



回购看好未来，公司进入高成长期

——易尚展示（002751）中报点评

2018年08月23日

强烈推荐/维持

易尚展示

财报点评

| | | |
|-----|-------------------------------------|-----------------------|
| 郑闵钢 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120012 |
| | zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031 | |

事件：

基于对公司未来发展前景的信心，公司发布回购股份预案，公司自股东大会审议通过 12 个月内，回购 5000 万元-2 亿元元股票，股份数量约为 125 万股-500 万股，占总股本比例约为 0.81%-3.23%，回购价格不超过 40 元/股。

公司发布 2018 年中报，实现营业收入 3.34 亿元，同比增长 20.07%；实现归母净利润亿元 2131 万元，同比上升 158.64%；

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 |
|------------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 216.46 | 120.54 | 158.31 | 203.93 | 249.65 | 136.6 | 198.21 |
| 增长率（%） | 51.49% | 11.15% | 5.07% | 23.68% | 15.33% | 13.33% | 25.20% |
| 毛利率（%） | 22.91% | 30.12% | 32.71% | 34.66% | 24.71% | 34.31% | 31.27% |
| 期间费用率（%） | 25.42% | 36.33% | 27.08% | 24.25% | 21.20% | 35.51% | 25.55% |
| 营业利润率（%） | -3.21% | -3.69% | 3.53% | 9.42% | 4.21% | 1.30% | 6.85% |
| 净利润（百万元） | -5.96 | -5.90 | 1.76 | 16.68 | 12.72 | -0.36 | 10.88 |
| 增长率（%） | -499.94% | -08.17% | -206.19% | 1833.83% | -313.54% | -93.85% | 517.78% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.01 | 0.01 | 0.05 | 0.16 | 0.12 | 0.03 | 0.11 |
| 资产负债率（%） | 75.57% | 77.85% | 78.30% | 76.65% | 78.99% | 66.50% | 67.55% |
| 净资产收益率（%） | -1.36% | -1.37% | 0.41% | 3.37% | 2.71% | -0.04% | 1.20% |
| 总资产收益率（%） | -0.33% | -0.30% | 0.09% | 0.79% | 0.57% | -0.01% | 0.39% |

观点:

➤ 公司文化创意设计和三维数字化技术的优势明显, 现进入收获期

公司主营业务由终端展示、循环会展和虚拟展示三部分, 2018年上半年公司终端展示业务稳定发展, 终端展示业务收入21073.29万元, 同比增长7.75%。虚拟展示大幅度增长, 业务收入7492.56万元, 同比增长108.51%。循环会展业务发展稳定, 实现收入4915.34万元, 同比增长3.84%。从收入来增长看, 公司的虚拟展示业务业绩亮丽, 其中创客教育业务和3D博物馆业务为主要收入来源, 我们预计全年3D博物馆业务因公司激励体制和人才因素业绩仍有望超过市场预期。

➤ 公司经营后劲十足, 今明二年业绩快速提升

易尚展示是一家以文化创意设计和三维数字化技术为核心业务的公司, 业务中的终端展示主要是能根据客户的品牌推广需求, 创意设计出终端展示方案并为客户创造价值, 终端展示使用场景包括专卖店、展厅、展车、展馆等以及展柜、展架、展台等。循环会展包括为参展商提供展览设计、策划、可循环展台搭建等服务。虚拟展示主要能为客户提供三维数字成像和虚拟展示方案的设计、研发与实施以及其他3D相关产品和技术等服务。

公司在3D扫描成像、虚拟展示技术方面进行了多年的研究投入, 已经成功研发出高速全彩3D扫描系统, 拥有基于结构光扫描双目视觉为原理的3D快速扫描及彩色3D模型快速重建技术, 实现从物体三维深度数据、彩色纹理数据的采集, 到三维深度数据的自动拼接, 快速自动生成3D彩色数字模型, 应用于基于互联网平台的虚拟展示服务。公司将在包括3D电商、3D文物和数字博物馆、3D创客教育、3D试衣和服装定制等业务上进入快速的增长期。

