

# 清溢光电 (688138.SH)

## 公司快报

### 持续推动产品升级，掩膜版国产化空间巨大

电子 | 半导体材料III

投资评级

**增持-A(首次)**

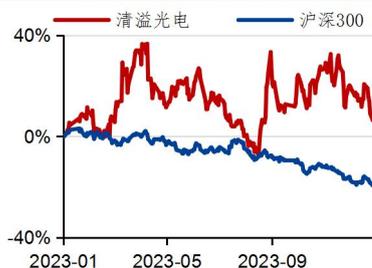
股价(2024-01-12)

19.92 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,314.66
流通市值(百万元)	5,314.66
总股本(百万股)	266.80
流通股本(百万股)	266.80
12个月价格区间	25.20/18.24

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.42	-2.47	23.71
绝对收益	-11.58	-13.77	5.45

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号: S0910523020006  
 wangchenfu@huajinsec.cn

#### 相关报告

◆ **掩膜版重要企业，国产替代空间巨大：**公司是国内成立最早的平板显示、半导体芯片、触控、电路板等行业用掩膜版生产企业之一。产品聚焦于低温多晶硅(LTPS)、金属氧化物(IGZO)、有源矩阵有机发光二极管(AMOLED)、MicroLED显示、Micro OLED显示、半导体芯片、Chiplet先进封装技术等领域，为客户提供品类多样的平板显示和半导体芯片用掩膜版。掩膜版是微电子制造过程中的图形转移母版，是平板显示、半导体、触控、电路板等行业生产制造过程中重要的关键材料。掩膜版的作用是将设计者的电路图形通过曝光的方式转移到下游行业的基板或晶圆上，从而实现批量化生产。作为光刻复制图形的基准和蓝本，掩膜版是连接工业设计和工艺制造的关键，掩膜版的精度和质量水平会直接影响最终下游制品的优品率。在掩膜版下游应用中，半导体和平板显示是掩膜版最主要的两个应用领域。平板显示领域的同一世代生产线，根据下游显示产品的需求，对分辨率、尺寸等主要技术指标的要求不同，进而对掩膜版精度的要求也存在高、中、低差异。中国大陆平板显示行业对掩膜版产品尤其是高世代、高精度掩膜版产品的需求将持续增长。根据Omdia分析，预计2026年全球8.6代及以下平板显示行业掩膜版销售收入为1,112亿日元，占全球平板显示行业掩膜版销售额的比例为92%，8.6代及以下平板显示行业用掩膜版需求保持稳定增长。根据Omdia分析，中国大陆平板显示行业掩膜版需求占全球比重，从2017年的32%上升到2021年的51%。未来随着相关产业进一步向国内转移，中国大陆平板显示行业掩膜版的需求将持续上升，预计到2025年，中国大陆平板显示行业掩膜版需求全球占比将达到58%。在半导体芯片用掩膜版领域，半导体芯片需求的增加，是推动半导体芯片掩膜版市场增长的主要因素。根据SEMI在2022年的分析报告，2022年全球半导体芯片用掩膜版市场规模约有52亿美元，预计2023年市场规模将达到54亿美元，同比增长4%。受益于中国大陆半导体芯片制造的快速发展，中国大陆半导体芯片用掩膜版市场规模出现快速增长的趋势。

◆ **立足平板显示行业，发布定增预案，推动显示和半导体掩膜版产品持续升级：**公司生产的掩膜版产品根据基板材质的不同主要可分为石英掩膜版、苏打掩膜版和其他(包含凸版、菲林)。平板显示行业用掩膜版包括薄膜晶体管液晶显示器(TFT-LCD)掩膜版含阵列(Array)掩膜版(a-Si/LTPS技术)及彩色滤光片(CF)掩膜版、有源矩阵有机发光二极管显示器(AMOLED)掩膜版、超扭曲向列型液晶显示器(STN-LCD)掩膜版和Fine Metal Mask用掩膜版、MicroLED显示用掩膜版和Micro OLED显示用掩膜版等。公司的平板显示掩膜版产品和技术在业内有较高的知名度，与国内主要平板显示面板厂商均有合作，服务的典型客户包括京东方、惠科、华星光电、天马、维信诺、信利、龙腾光电、和辉光电、群创光电、瀚宇晶品等。2023年12月05日，公司发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》，本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过120,000.00万元(含本数)，募集资金扣除相关发行费用后将用于高精度掩膜版、高端半导体掩膜版的生产，“高精度掩膜版生产基地建设项目一期”，主要生产8.6代及以下高精度掩膜版，应用于a-Si、LTPS、AMOLED、LTPO、MicroLED等平板显示掩膜版产品。“高端半导



