

电子

2024年03月01日

## 艾比森 (300389)

——LED 大屏出海先锋，力争百亿品牌签单

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

- **LED 显示大屏供应商，近 3 年营收翻倍，增速远超行业。**艾比森主营 LED 显示屏，为 LED 显示屏产业链最下游，产品类型包含广告、舞台、商业显示、数据可视化、iCon 品牌智慧屏、专业视听解决方案六大类。根据公司业绩快报，2023 年公司营收约 40.45 亿元，同比增长 44.7%，2020 年疫后公司业绩持续回升，2023 年营收较 2019 年增长 85.5%，2023 年归母净利润 3.23 亿元，同比增长 58.9%，超过 2018 年 2.41 亿元创历史新高。
- **显示屏市场千亿规模，艾比森设立百亿签单目标。**公司 2023 年实现签单 53 亿元，发布公告力争 2024 年实现签单 80 亿元、2025 年签单 100 亿元（较 23 年翻倍）。艾比森董事长近年来优化公司治理强化对公司控制，依靠公司精细化数字化管理强化供应链管理，在产业链中具有较强话语权，净营业周期、净利润现金含量均好于同业，预计公司内部治理变化有望带动公司增速持续大幅超越行业整体。
- **海外收入占比超 6 成，驱动盈利能力增强。**2022 年海外业务占比 63%，预计未来几年进一步上升；2022 年海外业务毛利率 38%，显著高于国内约 20% 毛利率。
- **品牌出海 19 年，具有品牌知名度，服务世界杯、NBA 等全球标杆赛事。**公司在海外市场具有销售/服务网络庞大、品牌知名度高两大优势。公司 2005 年发展海外业务至今，目前已在 140 多个国家和地区形成约 6000 家的渠道合作网络，具有强大技术服务售后服务能力。公司的多项全球标杆项目提高品牌壁垒，卡塔尔世界杯围栏广告屏、2022 年印尼 G20 峰会舞台屏、NBA 地板 LED 屏等均为公司供应。
- **技术革新驱动小间距/微间距 LED 降本、应用场景拓宽，公司布局 COB 及 MIP 紧跟产业趋势。**近年来 LED 显示增长以小间距 LED（点间距≤2.5mm）为主旋律，2021 年全球小间距 LED 市场占比已达 60%。未来随着微间距（点间距≤1.0mm）显示技术逐渐成熟带来制造价格持续下降，LED 显示屏有望在更广泛的专业显示、商业显示、家用等领域进一步打开市场。公司 COB 产线已量产，MIP 已完成工艺验证和小试生产，紧跟产业前沿。
- **投资分析意见：首次覆盖给予公司“买入”评级。**预计公司 2023~2025 年营收分别为 40.4、60.2、80.0 亿元，对应同比增速 44.7%、48.9%、32.8%，归母净利润分别为 3.23、4.69、6.35 亿元，对应同比增速 58.9%、45.4%、35.4%，当前股价对应 2023~2025 年动态 PE 分别为 20、14、10 倍。采用动态 PE 相对估值法，给予公司 2024 年动态 PE 19.2 倍，对应目标市值 90.0 亿元，对应目标价 24.74 元，较 2024 年 3 月 1 日收盘价上涨空间 39.9%。
- **风险提示：**竞争加剧导致毛利率、净利率下降；公司海外业务以美元结算为主，汇率波动或对营收产生影响。

市场数据：2024年03月01日

收盘价(元)	17.68
一年内最高/最低(元)	22.32/11.02
市净率	4.8
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	4059
上证指数/深证成指	3027.02/9434.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2023年09月30日

每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	60.74
总股本/流通 A 股(百万)	364/230
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



