

计算机

2025 年 12 月 12 日

中国民航信息网络 (00696)

——民航 IT 领军，复苏与成长并进

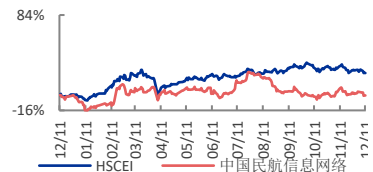
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 12 月 11 日

收盘价 (港币)	10.38
恒生中国企业指数	8934.28
52 周最高/最低 (港币)	13.32/8.85
H 股市值 (亿港元)	303.74
流通 H 股 (百万股)	932.56
汇率 (港币/人民币)	0.9093

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

王开元 A0230125030001
wangky@swsresearch.com

联系人

王开元 A0230125030001
wangky@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **中国民航信息网络是中国航旅 IT 解决方案主导供应商。**公司与国内民航信息化进程深度绑定，深度参与民航信息系统的建设、技术迭代和服务升级：1984-2000 年，公司前身伴随民航信息系统从无到有；2001-2008 年，公司完成民航 IT 基础系统布局；2009-2024 年，拓展服务边界、细化产品布局；2025 年 7 月，航旅纵横推出“民航官方直销平台”。
- **公司为全球前三、国内最大的 GDS 供应商。**GDS 为航空信息技术服务的核心系统，公司 Travelsky 全球市占率~28%，国内市占率~95%。
- **Beta：民航业成长带来量价稳升。**公司业绩与民航业 Beta 高度相关，航空信息技术服务、结算清算、数据网络服务与航班订座量关联度高；系统集成等受机场数量、Capex 影响。
- **量：出行人数新高，未来稳健增长。**1) 2024 年公司 ETD 系统处理的航班订座量达 7.32 亿，超过 2019 年峰值；2) 未来 10 年中国人均乘机次数翻倍，CAGR~6%；3) 未来 10 年机场由 263 个增加至 400 个，CAGR~4%，2024 年民航业 Capex 已突破 2000 亿元。
- **价：航司扭亏、跨境游增加，ASP 稳步恢复。**1) 2024 年航司恢复至接近盈亏平衡，盈利水平回升将传导至公司 ASP；2) ASP 角度外国航司>国内航司国际段>国内航司国内段，免签政策增加双向跨境游客量，结构改善带来 ASP 提升。
- **Alpha：航旅纵横切入 OTA，迈入万亿级市场。**2025 年 7 月，航旅纵横推出“民航官方直销平台”功能，进入万亿 OTA 市场，核心为解决航司过度依赖传统 OTA 的问题。
- **展望：背靠中航信、依托客群积累，与股东美团形成协同，成长为一线 OTA 平台。**短期：参考航班管家运营思路，以机票为起点开展 OTA 业务，预计盈亏平衡点将至；长期：与美团生态互补，成为美团系 OTA 支柱，对标携程、同程等一线 OTA 平台。
- **维持“买入”评级。**基于民航业景气度恢复，公司加大营销投入规模，以及公司管理高效提升运营效率，我们调整此前费用率预测，并新增 27 年预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 22.1、24.3、26.5 亿元（此前 25-26 年预测为 23.7、26.2 亿元）。可比公司 26 年 PE 均值为 26.7x，考虑港股折价后为 16.8x，中国民航信息网络 26 年 PE 为 11.4x，给予公司 26 年 16.8x PE 估值，存在较大上涨空间，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**民航业复苏不及预期；跨境游客恢复不及预期；外国航司业务拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,984	8,823	9,245	9,863	10,541
同比增长率 (%)	34.04	26.33	4.79	6.68	6.88
归属普通股净利润	1,399	2,074	2,209	2,429	2,648
同比增长率 (%)	123.10	48.27	6.51	9.94	9.04
每股收益 (元/股)	0.48	0.71	0.75	0.83	0.91
ROE (%)	6.83	9.30	9.41	9.79	10.09
市盈率	19.7	13.3	12.5	11.4	10.4

注：“每股收益”为归属普通股净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

投资案件

投资评级与估值

维持“买入”评级。基于民航业景气度恢复，公司加大营销投入规模，以及公司管理高效提升运营效率，我们调整此前费用率预测，并新增 27 年预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 22.1、24.3、26.5 亿元（此前 25-26 年预测为 23.7、26.2 亿元）。可比公司 26 年 PE 均值为 26.7x，考虑港股折价后为 16.8x，中国民航信息网络 26 年 PE 为 11.4x，给予公司 26 年 16.8x PE 估值，存在较大上涨空间，因此维持“买入”评级。

关键假设点

航空信息技术服务 25-27 年收入同比增速为 5%/6%/6%；

结算及清算业务 25-27 年收入同比增速为 20%/7%/7%；

系统集成服务 25-27 年收入同比增速为-5%/5%/5%；

数据网络服务、技术支持及产品、其他业务 25-27 年收入同比增速均为 10%/10%/10%；

公司 25-27 年综合毛利率为 52%/52%/52%。

有别于大众的认识

市场部分认为受到民航业影响，公司业绩恢复不具备持续性。我们认为，民航业长期增长动力稳健，短期数据已验证景气度的恢复，国内民航出行人数、公司营收等数据突破 2019 年高点，出入境游客人数正在恢复至 2019 年前高。2024-2025 年是公司重回此前稳健增长趋势的阶段，后续行业盈利情况恢复、结构优化等因素将带来稳健的量价齐升，公司基础业务具备长期持续性。

市场部分认为航旅 IT 不具备估值的弹性。我们认为，公司具备长期稳健的增长驱动力，与行业地位、业务类似的 IT 解决方案提供商相比，业绩增长的确定性、稳定性高，但估值相对较低，仍有提升空间。此外，航旅纵横进入 OTA 市场将迎来显著变化，未来有望进入国内 OTA 平台前列，估值对标一线 OTA 平台携程、同程等，公司持股航旅纵横 20.66%，未来估值弹性较大。

股价表现的催化剂

民航业迎来高景气阶段，航司盈利水平恢复；跨境出行人数增加；中航信海外业务拓展超预期；航旅纵横 OTA 进程超预期。

核心假设风险

民航业复苏不及预期；跨境游客恢复不及预期；外国航司业务拓展不及预期。

目录

1. 航旅 IT 领军，民航复苏再续成长	6
1.1 深度参与民航 IT 系统建设，产品覆盖航旅全链条	6
1.2 中航信为全球前三、国内唯一的 GDS 供应商	9
1.3 经营管理稳健，数据印证韧性与人效提升	10
2. Beta：民航业成长带来量价稳升	12
2.1 量：规模稳健扩张，旅客人数超越前高	12
2.2 价：航司扭亏+双向免签，ASP 稳步恢复	14
3. Alpha：航旅纵横 OTA 化，迈入万亿级市场	16
3.1 航旅纵横推出机票直销，进入 OTA 市场	16
3.2 航旅信息平台 OTA 化为必然趋势	17
3.3 航旅纵横远期有望对标一线 OTA 平台	18
4. 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 维持“买入”评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 中航信深度参与中国民航业信息化建设.....	6
图 2: 公司股东包含中国航空、南方航空、东方航空等航空公司.....	7
图 3: 全球分销系统 (GDS) 的运作流程.....	9
图 4: 2024 年收入已突破 2019 年前高.....	10
图 5: 中航信营业收入拆分.....	10
图 6: 公司规模在 2017 年到达高点后开始收缩, 人均创收稳健增长.....	11
图 7: 2021 年后, 费用率稳中有降, 净利率恢复.....	11
图 8: 公司 ETD 航班订座处理量与民航旅客人数接近.....	12
图 9: AIT 收入增速与民航旅客运输量基本一致.....	12
图 10: 未来十年中国人均乘机次数 CAGR 超过 6% (单位: 次).....	13
图 11: 未来十年运输机场数量 CAGR~4%.....	13
图 12: 2024 年民航业 Capex 突破 2000 亿.....	13
图 13: AIT 业务 ASP 降至 6 元左右.....	14
图 14: 结算与清算业务费率在 1%左右.....	14
图 15: 营收角度 A 股航空公司已超越 2019 年前高.....	14
图 16: 利润角度 A 股航空公司仍然承压.....	14
图 17: 外国来华游客人数恢复至 2019 年的 85%.....	15
图 18: 中国出境游客接近 2019 年前高.....	15
图 19: 中航信、美团分别持股中航信移动科技 21%、5%.....	16
图 20: 中航信移动科技收入快速增长.....	18
图 21: 对中航信移动投资的账面价值.....	18
图 22: 参照活力天汇, 5 亿约为盈亏平衡点.....	19
图 23: 毛利率稳定在 50%~60%, 销售费用率不断下降.....	19
图 24: 在线旅游交易中交通占比 70% (2023 年).....	19
图 25: 携程收入拆分.....	19
图 26: 头部 OTA 厂商净利率在 20%-30%间波动, 第二梯队 10%上下波动.....	20
表 1: 公司主营业务覆盖航旅全链条 IT 服务.....	8
表: 全球四大 GDS 梳理, 中航信 TravelSky 全球前三.....	

