

2022 年 12 月 05 日

纬达光电：深耕偏光片领域的国产替代制造商，突破产能瓶颈打开空间

北交所研究团队

——北交所新股申购报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

● 深耕偏光片行业，染色系偏光片国内进口替代主要选择之一

纬达光电成立于 2004 年，主要从事偏光片和光学薄膜材料行业，是境内首家具备高耐久染色系偏光片生产技术的企业，也是国内高耐久染色系偏光片进口替代的主要选择之一。偏光片及防雾片为公司主要产品，其中偏光片为核心业务，2021 年占据公司总营业收入的 94.51%。下游客户主要为液晶面板生产厂家及终端产品制造商，2021 年前五大客户占比为 40.12%，客户集中度适中，结构相对稳定。2022Q1-Q3 受海外需求收缩影响，公司实现营收 2 亿元、归母净利润 0.51 亿元，其中染料系偏光片 2019 年来增长迅速，2021 年实现营业收入 10,953.31 万元，同比增长 103.09%，是公司近年来业绩增长主要发动机。

● 预计 2022 年全球偏光片产量达 6.6 亿平方米，下游应用市场空间稳步上升

全球偏光片市场产量呈稳步增长态势，根据矢野经济研究院预测，预计 2022 年全球偏光片产量达 6.604 亿平方米，同比增长 6.2%；2019 年中国偏光片市场规模达 251.73 亿元，2014-2019 5 年 CAGR 为 7.07%，快于全球同期增速。智能电表、车载显示屏及 OLED 将是公司后续进一步深耕的三大领域，拆分看，各领域市场空间均呈稳步上升态势。从智能电表看，预计 2022 年国家电网智能电表招标数量将达到 7736.35 万只，同比增长 15.92%；从车载显示屏看，预计车载显示屏市场将保持平均 6.5% 每年的增长率，2025 年出货量达 1.8 亿片，2030 达 2.38 亿片；从 OLED 看，2020 年中国 OLED 面板市场规模为 351 亿元，预计 2023 年达到 843 亿元，期间 CAGR33.92%，市场增速大幅快于全球。

● LCD 产能境内转移加速偏光片国产替代，募投项目突破产能瓶颈

2010 年来，全球 LCD 面板产能逐渐向国内转移，根据赛迪顾问统计数据，我国 LCD 产能占比从 2005 年的 3% 不断提升至 2020 年的 50%。LCD 产能向境内转移同步拉动国内偏光片需求，截止 2021 年中国境内偏光片产能占据全球市场份额的 32.1%，较 2019 年的 7.1% 显著提升，随着 LCD 产能转移对国产替代需求增加，国内偏光片厂商占据市场份额有望继续扩大。目前产能瓶颈已成为公司业绩提升的主要障碍之一，2021 年公司偏光片、防雾片产品产能利用率超过 100%，达到 110.11%、141.17%，公司募投项目达产将建成 300 万平方米偏光片/年生产能力的生产车间，实现产量大幅增长，达产后将打开公司上升空间，预计可实现新增年均销售收入 51,865 万元。

● 申购建议

纬达光电本次发行底价为 8.52 元/股，公司当前总股本为 11524.22 万股，预计发行股数不超过 3841.14 万股（未考虑超额配售权），对应 2021 年 PE 18.9X（发行后），PE (TTM) 17.1X，较可比公司相比较低。考虑到公司与可比公司相比的突出盈利优势及优秀技术能力，同时近期新股发行较快，建议可适当参与。

● 风险提示：扩产计划不达标风险、行业竞争加剧风险、新股破发风险**相关研究报告**

《IPO 跟踪（2022.11.26~12.02）：方盛股份北交所成功上市—北交所策略专题报告》-2022.12.3

《北京专精特新运动营养品企业，深耕创新型体育科技—北交所新股申购报告》-2022.12.3

《奔朗新材：超硬材料制品龙头企业，金刚石工具产能扩产翻倍—北交所新股申购报告》-2022.12.1

目 录

1、 公司情况：深耕偏光片领域的国产替代制造商，拳头产品染色系偏光片放量 2021 实现营收 1.1 亿元 (+103.09%)	4
1.1、 发展历程：深耕偏光片领域，第一大股东为佛塑科技	4
1.2、 产品介绍：偏光片为公司核心业务，其中染料系偏光片为拳头产品	5
1.3、 商业模式：直接销售客户集中度适中，下游供应稳定性强	8
1.4、 财务状况：2022Q1-Q3 实现营收 2 亿元，染料系偏光片放量	9
2、 行业情况：智能电表、车载显示屏及 OLED 三大下游市场稳定增长	11
2.1、 产业解析：PVA 膜与 TAC 膜为偏光片两大原材料，下游应用以液晶显示面板为主	11
2.2、 市场空间：全球偏光片市场规模稳步增长，中国市场增速快于全球	12
2.3、 下游发展：主要面对智能电表、车载显示屏及 OLED 三大应用领域	12
2.4、 竞争格局：高进入门槛塑造寡头竞争格局，盈利能力具备显著优势	15
3、 公司看点：国产化提速，突破产能瓶颈	18
3.1、 行业方面：LCD 面板产能向境内转移，推动偏光片国产化加速	18
3.2、 公司方面：产能瓶颈限制，募投扩产打开空间	19
4、 估值对比	20
5、 风险提示	20

图表目录

图 1：深耕偏光片领域，不断扩充产品线覆盖低、中、高端市场	4
图 2：佛塑科技是公司第一大股东，广东省人民政府是公司实际控制人	4
图 3：偏光片为公司核心业务	5
图 4：偏光片的作用为控制光束的偏振方向	6
图 5：偏光片由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜、压敏胶和位相差膜等复合而成	6
图 6：2022Q1-Q3 公司实现营收 2 亿元 (-2.54%)	9
图 7：2021 年染料系偏光片实现营收 1.1 亿元 (+103.1%)	9
图 8：2022Q1-Q3 毛利率为 39.46% (-2.79pcts)	9
图 9：偏光片毛利率水平相对稳定	9
图 10：公司期间费用率近期呈下降趋势	10
图 11：公司 2022Q1-Q3 归母净利润约 0.51 亿元 (-5.25%)	10
图 12：公司 2022Q1-Q3 净利率为 25.36% (-0.73pcts)	10
图 13：偏光片位于液晶显示产业链中游偏上的位置	11
图 14：预计 2022 年全球偏光片产量达 6.6 亿 m ²	12
图 15：2019 年全球偏光片市场规模为 121.35 亿美元	12
图 16：2019 年中国偏光片市场规模达 251.73 亿元	12
图 17：电视机为中国偏光片市场第一大应用领域	12
图 18：预计 2022 年国家电网智能电表招标数量为 7736.35 万只	13
图 19：中控显示屏与电子仪表显示屏占据车载显示屏 80% 市场份额	14
图 20：预计全球车载显示屏市场 2025 年出货量达 1.8 亿片，2030 达 2.38 亿片	14
图 21：智能手机是 OLED 面板主要应用领域，占据 69% 市场份额	15
图 22：预计 2025 年全球 OLED 面板市场 547.05 亿美元	15
图 23：预计 2023 年中国 OLED 市场 843 亿元	15
图 24：公司与可比公司相比营收规模较小 (万元)	16

