

全球视听文化领创者



核心观点

- **外延内生大布局，经营现金流显著改善：**利亚德上市六年以来，通过外延内生布局，主营业务由单一的 LED 显示业务，扩展到显示、景观照明、文旅新业态及 VR 体验等多个视听科技与文化融合发展的领域。借助四大行业的高速发展和集团自身资源平台优势，公司业绩持续快速增长。
- **小间距 LED 推动智能显示持续快速发展：**预计未来五年全球小间距 LED 市场规模复合增速将达到 33%，2022 年有望超过 250 亿元，公司立足于 LED 小间距，市占率全球第一，从取代投影、液晶拼墙的商用市场，逐步开展个人消费市场，并积极拓展海外市场，预计公司未来将保持全球领先地位，业绩继续保持高速增长。
- **公司主导布局“幸福城市”，技术资源优势与商业模式创新彰显发展潜力：**全国地级市、县城及更多小镇都在朝向夜游与文化旅游、智慧城市融合发展，预计在未来的五年内，夜游经济与文化旅游仍会呈现快速增长的势头，每年市场规模达到千亿级别。公司夜游经济业务涵盖景观亮化方案的设计、实施与运营，并供应方案中所需 LED 照明产品 OEM 或者外采等方面，业务规模为全国第一；同时，公司文化旅游产品已经成熟化，包括声光秀、文化主题馆、文化旅游展演 4.0 等，并积极开展旧城改造与城市更新、景区提升与产业升级、公共文化与产业融合三大模式创新。未来凭借覆盖全国的业务布局，并结合政府的大力支持，公司夜游、文旅两大业务订单有望保持快速增长。
- **VR 动捕技术与方案全球领先，发展前景可期：**利亚德收购美国 NP 公司后拥有全球领先的光学动作捕捉技术，并推出全新的主动式动捕系统，产业链布局完善并为客户提供多种 VR 体验解决方案服务。未来公司 VR 业务板块将向着本土化、多元化路径发展，伴随产业逐渐成熟有望实现快速增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.33 元，根据可比公司，给予公司 18 年 29 倍 PE，对应目标价为 20.9 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 各业务订单增长不及预期；VR 产业发展不达预期；经营性现金流风险。

公司主要财务信息

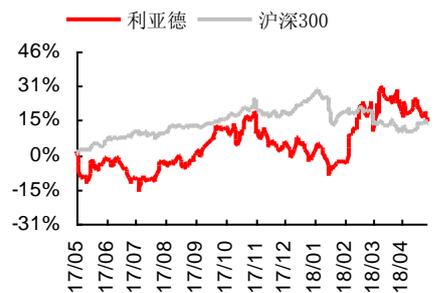
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,378	6,471	10,053	13,888	18,758
同比增长	116.4%	47.8%	55.4%	38.2%	35.1%
营业利润（百万元）	702	1,207	2,146	3,003	3,954
同比增长	128.0%	71.9%	77.9%	39.9%	31.7%
归属母公司净利润（百万元）	669	1,210	1,836	2,564	3,372
同比增长	102.2%	80.9%	51.7%	39.7%	31.5%
每股收益（元）	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
毛利率	38.4%	40.5%	41.5%	41.5%	40.8%
净利率	15.3%	18.7%	18.3%	18.5%	18.0%
净资产收益率	19.6%	24.0%	26.0%	26.6%	27.4%
市盈率（倍）	56.7	31.3	20.6	14.8	11.2
市净率（倍）	8.5	6.7	4.5	3.5	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2018 年 05 月 18 日）	14.91 元
目标价格	20.90 元
52 周最高价/最低价	25.43/14.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	254,288/155,927
A 股市值（百万元）	37,914
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2018 年 05 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.2	-38.7	-21.4	-25.3
相对表现 (%)	-4.0	-42.4	-19.8	-40.2
沪深 300 (%)	0.8	3.6	-1.6	14.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	蒯剑
	021-63325888*8514
	kuaijian@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514050005
	王芳
	021-63325888*6068
	wangfang1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860516100001

联系人	马天翼
	021-63325888*6115
	matianyi@orientsec.com.cn
	王若擎
	021-63325888-5023
	wangruoqing@orientsec.com.cn
	杨旭
	021-63325888-6073
	yangxu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1	外延内生布局四大业务板块	4
2	智能显示全球第一地位稳固	7
3	主导“幸福城市”建设，技术与资源优势突出	11
3.1	夜游经济空间广阔，公司覆盖范围完善	12
3.2	文化旅游产品成熟，商业模式创新彰显发展潜力	15
4	VR 布局完成，动捕技术与方案全球领先	18
5	盈利预测与投资建议	21
5.1	盈利预测	21
5.2	投资建议	22
6	风险提示	23

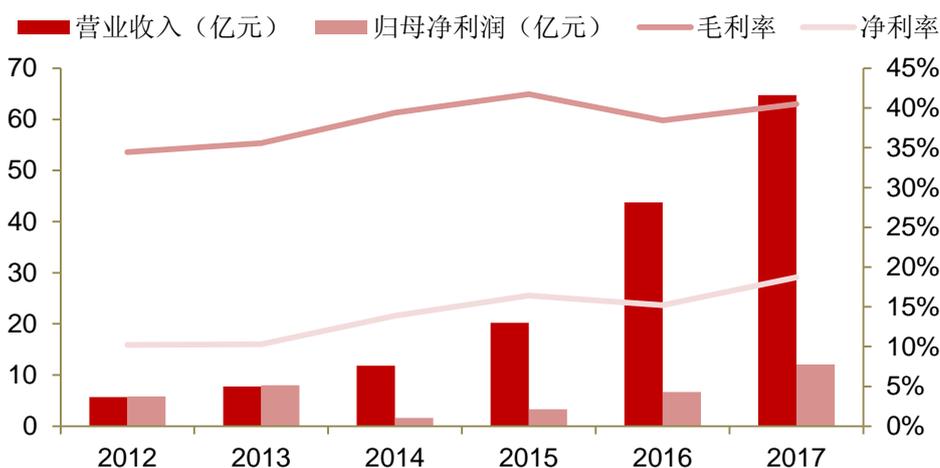
图表目录

图 1: 公司营业收入及利润	4
图 2: 公司境外收入占比超三成	4
图 3: 利亚德外延布局历程	5
图 4: 四大业务板块占公司总收入比重	6
图 5: 利亚德布局四大业务板块	6
图 6: 公司持续推出员工持股计划	7
图 7: 利亚德显示销售收入保持快速增长	7
图 8: 2017 国内商业显示市场规模	8
图 9: LED 显示国内市场规模	8
图 10: 小间距 LED 全球市场规模快速增长	9
图 11: 利亚德智能显示产品份额	9
图 12: 利亚德 LED 小间距市场份额领先	10
图 13: 利亚德小间距订单快速增长 (亿元)	10
图 14: 利亚德 LED 显示全球市占率全球第一且上升空间大	10
图 15: “幸福城市”建设改造规模大	11
图 16: 未来三年景观亮化市场投资额	12
图 17: 公司夜游项目来源及占比	12
图 18: 利亚德照明事业群覆盖全国	13
图 19: 公司夜游经济营业收入及毛利率	14
图 20: 利亚德夜游业务市政项目逐渐覆盖全国	14
图 21: 利亚德文旅业务商业模式和产品布局成熟	15
图 22: 文旅新业态各产业占比	15
图 23: 利亚德文旅新业态收入及占总收入占比	16
图 24: 利亚德文旅新业态订单量与确认收入快速增长	16
图 25: 公司承接的茅台镇文化旅游项目融合夜游与文旅	17
图 26: 我国文娱产业市场空间巨大 (亿元)	17
图 27: 国内外 VR 市场规模快速提升	18
图 28: 利亚德布局 VR 产业链多个环节	19
图 29: 公司推出全新 VR 主动式动捕系统	19
图 30: 2017 公司 VR 体验营业收入来源 (亿元)	20
图 31: 2017 公司 VR 营业收入按应用领域分	20
图 32: 利亚德 VR 业务发展前景广阔	21
图 33: 可比公司估值情况	22

