

公司研究/年报点评

2019年03月27日

电子元器件/光学光电子 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.20
合理价格区间(元): 9.15~9.76

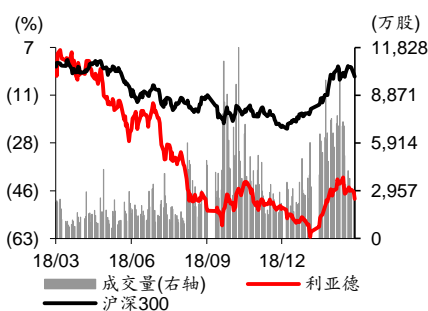
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1《利亚德(300296,买入): 业绩符合预期, 渠道业务进展顺利》2018.11
- 2《利亚德(300296,买入): 加大渠道建设, 彰显品牌竞争力》2018.07
- 3《利亚德(300296,买入): 由产品转解决方案, 助力幸福城市》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

不忘初心坚持产品创新与渠道建设

利亚德(300296)

18年业绩低于预期, 19年聚焦产品创新及渠道建设, 维持买入评级

公司发布18年年报, 营收77.01亿元 (YoY 19.01%), 净利润12.65亿元 (YoY 4.53%), 扣非净利润12.02亿元 (YoY 2.89%), 大幅低于市场预期, 主要系18年各地政府执行“去杠杆”政策造成夜游经济、文化旅游营收增速低于预期。根据年报19年公司将一方面加大智能显示前沿技术研发和产品创新, 培育2C业务; 一方面将继续推进千店互联计划并加强海外营销体系投入。我们将公司19-20年EPS预期由0.84、1.14元下调至0.61、0.73元, 目标价由9.73-11.37元下调至9.15-9.76元, 维持买入评级。

基于千店互联计划提升智能显示市场份额, 基于产品创新开拓2C业务

18年公司智能显示营收51.17亿元 (YoY 32.83%), 毛利率36.54% (YoY -1.16pct), 主要系小间距LED渠道销售占比提升。根据年报, 18年公司合作设立门店近300家, 渠道销售订单10亿元, 同比翻倍增长, 19年计划达成500家, 继续落实“千店计划”, 为此公司在18年内小间距产能扩增一倍。此外, 18年内公司积极投入智能显示产品创新, 在采用巨量转移技术自主研发了4-in-1 Micro-LED技术、推出了智能会议一体机的同时, 基于4K的LED显示器及控制系统、音视频系统、可视化人工交互系统和云端数据系统打造了可视化AI电视, 为进入2C产品业务打下基础。

政府“去杠杆”拖累夜游、文旅营收增速, 公司经营净现金流有所好转

18年各地政府执行“去杠杆”, 诸多城市夜游项目或暂停或调整付款周期。致使18年夜游经济营收同比下滑11.31%, 达到15.31亿元, 文化旅游营收同比增长13.51%, 达到6.94亿元, 增速均大幅低于年初目标。截至18年底公司夜游经济覆盖城市超过100个, 已覆盖的城市仍持续提出新的建设需求, 根据年报公司未来将以全域旅游为主要承接模式, 保持夜游经济规模平稳, 继续严格甄选承接项目。18年在渠道销售规模增加, 夜游、文旅业务收缩的影响下, 公司经营净现金流8.2亿元, 同比增长5.34%。

定位VR/AR交互平台和解决方案供应商, 与爱奇艺签订战略合作

自17年2月收购NP以来, 基于其深度交互、大空间定位与追踪、物理数据的3D数字化采集三大技术核心, 公司定位成为VR/AR开放性的交互平台和解决方案供应商。18年VR业务营收3.37亿元 (YoY 40%), 毛利率保持在78%以上。公司在19年1月与爱奇艺签订战略合作, 共同打造线下重沉浸式实验室、研发线下VR大空间多人互动娱乐体验中心。

困境不改精进的初心, 不断开辟新市场, 维持买入评级

尽管18年公司的业绩增速在宏观经济影响下大幅低于预期, 但其依然坚持不断通过产品创新、渠道建设开辟市场。基于年报我们将公司19-20年净利润由21.40、29.09亿元下调至15.51、18.6亿元, 预计21年净利润22.43亿元, 参考可比公司2019年平均16.04倍PE估值, 给予公司2019年15-16倍PE, 目标价由9.73-11.37元下调至9.15-9.76元, 维持买入评级。

