

强烈推荐-A (上调)

音飞储存 603066.SH

当前股价: 10.91 元

2020年08月31日

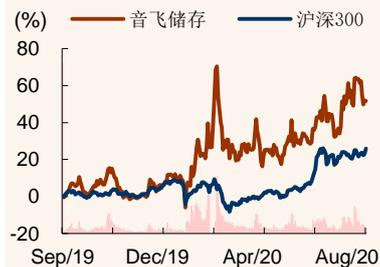
即将迎来业绩向上拐点

基础数据

上证综指	3404
总股本(万股)	30070
已上市流通股(万股)	30070
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	27.8%
主要股东	景德镇陶文旅
主要股东持股比例	29.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	9	53
相对表现	8	-14	25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《音飞储存(603066)——稳健的智能仓储集成商, 股权转让加速业务拓展》2020-03-04

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn  
S1090518090001

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

研究助理 陈铭

chenming5@cmschina.com.cn

公司发布中报, 上半年实现收入 3.26 亿, 同比下降 17.44%, 归母净利润 5985 万, 同比增长 2.96%, 扣非归母净利润 4868 万, 同比下降 5.09%。Q2 单季收入 2.37 亿, 同比降幅 7.72% 较一季度明显缩窄。考虑到去年 Q2 收入利润基数高, 而今年疫情背景下项目进度和验收有推迟, 因此业绩正逐季改善中, 20H1 净利润已完成 19 年全年的 77%。结合在手和新增订单加速, 下半年业绩预计有显著加速, 上调至“强烈推荐-A”评级。

- **新增订单继续保持较快增长, 预收账款同比增加 43.6%。**公告上半年新增订单近 7 亿, 同比增长 56%, 从 7-8 月来看, 在过去旺季的基础上继续保持着较快增长。公司采用 3331 的收款模式, 预收账款(合同负债)反映在手订单情况, Q1/Q2 预收 1.74 亿/1.45 亿, 较去年同期+28.8%/+43.6%。订单增长贡献最明显的是智能制造系统集成增长 168%, 医疗医药行业较同期增长 1237%, 预计随着工厂物流智能化改造趋势增强, 以及医药医疗大客户盈利和行业景气度维持高位, 将带来持续性订单。
- **现金流大幅改善, 账上现金充足。**上半年经营性现金流净额 5411 万, 而去年同期为净流出 3071 万, 有大幅改善, 主要由于销售回款工作力度较大, 公司应收账款 2.89 亿较同期减少 6 千万, 以及应付项目增多。资产负债表中, 货币资金 1.64 亿, 计入交易性金融资产和其他流动资产的理财产品还有 3.2 亿, 现金流风险较低。
- **下半年马鞍山工厂投入使用, 突破产能瓶颈支撑业务拓展。**公司目前在手订单已达到饱和, 原有南京江宁、南京溧水、重庆和天津合计产能 9 万多吨, 马鞍山工厂即将投产, 一期新增产能 6 万吨, 作为公司在国内最大的生产基地和智能化生产的样板工厂, 后续还会进一步扩建。
- **实控人变更, 订单和经营迎来向上拐点。**6 月公司控股股东变更为陶文旅集团, 实控人景德镇国资委, 依托新大股东的资金实力以及当地对于智能制造产业的扶持, 公司有望在陶瓷、农产品冷链领域获得较为确定的增量订单。结合公司上半年已展现的新增订单加速趋势, 我们认为公司今年将迎来业绩向上

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	689	701	803	1040	1335
同比增长	15%	2%	15%	29%	28%
营业利润(百万元)	103	90	128	175	228
同比增长	5%	-12%	42%	37%	30%
净利润(百万元)	93	78	110	150	194
同比增长	11%	-16%	41%	36%	30%
每股收益(元)	0.31	0.26	0.37	0.50	0.65
PE	35.6	42.0	29.8	21.9	16.9
PB	3.5	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