1 外延内生布局四大业务板块

利亚德光电集团成立于 1995 年，成立二十余年来，公司一直致力于 LED 应用领域，现已成为行业领先企业，占据全球 LED 显示市场份额第一、全国城市景观亮化最大厂商的地位。近年公司进军文旅新业态业务和 VR 体验业务，借力四大行业的高速发展和集团自身资源平台，公司业绩持续快速增长。

图 1：公司营业收入及利润

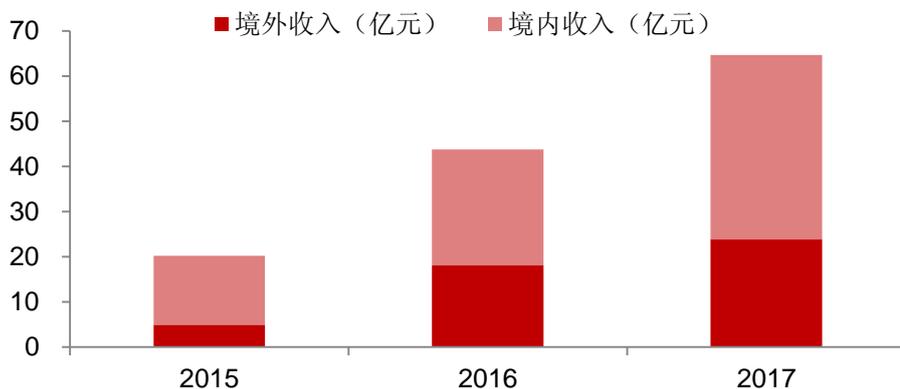


数据来源：Wind，东方证券研究所

2017 年公司整体营收继续保持高速增长，净利润较上一年实现翻番增长，在未来几年内公司收入及利润、利率仍有望实现稳步增长。同时，公司业务遍布海内外，近年来公司境外收入维持着喜人的增长态势，17 年有 37% 的收入来自境外，未来有望进一步拓宽海外市场。

同时，公司前瞻性布局海外工厂，早在 2016 年便利用定增资金建设了斯洛伐克工厂，2018 年开始投产，可节省 14% 欧盟关税，海外工厂建成后，可直接从海外采购原材料，从根本上解决了贸易壁垒问题，产能也足够满足欧美日市场，并使公司未来出口不会受到相关贸易政策变化而带来的限制。

图 2：公司境外收入占比超三成



数据来源：公司年报、东方证券研究所

自 2016 年战略升级后，公司主要业务确定为智能显示、夜游经济、文旅新业态、VR 体验四大板块。公司进行系列外延内生布局，使四大业务各自独立又相互融合，共同促进集团的高速发展。

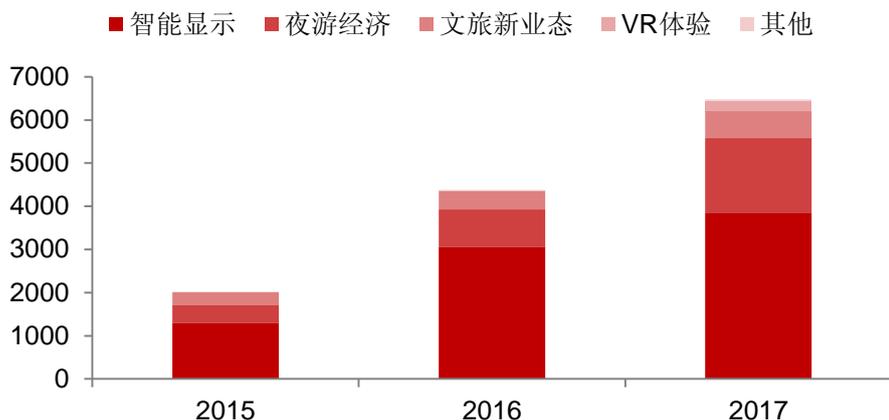
从 2013 年至今，利亚德先后收购了励丰文化、美国 Planar、中天照明、君泽照明等公司，整合公司在智能显示业务方面资源，巩固其在国内外照明市场龙头地位，并积极拓展文化旅游业务。2017 年，公司收购了 NaturalPoint 公司，开始大举向 VR 行业进军。

图 3：利亚德外延布局历程

时间	收购标的	领域	收购金额
2013.11	互联亿达 100% 股权	信息	0.4 亿
2013.11	金达照明 100% 股权	照明	2 亿
2015.1	励丰文化 100% 股权、金立翔 99% 股权	文旅	8.9 亿
2015.11	Planar 公司 100% 股权	显示	10 亿
2016.6	中天照明 100% 股权	照明	3.5 亿
2016.8	蓝硕科技 100% 股权	显示	1.5 亿
2016.8	万科时代 100% 股权	照明	1.8 亿
2016.8	普瑞照明 100% 股权	照明	1.2 亿
2017.2	NP 公司 100% 股权	VR	8.6 亿
2017.3	君泽照明 100% 股权	照明	2.5 亿

数据来源：Wind，东方证券研究所

回顾 2017 年，占据公司营收近 60% 的智能显示板块仍然是公司发展的重要基石，夜游经济和文旅新业态板块呈现稳步发展，各自占据 27% 和 9% 的营收。值得关注的是，在 2017 年公司开始进入的 VR 体验业务市场，为公司总收入贡献了 4% 的份额，VR 业务崭露头角。

图 4：四大业务板块占公司总收入比重


数据来源：2017 年报，东方证券研究所

当前公司的四大板块均处于行业领先地位——

- 1) 智能显示：2017 年全球 LED 影像显示屏市场为 35 亿美元，其中利亚德占据 14% 市场份额，位于市场第一；
- 2) 夜游经济：2017 年公司该板块营收 17 亿元，规模为全国第一；
- 3) 文旅新业态：利亚德与政府合作，于 2016 年提出“幸福城市”建设，领创全国文化科技融合，首创沉浸式演艺 4.0 版；
- 4) VR 体验：利亚德拥有的光学动作捕捉技术处于全球领先地位。

图 5：利亚德布局四大业务板块


数据来源：2017 年报，东方证券研究所

在努力推动企业业务能力增长的同时，利亚德也积极承担起企业社会责任。利亚德坚持以诚立业、以质为纲，推动业务拓展。在公司内部，公司坚持以人为本，持续推出员工持股计划，大力开展员工激励和增强团队凝聚力活动。另一方面，公司以“社会分享”为己任，在建设自身的同时不忘回报社会，持续投入到社会公益和慈善事业中，在 2017 年间捐赠逾 270 万元以支持贫困地区的教育、文化公益事业。