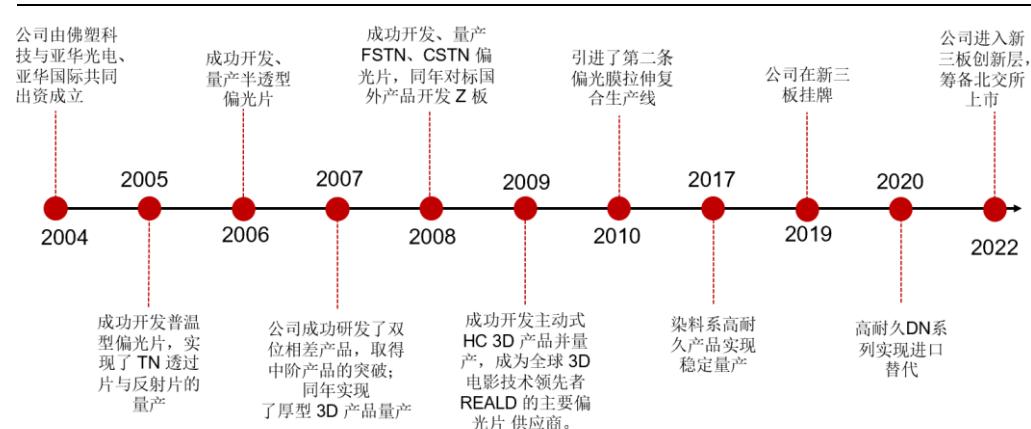
图 25: 公司与可比公司相比盈利稳定性强 (万元)	16
图 26: 纬达光电毛利率显著高于可比公司	17
图 27: 公司研发费用率与可比公司相比处于较高水平	17
图 28: 公司研发人员占比高于可比公司	17
图 29: 中国大陆 LCD 产能占比逐渐提升	18
图 30: LCD 面板扩产带动偏光片需求	18
图 31: 2020 年国内偏光片自给率为 30%，国产化空间大	18
图 32: 2021 年中国 LCD 偏光片供应商占据全球份额的 32.1%	19
图 33: 公司在手订单量逐渐提升，基本实现满产满销	19
图 34: 2021 年公司主要产品产能利用率均超 100%	19
 表 1: 公司偏光片产品按照品种可分为染料系偏光片与碘系偏光镜	5
表 2: 染料系列产品更适用于高温、高湿等恶劣环境	7
表 3: 公司产品按耐候性能可分为高耐久、中耐久及普温型三种	7
表 4: 公司产品的应用领域分类，可分为车载显示屏、工控仪表、智能电表、家用电器等下游应用领域	7
表 5: 公司客户集中度适中，客户结构相对稳定	8
表 6: PVA 膜与 TAC 膜为偏光片两大重要原材料	11
表 7: 偏光片行业具备较高的客户进入门槛	16
表 8: 募投项目具备 300 万平方米/年的生产能力	20
表 9: 公司此次发行后 2021PE 18.9X，PE (TTM) 17.1X，可比公司三利谱为 28.49X	20

1、公司情况：深耕偏光片领域的国产替代制造商，拳头产品染色系偏光片放量 2021 实现营收 1.1 亿元 (+103.09%)

1.1、发展历程：深耕偏光片领域，第一大股东为佛塑科技

纬达光电成立于 2004 年，主要从事偏光片和光学薄膜材料行业，是境内首家具备高耐久染色系偏光片生产技术的企业，也是国内高耐久染色系偏光片进口替代的主要选择之一。公司产品变革主要历经三个阶段，2004-2008 年为公司起步阶段，探索偏光片工艺，开发 TN/FSTN 产品跻身低阶应用市场；2008-2010 年为加速发展阶段，抓住 3D 眼镜市场机遇，产品逐渐得到中、高端客户市场认可；2010 年至今为成熟发展阶段，引入偏光膜拉伸二线，打造了高耐久系列拳头产品，并于 2019 年在新三板成功挂牌，2022 年公司进入新三板创新层，筹备北交所上市。

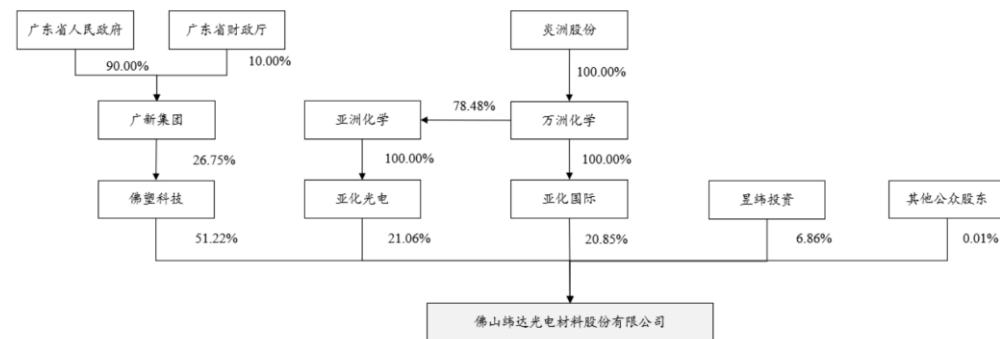
图1：深耕偏光片领域，不断扩充产品线覆盖低、中、高端市场



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

第一大股东为佛塑科技，实际控制人为广东省人民政府。公司控股股东为佛塑科技，其持有公司 59,032,684 股股份，占公司股本总额的 51.22%。佛塑科技是中国塑料新材料行业的龙头企业，于 2000 年在深交所挂牌上市，是中国制造 500 强之一，广东省人民政府为公司及大股东佛塑科技的实际控股人。目前公司不拥有任何参股公司。

图2：佛塑科技是公司第一大股东，广东省人民政府是公司实际控制人



资料来源：公司招股书（注：截止 2022 年 11 月 4 日）

1.2、产品介绍：偏光片为公司核心业务，其中染料系偏光片为拳头产品

主要产品为偏光片及防雾片，其中偏光片为核心业务，2021年占据公司总营业收入的94.51%。公司偏光片产品按照品种又可分为染料系偏光片与碘系偏光镜，其中染料系偏光片是公司的拳头产品。

表1：公司偏光片产品按照品种可分为染料系偏光片与碘系偏光镜

产品名称	规格	型号	功能	特点	应用
品种分类：					
卷料		染料系偏光片		高透高偏	仪器电表
		碘系偏光镜		灰白	智能电表
型号分类：					
偏光片	片材：	透过系列产品	赋予LCD液晶屏数字及图像显示功能	高耐久耐高温	3D产品
		半透系列产品		良好的显示对比度	车载显示
	500mm*1000mm	补偿系列产品		抗UV功能	
	620mm*1000mm	反射系列产品			
		3D系列			

资料来源：佛塑科技官网、开源证券研究所

图3：偏光片为公司核心业务

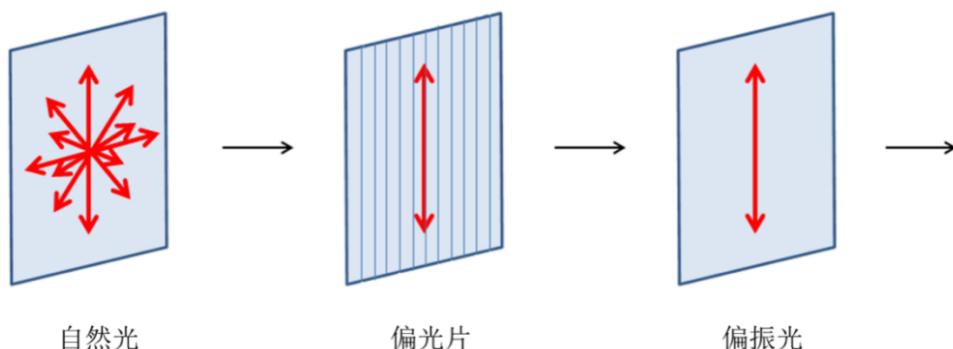


资料来源：佛塑科技官网

偏光片全称偏振光片，是将一般不具有偏极性的自然光变成偏振光的光学元件，其作用是控制光束偏振方向。在液晶显示中，偏光片主要起到光开关的作用，负责将光源发出的散射光线转变为偏振光，加上液晶分子的扭转特性，达到控制光线通过与否的作用，从而控制透光率和视角范围，形成明暗产生显示画面。

