

深圳市路维光电股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1126】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳市路维光电股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
路维转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：深圳市路维光电股份有限公司（以下简称“路维光电”或“公司”，证券代码：688401.SH）维持在平板显示掩膜版领域的竞争力，对核心客户供货量大幅增长，产能持续提升、产能利用效率提高带动业绩较快增长，经营活动现金流表现较好。同时中证鹏元也关注到，公司客户、供应商集中度仍均较高，部分核心设备及原材料依赖进口，面临一定的成本控制压力及贸易政策风险，扩产项目投资规模较大，存在产能消化及建设资金压力等风险因素。

评级日期

2025 年 7 月 30 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	23.44	22.43	23.23	19.37
归母所有者权益	14.42	13.92	14.62	13.43
总债务	5.55	5.76	4.40	3.14
营业收入	2.60	8.76	6.72	6.40
净利润	0.49	1.91	1.46	1.11
经营活动现金流净额	1.05	2.67	1.67	2.99
净债务/EBITDA	--	1.01	-0.43	-2.27
EBITDA 利息保障倍数	--	19.87	18.94	10.36
总债务/总资本	27.79%	29.24%	22.56%	18.39%
FFO/净债务	--	82.68%	-185.68%	-33.85%
EBITDA 利润率	--	37.55%	39.03%	37.06%
总资产回报率	--	10.17%	8.59%	9.51%
速动比率	1.11	1.04	1.81	3.40
现金短期债务比	1.30	0.91	4.48	5.62
销售毛利率	34.10%	34.82%	35.10%	32.88%
资产负债率	38.43%	37.90%	34.96%	28.07%

注：2022-2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李爱文
liaw@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司加快研发成果转化，拓宽产品矩阵，有助于维持在平板显示掩膜版领域的竞争力。**2024 年以来公司紧跟平板显示行业发展趋势，在平板显示、半导体掩膜版领域完成多项产品工艺开发，并在 AMOLED 领域实现多款新产品的量产。
- **产能及生产效率提升，对核心客户供货量大幅增长，业绩较快增长。**2024 年公司新增设备投产，生产能力进一步提升，下游 OLED 掩膜版需求较好，公司设备利用效率大幅提升至较高水平。当年公司新导入客户 100 余家，总合作客户 400 余家，其中对京东方等核心客户供货量较快提升，2024 年以来营业收入、利润均持续增长。
- **现金生成能力向好，杠杆水平较低。**公司货款回收较为及时，2024 年经营活动现金流净额及 FFO 同比提升较多，同时刚性债务规模不大，EBITDA 利息保障倍数、净债务/EBITDA 等杠杆指标表现较好。

关注

- **公司供应商集中度高且采购进口比例较大，国际贸易政策可能对关键生产设备及核心原材料采购造成影响。**2024 年公司前五大原材料供应商的采购集中度达 83.41%，其中高世代掩膜版所用的石英基板和光学膜主要从日本、韩国进口，主要生产设备光刻机则向瑞典的 Mycronic、德国的海德堡仪器采购。未来若公司不能够及时采购到国外的核心生产设备及掩膜基板等，将对正常经营和盈利能力造成一定程度的影响。
- **客户集中度较高，核心客户需求变动对业绩影响较大。**2024 年公司向前五大客户销售金额占比进一步上升至 73.70%，其中第一大客户占比 45%，主要为平板显示企业。如果未来公司主要客户的经营状况出现不利变化或对公司产品需求下降，将会对业务经营和盈利能力造成不利影响。
- **扩产项目投资规模较大，需关注在建产能消化及建设资金压力。**随着公司在建扩产项目的推进，公司货币资金逐步消耗，2024 年末速动比率和现金短期债务比下滑较多。同时，公司计划在厦门市投资 20 亿元，建设新生产基地以主要生产 G8.6 及以下的 AMOLED 等高精度光掩膜版产品，建设资金主要依托自有资金或自筹资金。若未来行业竞争加剧，公司新增产能将面临消化压力，固定资产相关折旧的增长将侵蚀利润。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内主要的掩膜版本土企业之一，产品类型不断丰富，客户群体优质且稳定，经营的可持续性较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	福尼克斯（美国）	清溢光电	路维光电	龙图光罩
总资产	17.12	27.43	22.43	13.13
营业收入	8.67	11.12	8.76	2.47
净利润	1.31	1.72	1.91	0.92
销售毛利率	36.44%	29.65%	34.82%	57.01%
资产负债率	13.51%	45.92%	37.90%	8.32%

