

审慎推荐-A (维持)

音飞储存 603066.SH

目标估值: 13.7-14.6 元

当前股价: 9.15 元

2020年03月04日

稳健的智能仓储集成商，股权转让加速业务拓展

基础数据

上证综指	2993
总股本(万股)	30070
已上市流通股(万股)	30070
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	28.5%
主要股东	盛和投资
主要股东持股比例	44.15%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《物流自动化系列专题一: 万山红遍层林染 市场割据国产图强》
2019-12-03

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理 陈铭

chenming5@cmschina.com.cn

公司转让 29.99% 股权，实控人变为景德镇国资委，转让价较停牌前溢价 50%。公司早期聚焦仓储货架，为行业前三的主流企业，近年来向系统集成商转型效果突出，收入业绩平稳向上，属于在行业中具备一定 Knowhow 和议价能力，且风险控制较为出色的企业。我们认为本次股权转让将有利于公司快速扩大业务，从行业竞争中加速脱颖而出，预测公司 19-21 年归母净利润为 1.03 亿、1.42 亿、2.01 亿，对应 PE 估值 27/19/14 倍，给予“审慎推荐-A”评级。

- **股权转让事件:** 公司控股股东盛和投资及一致行动人上海北项，与景德镇陶瓷文化旅游发展有限责任公司(简称陶文旅集团)签署《股份转让意向协议》，通过协议转让方式合计转让 29.99% 股份(20.64%+9.35%)。转让后，盛和投资仍持有上市公司总股本的 23.51%，上海北项不再持有股份，陶文旅集团成为控股股东，实控人将由金跃跃先生变更为景德镇市国有资产监督管理委员会，后者持有陶文旅集团 86.99% 股份。转让价格 12.39 亿元，对应每股价格 13.74，较停牌价 9.15 元溢价 50%。交易后管理层基本维持不变，陶文旅集团有权提名 7 位董事中的 5 位，包括推荐财务总监人选，我们预计新股东将优先维持原有管理层稳定。
- **我们预计双方的协同，将为音飞储存带来更大的业务拓展空间。** 具体体现在以下方面: 1) 作为国内主流的智能仓储设备和集成商，公司业务将延伸至下游的物流仓储服务，重点包括农产品冷链仓储物流、陶瓷电商的智能仓储等，这些都是针对陶文旅集团下属茶园、陶瓷电商的配套项目，需求明确; 2) 通过满足实控人在景德镇地区陶瓷制造业的现代化、智能化建设需求，争取更多建设和运维项目订单; 3) 陶文旅集团职业教育培训模块将向公司和行业提供更多优质的物流职业技术人才; 4) 地方国资委的股东背景将有利于公司开拓新的客户，尤其考虑到物流仓储下游的部分细分领域较为封闭，往往需要更多资源作背书。
- **音飞储存早期聚焦货架，是货架领域行业前三的主流企业，**下游客户覆盖汽车、石化、电力通信领域。之后通过自主研发穿梭车、AGV 等运输设备为立体仓库配套，拉动业绩快速增长，先后拓展电商、食品、冷链、家居、陶瓷

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	599	689	724	987	1424
同比增长	22%	15%	5%	36%	44%
营业利润(百万元)	98	103	115	159	227
同比增长	5%	5%	12%	38%	43%
净利润(百万元)	83	93	103	142	201
同比增长	2%	11%	12%	37%	42%
每股收益(元)	0.28	0.31	0.34	0.47	0.67
PE	33.2	29.9	26.6	19.4	13.7
PB	3.2	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

等客户。公司的发展战略是“货架(核心业务)+自动化系统集成(战略业务)+仓储运营服务(新兴业务)”。

公司收入业绩稳步向上。2016-18 年收入 4.90 亿、5.99 亿、6.89 亿，19 年前三季度收入 5.01 亿，同比增速分别为 5.6%、22.2%、15.1%、4.1%。实现归母净利润 0.82 亿、0.83 亿、0.93 亿，19Q3 为 0.72 亿，增速 20.5%、1.8%、11.1%、0.5%。如果考虑到物流仓储业务的交付周期较长，收入确认会有一定季节波动性，近五年收入复合增速 9.8%，彰显出公司业务稳步扩张的能力。

