只可在特定条件下开展部分业务，目前难以对公司在国内市场地位产生实质性冲击。境外 GDS 在中国市场渗透率低，公司在国内主导地位稳固。

图表21：我国对境外 GDS 的市场准入政策

时间	政策	主要内容
2001 年	《中国入世承诺》	- 计算机订座系统服务：外国企业可从境外向中国消费者提供如下服务(跨境交付)：(1) 外国计算机订座系统，若与中国航空企业和中国计算机订座系统订立协议，则可与中国计算机订座连接，向中国空运企业和中国航空代理人提供服务；(2) 外国计算机订座系统可向有权从事经营的外国空运企业在中国通航城市设立的代表处或营业所提供服务；(3) 中国空运企业和外国空运企业的代理直接进入和使用外国计算机订座系统须经中国民航总局批准。 - 中国对于外国企业在中国设立企业或机构不作承诺。
2007 年	《外商投资民用航空业规定》(补充协议三)	允许符合条件的香港、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。设立合资企业的营业许可须进行经济需求测试。
2012 年	《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：(1) 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；(2) 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。
2021 年	《海南自由贸易港跨境服务贸易特别管理措施(负面清单)》	计算机订座系统服务，对于跨境交付方式的管理措施与我国加入 WTO 时关于 CRS 跨境交付模式提供服务所作出的三点承诺一致。

来源：政府网站，民航局，国金证券研究所

公司定价远低于其他 GDS 供应商。公司收费标准受民航局上限指导，且存在业务量递增收费单价阶梯递减的定价方式，2023 年公司航空信息技术服务 AIT 单价(非公司披露单价，仅为 AIT 收入/系统处理量的计算结果)为 6.21 元，分别仅为 Amadeus 与 Sabre 单价(Distribution revenue/bookings)的 13.4%、15.1%。

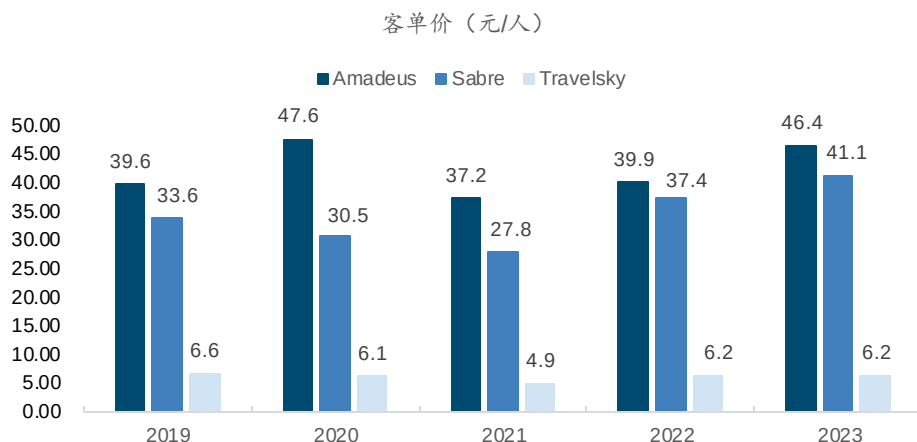
图表22：公司 GDS 收费标准受民航局上限指导

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最高费用按合计基准收取时不得超过
计算机分销系统服务 (CRS)	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
机场旅客处理系统服务 (APP)	受民航局规定的指导价上限，即 (a) 每一旅客航段：国际及地区航线总处理量相关的阶梯定价(即每月处理量愈多，公司收取的单位价格愈低) 7 元、国内航线 4 元；(b) 每班航机收取 500 元配载平衡费

来源：公司公告，国金证券研究所



图表23：全球三大 GDS 单价对比



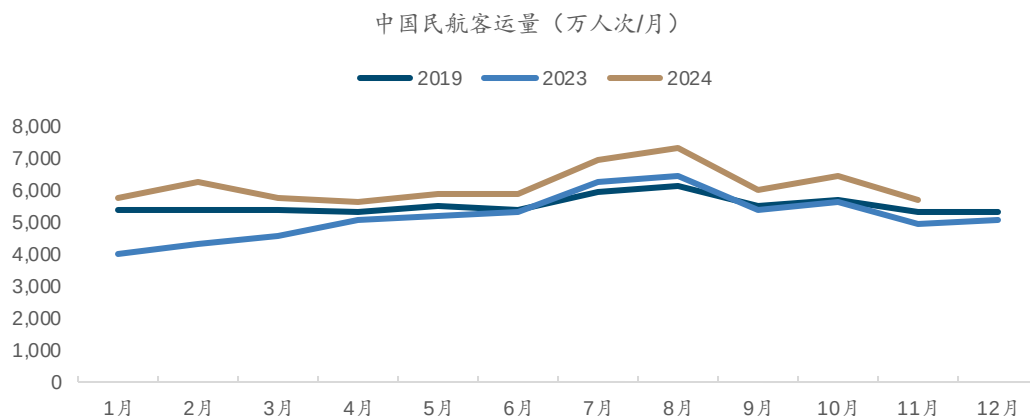
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 伴随旅客量及结构恢复，航空信息技术服务收入有望持续增长

2024 年民航业发展进入需求自然增长阶段。2024 年 1-11 月，中国民航客运量为 6.7 亿人次，同比增长 18%，较 2019 年增长 11%；其中国内线客运量为 6 亿人次，同比增长 13%，较 2019 年增长 14%，国际地区线客运量为 0.7 亿人次，同比增长 119%，恢复至 2019 年 87%（不包括外航）。

公司国内航系统处理量趋势与民航整体客运量基本一致。同期（2024 年 1-11 月），公司系统总处理量为 6.8 亿个，同比增长 19%，较 2019 年增长 6%。（1）中国商营航空公司：处理量 6.6 亿个，其中国内段 5.9 亿个，为 2019 年同期 113%，国际段 0.7 亿个，为 2019 年同期 82%；（2）外国航空公司：处理量 0.1 亿个，恢复至 2019 年 49%。