注：以上各指标均为 2024 年数据；福尼克斯系美国企业，英文名称“Photronics, Inc.”，会计年度为每年 11 月至次年 10 月，单位为亿美元。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称

版本号

技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
路维转债	6.15	6.15	2025-2-19	2031-6-10

一、 债券募集资金使用情况

路维转债（本文又称“本期债券”）募集资金扣除发行费用后原计划用于半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目、收购成都路维光电有限公司（以下简称“成都路维”）少数股东股权项目、偿还银行贷款及补充流动资金。截至2025年6月30日，路维转债募集资金专项账户余额为5.40亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、董监高、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.93亿元，控股股东及实际控制人为杜武兵，其直接持有公司23.81%的股份，通过深圳市路维兴投资有限公司（以下简称“路维兴投资”）间接控制公司7.61%股份，期末控股股东所持股份无质押或冻结的情况。同时，肖青（直接持有公司7.99%的股份）、白伟钢（直接持有公司0.74%的股份）与公司实际控制人杜武兵为一致行动人，公司股权结构图如附录二所示。

公司目前仍主要从事掩膜版的研发、生产和销售，产品主要用于平板显示、半导体等领域。2024年公司合并报表范围子公司无变化，截至2024年末，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，具体如附录三所示。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能

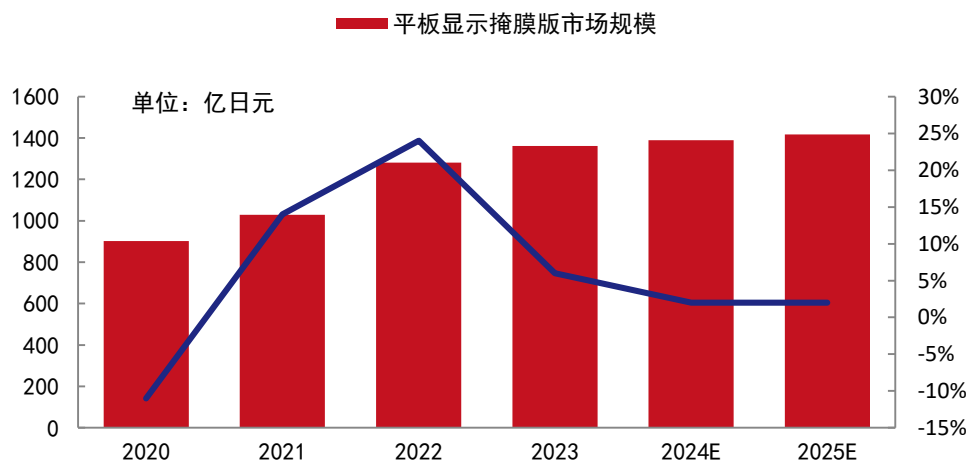
有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

行业环境

国内平板显示及半导体掩膜版市场规模持续增长，同时未来平板显示大尺寸化及 AMOLED 等的发展仍将推动掩膜版需求的提升。当前美国及日韩企业在掩膜版领域仍处于垄断地位，但国内厂商持续扩产，预计市场份额将有所提升

高世代面板产线的发展及 AMOLED 渗透率的上升，带动上游掩膜版需求稳定增长。全球显示向中国转移、高世代和高精度显示技术的需求增加，以及新能源汽车、智能家居等新兴产业的崛起，中国大陆已全球最大的面板生产制造基地和研发应用中心，2024 年其平板显示产能超过全球产能的 60%，出货面积约占全球的 63.3%，产业规模占全球的 36.9%。同时中国大陆 AMOLED/LTPS 制造商仍在继续扩大投资，预计将有超 20 条中精度及高精度 AMOLED/LTPS/a-Si。AMOLED 取代 TFT-LCD 成为中小尺寸显示器件主导技术，中长期 AMOLED 需求旺盛，新增对上游掩膜版的需求。此外，AMOLED 相比 LCD，对掩膜版精度要求更高、层数更多，带动掩膜版需求数量和价值量提升。根据 Omdia 分析，2023 年全球平板显示掩膜版市场约为 1,362 亿日元，2028 年预计将达到 1,504 亿日元，2023-2028 年复合增长率为 2%，保持稳定增长。分地区来看，我国作为新型显示产业第一大国，光掩膜版市场的需求同样在不断扩大，根据 Omdia 分析，预计 2026 年中国大陆平板显示掩膜版销售占比将达到 59%。