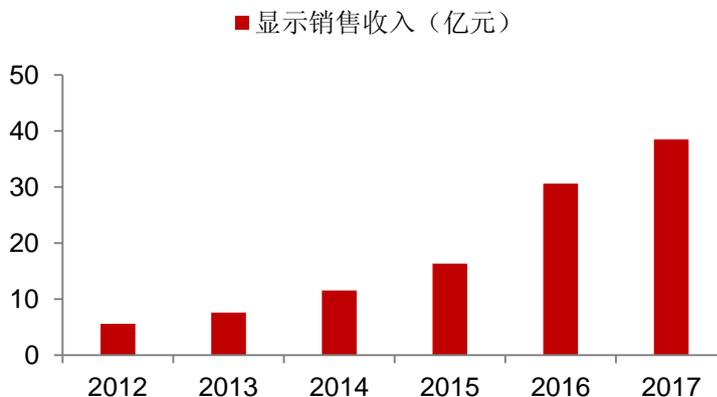
图 6：公司持续推出员工持股计划

时间	金额	覆盖人数
2014（非公开发行认购）	2.4 亿	董监高 9 人+骨干 550 人
2015	1.8 亿	董监高 3 人+骨干 550 人
2016	3 亿	骨干 600 人
2017	5 亿	骨干 500 人

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2 智能显示全球第一地位稳固

公司立足于 LED 小间距，从取代投影、液晶拼墙的商用市场，逐步开展个人消费市场，如影院市场及大电视家用市场，每年市场规模达到有数千亿。数据显示，公司在显示销售方面的收入及利润近年来一直保持高速增长，在 2018 年销售收入有望突破 100 亿元。

图 7：利亚德显示销售收入保持快速增长


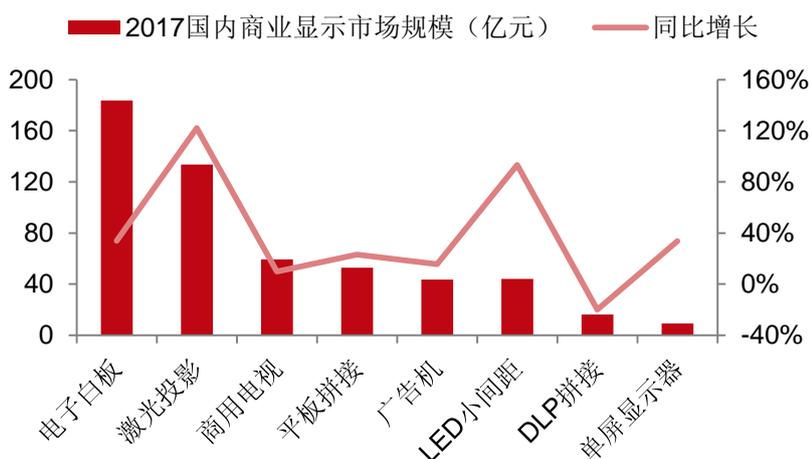
数据来源：利亚德，东方证券研究所

目前公司在智能显示业务上，主要以多种显示产品为核心，形成适用于各种行业的智能显示解决方案。公司的智能显示业务主要包括 LED 显示屏、小间距电视、LCD 大屏拼接。

LED 显示屏一般用于地铁、机场、商场等公共显示区域，需要对画面细节进行表现，且一般需要 24 小时不停运转，这对其性能就产生了较高的要求。

LED 显示屏的关键在于技术，近年来技术上的创新愈来愈显重要地位。2017 年国内商业显示市场中，电子白板和激光投影占据了大部分市场份额，激光投影和 LED 小间距更是展现出惊人的成长力。

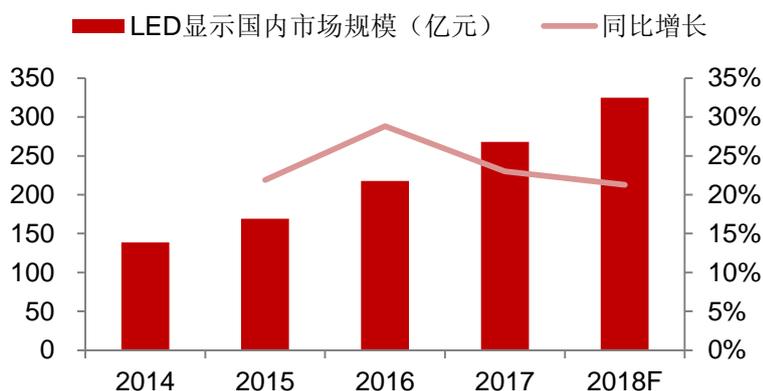
图 8：2017 国内商业显示市场规模



数据来源：《2017 年商显市场总结与展望》，东方证券研究所

与商业显示不同，普通的 LED 显示力求整个画面的表现效果，对细节上的表现需求不如商用显示严苛。近年来国内 LED 显示市场稳步增长，增速在 10% 上下浮动。

图 9：LED 显示国内市场规模



数据来源：AVC，东方证券研究所

小间距 LED 具有出色的显示性能，要求灯珠的点间距不超过 2.5mm。从 2014 年开始，随着技术的日渐成熟和性价比提高，小间距 LED 显示的应用领域大幅拓宽，涵盖军队国防、交通监控、视频会议等，使得小间距市场开始出现井喷性增长，预计未来五年全球小间距 LED 市场规模复合增速将达到 33%，2022 年有望超过 250 亿元。

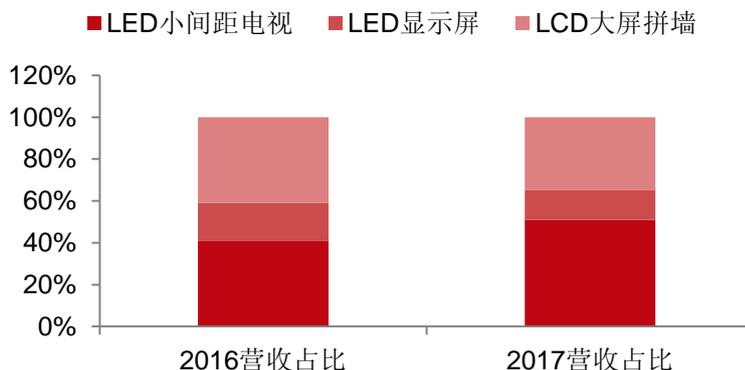
图 10: 小间距 LED 全球市场规模快速增长



数据来源：QYResearch，东方证券研究所

作为显示行业的龙头企业，利亚德自主研发、首创了小间距电视技术，并且也是第一家在全球开拓了小间距电视市场的企业。利亚德显示产品主要包括 LED 小间距电视、LED 显示屏、LCD 大屏拼墙，其中小间距是智能显示业务中增速最快的产品。从 2016 年到 2017 年，小间距显示产品收入同比增长 57%，占显示业务收入的比例增大至 51%。