图表24：2024 年整体客运量超 2019 年

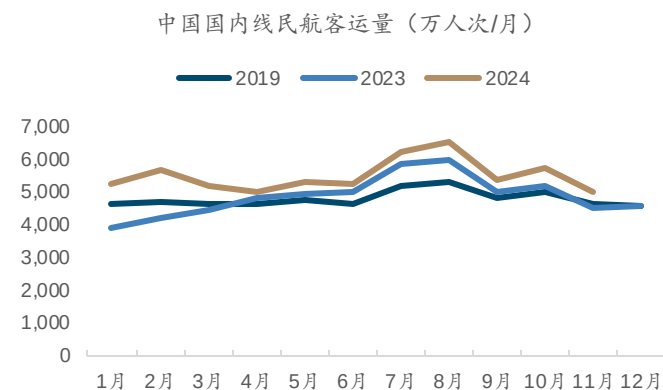


来源：民航局，国金证券研究所

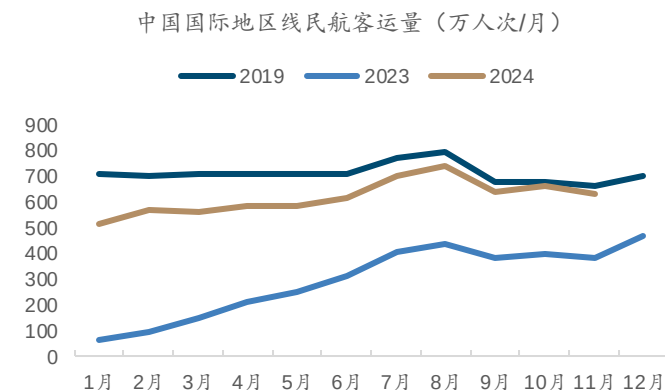


图表25：2024 年国内航线客运量超 2019 年

图表26：11 月国际地区航线客运量恢复 9 成



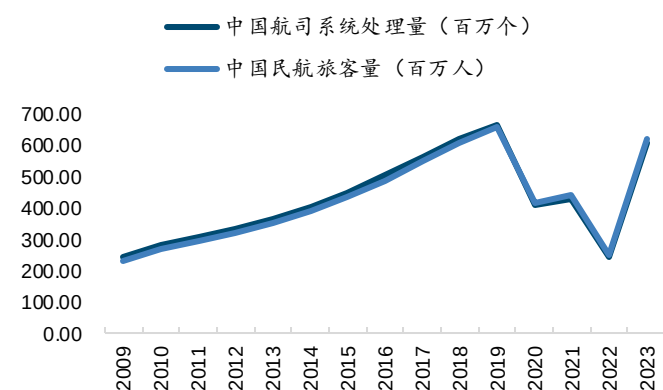
来源：民航局，国金证券研究所



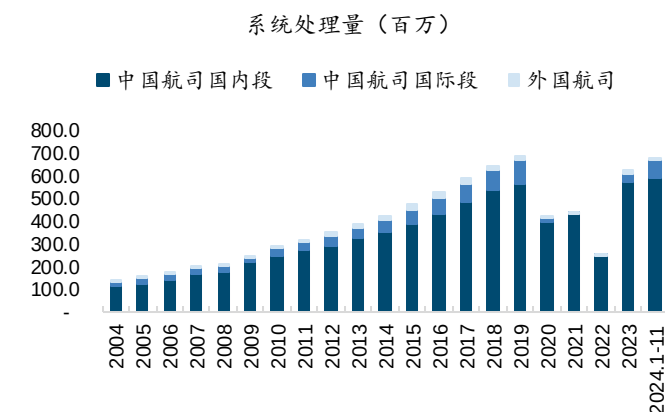
来源：民航局，国金证券研究所

图表27：公司国内航系统处理量趋势与民航整体客运量基本一致

图表28：2024M1-M11 公司系统总处理量较 2019 年增长 6%



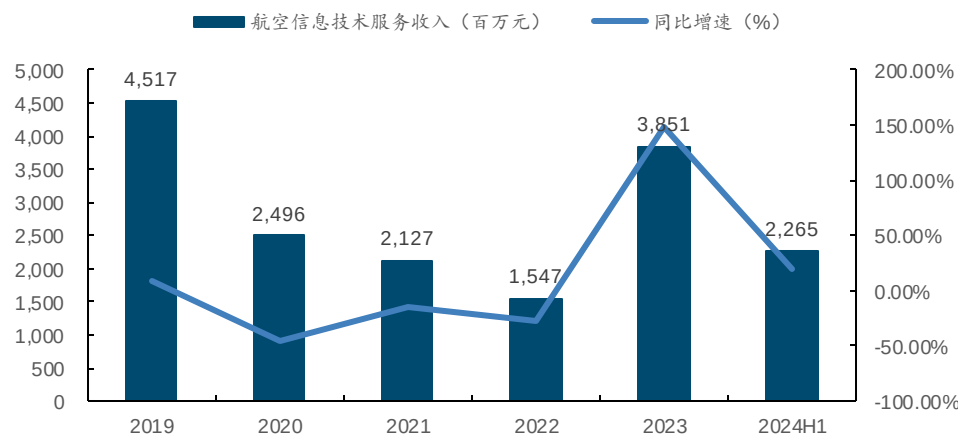
来源：公司公告，民航局、国金证券研究所



来源：公司公告、国金证券研究所

公司航空信息技术服务（AIT）收入与处理量高度相关。由于 AIT 业务的定价受民航局管控，整体相对稳定，公司 AIT 收入主要由业务量增长驱动。2024H1 伴随民航旅客量的增长，公司系统处理量亦持续增长，AIT 收入实现 22.65 亿元，同比增长 19.8%。

图表29：2024H1 公司航空信息技术服务收入同比增长 19.8%





来源：公司公告，国金证券研究所

预期民航旅客量将持续增加：短期看，刺激政策出台推动可选消费的航空需求增长，入境政策优化国际航线有望持续恢复；长期看，经济发展推动航空需求长期增长。

(1) 2024 年 9 月底以来一系列政策陆续发布，多管齐下刺激消费，推动经济稳定增长。2024 年 9 月 26 日中央政治局会议强调加大财政与货币政策力度，涵盖促进消费结构调整、提振资本市场等；9 月 24 日，央行等联合出台金融政策，降低存款准备金率等；11 月 13 日，三部门联合发布房地产相关税收政策，降低住房交易成本。此外，自 2025 年起公民放假日期增加 2 天，春节、劳动节各增 1 天，将刺激出行人次增长。

