



公司调研

2014年12月3日

调研报告

苏大维格 (300331)

——Metal Mesh 能否放量是公司最大看点**投资要点:**

公司主营业务按应用端分类包括镭射包装材料、公共安全防伪、新型显示和照明三大类别。

传统镭射包装材料业务步入成熟期，行业增速平缓。2013 年，国内烟酒标产品的市场空间约为 50 亿。由于行业进入成熟期，市场增速较为缓慢，年均复合增速约 5%。公司掌握上游镭射膜生产工艺，能够实现原材料的自给；同时掌握微纳光学技术，能够通过自主研发生产设备为客户提供定制化产品。

公共安全防伪膜目前市场空间较小，未来潜在的增长点有待于机动车牌防伪膜及新版人民币防伪条市场的确立与打开。公司目前为机动车驾驶证、行驶证防伪材料的唯一供应商，并与公安部交通管理研究所具有良好的合作关系，在该细分领域处于市场垄断者的地位。但由于细分市场空间相对较小，因此未来对公司营业收入的推动作用将较为薄弱。

积极进入的导光膜/板和导电膜市场均是百亿级的市场，且未来 3 年内仍有可能维持较高的增速。导光膜/板：目前公司导光膜产品基本切入国内品牌手机厂商并开始贡献业绩，未来需关注公司导光板产品的市场开拓进度。导电膜：触控 NB、触控 AIO 渗透率低，产品中大尺寸的特性为 metal mesh、SNW 等技术路线提供了用武之地，未来成长空间值得关注。公司是国内掌握 metal mesh 技术并能实现量产的两家上市公司之一，相比业内竞争对手而言，公司进入触控膜领域的时点较晚，历史负担轻。

盈利预测与投资评级：我们预计公司净利润未来 2 年复合增长率约 103.33%，2014 和 2015 年 EPS 分别为 0.24 元、0.67 元。随着导光膜和导电膜新市场的开拓，公司主营业务结构有望发生重大积极变化，因此我们首次给予“增持”的投资评级。

主要风险：大尺寸触控市场出货量低于预期、导光膜与导电膜项目市场拓展力度不及预期。

目录

图表目录.....	3
1 主营业务结构.....	4
2 镭射包装材料业务.....	5
2.1 市场空间.....	5
2.2 公司市占率与竞争力.....	6
3 公共安全防伪膜业务.....	7
3.1 市场空间.....	8
3.2 公司市场占有率和竞争力.....	8
4 新型显示照明业务.....	8
4.1 导光膜/导光板业务.....	8
4.2 导电膜业务.....	10
5 投资建议.....	12
6 风险因素.....	12
7 盈利预测.....	12
8 附录：公司基本资料.....	13

图表目录

表格 1: 烟标市场规模测算（默认单位：万平方米）	5
表格 2: 酒标市场规模测算（默认单位：万平方米）	6
表格 3: 公司与上海绿新、万顺股份研发投入对比.....	7
表格 4: 行驶证、驾驶证市场空间测算（默认单位：万辆、万本）	8
表格 5: 公司导光膜/板项目预计盈利情况（单位：万元）	10
表格 6: 维旺科技近年盈利情况（单位：万元）	10
表格 7: 公司导电膜项目预计盈利情况（单位：万元）	11
表格 8: 维业达近年盈利情况（单位：万元）	11
表格 9: 主营业务盈利预测（单位：百万、%）	12
表格 10: 公司主营业务沿革.....	13