随着互联网的发展, 以及虚拟现实 (VR)、增强现实 (AR)、全息显示等新技术的产业化, 3D产业的发展呈现勃勃生机。公司根据不同应用场景, 推出或升级了系列化的三维扫描设备 (包括: 人体三维扫描仪、文物艺术品三维扫描仪、创客教育三维扫描仪、面部识别三维扫描仪、服装定制三维扫描仪、电商三维扫描仪等) 和针对文化教育、文物保护、数字化博物馆、互联网电商、医疗美容、服装鞋帽等行业的三维数字化解决方案, 取得了良好的效果。目前公司电商业务与京东达成合作协议, 我们预计每批有5万件商品的业务量, 每批业务收入金额在3000万-5000万左右, 电商业务给公司带来的收入增长将源源不断。另外公司追求“有质量的增长”为导向, 充分发挥院士工作站、博士后工作站、工程实验室的研发优势, 持续加强三维数字化、增强现实、虚拟现实等技术的研究与开发, 并将继续与阿里、美国沃尔玛全球、华为等进行合作, 积极开拓小米、茅台等新客户。根据公告, 公司是茅台文化体验馆唯一的设计方案中标方, 根据茅台官网, 茅台计划2018年在全国建40余家文化体验馆, 我们预计公司有望成为茅台的主要供应商, 带动下半年公司传统展示业务成长。

目前公司在需求端旺盛且客户多元化情况下, 公司3D电商团队规模在持续扩大, 我们预计起步阶段18年下半年可给公司贡献数千万的收入, 我们预计公司全年的业绩增长将加速。2019年虚拟展示业务也是公司的净利润增长的主要来源, 未来以三维建模技术为核心的虚拟展示业务发展将助推公司成长加速。

➤ 毛利率稳中有升, 销售费用和管理费用有较大增长

公司上半年整体毛利率为32.51%, 同比增长约1个百分点。终端展示业务因为开展了较多展览展厅业务, 毛利率为26.48%, 下降了6个百分点; 虚拟展示业务基本稳定, 毛利率在45.86%, 下降了1个百分点, 主要是3D博物馆和3D教育业务比例不同导致。循环会展业务毛利率38.02%, 同比上升了16个百分点。

公司销售费用2371万元, 增加了400万元, 同比增长20.69%, 主要是公司惠州终端展示基地竣工导致生产基地搬迁导致运输费大幅上升。管理费用5626万元, 增加了1200万元, 同比增长25.84%, 主要是股权激励费用和研发费用增加。由于公司出售部分写字楼带来的客户定金, 财务费用略有下降, 预计下半年至明年才能大幅减轻。另经营现金流1.26亿元, 同比增长252.8%, 主要是出售部分写字楼所致。筹资现金流3.85亿元, 同比增长92.17%, 主要是上半年增发股票完成。

➤ 出台回购计划, 彰显管理层对公司发展的强力信心

在公司出台的《关于回购部分社会公众股份的预案》中, 回购金额不低于人民币5,000.00万元且不超过人民币20,000.00万元, 回购价格不超过人民币40.00元/股, 预计回购股份约为500.00万股, 约占公司目前已发行总股本的3.23, 回购股份拟用于实施股权激励计划、员工持股计划或者予以注销并减少注册资本。公司出台回购计划彰显管理层对公司发展的信心, 我们认为一方面表明公司看好虚拟展示等业务将给公司业绩增长带来的强劲推动, 二是在二级市场上将对公司股价产生一定的推升。

结论:

我们长期看好公司以三维技术为核心培育的新文化创意产业, 新业务有望翻倍以上增长, 持续增厚公司业绩。公司管理层、员工增持公司股票、大股东层承诺不减持、回购公司股票等彰显公司长期战略发展信心。公司2018年-2020年营业收入分别为11.59亿元、17.35亿元和23.04亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为1.74亿元、4.52亿元(包含出售部分写字楼1.5亿净利润)和4.91亿元; 每股收益分别为1.13元、2.92元和3.18元, 对应PE分别为25倍、9.5倍和8.8倍。考虑到公司的高成长性、稀缺性、明年业绩翻倍, 我们继续给予公司2018年50倍估值, 目标价56.5元, 股价空间101%, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

