

投资评级：推荐（首次）

**分析师**

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

**联系人（研究助理）：**

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

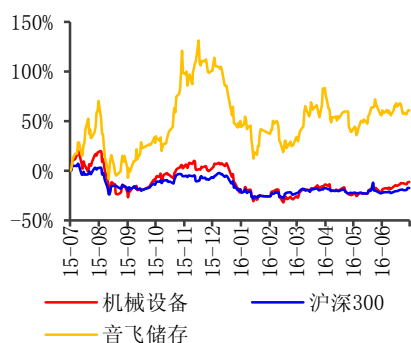
从业证书编号:S1070115120028

**市场数据**

|           |             |
|-----------|-------------|
| 目前股价      | 45.71       |
| 总市值（亿元）   | 45.71       |
| 流通市值（亿元）  | 20.86       |
| 总股本（万股）   | 10,000      |
| 流通股本（万股）  | 4,563       |
| 12个月最高/最低 | 67.68/25.65 |

**盈利预测**

|        | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 542.95 | 624.39 | 699.32 |
| (+/-%) | 17.00% | 15.00% | 12.00% |
| 净利润    | 78.55  | 92.44  | 103.46 |
| (+/-%) | 15.69% | 17.69% | 11.93% |
| 摊薄 EPS | 0.79   | 0.92   | 1.03   |
| PE     | 58.20  | 49.45  | 44.18  |

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 从“机器人+货架”到运营服务，独享细分领域蓝海

## ——音飞储存（603066）公司调研报告

**投资建议**

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.79 元、0.92 元和 1.03 元，对应 PE 为 58 倍、49 倍和 44 倍。公司 2015 年立体库及智能仓储系统业务如期爆发，未来“机器人+货架”的集成属性将不断加强。公司定增项目定位于运营服务的蓝海，大股东认购不低于 40%，限制性股票激励计划解锁应为大概率事件，充分彰显信心。我们看好公司的发展模式，首次覆盖，给予推荐评级。

**投资要点**

- 立体库及智能仓储系统业务爆发，“机器人+货架”属性不断加强：**公司是国内仓储货架行业龙头，已深耕行业多年，积累了大量客户资源。随着近年来电商及贸易流通业务的快速发展，现有劳动力及土地等生产要素成本的制约性逐渐凸显出来。公司积极顺应潮流，大力发展立体库及智能仓储系统，打造“机器人+货架”的智能仓储解决方案。2015 年，公司立体库及智能仓储系统集成业务分别增长近 60% 和 70%，业务升级效果显著。随着智能仓储系统集成业务的放量带动货架销量稳步上升，我们看好公司“机器人+货架”集成属性的不断加强。
- 定增投向运营服务蓝海，大股东参与彰显信心：**此前公司公告拟以不低于 42.46 元/股的价格定增募集 14.85 亿元投向智能仓储运营及其配套项目，定位于细分领域蓝海，目前尚无竞争者。另外公司大股东承诺认购不低于 40% 并锁定 3 年，充分彰显了对未来发展的信心。公司现有业务的客户中，存量客户占比较大，其中来自于电商、冷链生鲜、专业大市场等行业的客户均与公司保持良好的业务关系。公司抓住中小跨境电商无力搭建自有仓储物流体系的痛点，最先将募投资金投向为其提供仓储运营服务。预计通过跨境电商项目的示范效应，将带动公司仓储运营及增值服务在其他存量客户所在行业的进一步推广及应用。
- 公布限制性股票激励计划，解锁为大概率事件：**2016 年 7 月 8 日，公司公告向核心管理层及骨干等 33 人授予限制性股票，并将激励价格由 21.14 元/股调整为 21.004 元/股。公司将业绩考核标准定为 2016-2018 年净利润分别较 2015 年增长不低于 10%、20% 和 30%，考虑到公司当前业务发展稳健，仓储运营及服务业务未来也值得期待，解锁应为大概率事件，将全面调动员工的积极性，同时显示管理层对发展模式的信心。我们看好公司继续向智能仓储综合服务商的目标迈进。
- 风险提示：**定增项目进展不及预期，智能仓储运营与服务推广不及预期。