图 11: 利亚德智能显示产品份额

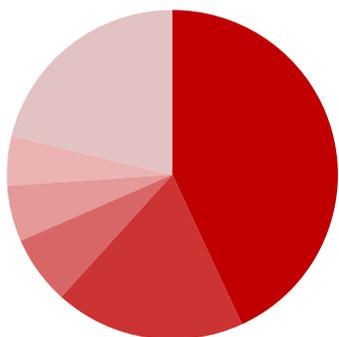


数据来源：2017 年报，东方证券研究所

凭借 LED 小间距产品优异的技术质量和服 务，利亚德也已成为 LED 小间距市场的领头羊，大批量订单持续涌来。从 2012 年至今，公司小间距订单量基本呈线性增长，同比增幅均超过 40%。2017 年，利亚德小间距 LED 订单 27.5 亿元，确认收入 19.7 亿元，订单量占据了全球 LED 小间距市场 40-50% 的份额，龙头地位明显。预计未来公司有望继续保持全球领先的市场份额。

图 12：利亚德 LED 小间距市场份额领先

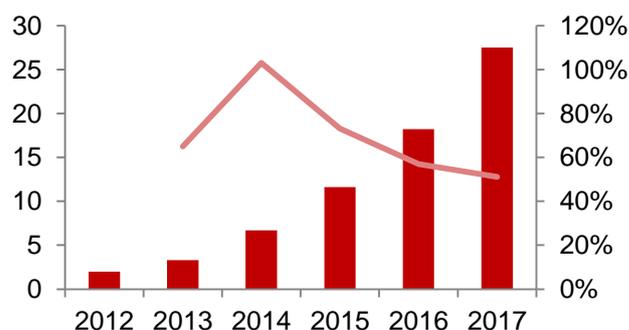
■ 利亚德 ■ 洲明科技 ■ 联建光电 ■ 艾比森 ■ 三思 ■ 其他



数据来源：AVC 显示器件与系统大数据，东方证券研究所

图 13：利亚德小间距订单快速增长 (亿元)

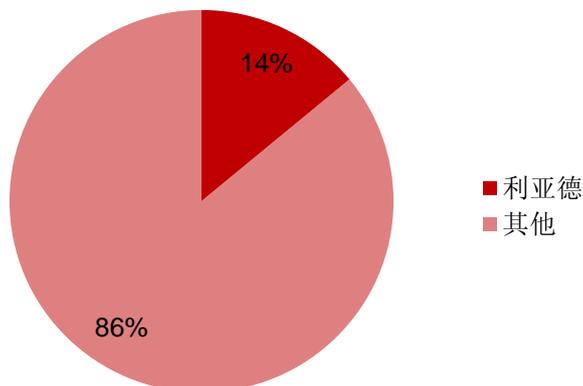
■ 小间距订单 ■ 同比增长



数据来源：利亚德，东方证券研究所

利亚德智能显示产品链健全，以 14% 的市场占有率位居全球第一，具有很高成熟度，同时未来具备很高的成长空间；公司进行全球市场布局规划、渠道销售为主，同时对美国 Planar 平达公司的收购使公司拥有了更加成熟的海外渠道优势。此外，公司在一些重要高端市场如军队指挥系统、国防安全等也占据一定份额。综合来看，利亚德在智能显示行业的龙头地位有望进一步巩固。

图 14：利亚德 LED 显示全球市占率全球第一且上升空间大



数据来源：公司年报、东方证券研究所

3 主导“幸福城市”建设，技术与资源优势突出

利亚德集团自 2016 年开始提出“幸福城市”建设，专注于融合现代化娱乐消费、夜游经济、高科技新创意的文化体验，项目改造规模巨大、技术壁垒高，公司凭借领先的研发设计实力和雄厚的政府资源，已经与多个城市政府深入展开合作。

图 15：“幸福城市”建设改造规模大

幸福城市	合作内容	合作方式	进展
茅台镇特色小镇	夜游经济、水舞声光秀、演艺秀共 2.8 亿元	设计实施服务	2016 年实施完成、演艺秀 2017 年公演
四川成都市	江安河休闲街区 2.7 亿元	PPP 模式	二期策划设计中
云南昆明	夜游经济、官渡古镇共 2.7 亿元	策划设计实施服务	建设实施中
湖南张家界	大庸古城演艺秀 1.09 亿元	策划设计实施服务	深化设计中
山东淄博	市民文化中心项目 7.9 亿元	设计实施服务	深化设计中
四川乐山	夜游三江 2.99 亿元	设计实施服务	2017 年实施完成
山东青岛	夜游经济 4.92 亿元	设计实施服务	建设实施中

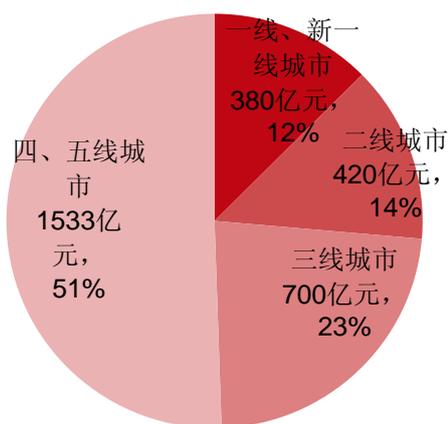
数据来源：公司公告、东方证券研究所

同时，从合作方式角度来看，PPP 模式的项目整体占比有限，以设计实施服务为主，资金交付效率高，从而保障了项目回款速度，有利于公司持续获得可观的经营性现金流，健康发展可期。

3.1 夜游经济空间广阔，公司覆盖范围完善

夜游经济未来市场空间广阔，目前市场呈现度仅在 10%左右。全国七百多个地级市、二千多县城及更多小镇都在朝向夜游与文化旅游、智慧城市融合发展，预计在未来的五年内，夜游经济仍然会呈现快速增长的势头，每年千亿市场量级可期，其中超过半数的市场将会是由四、五线城市的景观亮化市场投资贡献。

图 16：未来三年景观亮化市场投资额

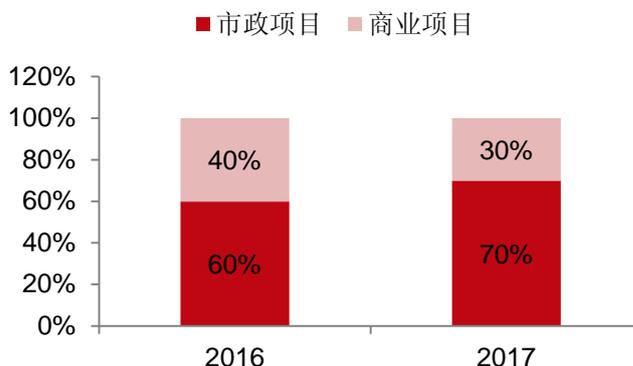


数据来源：《第一财经周刊》，东方证券研究所

利亚德的夜游经济业务，涵盖为客户设计景观亮化方案、现场实施、运营维护，供应方案中所需 LED 照明产品 OEM 或者外采等方面。

目前市场上由商业地产商主导的亮化市场较为成熟，但从 2015 年起，开始呈现出以城市政府主导的城市景观亮化需求大增的趋势，这也是促进夜游经济市场快速发展的关键原因之一。受这一趋势推动，利亚德在过去两年间承接的市政夜游项目占比提升了 10%。