图1 平板显示掩膜版市场规模持续增长，但增速有所下降

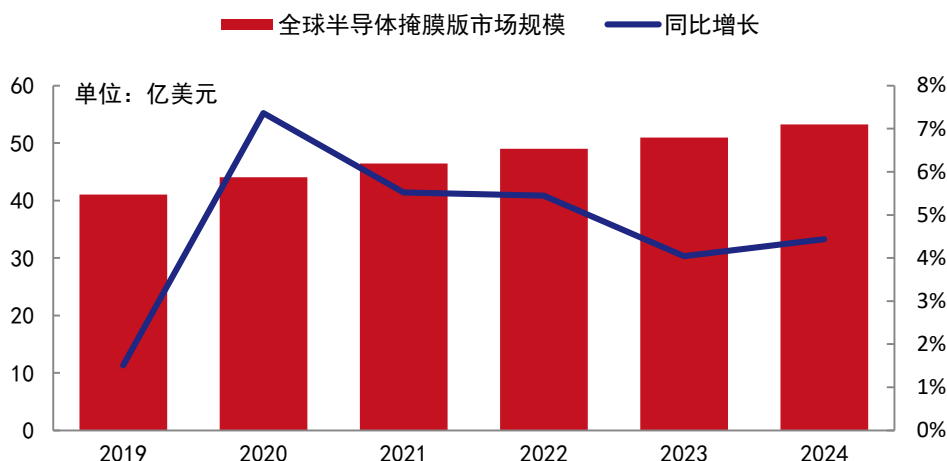


资料来源：Omdia，中证鹏元整理

国内晶圆厂持续扩产带动掩膜版需求增加。根据 SEMI 预测，2024 年全球半导体市场规模为 6,280 亿美元，同比增长 19.1%，预期 2025 年人工智能热潮仍将持续带动半导体市场快速发展，预计 2025 年市场增速约 11.2%，规模将接近 7,000 亿美元。同时，为了跟上芯片需求持续增长的步伐，2025 年全球预计将新增 18 座晶圆厂，其中中国大陆将新增 3 座。而光掩膜版为重要的半导体材料，在晶圆制造环节的材料占比为 12%左右，是仅次于硅片、电子特气的第三大半导体材料。根据 SEMI 数据测算出，

2024 年全球半导体掩膜版（仅晶圆制造部分）市场规模超 50 亿美元。除此之外，半导体掩膜版还广泛应用于 IC 封装环节和半导体器件等。未来随着新能源汽车、人工智能、第三代半导体的快速发展，新型半导体工艺的不断突破，半导体行业的市场规模将持续上升，半导体掩膜版市场规模也将随之不断提升。

图2 晶圆厂扩产以及新产品、新工艺的推动半导体掩膜版市场规模持续增长



资料来源：SEMI、中商产业研究院，中证鹏元整理

美国和日韩掩膜版厂商处于领先地位，但国内主流厂商收入规模保持较快增长。根据Omdia统计，2023年度全球平板显示掩膜版的销售金额情况前六名分别为福尼克斯、SKE、HOYA、LG-IT、清溢光电和路维光电，合计销售额占比约为92%。由于用于芯片制造的掩膜版涉及各家晶圆制造厂的技术机密，晶圆制造厂先进制程所用的掩膜版大部分由自己的专业工厂生产，但对于比较成熟的制程所用的标准化程度更高的掩膜版，晶圆厂出于成本的考虑更倾向于向独立第三方掩膜版厂商进行采购。在独立第三方掩膜版市场，半导体芯片掩膜版技术主要由福尼克斯、DNP和Toppan等厂商掌握，市场集中度较高。根据Omdia统计，在AMOLED/LTPS等应用领域，掩膜版国产化率仍较低，2023年AMOLED/LTPS等高精度掩膜版的国产化率仍只有12%，而目前国内厂商清溢光电、路维光电尚有一定规模的扩产项目，随着国产化政策的持续推进及相关产能的释放，2024年清溢光电及路维光电营业收入同比分别增长20%、30%，预计国内厂商市场份额将会提升。

