

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.02
总股本/流通股本(亿股)	1.93 / 0.44
总市值/流通市值(亿元)	54 / 12
52 周内最高/最低价	57.90 / 28.02
资产负债率(%)	28.1%
市盈率	25.94
第一大股东	杜武兵

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

路维光电(688401)

规模效应凸显+产品结构优化，盈利能力不断增强

● 事件

8 月 15 日，公司公告 2023 年半年度报告，23H1 公司实现营收 3.08 亿元，同比+5.38%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比+53.28%；实现归母扣非净利润 0.58 亿元，同比+44.73%。

● 投资要点

规模效应显现+产品结构优化，业绩稳步增长。分季度看，公司 23Q1/23Q2 分别实现营收 1.36/1.72 亿元，同比-6.23%/+16.81%；归母净利润 0.28/0.42 亿元，同比+77.18%/40.53%；归母扣非净利润 0.23/0.35 亿元，同比+73.27%/30.20%；销售毛利率 32.95%/35.80%；销售净利率 17.83%/25.25%，主要系报告期内 1) 公司募集资金投资项目按计划建设并陆续投产；2) 公司持续加大研发(23H1 公司研发投入占营业收入的比例为 5.41%，同比+0.75pct)，坚持技术创新，以技术创造业绩，促使产能水平及产品结构进一步优化带来营业收入和毛利率提升；3) 公司持续加强资金管理，财务费用下降(23Q2 公司的销售/管理/财务费用占比分别为 2.28%/3.49%/-1.12%，去年同期分别为 2.47%/5.88%/0.19%，彰显公司的规模效应)。

半导体+面板掩膜版募投项目有序推进，丰富产品版图。公司募投项目的建设内容为新建 3 条半导体高精度掩膜版生产线和 1 条平板显示大尺寸掩膜版(G8.5)生产线，其中新建的 G8.5 平板显示大尺寸掩膜版产线将与成都路维原有产线共用部分后端制程设备。

半导体掩膜版方面，1) 晶圆厂倾向于向独立第三方掩膜版厂商采购较成熟制程掩膜版：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，因此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，公司将充分受益于此趋势。**2) 光掩膜版占半导体制造材料市场规模的 13%：**根据 SEMI 2023 年 6 月发布的报告，2022 年半导体材料市场整体规模增长 8.9%，达到 727 亿美元，创历史新高，其中光掩膜版占比 13%。半导体芯片用掩膜版领域受惠于全球半导体材料市场的持续扩大，预计未来掩膜版行业整体市场需求量将继续保持增长。**3) 现有布局：**目前公司已实现 180nm 及以上制程节点半导体掩膜版产品的量产，可应用于 MOSFET、IGBT、MEMS、SAW、先进封装等半导体制造领域，与国内某些领先芯片公司及其配套供应商、中芯宁波、长电科技、通富微电、晶方科技、华天科技等国内诸多主流厂商开展紧密合作；**4) 技术储备：**公司通过自主研发，储备了 150nm 制程节点半导体掩膜版制造技术，可覆盖第三代半导体相关产品。**5) 在**

研项目：公司积极开展 130nm 及以下制程节点掩膜版产品的工艺技术开发。

面板掩膜版方面，1) **显示技术迭代发展催涨面板掩膜版需求：**平板显示技术不断升级与迭代，新的显示技术如 AMOLED、LTPS、LTPO、Mini-LED 及 Micro-LED 等技术需要掩膜版朝着更高精度和更优品质的方向进行技术革新，为掩膜版行业提供更为广阔的市场需求；2) **23H2 平板显示市场将呈现回升趋势：**Omdia 在今年的报告中对 2023 年平板显示用掩膜版需求面积给出了较为乐观的预测数据，比 2022 年报告中给出的数据高出 6.4%。3) **现有布局：**目前公司已具有 G2.5-G11 全世代掩膜版生产能力，可以配套平板显示厂商所有世代产线，与京东方、华星光电、天马、信利等知名面板企业均建立了长期稳定的供应关系；4) **新品进展：**报告期内，公司完成了高精度 G8.5 灰阶掩膜版研发、提升玻璃掩膜版（铬系）抗划伤性能的研究与开发等研发项目，实现了高精度 G8.5 灰阶掩膜版、中精度 980*1150mm AMOLED 用掩膜版、抗划伤掩膜版等新产品的量产，进一步丰富产品种类，提升公司在掩膜版领域的技术能力。

● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 8.84/12.28/17.10 亿元，实现归母净利润分别为 1.72/2.55/3.35 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 32 倍、21 倍、16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

主要原材料和设备出口国（或地区）政策调整的风险；宏观经济波动带来的风险；市场竞争不断加剧的风险；未能及时跟随下游需求变化的风险；重资产经营风险；技术迭代风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	640	884	1228	1710
增长率(%)	29.66	38.17	38.82	39.29
EBITDA（百万元）	232.82	289.72	408.88	559.47
归属母公司净利润（百万元）	119.78	171.71	254.56	334.52
增长率(%)	128.99	43.36	48.25	31.41
EPS（元/股）	0.62	0.89	1.32	1.73
市盈率（P/E）	45.23	31.55	21.28	16.19
市净率（P/B）	4.03	3.65	3.11	2.61
EV/EBITDA	23.66	18.08	12.92	9.20

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	640	884	1228	1710	营业收入	29.7%	38.2%	38.8%	39.3%
营业成本	430	578	787	1078	营业利润	245.2%	68.5%	43.6%	41.9%
税金及附加	4	6	8	12	归属于母公司净利润	129.0%	43.4%	48.2%	31.4%
销售费用	15	20	30	40	获利能力				
管理费用	34	43	58	79	毛利率	32.9%	34.7%	35.9%	37.0%
研发费用	28	48	61	85	净利率	18.7%	19.4%	20.7%	19.6%
财务费用	18	-7	-7	-6	ROE	8.9%	11.6%	14.6%	16.1%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	7.2%	9.0%	11.5%	14.1%
营业利润	131	221	318	451	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	28.1%	33.9%	32.4%	31.1%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	3.77	2.23	2.13	2.22
利润总额	131	221	318	451	营运能力				
所得税	21	35	50	71	应收账款周转率	5.13	5.28	5.30	5.30
净利润	111	187	268	380	存货周转率	6.09	6.82	6.92	7.06
归母净利润	120	172	255	335	总资产周转率	0.39	0.41	0.49	0.58
每股收益(元)	0.62	0.89	1.32	1.73	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.89	1.32	1.73
货币资金	617	633	595	733	每股净资产	6.95	7.68	9.00	10.73
交易性金融资产	231	231	231	231	估值比率				
应收票据及应收账款	147	205	284	396	PE	45.23	31.55	21.28	16.19
预付款项	2	2	2	3	PB	4.03	3.65	3.11	2.61
存货	110	150	205	279	现金流量表				
流动资产合计	1121	1234	1336	1670	净利润	111	187	268	380
固定资产	721	1002	1264	1456	折旧和摊销	86	75	98	115
在建工程	2	-25	-53	-78	营运资本变动	71	19	-72	-76
无形资产	14	19	24	28	其他	31	7	8	7
非流动资产合计	816	1113	1353	1523	经营活动现金流净额	299	288	302	426
资产总计	1937	2348	2689	3193	资本开支	-115	-334	-337	-284
短期借款	67	71	76	81	其他	-249	-36	1	1
应付票据及应付账款	107	219	272	367	投资活动现金流净额	-364	-370	-337	-283
其他流动负债	124	264	280	304	股权融资	784	0	0	0
流动负债合计	298	554	628	752	债务融资	-200	140	5	5
其他	246	243	243	243	其他	-49	-41	-9	-9
非流动负债合计	246	243	243	243	筹资活动现金流净额	535	98	-4	-4
负债合计	544	796	870	994	现金及现金等价物净增加额	468	16	-38	139
股本	133	193	193	193					
资本公积金	972	912	912	912					
未分配利润	209	325	542	826					
少数股东权益	50	65	79	124					
其他	29	55	93	144					
所有者权益合计	1394	1551	1819	2199					
负债和所有者权益总计	1937	2348	2689	3193					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048