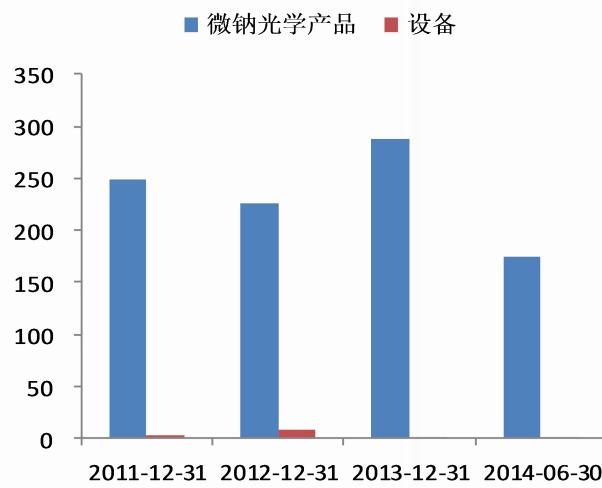
图表 1: 公司主营业务收入（单位：百万）	4
图表 2: 公司主营业务收入（单位：百万）	4
图表 3: 公司主营业务毛利率（单位：%）	4
图表 4: 公司主营业务毛利率（单位：%）	4
图表 5: 上海绿新主营业务构成（单位：百万）	7
图表 6: 万顺股份主营业务构成（单位：百万）	7
图表 7: 公司股权结构及控股子公司.....	14



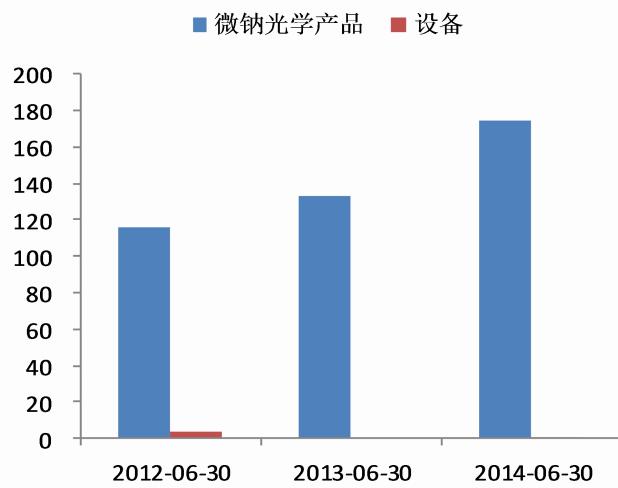
1 主营业务结构

公司主营业务为微纳光学产品，2014 年中期，公司微纳光学产品贡献收入 1.75 亿，在公司主营业务收入中的占比为 98.75%，是收入的主要来源。公司微纳光学产品具体分为微纳光学纸产品和微纳光学膜产品。