图4：偏光片的作用为控制光束的偏振方向

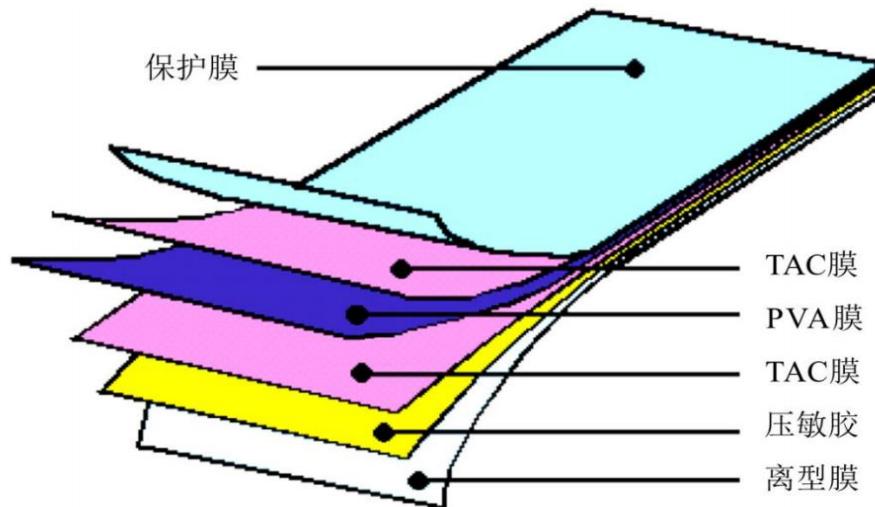
图：偏光片基本原理



资料来源：公司招股书

偏光片是一种复合膜，由PVA膜、TAC膜、保护膜、离型膜、压敏胶和位相差膜等复合而成。偏光片中起到偏振作用的核心膜材是PVA膜，PVA具有高透光和高延展性的特点，在一定条件下，吸附具有二向色性的功能染料分子的PVA膜，在受力拉伸后就逐渐偏转于作用力方向，趋于成直线状分布，拉伸后的PVA染料分子沿拉伸方向直线排列，再通过脱水、烘干后，形成具有均匀二向色性的偏光片。偏光片可以吸收平行于其排列方向的偏振光，只让垂直方向的偏振光通过。

图5：偏光片由PVA膜、TAC膜、保护膜、离型膜、压敏胶和位相差膜等复合而成



资料来源：公司招股书

偏光片产品按照染色工艺分类，可分为碘系列和染料系列。碘系偏光片长期以来是液晶显示模组制造使用的主流产品，其特点是生产工艺技术成熟、产品偏光度及透过率好，缺点是碘分子的偏光性能在高温高湿下易受到破坏，产品的耐候性差，因此其主要应用领域在对耐候性要求不高的大尺寸电视、平板电脑、家用电器显示屏等领域。

染料系偏光片的优点是耐候性能好，但较难获得高的偏光度和透过率。因此，需在高温、高湿等恶劣环境下使用的显示产品，如车载显示屏、工控仪表、智能电表等多使用染料系偏光片。染料系偏光片需要同时具备高耐候性能和光学性能，其

对制备过程的工艺控制技术有着更高的要求，该系列产品也是公司的拳头产品。

表2：染料系列产品更适用于高温、高湿等恶劣环境

产品类别	优点	缺点	应用领域
碘系列	生产工艺技术成熟、产品偏光度及透过率好	碘分子的偏光性能在高温高湿下易受到破坏，产品的耐候性差	大尺寸电视、平板电脑、家用电器显示屏
染料系列	耐候性能好，适合在高温、高压等恶劣环境使用	较难获得高的偏光度和透过率	车载显示屏、工控仪表、智能电表

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

偏光片产品按照耐候性能分类，可分为高耐久、中耐久及普温型。偏光片的耐候性能的要求主要因下游显示屏的应用环境所决定。受到户外、高低温差以及特殊工业环境使用的影响，以车载显示屏、工控仪表、智能电表应用为主的偏光片产品需要高耐候性能；以电视、电脑、家用电器等室内使用的产品应用为主的偏光片产品则对耐候性能要求不高，以中耐久、普温型偏光片为主。其中，公司高耐久产品受下游客户认可度高，产品品质媲美日本同行，是进口替代的主要选择之一。

表3：公司产品按耐候性能可分为高耐久、中耐久及普温型三种

分类	高耐久	中耐久	普温型
耐候性能	干温耐候 105°C × 1000h	80°C × 500h	70°C × 500h
	湿温耐候 85°C × 85% × 1000h	60°C × 90% × 500h	40°C × 95% × 500h
光学性能	单体透过率 38~42%	≥42%	≥42%
	偏振度 ≥98%	≥99.5%	≥98%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

偏光片产品的应用领域分类，可分为车载显示屏、工控仪表、智能电表、家用电器等下游应用领域。防雾片的生产工艺与偏光片前段处理工艺类似，因此公司此采用来/进料的方式生产了少量防雾片产品，下游主要应用于冰柜、滑雪镜等领域。

表4：公司产品的应用领域分类，可分为车载显示屏、工控仪表、智能电表、家用电器等下游应用领域

产品类型	终端应用	应用图示
偏光片	车载显示屏、工控仪表、智能电表等	  

家用电器等



防雾片

冰柜、滑雪镜、卫浴镜、防雾眼镜等



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.3、商业模式：直接销售客户集中度适中，下游供应稳定性强

采取直接销售的销售模式，下游客户对产品质量及供应稳定性要求较高。公司下游客户主要为液晶面板生产厂家及终端产品制造等行业客户，销售人员通过走访、电话营销等方式直接与客户沟通。下游客户一般惯用定制规格产品，在产品测试合格后，会对公司是否具备供应商资格进行认证，通过认证并成为合格供应商后，即可维持较为稳定的长期合作关系。

客户集中度适中，客户结构相对稳定。主要客户包括京东方精电、深天马 A、秋田微、信利半导体、超声电子和晶讯光电等液晶显示模组企业及各类终端企业的生产制造企业。2019-2021 年，公司前五大客户营收占比为 39.75%、42.36%、40.12%，客户集中度适中。由于下游供应稳定性要求较高，公司客户结构相对稳定，前五大客户变化差异不显著。

表5：公司客户集中度适中，客户结构相对稳定

序号	客户名称	销售金额（万元）	占当期主营业务收入的比重
2021 年度			
1	晶讯光电	3,446.28	12.89%
2	康惠半导体	2,091	7.82%
3	秋田微	1,966.83	7.36%
4	合力泰	1,709.63	6.40%
5	骏成科技	1,511.68	5.66%
合计		10,725.41	40.12%
2020 年度			
1	晶讯光电	2,362.29	12.14%
2	康惠半导体	1,708.03	8.78%
3	秋田微	1,695.93	8.72%
4	深天马 A	1,500.97	7.71%
5	信利半导体	974.56	5.01%
合计		8,241.77	42.36%
2019 年度			
1	晶讯光电	1,901.6	9.78%

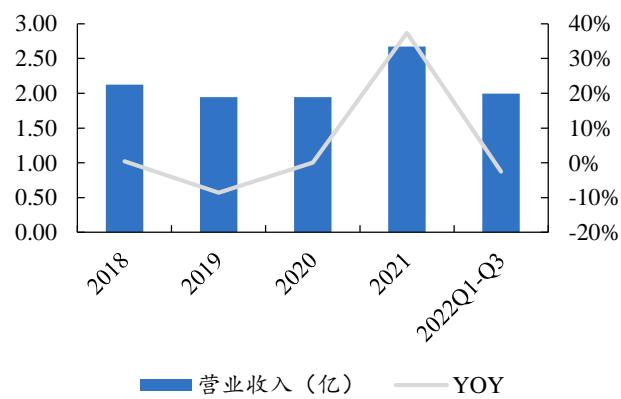
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占当期主营业务收入的比重
2	秋田微	1,577.42	8.11%
3	超声电子	1,540.8	7.92%
4	康惠半导体	1,494.93	7.69%
5	深天马 A	1,217.2	6.26%
	合计	7,731.94	39.75%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.4、财务状况： 2022Q1-Q3 实现营收 2 亿元，染料系偏光片放量

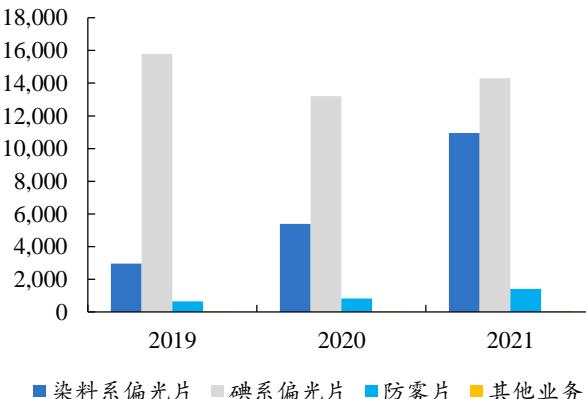
受疫情影响海外需求减弱营收略有回落。2022Q1-Q3 公司实现营收 2 亿元 (-2.54%)，出口订单减少所致。分业务来看，染料系偏光片 2019 年来增长迅速，2021 年实现营业收入 10,953.31 万元，同比增长 103.09%；碘系偏光片 2021 年实现营业收入 14,308.38 万元，同比增长 8.29%；防雾片 2021 年实现营业收入 1,413.53 万元，同比增长 71.83%。

