

路维光电 (688401.SH)

1Q23 归母净利润同比增长 77%，毛利率同比提升 6.3pct

买入

核心观点

2022 年营收同比增长 29.7%，归母净利润同比增长 129.0%。公司 2022 年营收 6.40 亿元 (YoY +29.7%)，归母净利润 1.20 亿元 (YoY +129.0%)，扣非后归母净利润 1.01 亿元 (YoY +112.4%)；22 年业绩增长主要得益于：1) 公司产品线日益丰富和完善，产品结构进一步优化，销售规模快速扩大；2) 公司高世代掩膜版产能利用率提升，规模效应显现，22 年毛利率提升、期间费用率下降。公司 1Q23 营收 1.36 亿元 (YoY -6.2%)，归母净利润 2841 万元 (YoY +77.2%)，营收同比下降主要系募投项目扩产产能暂未释放；净利润同比大幅增长主要得益于产品结构优化、产线运营效率提升所带来的毛利率上升。

2022 年毛利率同比提升 6.6pct，1Q23 毛利率同比提升 6.3pct。公司 2022 年毛利率 32.9% (YoY +6.6pct)，1Q23 毛利率 32.9% (YoY +6.3pct)，毛利率大幅提升得益于：1) 产品线日益丰富，产品结构优化及提升；2) 高世代掩膜版产线产能利用率提升，规模效应显现。公司 2022 年期间费用率 14.8% (YoY -4.5pct)，同比下降得益于公司不断提升管理水平，严控成本及各项费用；其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比下降 0.8、2.3、0.2、1.2pct。

公司不断攻克半导体掩膜版核心技术，IPO 募投产能陆续释放。目前公司已实现 250nm 制程节点半导体掩膜版的量产，掌握 180nm/150nm 制程节点半导体掩膜版制造核心技术能力，未来会进一步将制造能力提升至 130nm 节点。2022 年公司 IPO 募集资金总额 5.11 亿元，其中 2.66 亿元将投资于高精度半导体掩膜版与大尺寸平板显示掩膜版扩产项目；该项目计划新增 3 条半导体掩膜版产线和 1 条平板显示 G8.5 掩膜版产线；截至 2022 年末公司在该项目已投入 5.78 亿元，投入进度 21.8%，2023 年起新增产能将陆续释放。

Chiplet 技术快速发展，半导体封装掩膜版市场随之受益。Chiplet 技术将大型单片芯片分解为不同功能的小芯片，小芯片可以使用相同或者不同的工艺节点制造，再通过先进封装技术进行封装集成。Chiplet 产品每一个模块的生产都对应一套相应的掩膜版，在将这些功能芯片封装在一起时，也要用到相应的掩膜版进行先进封装作业。因此，Chiplet 技术快速发展将扩大成熟制程节点芯片对应的掩膜版需求，公司作为国内掩膜版龙头将充分受益。

投资建议：维持“买入”评级。我们看好公司在平板显示掩膜版领域持续提升市场份额，同时不断导入半导体掩膜版领域新客户，将技术工艺推进至 110nm/90nm/65nm 等制程节点。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 1.72/2.29/2.92 亿元，对应 PE 为 35.7/26.8/21.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原料及设备依赖进口，掩膜版需求不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	640	844	1,089	1,373
(+/-%)	22.9%	29.7%	31.8%	29.1%	26.1%
净利润(百万元)	52	120	172	229	292
(+/-%)	61.1%	129.0%	43.7%	33.3%	27.4%
每股收益(元)	0.52	0.90	1.29	1.72	2.19
EBIT Margin	9.9%	20.2%	20.9%	21.6%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	11.3%	8.9%	11.6%	13.8%	15.4%
市盈率 (PE)	88.1	51.3	35.7	26.8	21.0
EV/EBITDA	43.5	32.2	26.6	20.9	17.0
市净率 (PB)	9.95	4.57	4.15	3.69	3.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
 021-60893306
 hujian1@guosen.com.cn
 S0980521080001

证券分析师：周靖翔
 021-60375402
 zhoujingxiang@guosen.com.cn
 S0980522100001

证券分析师：叶子
 0755-81982153
 yezi3@guosen.com.cn
 S0980522100003

联系人：李书颖
 0755-81982362
 lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
 021-60871321
 huhui2@guosen.com.cn
 S0980521080002

证券分析师：李梓澎
 0755-81981181
 lizipeng@guosen.com.cn
 S0980522090001

联系人：詹浏洋
 010-88005307
 zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	46.08 元
总市值/流通市值	6144/1371 百万元
52 周最高价/最低价	60.00/31.91 元
近 3 个月日均成交额	102.90 百万元

市场走势

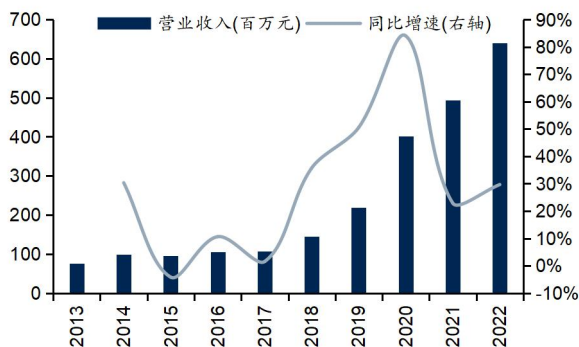


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《路维光电 (688401.SH) -22 年净利润同比增长 110%-139%，规模效应进一步显现》——2023-02-01
 《路维光电 (688401.SH) -国内领先的掩膜版企业，坚持“以屏带芯”发展战略》——2022-12-12