图表 1：公司主营业务收入（单位：百万）

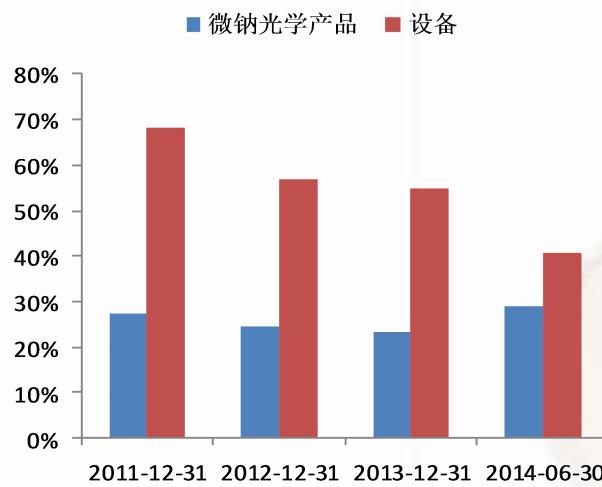


图表 2：公司主营业务收入（单位：百万）

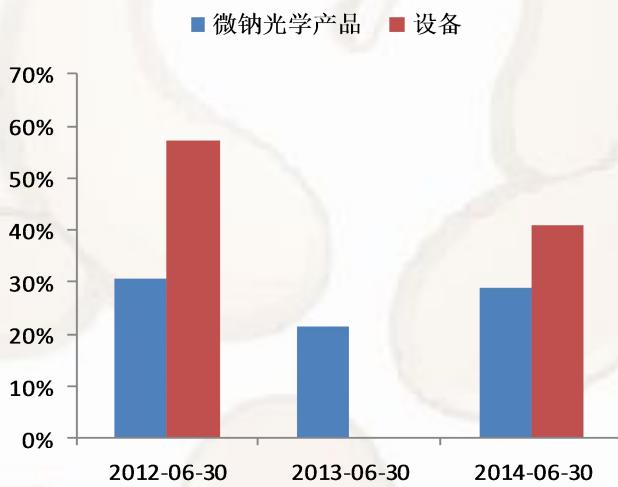


数据来源：Wind 资讯，厦门证券研究所

图表 3：公司主营业务毛利率（单位：%）



图表 4：公司主营业务毛利率（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，厦门证券研究所

从下游客户分类看，公司主营业务可分为镭射包装材料、公共安全防伪、新型显示和照明三大类别。2011 年度，公司在上述领域微纳光学产品的销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 78%、18%、2%；2014 年中期，随着新型显示和照明产品的增长，上述比重调整为 60%、10%-20%、10%。

2 镭射包装材料业务

2.1 市场空间

公司镭射包装材料产品包括镭射纸和镭射膜，主要应用于卷烟包装和酒包装。

烟标市场规模推算核心假设：

需求量：根据烟标行业现状，假设每条盒用纸约为 0.12 平方米，每小盒用纸约为 0.03 平方米。按每箱 250 条，每条 10 小盒计算，每箱卷烟所需条盒包装约为 30 平方米，所需小盒包装约为 75 平方米。另外，假设镭射烟标的市场渗透率为 15.1%。最后，假设烟标产品的未来市场增速为 2.23%（近两年的行业平均增速）。

需求价格：根据公司招股说明书中统计的镭射膜类产品和镭射纸类产品的价格数据，2009-2011 年期间，两者的价格波动幅度均较平稳，三年平均价格分别为 1.41 元/平方米和 3.79 元/平方米。由于膜类产品是纸类产品的上游原材料，因此用公司纸类产品三年平均价格作为终端产品的平均价格。

表格 1：烟标市场规模测算（默认单位：万平方米）

	卷烟产量 (万箱)	条盒包装	小盒包装	镭射烟标 占比	镭射烟标 需求合计	市场规 模 (万元)
2011	4849.00	145470.00	363675.00	15.10%	76880.90	291379
2012	4982.60	149478.00	373695.00	15.10%	78999.12	299407
2013	5067.48	152024.40	380061.00	15.10%	80344.90	304507
2014E	5180.45	155413.58	388533.96	15.10%	82136.08	311296
2015E	5295.94	158878.32	397195.81	15.10%	83967.19	318236

数据来源：Wind 资讯，公司公告，厦门证券研究所

酒标市场规模推算核心假设:

需求量：根据酒标行业现状，假设每箱 6 瓶白酒，每瓶白酒 0.5 千克，每瓶白酒平均使用 0.25 平方米印刷纸。另外，假设镭射酒标的市场渗透率为 8.40%。最后，假设国内酒标产品的未来市场增速为 9.39%（近两年的行业平均增速）。

需求价格：假设酒标产品与烟标产品适用同样的平均价格，即 3.79 元/平方米。

表格 2：酒标市场规模测算（默认单位：万平方米）

	白酒产量 (万千升)	白酒产量 (万箱)	酒标需求量	镭射酒标占比	镭射酒标需求合计	市场规模 (万元)
2011	1026	341850	512775	8.40%	43073	163247
2012	1153	384387	576580	8.40%	48433	183560
2013	1226	408733	613100	8.40%	51500	195187
2014E	1341	447107	670661	8.40%	56336	213512
2015E	1467	489084	733626	8.40%	61625	233557

数据来源：Wind 资讯，公司公告，厦门证券研究所

由此可见，2013 年，国内烟酒标产品的市场空间合计约为 50 亿；此外，由于行业属于成熟期行业，两类市场的行业增速均较为缓慢，导致 2015 年国内烟酒标产品的市场空间为 55 亿，年均复合增速约为 5%。