图6：2022Q1-Q3 公司实现营收 2 亿元 (-2.54%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

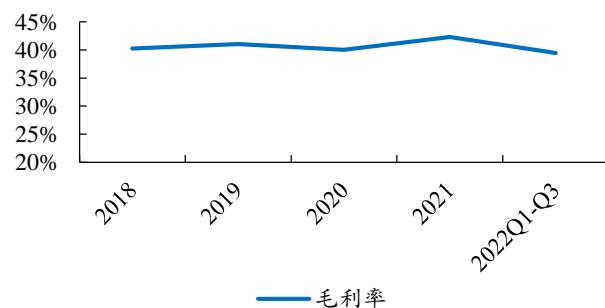
图7：2021 年染料系偏光片实现营收 1.1 亿元(+103.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

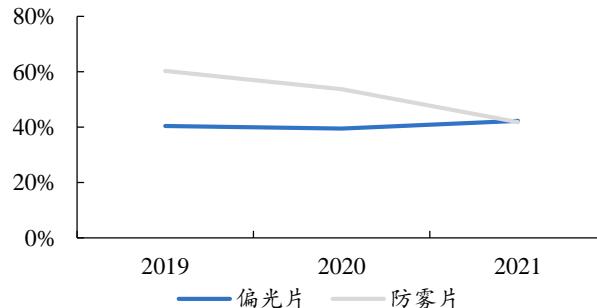
毛利率略微下滑，偏光片产品毛利率整体相对稳定。公司 2022Q1-Q3 毛利率为 39.46%，同比略微下滑 2.79pcts。分产品来看，公司偏光片产品毛利率相对稳定，2021 年为 42.32%，同比+2.83pcts；防雾片毛利率呈下降趋势，2021 年为 41.82%，同比 -11.87%，主要由于公司受产能限制，防雾片委外加工比例提升导致成本提升所致。

图8：2022Q1-Q3 毛利率为 39.46% (-2.79pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：偏光片毛利率水平相对稳定

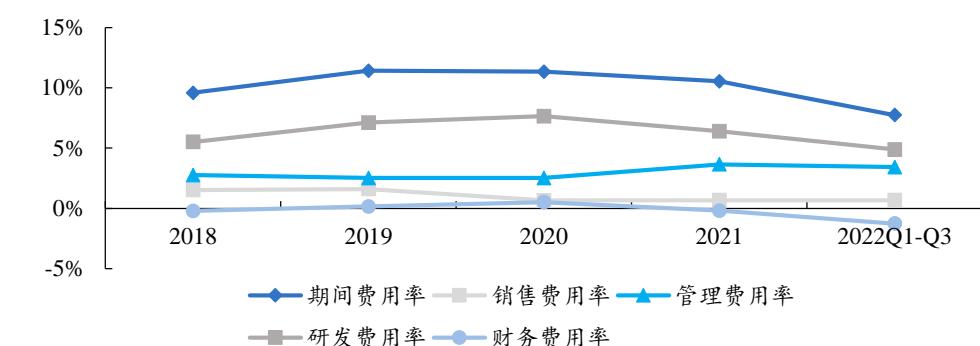


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022Q1-Q3 财务费用率及研发费用率下降明显，2019 年来公司期间费用率整体

呈下降趋势。2022Q1-Q3 公司期间费用率为 7.74%，同比-0.89pcts。公司 2022Q1-Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.68%、3.43%、4.89%、-1.26%，同比+0.03pcts、+0.25pcts、-1.3pcts、-1.09pcts，其中财务费用率降低幅度较大，主要由于美元及日元汇率波动导致汇兑损益增加。

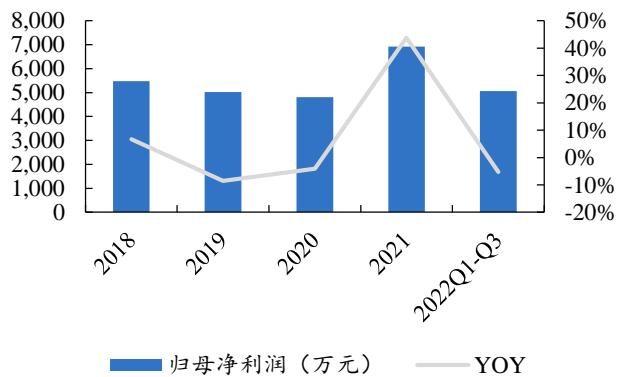
图10：公司期间费用率近期呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

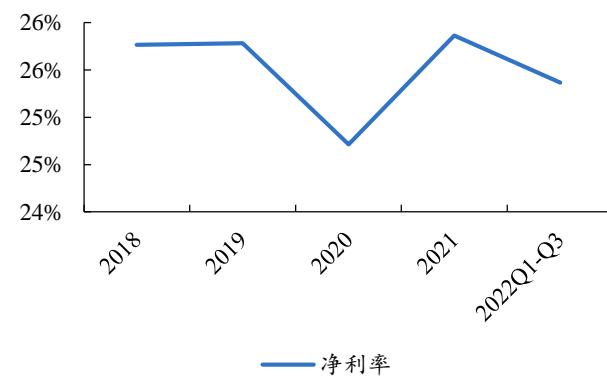
归母净利润及净利率略微下滑。2022Q1-Q3 实现归母净利润 0.51 亿元 (-5.25%)，净利率为 25.36% (-0.73pcts)。归母净利润与净利率同比均有所下滑，主要由于营业收入及毛利率下滑所致。

图11：公司 2022Q1-Q3 归母净利润约 0.51 亿元 (-5.25%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司 2022Q1-Q3 净利率为 25.36% (-0.73pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业情况：智能电表、车载显示屏及 OLED 三大下游市场稳定增长

2.1、产业解析：PVA 膜与 TAC 膜为偏光片两大原材料，下游应用以液晶显示面板为主

偏光片由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜、压敏胶和位相差膜等复合而成。其核心材料为 PVA 膜，使偏光片起到偏振作用，此外 TAC 膜是另一大重要原材料，起到支撑及保护作用，此外，还有保护膜、压敏胶等材料提供保护、贴合粘着、补偿相位作用。

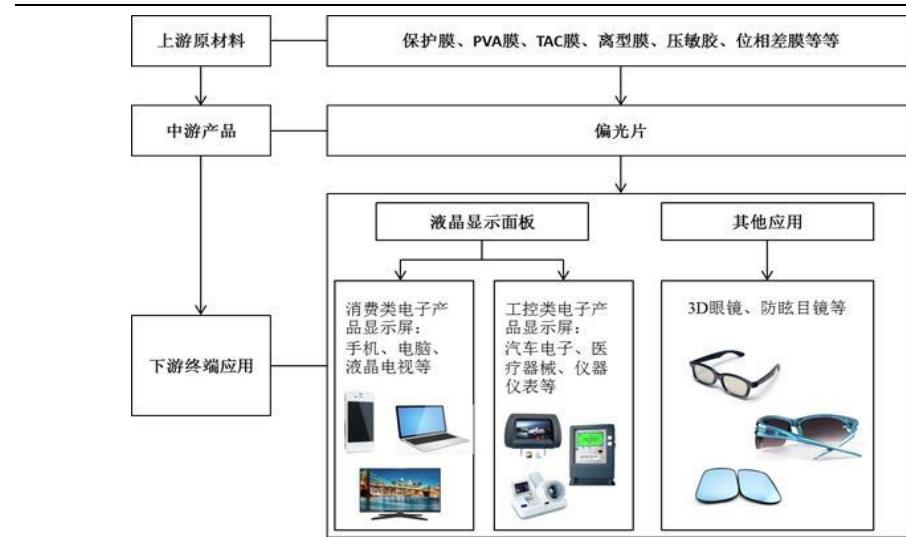
表6：PVA 膜与 TAC 膜为偏光片两大重要原材料

材料	作用
PVA 膜	起到偏振的作用，决定了偏光片的偏光性能、透过率、色调等关键光学指标
TAC 膜	一方面作为 PVA 膜的支撑体，保证延伸的 PVA 膜不会收缩，另一方面保护 PVA 膜不受水汽、紫外线及其他外界物质的损害，保证偏光片的环境耐候性
保护膜	保护偏光片本体不受外力损伤
压敏胶	偏光片贴合在 LCD 面板上的胶材，决定了偏光片的粘着性能及贴片加工性能
离型膜	在偏光片贴合到 LCD 之前，保护压敏胶层不受损伤，避免产生贴合气泡
反射膜	主要用于不自带光源的反射型 LCD，将外界光反射回来作为显示的光源
位相差膜	补偿液晶显示器内部液晶材料的位相差，提升液晶显示器的对比度、观看视角，校正显示颜色等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