体掩膜版生产基地建设项目一期”，主要产品为覆盖 250nm-65nm 制程的高端半导体掩膜版，本项目的建设和实施能够实现更高制程节点的高端半导体掩膜版的开发及产业化，进一步打破境外领先厂商垄断格局，提高国家在半导体产业链领域的国产化进程及自主可控能力，同时也能扩充公司产品类型、提升公司产品竞争力，进一步加大公司在该领域的领先优势。

◆ **投资建议：**我们预测 2023-2025 年公司分别实现营收 9.39 亿元、11.59 亿元、14.32 亿元，同比增速分别为 23.2%、23.4%、23.6%，分别实现归母净利润 1.35 亿元、1.79 亿元、2.30 亿元，同比增速分别为 36.0%、32.6%、28.7%，对应 PE 分别为 39.5 倍、29.8 倍、23.1 倍，考虑到公司所处市场空间较大，公司持续推动产品升级，未来定增落地产能释放预计有望带来新一轮业绩成长，首次覆盖，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**下游需求不景气、行业竞争加剧、产品升级不及预期、定增推进不及预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	544	762	939	1,159	1,432
YoY(%)	11.6	40.1	23.2	23.4	23.6
净利润(百万元)	45	99	135	179	230
YoY(%)	-41.6	122.4	36.0	32.6	28.7
毛利率(%)	25.0	25.2	27.0	27.0	27.0
EPS(摊薄/元)	0.17	0.37	0.50	0.67	0.86
ROE(%)	3.7	7.7	9.7	11.6	13.2
P/E(倍)	119.4	53.7	39.5	29.8	23.1
P/B(倍)	4.4	4.1	3.8	3.5	3.0
净利率(%)	8.2	13.0	14.3	15.4	16.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、考虑到中国大陆平板显示行业掩膜版需求占全球比重持续提升，公司持续推动产品升级，定增如果顺利落地有望带动产值扩张，预计公司石英掩膜版业务 2023-2025 年分别实现营收 8.39 亿元、10.49 亿元、13.11 亿元，同比增速分别为 25.00%、25.00%、25.00%，考虑到公司产品升级有望带动产品毛利率提升，预计 2023-2025 年公司石英掩膜版业务分别为 26.00%、26.00%、26.00%；

2、考虑到苏打掩膜版主要用在中低精度掩膜版，公司持续推动产品升级，市场需求相对稳定，公司有望持续稳健提升市场份额，预计该业务 2023-2025 年分别实现营收 0.81 亿元、0.89 亿元、0.98 亿元，同比增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率考虑到市场有望复苏，预计逐步恢复，分别为 30.00%、32.00%、33.00%；

3、公司其他产品主要为菲林、凸版等产品，业务占比较低，预计该业务 2023-2025 年分别实现营收 0.04 亿元、0.04 亿元、0.04 亿元，毛利率考虑到市场有望复苏，预计逐步恢复，假设分别为 25.00%、30.00%、35.00%；

4、公司其他业务收入主要为物业租赁收入，对公司生产经营影响较小，预计该业务 2023-2025 年分别实现营收 0.15 亿元、0.16 亿元、0.18 亿元，同比增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率预计分别为 65.00%、65.00%、65.00%。

表 1：清溢光电业务收入预测（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
石英掩膜版	386.67	441.84	671.48	839.35	1,049.19	1,311.48
同比 (%)		14.27%	51.97%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	28.45%	21.86%	23.98%	26.00%	26.00%	26.00%
苏打掩膜版	79.93	81.21	73.84	81.22	89.35	98.28
同比 (%)		1.60%	-9.08%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	33.30%	33.29%	28.16%	30.00%	32.00%	33.00%
其他产品	4.20	4.48	3.32	3.65	4.02	4.42
同比 (%)		6.67%	-25.89%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	36.06%	37.65%	22.13%	25.00%	30.00%	35.00%
其他业务	16.40	16.39	13.52	14.87	16.36	18.00
同比 (%)		-0.06%	-17.51%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	67.84%	65.91%	69.84%	65.00%	65.00%	65.00%
营收合计	487.19	543.91	762.15	939.10	1,158.91	1,432.18
同比 (%)		11.64%	40.12%	23.22%	23.41%	23.58%
毛利率 (%)	30.64%	25.03%	25.19%	26.96%	27.03%	27.00%

