

利亚德：被低估的全球小间距LED龙头

分析师：胡独巍 执业证号：S0100518100001

2019年04月15日

风险提示：政策落地不及预期；行业景气度下行；关键技术突破不及预期

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

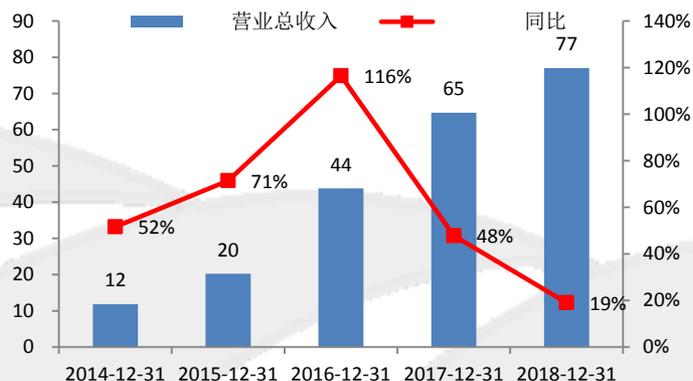
守 民
正 生
出 在
新 勤



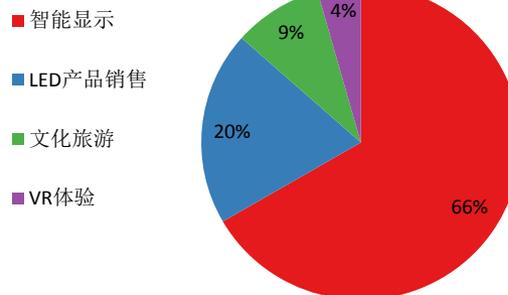
全球小间距LED显示龙头

- 16-18年营收复合增长率32.63%，净利润复合增长率37.50%，毛利率38%以上
- 2018年全球小间距LED市占率50%以上，LED智能显示新订单68.2亿，占比58%