偏光片属于上游化工材料，下游应用以液晶显示面板为主。偏光片位于液晶显示产业链中游偏上的位置，下游终端应用包括消费类的手机、电脑、液晶电视显示屏，以及工控类的汽车电子、医疗器械、仪器显示屏等。除此以外，偏光片在 3D 眼镜、防炫目镜等领域也有应用。

图13：偏光片位于液晶显示产业链中游偏上的位置

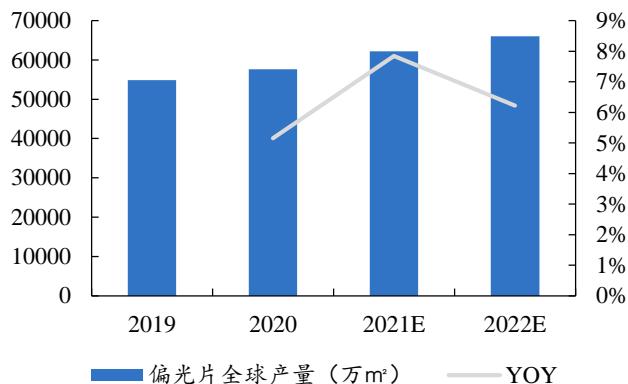


资料来源：公司招股书

2.2、市场空间：全球偏光片市场规模稳步增长，中国市场增速快于全球

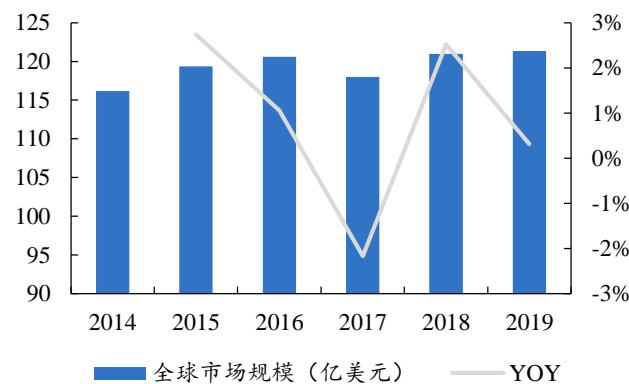
全球偏光片市场产量呈稳步增长态势。根据前瞻产业研究院调查数据显示，2019年全球偏光片市场规模为121.35亿美元，同比增长0.31%，市场空间除2017年略有下降外，整体呈现上升趋势，根据矢野经济研究院预测，预计2022年全球偏光片产量达6.604亿平方米，同比增长6.2%。

图14：预计2022年全球偏光片产量达6.6亿m²



数据来源：矢野经济研究院、开源证券研究所

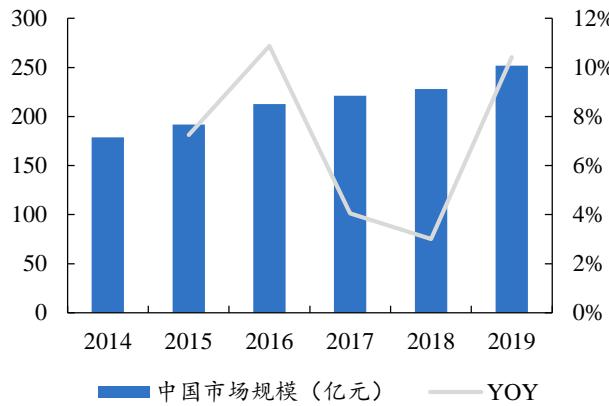
图15：2019年全球偏光片市场规模为121.35亿美元



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2019年中国偏光片市场规模达251.73亿元，电视机为第一大应用领域。据前瞻产业研究院数据，2019年中国偏光片市场规模同比增长10.42%，市场规模自2014年178.87亿元逐渐增长至2019年251.73亿元，期间5年CAGR为7.07%，快于全球同期增速。分市场来看，电视机领域是中国偏光片第一大应用市场，2019年市场规模达226.39亿元，市场占比89.93%。

图16：2019年中国偏光片市场规模达251.73亿元



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图17：电视机为中国偏光片市场第一大应用领域



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.3、下游发展：主要面对智能电表、车载显示屏及OLED三大应用领域

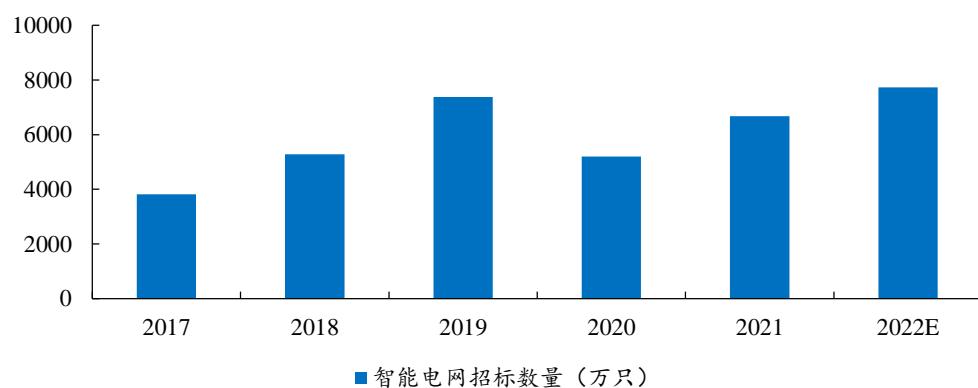
深耕中小尺寸高耐久染料系列偏光片产品，主要面对智能电表、车载显示屏等工控仪表应用需求。目前，公司已开展了针对OLED偏光片领域的业务扩展，智能电表、车载显示屏及OLED将是公司后续进一步深耕的三大领域，下面，我们将对这三大领域的市场空间进行细分分析。

➤ 智能电表

泛在电力物联网概念推动智能电表需求。智能电表是智能电网建设的关键终端产品之一，承担着原始电能数据采集、计量和传输的任务，是实现信息集成、分析优化和信息展现的基础。2019年在国家“两会”报告中，提出了将国家电网建设成为世界一流能源互联网企业的战略部署，泛在物联网与坚强智能电网为代表的“三型两网，世界一流”战略成为国家电网的最新发展方向。在政策指引、泛在电力物联网、电表更新换代等多种因素促进下，智能电表行业有望加速发展。

预计2022年国家电网智能电表招标数量将达到7736.35万只，同比增长15.92%。2018年后，随着“坚强智能电网”计划进入引领提升阶段，国家电网启动新一轮改造，开始对宽带电力线载波通信产品进行招标，同时存量智能电表的更新换代需求拉动了智能电表市场需求的回升。根据国家电网披露及中商产业研究院整理数据显示，2019年国家电网智能电表招标数量快速增长至7380.19万只，同比增长39.8%。2020年受新冠疫情影响电表铺设进度放缓，2021年招标量恢复增长，达6674.01万只，预计2022年国家电网智能电表招标数量将达到7736.35万只，延续增长态势。

图18：预计2022年国家电网智能电表招标数量为7736.35万只

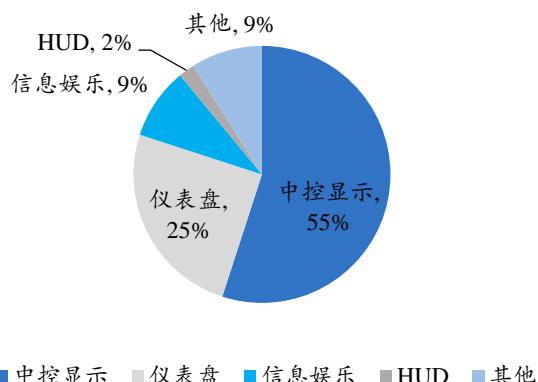


数据来源：国家电网、中商产业研究院、开源证券研究所

➤ 车载显示屏

中控显示及仪表显示占据车载显示屏行业80%的份额。车用显示屏主要可分为仪表显示屏、抬头显示屏（HUD）、中控显示屏、信息娱乐显示屏四类，其中中控显示及仪表显示占据大部分市场份额，根据IHS数据显示，2020年全球汽车显示屏出货量达1.27亿，中控显示屏与电子仪表显示屏分别出货7380万片与4680万片，分别占据55%、25%的市场份额，是第一、二大细分市场。