风险提示: 夜游经济项目落地慢于预期, 小间距LED渗透速度不达预期。

公司基本资料

| | |
|--------------|------------|
| 总股本 (百万股) | 2,543 |
| 流通A股 (百万股) | 1,810 |
| 52周内股价区间 (元) | 5.97-25.43 |
| 总市值 (百万元) | 20,852 |
| 总资产 (百万元) | 14,594 |
| 每股净资产 (元) | 3.05 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,471 | 7,701 | 8,991 | 11,151 | 14,025 |
| +/-% | 47.80 | 19.01 | 16.76 | 24.02 | 25.77 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,210 | 1,265 | 1,551 | 1,860 | 2,243 |
| +/-% | 80.88 | 4.53 | 22.62 | 19.94 | 20.60 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.48 | 0.50 | 0.61 | 0.73 | 0.88 |
| PE (倍) | 17.24 | 16.49 | 13.45 | 11.21 | 9.30 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

投资建议

根据公司数据,公司近两年渠道建设成效显著,我们将公司2019-2020年智能显示业务营收增速由31.95%、27.24%上调至33.64%、32.25%,毛利率由35.84%、36.13%下调至33.64%、32.25%。我们预计2021年公司智能显示业务受益于AI电视、会议一体机的带动,营收增速有望达到31.04%,对应毛利率预期为31.79%。

根据年报数据,考虑公司未来将以全域旅游为主要承接模式,保持夜游经济规模平稳,继续严格甄选承接项目。我们将公司2019-2020年夜游业务的营收增速由25.8%、23.7%下调至12.1%、10.7%,毛利率由36.8%、36.5%下调至36.65%、35.15%;我们预计2021年公司夜游业务营收增速为9.5%,毛利率为34.85%。与此同时,我们将公司2019-2020年文旅业务的营收增速由30%、31.4%下调至13.6%、12.5%,受益于公司在茅台、蓬莱等地的部分文化旅游运营项目的成熟运营,毛利率由35.5%、35.5%上调至39.05%、38.49%。我们预计2021年公司文化旅游业务营收增速为11.7%,毛利率为38.08%。

根据公司年报资料,公司在19年1月与爱奇艺签订战略合作,共同打造线下重沉浸式实验室、研发线下VR大空间多人互动娱乐体验中心。我们将公司2019-2020年VR业务的营收增速由70%、60%调整至77.9%、54.47%,毛利率由78%、78%调整至78.58%、78.49%。我们预计2021年公司VR业务营收增速为42.75%,毛利率为78.53%。

综上,我们将公司2019-2020年营收预期由109.5、137.15亿元下调至89.91亿元、111.51亿元,对应净利润预期由21.40、29.09亿元下调至15.51亿元、18.6亿元,对应EPS预期由0.84、1.14元下调至0.61、0.73元。我们预计2021年公司营收140.25亿元,净利润22.43亿元,EPS 0.88元。

图表1: 主营业务收入预测情况

| | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 智能显示 | 收入(亿元) | 38.53 | 51.17 | 64.66 | 83.43 | 109.32 |
| | 营收YOY | 23.77% | 32.81% | 26.36% | 29.03% | 31.04% |
| | 毛利率(%) | 37.70% | 36.54% | 33.64% | 32.25% | 31.79% |
| 夜游经济 | 收入(亿元) | 17.27 | 15.31 | 17.17 | 19.00 | 20.81 |
| | 营收YOY | 99.17% | -11.32% | 12.10% | 10.70% | 9.50% |
| | 毛利率(%) | 41.50% | 38.15% | 36.65% | 35.15% | 34.85% |
| 文化旅游 | 收入(亿元) | 6.12 | 6.94 | 7.89 | 8.87 | 9.91 |
| | 营收YOY | 45.00% | 13.46% | 13.60% | 12.50% | 11.70% |
| | 毛利率(%) | 39.72% | 36.69% | 39.05% | 38.49% | 38.08% |
| VR体验 | 收入(亿元) | 2.41 | 3.37 | 6.00 | 9.27 | 13.24 |
| | 营收YOY | 45.49% | 40.01% | 77.90% | 54.47% | 42.75% |
| | 毛利率(%) | 78.74% | 78.41% | 78.58% | 78.49% | 78.53% |
| 其他 | 收入(亿元) | 0.39 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| | 营收YOY | 48.88% | -48.46% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率(%) | 45.91% | 53.69% | 49.80% | 51.75% | 50.77% |
| 总营收(亿元) | | 64.70 | 77.00 | 89.91 | 111.51 | 140.25 |
| 综合毛利率 | | 40.48% | 38.8% | 33.19% | 31.39% | 30.62% |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

尽管 18 年公司的业绩增速在宏观经济影响下大幅低于预期，但其依然坚持不断通过产品创新、渠道建设开辟市场。参考同行业可比公司 2019 年平均 16.04 倍 PE 估值，给予公司 2019 年 15-16 倍 PE，对应目标价由 9.73-11.37 元下调至 9.15-9.76 元，维持买入评级。