拐点，明后年新产能投产将支撑公司业务上台阶，20-21 年业绩 1.1 亿、1.5 亿，估值 29/22 倍，并且有超预期可能，上调至“强烈推荐-A”评级。

**风险提示：**智能仓储设备行业竞争加剧；大型项目收入确认带来业绩波动；新业务拓展不及预期；上游原材料成本波动对盈利能力造成影响。

**表 1：各季度业绩回顾**

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营业收入	138	257	106	200	89	237
营业毛利	43	86	39	66	28	70
营业费用	16	20	14	40	9	3
管理费用	5	6	7	7	10	1
研发费用	6	7	6	11	5	5
财务费用	0	-1	0	1	0	0
投资收益	2	3	2	3	0	1
营业利润	16	49	17	8	19	50
归属母公司净利润	14	44	14	6	19	41
EPS(元/按最新股本)	0.05	0.15	0.05	0.02	0.06	0.14
<b>主要比率</b>						
毛利率	31.2%	33.5%	36.6%	33.1%	31.9%	29.3%
营业费用率	11.9%	7.7%	13.0%	20.0%	10.5%	1.4%
管理费用率	3.8%	2.3%	6.5%	3.3%	11.1%	0.6%
研发费用率	4.1%	2.7%	5.5%	5.4%	5.3%	2.2%
营业利润率	11.9%	19.0%	15.7%	4.1%	21.3%	21.0%
有效税率	14.1%	11.0%	17.7%	34.2%	12.9%	13.5%
净利率	10.4%	17.0%	13.3%	2.9%	21.0%	17.4%
<b>YoY</b>						
收入	35.6%	2.7%	-18.1%	-3.8%	-35.5%	-7.7%
归属母公司净利润	21.8%	-2.6%	-6.9%	-71.8%	29.7%	-5.8%

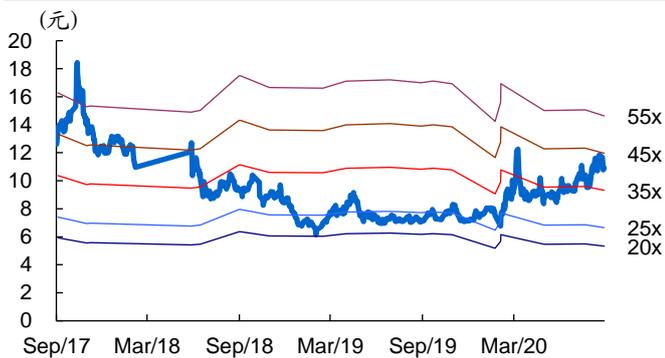
资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 音飞储存主要产品假设情况

营业收入 (百万)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计收入	599	689	701	803	1,040	1,335
自动化立体库系统集成	211	347	365	474	711	996
高精密货架		332	323	307	292	277
服务收入	1	4	7	12	22	40
一般货架	239					
阁楼式货架	100					
特种货架	45					
立体库高位货架						
其他业务	3	6	6	9	14	21
收入增长率	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合增长率	22.2%	15.1%	1.7%	14.6%	29.4%	28.4%
自动化立体库系统集成	189.9%	64.7%	5.1%	30.0%	50.0%	40.0%
高精密货架		-13.5%	-2.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
服务收入	100.0%	226.7%	80.6%	80.0%	80.0%	80.0%
一般货架	14.8%					
阁楼式货架	48.0%					
特种货架	29.8%					
立体库高位货架						
其他业务	-38.5%	117.6%	-0.9%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利率	32.5%	32.7%	33.4%	30.1%	30.6%	31.0%
自动化立体库系统集成	37.7%	33.6%	33.9%	30.0%	30.0%	30.0%
高精密货架		30.7%	31.2%	28.0%	28.0%	28.0%
服务收入	78.0%	43.2%	68.1%	50.0%	50.0%	50.0%
一般货架	29.3%					
阁楼式货架	26.7%					
特种货架	32.5%					
立体库高位货架						
其他业务	99.9%	81.7%	80.8%	80.0%	80.0%	80.0%