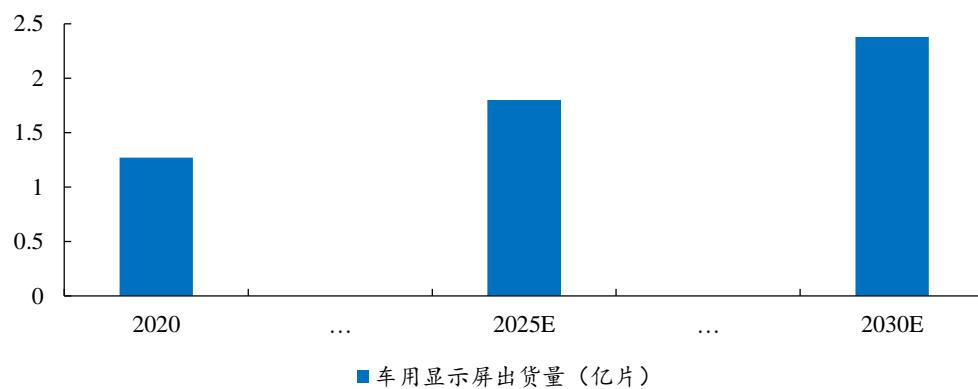
图19：中控显示屏与电子仪表显示屏占据车载显示屏 80%市场份额



数据来源：IHS、开源证券研究所

预计车载显示屏市场将保持平均 6.5% 每年的增长率，2025 年出货量达 1.8 亿片，2030 年达 2.38 亿片。车载显示偏光片具有形状复杂、定制化生产程度高的特点，其发展与汽车销量息息相关，受益于智能汽车的飞速发展，车载显示屏市场稳定增长。根据 Omdia 数据及预测，2020 年全球汽车显示屏出货量为 1.27 亿片，预计 2025 年出货量达 1.8 亿片，2030 年达 2.38 亿片。

图20：预计全球车载显示屏市场 2025 年出货量达 1.8 亿片，2030 达 2.38 亿片

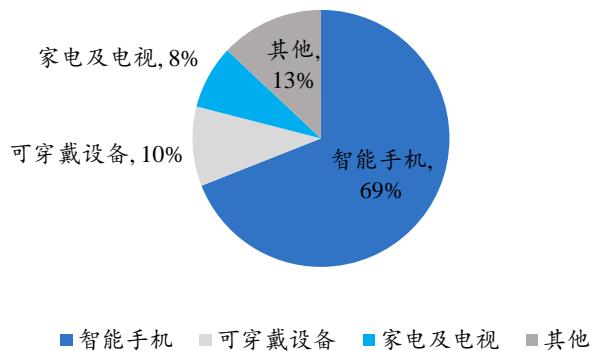


数据来源：Omdia、开源证券研究所

➤ OLED

智能手机是 OLED 的主要应用市场。OLED 是第三代显示技术，相比 LCD 技术具备更轻薄、更柔韧、功耗低、响应速度高等技术优势，主要应用于智能手机、可穿戴设备、家电及电视等领域，其中智能手机为主要应用领域，占据 69% 的市场份额。

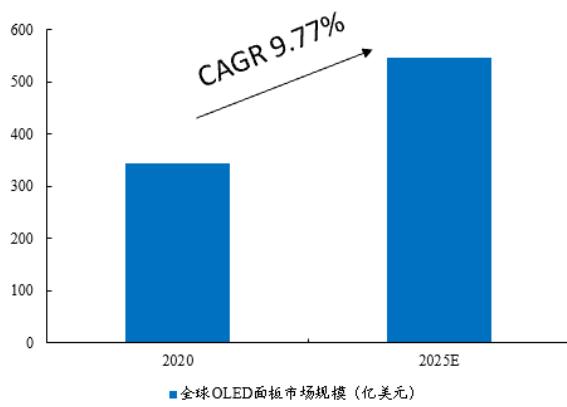
图21：智能手机是 OLED 面板主要应用领域，占据 69% 市场份额



数据来源：WitsView、开源证券研究所

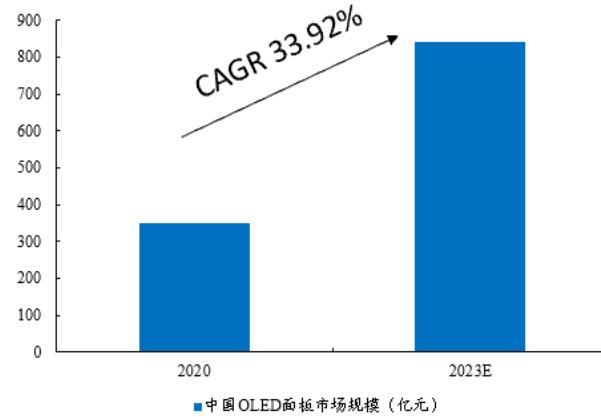
OLED 面板市场规模稳定增长，中国市场增速快于全球。根据华经产业研究院数据显示，2020 年全球 OLED 面板市场规模为 343.24 亿美元，预计 2025 年将达到 547.05 亿每年，期间 CAGR 为 9.77%；2020 年中国 OLED 面板市场规模为 351 亿元，预计 2023 年达到 843 亿元，期间 CAGR33.92%，市场增速大幅快于全球。

图22：预计 2025 年全球 OLED 面板市场 547.05 亿美元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图23：预计 2023 年中国 OLED 市场 843 亿元



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.4、竞争格局：高进入门槛塑造寡头竞争格局，盈利能力具备显著优势

偏光片产品是液晶面板的关键原材料之一，对光学、物理、耐候性能要求十分苛刻，下游液晶面板厂商对偏光片生产厂商合格供应商认证过程严苛，行业具备较高的客户进入门槛。

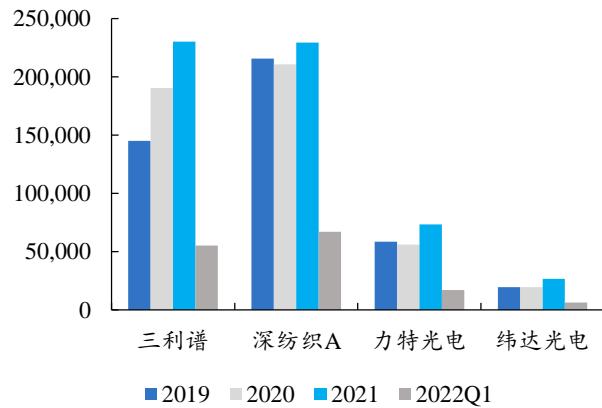
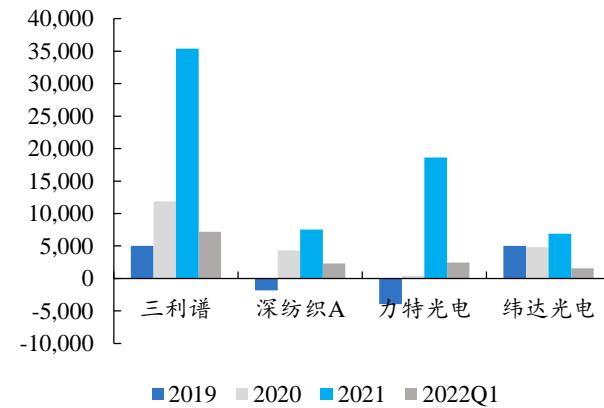
目前境内除纬达光电外，只有三利谱、深纺织 A、杉金光电等少数企业具备量产竞争能力，行业整体呈寡头竞争格局。下面，我们采用三利谱、深纺织 A、力特光电作为公司对比公司进行分析。