2.2 公司市占率与竞争力

市场占有率：

2011，公司来自镭射包装材料的营业收入占比约 78%，当年公司整体营业收入约 2.5 亿元，即公司镭射包装材料带来的营业收入约为 2 亿；2011 年烟酒标市场的整体规模为 45 亿，因此 2011 年公司市场占有率为 4%。

公司竞争力：

与公司产品存在直接竞争的主要上市公司包括万顺股份和上海绿新。公司与竞争对手相比的主要区别在于以下几个方面：

一、掌握上游镭射膜生产工艺，能够实现原材料的自给。从上海绿新和万顺股份的主营业务产品结构看，上述企业均未涉及镭射膜的生产。而截至 2011 年，镭射膜产品在公司主营业务收入的占比为 18%。公司于 2005-2006 年期间通过镭射膜产品开

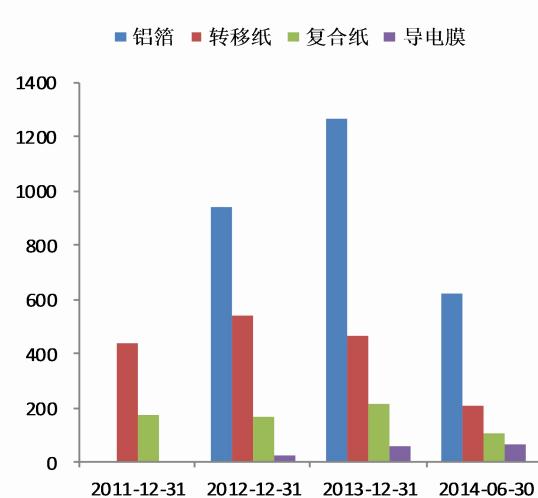


拓烟标市场，并于2007-2008年向镭射纸延伸，多年的镭射膜生产经验奠定了公司在镭射纸产业链中的地位。

图表 5：上海绿新主营业务构成（单位：百万）



图表 6：万顺股份主营业务构成（单位：百万）



数据来源：Wind 资讯，厦门证券研究所

二、掌握微纳光学技术，能够通过自主研发生产设备为客户提供定制化产品，而竞争对手主要提供标准化产品。公司能够自主研发生产微纳结构光刻设备与卷对卷压印设备，使得公司能够根据客户需求提供定制化镭射膜和镭射纸的产品。而同行竞争对手大多数未掌握核心设备的自主研发工艺，多通过外购设备实现生产经营，因此难以满足客户的定制化需求。

表格 3：公司与上海绿新、万顺股份研发投入对比

上市公司	2013 年专利授权/发明专利/实用新型专利	2013 年研发投入占营业收入比重
上海绿新	—	1.89%
万顺股份	11/6/5	2.96%
苏大维格	49/45/4	21.85%/

数据来源：公司公告，厦门证券研究所

3 公共安全防伪膜业务

目前公共安全防伪产品在公司主营业务中的占比范围为10%-20%，上市以来是公司第二大收入来源，产品主要包括驾驶证、行驶证防伪膜，未来有可能进一步延伸至机动车牌防伪膜、人民币防伪条等领域。

3.1 市场空间

行驶证、驾驶证市场空间推算核心假设：

需求量：每张机动车驾驶证(行驶证)所需证卡专用膜约为 0.02 平方米。未来行业增速均假设为近三年平均增速。

需求价格：根据公司招股说明书披露的信息，假设价格为 17.95 元/平方米。

表格 4：行驶证、驾驶证市场空间测算（默认单位：万辆、万本）

时间	机动车保有量	新增行驶证	二手车交易量	更换行驶证	机动车驾驶人数	新增驾驶证	换领驾驶证	需求(万平方米)	需求(万元)
2011	22479	1773	433	433	23562	2269	3927	168	3016
2012	23989	1510	479	479	26000	2438	3900	167	2989
2013	25014	1025	520	520	28000	2000	4200	155	2781
2014E	26644	1630	575	575	30678	2678	4602	190	3405
2015E	28380	1736	636	636	33612	2934	5042	207	3715