财务数据及盈利预测

	2022	23Q1-Q 3	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,796	2,537	4,045	6,023	7,999
同比增长率(%)	20.1	42.6	44.7	48.9	32.8
归母净利润(百万元)	203	219	323	469	635
同比增长率(%)	578.0	93.1	58.9	45.4	35.4
每股收益(元/股)	0.56	0.60	0.89	1.29	1.74
毛利率(%)	31.4	32.0	31.1	31.5	31.9
ROE(%)	17.1	16.3	20.9	23.3	24.0
市盈率	32		20	14	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖给予公司“买入”评级，预计公司 2023~2025 年营收分别为 40.4、60.2、80.0 亿元，对应增速分别为 44.7%、48.9%、32.8%，归母净利润分别为 3.23、4.69、6.35 亿元，对应同比增速分别为 58.9%、45.4%、35.4%，当前股价对应 2023~2025 年动态 PE 分别为 20、14、10 倍。采用动态 PE 相对估值法，给予公司 2024 年动态 PE 19.2 倍，较 2024 年 3 月 1 日收盘价上涨空间 39.9%。

### 关键假设点

1) 预计公司 2023~2025 年中国大陆 LED 显示屏销量分别为 14.6、21.2、26.5 万平米，同比增速分别为 64%、45%、25%，平均单价分别为 1.07、1.01、1.01 万元/平米，对应中国大陆地区营收规模分别为 15.6、21.5、26.9 亿元，同比增速分别为 51%、38%、25%。

2) 预计公司在北美洲 LED 显示屏销量分别为 2.4、3.4、4.6 万平米，同比增速分别为 40%、45%、35%，在欧洲 LED 显示屏销量分别为 5.0、7.5、10.1 万平米，同比增速分别为 35%、50%、35%；预计公司在亚洲（除中国大陆）LED 显示屏销量分别为 7.1、12.1、16.9 万平米，同比增速分别为 80%、70%、40%，在南美洲&非洲&大洋洲 LED 显示屏销量分别为 4.9、7.4、9.9 万平米，同比增速分别为 45%、50%、35%。

3) 预计公司在各地区毛利率整体维持稳定，预计公司 2023~2025 年各地区毛利率分别为：中国大陆 20%、北美洲 44%、欧洲 36%、亚洲（除中国大陆）35%、南美洲&非洲&大洋洲 38%；由于公司海外业务占比整体提升，预计公司整体毛利率 2023~2025 年分别为 31.1%、31.5%、31.9%。

### 有别于大众的认识

**市场部分投资者认为 LED 领域整体成熟无投资机会，我们认为艾比森依靠公司治理及供应链管理可实现业绩超额增长、具有 $\alpha$ 机会。**全球 LED 市场已进入成熟阶段，国内 LED 屏厂商提供全球大部分产能，市场整体高速增长时期已过。但我们认为 LED 领域仍存在具有成长性的个股，其中艾比森由于明确了实控人、运营能力优质、海外布局广泛，具有超越行业成长可能性。