四、经营与竞争

公司收入持续增长，收入主要来源于掩膜版，业务条线仍相对单一。按照所使用基板材料的不同，公司产品主要可分为石英掩膜版和苏打掩膜版，其中石英掩膜版为掩膜版行业主流材料，市场需求旺盛，相关收入增长较快。苏打掩膜版受限于材料的性质，主要应用于中低精度产品领域，2024年相关收入虽有所增长，但占比持续下降。2025年一季度，公司营业收入同比增长47.09%，主要系产能提升，高端

AMOLED、先进封装、FMM、PSM等高端产品进一步放量。2024年公司主营业务毛利率整体相对稳定。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
石英掩膜版	80,798.84	92.28%	34.18%	61,830.73	92.02%	34.81%
苏打掩膜版	6,138.45	7.01%	46.27%	4,864.44	7.24%	43.32%
其他	582.28	0.67%	3.66%	499.94	0.74%	-12.58%
合计	87,519.57	100.00%	34.83%	67,195.11	100.00%	35.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系国内唯一可全面配套不同世代面板产线的本土掩膜版企业，2024年以来继续加快研发成果转化、拓宽产品矩阵，维持在平板显示掩膜版领域的竞争力

公司持续加快研发成果转化，拓宽产品矩阵。2024年以来公司完成多项产品工艺开发，其中在平板显示领域，完成高精度柔性显示用触控掩膜版研发、下置型半色调高精度制程工艺、LTPO 掩膜版产品研究与开发、FPD 用 PSM 掩膜版产品研究与开发、大尺寸 FMM 用光掩膜版产品开发等项目；在半导体领域，完成半导体掩膜版制程与精度能力提升、封装掩膜版批量制程技术研究及工艺开发、半导体掩膜版光学膜面缺陷去除工艺研究与开发等项目。此外，2024年公司量产AMOLED 用 HTM 掩膜版产品，HTM 产品目前可以覆盖全世代；CF 用 PSM 产品于 2024 年通过客户验证并量产，TFT-Array 用 PSM 掩膜版产品已打通关键环节，计划于 2025 年进行试样验证；AMOLED PSM用掩膜版产品正在推进前期预研工作，根据客户技术迭代与市场需求，逐步推进量产。

公司半导体掩膜版产品技术指标较国际先进水平仍存在差距，未来仍需在半导体掩膜版领域加大研发力度。目前公司已实现180nm制程节点半导体掩膜版量产，通过自主研发取得了150nm/130nm 制程节点及以下成熟制程半导体掩膜版制造关键核心技术，全面覆盖第三代半导体产品；本期债券募投项目中的“半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目”相关产品可涵盖 250nm-130nm 半导体掩膜版。在晶圆制造用掩膜版领域，公司与国际上达到先进制程水平的领先企业有较为明显的差距；在IC封装和IC器件领域，受限于光刻、制程等工艺方式，精度方面与国际厂商亦存在一定差距。

公司产品应用领域及品类较为多样，跟踪期内继续开拓客户群体，主要客户较为优质且合作稳定，但业务条线相对单一且客户集中度较高，经营易受行业波动及主要客户需求变化影响

公司产品应用领域相对多样，平板显示仍为主要应用领域且收入增长较快。公司掩膜版可应用于平板显示、半导体、LED芯片外延片、触摸屏、PCB及FPC等制造环节，但为配合平板显示大客户的战略转型和产品升级，公司将产能倾斜于平板显示产品，2024年平板显示掩膜版销售收入呈快速增长趋势，为最主要的收入来源；半导体及其他掩膜版收入略有增长，但占收入的比重进一步下降。

表2 公司主营业务收入按下游应用行业构成情况（单位：万元）

项目	2024 年	2023 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
平板显示掩膜版	73,884.76	84.42%	54,701.55	81.41%
半导体及其他掩膜版	13,634.81	15.58%	12,493.56	18.59%
合计	87,519.57	100.00%	67,195.11	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品品类进一步丰富，不同产品毛利率走势分化，部分产品领域竞争较为激烈。公司可以配套平板显示厂商所有世代产线，其中AMOLED、OLED-TSP、LTPS等新技术路线产品需求相对旺盛，公司低世代掩膜版收入和毛利率相对较高，但同时低世代掩膜版市场竞争较为充分，受不同产品对精度、基板等要求差异的影响，2024年公司低世代掩膜版毛利率略有下降。2024年公司生产较多中高精度的Array和HTM等高附加值产品、G11掩膜版价格竞争有所缓解，高世代掩膜版收入和毛利率均有所增长。在半导体器件、封测等领域与核心客户合作日益紧密，公司在产业链中的市场地位和定价能力有所提升；同时公司持续加强研发和生产管理，更为合理的规划排产，毛利率稳中有升。