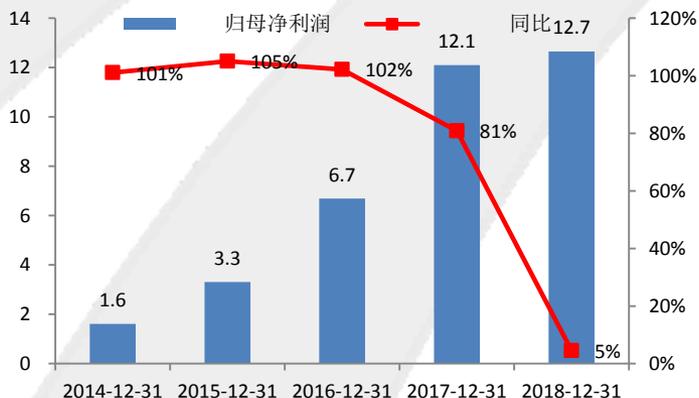
14-18年利亚德营收及同比增长率（亿元）



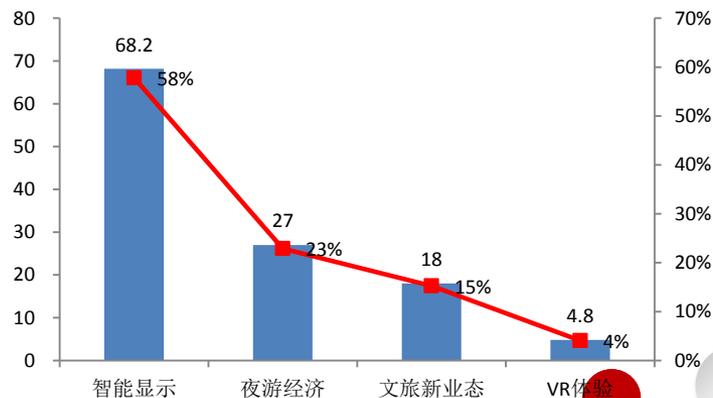
2018年利亚德各业务收入占比



14-18年利亚德归母净利润及同比增长率（亿元）



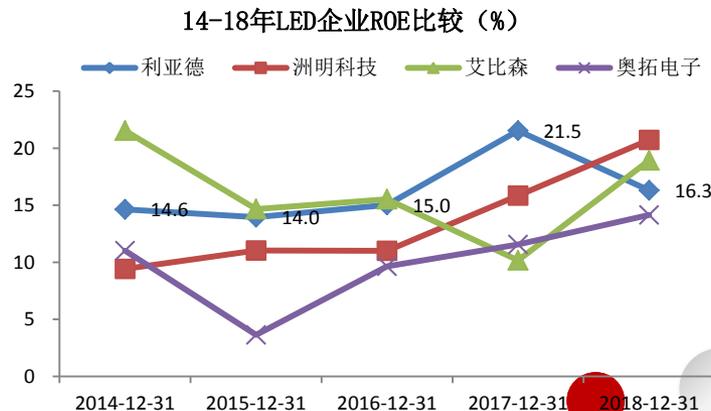
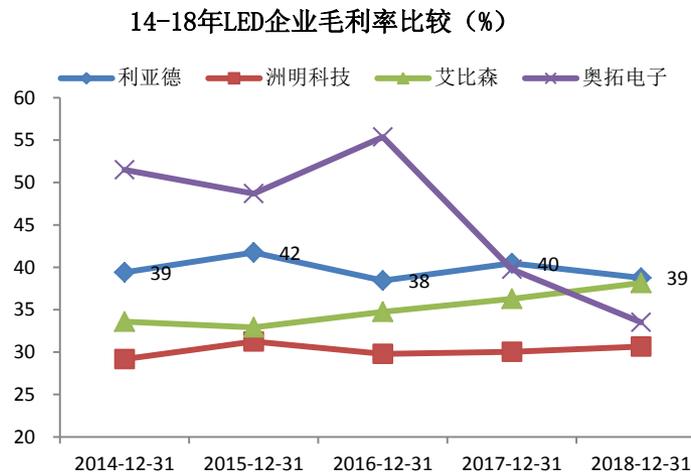
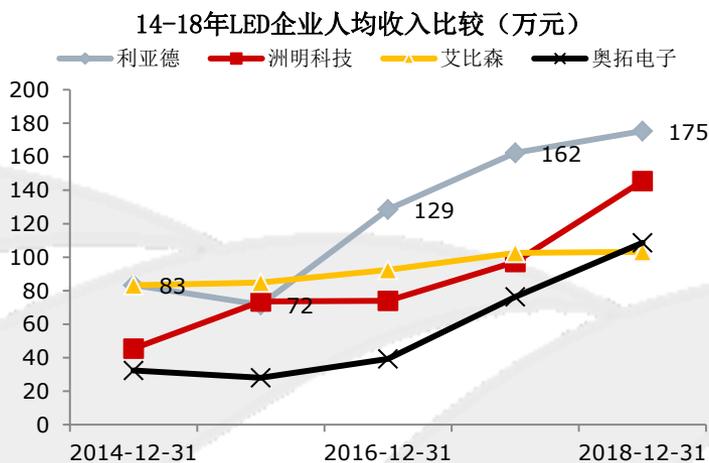
2018年利亚德各业务新订单（亿元）及占比