### 股价表现的催化剂

爆款标杆应用案例获得社会关注；季度财报业绩增速持续兑现；小间距技术突破大幅降低生产成本。

### 核心假设风险

竞争加剧导致毛利率、净利率下降；公司海外业务以美元结算为主，汇率波动或对营收产生影响。

## 目录

---

<b>1. 业绩增速高于行业的 LED 供应商 .....</b>	<b>6</b>
1.1 LED 显示屏供应商，客户遍及全球 .....	6
1.2 近 3 年业绩快速扩张，净利润创新高 .....	9
<b>2. 品牌和效率双击，力争翻倍实现百亿签单 .....</b>	<b>10</b>
2.1 产业链话语权强使得现金流持续充裕，资产质量优质 .....	11
2.2 公司治理持续优化，数字化管理及品牌形象维护内外双攻 .....	12
<b>3. 增长机遇：海外市场及小间距应用场景拓宽 .....</b>	<b>15</b>
3.1 艾比森海外业务占比超 6 成，海外销售及服务能力具优势 .....	15
3.2 LED 技术革新驱动渗透率提升，公司布局 COB 及 MIP .....	17
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 艾比森处于 LED 产业链下游, 直接面向终端销售 .....	6
图 2: 提供卡塔尔世界杯围栏屏 .....	7
图 3: 提供印尼 G20 峰会舞台大屏 .....	7
图 4: 提供 2024NBA 全明星赛 LED 地板屏.....	8
图 5: 提供上海虹桥枢纽 LED 显示屏 .....	8
图 6: 2021 年 LED 显示屏产值占行业整体的 15%.....	8
图 7: LED 显示屏制造产业链各环节厂商情况 .....	9
图 8: 艾比森 2021 年至 2023 年营收明显增长 .....	9
图 9: 2023 年艾比森归母净利润创历史新高.....	9
图 10: 艾比森期间费用率整体较稳定 .....	10
图 11: 艾比森毛利率、净利率近 2 年回升明显 .....	10