表3 公司不同世代线平板显示掩膜版构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
高世代	25,897.56	22.33%	17,794.35	16.10%
低世代	47,987.19	35.45%	36,907.21	37.62%
合计	73,884.76	30.85%	54,701.55	30.62%

注：8.5代及以上为高世代，6代及以下为低世代，STN等其他平板显示产品不分世代，将其并入低世代产品以方便统计和比较；合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续开拓客户群体，主要客户较为优质且合作稳定，但客户集中较高，经营易受平板显示核心客户需求变化影响。2024年公司利用 SEMI 国际半导体展、中国半导体博览会、中国国际光电博览会、国际（上海）显示技术及应用创新展等国际国内知名展会平台推介公司产品，当年新导入客户100 余家，总合作客户400余家，其中公司在80多家长期合作客户的销售收入实现超30%的增长，国内某领先芯片公司及其配套供应商、京东方、寰采星、蓝思科技、成都奕成等客户供货量有较快提升。2024年公司前五大客户销售占比达73.70%，均为平板显示企业，其中第一大客户收入占比提升至45%，主要系下游平板显示行业核心厂商较为集中所致。但如果未来主要客户的经营状况出现不利变化或对公司产品需求下降，将会对公司经营造成不利影响。

公司设备利用率表现较好，但扩产项目投资规模较大，将带来一定的建设资金及产能消化压力；主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中，若进口国或地区开展贸易保护政策，将会对公司持续生产经营产生重大不利影响

公司产线生产能力持续提升，设备利用率表现较好。2024年公司继续采购生产设备并投入生产，同时下游OLED掩膜版需求较好，设备利用效率大幅提升至较高水平。

表4 公司光刻机利用情况（单位：小时）

项目	2024 年	2023 年
光刻机实际工时	94,743.77	80,000.97
其中：生产工时	86,961.77	68,779.49
研发工时	7,782.00	11,221.50
光刻机理论工时	101,792.77	97,473.82
产能利用率	85.43%	70.56%
设备利用率	93.08%	82.07%

注：1、光刻机理论工时为各台光刻机当年满载理论作业工时之和；2、光刻机实际工时指光刻机实际进行光刻作业的工时，包含生产活动和研发活动；3、产能利用率=光刻机实际生产工时÷光刻机理论工时；4、设备利用率=光刻机实际工时÷光刻机理论工时=（光刻机实际生产工时+光刻机实际研发工时）÷光刻机理论工时。

资料来源：公司提供

公司扩产项目投资规模较大，面临一定的产能消化及建设资金压力。公司本期债券募投项目中的“半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目”预计在2025年完成新增产线建设并逐步释放产能。为进一步扩充高世代高精度掩膜版的产能，公司计划在厦门市投资 20 亿元，建设新生产基地以主要生产 G8.6 及以下的 AMOLED 等高精度光掩膜版产品，该项目拟分期投入，建设资金主要依托自有资金和自筹资金，将带来一定的建设资金压力。同时，中证鹏元关注到，国内外主流平板显示掩膜版企业在国内有一定规模的新增产线建设，若主要竞争对手为取得市场份额而采取价格竞争等手段，将导致行业竞争加剧，公司未来新增产能将面临消化压力。

表5 截至 2025 年 6 月末主要扩产项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	建设内容
厦门路维光电高世代高精度光掩膜版生产基地项目**	20.00	新建 11 条以 G8.6 及以下 AMOLED 等高精度平板显示掩膜版为主的生产线，分期建设
半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目*	4.21	新增 2 条半导体掩膜版生产线和 2 条高精度平板显示掩膜版生产线
合计	24.21	-

注：*项目为本期债券募投项目之一，**项目为拟建项目。

资料来源：公司提供

公司主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中，易受国际贸易政策影响，面临一定的成本管控压力。公司营业成本中直接材料占比超过70%，其中高世代掩膜版所用的石英基板和光学膜仍主要从日本、韩国进口，2024年向前五大原材料供应商采购占比为83.41%，仍处于较高水平。公司主要生产设备光刻机主要向瑞典Mycronic、德国海德堡仪器两家采购，若进口国或地区开展贸易保护政策，公司不能及时采购到掩膜基板及核心生产设备等，将会对公司持续生产经营产生重大不利影响。