图表30：2024 年 9 月末以来一系列刺激消费的政策出台

会议/政策类别	主要内容
中央政治局会议	9 月 26 日，中央政治局会议强调加力加量，加大财政与货币政策力度，促进消费结构调整，提振资本市场，帮助民营企业渡过难关，兜底民生，就业优先，保大学生等重点群体就业。
金融政策	9 月 24 日，中国人民银行、金融监管总局、证监会联合出台一揽子金融政策，包括降低存款准备金率和政策利率，降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。
地方政策	多地政府出台促消费政策。例如，上海投入 5 亿元发放“乐·上海”服务消费券，涵盖餐饮、住宿、电影、体育等领域；四川投入超 4 亿元用于发放“蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券和汽车购置、电子产品、住房装修、家电家具耐用品消费贷款贴息。
房地产政策	11 月 13 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，本次税收政策调整主要涉及契税、土地增值税和增值税三个税种，旨在通过税收政策的调整，进一步降低住房交易成本，支持居民刚性和改善性住房需求，缓解房地产企业财务压力，推动房地产市场平稳健康发展。
国务院办公厅通知	自 2025 年 1 月 1 日起，全体公民放假的假日增加 2 天，其中春节、劳动节各增加 1 天，春节自农历除夕起放假调休 8 天，劳动节放假调休 5 天。

来源：政府网站，国金证券研究所

(2) 免签“朋友圈”持续扩容，将促进国际段处理量增长。自 2023 年 12 月 1 日起，中方陆续对法国、德国等众多国家持普通护照人员试行单方面免签政策，或是与新加坡、泰国等达成互免签证协定。

入境政策优化有助于刺激外国人来华需求。2024 年 12 月 17 日起，符合免签条件的俄罗斯、巴西、英国、美国、加拿大等 54 国人员在中国境内停留时间由原来的 72 小时和 144 小时延长为 240 小时。2024 年 1-11 月，全国各口岸入境外国人 2921.8 万人次，同比增长 86.2%；其中，通过免签入境 1744.6 万人次，占入境外国人总数的近 60%。

图表31：免签政策国家范围不断扩大

发布日期	免签政策内容
2023 年 12 月 1 日	中方对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策
2024 年 2 月 9 日	中国和新加坡互免签证
2024 年 3 月 1 日	中国与泰国永久互免签证
2024 年 3 月 7 日	中国宣布对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 个国家持普通护照人员试行免签政策
2024 年 5 月 28 日	中国与格鲁吉亚互免签证
2024 年 6 月 17 日	中方宣布将把澳大利亚纳入单方面免签国家范围
2024 年 6 月 24 日	中方宣布对波兰实施 15 日单方面免签政策
2024 年 9 月 30 日	中国对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行实行 15 天免签政策



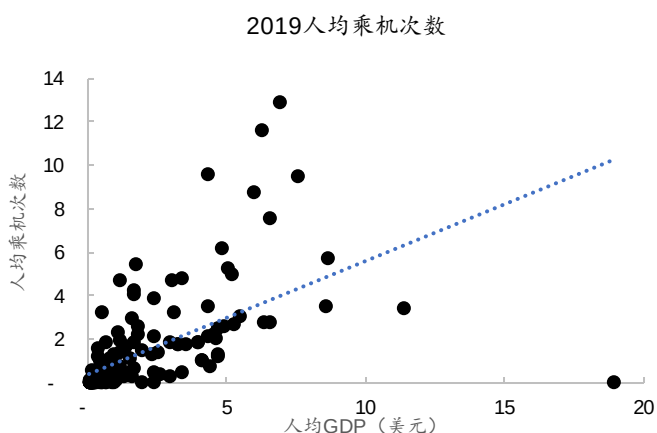
发布日期	免签政策内容
2024 年 11 月 8 日	中方对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国 9 个国家持普通护照人员试行 15 日单方面免签政策
2024 年 11 月 22 日	中方对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策
2024 年 12 月 17 日	即日起，符合免签条件的俄罗斯、巴西、英国、美国、加拿大等 54 国人员在中国境内停留时间由原来的 72 小时和 144 小时延长为 240 小时，同时将原有的 39 个免签入境口岸增加至 60 个，并扩大活动范围

来源：央视新闻，国金证券研究所

(3) 经济发展推动需求长期增长。航空需求与经济密切相关，参考历史经验，人均乘机次数与 GDP 正相关。当前我国经济持续保持着平稳发展的态势，2024 Q4 GDP 同比增长 5%，预计航空出行需求将维持较好增速。

图表32：人均乘机次数与人均 GDP 正相关

图表33：我国经济持续保持着平稳发展的态势



来源：民航局、世界银行、IMF，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

预计 2025 年民航旅客量保持高个位数增长，公司系统处理量将提升。我国民航业仍在发展中，2020 年前民航客运量增速为双位数，预计增长趋势不改。考虑民航客运量基数增大，预计中期增速将降低至高个位数，以 2025 年为例：

(1) 悲观假设：预计 2025 年民航客运量为 2019 年的 118%，同比增长 6%，其中假设国内客运量同比增长 6%，国际地区客运量为 2019 年 95%（国内航司口径，下同）；

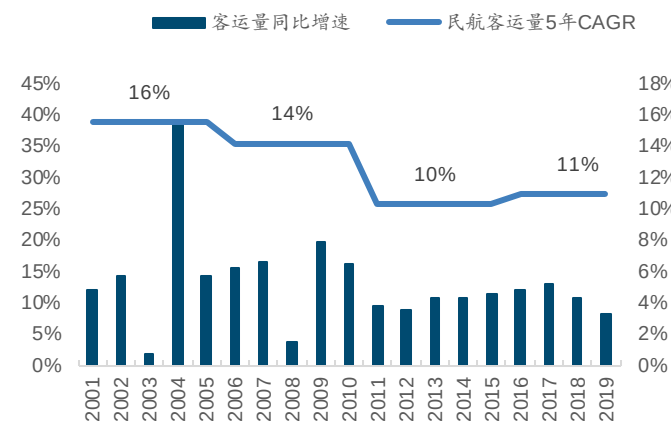
(2) 中性假设：预计 2025 年民航客运量为 2019 年的 119%，同比增长 8%，其中假设国内客运量同比增长 7%，国际地区客运量为 2019 年 100%；

(3) 乐观假设：预计 2025 年民航客运量为 2019 年的 121%，同比增长 9%，其中假设国内客运量同比增长 8%，国际地区客运量为 2019 年 105%。