图 17：公司夜游项目来源及占比



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

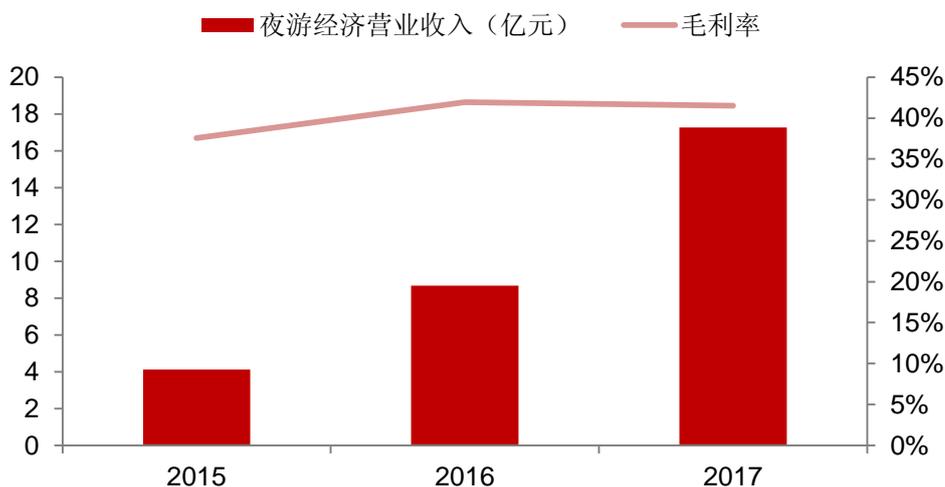
利亚德照明事业群由五家子公司组成，分别覆盖全国五大地区，是国内唯一全国布局和照明一体化的系统服务商，具备多地政府资源，在政府主导的夜游经济市场具有不可比拟的核心竞争力。同时，公司研发设计能力强，能够很好地契合政府需求，产品质量好、稳定性高，为持续稳定获得订单并抢占行业领先地位奠定坚实基础。

图 18：利亚德照明事业群覆盖全国



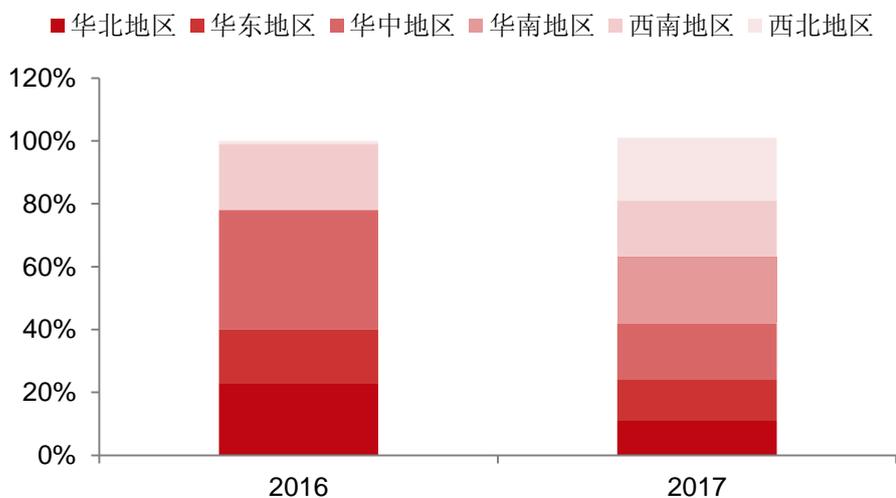
数据来源：公司公告、东方证券研究所

夜游经济是集团新的增长点。在 2017 年，公司夜游经济新签订单 31 亿元，较上年同期增长 172%，其中确认收入 17.3 亿元，较上年同期增长 99%，毛利率高达 41.5%。借力市场需求和政府支持，该业务在未来有望实现翻倍增长。

图 19：公司夜游经济营业收入及毛利率


数据来源：2017 年报，东方证券研究所

凭借在智能显示行业成熟的产品技术和良好的业界声望，利亚德在夜游经济业务也开辟出了一方市场，目前其夜游市场规模处于全国第一。相较 2016 年公司夜游板块的市政项目收入华中地区贡献度明显最大而言，2017 年公司该收入全国分布更加均衡，说明公司该业务已逐渐覆盖全国，发展势头良好。

图 20：利亚德夜游业务市政项目逐渐覆盖全国


数据来源：2017 年报，东方证券研究所

未来伴随全国布局的成熟和政府资源优势的巩固，并通过与文化旅游、智慧城市相结合，公司主导“幸福城市”建设步伐将进一步加快，我们认为公司夜游经济业务订单量有望保持快速增长。

3.2 文化旅游产品成熟，商业模式创新彰显发展潜力

随着国内提倡旅游业创新发展，文化旅游的商业模式创新成为各城市各景区发展的重点。利亚德在业内率先开展模式创新，包括旧城改造与城市更新、景区提升与产业升级、公共文化与产业融合。目前公司的产品文化已经成熟化，包括声光秀、文化主题馆、文化旅游展演 4.0 等产品。自 2016 年与政府合作提出“幸福城市”夜游建设以来，公司已有逾 35 亿的文旅新业态项目在全国遍地开花，市场快速放量在望。