公司净营业周期上升，营运资金需求上升。随着高世代掩膜版出货量的上升，公司大尺寸高价值基板投入生产的速度加快，2024年存货周转天数有所下降；此外，受不同年份设备采购情况及设备厂商账期相对较长的影响，公司应付账款周转天数波动较大。综合影响下，2024年公司净营业周期呈上升趋势，且随着公司经营规模的扩大，未来将面临一定的营运资金压力。

表6 公司营运效率指标情况（单位：天）

项目	2024 年	2023 年
存货周转天数	108	114
应付账款周转天数	143	160
应收账款周转天数	88	85
净营业周期	53	39

数据来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月未经审计财务报表。

公司业绩持续提升，且现金生成能力较好，资本实力进一步增强，但固定资产增长较快且占比较高，需关注固定资产折旧对利润的侵蚀及后续扩产项目推进所导致的杠杆水平上升

资本实力与资产质量

随着公司持续扩产，固定资产增长较快，且后续扩产项目将削弱资产流动性。跟踪期内，公司权益规模相对稳定，其对总负债的覆盖程度高。2025 年 3 月末公司资产仍以固定资产、现金类资产为主，未来随着本期债券募投项目及厦门生产基地的推进，固定资产规模预计将会进一步增长，并将消耗存量货币资金。若未来产能无法消化，固定资产折旧将对利润形成较大侵蚀。截至 2024 年末，公司所有权或使用权受限资产合计 3.49 亿元，占期末总资产的 15.58%，主要为用于借款抵押的固定资产、无形资产等。

图3 公司资本结构

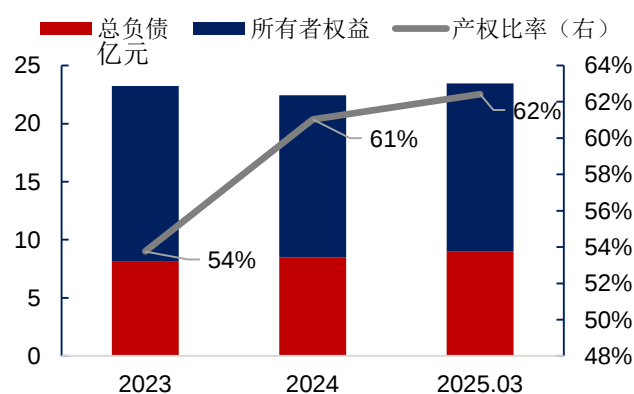
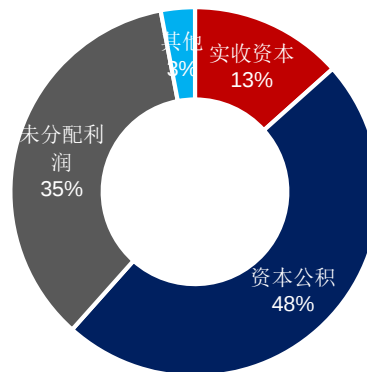