经营稳扎稳打，盈利能力和现金流优于同行。16-18 年公司毛利率分别为 37.7%、32.5%、32.7%，历史上基本在 33%附近小幅波动，净利率分别为 16.7%、13.9%、13.4%，盈利能力高于同行。三费中销售费用占比相对较高，过去三年均保持在 12~13%之间，由于物流自动化覆盖下游领域较广泛，投入较多销售费用对于客户扩展是非常必要的。资产负债表上看，公司现金储备充裕，年报中货币资金占资产比例在 20%以上，近三年流动比率 3.35、3.21、3.15；应收账款周转率 2.86、3.35、3.08，存货周转率 2.58、2.49、1.94，虽然收入确认存在季节周期，但每年年底的经营性现金流净额均为正，属于在行业中具备一定 Knowhow 和议价能力，且风险控制较为出色的企业。

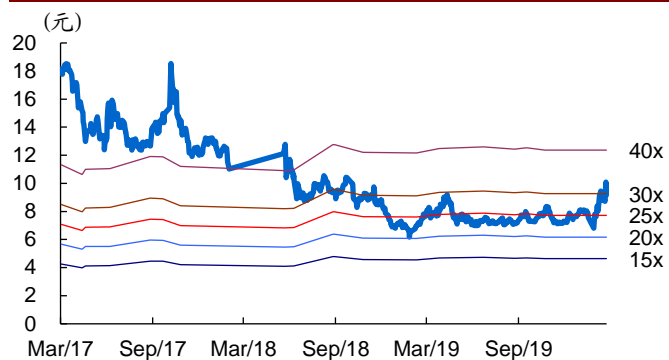
公司系统集成业务占比快速提升，成功转型是综合竞争力的体现。物流自动化产业链上，最能体现企业综合实力的是在系统集成环节。对标海外优秀的物流自动化巨头如大福、胜斐迩等，均具备较强的集成能力，定位为物流系统集成商，产品种类齐全，议价能力强，利润率。系统集成商不仅要有针对性的物流系统规划设计方案，还必须掌握相关行业知识、关键技术和关键装备，以实现软硬件的高度配合。系统集成技术及关键装备性能将直接对自动化物流系统项目的建设产生决定性的影响。音飞储存的自动化仓储集成业务从 2016 年的 1.11 亿快速增至 18 年的 3.47 亿，复合增速 77%，收入占比从 22.7% 提升至 50.4%，是国产设备商成功转型系统集成商的代表性企业之一。

公司近期公告成为特斯拉全球采购供应商，开展超级工厂等项目的高位货架供应合作。尽管目前仅确认了上海工厂的 38 万小批量合同，但我们认为公司能够通过认证，进入到特斯拉全球供应序列本身代表着下游龙头客户对公司产品和技术实力的认可，随着特斯拉扩产预计会带来更多订单，值得期待。另外，公司从 19 年 7 月开始回购，计划总金额在 0.5-1 亿之间，用于实施股权激励和发行可转债。截止 20 年 2 月 29 日累计回购 0.37 亿，占总股本 1.68%，体现出公司对未来发展的信心和对长效激励的重视。

考虑到公司历史上稳健发展能力，以及作为货架集成商的相对领先地位，本次股权转让将有利于公司快速扩大业务，加速成为更优秀的物流自动化设备集成商。我们预测公司 19-21 年归母净利润 1.03 亿、1.42 亿、2.01 亿，对应 PE 估值 27/19/14 倍，给予审慎推荐评级。