表 3: ETD 系统处理的航班订座量: 国内航司国内段业务已恢复, 国际段及海外航司业务仍有空间.....	12
表 4: 航旅信息平台核心功能类似, 各有特点.....	18
表 5: 25Q2 国内 OTA 平台梳理, APP MAU 为核心, 打造流量生态优势为战略方向	20
表 6: 全球 OTA 平台上市公司估值表——海外估值高于国内, 头部估值高于第二梯队	21
表 7: 分业务收入及毛利预测 (单位: 亿元人民币)	22
表 8: 选取同时在 A 股和 H 股上市的 TMT 行业公司, 计算出股港股平均折价为 37%	23
表 9: 可比公司估值表.....	23

1. 航旅 IT 领军，民航复苏再续成长

中国民航信息网络为中国航旅 IT 解决方案的主导供应商。公司的产品和服务覆盖航旅环节所有 IT 领域，下游客户涵盖航空公司、机场、旅游分销代理人、旅客、货运商等所有民航参与方。

1.1 深度参与民航 IT 系统建设，产品覆盖航旅全链条

中国民航信息网络与中国民航业信息化进程深度绑定，深度参与民航信息系统的建设、技术迭代和服务升级。

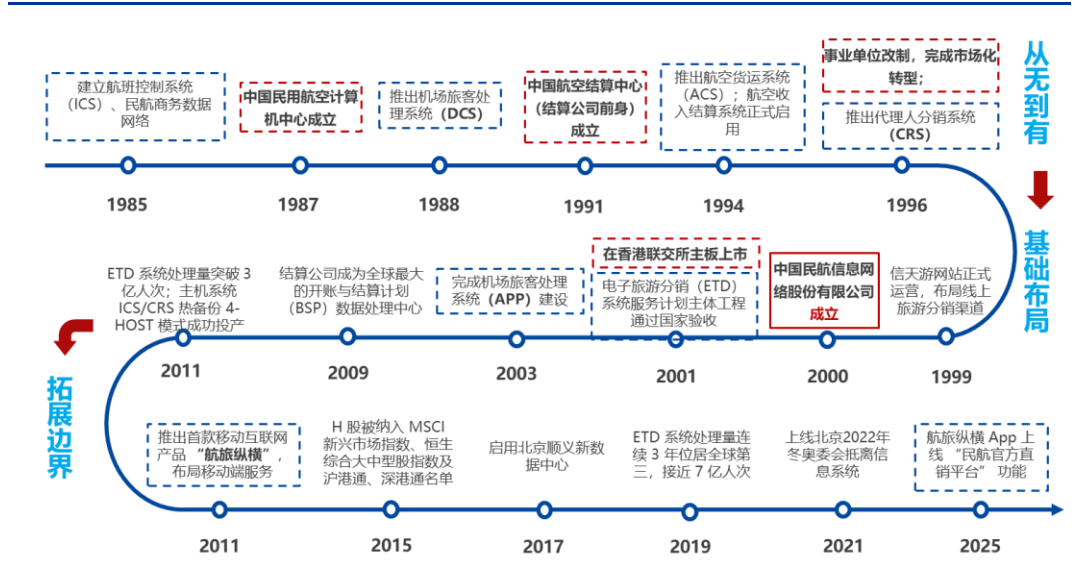
前身伴随民航信息系统从无到有 (1984-2000 年)。1984 年，民航局下属民航计算机总站成立，负责研发计算机订座系统；一年后，航班控制系统 (ICS) 和民航商务数据网络推出。1987 年，中国民用航空计算机中心成立，在总站基础上进一步整合资源；1996 年，中国民用航空计算机中心由事业单位改制为企业（更名为中国民航计算机信息中心，即中国民航信息集团有限公司前身）。

完成民航 IT 基础业务体系布局 (2001-2008 年)。2000 年，中国民航计算机信息中心联合国内商营航空公司发起成立中国民航信息网络股份有限公司；2001 年，公司在香港联交所主板上市，电子旅游分销 (ETD) 系统服务计划主体工程通过国家验收。2003 年，完成国内吞吐量前 100 机场的机场旅客处理系统 (APP) 建设。2008 年，公司推动我国在全球率先实现机票 100% 电子化，并收购结算公司（结算及清算业务主体）。

拓展服务边界，细化产品布局 (2009-2024 年)。2011 年，推出首款移动互联网产品“航旅纵横”，布局移动端服务。2017 年，新一代民航旅客服务信息系统开发完成，启用北京顺义新数据中心，提升数据处理能力。2020 年，自主研发的“航易行”平台被民航局认定为中国民航行李全流程跟踪系统公共信息平台，主导行业标准建设。

2025 年，航旅纵横 App 上线“民航官方直销平台”功能，正式进入 OTA 领域。

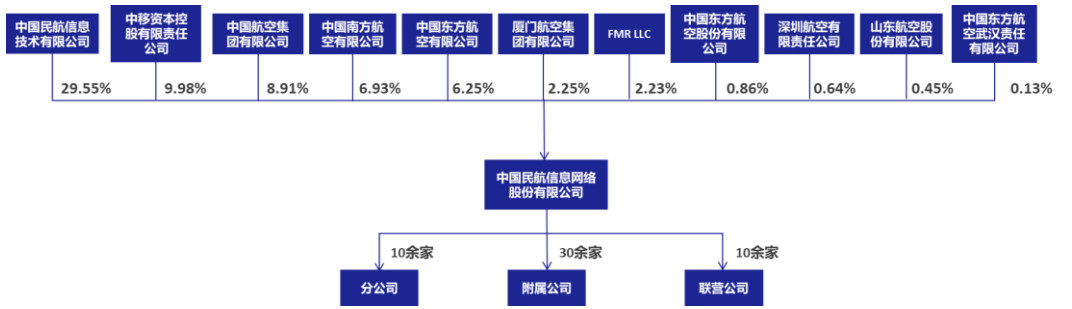
图 1：中航信深度参与中国民航业信息化建设



资料来源：公司官网，公司年报，申万宏源研究

股东包含三大航等航空公司，国资委为实控人。截至 2025 年 6 月 30 日，公司持股 5% 以上股东包括中国民航信息集团、中移资本及国内三大航司集团，合计持股约 61.62%；其他股东包括厦航、深航、山航等航空公司。公司股东与客户为民航相关主体，公司与国内民航业深度绑定。

图 2：公司股东包含中国航空、南方航空、东方航空等航空公司



资料来源：Wind，公司年报，申万宏源研究；注：截止 2025 年 6 月 30 日

公司主营业务覆盖航旅全链条 IT 服务。中航信核心业务涵盖航空信息技术服务、结算及清算服务、系统集成服务、数据网络服务等。

(1) 航空信息技术服务

航空信息技术服务包含电子旅游分销系统 (ETD)，ETD 中包含航班控制系统 (ICS)、计算机分销系统 (CRS)、机场旅客处理系统 (APP)。

航班控制系统 (ICS) 是航空公司使用的系统，为航空公司提供航班班期管理、座位控制、运价及收益管理、销售控制、航空联乘等服务的系统。计算机分销系统 (CRS) 是航空公司以及机票销售代理人使用的系统，机票销售代理人通过这个系统为旅客提供航班可利用情况查询、航班预订、座位选择等服务的系统。机场旅客处理系统 (APP) 即 DCS 系统，后端为航空公司使用的系统；前端是给机场使用，提供旅客离港值机、航班配载、行李分流、公共广播、案件和控制区安全管理、旅客服务等。

(2) 结算及清算

为商营航空公司、机场、政府、国际航空运输协会 (IATA) 等机构提供收入结算及清算服务、信息系统开发及支持服务和航旅金融服务。公司为全球最大的 IATA BSP (开账与结算计划) 服务商，覆盖支付、结算、清算、风控、商业数据服务和财务管理等。航旅金融服务为航空公司、机票销售代理等提供支付通道搭建、资金风控管理、金融数据分析、定制化财务管理方案等，如差旅业务中企业差旅账户资金托管、机票款垫付与分期结算。

(3) 系统集成服务

系统集成服务聚焦信息系统开发及技术支持，为机场、航司及其他 B 端客户提供系统集成、软件集成、硬件集成服务，参与 NDC (新分销能力)、统一订单等行业标准落地。推动航空业数字化转型，提供全周期技术保障，收入与签约项目业务量关联。

(4) 数据网络服务：为代理人连接机票分销系统产生的收入。

(5) 其他收入：包括支付业务收入、租赁运维服务、物流服务、数据服务。

表 1: 公司主营业务覆盖航旅全链条 IT 服务

具体组成	业务组成	主要功能	主要客户	收入驱动力
航空信息技术 (AIT) 43 亿 (占 49%)	电子旅游分销系统 (ETD)	航班控制系统 (ICS)	管理航班座位库存、定价、销售	商业航空公司
		计算机分销系统 (CRS)	航班查询、预定管理、票务处理	机票代理人
		机场旅客处理系统 (APP) (即 DCS 系统)	前端为机场使用, 提供离港值机、旅客配载等服务; 后端为航空公司使用	商业航空公司、地勤服务公司、机场
结算及清算 6 亿 (占 7%)	结算清算服务	结算与清算	商业航空公司、代理、货运等	代理结算金额
	BSP 数据处理	BSP 是供机票代理人使用的中性客票销售和结算系统, 中航信是全球最大的 IATA BSP 服务商	机票代理人	
	航旅金融服务	围绕“航空结算 + 航旅金融”提供支付、风控、数据、财务管理等服务。如 toB 差旅结算、票款垫付等	商业航空公司、代理等	
	信息系统开发及支持	-	商业航空公司、机场, 及其他 B 端客户		签约项目业务量
系统集成 19 亿 (占 21%)	信息集成、软件集成、硬件集成	-	机场	签约项目业务量
数据网络服务 5 亿 (占 5%)	分销信息技术服务	实时航班查询、预订与票务管理、客户与销售跟踪	旅行社、旅游分销代理人	机票分销数量
其他业务 (占 18%)	技术服务收入 (2024 年从其他业务转至单独分类)	提供 IT 服务及产品	航空公司、机场、代理人等	-
	支付业务	支付平台服务	-	-
	租赁运维服务	数据中心租赁及运维	航空公司、机场等	-
	物流服务	民航物流信息化	航空公司、机场货站、货运代理人及政府机构等	-
	数据服务	基础数据处理、定制化数据应用与平台搭建	航空公司、机场、代理人、政府机构等数据需求方	-