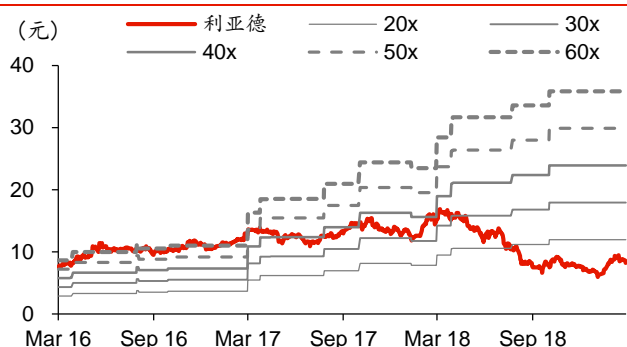
图表2：可比公司盈利预测与估值（EPS 数据为 Wind 一致预期中值）

| 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | PE（倍） | |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 三安光电 | 14.12 | 0.94 | 1.19 | 15.04 | 11.90 |
| 木林森 | 15.26 | 0.82 | 1.03 | 18.58 | 14.83 |
| 洲明科技 | 14.12 | 0.79 | 1.05 | 17.93 | 13.48 |
| 名家汇 | 20.62 | 1.64 | 2.32 | 12.60 | 8.88 |
| 平均 | | | | 16.04 | 12.27 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-3-26 日收盘价