图 12: 艾比森近几年营收与新签订单比例相对稳定.....	10
图 13: 国内、境外订单均呈增长趋势 .....	10
图 14: 艾比森净营业周期相对较短 (单位: 天) .....	11
图 15: 艾比森经营现金流量净额持续充裕 .....	11
图 16: 艾比森固定资产周转率呈提升趋势 .....	12
图 17: 艾比森无商誉减值风险.....	12
图 18: 艾比森数字化供应链管理极大提升运营效率.....	13
图 19: 艾比森 2022 年人均薪酬相对较低 (万元) .....	13
图 20: 艾比森人均创利近两年相对较高 (万元) .....	13
图 21: LED 显示屏需 3C 认证, 模组拼接屏可能无 3C 认证.....	14
图 22: 艾比森倡导品牌整机销售 .....	14
图 23: 艾比森 2022 年海外业务营收占比 63% .....	15
图 24: 艾比森海外布局区域广泛, 设有 8 家境外子公司 .....	15
图 25: 艾比森海外业务毛利率显著高于国内.....	16
图 26: 艾比森创立 ACE 认证培训, 提升海外技术服务能力.....	16
图 27: LED 显示屏随着点间距缩窄及成本下降, 应用领域持续拓宽.....	17
图 28: 全球 LED 显示屏销售额中点间距 $\leq 2.5\text{mm}$ 产品逐步成为主流 .....	17
图 29: 2022 年中国大陆小间距 LED 销售面积拆分 .....	18

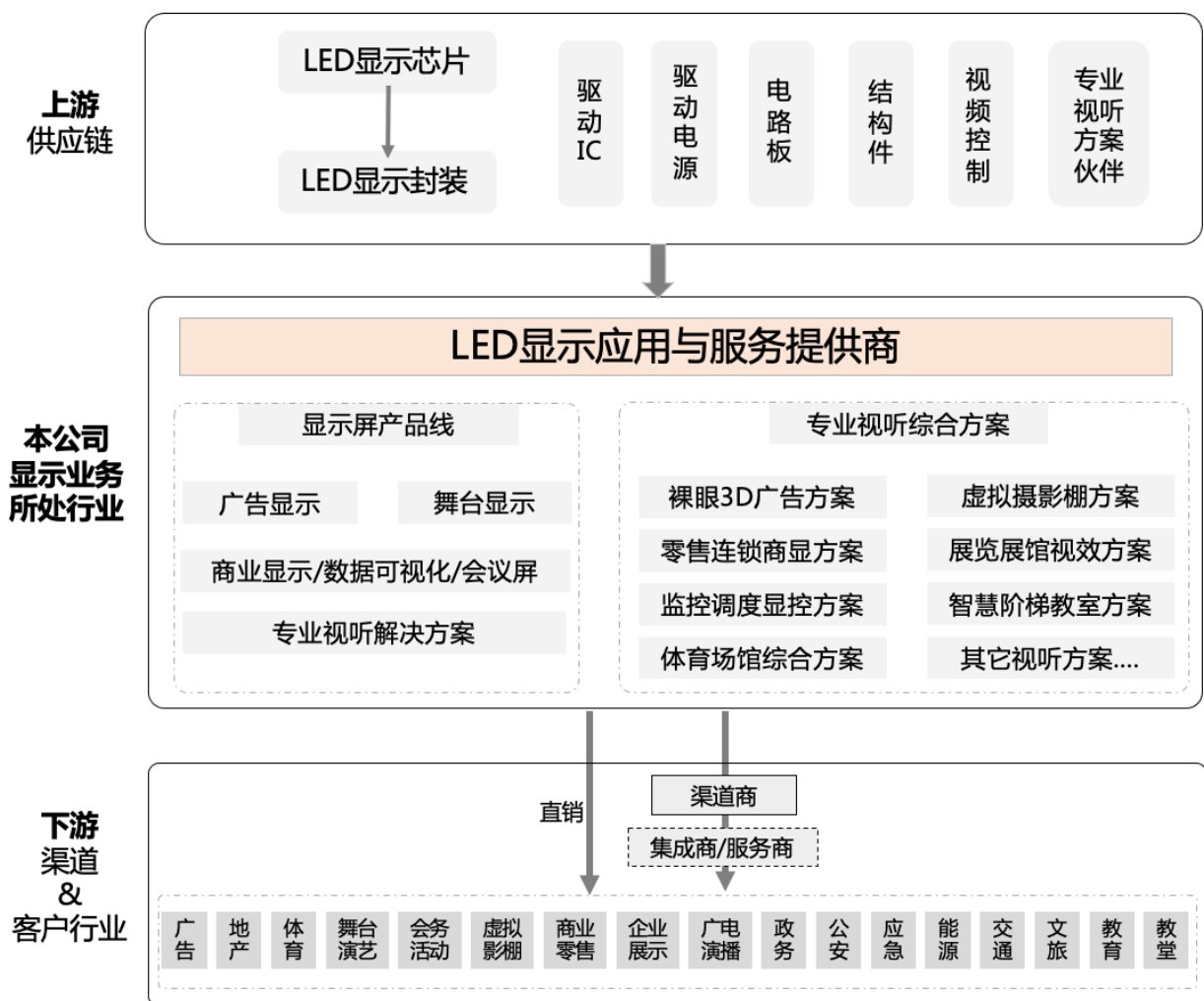
图 30: 2022 年中国大陆小间距 LED 销售额拆分.....	18
表 1: 艾比森具有 6 大产品线.....	7
表 2: 艾比森创始人丁彦辉董事长为实际控制人 (截至 2023 年三季报) .....	12
表 3: LED 封装技术进步带来小间距 LED 屏成本降低 .....	18
表 4: 艾比森分地区营收量价拆分 .....	20
表 5: 可比公司 PE 估值情况 (单位: 百万元) .....	21