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

运营效率+规模效应驱动人均产值提升

- 人均产值（收入及净利润）行业第一，ROE、毛利率名列前茅

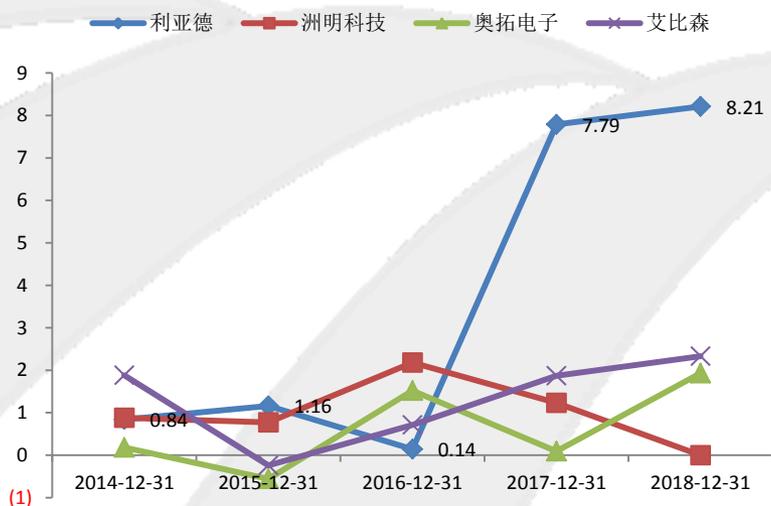


民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

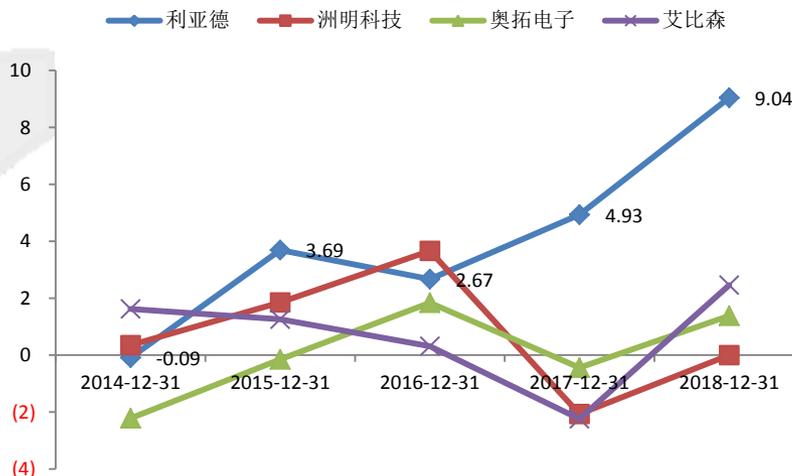
发力渠道，经营活动现金流持续改善

- 16年布局渠道，17/18年渠道收入5/10亿元，19年预计15亿元
- 2018年千店计划，全国视听科技终端近300家，2019年计划500家
- 受益渠道规模扩大，经营活动现金流、企业自由现金流为正且持续改善

14-18年LED企业经营活动现金净流量（亿元）



14-18年LED企业自由现金流净额（亿元）



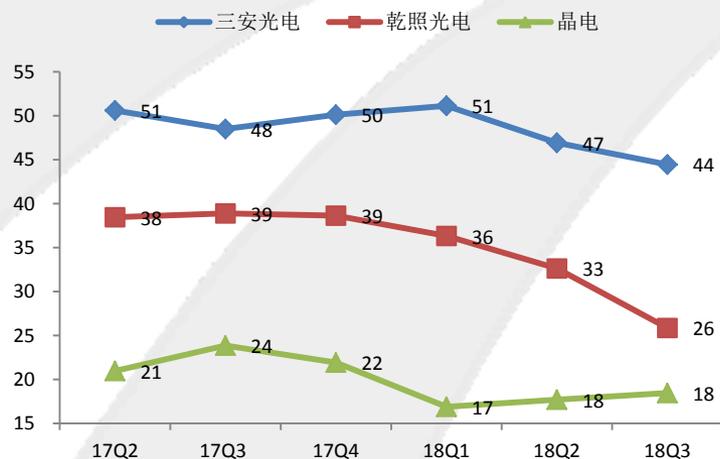
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：wind，民生证券研究院