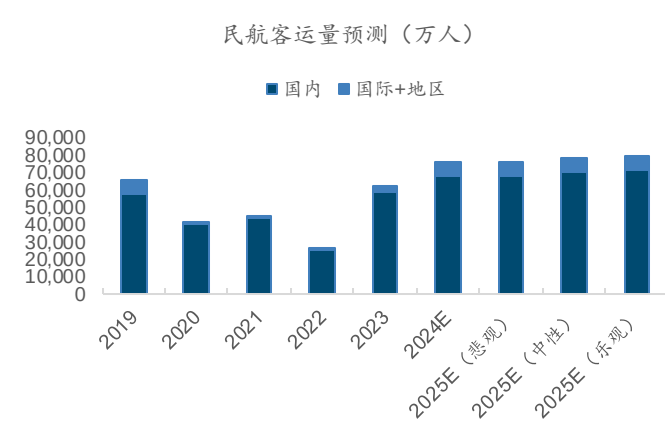


图表34：2020年前我国航空客运量保持双位数增长

图表35：2024-2025E 民航客运量预测



来源：Wind，国金证券研究所 备注：2015-2019 年为 4 年 CAGR

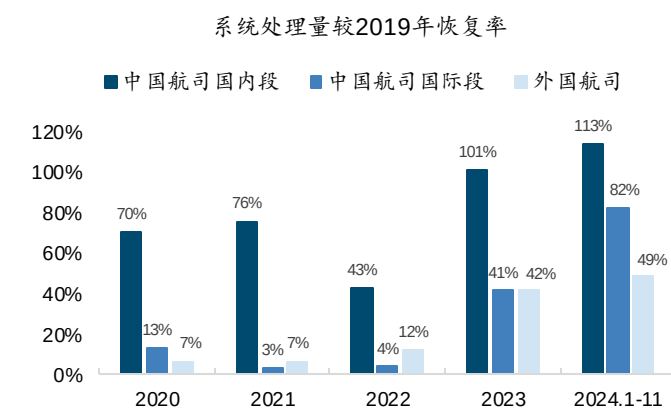


来源：Wind，国金证券研究所

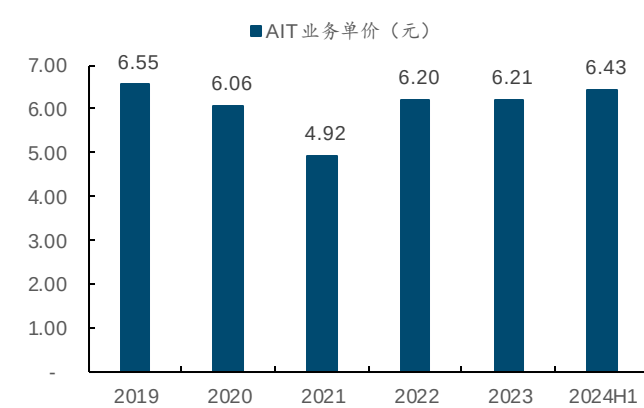
国际恢复将快于国内恢复，公司 AIT 业务单价有望提升。2024 年 1-11 月，公司来自外航的系统处理量仅为 2019 年 49%。外航收费较国内航司高，导致公司 AIT 业务单价尚未恢复到 2019 年水平。过去两年国内航线持续恢复，未来航司将重点恢复国际航线增长，相关处理量预计恢复较快，公司 AIT 业务单价将提升。

图表36：公司国内航国际段及外国航司业务量有待恢复

图表37：单位 AIT 收入有待提升



来源：民航局，国金证券研究所



来源：民航局，国金证券研究所

三、其他主营业务：系统集成空间广阔，AIT 延伸业务稳健增长

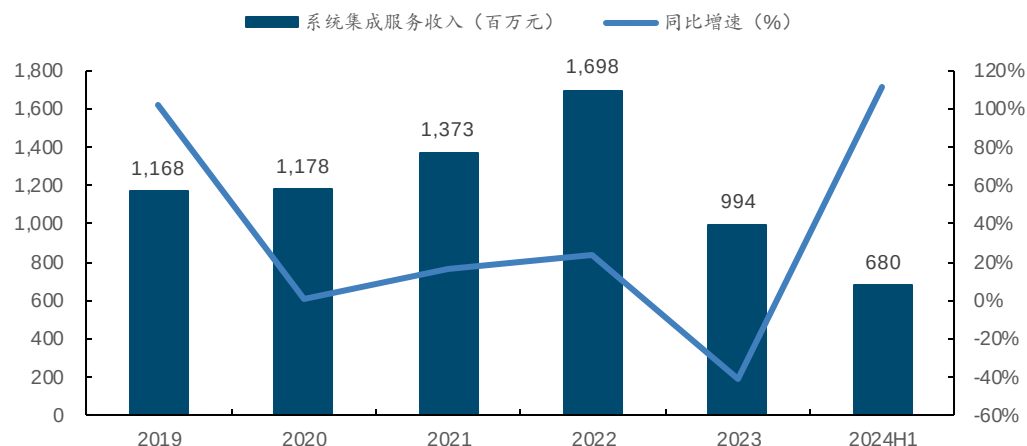
3.1 系统集成：离港系统具备主导优势，未来发展空间广阔

公司系统集成业务具备主导地位。公司系统集成业务服务国内外机场，主要聚焦于民航信息化建设、旅客出行相关的 IT 系统集成。其中，公司 APP 机场旅客处理系统在国内大中型机场占据主导地位，并在 165 个海外或地区机场协助航空公司为旅客提供办理登机手续、中转、联程等服务。2024H1 公司系统处理的离港旅客量约 1947 万人次，占中国航空公司海外回程旅客量的比例约 95.9%。

收入存在波动性、周期性特征。由于系统集成业务依据项目工程进度分阶段验收来确认收入，故收入具备波动性、周期性的特征。2024H1 公司系统集成业务收入为 6.8 亿元，同比大幅提升 112%。