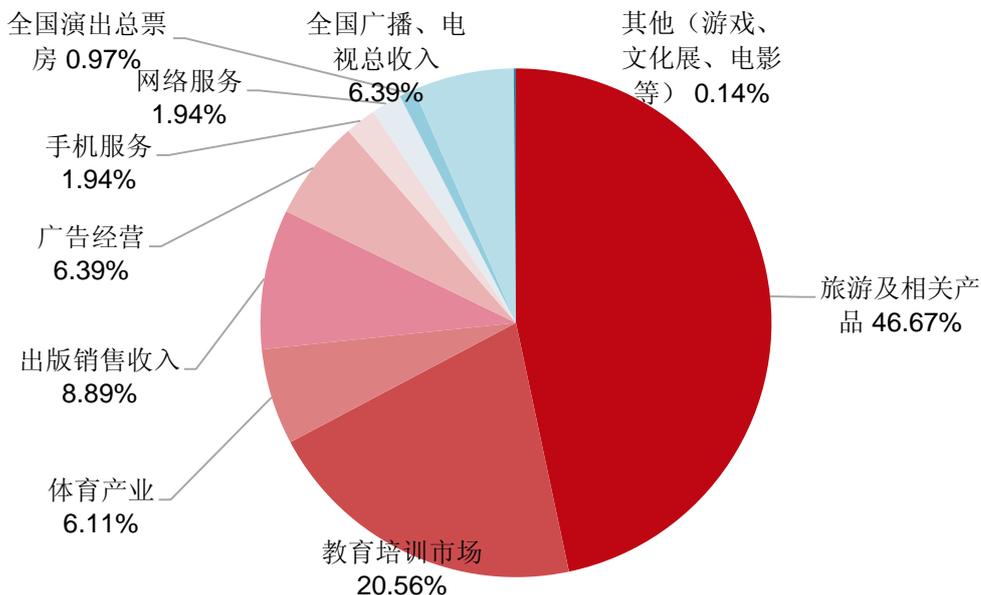
图 21：利亚德文旅业务商业模式和产品布局成熟



数据来源：公司年报、东方证券研究所

在文旅新业态业务中，最大的下游产业是旅游相关产业，占据 47%，其次是占据了 21% 的教育培训市场。

图 22：文旅新业态各产业占比



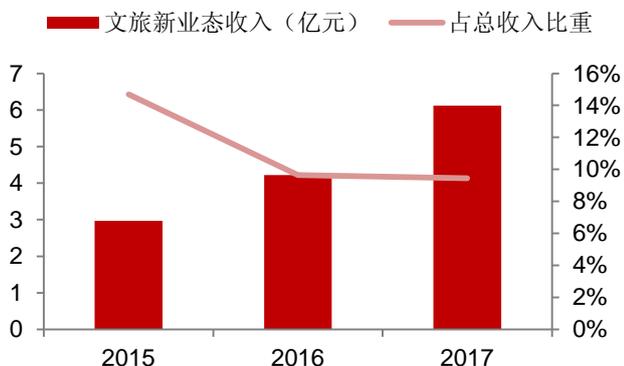
数据来源：利亚德，东方证券研究所

公司文旅新业态业务以国际一流、国内领先的声光电等技术和产品为依托，体现城市文化内容，提升文化体验的解决方案，自供方案中的部分硬件产品，提供从策划至实施运营的一体化服务。

公司在该市场尚处于发展初期，但是却显示出了惊人的实力和迅猛的发展势头。公司拥有国家演艺设备技术协会颁发的灯光、音响、舞台等认证证书和近 100 项相关国家专利，在过去短短两年时间内，该业务占公司总收入比重实现了 30% 的攀升，已成为公司的重要经济支柱之一。

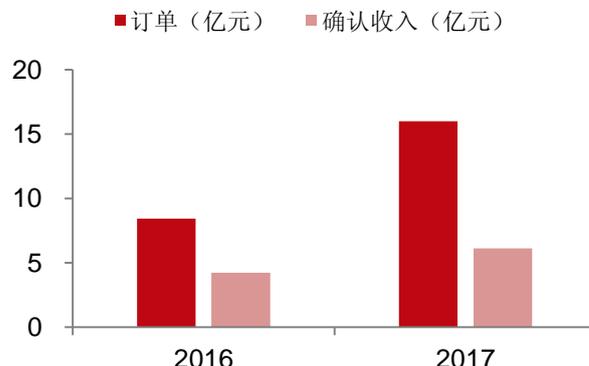
2017 年，公司的文旅新业态继续保持高速增长。在这一年，新签订单达 16 亿元，较上年同期增长 90%；其中确认收入 6.1 亿元，较上年同期增长 45%。

图 23：利亚德文旅新业态收入及占总收入占比



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

图 24：利亚德文旅新业态订单量与确认收入快速增长



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

公司文化旅游业务的未来发展将更多地与其他业务板块有机融合，基于城市文化背景、当地特色资源的多样性和复杂性，在设计实施过程中整合科技元素，文化与科技的融合，将城市夜景照明、文化旅游融入到城市经济发展建设中。以公司承接的茅台镇文化旅游项目为例，将文化设计与创意，城市夜景照明与水秀、灯光秀完美结合，《天酿》演艺更是展现了城市的历史风貌，体现了夜游经济与文旅新业态的融合，进而带动城市经济发展。

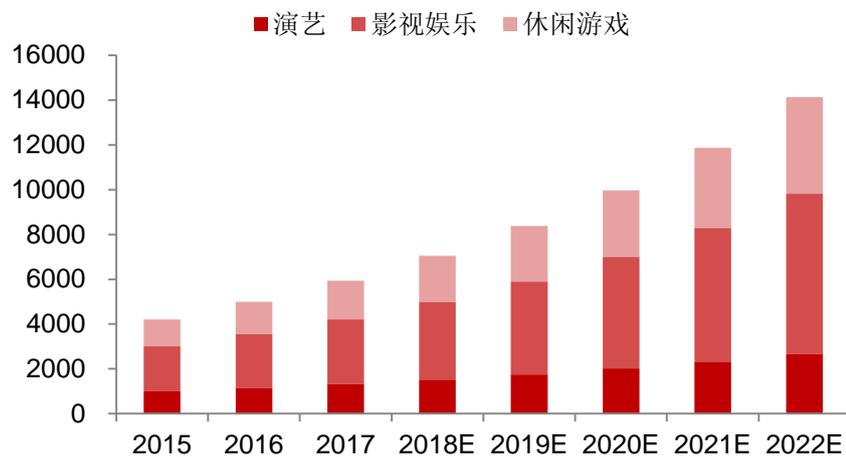
图 25：公司承接的茅台镇文化旅游项目融合夜游与文旅



数据来源：2017 年报、东方证券研究所

根据德勤发布的《中国文化产业前瞻》，我国文化娱乐未来市场规模巨大，2020 年有望达到万亿元级别，复合增长率约为 20%。而公司凭借自身强大的技术和丰富的政府资源，主导文化与科技融合的文旅新业态，同时积极融合城市夜游经济、智慧城市等新兴产业元素，伴随全国范围布局的完善和经验的进一步成熟，未来几年的成长速度有望继续高于行业增速。

图 26：我国文娱产业市场空间巨大（亿元）

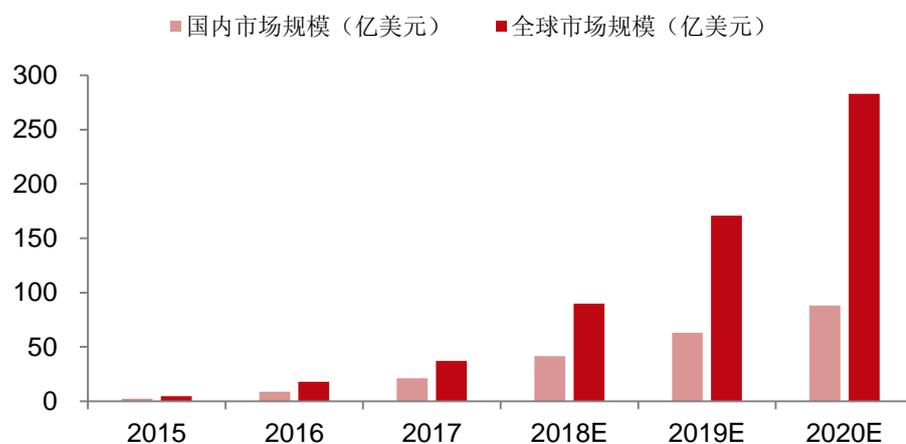


数据来源：德勤、东方证券研究所

4 VR 布局完成，动捕技术与方案全球领先

VR 技术已经成为现代科技前沿的综合载体，其在娱乐、医疗、交通、工业中都极具市场前景。从 2015 年全球 VR 市场仅有 5 亿美元规模，到 2017 年规模扩大近 9 倍，并有望在 2020 年扩至近 60 倍，其发展速度之迅猛可见一斑。国内 VR 市场在近几年间也一直保有着全球近一半的市场份额，为国内的 VR 产业的快速发展创造温床。

