

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年04月30日
市场数据

目前股价	8.82
总市值（亿元）	26.52
流通市值（亿元）	26.52
总股本（万股）	30,070
流通股本（万股）	30,070
12个月最高/最低	13.41/6.12

分析师

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

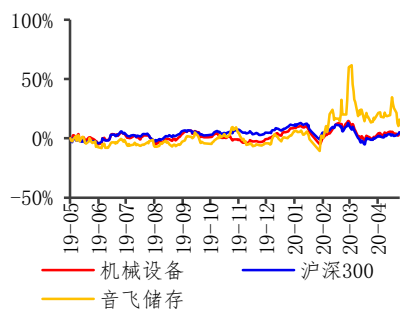
☎ 0755-83558957

✉ liufeng@cgws.com

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<三季度业绩大增，智能仓储运营及服务仍为长期逻辑>> 2016-10-30

业绩符合预期，有望与大股东协同发展 打造生态圈

——音飞储存（603066）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	689.41	701.14	764.25	901.81	1010.03
(+/-%)	15.11%	1.70%	9.00%	18.00%	12.00%
净利润	92.60	78.13	85.02	102.22	117.05
(+/-%)	11.12%	-15.63%	8.83%	20.22%	14.51%
摊薄 EPS	0.31	0.26	0.28	0.34	0.39
PE	28.64	33.95	31.19	25.95	22.66

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 业绩符合预期，一季度短暂承压：**公司 2019 年度实现营业收入 7.01 亿元，同比增幅 1.7%；归属上市公司股东的净利润为 7812.6 万元，同比增幅 -15.63%；经营活动产生的现金流量净额为 -322.36 万元，同比增幅 -106.35%，主要系“销售商品提供劳务收到的现金”同期减少 1,755.13 万元，本期以应收票据回款方式比例较上年增加，期末应收票据同比增加 1,416.16 万元，而期末票据无法体现在现金流量表中。2019 年整体业绩保持快速增长，符合预期。公司 2019 年度毛利率为 33.40%，比去年同期略微上升。同时，公司年度期间费用相比上季度有所上升，主要系财务费用增加 112.58% 所致。公司外销业务占比约 18.50%，公司国际市场全年实现主营业务收入 12973.29 万元，同比减少 19.27%。同时公司为与股东共享经营成果，公布利润分配预案为每 10 股派 0.52 元。受疫情影响，公司 2020 年第一季度实现营业收入 8901.8 万元，同比减少 35.55%，主要系受疫情影响，影响公司第一季度工程验收，确认收入延后；归属上市公司股东的净利润为 1866.54 万元，同比增幅为 29.74%，短期业绩承压；经营活动产生的现金流量净额为 1293.48 万元，同比下降 126.95%。公司 2020 年第一季度毛利率为 31.95%，与去年同期持平。同时，公司 2020 年一季度期间费用率相比 2019 年一季度增加 6.33pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率以及财务费用率分别为 10.48%、11.07%、5.35%、-0.43%，同比增长 -1.43pct、7.23pct、1.25pct、-0.72pct，销售费用减少主要系疫情影响，销售相关支出减少所致，销售费用增加主要系控股的冷链运营公司租金支付增加所致，财务费用减少主要系本期收到利息收入所致。
- 自动仓储系统增速放缓，服务收入增长迅猛：**2019 年，社会物流总额保持平稳增长，全国社会物流总额 298.0 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.9%，增速比上年同期回落 0.5 个百分点，其中一季度增长 6.4%，上半年增长 6.1%，前三季度增长 5.7%，全年社会物流总额呈缓中趋稳，四季度小幅回升。2019 年，物流业总收入保持较快增长，2019 年物流业总

收入 10.3 万亿元，同比增长 9.0%。2019 年，国内自动仓储系统市场需求依然处于增长态势，但与上一年度相比，增速放缓，发展质量总体向好。公司经营较稳定，无较大波动。2019 年，公司实现主营业务收入 69,485.81 万元，同比增长 1.73%，其中高精密货架收入 32323.56 万元，同比减少 2.64%，毛利率为 31.24%，较上年增加 0.55pct；自动化系统集成收入 36475.19 万元，同比增加 5.05%，毛利率为 33.85%，较上年增长 0.21pct；服务收入 687.06 万元，同比增加 79.76%，毛利率为 68.11%，较上年增长 24.9pct。2019 年，公司货架/自动化系统集成销量 84078.05 吨，同比增长 0.16%，库存量 33479.11 吨，同比减少-10.31%。