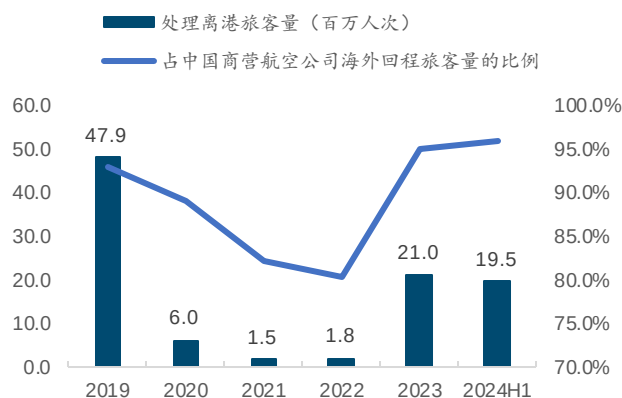


图表38：2024H1 系统集成服务收入同比增长 111.90%



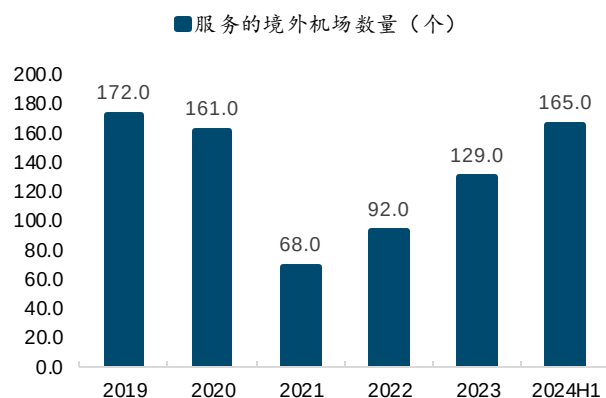
来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：公司处理离港旅客量规模同比大增



来源：公司公告，国金证券研究所

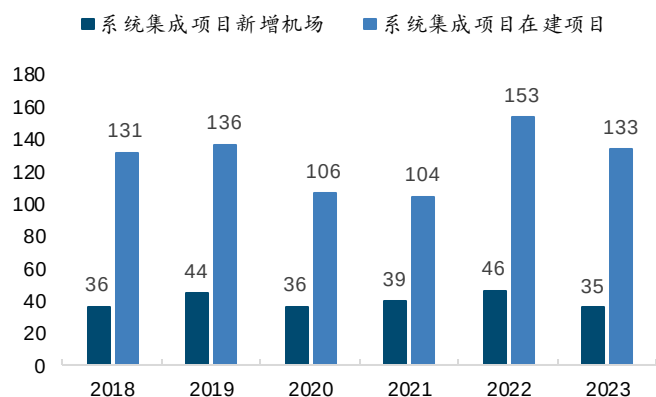
图表40：公司 APP 前端系统服务的境外机场达 165 家



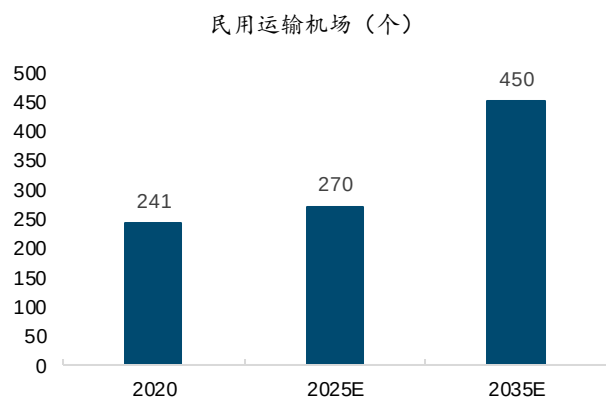
来源：公司公告，国金证券研究所

机场扩容确定性强，公司系统集成业务发展空间广阔。截至 2023 年底，公司系统集成在建项目达 133 个，2018-2023 年均稳定在 100 个以上。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 个以上，而从长远来看，依据《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，机场扩容将为公司系统集成业务提供发展机遇。

图表41：2023 年末公司系统集成在建项目超 130 个



图表42：民用运输机场建设目标明确





来源：公司公告，国金证券研究所

来源：民航局，国金证券研究所

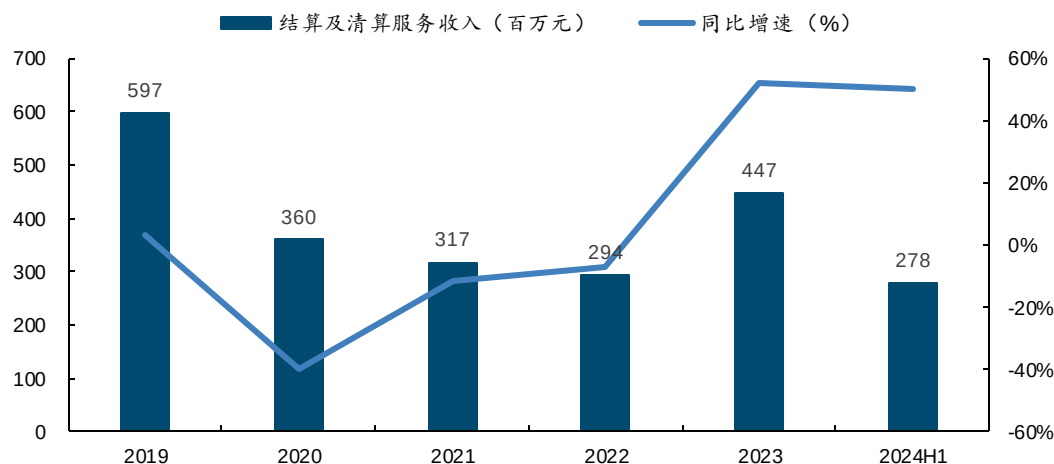
3.2 结清算业务：旅客量恢复增长，代理结算费用同比大增

结算及清算服务收入与旅客量相关。公司结清算服务板块通过结清算系统，向行业内各相关方，如航司与机场之间、航司与代理人之间，进行客货邮运的结清算，收入受两个因素影响，分别为票据处理量和票面金额。随着客流恢复及票价增长，相关收入亦将持续提升。

公司巩固拓展结算及清算服务业务新市场。2024H1 公司聚焦新技术应用，加快推广实施符合新分销能力 (NDC) 和统一订单 (ONE ORDER) 发展趋势的第三代客运收入管理平台；加快海外低成本航空公司客运结算领域开拓，低成本航空公司结算系统项目一期已在首家客户新加坡酷航完成投产；差旅账户产品在中国差旅支付市场份额持续提升，成功签约中国电信、中国电科等客户并实施上线。

随着旅客量的恢复增长以及拓展新市场卓有成效，公司结清算收入及业务量同比大增。2024H1 公司结算及清算服务板块收入为 2.78 亿元，同比增长 50%；同期结算清算系统进行约 6.1 亿宗交易，同比增长 36.0%；代理结算的客货邮运收入、杂项费用及国际、国内清算费用超过 296.7 亿元人民币，同比增长 66.6%。