图1: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



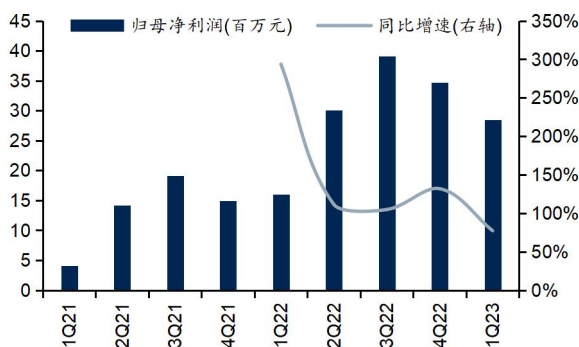
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



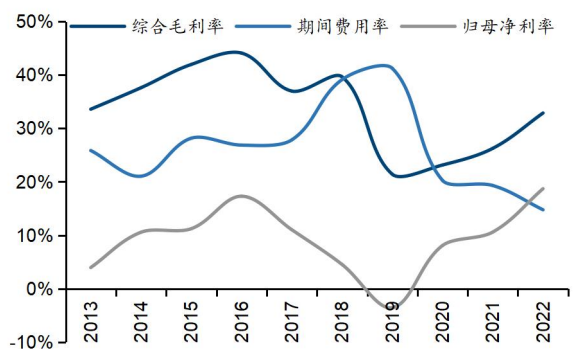
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



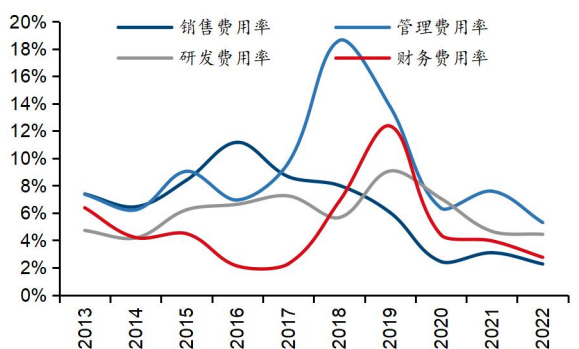
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	149	617	601	648	765	营业收入	494	640	844	1089	1373
应收款项	117	149	201	257	324	营业成本	364	430	560	717	900
存货净额	101	110	155	205	255	营业税金及附加	5	4	7	9	11
其他流动资产	107	245	264	284	303	销售费用	15	15	19	24	30
流动资产合计	474	1121	1222	1394	1647	管理费用	37	34	44	57	70
固定资产	770	723	788	838	876	研发费用	23	28	37	47	59
无形资产及其他	14	14	14	13	13	财务费用	20	18	(0)	(1)	(3)
其他长期资产	51	79	79	79	79	投资收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(2)	(1)	(0)	0
资产总计	1309	1937	2104	2324	2615	其他	13	21	12	14	15
短期借款及交易性金融负债	120	154	153	156	168	营业利润	38	131	188	251	320
应付款项	159	107	147	191	243	营业外净收支	3	0	1	1	1
其他流动负债	17	37	39	51	71	利润总额	41	131	189	252	321
流动负债合计	296	298	340	398	481	所得税费用	12	21	30	40	50
长期借款及应付债券	396	160	160	160	160	少数股东损益	(24)	(9)	(13)	(17)	(22)
其他长期负债	95	86	86	83	79	归属于母公司净利润	52	120	172	229	292
长期负债合计	491	246	246	242	238	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	787	544	586	641	720	净利润	28	111	159	212	270
少数股东权益	59	50	38	20	(2)	资产减值准备	6	4	2	1	1
股东权益	463	1343	1481	1664	1897	折旧摊销	75	79	77	89	102
负债和股东权益总计	1309	1937	2104	2324	2615	公允价值变动损失	0	(1)	(0)	(1)	(1)
						财务费用	30	29	(0)	(1)	(3)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(107)	(15)	(60)	(59)	(55)
每股收益	0.52	0.90	1.29	1.72	2.19	其它	102	92	(1)	(0)	2
每股红利	0.26	0.18	0.26	0.35	0.44	经营活动现金流	134	299	176	242	316
每股净资产	4.63	10.07	11.10	12.48	14.22	资本开支	(135)	(115)	(142)	(138)	(139)
ROIC	5%	11%	12%	16%	21%	其它投资现金流	0	(249)	(14)	(14)	(13)
ROE	11%	9%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(135)	(364)	(156)	(152)	(151)
毛利率	26%	33%	34%	34%	34%	权益性融资	49	784	0	0	0
EBIT Margin	10%	20%	21%	22%	22%	负债净变化	6	(236)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	32%	30%	30%	29%	支付股利、利息	(26)	(24)	(35)	(47)	(59)
收入增长	23%	30%	32%	29%	26%	其它融资现金流	(37)	11	(1)	3	12
净利润增长率	61%	129%	44%	33%	27%	融资活动现金流	(7)	535	(35)	(43)	(48)
资产负债率	65%	31%	30%	28%	27%	现金净变动	(9)	468	(16)	46	117
息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	158	149	617	601	648
P/E	88.1	51.3	35.7	26.8	21.0	货币资金的期末余额	149	617	601	648	765
P/B	10.0	4.6	4.1	3.7	3.2	企业自由现金流	(133)	57	24	90	163
EV/EBITDA	43.5	32.2	26.6	20.9	17.0	权益自由现金流	(163)	(168)	24	94	176

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032