资料来源：公司年报，申万宏源研究；注：数据为 2024 年收入，货币单位为人民币

1.2 中航信为全球前三、国内唯一的 GDS 供应商

在产品矩阵之外，全球分销系统（GDS）作为航空信息技术服务的核心基础，贯穿于从旅客订购机票到完成登机的全过程，是连接航空业各方的关键枢纽。

GDS (Global Distribution System, 全球分销系统) 是基于计算机技术支持下的大规模销售网络。中航信 GDS 主要由航空信息技术业务板块的航空公司航班控制系统 ICS、机票分销系统 CRS、值机配载系统 DCS 组成。

GDS 是航旅业必需的大型计算机网络信息服务平台，打造连接各参与方从订票到登机全过程流程闭环。以旅客订票乘机为例：

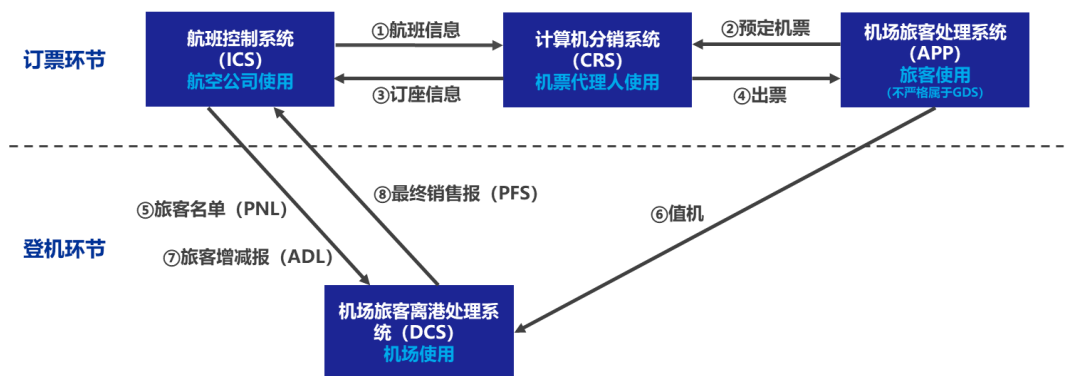
购票环节：

- 1) 航司在航班控制系统 ICS 中建立航班信息，并将信息传到计算机分销系统 CRS。
- 2) 旅客向机票销售代理人（如携程）订购机票，代理人在 CRS 为旅客查询相应的航班信息、为旅客建立订座信息。
- 3) 代理人为旅客建立的订座信息会被传送到 ICS 中，通知航司这位旅客需要预订的航班的选择的座位。得到航空公司的确认后，代理人就可以为旅客出票。

乘机环节：

- 1) 旅客在出发日需要提前去机场办理值机手续，如打印登机牌、行李托运等。机场需要知道旅客的航班和座位信息，在旅客办理值机手续之前，ICS 就会向 DCS 系统发送旅客名单报（PNL），其中包含了旅客的航班和座位信息。
- 2) 旅客登机前，ICS 会向 DCS 发送一份旅客增减报（ADL），其中包含了新增旅客订座和原有旅客取消座位的信息。
- 3) 旅客完成登机后，DCS 会向航班控制系统 ICS 发送一份最终销售报（PFS），把最后所有正常登机的旅客信息传送给航空公司。

图 3：全球分销系统（GDS）的运作流程



资料来源：百度百科，申万宏源研究

中航信 GDS 市场份额全球前三、国内第一。全球四大 GDS 分别为：Amadeus、中航信 Travelsky、Sabre、Travelport。GDS 供应商在全球范围内具有一定地域属性，其中中航信 Travelsky 全球市占率约为 28%，位列前三；国内市占率约为 95%，位列第一。

表 2：全球四大 GDS 梳理，中航信 Travelsky 全球前三

公司	简介	优势市场	全球市占率	核心客户	业务情况
Amadeus	1987 年由法国航空、西班牙航空、德国汉莎航空及北欧航空共同组建。拥有全球最大的 GDS 系统。	欧洲	~30%	法国航空、德国汉莎航空、西班牙航空	覆盖 200+ 国家、450+ 家航空公司（其中~140 家为高级用户，完全使用 Amadeus 系统处理订座、出票等业务）；连接代理人 6.5 万家、支持 6.3 万家酒店
Travelsky	1986 年，中国民用航空计算机中心（中航信的前身）牵头引进海外技术，联合当时国内所有的航空公司进行研发。	中国	~28%	中国航空、东方航空、南方航空	覆盖 41 家中国航空公司、400 多家外国航空公司
Sabre	起源于 1953 年美国航空与 IBM 联合研发的航班机票库存管理项目。2000 年从美国航空脱离，成立独立的 Sabre 控股公司。	北美、拉美	~23%	美国航空、美国联合航空	覆盖 160+ 国家；440+ 航空公司；支持 4.7 万家酒店
Travelport	1971 年成立于英国。2001 年收购 Galileo 系统，2006 年收购 Worldspan 系统。	北美、欧洲	~18%	易捷航空、靛蓝航空、瑞安航空	覆盖 130+ 国家

资料来源：华经产业研究院，民航资源网，各公司年报，申万宏源研究

1.3 经营管理稳健，数据印证韧性与人效提升

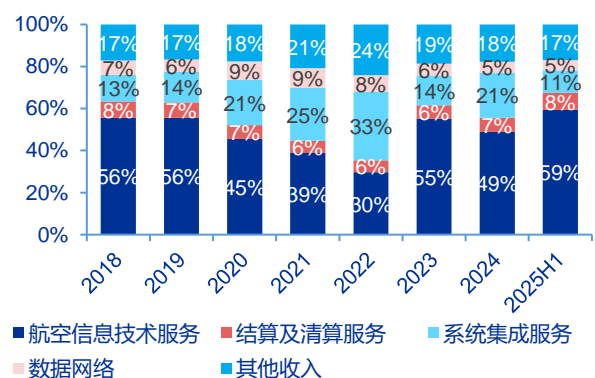
营业收入与民航业 Beta 关联度较高，受疫情影响，2020-2022 年收入下滑至低谷，但 2023 年后开始快速恢复，2024 年已突破 2019 年前高。2011-2019 年，公司营收复合增长率达到 11%，剔除 2020-2023 年影响，2024 年营收较 2019 年收入增长 10%，继续保持稳健增长态势。细分来看，航空信息技术服务、系统集成成为前两大业务。

图 4：2024 年收入已突破 2019 年前高



资料来源：Wind，申万宏源研究

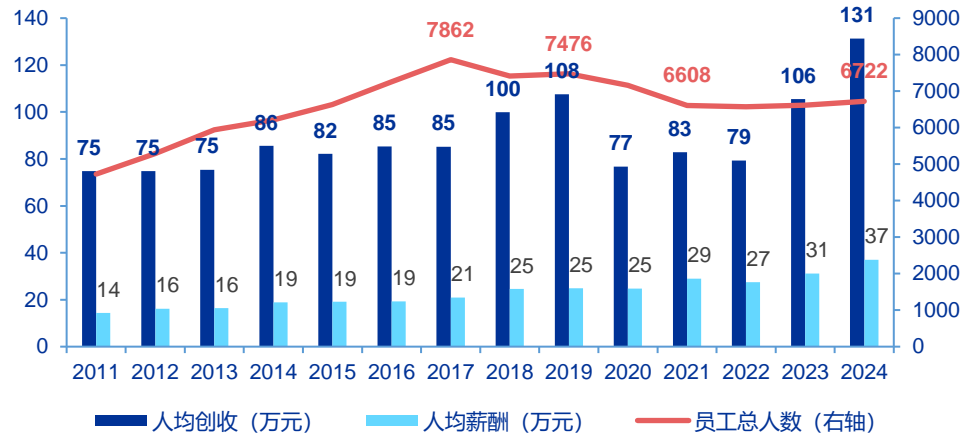
图 5：中航信营业收入拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

规模与人均创收/薪酬同增，凸显公司管理能力。复盘公司人员规模与人均创收/薪酬可以看到，公司在 2017 年达到人员规模高峰开始收缩规模，人效持续提升；2019 年-2022 年，由于民航业冲击导致人效下滑，同步缩减规模至 2021 年后，人员规模基本稳定；2023 年，经营恢复后人效快速回复，2024 年到达新高。在超过 5000 人的规模下，公司人效、人均薪酬总体保持提升，规模与业务调整相匹配，凸显公司管理能力。