资料来源：聚源，华金证券研究所

我们选取国内面板、半导体材料等相关企业作为可比公司，其中：奥来德是国内领先的 OLED 有机发光材料和蒸发源设备制造企业，主要从事 OLED 产业链上游环节中的有机发光材料的终端材料与蒸发源设备的研发、制造、销售及售后技术服务；三利谱主要从事偏光片产品的研发、生产和销售，主要产品包括 TFT 系列和黑白系列偏光片两类；路维光电自成立至今，一直致力于掩膜版的研发、生产和销售，产品主要用于平板显示、半导体、触控和电路板等行业，是下游微电子制造过程中转移图形的基准和蓝本。以 2024 年 1 月 12 日收盘价来看，公司 2023-2025 年对应的 PE 分别为 39.5 倍、29.8 倍、23.1 倍，可比公司 PE 的均值分别为 39.0 倍、22.3 倍、15.3 倍，公司估值虽高于可比公司均值，考虑到公司所处市场空间较大，公司持续推动产品升级，未来定增落地产能释放预计有望带来

新一轮业绩成长，首次覆盖，给予增持-A 建议。

表 2: 可比公司估值 (亿元)

公司	市值	归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
奥来德	59	1.51	2.40	3.69	39.1	24.6	16.0
三利谱	52	1.18	2.79	4.38	44.1	18.7	11.9
路维光电	56	1.66	2.37	3.15	33.9	23.7	17.8
均值					39.0	22.3	15.3
清溢光电	53	1.35	1.79	2.30	39.5	29.8	23.1

资料来源: Wind 一致预期, 清溢光电盈利预测来自华金证券研究所, 注: 股价为 2024 年 1 月 12 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	419	606	653	870	1007	<b>营业收入</b>	544	762	939	1159	1432
现金	155	224	251	310	383	营业成本	408	570	686	846	1046
应收票据及应收账款	160	223	249	334	387	营业税金及附加	5	6	8	10	12
预付账款	2	3	3	4	5	营业费用	16	17	19	21	23
存货	87	143	134	208	215	管理费用	33	35	39	44	50
其他流动资产	14	13	15	14	16	研发费用	37	45	51	59	70
<b>非流动资产</b>	1105	1137	1307	1542	1847	财务费用	1	5	1	2	8
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-5	-2	-2	-3
固定资产	922	1034	1159	1333	1578	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	18	17	19	22	22	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	164	85	129	187	247	<b>营业利润</b>	54	101	154	195	250
<b>资产总计</b>	1523	1743	1960	2412	2854	营业外收入	0	1	0	0	0
<b>流动负债</b>	174	285	409	715	957	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	50	183	411	616	<b>利润总额</b>	54	100	153	194	250
应付票据及应付账款	91	162	143	234	232	所得税	9	1	18	16	20
其他流动负债	83	73	83	70	109	<b>税后利润</b>	45	99	135	179	230
<b>非流动负债</b>	150	176	167	158	151	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	80	79	70	61	55	归属母公司净利润	45	99	135	179	230
其他非流动负债	71	97	97	97	97	EBITDA	128	212	254	327	423
<b>负债合计</b>	325	461	576	873	1108						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	267	267	267	267	267	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	482	482	482	482	482	<b>成长能力</b>					
留存收益	450	533	624	743	896	营业收入(%)	11.6	40.1	23.2	23.4	23.6
归属母公司股东权益	1199	1282	1384	1540	1745	营业利润(%)	-41.0	86.7	52.6	26.7	28.6
<b>负债和股东权益</b>	1523	1743	1960	2412	2854	归属于母公司净利润(%)	-41.6	122.4	36.0	32.6	28.7
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	25.0	25.2	27.0	27.0	27.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	8.2	13.0	14.3	15.4	16.0
<b>经营活动现金流</b>	194	135	226	219	359	ROE(%)	3.7	7.7	9.7	11.6	13.2
净利润	45	99	135	179	230	ROIC(%)	3.3	6.5	7.8	8.9	9.9
折旧摊销	74	110	99	121	150	<b>偿债能力</b>					
财务费用	1	5	1	2	8	资产负债率(%)	21.3	26.5	29.4	36.2	38.8
投资损失	0	0	-0	-0	-0	流动比率	2.4	2.1	1.6	1.2	1.1
营运资金变动	70	-82	-7	-83	-29	速动比率	1.8	1.6	1.2	0.9	0.8
其他经营现金流	4	3	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-305	-117	-269	-356	-455	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>筹资活动现金流</b>	39	38	-64	-33	-35	应收账款周转率	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	3.8	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.37	0.50	0.67	0.86	P/E	119.4	53.7	39.5	29.8	23.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.51	0.85	0.82	1.35	P/B	4.4	4.1	3.8	3.5	3.0
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.80	5.19	5.77	6.54	EV/EBITDA	41.6	25.2	21.4	17.1	13.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)