

股票投资评级

买入 | 维持

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)	28.56
总股本/流通股本(亿股)	1.93 / 1.14
总市值/流通市值(亿元)	55 / 33
52周内最高/最低价	57.56 / 23.57
资产负债率(%)	28.1%
市盈率	26.44
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)

产品布局持续完善优化，盈利能力有望继续提升

● 投资要点

募投陆续投产优化产品结构，规模效应显现提升盈利水平。2023年公司预计实现营收6.72亿元，同比+5.06%；实现营业利润1.71亿元，同比+30.01%；实现利润总额1.72亿元，同比+30.51%；实现归母净利润1.52亿元，同比+26.51%；实现扣非归母净利润1.25亿元，同比+23.59%。主要系：1) 募投项目逐步建设并陆续投产，促使产能水平及产品结构进一步优化带来营收和毛利率提升。G8.5平板显示掩膜版市场需求较大，募投项目实施前公司受限于产能不足的问题，在需求撞期时需要使用G11掩膜版产线完成G8.5掩膜版的生产，而G11产线的设备最经济的配置为用于G11和AMOLED平板显示掩膜版的生产制造，产品和产线的错配使公司的生产成本上升而利润空间下降。募投项目(高精度半导体掩膜版与大尺寸平板显示掩膜版扩产项目)的实施拟新建一条G8.5平板显示掩膜版产线，新建G8.5掩膜版产线将释放现有G11产线的产能，使其更多投入到G11和AMOLED平板显示掩膜版的生产中，G11和AMOLED掩膜版等高端产品技术难度大，产品附加值高，有利于公司优化产品结构。其次，随着公司工艺和产品技术的提升，高精度产品占比不断增加，毛利率呈现稳中有升的态势。2) 公司持续加强资金管理，财务费用下降，盈利水平持续提升。

持续拓宽半导体掩膜版产品线，进军28nm及以上节点掩膜版。公司募投项目的新建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)生产线陆续建设，截至2023年6月30日，机器设备原值达到83,628.74万元。在半导体掩膜版领域，国内大陆半导体掩膜版生产企业主要集中在130nm及以上制程节点的Stepper Mask，130nm及以下制程节点掩膜版仍基本依赖进口。目前，我国半导体领域的主流厂商市场份额迅速增加，产业链国产化不断加快，其对掩膜版的需求量在存在较大缺口的情况下仍在不断提升，国内掩膜版厂商亟需在130nm及以下制程节点的半导体掩膜版实现国产替代。公司已实现180nm及以上制程节点半导体掩膜版量产，同时储备有150nm制程节点掩膜版制造技术和OPC、PSM等应用于中高端半导体掩膜版的制造技术，满足国内功率器件、光电器件、传感器、先进半导体芯片封装等应用场景，为我国半导体行业的发展提供关键上游材料国产化配套支持。2024年1月19日，公司通过设立的产业基金投资的江苏路芯半导体技术有限公司掩膜版生产项目奠基开工，路芯半导体掩膜版生产项目拟投资20亿元，占地面积74亩，建成后具备年产约35000片半导体掩膜版生产能力，技术节点达到28nm。项目分两期建设，一期

规划生产 45nm 及以上的节点掩膜版；二期规划生产 28nm 及以上的节点掩膜版，预计 2025 年实现量产。

国内掩膜版需求持续增长，公司募投产能逐步释放蓄势成长。掩膜版行业景气度随着半导体芯片和平板显示等下游应用的产品开发数量、型号变化，与下游厂商的产能情况并非强正相关。随着我国半导体芯片行业、平板显示行业、触控行业等下游应用领域产品迭代升级加速，如 AMOLED、LTPO、OLED_oS、Mini-LED、量子点（QD）等新型显示产品更广泛地应用于终端消费品等新兴技术的应用，掩膜版行业景气上行。SEMI 预估 2023 年全球半导体产业营收衰退 10.9%，其中光罩营收衰退 3%，但 2024 年有望分别反弹 16.8% 及 4%，主要受益于智慧手机及 PC 恢复成长。台湾光罩受惠高单价光罩产能开出，出货量及平均售价同步看升，配合子公司营运好转，对 2024 年展望乐观。主要掩膜版供应商如 Topan、Portronics、DNP 等工厂稼动率较满，部分国内 IC 设计及晶圆代工业者更支付额外费用以期缩短交货时间，国产掩膜版厂商有望受益于此提升出货价值量。同时掩膜版国产自给的比例低，大部分仍严重依赖进口，尤其是高端掩膜版，存在极大的国产替代空间。公司募投项目的建设和投产将提供新的产能，同时，公司持续加大研发坚持技术创新，促使产能水平和产品结构不断优化从而推动公司业绩长期稳健发展。

● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 6.72/8.80/11.51 亿元，分别实现归母净利润 1.52/1.94/2.50 亿元，当前股价对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 35/27/21 倍，维持“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	672	880	1151
增长率（%）	29.66	5.06	30.86	30.75
EBITDA（百万元）	232.82	236.19	315.80	401.79
归属母公司净利润（百万元）	119.78	151.52	194.04	250.48
增长率（%）	128.99	26.51	28.06	29.09
EPS（元/股）	0.62	0.78	1.00	1.30
市盈率（P/E）	44.36	35.06	27.38	21.21
市净率（P/B）	3.96	3.63	3.30	2.86
EV/EBITDA	23.66	23.33	18.45	14.92

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	672	880	1151	营业收入	29.7%	5.1%	30.9%	30.8%
营业成本	430	435	566	734	营业利润	245.2%	30.0%	21.6%	29.3%
税金及附加	4	5	6	8	归属于母公司净利润	129.0%	26.5%	28.1%	29.1%
销售费用	15	15	19	25	获利能力				
管理费用	34	35	45	59	毛利率	32.9%	35.3%	35.7%	36.2%
研发费用	28	34	42	55	净利率	18.7%	22.5%	22.1%	21.8%
财务费用	18	-11	8	17	ROE	8.9%	10.3%	12.1%	13.5%
资产减值损失	-3	-4	-4	-5	ROIC	7.2%	6.5%	7.8%	9.3%
营业利润	131	171	208	269	偿债能力				
营业外收入	0	2	2	2	资产负债率	28.1%	35.9%	39.4%	37.9%
营业外支出	0	1	0	0	流动比率	3.77	3.14	2.53	1.92
利润总额	131	172	209	270	营运能力				
所得税	21	27	31	41	应收账款周转率	5.13	4.67	5.22	5.22
净利润	111	145	178	230	存货周转率	6.09	6.14	7.06	7.24
归母净利润	120	152	194	250	总资产周转率	0.39	0.31	0.35	0.40
每股收益(元)	0.62	0.78	1.00	1.30	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.78	1.00	1.30
货币资金	617	371	235	73	每股净资产	6.95	7.58	8.32	9.62
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	155	201	263	PE	44.36	35.06	27.38	21.21
预付款项	2	1	2	2	PB	3.96	3.63	3.30	2.86
存货	110	109	140	178	现金流量表				
流动资产合计	1121	879	824	766	净利润	111	145	178	230
固定资产	721	1002	1264	1456	折旧和摊销	86	75	98	115
在建工程	2	302	438	604	营运资本变动	71	44	-46	-42
无形资产	14	19	24	28	其他	31	17	26	30
非流动资产合计	816	1474	1877	2238	经营活动现金流净额	299	281	256	332
资产总计	1937	2353	2701	3004	资本开支	-115	-661	-500	-474
短期借款	67	71	76	81	其他	-249	-70	1	1
应付票据及应付账款	107	165	195	250	投资活动现金流净额	-364	-731	-499	-473
其他流动负债	124	44	54	68	股权融资	784	0	-50	0
流动负债合计	298	280	325	399	债务融资	-200	255	180	5
其他	246	564	739	739	其他	-49	-51	-23	-26
非流动负债合计	246	564	739	739	筹资活动现金流净额	535	204	107	-22
负债合计	544	844	1065	1138	现金及现金等价物净增加额	468	-246	-136	-163
股本	133	193	193	193					
资本公积金	972	912	912	912					
未分配利润	209	308	472	685					
少数股东权益	50	44	27	7					
其他	29	52	31	69					
所有者权益合计	1394	1509	1637	1866					
负债和所有者权益总计	1937	2353	2701	3004					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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