上游芯片降价+渗透率提升，小间距LED高景气

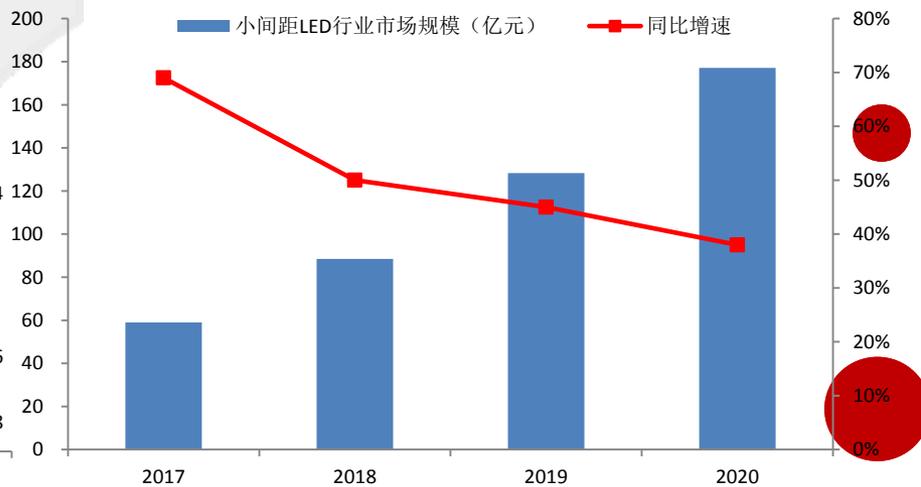
- 上游芯片持续下降，将有望持续到明年，成本下降推动LED小间距应用普及
- 下游安防、交通、能源、军队等领域以及商用显示小间距渗透率较低，以安防为例，小间距LED渗透率将从10%提升至50%，仅安防行业市场规模超过100亿元
- 小间距LED未来两年行业增速30%，2020年市场规模将达到177亿元
- 一季报预增10%-25%，预计盈利33,493.75万元—38,061.08万元

17Q4以来上游芯片企业毛利率逐季下降(%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2017-2020年小间距LED规模及增速



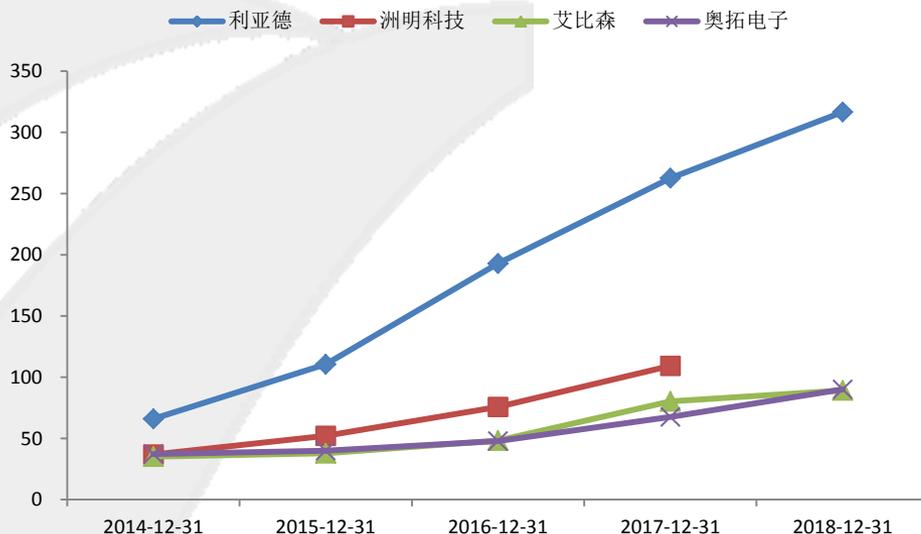
资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

布局mini/micro LED，推智能显示新产品

- 今年是mini LED量产元年，LED小间距进入到mini时代
- 2018-2019年发布Mini-led和Micro-led，2016年推出的0.6mm产品全球领先
- 2017年收购NP，布局VR/AR、光学、人工智能电视等领域
- 智能显示推出智能会议一体机、透明屏等新产品

2014-2018年各LED企业研发投入（百万元）



结论：低估值+较好成长性的LED小间距龙头

- 公司战略定位“深耕显示+稳健发展”，受益LED小间距渗透率提升+上游芯片降价周期，经营活动现金流、人均指标持续改善
- 关键假设：2019-2021年小间距LED增速为35%、25%、15%
- 公司是全球小间距LED龙头，预计2019-2021年归母净利润为16.8亿、21.0亿、23.7亿元，对应PE估值分别为14.8倍、11.8倍、10.4倍，维持“推荐”评级