# 1. 业绩增速高于行业的 LED 供应商

## 1.1 LED 显示屏供应商，客户遍及全球

艾比森为 LED 显示屏供应商，在产业链中处于下游。LED 显示产业链包括：上游供应链、显示屏品牌厂商、下游通过销售服务网络销售到不同行业的终端用户。艾比森作为 LED 显示应用与服务提供商，在 LED 产业链中处于直接对接最下游客户的位置，完成 LED 显示屏的最终**组装生产**、后使用公司**自身品牌**向最终端客户销售。

图 1：艾比森处于 LED 产业链下游，直接面向终端销售



资料：公司财报，申万宏源研究

根据下游应用领域，公司产品线分为六大类。公司产品线包括：1、**广告产品线**，应用于户外广告屏幕、体育赛事围栏屏等；2、**舞台产品线**，应用于演艺活动、影视拍摄等；3、**商业显示产品线**，应用于商场、体育、公园等场馆的展示用屏幕；4、**可视化产品线**，应用于调度中心、指挥中心等场合的数据可视化屏幕；5、**iCon 品牌智慧屏**，应用于会议室、

教室、家庭影院等室内应用的 108~300 英寸相对较小屏幕；6、专业视听解决方案，在裸眼 3D、虚拟拍摄、展览展示等领域为客户提供一体化解决方案。

**表 1：艾比森具有 6 大产品线**

产品线名称	应用领域	主要产品
广告产品线	标准广告牌、户外大屏、交通枢纽、街景广告、数字标牌、体育等	A 系列万级高亮节能屏、AW 系列户外超高清小间距、GS 系列广告品牌整机、AS 系列灵活便捷广告大屏、C 系列户外格栅屏、A99 球场围栏屏、JD 系列 LED 透明屏等
舞台产品线	企业活动、公共活动、演艺活动、影视拍摄等	PR 系列高端专业 VP 显示屏、AX Pro/AX 系列 MiniLED 高清租赁小间距、VN 系列高端舞美租赁屏、MR 系列专业地砖屏、JP 系列高端窗帘屏、LR 系列超轻窗帘屏、虚拟拍摄 PR 系列、通用场景 NT 系列等
商显产品线	零售连锁、商业综合体、主题公园、数字展陈等	KL 系列商显品牌整机、KL II 系列 16:9 商显品牌整机、A27 Pro/A27 Plus 系列 16:9 高端小间距、NX 系列 16:9 创意轻薄显示屏、N Plus 系列创意造型平板显示器、K Plus 系列轻便显示屏、云谷 CP 系列等
可视化产品线	控制室、调度中心、广电演播室等	HC 系列高端 Micro LED 微间距显示、新 HC 系列专业室内小间距显示、昆仑 COB 系列、4K Micro LED 家庭影院巨幕等
iCon 产品线	政府及企事业、教育、金融、酒店等	AbseniconX 系列，C 系列，E 系列，M 系列等
专业视听解决方案	指挥中心、智慧城市、展览展示、XR 虚拟拍摄等	AXP-V 系列分布式拼控、AXP-D 系列集中式拼控、智能操控平台 AICP、Links2.0 控制软件、智能展厅 AECS 系统、XR 方案、虚拟影棚方案等

资料：公司公告，申万宏源研究

**艾比森各个产品线均具有多项全球性标杆应用案例。**根据艾比森官网，2022 年卡塔尔世界杯 8 座足球场均采用了艾比森 LED 显示屏产品，用于场边围栏广告屏等；2022 年在印尼举行的 G20 峰会采用了艾比森的舞台 LED 屏幕；今年 NBA 全明星赛首次采用了 LED 地板屏，为艾比森提供；上海虹桥枢纽机场及火车站间的创意屏为艾比森提供。艾比森多年多领域的标杆应用案例有助于公司品牌壁垒的叠高。

**图 2：提供卡塔尔世界杯围栏屏**



资料：公司财报，申万宏源研究

**图 3：提供印尼 G20 峰会舞台大屏**



资料：公司财报，申万宏源研究

图 4：提供 2024NBA 全明星赛 LED 地板屏



资料：公司财报，申万宏源研究

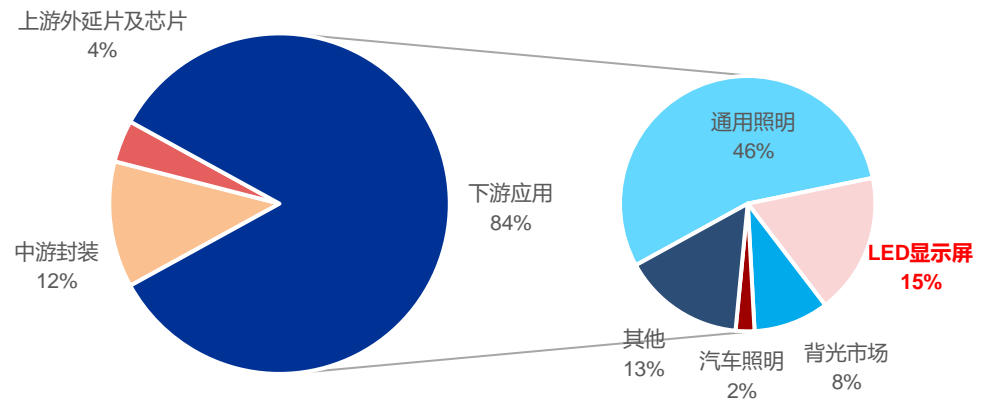
图 5：提供上海虹桥枢纽 LED 显示屏



资料：公司财报，申万宏源研究

LED 显示屏产值约占 LED 行业整体产值的 15%。根据利亚德年报信息，2021 年中国 LED 产业总产值约为 7773 亿元，增速约 10.8%；其中下游应用规模为 6552 亿元，占比为 84%，LED 显示屏 LED 下游应用中产值规模第二大领域，在 LED 产业总产值中占比约 15%，折算约为 1166 亿元。全球 LED 显示屏多为广东地区企业生产，艾比森同业公司包括利亚德、洲明科技、雷曼光电、联建光电、奥拓电子等。

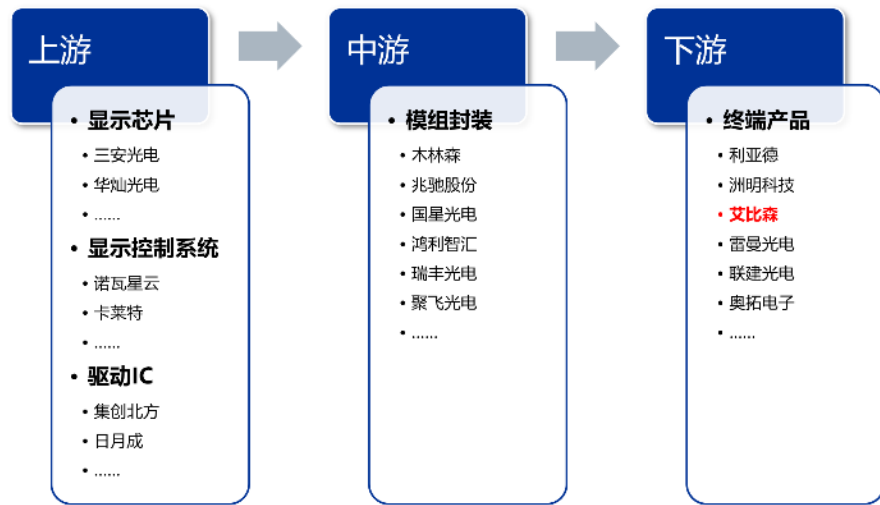
图 6：2021 年 LED 显示屏产值占行业整体的 15%



资料：利亚德公告，申万宏源研究



图 7: LED 显示屏制造产业链各环节厂商情况

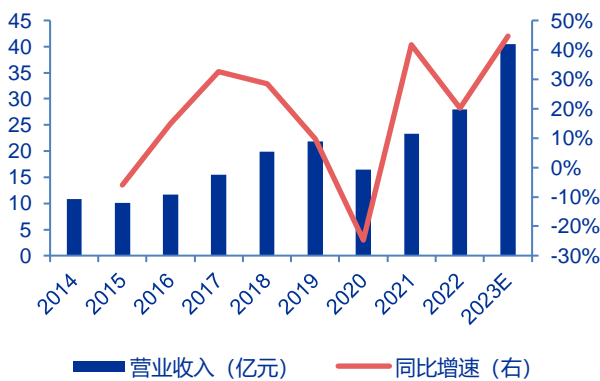


资料：各公司公告，申万宏源研究

## 1.2 近 3 年业绩快速扩张，净利润创新高

公司疫后业绩增长迅猛，盈利能力同步回升。根据公司披露业绩快报，2023 年公司营收约 40.45 亿元，同比增长 44.7%，2020 年疫后公司业绩持续回升，2023 年营收较 2019 年增长 85.5%；2023 年归母净利润 3.23 亿元，同比增长 58.9%，超过 2018 年的 2.41 亿元创下公司历史新高。公司期间费用率以销售费用为主要构成，2023 年前三季度销售费用率 14.1%；2023 年前三季度公司净利润率回升至 8.5%，根据业绩预告全年净利润率约为 8%。