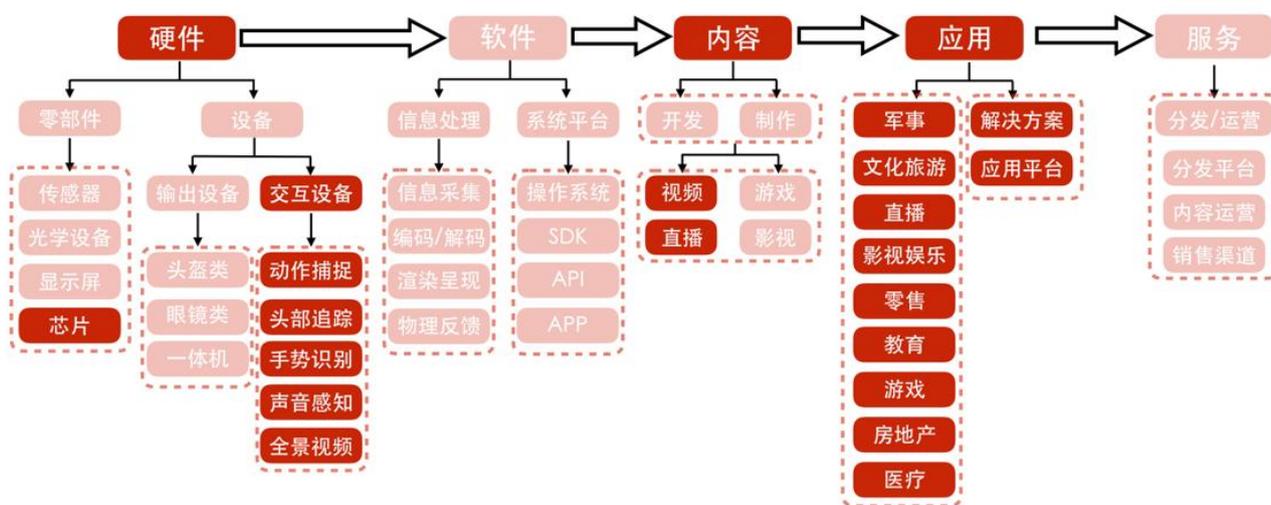
图 27: 国内外 VR 市场规模快速提升



数据来源：SuperData, VR 日报, 东方证券研究所

利亚德的 VR 业务产业链以硬件设计为基础，以软件开发为核心，在内容上囊括视频、游戏、影视等方面，涉足军事、文旅、医疗、游戏等诸多领域。公司不仅致力新产品的研发，也负责为客户提供 VR 大空间体验、交互式漫游体验、数字虚拟化影视预演等解决方案服务。

图 28：利亚德布局 VR 产业链多个环节



数据来源：利亚德，东方证券研究所

2017 年公司收购了美国 NP 公司后，掌握了 NP 公司在 VR 方面具备的全球领先的光学动作捕捉技术及 9 项 VR 海外专利，成为公司发展 VR 的坚实基础。在过去，NP 的 VR 产品主要是对境外销售，故国内市场较小；2017 年开始，公司开始推动 NP 产品本土化，在国内投资了 VR 从产品到内容多个领域，满足境内市场，为迎接 VR 市场的快速发展积极准备。

在 2017 年，公司又推出了全新的主动式动捕系统，配备国际领先的红外摄像头、主动式追踪配件，实现更低的成本和更高的追踪性能，是公司 VR 技术之路上的一步跨越。

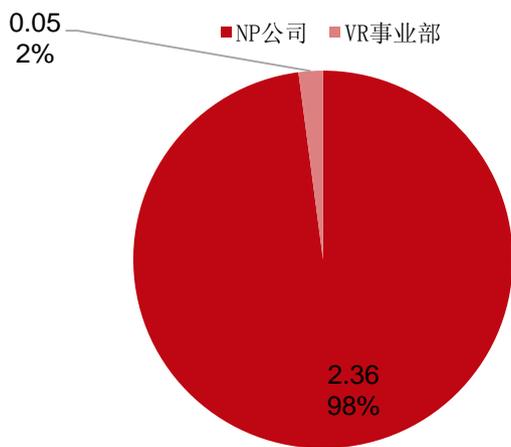
图 29：公司推出全新 VR 主动式动捕系统



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

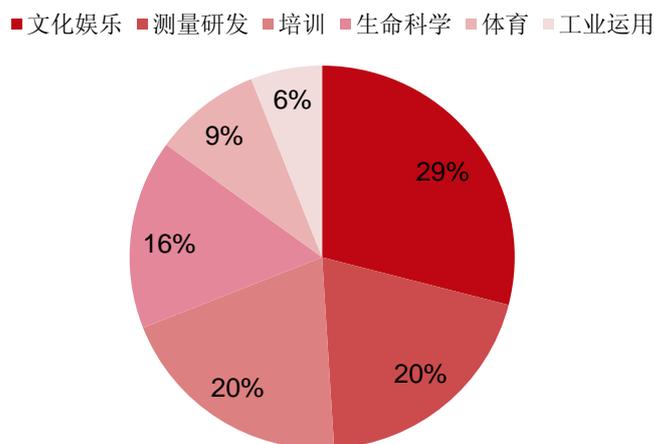
目前公司 VR 业务战略布局已经基本完成，正努力实现业绩的高速成长。在 2017 年内，公司在 VR 体验方面的收益为 2.4 亿元，其中 2.4 亿元为 NP 公司贡献，该业务的毛利率高达 79%。按应用领域来看，文化娱乐、测量开发、培训是 VR 的主要市场。

图 30：2017 公司 VR 体验营业收入来源（亿元）



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

图 31：2017 公司 VR 营业收入按应用领域分



数据来源：2017 年报，东方证券研究所

公司并不走单一的 VR 科技路线，而是将新兴的 VR 显示与自身成熟的照明光电技术相融合，结合国内市场潜力优势和自身“文化科技”平台优势，力求使灯光与文化相映成辉，创造全新的市场价值，推进公司四大业务协同发展。目前公司已经打造了成都“水韵天府”、平塘“天幕”、“虫洞”等视觉盛宴，在 VR 体验业务市场初露锋芒。

在 VR 技术广阔的市场背景下，凭借其优良产品服务和坚实技术支撑，利亚德 VR 体验业务欣欣向荣。

图 32：利亚德 VR 业务发展前景广阔


数据来源：公司公告、东方证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 我们假设全球小间距 LED 市场规模将保持 33%左右的复合增速快速增长，公司小间距 LED 技术继续引领行业发展，全球市占率将保持第一并稳定在 30%以上，推动智能显示业务以 30% 复合增速持续增长。
- 2) 我们预测我国照明工程、文化娱乐市场规模分别以 30%和 20%的复合增速增长，公司幸福城市项目订单数量（夜游经济、文旅新业态）受益于行业快速发展，并凭借全国布局、技术优势、政府资源、创新商业模式创造增量市场，推动对应业务收入保持 40%以上增速。其中夜游经济业务按照华北、华东、华中、华南、西北、西南等地区进行分别预测，基于 17 年订单情况以及相应地区市场潜力对 18 年及未来收入增速进行预测。
- 3) 我们预测公司 18-19 年 VR 业务围绕全球领先的动捕技术和解决方案拓展国内市场，伴随其他版块协同效应快速获取订单，中长期则依靠软硬件+内容布局多元化进一步扩大 VR 业务规模和份额，VR 业务毛利率则随着规模化和产品多元化而有所降低。
- 4) 公司 18-20 年毛利率分别为 41.5%、41.5%和 40.8%，随着高毛利的 LED 小间距、夜游经济、文化旅游业务占比提升，公司的毛利率将小幅提升，进而随着业务规模提升而有所下降。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
智能显示					
销售收入（百万元）	3,062.8	3,852.6	5,165.9	6,576.6	8,308.6
增长率	136.4%	25.8%	34.1%	27.3%	26.3%
毛利率	37.0%	37.7%	37.9%	38.4%	37.9%
夜游经济					
销售收入（百万元）	866.9	1,726.6	3,172.8	4,579.5	6,274.5