表7：偏光片行业具备较高的客户进入门槛

项目	资质审核与技术交流	样品制作与设计	内部测试样品	客户测试样品	小批量试产与检测	实地审厂
所需时间	1周	1-6个月	2个月	8个月以上	6-12个月	1个月
认证方法	与客户进行供需对接，详细了解产品性能参数指标的要求，与公司的生产能力情况相匹配	根据客户的要求进行样品设计与制作	内部对样品进行测试，检查样品的性能参数指标是否满足客户要求	向客户提供3个不同批次生产的样品进行测试、且需按顺序依次进行	对样品进行小批量试制，按顺序提供3个不同生产批次的同型号产品供客户进行性能测试、生产测试及下游客户验证	对供应商进行实地走访，对生产过程等内部控制情况进行现场审查
审查内容	供应商的资质、经验、生产能力、技术水平和服务能力等		产品的光学性能(透光率、色相、偏振度)、耐候性能、物理性能(基材、颗粒外观)、粘结性能和附加功能等，产品样品的稳定性和复现能力	除左边所述的性能指标外，还需审查产品生产线供应的稳定性和可靠性，以及终端应用的评价		供应商体系内控的有效性、过程管理规范等

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

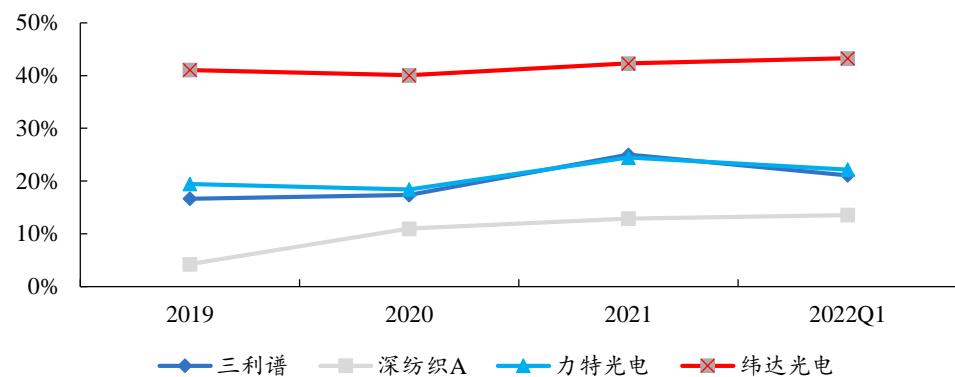
与可比公司相比，纬达光电规模较小。由于可比公司力特光电未披露2022年前三季度业绩，故采用2022Q1为最新数据进行对比，与可比公司相比，纬达光电规模较小，2019-2022Q1营业收入均小于可比公司，但盈利稳定性较强，可比公司中深纺织A、力特光电2019年净利润均出现亏损情况，公司净利润相对稳定。

图24：公司与可比公司相比营收规模较小（万元）

图25：公司与可比公司相比盈利稳定性强（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

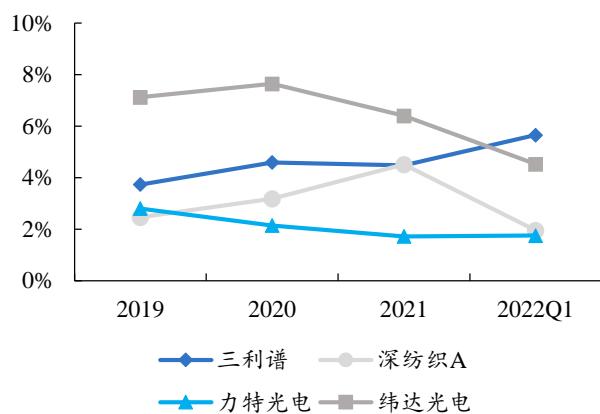
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司与可比公司相比具有盈利优势。从毛利率看，2019-2022Q1公司毛利率均超出40%，显著高于可比公司，主要由于公司聚焦于中小尺寸定制化偏光片，产品技术要求及定制化程度高，而可比公司主要聚焦以大尺寸偏光片产品，产品标准化水准较高。

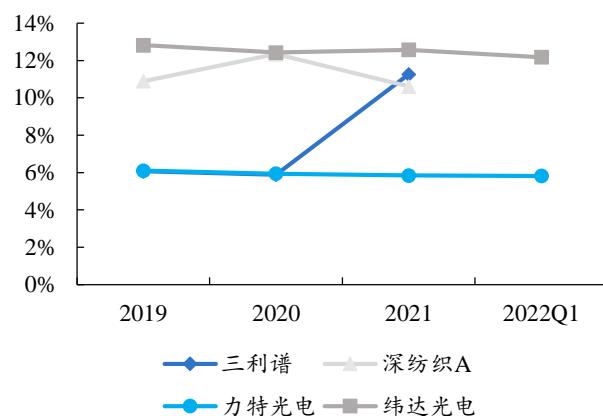
图26：纬达光电毛利率显著高于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

在研发投入方面高于可比公司。从研发费用率来看，2019-2021年纬达光电研发费用率均高于所有可比公司，处在较高水平。从研发人员比例来看，研发人员比例2019-2022Q1均高于其余可比公司。

图27：公司研发费用率与可比公司相比处于较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：公司研发人员占比高于可比公司


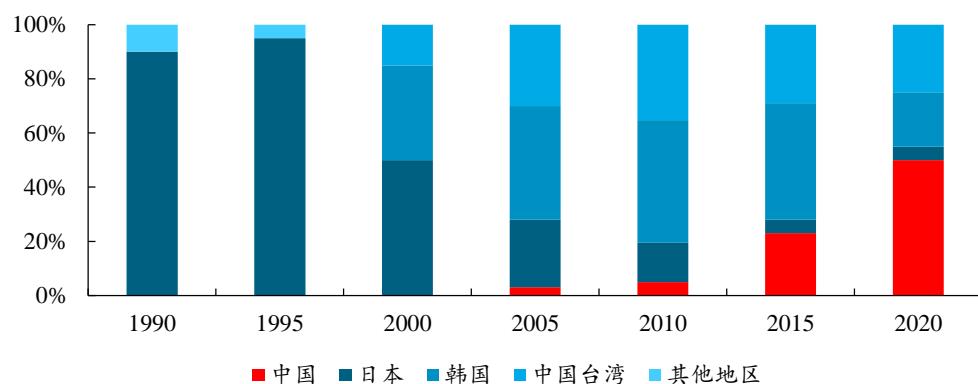
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：深纺织A、三利谱未披露2022Q1研发人员数量数据）

3、公司看点：国产化提速，突破产能瓶颈

3.1、行业方面：LCD面板产能向境内转移，推动偏光片国产化加速

京东方、TCL等液晶面板生产商逐步替代日韩厂商份额，中国境内LCD产能占比不断提升。全球面板产业链产能转移经历了三个时期：(1) 2000年前日本主导全球TFT-LCD产业发展，同期韩国开始大力发展该产业，(2) 2000-2010年日本向中国台湾地区进行技术转移，同时期中国大陆以京东方为代表的企业开始发展液晶面板产业，(3) 2010年到现在，日本基本退出LCD产业，韩国产业重心转向OLED，全球面板产能逐渐向中国转移，根据赛迪顾问统计数据，我国LCD产能占比从2005年的3%不断提升至2020年的50%，占据世界一半的产能。