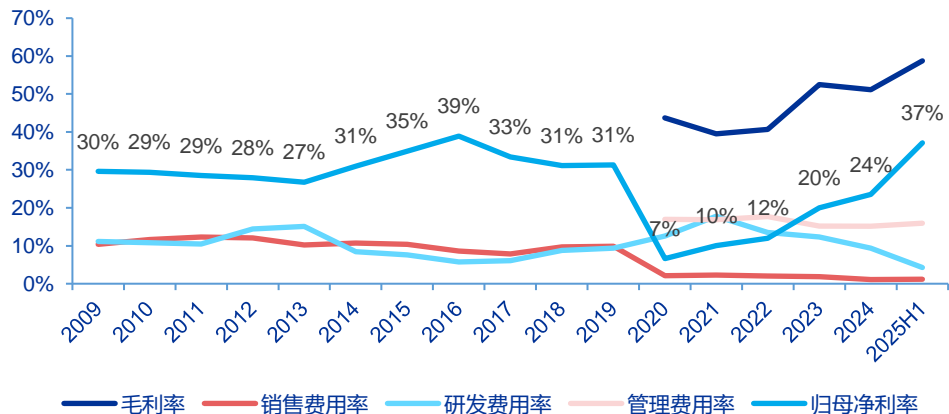
图 6：公司规模在 2017 年到达高点后开始收缩，人均创收稳健增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

精进管理下，经营韧性较强，利润率短期因产业环境承压。2020 年后，公司净利率逐步回升，各项费用率在 2021 年后逐步回落企稳，体现公司较强的经营韧性。2025H1，受到系统集成项目业务节奏影响，低毛利业务占比下降，毛利、净利率回升。我们认为，由于国内航司既是公司股东，也是公司客户，因此公司盈利能力与整体航空产业绑定较深，由于航司整体盈利状况不佳，短期内公司利润率小幅承压，年度缓慢恢复至 30% 以上水平。

图 7：2021 年后，费用率稳中有降，净利率恢复



资料来源：Wind，申万宏源研究

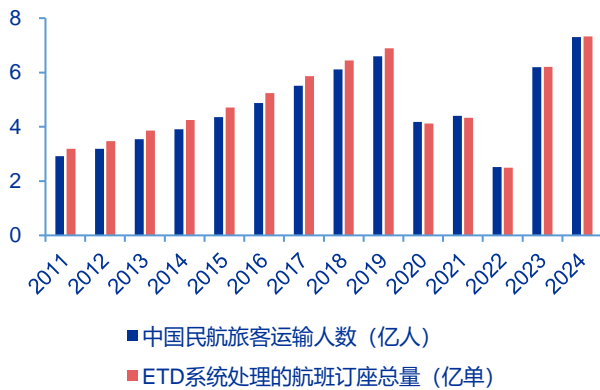
2. Beta: 民航业成长带来量价稳升

2.1 量: 规模稳健扩张, 旅客人数超越前高

作为国内航旅 IT 领军, 我国民用航空业规模的稳健扩张为公司业绩的坚实 Beta。一方面, 航空信息技术服务、结算清算及数据网络服务与旅客数量等关联度较高; 另一方面, 系统集成等项目制业务受到机场数量、民航业 Capex 等影响。

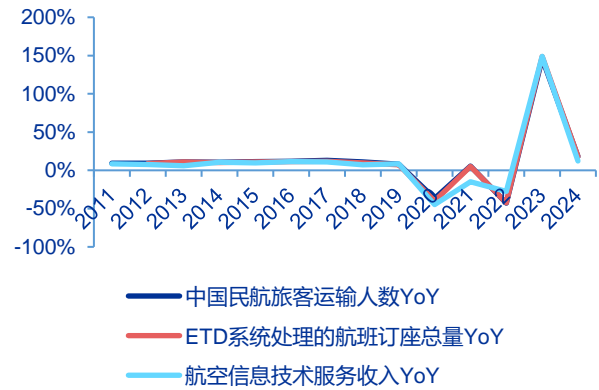
AIT 收入与民航旅客运输人数相关度高, ETD 处理订座总量已超过 2019 年前高。根据前文分析, 公司主营业务的核心驱动力之一来自航班订座量, 比较 2011 年以来公司披露的电子旅游分销 (ETD) 系统所处理的航班订座量与民航局披露的中国民航旅客运输人数, 两者在数值上几乎保持一致, 且两者的增速与公司航空信息技术服务收入关联度较高。2024 年, 公司 ETD 处理的航班订座总量达到 7.32 亿单, 较 2019 年峰值提升 6%。

图 8: 公司 ETD 航班订座处理量与民航旅客人数接近



资料来源: Wind, 公司官网, 申万宏源研究

图 9: AIT 收入增速与民航旅客运输量基本一致



资料来源: Wind, 公司官网, 申万宏源研究

细分来看, 国内航司国内段业务已恢复, 国际段及海外航司业务仍有空间。公司将 ETD 系统所处理的航班订座量分为中国航司国内段、中国航司国际段和外国航司三类。根据公司披露, 2024 年三类业务分别处理 6.38 亿、8196 万、1247 万人次, 分别对应 2019 年峰值的 113%、83%、49%, 国内民航需求景气度恢复, 国内航司国际段 (主要为国人出境) 及海外航司业务仍有恢复空间。

表 3: ETD 系统处理的航班订座量: 国内航司国内段业务已恢复, 国际段及海外航司业务仍有空间

单位: 亿单	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
外国商营航空公司航班订座量	0.13	0.16	0.20	0.19	0.22	0.22	0.23	0.23	0.25	0.02	0.02	0.03	0.11	0.12
YoY (%)	15%	28%	19%	0%	11%	2%	3%	2%	10%	-93%	0%	82%	241%	18%
中国商营航空公司航班订座量 (国际段)	0.35	0.38	0.44	0.52	0.61	0.74	0.79	0.89	0.99	0.13	0.03	0.04	0.41	0.82
YoY (%)	12%	11%	14%	18%	18%	20%	7%	13%	11%	-87%	-74%	17%	940%	101%
中国商营航空公司航班订座量 (国内段)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

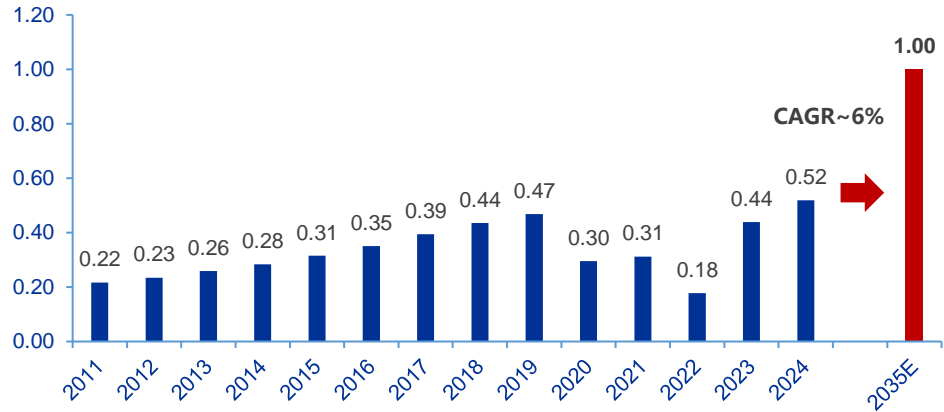
YoY (%)	9%	8%	10%	10%	10%	10%	13%	10%	6%	-30%	8%	-43%	135%	12%
国内外商营航空公司的航班订座总量	3.19	3.47	3.86	4.25	4.71	5.24	5.86	6.44	6.89	4.12	4.33	2.49	6.20	7.32
YoY (%)	9%	11%	10%	11%	11%	12%	10%	7%	-40%	5%	-42%	149%	18%	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

需求端：未来十年中国人均乘机次数将翻倍，海外仍有 5 倍空间。根据 Wind 数据计算，2024 年中国人均乘机次数约为 0.52 次，与发达国家相比（美国 2.55 次、加拿大 2.36 次、澳大利亚 3 次，2019 年数据），仍有较大差距。根据民航局，人均乘机次数将在 2035 年超过 1 次，复合增长率超过 6%。

此外，根据 Wind 及国际航空运输协会，2024 年全球航空客运量约为 46 亿人，扣除中航信已覆盖的国内市场约 7.3 亿人，海外仍有 5 倍空间，未来增长空间广阔。

图 10：未来十年中国人均乘机次数 CAGR 超过 6% (单位：次)



资料来源：民航局，申万宏源研究

供给端：未来十年运输机场数量 CAGR~4%，Capex 形成稳定支撑。根据《2024 年民航行业发展统计公报》，我国境内现有运输机场（不含港澳台）263 个；到 2035 年，我国将运输机场数量将达到 400 个左右，对应复合增长率约为 4%。2024 年，民航业 Capex 突破 2000 亿元，预计随着民航业的智能化和 AI 化，IT 等信息化投资占民航业 Capex 的比例将有所提升，推动公司项目制业务的稳健增长。