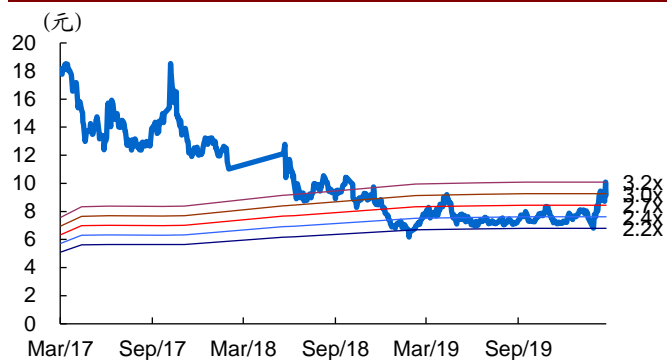
风险提示：1) 竞争对手招标压价，行业竞争格局恶化；2) 下游客户资本开支意愿下降，新业务拓展不及预期；3) 上游原材料成本波动对盈利能力造成影响。

图 1: 音飞储存历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 音飞储存历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《物流自动化系列专题一: 万山红遍层林染 市场割据国产图强》2019-12-03

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	969	1027	1104	1315	1638
现金	404	338	415	534	516
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	2	9	12	17
应收款项	212	236	261	267	384
其它应收款	4	5	6	8	11
存货	197	280	240	259	370
其他	128	165	173	236	340
非流动资产	209	248	244	241	238
长期股权投资	17	18	18	18	18
固定资产	101	94	92	91	90
无形资产	23	22	20	18	16
其他	69	114	114	113	113
资产总计	1178	1274	1348	1555	1876
流动负债	289	320	330	428	593
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	102	128	132	178	255
预收账款	135	147	153	205	294
其他	52	45	45	45	45
长期负债	15	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	10	10	10	10
负债合计	305	330	340	439	603
股本	302	302	301	301	301
资本公积金	184	179	160	160	160
留存收益	384	460	545	655	814
少数股东权益	4	4	3	1	(1)
归属于母公司所有者权益	870	941	1005	1116	1274
负债及权益合计	1178	1274	1348	1555	1876

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	43	51	100	131	4
净利润	83	93	103	142	201
折旧摊销	12	13	14	13	13
财务费用	3	(4)	(11)	(14)	(16)
投资收益	(32)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(4)	(60)	8	6	(190)
其它	(19)	24	2	(1)	11
投资活动现金流	199	(104)	5	5	5
资本支出	(8)	(60)	(10)	(10)	(10)
其他投资	207	(44)	15	15	15
筹资活动现金流	(17)	(16)	(28)	(17)	(27)
借款变动	26	8	0	0	0
普通股增加	202	0	(2)	0	0
资本公积增加	(191)	(5)	(19)	0	0
股利分配	(48)	(17)	(19)	(31)	(43)
其他	(5)	(1)	11	14	16
现金净增加额	224	(69)	77	119	(18)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	599	689	724	987	1424
营业成本	404	464	481	647	924
营业税金及附加	5	5	6	8	11
营业费用	76	88	87	118	171
管理费用	49	25	27	37	53
研发费用					
财务费用	3	(4)	(11)	(14)	(16)
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	15	15	15	15
营业利润	98	103	115	159	227
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	97	104	116	160	228
所得税	14	12	14	20	29
净利润	83	92	102	140	199
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	83	93	103	142	201

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	22%	15%	5%	36%	44%
营业利润	5%	5%	12%	38%	43%
净利润	2%	11%	12%	37%	42%
获利能力					
毛利率	32.5%	32.7%	33.6%	34.5%	35.1%
净利率	13.9%	13.4%	14.3%	14.4%	14.1%
ROE	9.6%	9.8%	10.3%	12.7%	15.8%
ROIC	9.1%	9.1%	8.9%	11.2%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	25.9%	25.2%	28.2%	32.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8
速动比率	2.7	2.3	2.6	2.5	2.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8
存货周转率	2.5	1.9	1.8	2.6	2.9
应收帐款周转率	3.4	3.1	2.9	3.7	4.4
应付帐款周转率	4.5	4.0	3.7	4.2	4.3
每股资料 (元)					
EPS	0.28	0.31	0.34	0.47	0.67
每股经营现金	0.14	0.17	0.33	0.43	0.01
每股净资产	2.88	3.11	3.34	3.71	4.24
每股股利	0.17	0.06	0.10	0.14	0.20
估值比率					
PE	33.2	29.9	26.6	19.4	13.7
PB	3.2	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	26.1	26.3	24.8	18.4	13.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2017 年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。