图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

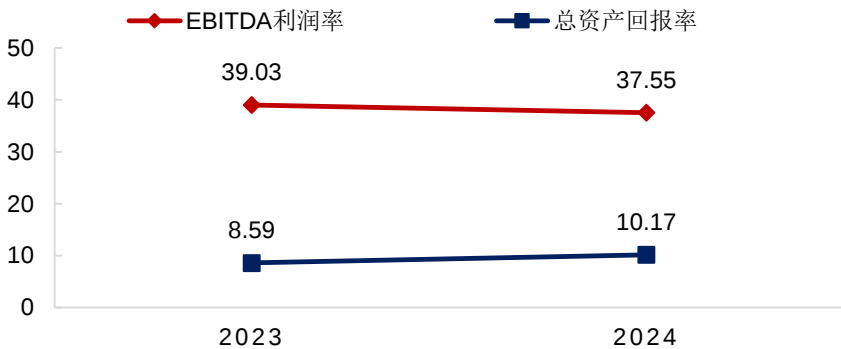
货币资金	3.32	14.15%	2.43	10.82%	5.09	21.94%
应收账款	2.61	11.14%	2.50	11.17%	1.76	7.56%
存货	1.94	8.26%	1.77	7.88%	1.67	7.19%
流动资产合计	8.03	34.26%	6.95	30.97%	9.38	40.39%
固定资产	10.61	45.24%	10.80	48.17%	8.72	37.53%
在建工程	0.74	3.14%	0.79	3.52%	2.11	9.08%
非流动资产合计	15.41	65.74%	15.48	69.03%	13.85	59.61%
资产总计	23.44	100.00%	22.43	100.00%	23.23	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年以来公司收入及利润表现较好，但仍面临高世代掩膜版等领域竞争加剧所带来的业绩压力。受益于国内平板显示行业发展、新建产线及产品升级换代对掩膜版的需求增长，以及公司产能持续提升，2024年公司平板显示掩膜版收入增长加快。同期，公司主营业务毛利率相对稳定，但政府补助等其他经常性收入下降较多，当期EBITDA利率略有下降，而总资产回报率有所提升。考虑到公司在建及拟建项目投资规模较大，未来固定资产折旧及相关资金费用将对利润形成一定侵蚀，同时在高世代掩膜版领域国内外厂商市场竞争仍相对激烈，公司盈利趋势仍受多重因素影响而存在不确定性。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司刚性债务规模波动上升。公司短期借款主要用于经营发展和营运资金的周转，长期借款主要用于成都路维项目建设及购置深圳总部办公场所形成的抵押借款。其他负债方面，应付票据及应付账款主要系应付设备款和货款，受IPO项目逐步投产及本期债券募投项目设备采购影响，2024年以来公司应付账款规模有所波动。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	2.13	23.64%	2.32	27.30%	0.90	11.09%
应付账款	2.53	28.12%	1.74	20.43%	2.81	34.61%
一年内到期的非流动负债	0.53	5.83%	0.55	6.45%	0.36	4.47%
流动负债合计	5.50	61.08%	4.97	58.49%	4.26	52.46%
长期借款	2.90	32.16%	2.89	33.97%	3.14	38.63%
非流动负债合计	3.51	38.92%	3.53	41.51%	3.86	47.54%
负债合计	9.01	100.00%	8.50	100.00%	8.12	100.00%
总债务	5.55	61.64%	5.76	67.72%	4.40	54.19%
其中：短期债务	2.66	47.81%	2.87	49.83%	1.26	28.71%
长期债务	2.90	52.19%	2.89	50.17%	3.14	71.29%

注：合计数差异系四舍五入所致。
 资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力向好，但持续扩产仍将推动杠杆水平上升。公司货款回收较为及时，2024年经营活动现金流净额及FFO同比提升较多，同时由于公司刚性债务规模不大，EBITDA利息保障倍数、净债务/EBITDA、FFO/净债务等各项杠杆指标表现较好。公司目前债务压力小，但考虑本期债券的成功发行、经营规模的扩大，未来建设和营运资金需求仍较大，自由现金流可能逐步减少，公司债务压力将有所上升。

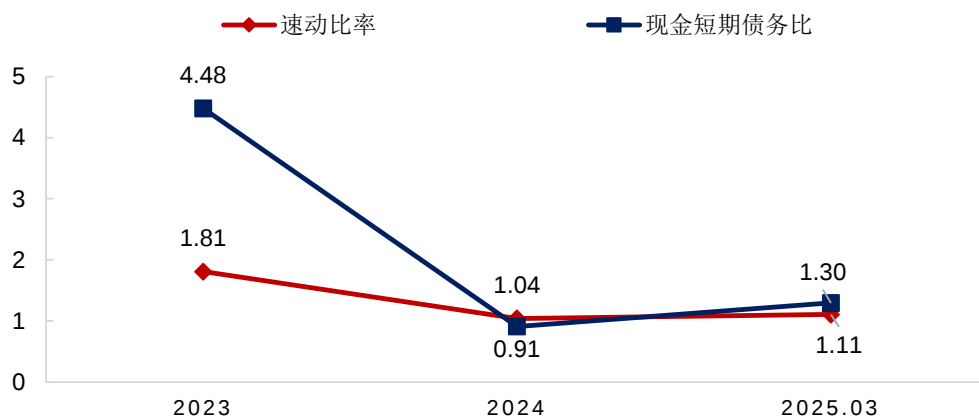
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.05	2.67	1.67
FFO（亿元）	--	2.75	2.07
资产负债率	38.43%	37.90%	34.96%
净债务/EBITDA	--	1.01	-0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	19.87	18.94
总债务/总资本	27.79%	29.24%	22.56%
FFO/净债务	--	82.68%	-185.68%
经营活动现金流净额/净债务	48.26%	80.17%	-149.28%
自由现金流/净债务	41.03%	3.81%	153.70%