图 11：未来十年运输机场数量 CAGR~4%

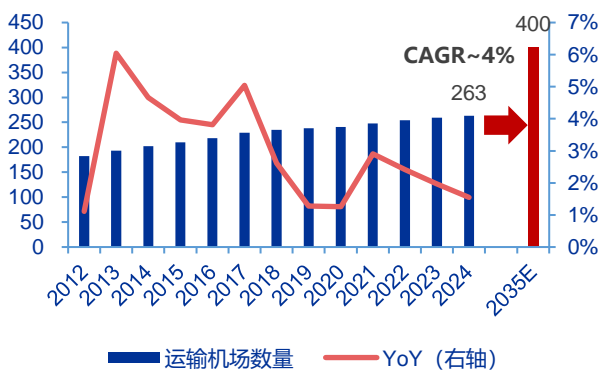
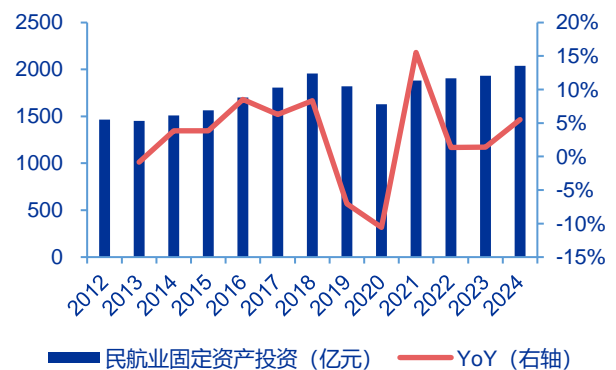


图 12：2024 年民航业 Capex 突破 2000 亿



资料来源: Wind, 《2024 年民航行业发展统计公报》, 申万宏源研究

资料来源: Wind, 《2024 年民航行业发展统计公报》, 申万宏源研究

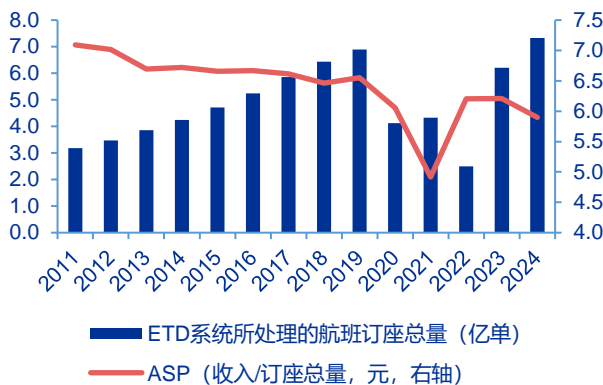
2.2 价：航司扭亏+双向免签，ASP 稳步恢复

根据公司披露的数据，我们分别计算航空信息技术服务、结算及清算服务的 ASP：

1) 航空信息技术服务 ASP = 收入 / ETD 系统所处理的航班订座总量；2) 结算及清算服务的 ASP = 收入 / 代理结算金额。

ASP 总体符合阶梯定价规律，主营业务 ASP 仍有恢复空间。 总体趋势上，ASP 与业务量之间遵循此消彼长的规律，符合国内航司客户与公司阶梯定价的原则。2019 年以前，**1) 航空信息技术服务 ASP** 保持在 6.5-7 元区间，逐步稳定在 6 元左右；**2) 结算与清算 ASP** 在 1%左右浮动，从费率视角看，结算与清算业务的收入弹性相对较小，代理结算金额（量）变动幅度大于收入变动幅度，导致费率（价）在量增时降低、量减时回升。

图 13: AIT 业务 ASP 降至 6 元左右



资料来源: Wind, 公司官网, 申万宏源研究

图 14: 结算与清算业务费率在 1%左右



资料来源: Wind, 公司官网, 申万宏源研究

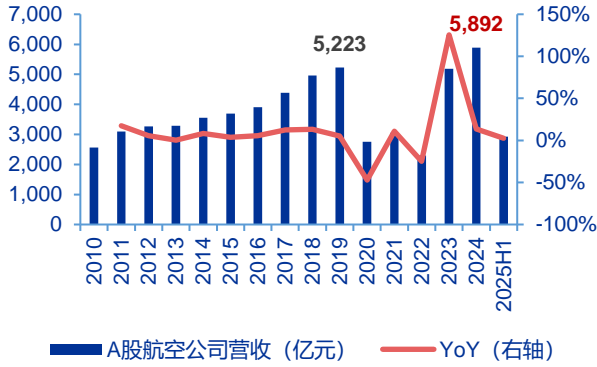
后续，两大业务 ASP 的回升主要来自以下驱动。

驱动一：航空公司逐步扭亏，释放更多利润空间。

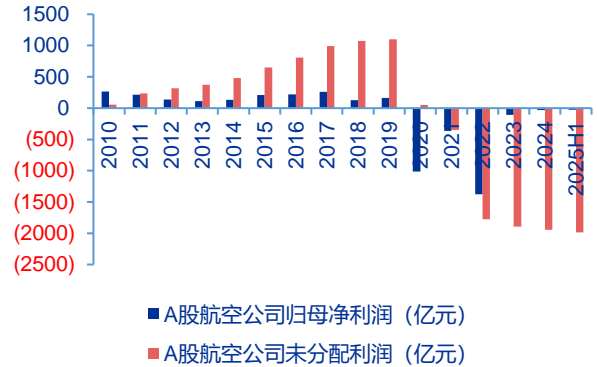
国内航空公司既为主要客户也为公司股东，公司 ASP 受航空公司的盈利水平影响。去除疫情对于民航业的阶段性影响，航司整体收入保持稳步上升趋势；但疫情期间亏损幅度较大，且航司仍未完全扭亏，对 ASP 形成了一定的压制。2024 年，随着民航旅客量、航司收入同步突破 2019 年前高，预计后续扭亏后将带来小幅的 ASP 回升，为公司释放更多利润空间。

图 15: 营收角度 A 股航空公司已超越 2019 年前高

图 16: 利润角度 A 股航空公司仍然承压



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

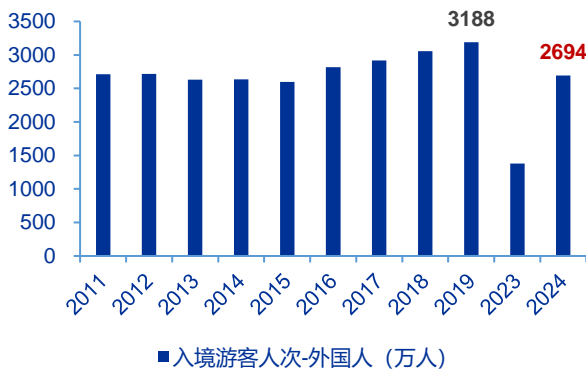
驱动二：免签政策增加双向跨境游客量，机票结构优化。

根据航司及航段的不同, ASP 的规律为: 外国航司>国内航司国际段>国内航司国内段。因此, 跨境游的恢复将优化收入结构, 提高 ASP。

跨境游客量逐步恢复, “China Travel” 成为海外新热潮。 2024 年, 我国出境旅客数量达到 1.46 亿人, 接近 2019 年前高 1.53 亿人; 去除港澳台地区后约为 1 亿人次。2024 年, 外国游客入境人次达到 2694 万人, 约恢复至 2019 年的 85%; 2024 年以来, 国家加大国际文旅宣传, 海外博主来华旅行宣传的频率和声量逐步增大, “China Travel” 成为海外新热潮, 预计将提升海外来华旅客数量。

来华与对华签证政策不断放宽。 截至 2025 年 7 月 30 日, 中国已对 29 个国家实现全面互免签证, 对 46 个国家实行单方面免签, 合计 75 个国家来华免签。中国护照可免签或落地签 90+国家和地区。双向跨境旅行的恢复将提升跨境航班量, 优化公司业务结构带来 ASP 提升。

图 17: 外国来华游客人数恢复至 2019 年的 85%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 18: 中国出境游客接近 2019 年前高



资料来源: Wind, 申万宏源研究

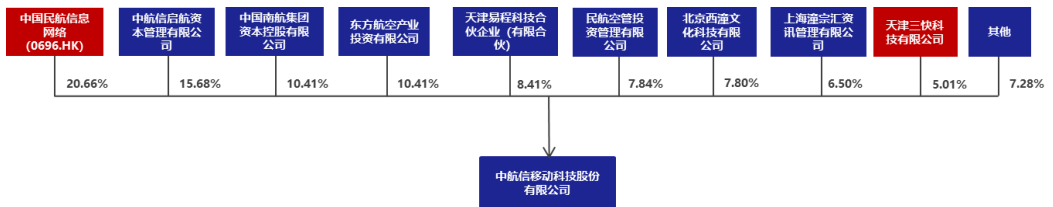
3. Alpha: 航旅纵横 OTA 化, 迈入万亿级市场

3.1 航旅纵横推出机票直销, 进入 OTA 市场

航旅纵横是公司旗下中航信移动科技于 2011 年推出的民航出行服务软件。依托公司 30 年民航系统服务经验, 提供全球 71 万+航班实时信息, 数据权威、信息及时、覆盖全面。**主要功能包括:** 机票直销预订、实时航班动态、在线值机选座、电子登机牌、行程管理与提醒、航司常客卡管理、机场导航及酒店接送等服务, 支持航班延误预警、机票验真等功能, 覆盖行前到抵达全流程。

中航信为航旅纵横大股东, 美团持股约 5%。根据企查查, 公司为中航信移动科技最大股东, 持股 20.66%, 其它股东包括中国民航信息集团、南方航空、东方航空、民航局等。2024 年 7 月, 美团(天津三快科技有限公司)等入股中航信移动科技, 当前美团持股约 5%。

图 19: 中航信、美团分别持股中航信移动科技 21%、5%



资料来源: 企查查, 申万宏源研究; 注: 截止 2025 年 12 月 10 日

打造民航机票直销平台, 航旅纵横进入 OTA 市场。2025 年 7 月, 航旅纵横推出“民航官方直销平台”, 整合包括三大航司在内的 37 家航空公司直销机票资源, 为旅客提供了一站式比价、搜索和购票的平台。其机票销售的特点在于产品和价格直接由航司发布和运营, 相当于集合了所有航司官方 APP 的数据并统一呈现, 实现了销售的公开透明。**目前, 航旅纵横已覆盖机票、火车票、打车/接送机、酒店等全环节预定, 正式进入 OTA (Online Travel Agency, 在线旅行社) 市场。**