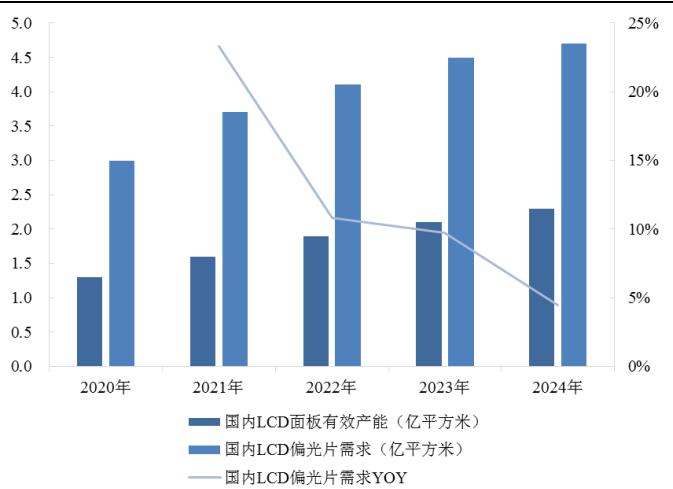
图29：中国大陆LCD产能占比逐渐提升



数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

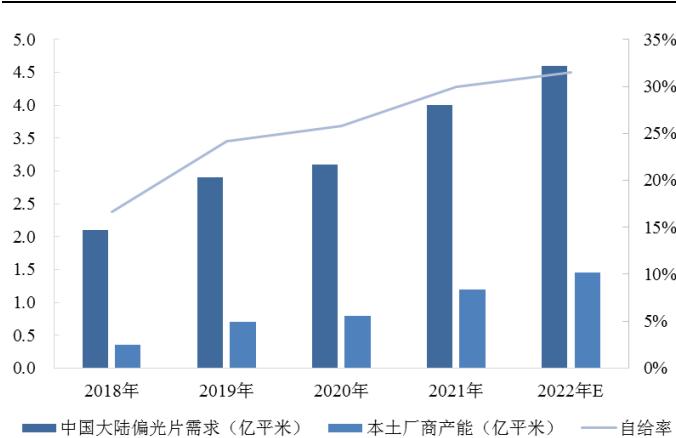
国内LCD面板产能上涨带动偏光片需求，偏光片仍有大幅国产化空间。根据公司招股书披露数据显示，国内LCD面板有效产能2020至2024年期间将从1.38亿平方米增加值2.15亿平方米，年复合增长率为11.72%；对应偏光片需求将从3.04亿平方米增加至4.72亿平方米，年复合增长率为11.63%，而2020年国内厂商产能约为0.93亿平方米，自给率仅为29.81%，行业仍具有较大的国产化空间。

图30：LCD面板扩产带动偏光片需求



资料来源：公司招股书

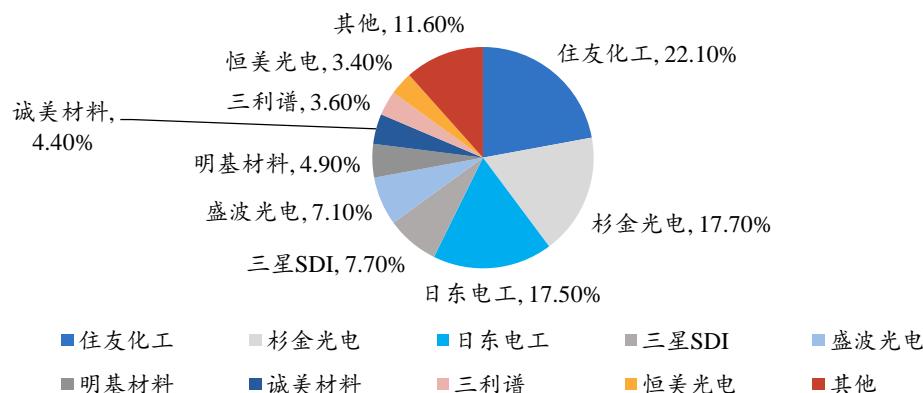
图31：2020年国内偏光片自给率为30%，国产化空间大



资料来源：公司招股书

偏光片国产替代需求不断增长，国内厂商市场份额逐步提升。随着下游液晶面板产业持续向国内转移，国内偏光片产商市场份额也在不断增长，截止 2021 年中国境内偏光片产商产能占据全球市场份额的 32.1%，较 2019 年的 7.1% 显著提升，随着国内厂商技术水平提升及产能产能进一步转移带来的需求提升，国内偏光片产商市场份额有望继续提升。

图32：2021 年中国 LCD 偏光片供应商占据全球份额的 32.1%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、公司方面：产能瓶颈限制，募投扩产打开空间

在手订单数量不断提升，产能瓶颈是公司业绩进一步提升的主要障碍之一。2020 年来，随着偏光片下游应用需求放量及客户国产采购替代进程加快，公司主要客户合力泰、超声电子、深天马 A 等将公司作为国产替代重要选择，逐渐加大了公司染料系产品的采购，纬达光电在手订单从 2019 年末的 2,084.15 万元增加到 2021 年末的 4,201.79 万元，报告期各期的产销率分别为 99.77%、102.18%、92.53% 及 108.13%，基本能够实现满产满销。期间公司通过委外加工、涂布机技术改造等方式提升生产效率，但 2021 年偏光片、防雾片产品产能利用率超过 100%，达到 110.11%、141.17%，在行业国产化加速需求提升的背景下，产能瓶颈已成为进一步提升的主要原因之一。

图33：公司在手订单量逐渐提升，基本实现满产满销

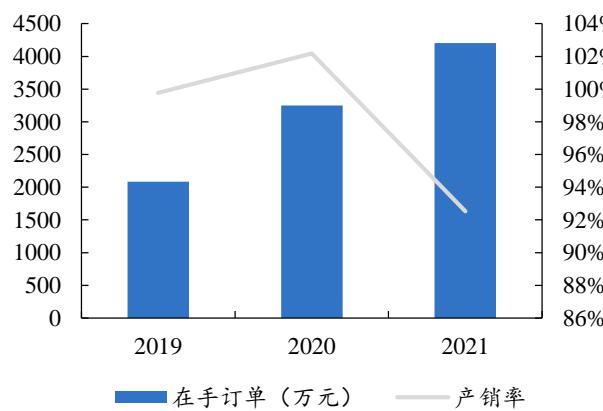
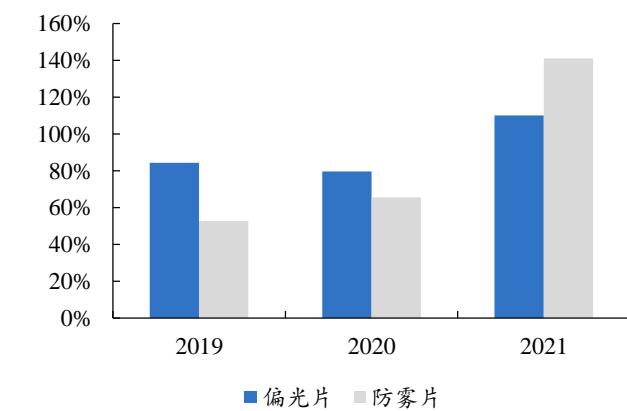


图34：2021 年公司主要产品产能利用率均超 100%



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

募投项目达产将建成 300 万平米偏光片/年生产能力的生产车间，达产后新增年均销售收入或达 51,865 万元。公司目前拥有两条产线，合计设计年产能为 210 万

平方米/年。纬达光电三期建设项目将建成年生产能力 300 万平方米偏光片的生产车间和产线，主要用于染料系偏光片和 OLED 偏光片产品的产能扩建，其中染料系偏光片设计产能 180 万平方米/年，OLED 偏光片设计产能 120 万平方米/年。募投项目达产后公司生产能力有望大幅提升。

表8：募投项目具备 300 万平方米/年的生产能力

产能类别	项目名称	产能	幅宽 (mm)	生产产品	设计年产能
现有产能	一线	涂布及贴合机 PVA 拉伸及贴合机	650	常规产品	210 万平方米/年
	二线	TAC 膜预处理线 PVA 拉伸及贴合机	500-550	侧重新产品	
募投产能	三期建设 项目	国产涂布生产线 2 条 进口精密涂布生产线 1 条 进口拉伸线 1 条 国产拉伸线 1 条 配套国产 TAC 表面处理生产线 1 条	750	OLED 偏光片及染料系偏光片	染料系偏光片 180 万 平方米/年 OLED 偏光片 120 万 平方米/年

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4、估值对比

纬达光电本次发行底价为 8.52 元/股，公司当前总股本为 11524.22 万股，预计发行股数不超过 3841.14 万股(未考虑超额配售权)，对应 2021 年归母净利润 PE 为 18.9X (发行后)，PE (TTM) 17.1X，较可比公司相比较低。考虑到公司与可比公司相比的突出盈利优势及优秀技术能力，同时近期新股发行较快，建议可适当参与。

表9：公司此次发行后 2021PE 18.9X，PE (TTM) 17.1X，可比公司三利谱为 28.49X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	PE 2021	2021年营收/	2021年归母	三年营收	2021年毛利	2021年研发
					亿元	净利润/万元			
三利谱	002876	70.25	28.49	20.58	23.04	33751.97	37.67%	24.99	4.48
深纺织 A	000045	57.59	159.15	96.07	22.94	6116.24	21.71%	16.79	4.51
	均值	63.92	93.82	58.32			29.69%	20.89	4.50
纬达光电	873001	15.56	17.05	18.94	2.67	6913.08	7.92%	42.31	6.40

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

扩产计划不达标风险、行业竞争加剧风险、新股破发风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn