

2025年02月24日

清溢光电（688138.SH）

国产替代正当时，掩模版龙头空间广阔

事件点评：公司于2025年2月22日发布关于2023年度向特定对象发行A股股票申请收到上海证券交易所审核通过的公告。

◆ **国产掩模版龙头，技术持续向前演进：**公司主要从事掩模版的研发、设计、生产和销售业务，是国内成立最早、规模最大的掩模版生产企业之一。公司生产的掩模版产品根据基板材质的不同主要分为石英掩模版、苏打掩模版和其他（包含凸版、菲林）。产品主要应用于平板显示、半导体芯片、触控、电路板等行业，是下游行业产品制程中的关键工具。在平板显示掩模版技术方面，公司已实现8.6代高精度TFT用掩模版、6代中高端精度AMOLED/LTPS等掩模版，以及中高端半透膜掩模版(HTM)产品的量产。半导体芯片掩模版技术方面，公司已实现180nm工艺节点半导体芯片掩模版的量产，以及150nm工艺节点半导体芯片掩模版的客户测试认证与小规模量产，正在推进130nm-65nm的PSM和OPC工艺的掩模版开发和28nm半导体芯片所需的掩模版工艺开发规划。

◆ **持续推动高精密掩模版项目落地，业绩有望步入新台阶：**2023年公司主营业务收入约9.16亿元，其中平板显示行业收入约7.31亿元，半导体芯片行业收入约1.44亿元。相对比国内掩模版市场的容量，公司作为龙头企业还具备较大的发展成长空间。公司佛山生产基地项目包括高精度掩模版生产基地建设项目和高端半导体掩模版生产基地建设项目，总投资35亿元。其中，高精度掩模版生产基地建设项目将分三期进行建设，合计拟投资20亿元，高端半导体掩模版生产基地建设项目合计拟投资15亿元。项目建成投产后，将显著提高清溢光电平板显示掩模版和半导体掩模版的产能。我们认为，新产能将会带来两个方面的成长：1、新产能释放是公司作为高端制造业营收成长的底层逻辑；2、公司高精度掩模版项目的落地有望推动公司整体产品结构走向更高端，带动营收和毛利率的增长；3、公司高端半导体掩模版项目的落地，有望提升半导体业务占比，从而更快的提升公司综合毛利率。

◆ **投资建议：**维持前次预测，我们预计2024-2026年公司分别实现营收11.59亿元、14.32亿元、17.67亿元，同比增速分别为25.4%、23.6%、23.4%，预计归母净利润分别为1.92亿元、2.51亿元、3.36亿元，对应PE分别为41.9倍、32.2倍、24.0倍，考虑到公司所处市场空间较大，公司持续推动产品升级和新产能释放，有望带来新一轮业绩成长，维持买入建议。

◆ **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、主要原材料出口国（地区）政策调整风险

动态分析

电子 | 半导体材料III

 投资评级 **买入(维持)**

 股价(2025-02-24) **30.19元**

交易数据

总市值（百万元）	8,054.69
流通市值（百万元）	8,054.69
总股本（百万股）	266.80
流通股本（百万股）	266.80
12个月价格区间	29.52/16.27

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.41	22.53	66.88
绝对收益	12.78	25.22	80.63

分析师

王臣复

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

相关报告

清溢光电：公司快报-清溢光电（688138.SH）：高精密掩模版项目圆满封顶，国产替代有望再加速 2025.1.16

清溢光电：公司快报-清溢光电（688138.SH）业绩预告点评：上半年业绩同比高增，掩模版龙头空间广阔 2024.7.25

清溢光电：公司快报-清溢光电（688138.SH）一季报点评：Q1业绩超预期，持续推进“双翼”战略落地 2024.5.6



财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	762	924	1,159	1,432	1,767
YoY(%)	40.1	21.3	25.4	23.6	23.4
归母净利润(百万元)	99	134	192	251	336
YoY(%)	122.4	35.2	43.5	30.4	34.0
毛利率(%)	25.2	27.6	30.4	32.3	33.2
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.72	0.94	1.26
ROE(%)	7.7	9.7	12.5	14.3	16.3
P/E(倍)	81.3	60.2	41.9	32.2	24.0
P/B(倍)	6.3	5.8	5.3	4.6	3.9
净利率(%)	13.0	14.5	16.6	17.5	19.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

1、什么是掩模版？	4
2、掩模版的市场空间有多大？	5
3、清溢光电行业地位？	6
4、清溢光电掩模版技术演进趋势？	7
5、清溢光电的典型客户有哪些？	7
6、怎么看清溢光电的成长逻辑？	8
7、风险提示：	8

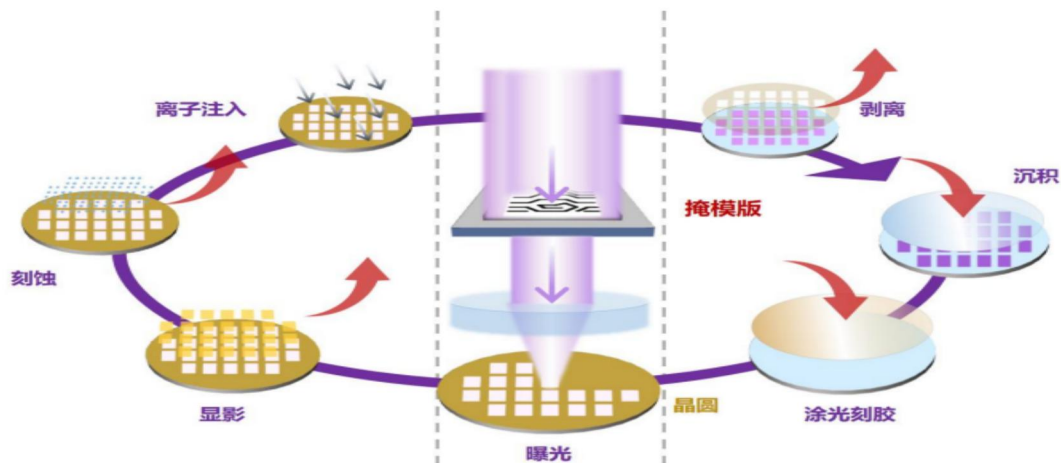
图表目录

图 1：掩模版在半导体生产中的应用	4
图 2：半导体多层光刻原理图	4
图 3：全球半导体材料市场规模（U.S.Dollars in Billions）	5
图 4：不同区域半导体材料市场规模（U.S.Dollars in Millions）	5
图 5：2021 年半导体材料市场占比	5
图 6：中国已成为全球平板显示掩模版的主要市场之一	6
图 7：2023 年全球平板显示掩模版企业销售金额排名	7

1、什么是掩模版？

掩模版是半导体产业的关键材料之一，是集成电路大规模生产中的光复印母版，在芯片制造中起到光刻模具的作用，其制程能力是限制芯片最小线宽的重要因素之一，掩模版的制程与精度直接决定了芯片制造的制程水平。

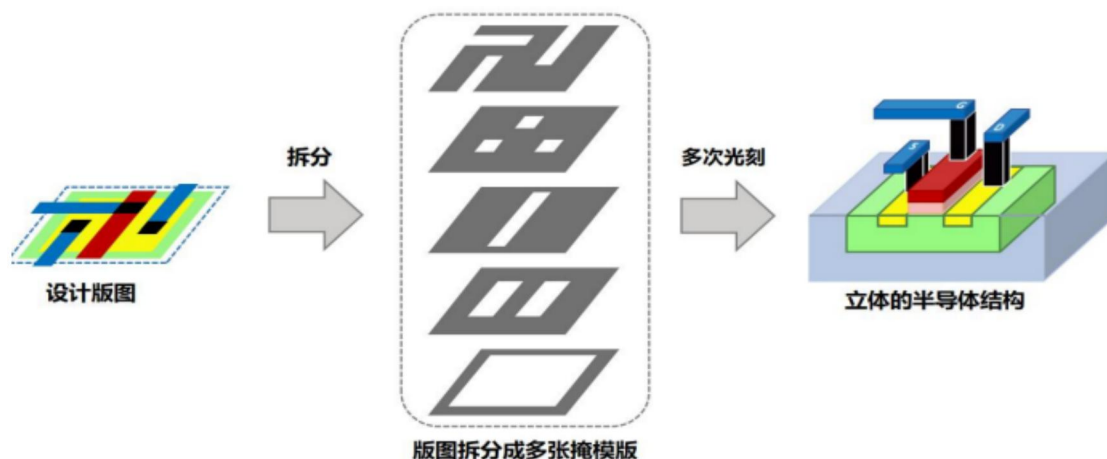
图 1：掩模版在半导体生产中的应用



资料来源：龙图光罩招股书，华金证券研究所

半导体器件和结构是通过生产工艺一层一层累计叠加形成的，芯片设计版图通常由十几层到数十层图案组成，芯片制造最关键的工序是将每层掩模版上的图案通过多次光刻工艺精准地转移到晶圆上。半导体光刻工艺需要一整套相互之间能准确套准的、具有特定图形的“光复印”掩模版，其功能类似于传统相机的“底片”。

图 2：半导体多层光刻原理图



资料来源：龙图光罩招股书，华金证券研究所

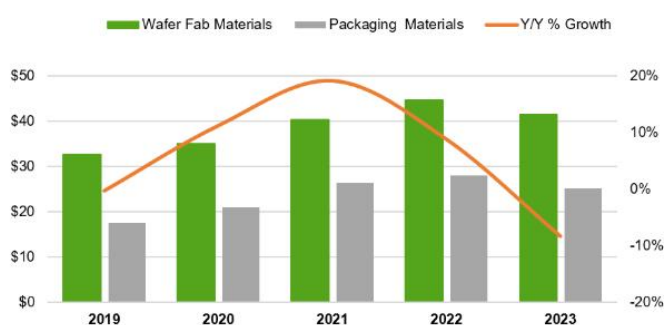
2、掩模版的市场空间有多大？

掩模版广泛应用于半导体、平板显示、电路板、触控屏等领域。其中，半导体和平板显示是掩模版最大的两个应用场景。

半导体掩模版方面：

根据 SEMI 数据，2023 年全球半导体材料市场销售额从 2022 年创下的 727 亿美元的市场纪录下降 8.2%，至 667 亿美元。中国台湾以 192 亿美元的销售额，连续第 14 年成为全球最大的半导体材料消费地区。中国大陆的销售额为 131 亿美元，继续实现同比增长，在 2023 年排名第二。韩国的销售额为 106 亿美元，仍然是第三大消费地区。

图 3：全球半导体材料市场规模（U.S.Dollars in Billions）



资料来源：SEMI，华金证券研究所

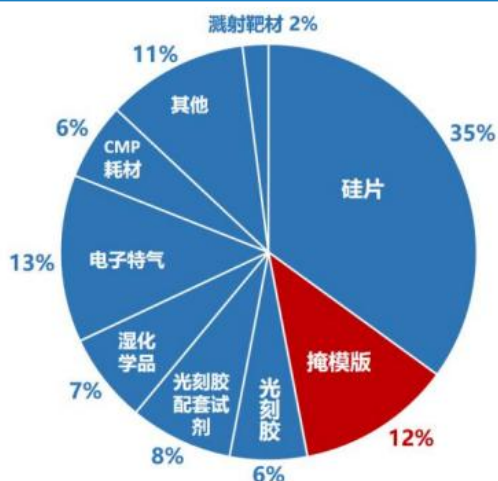
图 4：不同区域半导体材料市场规模（U.S.Dollars in Millions）

Region	2023	2022	YoY % Growth
China Taiwan	\$19,176	\$20,129	-4.7%
China	\$13,085	\$12,970	0.9%
South Korea	\$10,575	\$12,901	-18.0%
Rest of World	\$7,177	\$8,627	-16.8%
Japan	\$6,828	\$7,205	-5.2%
North America	\$5,561	\$6,278	-11.4%
Europe	\$4,319	\$4,580	-5.7%
Total	\$66,721	\$72,691	-8%

资料来源：SEMI，华金证券研究所

根据 SEMI 数据，作为半导体材料的重要组成部分，2021 年，掩模版占半导体材料市场规模的比例约为 12%，仅次于硅片和电子特气。

图 5：2021 年半导体材料市场占比



资料来源：SEMI，华金证券研究所

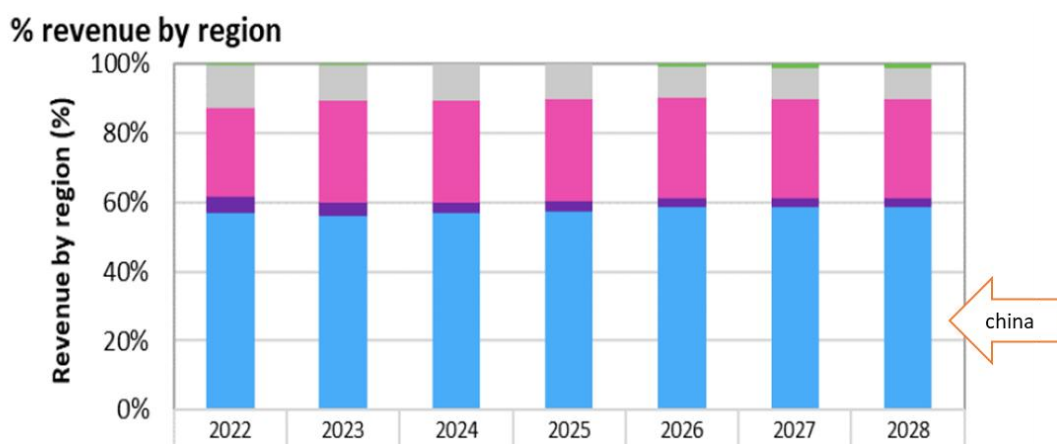
假设掩模版在 2023 年半导体材料市场占比仍为 12%，根据 SEMI 统计的 2023 年全球及中国大陆半导体材料销售额推测，2023 年全球半导体掩模版市场规模约为 80 亿美元，中国大陆半导体掩模版市场规模约为 16 亿美元。

平板显示掩模版方面：

随着新型显示技术的快速发展，掩模版的需求也随之增加。根据 Omdia 数据，2022 年全球平板显示掩模版市场规模已经增长至 52.1 亿元。受益于 LCD 产业向我国持续转移以及国内在建产能释放，中国（不包括中国台湾地区）平板显示掩模版市场规模已经超过了韩国成为全球第一。根据群智咨询数据，2022 年中国平板显示掩模版市场规模全球占比达到 58%，预计 2025 年将超过 60%。

根据 Omdia 在 2024 年的分析报告，中国平板显示掩模版的需求继续保持增长态势。这主要得益于国内平板显示产业的快速发展，尤其是 LCD 和 AMOLED 面板的生产需求。中国在平板显示掩模版的国产化方面取得了显著进展，但在高端掩模版领域仍面临挑战。

图 6：中国已成为全球平板显示掩模版的主要市场之一



资料来源：Omdia，华金证券研究所

3、清溢光电行业地位？

中国的掩模版市场主要参与者包括清溢光电、路维光电、龙图光罩等。公司在国内掩模版领域具有较高的市场占有率和技术水平，是国内成立最早、规模最大的掩模版生产企业之一。在平板显示行业，根据 Omdia 2024 年 7 月统计的 2023 年全球平板显示掩模版企业销售金额排名，前五名分别为福尼克斯、SKE、HOYA、LG-IT 和清溢光电，公司位列全球第五名。

图 7：2023 年全球平板显示掩模版企业销售金额排名

Revenue market share			
Mask maker	2021	2022	2023
Photronics	22%	23%	25%
SKE	20%	21%	20%
Newway	5%	6%	6%
Supermask	7%	9%	11%
Sub Total	54%	60%	62%
Hoya	19%	17%	16%
LGIT	19%	15%	14%
DNP	5%	4%	4%
SDC in house	4%	4%	4%
Total	100%	100%	100%
Source: Omdia		© 2024 Omdia	

资料来源：Omdia，华金证券研究所

4、清溢光电掩模版技术演进趋势？

公司作为国内规模最大的掩模版产品和服务提供商之一，具备各类掩模版产品设计、研发、制造与销售能力，拥有优质多样的掩模版产品线，产品主要涉及平板显示和半导体产业，涵盖了平板显示、触控、柔性电路、集成电路凸块（IC Bumping）、集成电路代工（IC Foundry）、集成电路载板（IC Substrate）、MicroLED 芯片、微机电（MEMS）等领域掩模版。

在平板显示掩模版技术方面，公司已实现 8.6 代高精度 TFT 用掩模版、6 代中高精度 AMOLED/LTPS 等掩模版，以及中高端半透膜掩模版(HTM)产品的量产，且利用合肥清溢光电现有厂房，扩大 AMOLED、HTM 用掩模版的产能，同时未来将新增 PSM 掩模版的生产能力，将扩大 AMOLED、AR/VR 等高端掩模版的产能，加快公司以 HTM、OPC、PSM 等技术为代表的新产品、新工艺的研发及量产，填补 PSM 产品的技术空白，并进一步缓解平板显示行业等上游企业高端掩模版的需求缺口。

半导体芯片掩模版技术方面，公司已实现 180nm 工艺节点半导体芯片掩模版的量产，以及 150nm 工艺节点半导体芯片掩模版的客户测试认证与小规模量产，正在推进 130nm-65nm 的 PSM 和 OPC 工艺的掩模版开发和 28nm 半导体芯片所需的掩模版工艺开发规划。

5、清溢光电的典型客户有哪些？

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）。产品主要应用于平板显示、半导体芯片、触控、电路板等行业，是下游行业产品制程中的关键工具。公司掩膜版产品主要应用的下游行业和相关客户情况如下：平板显示行业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 掩膜版、MicroLED 显示掩膜版和 Micro OLED 显示掩膜版和触控掩膜版等。服务的典型客户包括京东方、维信诺、惠科、天马、华星光电、信利、龙腾光电、群创光电、瀚宇彩晶等客户。

半导体芯片行业掩膜版主要包括半导体集成电路凸块（IC Bumping）掩膜版、集成电路代工（IC Foundry）掩膜版、集成电路载板（IC Substrate）掩膜版、发光二极管（LED）封装掩膜版及微机电（MEMS）掩膜版等。服务的典型客户包括芯联集成、三安光电、艾克尔、士兰微、泰科天润、积塔半导体、华微电子、赛微电子和长电科技等公司。

电路板行业掩膜版主要包括柔性电路板（FPC）掩膜版、高密度互连线路板（HDI）掩膜版。服务的典型客户包括紫翔电子、鹏鼎控股等。

6、怎么看清溢光电的成长逻辑？

公司作为国内掩模版龙头企业，技术在持续向前演进。平板显示领域，公司是国内最大的掩模版供应商，2023 年公司主营业务收入约 9.16 亿元，其中平板显示行业收入约 7.31 亿元，半导体芯片行业收入约 1.44 亿元。相对比国内掩模版市场的容量，公司作为龙头企业还具备较大的发展成长空间。

公司佛山生产基地项目包括高精度掩模版生产基地建设项目和高端半导体掩模版生产基地建设项目，总投资 35 亿元。其中，高精度掩模版生产基地建设项目将分三期进行建设，合计拟投资 20 亿元，高端半导体掩模版生产基地建设项目合计拟投资 15 亿元。项目建成投产后，将显著提高清溢光电平板显示掩模版和半导体掩模版的产能。技术能力方面：在平板显示行业掩模版领域，公司已实现 8.6 代高精度 TFT 掩模版及 6 代中高精度 AMOLED/LTPS 掩模版的量产。佛山生产基地项目将进一步提升公司平板显示掩模版的产能和技术水平，特别是在 a-Si、LTPS、AMOLED、LTPO、MicroLED 等平板显示领域。在半导体芯片掩模版领域，公司正在推进 130nm-65nm 的 PSM 和 OPC 工艺的掩模版开发和 28nm 半导体芯片所需的掩模版工艺开发规划。

我们认为，新产能将会带来两个方面的成长：1、新产能释放是公司作为高端制造业营收成长的底层逻辑；2、公司高精度掩模版项目的落地有望推动公司整体产品结构走向更高端，带动营收和毛利率的增长；3、公司高端半导体掩模版项目的落地，有望提升半导体业务占比，从而更快的提升公司综合毛利率。

7、风险提示：

下游需求不景气：公司产品主要应用于平板显示、半导体芯片、触控以及电路板等行业，下游需求不景气带来的风险；

行业竞争加剧：随着下游产业向中国大陆不断转移，未来将导致市场竞争加剧进而影响公司的经营业绩；

产品升级不及预期：公司产品升级不及预期带来的经营业绩不及预期的风险；

主要原材料出口国（地区）政策调整风险：公司掩膜版产品的主要原材料掩膜版基板的境外供应商集中在日本、韩国和中国台湾。若未来上述国家或地区为保护其本国或地区相关行业的发展，限制掩膜版基板的出口或制造贸易摩擦，将可能对公司的生产经营造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	606	845	979	1177	1452
现金	224	343	363	449	554
应收票据及应收账款	223	276	350	423	531
预付账款	3	3	4	4	6
存货	143	170	208	247	307
其他流动资产	13	53	54	54	56
非流动资产	1137	1232	1496	1800	2148
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1034	1061	1262	1516	1838
无形资产	17	18	20	20	20
其他非流动资产	85	153	213	264	290
资产总计	1743	2077	2474	2977	3600
流动负债	285	500	753	1038	1360
短期借款	50	211	454	727	939
应付票据及应付账款	162	156	228	235	328
其他流动负债	73	133	72	77	92
非流动负债	176	193	188	184	180
长期借款	79	78	73	69	64
其他非流动负债	97	115	115	115	115
负债合计	461	693	941	1223	1539
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	267	267	267	267	267
资本公积	482	482	482	482	482
留存收益	533	635	764	931	1157
归属母公司股东权益	1282	1384	1533	1755	2061
负债和股东权益	1743	2077	2474	2977	3600

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	135	195	281	308	481
净利润	99	134	192	251	336
折旧摊销	110	118	103	132	168
财务费用	5	5	20	30	42
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-82	-70	-34	-105	-65
其他经营现金流	3	8	-0	-0	-0
投资活动现金流	-117	-220	-366	-436	-516
筹资活动现金流	38	168	-138	-59	-72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.50	0.72	0.94	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.73	1.05	1.15	1.80
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.19	5.75	6.58	7.72

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	762	924	1159	1432	1767
营业成本	570	669	806	970	1181
营业税金及附加	6	7	9	11	14
营业费用	17	20	23	26	30
管理费用	35	43	52	62	71
研发费用	45	49	52	56	64
财务费用	5	5	20	30	42
资产减值损失	-5	-3	-4	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	101	151	217	279	367
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	100	151	217	279	367
所得税	1	17	24	28	31
税后利润	99	134	192	251	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	99	134	192	251	336
EBITDA	212	276	331	436	573

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	40.1	21.3	25.4	23.6	23.4
营业利润(%)	86.7	50.1	43.6	28.7	31.5
归属于母公司净利润(%)	122.4	35.2	43.5	30.4	34.0
获利能力					
毛利率(%)	25.2	27.6	30.4	32.3	33.2
净利率(%)	13.0	14.5	16.6	17.5	19.0
ROE(%)	7.7	9.7	12.5	14.3	16.3
ROIC(%)	6.5	7.5	9.2	10.2	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	33.4	38.0	41.1	42.8
流动比率	2.1	1.7	1.3	1.1	1.1
速动比率	1.6	1.2	1.0	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.0	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2
估值比率					
P/E	81.3	60.2	41.9	32.2	24.0
P/B	6.3	5.8	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	38.2	29.7	25.2	19.6	15.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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.huajinsc.cn