## 附：盈利预测表

| 利润表 ( 百万 )   | 2014A   | 2015A   | 2016E  | 2017E   | 2018E   | 主要财务指标            | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|--------------|---------|---------|--------|---------|---------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 474.35  | 464.06  | 542.95 | 624.39  | 699.32  | <b>成长性</b>        |        |        |        |        |        |
| 营业成本         | 321.03  | 299.36  | 350.20 | 402.61  | 450.99  | 营业收入增长            | 11.89% | -2.17% | 17.00% | 15.00% | 12.00% |
| 销售费用         | 41.02   | 51.07   | 59.75  | 68.72   | 76.96   | 营业成本增长            | 13.47% | -6.75% | 16.98% | 14.96% | 12.02% |
| 管理费用         | 38.14   | 37.99   | 45.42  | 52.23   | 58.50   | 营业利润增长            | 27.26% | 10.58% | 17.21% | 18.35% | 12.30% |
| 财务费用         | 0.17    | -1.71   | -7.25  | -11.01  | -12.56  | 利润总额增长            | 23.42% | 11.22% | 16.40% | 17.69% | 11.93% |
| 投资净收益        | 2.01    | 3.75    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 净利润增长             | 21.31% | 10.59% | 15.69% | 17.69% | 11.93% |
| 营业利润         | 68.77   | 76.05   | 89.13  | 105.49  | 118.46  | <b>盈利能力</b>       |        |        |        |        |        |
| 营业外收支        | 2.64    | 3.38    | 3.32   | 3.32    | 3.32    | 毛利率               | 32.32% | 35.49% | 35.50% | 35.52% | 35.51% |
| 利润总额         | 71.41   | 79.43   | 92.45  | 108.81  | 121.79  | 销售净利率             | 12.91% | 14.64% | 14.47% | 14.81% | 14.80% |
| 所得税          | 10.19   | 11.50   | 13.87  | 16.32   | 18.27   | ROE               | 15.44% | 9.38%  | 10.23% | 10.96% | 11.15% |
| 少数股东损益       | -0.17   | 0.03    | 0.04   | 0.05    | 0.05    | ROIC              | 21.14% | 21.19% | 13.08% | 21.97% | 27.97% |
| 净利润          | 61.39   | 67.89   | 78.55  | 92.44   | 103.46  | <b>营运效率</b>       |        |        |        |        |        |
| <b>资产负债表</b> |         |         |        |         |         | 销售费用/营业收入         | 8.65%  | 11.01% | 11.01% | 11.01% | 11.01% |
|              |         |         |        |         | ( 百万 )  | 管理费用/营业收入         | 8.04%  | 8.19%  | 8.37%  | 8.37%  | 8.37%  |
| 流动资产         | 423.22  | 774.51  | 773.76 | 973.84  | 1010.10 | 财务费用/营业收入         | 0.04%  | -0.37% | -1.34% | -1.76% | -1.80% |
| 货币资金         | 113.76  | 191.44  | 404.38 | 525.17  | 542.51  | 投资收益/营业利润         | 2.93%  | 4.93%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 应收账款         | 248.04  | 233.23  | 301.24 | 313.39  | 375.00  | 所得税/利润总额          | 14.27% | 14.48% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 应收票据         | 13.40   | 20.82   | 210.87 | 188.03  | 243.75  | 应收账款周转率           | 2.08   | 2.13   | 1.93   | 2.14   | 2.00   |
| 存货           | 61.43   | 108.80  | 68.14  | 135.28  | 92.59   | 存货周转率             | 5.23   | 2.75   | 5.14   | 2.98   | 4.87   |
| 非流动资产        | 115.99  | 148.20  | 130.36 | 112.51  | 94.67   | 流动资产周转率           | 0.99   | 0.53   | 0.69   | 0.63   | 0.68   |
| 固定资产         | 98.19   | 99.86   | 84.08  | 68.30   | 52.52   | 总资产周转率            | 0.88   | 0.50   | 0.60   | 0.57   | 0.63   |