航旅纵横解决传统 OTA 利用市场地位过度干预的问题, 符合航司与消费者利益。近年来, 国内航司对代理分销的依赖较大, 导致大型 OTA 在机票销售上具有较强市场支配能力。借助算法和大数据, 传统 OTA 通过捆绑销售、恶意更改票务规则、定向补贴、流量倾斜等方式影响机票定价和销售情况。**一方面, 对航司的经营和竞争格局形成干预, 航司被迫低价销售以争夺客源; 另一方面, OTA 实际压缩了消费者的权益。**

1) 免除代理成本, 航司主导权增加: 传统 OTA 机票代理通过抽佣 (通常为票面价格的 3%-10%) 和搭售的附加服务获利, 而航旅纵横的直销模式完全绕过代理环节, 仅通过广告和增值服务获利, 为航司节省分销成本。同时, 直销模式下机票价格完全取决于航司定价, 不存在 OTA 通过补贴降价、捆绑销售加价等干预; 由于系统直连, 在客票信息与机票库存系统之间的反馈也更加顺畅。

2) **透明化运营，消费者权益不被压缩。**传统 OTA 通过“退改签剪刀差”（官方允许免费改签，而 OTA 加收退改服务费）、“捆绑销售”（绑定保险等附加产品）等盈利手段实际是对旅客权益的侵占；直销模式下航旅纵横不对航司任何信息进行修改，并提供统一界面比价，保障消费者权益、便于消费者进行选择。

B 端优势泛化：实时原生数据+民航 IT 基础设施。中航信作为国内唯一民航 GDS 服务商，其承建的 ICS、CRS、DCS 为独家的数据中枢，覆盖航司机票库存、值机订座、代理分销、旅客离港等机票全链路数据，具备海量实时原生数据+国内最大民航数据库等优势；航旅纵横在系统对接、航司协同上具备不可复制的基础设施优势。OTA 依赖外部数据接口，实际可理解为部分接入或依赖中航信搭建的 IT 系统。

C 端用户群超 1 亿：产品口碑有望带来营销成本节降。航旅纵横目前具有 1 亿激活用户，覆盖 73%的民航旅客，依托原有的航班动态查询、电子登机牌等高频功能，可低成本转化用户至机票购买场景。相比其它 OTA 厂商进入市场初期，可以节省大量营销拓展成本；基于原生数据、透明运营模式带来的体验优化，将增强消费者对航旅纵横的选择。

3.2 航旅信息平台 OTA 化为必然趋势

航旅信息平台的核心竞争力为数据渠道和动态数据分析能力。国内航班信息散落在民航的各个组成部分，包括机场、航司和空管部门等，每个部门间信息相互割裂，如航班起降信息、飞机机型 / 飞行数据等信息较为敏感，获取壁垒很高。平台利用 ACARS（飞机通信寻址与报告系统，包含位置、速度、高度以及在高空中的天气状况）的数据链、与民航各参与方合作、以及搭建监控基站获得所需数据，最后通过算法处理为用户呈现详细的航班动态信息。

三足鼎立，航旅纵横的优势在于掌握用户行程数据。目前国内航旅信息平台包括：航旅纵横、飞常准、航班管家，市场相对饱和、竞争格局稳定。**航旅纵横：**依托中航信的优势掌握着用户行程信息，可基于身份证号查询所有行程信息，并可以在 APP 上选座值机、二维码登机；**飞常准：**通过算法优化，增强信息的及时和准确；**航班管家：**提供机票搜索、预订以及详细机场攻略，意在通过综合的航班、机场信息帮助用户作出旅行决策。

用户与收入错配，平台 OTA 化拓展 C 端收入为必然趋势。航旅信息平台过去的主要收入来自 B 端客户。以飞常准为例，携程、招行、淘宝等上千家 B 端客户使用飞常准的航班动态大数据、数据分析等服务。C 端用户广泛使用的航班信息查询服务不具备收费条件，对于生成年度飞行报告等“情绪价值”、收费选座等功能的付费意愿较低，用户与收入存在错配。因此，转型 OTA 开展产品销售等业务成为航旅信息平台的必然趋势。

表 4：航旅信息平台核心功能类似，各有特点

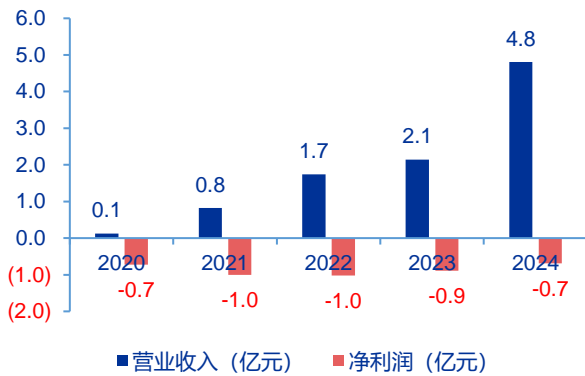
图标	平台名称	上线时间	公司	主要股东	特点
	航旅纵横	2012 年	中航信移动科技有限公司	中航信、东航、南航、民航局、美团等	背靠 GDS 供应商中航信，掌握用户行程数据，可提供全流程航旅服务。
	飞常准	2011 年	飞友科技有限公司	携程 (持股 51.57%) 等	通过算法、数据渠道等优势建立了精准的航旅信息平台，目前已成为携程系公司
	航班管家	2009 年	深圳市活力天汇科技股份有限公司	公司管理层、凯撒旅业 (000796.SZ) 等	2014 年开始尝试电商场景，在航班管家和高铁管家中植入商城业务；较早提供创意行程定制等旅行社服务，主导“逃离北上深”等现象级营销事件

资料来源：百度百科，搜狐，企查查，申万宏源研究

3.3 航旅纵横远期有望对标一线 OTA 平台

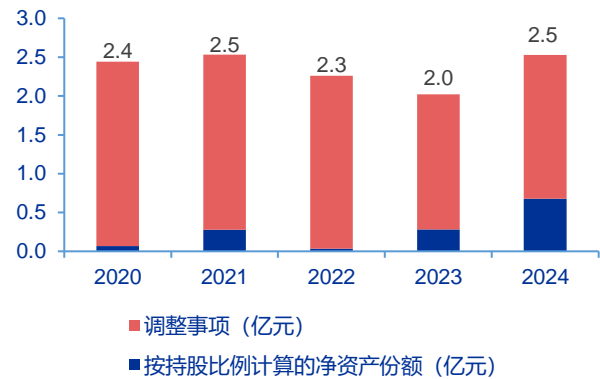
中航信移动收入快速增长，净利润按权益法计入中航信。2020 年，中航信出售中航信移动科技 68.39% 的股权，中航信移动科技不再为公司子公司、并入报表，成为重要联营企业，利润按权益法计入投资收益。

图 20：中航信移动科技收入快速增长



资料来源：Wind，中航信年报，申万宏源研究

图 21：对中航信移动投资的账面价值



资料来源：Wind，中航信年报，申万宏源研究

参照活力天汇，中航信移动扭亏在即。航班管家的运营主体为活力天汇，此前在新三板上市后 2020 年摘牌；2024 年末，活力集团向港交所递交上市申请。活力天汇主营业务为航班管家、高铁管家两款旅行信息产品，分别围绕高铁、航旅打造了全流程覆盖的综合出行平台。根据公司披露的数据，在营收为 5 亿元时达到盈亏平衡，中航信移动即将达到这一门槛。

航旅纵横切入 OTA 后，将实现加速发展。从下图对活力天汇的费率分析可以看到，销售费用为三费中最高的项目，且随着规模的增长不断摊薄。我们认为，航旅纵横切入 OTA 后，具备更强发展驱动。根据 Questmobile，航旅纵横 MAU 约为 2476 万，而航班管家+高

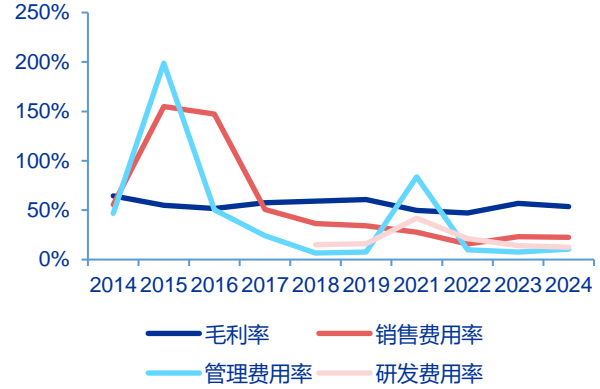
铁管家的 MAU 约为 690 万，庞大的客群积累既带来潜在的收入空间，也能够节省用于拓展新客的销售成本。官方背书 + 客群积累将使航旅纵横快速释放 OTA 收益。