资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司获取流动性资源的能力一般。公司IPO之后，外部融资渠道拓宽，但随着IPO项目的持续推进，公司货币资金逐步消耗，速动比率和现金短期债务比下滑较多。截至2025年3月末，公司资产负债率虽较低，但主要房产已抵押且设备专用性较强，融资弹性一般。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日¹，公司本部及子公司成都路维和成都路维光电科技有限公司（以下简称“路维科技”）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月14日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

¹ 公司本部、子公司成都路维、路维科技征信报告查询日分别为 2025 年 7 月 3 日、2025 年 7 月 1 日、2025 年 7 月 1 日。

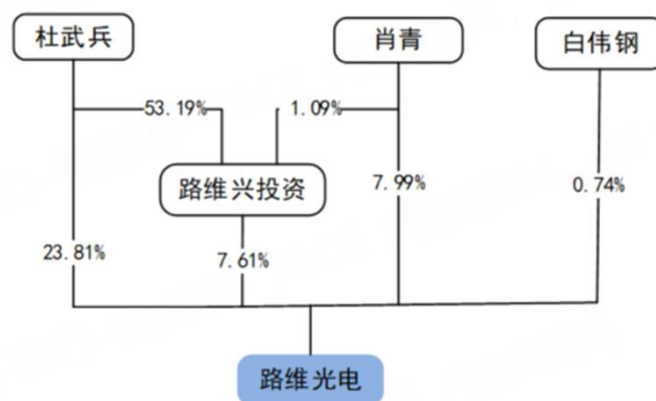
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.32	2.43	5.09	6.17
应收账款	2.61	2.50	1.76	1.41
流动资产合计	8.03	6.95	9.38	11.21
固定资产	10.61	10.80	8.72	7.21
非流动资产合计	15.41	15.48	13.85	8.17
资产总计	23.44	22.43	23.23	19.37
短期借款	2.13	2.32	0.90	0.67
应付账款	2.53	1.74	2.81	1.07
一年内到期的非流动负债	0.53	0.55	0.36	0.87
流动负债合计	5.50	4.97	4.26	2.98
长期借款	2.90	2.89	3.14	1.60
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.51	3.53	3.86	2.46
负债合计	9.01	8.50	8.12	5.44
总债务	5.55	5.76	4.40	3.14
其中：短期债务	2.66	2.87	1.26	1.54
长期债务	2.90	2.89	3.14	1.60
所有者权益	14.43	13.93	15.11	13.94
营业收入	2.60	8.76	6.72	6.40
营业利润	0.55	2.16	1.69	1.31
净利润	0.49	1.91	1.46	1.11
经营活动产生的现金流量净额	1.05	2.67	1.67	2.99
投资活动产生的现金流量净额	-0.31	-2.15	-4.69	-3.64
筹资活动产生的现金流量净额	0.16	-1.89	0.73	5.35
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.29	2.62	2.37
FFO（亿元）	--	2.75	2.07	1.82
净债务（亿元）	2.17	3.33	-1.12	-5.37
销售毛利率	34.10%	34.82%	35.10%	32.88%
EBITDA 利润率	--	37.55%	39.03%	37.06%
总资产回报率	--	10.17%	8.59%	9.51%
资产负债率	38.43%	37.90%	34.96%	28.07%
净债务/EBITDA	--	1.01	-0.43	-2.27
EBITDA 利息保障倍数	--	19.87	18.94	10.36
总债务/总资本	27.79%	29.24%	22.56%	18.39%
FFO/净债务	--	82.68%	-185.68%	-33.85%

经营活动现金流净额/净债务	48.26%	80.17%	-149.28%	-55.56%
速动比率	1.11	1.04	1.81	3.40
现金短期债务比	1.30	0.91	4.48	5.62

资料来源：公司 2021-2023 年连审审计报告、2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
成都路维光电科技有限公司	15,000	100.00%	制造
香港路维实业有限公司	7.7 万港币	100.00%	贸易
成都路维光电有限公司	34,500	100.00%	制造
共青城路维盛德股权投资合伙企业 （有限合伙）	20,000	99.50%	投资

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号