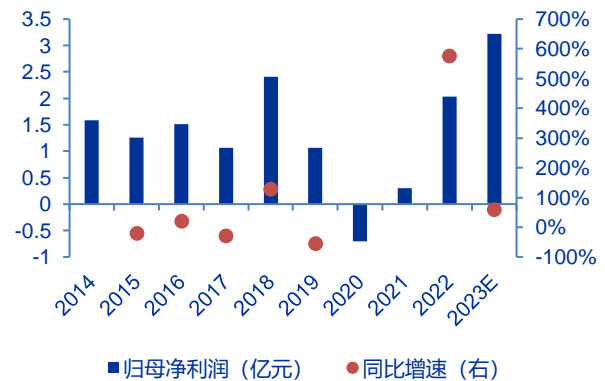
图 8: 艾比森 2021 年至 2023 年营收明显增长



资料：公司财报，申万宏源研究

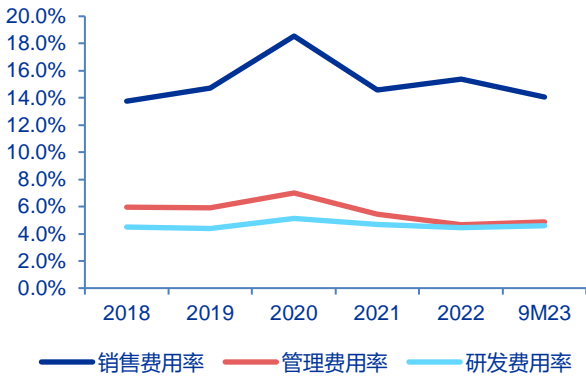
注：2023E 为公司业绩快报数据

图 9: 2023 年艾比森归母净利润创历史新高

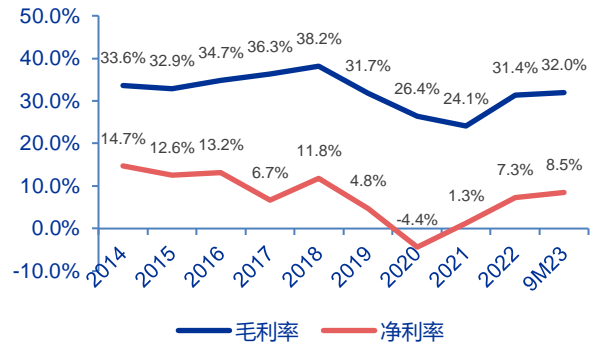


资料：公司财报，申万宏源研究

注：2023E 为公司业绩快报数据

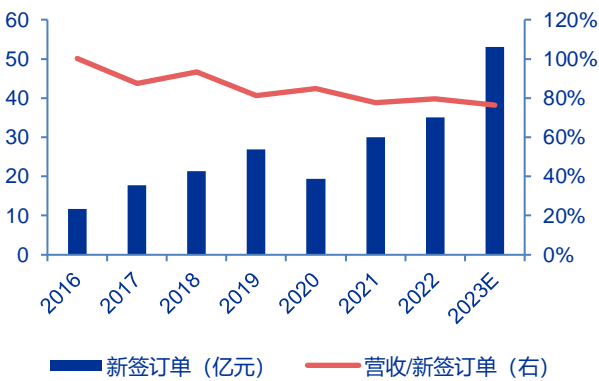
**图 10：艾比森期间费用率整体较稳定**


资料：公司财报，申万宏源研究

**图 11：艾比森毛利率、净利率近 2 年回升明显**


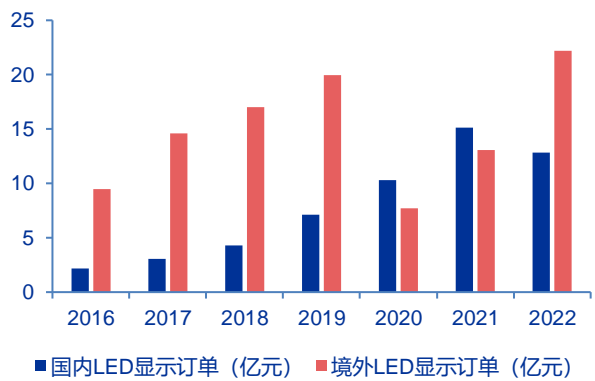
资料：公司财报，申万宏源研究

**新签订单确认收入周期较短，订单转化率高。**公司新签订单平均确认收入周期约为一个季度，因此公司年内多数新签订单将转化为当年营收，部分新签订单转为次年确收、叠加少部分砍单、违约等因素，公司每年营收约占当年新签订单 80%，转换率自 2019 年以来相对稳定，公司 2023 年新签订单为 52.96 亿元，预计国内、境外订单均同比增长，23 年新签仍以海外订单为主。