增长率	110.6%	99.2%	83.8%	44.3%	37.0%
毛利率	41.9%	41.5%	42.0%	41.0%	41.0%
文化旅游					
销售收入 (百万元)	422.2	611.7	1,170.5	1,729.0	2,487.6
增长率	42.1%	44.9%	91.4%	47.7%	43.9%
毛利率	40.8%	39.7%	40.0%	39.0%	38.0%
VR 体验					
销售收入 (百万元)	0.0	241.0	489.2	927.2	1,584.7
增长率			103.0%	89.5%	70.9%
毛利率		78.7%	80.0%	70.0%	60.0%
其他					
销售收入 (百万元)	26.1	38.8	54.4	76.1	102.8
增长率	42.7%	48.9%	40.0%	40.0%	35.0%
毛利率	48.4%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	4,377.9	6,470.8	10,052.8	13,888.4	18,758.2
增长率	116.4%	47.8%	55.4%	38.2%	35.1%
综合毛利率	38.4%	40.5%	41.5%	41.5%	40.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.33 元，选择 LED 小间距供应商洲明科技、艾比森，光电设备产业链相关公司海康威视、阳光照明，VR 产业链相关公司暴风集团、全志科技作为可比公司，给予公司 18 年 29 倍 PE 估值，对应目标价为 20.9 元，首次给予买入评级。

图 33：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2018/5/18	每股收益(元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
洲明科技	300232	15.90	0.45	0.74	1.02	1.31	35.50	21.35	15.54	12.18
艾比森	300389	16.30	0.33	0.75	1.04	1.50	49.16	21.73	15.67	10.87
海康威视	002415	41.20	1.02	1.30	1.67	2.09	40.40	31.70	24.66	19.72
阳光照明	600261	4.00	0.28	0.36	0.40	0.40	14.48	10.99	9.95	9.95
暴风集团	300431	22.34	0.17	0.47	0.68	0.68	133.53	47.18	33.10	33.10
全志科技	300458	21.88	0.05	0.55	0.79	1.10	418.36	39.47	27.63	19.94
	最大值						418.36	47.18	33.10	33.10
	最小值						14.48	10.99	9.95	9.95
	平均数						115.24	28.74	21.09	17.62
	调整后平均						64.65	28.56	20.87	15.68

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

6 风险提示

各业务订单增长不及预期：公司各业务板块未来增长依托于订单拓展，存在增速不达预期的风险。

VR 产业发展不达预期：公司 VR 业务未来发展与 VR 产业整体发展关联较大，若产业发展进度不达预期将影响公司 VR 板块增速。

经营性现金流风险：公司业务收入以订单形式为主，若回款速度减缓、工程周期拉长，对公司经营性现金流将造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	967	1,513	2,312	3,194	4,314	营业收入	4,378	6,471	10,053	13,888	18,758
应收账款	1,767	2,031	3,518	4,861	6,565	营业成本	2,696	3,851	5,878	8,131	11,098
预付账款	82	122	201	278	375	营业税金及附加	19	28	45	62	84
存货	1,976	3,135	4,409	6,098	8,323	营业费用	395	494	754	1,042	1,407
其他	336	1,291	771	867	989	管理费用	456	618	965	1,333	1,801
流动资产合计	5,129	8,092	11,212	15,298	20,567	财务费用	109	230	175	203	249
长期股权投资	85	99	100	100	100	资产减值损失	55	102	150	176	226
固定资产	643	809	977	1,141	1,346	公允价值变动收益	10	0	0	0	0
在建工程	29	27	27	28	28	投资净收益	44	7	10	10	10
无形资产	429	610	698	793	912	其他	0	52	52	52	52
其他	1,900	3,020	2,764	2,756	2,756	营业利润	702	1,207	2,146	3,003	3,954
非流动资产合计	3,087	4,566	4,567	4,818	5,141	营业外收入	65	14	20	20	20
资产总计	8,216	12,658	15,779	20,116	25,708	营业外支出	8	9	7	7	7
短期借款	579	1,917	3,216	4,028	5,016	利润总额	760	1,211	2,159	3,016	3,967
应付账款	865	1,408	2,057	2,846	3,884	所得税	94	0	324	452	595
其他	1,028	2,498	1,869	2,318	2,896	净利润	666	1,211	1,836	2,564	3,372
流动负债合计	2,472	5,823	7,143	9,191	11,796	少数股东损益	(3)	1	0	0	0
长期借款	113	18	18	18	18	归属于母公司净利润	669	1,210	1,836	2,564	3,372
应付债券	904	905	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
其他	257	278	94	94	94						
非流动负债合计	1,275	1,201	113	113	113	主要财务比率					
负债合计	3,747	7,023	7,255	9,304	11,908		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	15	14	14	14	14	成长能力					
股本	814	1,629	2,543	2,543	2,543	营业收入	116.4%	47.8%	55.4%	38.2%	35.1%
资本公积	2,412	1,597	1,916	1,916	1,916	营业利润	128.0%	71.9%	77.9%	39.9%	31.7%
留存收益	1,239	2,343	3,999	6,288	9,276	归属于母公司净利润	102.2%	80.9%	51.7%	39.7%	31.5%
其他	(11)	51	51	51	51	获利能力					
股东权益合计	4,469	5,634	8,524	10,812	13,800	毛利率	38.4%	40.5%	41.5%	41.5%	40.8%
负债和股东权益	8,216	12,658	15,779	20,116	25,708	净利率	15.3%	18.7%	18.3%	18.5%	18.0%
						ROE	19.6%	24.0%	26.0%	26.6%	27.4%
						ROIC	14.0%	19.7%	19.5%	20.5%	21.2%
						偿债能力					
						资产负债率	45.6%	55.5%	46.0%	46.3%	46.3%
						净负债率	14.2%	23.6%	10.9%	7.9%	5.3%
						流动比率	2.07	1.39	1.57	1.66	1.74
						速动比率	1.24	0.83	0.93	0.98	1.01
						营运能力					
						应收账款周转率	2.8	3.1	3.3	3.0	3.0
						存货周转率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.48	0.72	1.01	1.33
						每股经营现金流	0.01	0.31	-0.08	0.35	0.47
						每股净资产	1.75	2.21	3.35	4.25	5.42
						估值比率					
						市盈率	56.7	31.3	20.6	14.8	11.2
						市净率	8.5	6.7	4.5	3.5	2.7
						EV/EBITDA	45.1	25.4	16.2	11.8	9.0
						EV/EBIT	48.2	27.2	16.8	12.2	9.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