数据来源：Wind 资讯，公司公告，厦门证券研究所

因此，国内机动车行驶证和驾驶证防伪膜市场规模约 3000-4000 万。

3.2 公司市场占有率和竞争力

公司目前为机动车驾驶证、行驶证防伪材料的唯一供应商，并与公安部交通管理研究所具有良好的合作关系，在该细分领域处于市场垄断者的地位。但由于细分市场空间相对较小，因此未来对公司营业收入的推动作用将较为薄弱。未来潜在的增长点有待于机动车牌防伪以及新版人民币防伪条市场的确立与打开。

4 新型显示照明业务

4.1 导光膜/导光板业务

导光膜市场空间推算核心假设：

公司导光膜产品细分为导航条和导光板，目前实现销售的是导航条。由于产品单价较低（不超过 1 元/台），因此市场空间不

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



大：2013 年国内手机产量 15.31 亿只，假设每部手机均使用导航条且单价为 1 元/台，则潜在国内市场空间也仅为 15 亿元。公司在 2007 年开始切入导光膜业务，主要面向诺基亚、摩托罗拉的手机键盘导光膜，2009 年键盘机被智能机替代后，公司相关业务受到一定冲击。导光膜产品长期没有实现产量和销量突破的原因在于以下方面：一是公司产品主要用于国内市场，而国产智能机的崛起是近年的事情；二是公司产品的优点在于性能优势（产品能做的更薄），因此依赖于下游客户对电子产品终端超薄化的需求，而国产机超薄化趋势最近才出现；三、下游客户拓展没有达到预期。

导光板市场空间推算：导光板是背光模组的组成部分之一，在背光模组整体成本中的占比为 10% 左右。由于产品属于背光模组的上游零部件，因此行业增速高度依赖于 LCD 面板的行业增速。假设 2013 年国内背光模组的产业规模为 1500-2000 亿元，则导光板行业的市场规模约为 150-200 亿。导光板行业市场集中度较高，截止 2010 年，前五大供应商市场份额占比超过 60%，行业龙头为台湾的奇美实业和日本的三菱丽阳株式会社。导光板行业较高的市场集中度，以及台企和日企较高的市场占有率一方面加大的了行业的进入障碍，但另一方面也使得该市场具有较强的国产化替代空间。

公司竞争力：

公司导光膜和导光板产品由子公司苏州维旺科技有限公司研发、生产、销售。苏州维旺于 2007 年设立，是国内少数自主研制微纳结构超薄导光薄膜的国家高新技术企业之一，建立了行业内首条超薄导光薄膜的柔性制造生产线。

导光膜领域：目前公司导光膜产品基本切入国内大多数手机厂商，包括小米、酷派、中兴、海信等，但量能不大。目前在小米方面基本是独家供应，主要竞争优势在于产品的性能优势。小米原来采用的是国内厂商的产品，后来由于公司的性能更好而采用公司的产品（做的更薄，薄 0.3um）。

导光板领域：公司的竞争优势在于能够提供领先大多同行的超薄化产品。目前国内的导光板产品生产中多数采用注塑技术，该技术在面对超薄化、中大尺寸面板的导光板时遇到瓶颈，在 0.5mm 厚度以下、中大尺寸超薄导光板的量产产能和良率方面存在问题。而苏州维旺建立的行业内首条卷对卷纳米压印技术的超薄导光膜生产线能够克服这一局限，进一步降低中大尺寸导光板的厚度。



表格 5：公司导光膜/板项目预计盈利情况（单位：万元）

项目	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	2226	5566	11132	16698	25047
营业利润	890	2,226	4,453	6679	10019
净利润	473	1183	2366	3548	5322