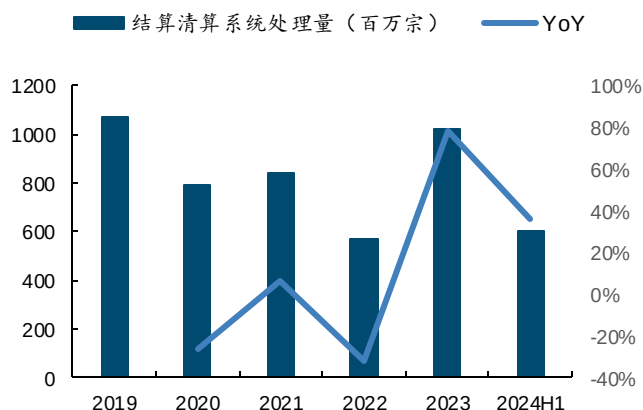
图表43：2024H1 结算及清算服务收入同比增长 50%



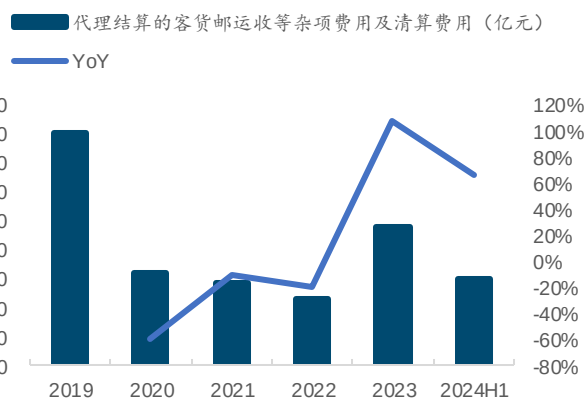
来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：2024H1 公司结算清算系统交易量同比+36.0%

图表45：2024H1 公司代理结算的金额同比+66.6%



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 数据网络服务：GDS 网络效应强，数据网络服务收入稳定

数据网络收入主要来源于公司向代理人（如携程）提供的分销信息技术服务，具体有两种收费模式，一是按照配置账号进行固定收费，二是根据实际使用的流量进行流量收费。由

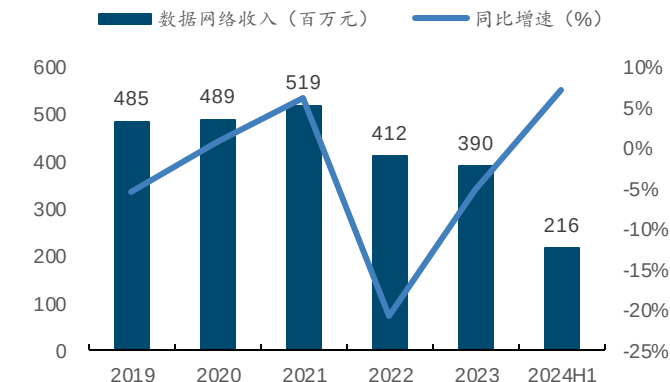
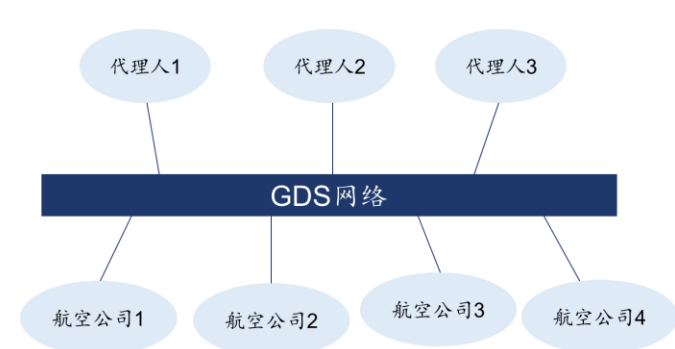


于 GDS 具备较强网络效应，可连接海量代理人及航司，提高分销效率，故该项业务竞争力强，可替代性较低。目前，公司在国内市场处于主导地位，国内代理人大多使用公司的系统来处理相关业务。

数据网络服务的收入较为稳定。2024H1 公司数据网络收入为 2.16 亿元，同比增加 7.3%。主要是由于分销信息技术服务业务量同比增加。该项业务的收入波动较小，2019-2023 年均稳定在 3 亿元以上。

图表46: GDS 具备网络效应

图表47: 公司数据网络收入稳定



来源：国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

量价预测：预计民航旅客量持续恢复，2024-2026 年公司系统处理量分别同比+18%、+9%、+8%；其中 2024 年国内航线客流增长，AIT 单价下降，2025-2026 年随国际航线恢复，AIT 单价逐步增长，预计 2024-2026 年公司单位 AIT 收入分别同比-1%、+1%、+2%。

图表48: 公司 AIT 业务量预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总系统处理量 (百万个)	689.3	411.9	432.7	249.3	620.1	731.6	798.8	861.5
YoY		-40%	5%	-42%	149%	18%	9%	8%
中国商营航空公司-国内段-系统处理量 (百万个)	565.3	397.4	427.6	242.3	568.6	637.7	682.4	730.1
YoY	0%	-30%	8%	-43%	135%	12%	7%	7%
中国商营航空公司-国际段-系统处理量 (百万个)	98.5	12.8	3.4	3.9	40.8	81.5	98.5	105.4
YoY	0%	-87%	-74%	17%	940%	100%	21%	7%
外国商营航空公司-系统处理量 (百万个)	25.4	1.7	1.7	3.1	10.6	12.3	17.9	25.9
YoY	0%	-93%	0%	82%	241%	16%	45%	45%
AIT 收入/系统处理量 (元)	6.55	6.06	4.92	6.20	6.21	6.18	6.25	6.36
YoY		-8%	-19%	26%	0%	-1%	1%	2%

来源：wind，国金证券研究所

收入预测：预计 2024-2026 年营业收入分别为 80 亿元、86 亿元、92 亿元，同比分别+15%、+8%、+7%。其中，航空信息技术服务收入依据 AIT 单价与系统处理量相乘预测；结算及清算服务收入依据航空信息技术服务收入的增速进行预测；预计 2024-2026 年系统集成服务收入分别+30%、+3%、+3%，其中 2024 年依据 2024H1 的系统集成项目完成情况预测；预计 2024-2026 年数据网络服务收入分别+10%、+3%、+3%。