| 资产总计         | 539.21  | 922.71  | 904.12 | 1086.35 | 1104.76 | <b>偿债能力</b>       |        |        |        |        |        |
| 流动负债         | 133.18  | 186.75  | 123.80 | 230.29  | 163.93  | 资产负债率             | 25.91% | 21.18% | 14.65% | 21.99% | 15.62% |
| 短期借款         | 16.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 流动比率              | 3.18   | 4.15   | 6.25   | 4.23   | 6.16   |
| 应付和预收款项      | 117.18  | 186.75  | 123.80 | 230.29  | 163.93  | 速动比率              | 2.72   | 2.27   | 5.70   | 3.64   | 5.60   |
| 非流动负债        | 6.55    | 8.65    | 8.65   | 8.65    | 8.65    | <b>每股指标 ( 元 )</b> |        |        |        |        |        |
| 长期借款         | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | EPS               | 0.61   | 0.68   | 0.79   | 0.92   | 1.03   |
| 负债合计         | 139.73  | 195.40  | 132.45 | 238.94  | 172.58  | 每股净资产             | 3.99   | 7.27   | 7.72   | 8.47   | 9.32   |
| 股东权益         | 399.48  | 727.31  | 771.67 | 847.41  | 932.18  | 每股经营现金流           | 0.36   | 0.86   | 2.13   | 1.21   | 0.17   |
| 股本           | 75.00   | 100.00  | 100.00 | 100.00  | 100.00  | 每股经营现金/EPS        | 0.59   | 1.26   | 2.71   | 1.31   | 0.17   |
| 留存收益         | 196.10  | 251.69  | 316.01 | 391.70  | 476.42  | <b>估值</b>         | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 少数股东权益       | 1.83    | 3.87    | 3.91   | 3.96    | 4.01    | PE                | 74.46  | 67.33  | 58.20  | 49.45  | 44.18  |
| 负债和权益总计      | 539.21  | 922.71  | 904.12 | 1086.35 | 1104.76 | PEG               | 5.09   | 4.47   | 3.71   | 2.80   | 3.70   |
| <b>现金流量表</b> |         |         |        |         | ( 百万 )  | PB                | 11.50  | 6.32   | 5.95   | 5.42   | 4.92   |
| 经营活动现金流      | 59.70   | 113.04  | 237.64 | 124.25  | 21.25   | PS                | 9.64   | 9.85   | 8.42   | 7.32   | 6.54   |
| 其中营运资本减少     | -295.36 | 297.72  | 62.20  | 93.59   | 102.61  | EV/EBITDA         | 42.51  | 49.53  | 40.77  | 35.25  | 31.94  |
| 投资活动现金流      | -24.09  | -275.00 | -17.18 | 2.82    | 2.82    | EV/SALES          | 7.04   | 9.45   | 7.68   | 6.49   | 5.77   |
| 其中资本支出       | -35.11  | -32.74  | 0.00   | 0.00    | 0.00    | EV/IC             | 10.89  | 8.18   | 11.34  | 12.52  | 10.30  |
| 融资活动现金流      | -1.10   | 244.16  | -7.53  | -6.29   | -6.73   | ROIC-WACC         | 21.14% | 21.19% | 13.08% | 21.97% | 27.97% |
| 净现金总变化       | 35.41   | 84.02   | 212.94 | 120.79  | 17.34   |                   |        |        |        |        |        |

**研究员介绍及承诺**

**曲小溪:** 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

**张如许:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

**李倩倩:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

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。

**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其机构或个人客户(以下简称客户)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任何其它任何用途。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。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 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: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>