数据来源：公司公告，厦门证券研究所

表格 6：维旺科技近年盈利情况（单位：万元）

	2012A	2013A	2014 中期
营业收入	1586	2822	——
营业利润	——	-162	——
净利润	507	-76	467

数据来源：公司公告，厦门证券研究所

4.2 导电膜业务

公司导电膜业务由旗下子公司维业达实施。维业达由公司于2012年12月与深圳市业际光电有限公司、周小红、苏州以诺富维触摸屏投资企业（有限合伙）共同投资设立而成，主要产品是基于纳米压印技术的非ITO透明导电膜（metal mesh），具有低方阻、高透过率、柔性可挠曲的特征，在中大尺寸触摸屏的应用上具有优势。公司成立初期，规划产能如下：平板电脑触控导电膜900万片、笔记本触控导电膜200万片、一体机触控导电膜100万片，所需的主要的原、辅材料主要包括PET膜及其他辅材，PET膜每年需求量约为67.5万平方米。2013年，维业达共规划生产设备66套，其中激光图形化设备、压印设备、涂布设备等各类设备50台/套，其他各类设备16台/套。

导电膜市场空间推算：

市场规模方面，据Display Search统计数据，2013年全球触控模组出货量为15.4件，预计2014年出货量将达到17.8亿件，同比增长15.6%；2013年全球触控模组产值316.1亿美元，预计2014年产值将进一步扩大到352.8亿美元，同比增速11.6%。假设ITO、PET薄膜等膜类材料在触控模组中的成本占比约20-25%，则2013年触控模组中膜类材料的市场空间约为63-79亿美元；假设公司主营的metal mesh产品在价格上相比ITO低20-30%（产业链调研的量产数据），则metal mesh的潜在全球市场空间约56-70亿美元。2013年，国内手机用触控面板出货量4.25件，包括平板电脑、NB、AIO在内的触控面板整体出货量约5-6亿，占全球触控面板出货量的比重约为32-39%，因此2013年国内触控面板的市场空间约为108亿美元，膜类产品的市场空间约为22亿美元。



此外，据 Display Search 预计，2013-2016 年整体触控市场复合成长率有望达到 17%。

市场结构方面，Display Search 统计数据表明，2013 年触控模组在手机终端中的渗透率为 63%、在平板电脑中的渗透率接近 100%，在触控 NB 中的渗透率约 12%，在 AIO 和 LCD Monitor 中的渗透率分别为 15%、3.8%，预计 2014 年 AIO 今年(2014)的渗透率有望提高到 23%。

综上所述，公司正在进入的导电膜市场是百亿级的市场，且未来 3 年内仍有可能维持较高的增速。就细分领域的成长性而言，触控 NB、AIO 渗透率大于 10% 小于 20%，位于电子行业成长的黄金时期，其中大尺寸的特性为 metal mesh、SNW 等技术路线提供了用武之地，未来的成长空间值得关注；平板电脑由于其触控渗透率已经处于绝对高位，metal mesh、SNW 要打开其在该领域的成长空间，需要证明新技术相对于传统技术的优势。

公司竞争力：

公司和欧菲光是国内掌握 metal mesh 技术，并能实现量产的两家上市公司。目前公司 metal mesh 的产品良率在 70% 以上。相比业内竞争对手而言，公司进入触控膜领域的时点较晚，历史负担较轻，而且公司新型触控导电膜产品充分利用了公司原有的微纳结构制造、设计技术积累，使用微纳技术在柔性基材上卷对卷压印，成本低、制造速度快、可折绕、生产稳定性高，相比传统工艺具有较强的技术优势，在产能完备的情况下可迅速提升市场份额。

表格 7：公司导电膜项目预计盈利情况（单位：万元）

	第1年	第2年	第3-10年
平板电脑触控导电膜	3510	4680	5850
笔记本触控导电膜	3000	4000	5000
一体机触控导电膜	4800	6400	8000
营业收入合计	11310	15080	18850
净利润合计	2264	2834	3883