图 22: 参照活力天汇, 5 亿约为盈亏平衡点



资料来源: 活力天汇年报, 活力集团招股书, 申万宏源研究

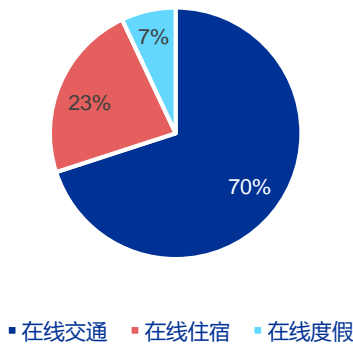
图 23: 毛利率稳定在 50%~60%, 销售费用率不断下降



资料来源: 活力天汇年报, 活力集团招股书, 申万宏源研究

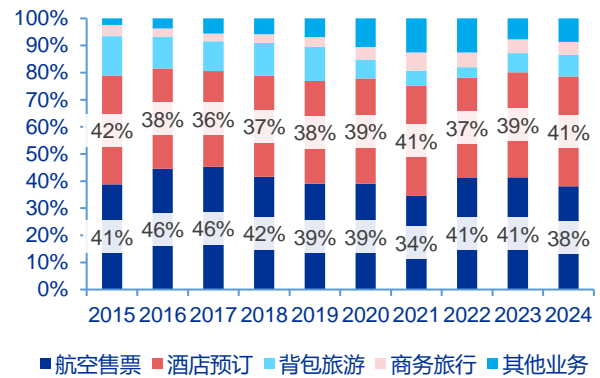
OTA 面向万亿市场, 交通交易占比 70%, 为核心切入点。根据观研天下, 2023 年我国在线旅游行业交易规模达 1.1 万亿元; 其中, 在线交通交易规模达到 7753 亿元, 占比 70%。交通出行作为旅游消费的高频、刚性需求, 其标准化程度高、处在决策链条最前端, 天然为 OTA 平台与用户的首触点; 一旦用户通过 OTA 完成交通交易, 平台即可自然延伸至酒店、租车等高利润场景服务。

图 24: 在线旅游交易中交通占比 70% (2023 年)



资料来源: 观研天下, 申万宏源研究

图 25: 携程收入拆分



资料来源: Wind, 申万宏源研究

航空为导流入口, 酒店、租车等创造收入增量。从收入角度看, 航空和酒店贡献了 OTA 平台绝大部分收入。而从产业集中度看, 航司所处环境近似为寡头垄断市场, 而酒店则近似于完全竞争市场, 因此酒店议价权相对弱, 佣金费率高。以携程为例, 航空与酒店收入接近 1:1, 以行业比例近似估算, 酒店佣金费率约为航司的 3 倍。因此, 交通 (特别是航空) 为 OTA 切入点, 而酒店、打车/租车等集中度相对低的环节为收入增长点。

有望与美团生态形成互补。2024年7月，美团入股中航信移动，意在强化自身酒旅业务，进而为核心本地商业业务注入新增长动力。**航旅纵横在用户定位与产品侧重点均与美团互补。**美团用户定位为追求性价比的客群，以经济型酒店、周边游为主，重在与本地生活业务（外卖、电影、团购等）接轨。而航旅纵横包含更多的高端/商旅用户，同时航旅业务补足机票版图，为重要导流入口，形成协同互补。

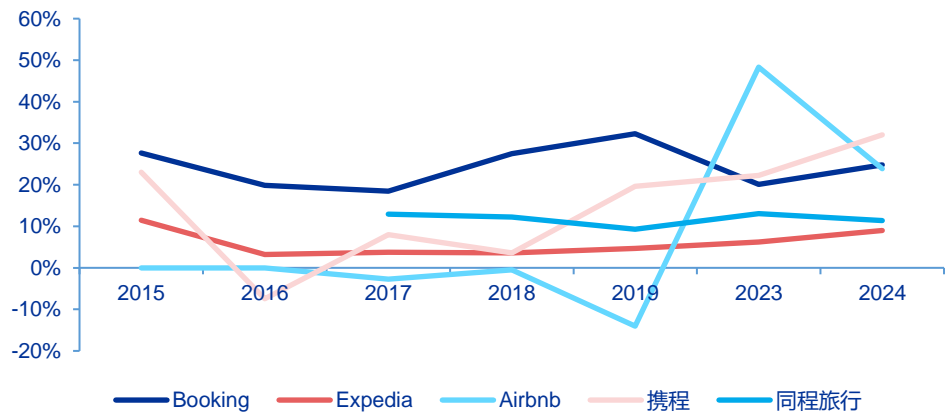
表 5: 25Q2 国内 OTA 平台梳理，APP MAU 为核心，打造流量生态优势为战略方向

	携程	同程	美团	飞猪
股东	百度系	腾讯系+携程系	美团	阿里
用户定位	中高端人群、商务人士	下沉用户	追求性价比的学生、年轻白领	消费能力较强的年轻用户
产品侧重	全品类	交通领域优势，下沉市场有差异化优势	中低端酒店、周边游，和当地生活业务接轨	定制游、出境游、自由行
核心优势	深耕 OTA 市场，在品牌和产业链布局上具有较大优势	核心流量来自微信小程序，酒店方面与携程共享库存	美团生态流量较大；长尾、下沉市场具有优势；与当地生活业务具有协同效应	阿里生态引流，提供精准营销工具和定制应用，淘宝模式赋能商家
战略方向	拓宽产品生态边界，从 OTA 向社交媒体发展；拓展业务边界，打造国际化布局	基于微信生态进行流量挖掘	拓展高星级酒店资源，提升线下流量转化率；入股航旅纵横，整合高端资源	强化国际化布局，提升阿里系流量转化效率
MAU	APP 1.09 亿	小程序 1.03 亿+APP 1131 万	小程序 1.80 亿+APP 6.16 亿	APP 2709 万

资料来源：Moonfox（月狐）Wind，申万宏源研究；注：携程、飞猪、同程及美团小程序 MAU 为单一 APP/小程序 MAU，美团 APP MAU 为旗下 26 个应用的合并 MAU

远期展望：对标一线 OTA 平台，中航信同步受益。我们对国内和全球的 OTA 平台上市公司进行了梳理，发现海外及国内头部的 OTA 厂商 Booking、Airbnb（主营民宿类）、携程净利润率大致在 20%-30% 区间波动，而第二梯队则在 10% 上下区间。市场地位对 OTA 厂商净利率、估值均有影响，预计随着航旅纵横 OTA 进程的不断推进，中航信移动营收规模将不断扩大，逐步实现从扭亏到一线 OTA 平台的成长，中航信将同步受益。

图 26: 头部 OTA 厂商净利率在 20%-30% 间波动，第二梯队则在 10% 上下波动



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6: 全球 OTA 平台上市公司估值表——海外估值高于国内, 头部估值高于第二梯队

		2025 年 12 月 11 日	归母净利润 (亿元人民币)			PE		
		总市值 (亿元人民币)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
BKNG.O	Booking	12,035	479	579	650	25	21	19
ABNB.O	Airbnb	5473	197	219	245	28	25	22
EXPE.O	Expedia	2,376	102	147	203	23	16	12
TCOM.O	携程	3511	305	195	224	12	18	16
0780.HK	同程旅行	446	28	33	38	16	14	12

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 盈利预测来自 Wind 一致预期

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

上文对民航业整体发展趋势进行了梳理, 人均乘机次数、机场建设数量等长期行业 Beta 为公司带来“量”的支撑; 基于航司盈利恢复、跨境旅游带来的结构优化和航旅 IT 智能化进程的推进, 我们认为, 将为公司带来“价”的提升。

航空信息技术服务: 按照 ASP * 航班订座量预测业务收入。考虑到航司经营开始逐步扭亏, 叠加单价较高的跨境航班增加, 我们认为 2024 年 ASP 已达到近年低点, 未来 3 年将逐步回升, 预计 25-27 年 ASP 分别为 5.9 元/6.0 元/6.0 元。根据 25H1 公司披露的航班订座量数据看, 国内航司国内段恢复温和、国际段增长较快, 而外国航司的业务增速有限, 因此预计 25-27 年订座量增速为 5%/5%/5%。预计 25-27 年航空信息技术服务业务收入为 45 亿/48 亿/51 亿, 增速为 5%/6%/6%。

结算及清算业务: 按照 ASP (费率口径) * 代理结算金额预测业务收入。预计公司代理结算金额逐步回到 2019 年高点的 832 亿, 25-27 年代理结算金额增速分别为 7%/7%/7%; 历史费率在 1% 上下波动, 假定未来 3 年费率均保持在 1%。预计 25-27 年结算及清算业务收入为 7.1 亿/7.6 亿/8.1 亿, 增速为 20%/7%/7%。

系统集成业务: 参照至 2035 年机场建设的复合增长率 4%, 叠加机场智慧化所带来的存量更新项目给予一定的额外增长, 考虑到 2024 年基数本身较高, 预计 25-27 年系统集成业务收入增速均为-5%/5%/5%, 对应 25-27 年系统集成业务收入为 17.9 亿/18.8 亿/19.8 亿。

数据网络服务、技术支持及产品、其他业务: 三类业务具有一定新兴属性, 既与民航业整体情况 (航班订座量、货运量等) 具有一定关联, 又与下游客户 IT 投入相关。21-24 年技数据网络服务收入在 3.9-5.2 亿元之间波动, 技术支持+其他业务复合增长率为 11.1%。预计三项业务 25-27 年增速均为 10%。

综合各大业务板块的增速关键假设, 小幅调整 25-26 年营业收入预测, 由 90.8、100.4 亿元调整至 92.5、98.6 亿元, 新增 27 年预测 105.4 亿元, 综合前文提到的航司扭亏、结构优化、新兴业务拓展等因素, 预计公司综合毛利率分别为 %/%/%。