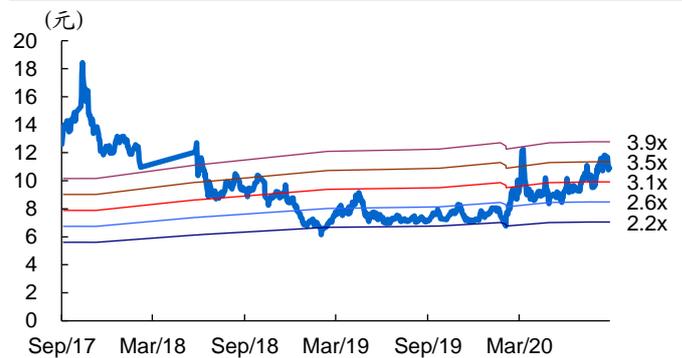
数据来源: Wind, 招商证券

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

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1027	1226	1249	1485	1766
现金	338	392	323	310	282
交易性投资	0	72	72	72	72
应收票据	2	6	7	9	12
应收款项	236	324	336	435	558
其它应收款	5	106	122	157	202
存货	280	222	267	344	439
其他	165	102	122	157	201
<b>非流动资产</b>	248	232	224	217	211
长期股权投资	18	18	18	18	18
固定资产	94	87	87	87	87
无形资产	22	73	66	59	53
其他	114	53	53	53	53
<b>资产总计</b>	<b>1274</b>	<b>1457</b>	<b>1473</b>	<b>1702</b>	<b>1977</b>
<b>流动负债</b>	320	451	392	495	623
短期借款	0	120	0	0	0
应付账款	128	163	196	252	322
预收账款	147	138	166	213	272
其他	45	30	30	29	29
<b>长期负债</b>	10	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	28	28	28	28
<b>负债合计</b>	<b>330</b>	<b>478</b>	<b>419</b>	<b>523</b>	<b>651</b>
股本	302	301	301	301	301
资本公积金	179	147	130	130	130
留存收益	460	528	622	750	900
少数股东权益	4	3	1	(1)	(4)
归属于母公司所有者权益	941	976	1053	1181	1330
<b>负债及权益合计</b>	<b>1274</b>	<b>1457</b>	<b>1473</b>	<b>1702</b>	<b>1977</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	51	(3)	65	(13)	(5)
净利润	93	78	110	150	194
折旧摊销	13	2	7	7	6
财务费用	(4)	(0)	1	(3)	(2)
投资收益	(15)	(7)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(60)	(85)	(34)	(155)	(194)
其它	24	8	(0)	8	10
<b>投资活动现金流</b>	(104)	1	19	19	19
资本支出	(60)	(16)	0	0	0
其他投资	(44)	18	19	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	(16)	55	(154)	(19)	(43)
借款变动	11	91	(120)	0	0
普通股增加	0	(2)	0	0	0
资本公积增加	(5)	(31)	(17)	0	0
股利分配	(20)	(19)	(16)	(22)	(45)
其他	(1)	15	(1)	3	2
<b>现金净增加额</b>	<b>(69)</b>	<b>53</b>	<b>(69)</b>	<b>(13)</b>	<b>(28)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	689	701	803	1040	1335
营业成本	464	467	561	722	921
营业税金及附加	5	6	6	8	11
营业费用	88	90	56	73	93
管理费用	25	25	28	37	47
研发费用	29	29	34	43	56
财务费用	(4)	0	1	(3)	(2)
资产减值损失	(4)	(13)	(8)	(3)	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	10	7	7	7	7
投资收益	15	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	103	90	128	175	228
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	104	91	128	175	228
所得税	12	14	20	28	37
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>93</b>	<b>78</b>	<b>110</b>	<b>150</b>	<b>194</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	2%	15%	29%	28%
营业利润	5%	-12%	42%	37%	30%
净利润	11%	-16%	41%	36%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.7%	33.4%	30.1%	30.6%	31.0%
净利率	13.4%	11.1%	13.7%	14.4%	14.6%
ROE	9.8%	8.0%	10.4%	12.7%	14.6%
ROIC	9.1%	6.9%	10.2%	12.2%	14.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.9%	32.8%	28.4%	30.7%	32.9%
净负债比率	0.0%	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.7	3.2	3.0	2.8
速动比率	2.3	2.2	2.5	2.3	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.9	1.9	2.3	2.4	2.4
应收帐款周转率	2.9	2.5	2.4	2.6	2.6
应付帐款周转率	3.9	3.2	3.1	3.2	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.31	0.26	0.37	0.50	0.65
每股经营现金	0.17	-0.01	0.22	-0.04	-0.02
每股净资产	3.11	3.25	3.50	3.93	4.42
每股股利	0.06	0.05	0.07	0.15	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	35.6	42.0	29.8	21.9	16.9
PB	3.5	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	30.5	37.2	24.8	18.8	14.6

## 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。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。

## 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。