数据来源：公司公告，厦门证券研究所

表格 8：维业达近年盈利情况（单位：万元）

	2012A	2013A	2014 中期
营业收入	—	12	—
营业利润	—	-1050	—
净利润	-0.4	-1047	-1006

数据来源：公司公告，厦门证券研究所

5 投资建议

综上所述，我们对公司的观点如下：

一、凭借生产设备的自主研发能力以及与下游用户的长期协作关系，公司在辐射包装材料和公共防伪膜领域的业务有望保持稳健增长，但由于目前产品的市场空间不大，且市场的发展增速较低，公司传统业务不太容易高速增长。未来潜在的成长空间在于机动车牌防伪和新版人民币防伪等新应用领域的确立和打开。

二、公司导光膜项目处于持续拓展之中，并已开始贡献业绩（尽管与公司早先发布的项目盈利预期相比略有差距）。由于导航条单价较低、单机需求量较少，因此潜在市场空间不大，未来需要积极关注的是公司导光板产品的拓展进度。

三、公司导电膜项目前期生产设施筹备已基本完成，并已实现部分销售。公司掌握的 Metal mesh 技术主要面向大尺寸触控终端，而截至目前触控 NB 和触控 AIO 的市场渗透率均不足 20%，因此潜在市场空间大。未来需要积极关注终端用户对触控 NB 和触控 AIO 的接受程度与订单量。

6 风险因素

大尺寸触控市场出货量低于预期、导光膜与导电膜项目市场拓展力度不及预期。

7 盈利预测

表格 9：主营业务盈利预测（单位：百万、%）

单位：百万、%	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	233.92	289.64	376.53	677.75
营业成本	173.90	221.82	279.04	481.94
毛利率	25.66%	23.41%	25.89%	28.89%
营业税金及附加	1.07	0.85	1.10	1.76
营业费用	6.90	9.61	12.49	19.99
管理费用	34.36	55.95	72.74	116.38
财务费用	-0.94	-3.15	0.00	0.00
资产减值损失	3.63	7.06	0.00	0.00
投资净收益	4.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	19.20	-2.50	11.16	57.68



营业利润率	8.21%	-0.86%	2.96%	8.51%
营业利润同比增长率	-54.29%	-113.04%	-545.60%	417.00%
营业外收入	15.63	15.63	15.63	15.63
营业外支出	0.06	0.32	0.00	0.00
利润总额	34.77	12.81	26.79	73.31
所得税	5.22	1.92	4.02	11.00
净利润	29.56	10.89	22.77	62.31
净利率	12.64%	3.76%	6.05%	9.19%
减：少数股东损益	0.23	-4.19	0.00	0.00
归属母公司所有者净利润	29.33	15.07	22.77	62.31
归属母公司所有者净利润同比增长率	-27.43%	-48.60%	51.06%	173.68%
EPS	0.47	0.16	0.24	0.67

数据来源：公司公告，厦门证券

8 附录：公司基本资料

公司成立于 2001 年，主营业务包括微纳光学产品的设计、开发与制造，关键制造设备的研制和相关技术的研发服务。公司的微纳光学产品包括公共安全防伪材料、镭射包装材料、新型显示光学材料三类；设备主要是微纳光学产品制造用光刻设备。公司主营业务的发展情况如下所示：