图表49: 公司收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	------	------	------	-------	-------	-------



	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,122	5,486	5,476	5,210	6,984	8,002	8,616	9,249
YoY		-32%	0%	-5%	34%	15%	8%	7%
航空信息技术服务（百万元）	4,517	2,496	2,127	1,547	3,851	4,519	4,989	5,475
YoY		-45%	-15%	-27%	149%	17%	10%	10%
结算及清算服务（百万元）	597	360	317	294	447	525	580	636
YoY		-40%	-12%	-7%	52%	17%	10%	10%
系统集成服务（百万元）	1,168	1,178	1,373	1,698	994	1,293	1,331	1,371
YoY		1%	17%	24%	-41%	30%	3%	3%
数据网络（百万元）	485	489	519	412	390	429	442	455
YoY		1%	6%	-21%	-5%	10%	3%	3%
其他收入（百万元）	1,354	963	1,139	1,260	1,301	1,236	1,273	1,312
YoY		-29%	18%	11%	3%	-5%	3%	3%

来源：wind，国金证券研究所

总成本预测：预计 2024-2026 年总成本分别为 62 亿元、64 亿元、65 亿元，同比分别+17%、+3%、+3%。

图表50：公司总成本预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总成本（百万元）	5,541	4,817	5,309	4,730	5,301	6,206	6,362	6,547
YoY		-13%	10%	-11%	12%	17%	3%	3%
其中：人工成本（百万元）	1,862	1,775	1,912	1,804	2,064	2,476	2,551	2,627
折旧及摊销（百万元）	863	926	1,018	1,017	1,009	1,061	1,075	1,115
软硬件销售成本（百万元）	601	601	660	728	348	796	820	845
技术支持及维护费（百万元）	903	604	878	632	711	772	795	819
佣金及推广费用（百万元）	799	478	489	233	729	802	826	851
网络使用费（百万元）	97	73	86	91	81	89	92	95
其他营业成本（百万元）	442	367	290	314	429	257	265	273

来源：wind，国金证券研究所

4.2 估值与评级

投资建议：民航市场长期发展向好，公司收入利润将稳健增长，具备长期投资价值。短期随着国际客流恢复及机场改扩建需求增加，公司收入将持续增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 17 亿元、21 亿元、25 亿元。运用 DCF 估值得出目标价为 11.92 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

采用 DCF 估值。公司经营相对稳健，采用 DCF 模型进行估值，其中 WACC=12.58%（其中无风险收益率为香港十年期政府债券收益率），永续增长率为 1.5%。运用 DCF 估值得出目标价为 11.92 港币。

参考 PE 估值法，公司股价低估。公司 2024-2026 年 PE 分别为 15x、12x、10x，低于可比公司 Sabre、Amadeus 的均值。

图表51：公司现金流量折现法

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT（百万元）	1,652	2,089	2,515	2,736	2,974	3,229	3,503	3,729	3,970	4,224
所得税税率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
息前税后利润（百万元）	1,487	1,880	2,263	2,463	2,677	2,906	3,152	3,356	3,573	3,802
加：折旧摊销（百万元）	1,061	1,075	1,115	1,148	1,180	1,212	1,243	1,273	1,302	1,330



	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
减：营运资金的增加（百万元）	749	121	410	236	234	255	272	230	243	256
减：资本性投资（百万元）	800	824	849	874	900	927	955	984	1,013	1,044
公司自由现金流量 FCFF（百万元）	999	2,010	2,118	2,500	2,722	2,935	3,168	3,415	3,619	3,832

估值结果

企业价值（百万元）	27,369
净债务（百万元）	-5,425
股权价值（百万元）	32,794
总股数（百万股）	2,926
每股价值（人民币元）	11.21
每股价值（港币）	11.92

来源：wind，国金证券研究所

图表52：公司现金流量折现法假设

估值假设	参数设置
永续增长率 g	1.50%
贝塔值 (β)	1.42
无风险利率 Rf (%)	3.85%
市场的预期收益率 Rm (%)	10.00%
有效税率 T (%)	10.00%
资本成本	参数设置
债务资本成本 Kd	4.00%
债务资本比重 Wd	0.00%
股权资本成本 Ke	12.58%
加权平均资本成本 WACC	12.58%

来源：wind，国金证券研究所

图表53：股价敏感性分析（单位：港币）

		折 现 率						
		11. 1%	11. 6%	12. 1%	12. 6%	13. 1%	13. 6%	14. 1%
永 续 增 长 率	0. 0%	12. 8	12. 2	11. 8	11. 3	10. 9	10. 6	10. 2
	0. 5%	13. 0	12. 5	12. 0	11. 5	11. 1	10. 7	10. 4
	1. 0%	13. 3	12. 7	12. 2	11. 7	11. 3	10. 9	10. 5
	1. 5%	13. 6	13. 0	12. 4	11. 9	11. 5	11. 0	10. 6
	2. 0%	14. 0	13. 3	12. 7	12. 2	11. 7	11. 2	10. 8
	2. 5%	14. 3	13. 6	13. 0	12. 4	11. 9	11. 4	11. 0
	3. 0%	14. 8	14. 0	13. 3	12. 7	12. 1	11. 6	11. 2

来源：Wind，国金证券研究所

图表54：可比公司估值比较

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
SABR.0	SABRE	94	-30	-37	-20	1	5	NA	NA	NA	89	18
AMS.MA	AMADEUS IT	2,293	49	88	94	105	117	46	26	24	22	20



平均值								46	26	24	56	19
0696.HK 中国民航信息网络	254	6	14	17	21	25	40	18	15	12	10	

来源：Bloomberg，国金证券研究所 注：市值、财务数据采用人民币计价，股价日期为 2025 年 1 月 21 日，可比公司采用 Bloomberg 一致预期。

五、风险提示

宏观经济增速低于预期风险。航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，并影响航空运输需求。若航空需求增长低于预期，则影响公司航空信息技术服务相关收入。

信用减值风险。公司服务于众多航空公司、机票代理商等客户群体，应收账款规模较大，截至 2024 年 6 月 30 日末的应收账款为 53 亿元，若航司经营不佳，或存在信用减值风险。