文化创意3D业务不及预期, 传统展示业务不及预期

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------------|---------|---------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | |
| 流动资产合计 | 509 | 516 | 599 | 745 | 993 | 营业收入 | 640 | 732 | 1159 | 1735 | 2304 | | | |
| 货币资金 | 176 | 100 | 134 | 253 | 438 | 营业成本 | 456 | 512 | 764 | 1110 | 1407 | | | |
| 应收账款 | 228 | 281 | 314 | 311 | 328 | 营业税金及附加 | 4 | 3 | 7 | 10 | 14 | | | |
| 其他应收款 | 8 | 8 | 12 | 18 | 24 | 营业费用 | 43 | 46 | 58 | 96 | 126 | | | |
| 预付款项 | 21 | 31 | 38 | 49 | 63 | 管理费用 | 95 | 104 | 125 | 195 | 256 | | | |
| 存货 | 69 | 74 | 87 | 96 | 117 | 财务费用 | 51 | 39 | 12 | -19 | -39 | | | |
| 其他流动资产 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 资产减值损失 | 2.48 | 9.10 | 1.62 | 5.00 | 5.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 1284 | 1715 | 1677 | 1584 | 1531 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 固定资产 | 61 | 70 | 386 | 746 | 708 | 营业利润 | -11 | 31 | 191 | 338 | 535 | | | |
| 无形资产 | 863 | 847 | 826 | 804 | 790 | 营业外收入 | 7.05 | 0.00 | 0.00 | 400.00 | 0.00 | | | |
| 其他非流动资产 | 24 | 92 | 55 | 22 | 21 | 营业外支出 | 0.16 | 0.27 | 0.14 | 0.14 | 0.14 | | | |
| 资产总计 | 1793 | 2231 | 2275 | 2329 | 2524 | 利润总额 | -4 | 31 | 190 | 737 | 535 | | | |
| 流动负债合计 | 758 | 901 | 1099 | 1091 | 1183 | 所得税 | 9 | 5 | 32 | 125 | 91 | | | |
| 短期借款 | 300 | 288 | 300 | 0 | 0 | 净利润 | -13 | 25 | 158 | 612 | 481 | | | |
| 应付账款 | 132 | 204 | 254 | 345 | 387 | 少数股东损益 | -28 | -22 | -16 | 160 | -10 | | | |
| 预收款项 | 11 | 26 | 38 | 57 | 83 | 归属母公司净利润 | 15 | 47 | 174 | 452 | 491 | | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | EBITDA | 56 | 103 | 242 | 378 | 549 | | | |
| 非流动负债合计 | 597 | 861 | 598 | 351 | 198 | EPS (元) | 0.11 | 0.34 | 1.13 | 2.92 | 3.18 | | | |
| 长期借款 | 503 | 769 | 480 | 112 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | |
| 负债合计 | 1355 | 1762 | 1697 | 1442 | 1381 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | -5 | -27 | -43 | 117 | 107 | 营业收入增长 | 19.23% | 14.36% | 58.24% | 49.70% | 32.80% | | | |
| 实收资本(或股本) | 140 | 143 | 155 | 155 | 155 | 营业利润增长 | -127.12 | -386.16 | 516.87 | 77.22% | 58.54% | | | |
| 资本公积 | 93 | 142 | 155 | 155 | 155 | 归属于母公司净利润 | 266.42 | 159.82 | 266.42 | 159.82 | 8.64% | | | |
| 未分配利润 | 177 | 213 | 182 | 195 | 313 | 获利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 443 | 496 | 621 | 770 | 1036 | 毛利率(%) | 31.75% | 30.10% | 34.05% | 36.04% | 38.94% | | | |
| 负债和所有者权 | 1793 | 2231 | 2275 | 2329 | 2524 | 净利率(%) | -2.06% | 3.45% | 13.63% | 35.28% | 20.88% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | 0.84% | 2.13% | 7.65% | 19.41% | 19.46% |
| 经营活动现金流 | 115 | 61 | 251 | 663 | 528 | 偿债能力 | | | | 3.41% | 9.58% | 28.02% | 58.69% | 47.43% |
| 净利润 | -13 | 25 | 158 | 612 | 481 | 资产负债率(%) | 76% | 79% | 75% | 62% | 55% | | | |
| 折旧摊销 | 16.52 | 33.03 | 39.58 | 59.46 | 52.49 | 流动比率 | 0.67 | 0.57 | 0.54 | 0.68 | 0.84 | | | |
| 财务费用 | 51 | 39 | 12 | -19 | -39 | 速动比率 | 0.58 | 0.49 | 0.47 | 0.59 | 0.74 | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -33 | 3 | -17 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 13 | 19 | 25 | 总资产周转率 | 0.39 | 0.36 | 0.51 | 0.75 | 0.95 | | | |
| 投资活动现金流 | -266 | -418 | -205 | 722 | 56 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 4 | 6 | 7 | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.85 | 4.36 | 5.06 | 5.79 | 6.30 | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.11 | 0.34 | 1.13 | 2.92 | 3.18 | | | |
| 筹资活动现金流 | 120 | 287 | 51 | -723 | 208 | 每股净现金流(最新) | -0.23 | -0.49 | 0.63 | 4.28 | 5.13 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 3.15 | 3.47 | 4.02 | 4.98 | 6.70 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 255 | -600 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 2 | 12 | 0 | 0 | P/E | 254.55 | 82.35 | 24.88 | 9.57 | 8.81 | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 50 | 13 | 0 | 0 | P/B | 8.88 | 8.07 | 6.97 | 5.62 | 4.18 | | | |
| 现金净增加额 | -32 | -71 | 97 | 661 | 792 | EV/EBITDA | 81.07 | 48.18 | 20.55 | 11.07 | 7.09 | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。