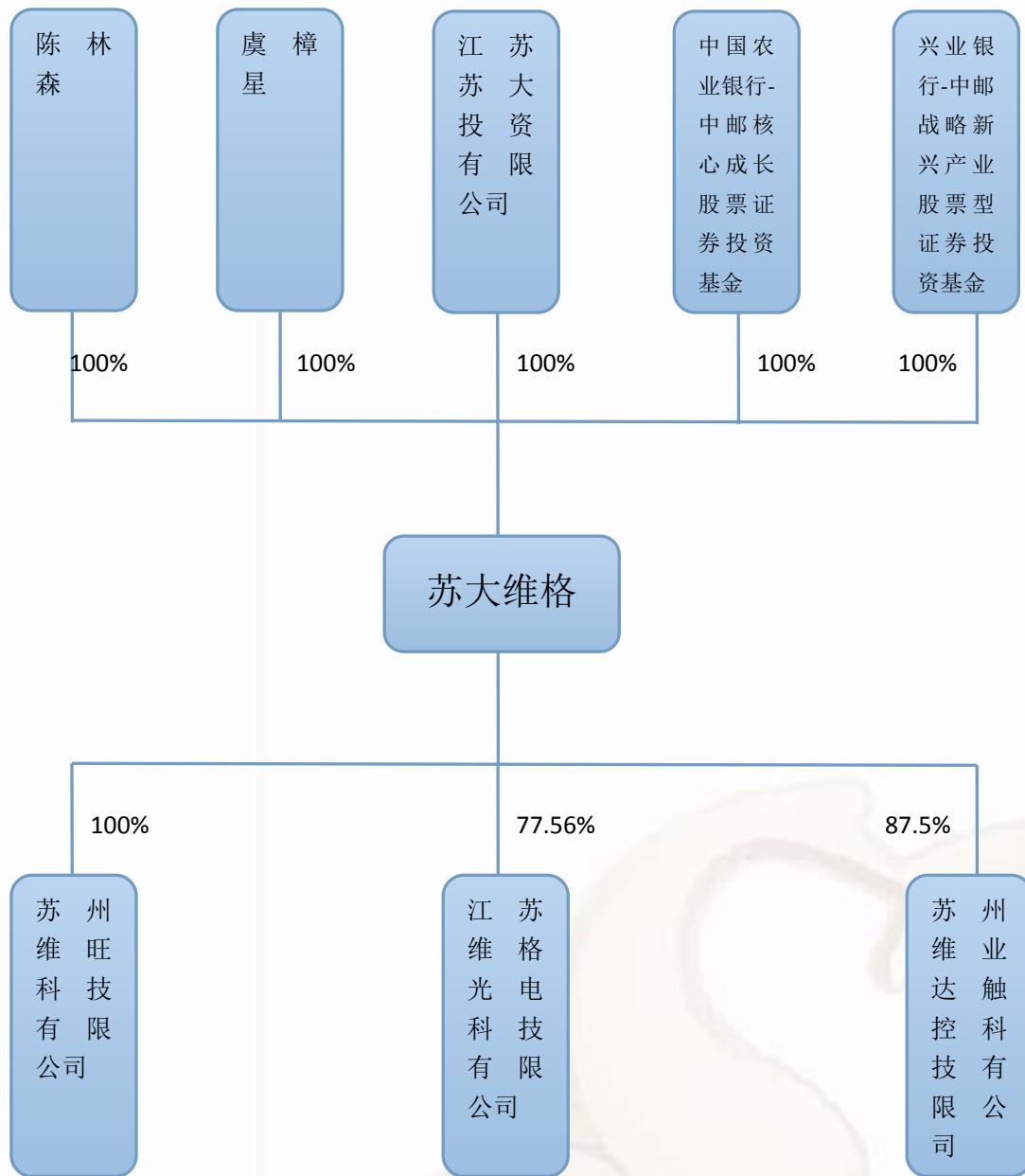
表格 10：公司主营业务沿革

业务发展阶段	代表性成果	主要产品
2001-2004	数码三维与光变图像的制作方法及激光照排系统、大型纳米压印设备(卷对卷)、定向光变色膜(OVCF)制造技术	HoloMakerIII 数码全息制版系统、第二代身份证防伪膜
2005-2006	定位镭射转移材料生产线、宽幅智能激光 SLM 光刻系统	定位镭射膜、HoloScanV 干涉光刻直写设备
2007-2008	紫外激光刻蚀技术、DMD 技术与双通道光变色膜	手机导光膜、镭射纸、驾驶证、行驶证专用防伪膜
2009 至今	灰度光刻技术和微区纳米压印技术的综合应用、视闪膜、ActiveMatrix 动态图形公共安全防伪薄膜	微透镜阵列光学膜、高端防伪产品

数据来源：公司公告，厦门证券研究所



图表 7：公司股权结构及控股子公司



数据来源：公司公告，厦门证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现20%以上；
- 增持：相对强于市场表现10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

厦门证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。