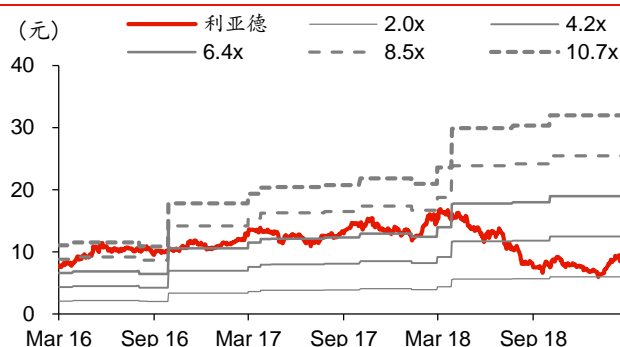
PE/PB - Bands

图表3：利亚德历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：利亚德历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 8,092 | 9,746 | 11,708 | 14,659 | 18,249 |
| 现金 | 1,513 | 2,619 | 2,967 | 3,695 | 4,267 |
| 应收账款 | 2,031 | 2,535 | 3,136 | 3,687 | 4,715 |
| 其他应收账款 | 170.86 | 157.35 | 219.15 | 264.54 | 320.28 |
| 预付账款 | 121.83 | 135.96 | 181.99 | 231.43 | 289.89 |
| 存货 | 3,135 | 4,105 | 4,841 | 6,351 | 8,130 |
| 其他流动资产 | 1,121 | 194.00 | 362.55 | 430.60 | 526.31 |
| 非流动资产 | 4,566 | 4,847 | 2,043 | 2,175 | 2,238 |
| 长期投资 | 99.29 | 185.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 809.11 | 935.67 | 1,053 | 1,147 | 1,218 |
| 无形资产 | 609.86 | 636.79 | 636.79 | 636.79 | 636.79 |
| 其他非流动资产 | 3,048 | 3,089 | 353.16 | 391.18 | 382.95 |
| 资产总计 | 12,658 | 14,594 | 13,751 | 16,834 | 20,487 |
| 流动负债 | 5,823 | 5,630 | 4,191 | 5,411 | 6,820 |
| 短期借款 | 1,917 | 1,816 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 1,726 | 2,549 | 2,622 | 3,634 | 4,709 |
| 其他流动负债 | 2,180 | 1,264 | 1,569 | 1,777 | 2,111 |
| 非流动负债 | 1,201 | 1,192 | 104.11 | 106.98 | 106.19 |
| 长期借款 | 18.42 | 15.23 | 15.23 | 15.23 | 15.23 |
| 其他非流动负债 | 1,182 | 1,177 | 88.88 | 91.75 | 90.96 |
| 负债合计 | 7,023 | 6,822 | 4,295 | 5,518 | 6,927 |
| 少数股东权益 | 14.44 | 12.93 | 12.93 | 12.93 | 12.93 |
| 股本 | 1,629 | 2,543 | 2,543 | 2,543 | 2,543 |
| 资本公积 | 1,597 | 1,883 | 1,883 | 1,883 | 1,883 |
| 留存公积 | 2,343 | 3,421 | 5,013 | 6,873 | 9,116 |
| 归属母公司股东权益 | 5,620 | 7,759 | 9,443 | 11,304 | 13,548 |
| 负债和股东权益 | 12,658 | 14,594 | 13,751 | 16,834 | 20,487 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 778.92 | 820.54 | 248.31 | 807.54 | 631.31 |
| 净利润 | 1,211 | 1,264 | 1,551 | 1,860 | 2,243 |
| 折旧摊销 | 111.84 | 156.14 | 111.01 | 134.84 | 158.73 |
| 财务费用 | 230.28 | 75.45 | (46.37) | (136.47) | (163.39) |
| 投资损失 | (7.31) | 0.93 | (16.74) | (7.71) | (7.84) |
| 营运资金变动 | (719.03) | (878.92) | (1,306) | (1,138) | (1,805) |
| 其他经营现金 | (47.75) | 203.08 | (44.11) | 94.80 | 205.86 |
| 投资活动现金 | (2,281) | 553.58 | 2,645 | (217.46) | (219.72) |
| 资本支出 | 140.24 | 235.74 | 230.00 | 230.00 | 230.00 |
| 长期投资 | 51.46 | 163.49 | (194.89) | 5.39 | (0.45) |
| 其他投资现金 | (2,089) | 952.81 | 2,680 | 17.94 | 9.84 |
| 筹资活动现金 | 1,979 | (495.20) | (2,545) | 137.79 | 161.26 |
| 短期借款 | 1,338 | (100.61) | (1,816) | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | (94.80) | (3.20) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 814.46 | 913.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (814.46) | 286.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 736.36 | (1,592) | (728.84) | 137.79 | 161.26 |
| 现金净增加额 | 493.09 | 904.27 | 347.91 | 727.88 | 572.85 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 6,471 | 7,701 | 8,991 | 11,151 | 14,025 |
| 营业成本 | 3,851 | 4,717 | 6,008 | 7,650 | 9,731 |
| 营业税金及附加 | 28.34 | 22.43 | 35.05 | 41.59 | 49.28 |
| 营业费用 | 493.89 | 598.17 | 731.81 | 874.93 | 1,068 |
| 管理费用 | 342.79 | 402.54 | 473.15 | 584.83 | 708.75 |
| 财务费用 | 230.28 | 75.45 | (46.37) | (136.47) | (163.39) |
| 资产减值损失 | 101.64 | 169.63 | 108.91 | 126.73 | 135.09 |
| 公允价值变动收益 | 0.33 | (0.38) | 3.32 | 1.09 | 1.34 |
| 投资净收益 | 7.31 | (0.93) | 16.74 | 7.71 | 7.84 |
| 营业利润 | 1,207 | 1,479 | 1,701 | 2,018 | 2,505 |
| 营业外收入 | 13.79 | 9.22 | 9.22 | 9.22 | 9.22 |
| 营业外支出 | 8.97 | 5.42 | 5.75 | 6.72 | 5.96 |
| 利润总额 | 1,211 | 1,483 | 1,705 | 2,020 | 2,508 |
| 所得税 | 0.45 | 219.02 | 154.10 | 160.59 | 265.54 |
| 净利润 | 1,211 | 1,264 | 1,551 | 1,860 | 2,243 |
| 少数股东损益 | 1.11 | (0.68) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 1,210 | 1,265 | 1,551 | 1,860 | 2,243 |
| EBITDA | 1,549 | 1,711 | 1,766 | 2,016 | 2,500 |
| EPS (元, 基本) | 0.74 | 0.50 | 0.61 | 0.73 | 0.88 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 47.80 | 19.01 | 16.76 | 24.02 | 25.77 |
| 营业利润 | 72.38 | 22.59 | 15.02 | 18.61 | 24.15 |
| 归属母公司净利润 | 80.88 | 4.53 | 22.62 | 19.94 | 20.60 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 40.48 | 38.75 | 33.19 | 31.39 | 30.62 |
| 净利率 | 18.70 | 16.42 | 17.25 | 16.68 | 15.99 |
| ROE | 21.53 | 16.30 | 16.42 | 16.45 | 16.55 |
| ROIC | 21.34 | 17.43 | 23.99 | 23.45 | 23.10 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.49 | 46.75 | 31.24 | 32.78 | 33.81 |
| 净负债比率 (%) | 27.60 | 26.89 | 0.35 | 0.28 | 0.22 |
| 流动比率 | 1.39 | 1.73 | 2.79 | 2.71 | 2.68 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.97 | 1.59 | 1.49 | 1.43 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.57 | 0.63 | 0.73 | 0.75 |
| 应收账款周转率 | 3.13 | 3.08 | 2.90 | 2.99 | 3.06 |
| 应付账款周转率 | 2.97 | 2.21 | 2.32 | 2.45 | 2.33 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.48 | 0.50 | 0.61 | 0.73 | 0.88 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.31 | 0.32 | 0.10 | 0.32 | 0.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.21 | 3.05 | 3.71 | 4.45 | 5.33 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 17.24 | 16.49 | 13.45 | 11.21 | 9.30 |
| PB (倍) | 3.71 | 2.69 | 2.21 | 1.84 | 1.54 |
| EV_EBITDA (倍) | 13.33 | 12.07 | 11.69 | 10.24 | 8.26 |

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com