政策风险。全球民航信息服务市场中，欧美老牌企业布局早、技术成熟、国际标准制定话语权强。尽管依据有关政策，目前公司在行业中处于主导地位，若相关政策变更，则公司或面临较大的竞争压力。一级目录(看好公司的关键理由,分析按照重要性从高到低排列)


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,476	5,210	6,984	8,002	8,616	9,249
增长率		-4.9%	34.0%	14.6%	7.7%	7.3%
主营业务成本	-3,312	-3,090	-3,317	-4,333	-4,356	-4,404
%销售收入	60.5%	59.3%	47.5%	54.1%	50.6%	47.6%
毛利	2,164	2,120	3,667	3,669	4,260	4,845
%销售收入	39.5%	40.7%	52.5%	45.9%	49.4%	52.4%
营业税金及附加	-74	-72	-82	-96	-103	-111
%销售收入	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-123	-107	-129	-80	-86	-92
%销售收入	2.2%	2.1%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-923	-922	-1,062	-960	-1,034	-1,110
%销售收入	16.9%	17.7%	15.2%	12.0%	12.0%	12.0%
研发费用	-974	-702	-863	-880	-948	-1,017
%销售收入	17.8%	13.5%	12.4%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	69	318	1,531	1,652	2,089	2,515
%销售收入	1.3%	6.1%	21.9%	20.7%	24.2%	27.2%
财务费用	98	163	152	144	165	187
%销售收入	-1.8%	-3.1%	-2.2%	-1.8%	-1.9%	-2.0%
资产减值损失	374	-59	-304	60	0	0
公允价值变动收益	10	37	68	0	0	0
投资收益	48	31	82	80	84	88
%税前利润	7.3%	4.2%	5.1%	4.1%	3.6%	3.2%
营业利润	672	700	1,605	1,936	2,338	2,790
营业利润率	12.3%	13.4%	23.0%	24.2%	27.1%	30.2%
营业外收支	-8	36	8	0	0	0
税前利润	664	735	1,612	1,936	2,338	2,790
利润率	12.1%	14.1%	23.1%	24.2%	27.1%	30.2%
所得税	-53	-56	-164	-194	-234	-279
所得税率	7.9%	7.6%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	611	679	1,448	1,743	2,104	2,511
少数股东损益	60	53	49	20	21	22
归属于母公司的净利润	551	626	1,399	1,723	2,083	2,489
净利率	10.1%	12.0%	20.0%	21.5%	24.2%	26.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	611	679	1,448	1,743	2,104	2,511
少数股东损益	60	53	49	20	21	22
非现金支出	943	944	900	430	538	585
非经营收益	-70	-263	-251	468	-79	-83
营运资金变动	1,751	-168	-2,372	-749	-121	-410
经营活动现金净流	3,235	1,193	-275	1,892	2,443	2,602
资本开支	-480	-115	-524	-183	-780	-780
投资	-427	-144	-384	-112	0	0
其他	110	117	112	80	84	88
投资活动现金净流	-797	-142	-796	-215	-696	-692
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	3	200	752	-863	0	0
其他	-168	-298	-302	-631	-735	-876
筹资活动现金净流	-166	-98	449	-1,493	-735	-876
现金净流量	2,267	993	-612	184	1,012	1,034

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,464	7,577	7,368	7,536	8,537	9,564
应收款项	4,846	5,405	6,707	7,482	8,055	8,647
存货	61	82	86	138	139	140
其他流动资产	4,267	3,715	3,966	4,134	3,845	3,857
流动资产	15,639	16,779	18,126	19,290	20,576	22,208
%总资产	64.9%	66.5%	65.9%	68.7%	69.5%	70.7%
长期投资	2,053	2,184	2,453	2,625	2,625	2,625
固定资产	3,866	3,433	3,214	3,413	3,575	3,702
%总资产	16.0%	13.6%	11.7%	12.2%	12.1%	11.8%
无形资产	2,061	2,126	2,477	2,600	2,685	2,760
非流动资产	8,473	8,458	9,374	8,776	9,018	9,213
%总资产	35.1%	33.5%	34.1%	31.3%	30.5%	29.3%
资产总计	24,111	25,236	27,500	28,066	29,594	31,421
短期借款	30	74	861	0	0	0
应付款项	3,684	3,918	3,893	4,545	4,610	4,699
其他流动负债	1,058	1,151	1,440	1,141	1,240	1,345
流动负债	4,772	5,143	6,193	5,686	5,849	6,045
长期贷款	0	200	200	200	200	200
其他长期负债	109	152	88	35	24	17
负债	4,881	5,495	6,482	5,921	6,074	6,261
普通股股东权益	18,760	19,228	20,471	21,578	22,932	24,549
其中：股本	2,926	2,926	2,926	2,926	2,926	2,926
未分配利润	10,701	11,086	12,171	13,291	14,645	16,262
少数股东权益	470	513	547	567	588	611
负债股东权益合计	24,111	25,236	27,500	28,066	29,594	31,421

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.188	0.214	0.478	0.589	0.712	0.851
每股净资产	6.411	6.571	6.996	7.374	7.837	8.389
每股经营现金净流	1.105	0.408	-0.094	0.647	0.835	0.889
每股股利	0.053	0.052	0.159	0.206	0.249	0.298
回报率						
净资产收益率	2.94%	3.26%	6.83%	7.98%	9.08%	10.14%
总资产收益率	2.29%	2.48%	5.09%	6.14%	7.04%	7.92%
投入资本收益率	0.33%	1.46%	6.22%	6.66%	7.93%	8.92%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.17%	-4.86%	34.04%	14.58%	7.67%	7.35%
EBIT 增长率	-88.01%	358.55%	382.15%	7.91%	26.40%	20.39%
净利润增长率	51.96%	13.64%	123.30%	23.13%	20.94%	19.47%
总资产增长率	5.89%	4.67%	8.97%	2.06%	5.44%	6.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	272.6	273.9	224.8	238.2	238.2	238.2
存货周转天数	7.7	8.4	9.2	11.6	11.6	11.6
应付账款周转天数	217.3	255.7	243.7	224.8	224.8	224.8
固定资产周转天数	255.6	237.7	166.9	141.0	125.2	109.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.67%	-53.77%	-46.68%	-48.95%	-50.35%	-51.15%
EBIT 利息保障倍数	-0.7	-1.9	-10.1	-11.5	-12.6	-13.4
资产负债率	20.24%	21.78%	23.57%	21.10%	20.52%	19.93%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究