盈利预测与财务指标				
项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,701	9,953	12,063	13,720
增长率（%）	19.0%	29.3%	21.2%	13.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,265	1,679	2,098	2,372
增长率（%）	4.5%	32.8%	25.0%	13.0%
每股收益（元）	0.50	0.66	0.83	0.93
PE（现价）	19.5	14.8	11.8	10.4
PB	3.2	2.6	2.1	1.8
资料来源：公司公告，民生证券研究院				

公司财务数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,701	9,953	12,063	13,720
营业成本	4,717	6,167	7,567	8,707
营业税金及附加	22	34	39	45
销售费用	598	756	893	988
管理费用	719	880	1,054	1,185
EBIT	1,644	2,116	2,510	2,794
财务费用	75	110	110	110
资产减值损失	170	149	35	26
投资收益	(1)	2	1	1
营业利润	1,479	1,858	2,366	2,659
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	1,483	1,863	2,370	2,663
所得税	219	184	272	292
净利润	1,264	1,679	2,098	2,371
归属于母公司净利润	1,265	1,679	2,098	2,372
EBITDA	1,800	2,277	2,692	2,992

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2619	4450	5553	7418
应收账款及票据	2637	3106	3779	4293
预付款项	136	184	223	257
存货	4105	4610	5745	6577
其他流动资产	102	102	102	102
流动资产合计	9746	12491	15444	18693
长期股权投资	185	185	185	185
固定资产	936	1076	1211	1348
无形资产	3356	3370	3391	3407
非流动资产合计	4847	4884	4904	4907
资产合计	14594	17375	20348	23600
短期借款	1816	1816	1816	1816
应付账款及票据	2549	2731	3433	3919
其他流动负债	220	220	220	220
流动负债合计	5630	6732	7607	8488
长期借款	15	15	15	15
其他长期负债	1177	1177	1177	1177
非流动负债合计	1192	1192	1192	1192
负债合计	6822	7925	8799	9680
股本	2543	2543	2543	2543
少数股东权益	13	13	12	12
股东权益合计	7772	9451	11548	13920
负债和股东权益合计	14594	17375	20348	23600

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

公司财务数据预测汇总

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,264	1,679	2,098	2,371
折旧和摊销	326	310	217	224
营运资金变动	(879)	40	(1,009)	(530)
经营活动现金流	821	2,133	1,410	2,170
资本开支	204	194	198	197
投资	(181)	0	0	0
投资活动现金流	554	(192)	(197)	(195)
股权募资	1,209	0	0	0
债务募资	(132)	0	0	0
筹资活动现金流	(495)	(110)	(110)	(110)
现金净流量	879	1,831	1,103	1,864

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.0%	29.3%	21.2%	13.7%
EBIT增长率	11.2%	28.7%	18.6%	11.3%
净利润增长率	4.5%	32.8%	25.0%	13.0%
盈利能力				
毛利率	38.8%	38.0%	37.3%	36.5%
净利率	16.4%	16.9%	17.4%	17.3%
总资产收益率ROA	8.7%	9.7%	10.3%	10.1%
净资产收益率ROE	16.3%	17.8%	18.2%	17.1%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.5	0.7	0.7	0.9
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	108.2	107.9	108.0	107.9
存货周转天数	280.1	267.5	271.7	270.3
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.8	0.9
每股净资产	3.1	3.7	4.5	5.5
每股经营现金流	0.3	0.8	0.6	0.9
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	19.5	14.8	11.8	10.4
PB	3.2	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.8	10.1	8.2	6.7
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

- 分析师与研究助理简介

姓 名: 胡独巍

执业证号: S0100518100001

电 话: 010-85127512

邮 箱: huduwei@mszq.com

胡独巍, 电子组分析师, 北京大学微电子学与固体电子学硕士, 2016年加盟民生证券。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。