**图 12：艾比森近几年营收与新签订单比例相对稳定**


资料：公司财报，申万宏源研究

注：2023E 为公司业绩快报数据

**图 13：国内、境外订单均呈增长趋势**


资料：公司财报，申万宏源研究

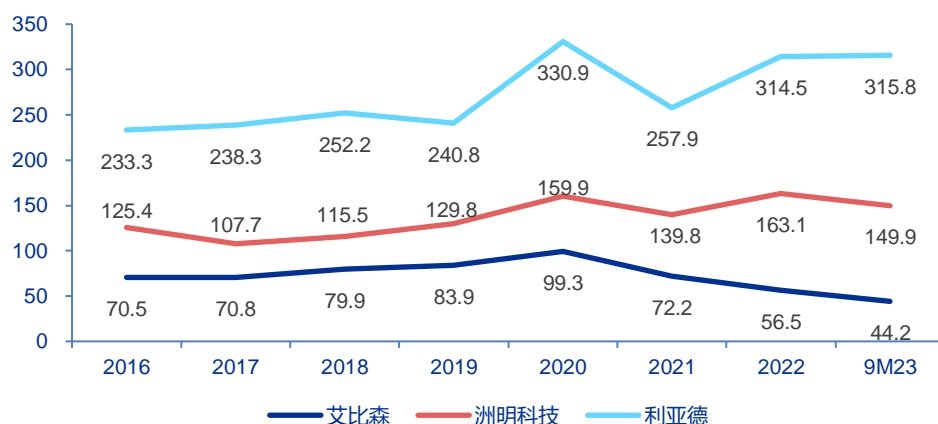
## 2. 品牌和效率双击，力争翻倍实现百亿签单

**艾比森计划 2025 年实现签单较 2023 年翻倍增长至 100 亿元。**根据公司公告，艾比森力争 2024 年实现签单 80 亿元，2025 年实现签单 100 亿元，对标 2023 年公司新签订单 53 亿元实现接近翻倍。我们认为公司实现该目标具有较大可能性，因公司在公司治理、现金流、运营效率、供应链管理等方面具有一定优势。

## 2.1 产业链话语权强使得现金流持续充裕，资产质量优质

公司净营业周期短于同业，运营效率具有相对优势。艾比森客户结构中 G 端占比相对较低，公司对于上下游整体话语权较强，应付账款周转天数近年来多超过 100 天，同时公司应收账款周转天数 2021 年以来持续降低，2023 年前三季度应收账款周转天数仅为 54.5 天，使得公司净营业周期明显低于同业，2023 年前三季度为 44.2 天，反映公司商业模式的经营效率整体较高。

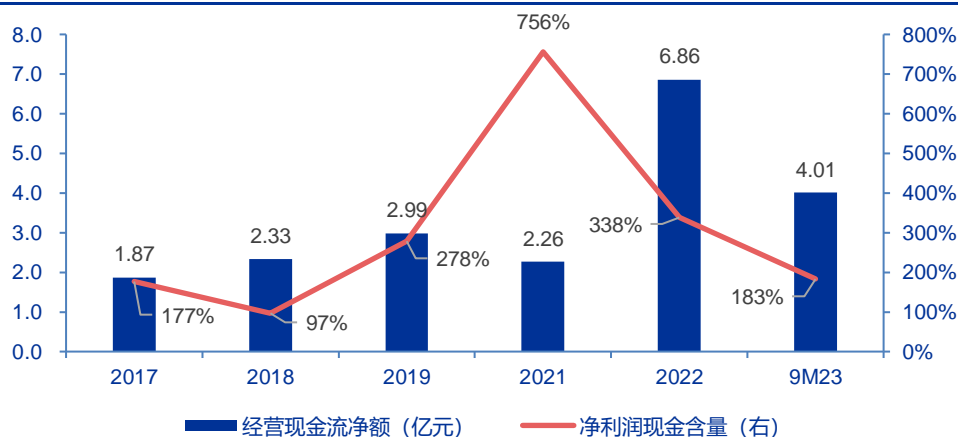
图 14：艾比森净营业周期相对较短（单位：天）



资料：各公司财报，申万宏源研究

现金流方面，公司经营性现金流量净额充裕，近年来净利润现金含量持续高于 100%。公司通过完善的管理体系，实现对上下游较强的话语权、高效管理客户信用及回款，使得公司经营活动现金流量净额表现较好，2017 年以来的 7 年时间除 2018 年外经营现金流均高于归母净利润，其中 2021 年公司净利润现金含量达到 756%。根据公司业绩预告，2023 年全年公司经营现金流净额约 5.29 亿元，对应净利润现金含量为 164%。

图 15：艾比森经营现金流量净额持续充裕



资料：公司财报，申万宏源研究

注：2020 年经营现金流净额为-0.28 亿元、归母净利润为-0.71 亿元

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/258075006131006041>