- **实控人变更为景德镇国资委，协同发展打造生态圈：**公司 3 月份公告控股股东盛和投资及一致行动人上海北珉与陶文旅集团签订协议转让 29.99% 股份，转让后实际控制人变更为景德镇国资委。该方案在通过国家市场监督总局审查后，有望充分发挥协同效应。实控人资金实力雄厚，且当地推出多项智能制造产业扶持政策，未来有望充分拓展陶瓷产业、茶产品及农产品相关领域仓储及物流业务。2019 年公司研发支出总计 2928.62 万元，全部费用化，占营业收入比例达 4.18%。公司研发人员数量 123 人，研发人员数量占公司总人数比例为 14.25%。报告期内，公司设立全资子公司音飞供应链（原材料供应商）、设立参股公司音飞峰云（研发智能软件的科技公司）、同时参股 2 家冷链运营公司，加上公司已参股的合肥井松（研发智能设备的科技公司、集成商）、上海速锐（研发智能设备的科技公司）及诺得股份（无车承运平台公司），公司通过参股、合营等方式，将优质企业纳入公司生态圈，在带动公司业务的同时，满足不同类型客户的需求，提供多样化的解决方案。
- **投资建议：**公司年报及一季报业绩符合预期，有望充分发挥与大股东的协同效应，打造公司智能仓储物流产业生态圈。我们预测 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元和 0.39 元，对应 PE 分别为 31.19 倍、25.95 倍和 22.66 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济周期性风险；订单不及预期；原材料价格波动的风险；疫情影响下游需求；应收账款坏账风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	689.41	701.14	764.25	901.81	1010.03	成长性					
营业成本	463.84	466.95	518.16	608.72	676.72	营业收入增长	15.11%	1.70%	9.00%	18.00%	12.00%
销售费用	87.81	90.16	96.70	114.84	128.73	营业成本增长	14.77%	0.67%	10.97%	17.48%	11.17%
管理费用	25.30	24.78	30.57	33.37	35.35	营业利润增长	5.00%	-12.21%	7.95%	20.30%	13.93%
研发费用	29.12	29.29	38.21	41.48	43.43	利润总额增长	7.07%	-12.94%	8.55%	19.67%	14.15%
财务费用	-3.70	0.47	0.71	5.78	7.82	净利润增长	11.12%	-15.63%	8.83%	20.22%	14.51%
其他收益	10.03	6.59	6.00	7.50	7.53	盈利能力					
投资净收益	14.87	9.96	16.90	18.39	15.03	毛利率	32.72%	33.40%	32.20%	32.50%	33.00%
营业利润	102.89	90.32	97.50	117.30	133.64	销售净利率	13.30%	10.98%	11.05%	11.24%	11.47%
营业外收支	1.08	0.20	0.76	0.29	0.58	ROE	9.71%	7.86%	8.06%	9.01%	9.49%
利润总额	103.97	90.52	98.26	117.58	134.22	ROIC	16.02%	12.18%	18.37%	12.20%	19.22%
所得税	12.25	13.55	13.82	16.26	18.33	营运效率					
少数股东损益	-0.88	-1.15	-0.59	-0.89	-1.17	销售费用/营业收入	12.74%	12.86%	12.65%	12.73%	12.75%
净利润	92.60	78.13	85.02	102.22	117.05	管理费用/营业收入	3.67%	3.53%	4.00%	3.70%	3.50%
						研发费用/营业收入	4.22%	4.18%	5.00%	4.60%	4.30%
资产负债表						财务费用/营业收入	-0.54%	0.07%	0.09%	0.64%	0.77%
						投资收益/营业利润	14.45%	11.03%	17.33%	15.68%	11.25%
流动资产	1026.85	1225.72	1309.21	1560.96	1525.97	所得税/利润总额	11.78%	14.97%	14.07%	13.83%	13.66%
货币资金	337.97	392.48	640.98	500.63	658.29	应收账款周转率	2.90	2.47	2.95	2.97	2.88
应收票据及应收账款合计	238.66	329.98	211.24	419.33	305.82	存货周转率	1.94	1.86	1.86	1.86	1.86
其他应收款	5.36	106.16	15.40	128.04	32.61	流动资产周转率	0.69	0.62	0.60	0.63	0.65
存货	280.09	222.49	335.20	319.97	408.39	总资产周转率	0.56	0.51	0.51	0.53	0.55
非流动资产	247.59	231.58	244.45	271.68	290.59	偿债能力					
固定资产	93.60	86.77	90.42	104.23	110.90	资产负债率	25.90%	32.83%	32.57%	38.66%	32.78%
资产总计	1274.45	1457.30	1553.67	1832.64	1816.55	流动比率	3.21	2.72	2.74	2.29	2.69
流动负债	319.90	450.93	478.49	680.94	567.96	速动比率	1.82	2.00	1.96	1.64	1.88
短期借款	0.00	120.00	120.00	275.94	120.00	每股指标 (元)					
应付款项	127.86	163.24	134.92	177.07	179.15	EPS	0.31	0.26	0.28	0.34	0.39
非流动负债	10.13	27.54	27.54	27.54	27.54	每股净资产	3.13	3.25	3.48	3.73	4.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.03	0.03	0.90	-0.81	1.19
负债合计	330.04	478.46	506.03	708.48	595.50	每股经营现金/EPS	-0.09	0.11	3.19	-2.39	3.07
股东权益	944.41	978.84	1047.64	1124.16	1221.06	估值					
股本	302.34	300.70	300.70	300.70	300.70	PE	28.64	33.95	31.19	25.95	22.66
留存收益	459.79	526.97	594.46	675.36	767.92	PEG	2.72	-16.72	55.54	7.69	1.55
少数股东权益	3.69	2.72	2.13	1.24	0.07	PB	2.82	2.72	2.54	2.36	2.17
负债和权益总计	1274.45	1457.30	1553.67	1832.64	1816.55	EV/EBITDA	21.88	26.57	20.61	18.94	14.30
						EV/SALES	3.38	3.33	2.73	2.64	2.05
现金流量表						EV/IC	2.45	2.08	1.75	1.67	1.51
						ROIC/WACC	1.61	1.22	1.85	1.29	1.92
经营活动现金流	50.78	-3.22	271.38	-244.38	359.00	REP	1.52	1.70	0.95	1.30	0.79
其中营运资本减少	-93.00	-61.20	192.57	-345.58	235.61						
投资活动现金流	-104.42	1.38	-6.53	-21.33	-18.59						
其中资本支出	60.16	16.38	12.56	26.98	18.73						
融资活动现金流	-15.61	54.92	-16.35	-30.59	-26.80						
净现金总变化	-65.79	54.45	248.50	-296.29	313.60						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>