表 7：分业务收入及毛利预测（单位：亿元人民币）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	80.4	54.9	54.8	52.1	69.8	88.2	92.5	98.6	105.4
-yoy	9%	-32%	0%	-5%	34%	26%	5%	7%	7%
营业成本	-	30.9	33.1	30.9	33.2	43.1	44.4	47.3	50.6
毛利率	-	44%	40%	41%	53%	51%	52%	52%	52%
其中：									
航空信息技术服务	45.2	25.0	21.3	15.5	38.5	43.2	45.1	47.7	50.6
-yoy	-	-45%	-15%	-27%	149%	12%	5%	6%	6%
航班订座总量（亿单）	6.9	4.1	4.3	2.5	6.2	7.3	7.7	8.0	8.4
-yoy	-	-40%	5%	-42%	149%	18%	5%	5%	5%
ASP	6.6	6.1	4.9	6.2	6.2	5.9	5.9	6.0	6.0
结算及清算业务	6.0	3.6	3.2	2.9	4.5	5.9	7.1	7.6	8.1
-yoy	-	-40%	-12%	-7%	52%	32%	20%	7%	7%
代理结算金额	831.6	353.7	321.1	236.9	475.3	663.8	710.3	760.0	813.2
-yoy	-	-57%	-9%	-26%	101%	40%	7%	7%	7%
ASP（费率视角，%）	0.7%	1.0%	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
系统集成服务	11.7	11.8	13.7	17.0	9.9	18.9	17.9	18.8	19.8
-yoy	-	1%	17%	24%	-41%	90%	-5%	5%	5%
数据网络服务	4.9	4.9	5.2	4.1	3.9	4.6	5.1	5.6	6.2
-yoy	-	1%	6%	-21%	-5%	19%	10%	10%	10%
技术支持及产品收入	0.0	3.6	4.8	7.4	6.2	9.4	10.3	11.3	12.5
-yoy	-	0%	34%	55%	-17%	52%	10%	10%	10%
其他收入	13.5	9.6	11.4	12.6	13.0	6.2	6.9	7.6	8.3
-yoy	-	-29%	18%	11%	3%	-	10%	10%	10%

资料来源：Wind，申万宏源研究

期间费用率：公司已经建立成熟的管理和运营体系，前文已通过人均薪酬、人效等数据论证公司管理层管理效率高、决策果断，有助于提升运营效率、保持费用稳定。受益于公司规模效应和管理能力，将 25-26 年管理费用率由 15.1%/15.1% 下调至 15.0%/14.5%，新增 27 年预测值 14.0%；考虑到民航业景气度逐步恢复，公司加大营销投入规模，将 25-26 年销售费用率由 1.1%/1.1% 上调至 1.5%/1.5%，新增 27 年预测值 1.5%；2022-2024 年，研发费用规模在 7-9 亿间波动，预计 25-27 年研发费用率 9%/9%/9%。

由于上述预期要素调整，我们将 25-26 年归母净利润预测值由 23.7、26.2 亿元小幅调整至 22.1、24.3 亿元，新增 27 年归母净利润预测值 26.5 亿元。

4.2 维持“买入”评级

公司为国内民航 IT 领军，因此，选取各行业 IT 服务的大型公司，在业务模式、股东背景、产业内地位和下游客户类型上更具备相似性。同时，公司主营业务与 AI 结合度尚且较低，因此剔除可比公司中主营业务中 AI 渗透较高的公司，避免 AI 估值溢价形成干扰。

国电南瑞：以电力智能化为核心的能源 IT 解决方案提供商，控股股东为国家电网，与中航信具备类似的股东背景和地位。**广联达**：国内领先的建筑 IT 服务商。**宝信软件**：工业软件解决方案提供商，中国宝武钢铁集团实控，产品及服务涵盖钢铁、有色、化工等行业，业务、股东背景与中航信类似。**太极股份**：政务 IT 服务商，业务涵盖电子政务、智慧城市、行业信息化等。**博思软件**：政务 IT 服务商，聚焦电子凭证、智慧财政等领域。

考虑到同一公司在 A/H 股存在价差，我们选取同时在 A 股和 H 股上市的 TMT 行业公司，计算出股港股平均折价为 37%。

表 8：选取同时在 A 股和 H 股上市的 TMT 行业公司，计算出股港股平均折价为 37%

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	38	28	25	34%
601869.SH	6869.HK	长飞光纤	101	44	40	61%
688981.SH	0981.HK	中芯国际	114	67	61	46%
601811.SH	0811.HK	新华文轩	14	10	9	32%
601728.SH	0728.HK	中国电信	7	6	5	25%
600941.SH	0941.HK	中国移动	104	86	78	25%
平均						37%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：数据截止 2025 年 12 月 11 日，港股折价基于 A 股价格（元）和港股价格（元）计算得出，人民币/港币汇率为 0.91

维持“买入”评级。可比公司 26 年 PE 均值为 26.7x，考虑港股折价后为 16.8x，中国民航信息网络 26 年 PE 为 11.4x，给予中国民航信息网络 26 年 16.8x PE 估值，存在较大上涨空间，因此维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)				归母净利润 (百万元)			PE		
		2025/12/11	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600406.SH	国电南瑞	1,825	8,361	9,399	10,465	21.8	19.4	17.4			
002410.SZ	广联达	204	468	626	763	43.5	32.5	26.7			
600845.SH	宝信软件	484	2,222	2,576	2,954	21.8	18.8	16.4			
002368.SZ	太极股份	148	315	423	539	47.1	35.1	27.5			
300525.SZ	博思软件	105	323	380	433	32.5	27.7	24.3			
平均值						33.4	26.7	22.5			
港股折价后						20.9	16.8	14.1			
0696.HK	中国民航信息网络	276	2209	2429	2648	12.5	11.4	10.4			

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：中国民航信息网络所有数据的货币单位均为人民币；港股折价基于 A 股价格（元）和港股价格（元）计算得出，人民币/港币汇率为 .

5. 风险提示

1) 民航业复苏不及预期:

公司收入、盈利水平与民航业运营情况深度绑定, 航司运营情况与旅客出行量等因素与公司业绩关联度较高, 存在因为民航业景气度下滑导致业绩不及预期的风险。

2) 跨境游客恢复不及预期:

从 ASP 角度看, 国内航司国际段与外国航司相对较高, 结构优化对于公司盈利水平的提升具有推动作用。存在因为跨境游客数量增长不及预期导致业绩不及预期的风险。

3) 外国航司业务拓展不及预期:

公司目前在国内市占率已接近天花板, 海外仍有较大空间, 公司近年来不断推进与海外航司的业务合作, 延续 Beta 的增长。存在因为海外业务拓展不及预期导致业绩不及预期的风险。

合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,984	8,823	9,245	9,863	10,541
主营收入	6,984	8,823	9,245	9,863	10,541
营业成本	-3,317	-4,310	-4,438	-4,734	-5,060
销售和管理费用	-1,191	-1,434	-1,525	-1,578	-1,634
研发费用	-863	-825	-832	-888	-949
其他经营损益	-82	-95	-92	-94	-95
财务费用	144	188	221	228	243
投资收益	82	81	85	90	96
资产减值损失	-304	-139	-179	-112	-126
其他非经常性损益	159	105	100	100	100
除税前利润	1,612	2,395	2,585	2,875	3,118
所得税	-164	-266	-324	-395	-417
净利润	1,448	2,129	2,261	2,481	2,701
少数股东损益及其他	49	54	52	52	53
归属普通股股东净利润	1,399	2,074	2,209	2,429	2,648

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,126	20,498	22,214	24,208	26,390
现金及等价物	7,368	10,549	10,533	11,142	11,878
应收款项	6,838	7,402	8,082	8,668	9,315
存货净额	86	82	81	79	78
其他流动资产	3,834	2,466	3,518	4,318	5,118
非流动资产	9,374	9,196	8,772	8,306	7,778
长期投资	2,359	2,922	2,922	2,922	2,922
固定资产	3,214	2,822	2,678	2,513	2,325
投资物业	94	85	85	85	85
无形资产及商誉	2,619	2,099	1,817	1,517	1,178
其他非流动资产	1,088	1,269	1,269	1,269	1,269
资产总计	27,500	29,695	30,985	32,514	34,168
流动负债	6,193	6,725	6,790	6,940	7,105
短期借款	752	1,203	1,203	1,203	1,203
应付款项	5,288	5,257	5,322	5,472	5,638
其他流动负债	154	264	264	264	264
非流动负债	288	73	73	73	73
负债合计	6,482	6,798	6,863	7,013	7,178
股本	2,926	2,926	2,926	2,926	2,926
总储备	17,545	19,379	20,552	21,879	23,315
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	547	592	644	696	749
权益总额	21,019	22,897	24,123	25,501	26,989
负债和股东权益合计	27,500	29,695	30,985	32,514	34,168

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,448	2,129	2,261	2,481	2,701
加：折旧摊销减值			1,203	1,178	1,253
利息净支出			-221	-228	-243
投资损失			-85	-90	-96
营运资本变动			-845	-597	-656
其他经营现金流			-100	-100	-100
经营活动现金流	137	2,526	2,214	2,644	2,859
资本开支			-600	-600	-600
其它投资现金流			-	-	-

投资活动现金流	-796	894	-1,415	-1,160	-1,154
支付股利和利息			-814	-875	-969
其它融资现金流			0	0	0
融资活动现金流	449	-197	-814	-875	-969
净现金流	-199	3,231	-16	609	736

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.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。

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。