

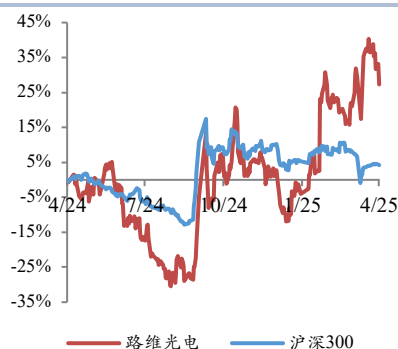
路维光电：业绩稳健增长，半导体掩膜版表现亮眼

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	33.85
近 12 个月最高/最低（元）	38.21/18.19
总股本（百万股）	193
流通股本（百万股）	116
流通股比例（%）	59.86
总市值（亿元）	65.44
流通市值（亿元）	39.17

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李元晨

执业证书号：S0010524070001

邮箱：liyc@hazq.com

相关报告

- 24Q3 经营平稳，看好平板+半导体双轮驱动 20241105
- 路维光电：拟收购成都路维部分股权，进一步提升整体管理效率 20240603

主要观点：

● 事件点评：路维光电发布 2024 年度及 2025 第一季度报告

公司 2024 年实现营业收入约 8.8 亿元，同比增长约 30.2%；实现归母净利润约 1.9 亿元，同比增长约 28.3%；实现毛利率约 34.8%，同比小幅下降 0.3 pct。公司 25Q1 实现营业收入约 2.6 亿元，同比增长约 47.1%，环比下降约 4.7%；实现归母净利润约 0.5 亿元，同比增长约 19.7%，环比下降约 29.6%；实现扣非归母净利润 0.5 亿元，同比增长约 19.9%，环比下降约 29.8%；实现毛利率约 34.1%，同比下降约 1.5 pct，环比增长下降 1.5 pct。

公司业绩于 24 年及 25Q1 实现高增，主要归因于：1) 掩膜版下游需求高景气；2) 公司产能稳步提升；3) 公司产品结构调整，高端 AMOLED、先进封装、FMM、PSM 等高端产品进一步放量；4) 公司控费得当，24 年销售/管理/研发费用率分别同比下降 0.3/0.5/0.9 pct。

受汇兑损益因素影响，公司 25Q1 营收增速高于扣非归母净利润增速：25Q1 公司财务费用较去年同期增加 1480.0 万元，主要系日元汇率波动影响导致汇兑收益减少。剔除汇率波动影响后公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增速高于营业收入增速。

● OLED 带动平板显示掩膜版业绩高增

2024 年平板显示掩膜版仍是公司的主要收入来源，其中 OLED 用掩膜版的增速明显，带动平板显示掩膜版的整体增长。2024 年公司完成高精度柔性显示用触控掩膜版研发、下置型半色调高精度制程工艺、LTPO 掩膜版产品研究与开发、FPD 用 PSM 掩膜版产品研究与开发、大尺寸 FMM 用光掩膜版产品开发等项目。

● 半导体掩膜版营收占比有望持续攀升

半导体掩膜版 2024 年表现亮眼。先进封装掩膜版领域，公司现已成为多家下游封测厂头部供应商，产品可满足 CoWoS 等先进封装要求；玻璃基板封装亦实现供货。江苏路芯半导体掩膜版项目持续推进，2025H2 试产 40nm 制程节点半导体掩膜版产品。一期项目有望于 2025 年贡献小部分收入，并在 26 年起量；二期项目 40-28nm 制程节点的半导体掩膜版项目也将随后推进。随着新增项目产能的陆续释放，公司预计半导体掩膜版的收入占比将进一步提升。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.96/4.03/5.83 亿元，对比此前预期 2025-2026 年的净利润的 2.34 亿元和 2.71 亿元有所上调。对应 PE 为 22.14/16.26/11.23x，维持“增持”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期风险，技术替代风险，主要客户相对集中风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	876	1252	1757	2475
收入同比 (%)	30.2%	43.0%	40.3%	40.8%
归属母公司净利润	191	296	403	583
净利润同比 (%)	28.3%	54.9%	36.2%	44.7%
毛利率 (%)	34.8%	36.5%	36.5%	36.6%
ROE (%)	13.7%	17.6%	19.3%	21.8%
每股收益 (元)	0.99	1.53	2.08	3.01
P/E	26.66	22.14	16.26	11.23
P/B	3.67	3.89	3.14	2.45
EV/EBITDA	16.47	14.62	11.35	8.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	695	649	917	1607	营业收入	876	1252	1757	2475
现金	243	62	149	596	营业成本	571	795	1116	1569
应收账款	250	257	293	378	营业税金及附加	4	8	11	10
其他应收款	1	3	5	7	销售费用	14	26	37	45
预付账款	2	3	4	6	管理费用	43	61	88	111
存货	177	221	279	349	财务费用	8	3	6	6
其他流动资产	23	102	186	272	资产减值损失	-3	-3	-4	-5
非流动资产	1548	2007	2330	2512	公允价值变动收益	0	9	11	13
长期投资	160	232	283	303	投资净收益	2	8	11	1
固定资产	1080	1294	1392	1382	营业利润	216	342	466	671
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	295	467	642	814	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2243	2655	3247	4119	利润总额	217	342	466	671
流动负债	497	589	748	986	所得税	26	46	63	87
短期借款	232	289	364	469	净利润	191	296	403	584
应付账款	174	177	232	327	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	92	124	151	191	归属母公司净利润	191	296	403	583
非流动负债	353	383	413	463	EBITDA	330	489	631	844
长期借款	289	319	349	399	EPS (元)	0.99	1.53	2.08	3.01
其他非流动负债	64	64	64	64	主要财务比率				
负债合计	850	972	1160	1449	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1	1	2	3	成长能力				
股本	193	193	193	193	营业收入	30.2%	43.0%	40.3%	40.8%
资本公积	745	745	745	745	营业利润	28.3%	58.0%	36.3%	43.9%
留存收益	454	744	1147	1729	归属于母公司净利润	28.3%	54.9%	36.2%	44.7%
归属母公司股东权益	1392	1682	2085	2667	获利能力				
负债和股东权益	2243	2655	3247	4119	毛利率 (%)	34.8%	36.5%	36.5%	36.6%
现金流量表					净利率 (%)	21.8%	23.6%	22.9%	23.5%
单位:百万元					ROE (%)	13.7%	17.6%	19.3%	21.8%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	10.0%	12.7%	14.3%	16.4%
经营活动现金流	267	365	496	675	偿债能力				
净利润	191	296	403	584	资产负债率 (%)	37.9%	36.6%	35.7%	35.2%
折旧摊销	108	143	159	167	净负债比率 (%)	61.0%	57.7%	55.6%	54.3%
财务费用	16	6	7	8	流动比率	1.40	1.10	1.23	1.63
投资损失	-2	-8	-11	-1	速动比率	1.03	0.67	0.78	1.19
营运资金变动	-52	-66	-53	-72	营运能力				
其他经营现金流	248	355	448	646	总资产周转率	0.38	0.51	0.60	0.67
投资活动现金流	-215	-621	-508	-376	应收账款周转率	4.11	4.93	6.39	7.38
资本支出	-251	-500	-400	-299	应付账款周转率	2.51	4.54	5.46	5.61
长期投资	35	-127	-115	-74	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1	6	7	-3	每股收益	0.99	1.53	2.08	3.01
筹资活动现金流	-189	81	98	147	每股经营现金流 (摊薄)	1.38	1.89	2.57	3.49
短期借款	142	57	75	105	每股净资产	7.20	8.70	10.78	13.80
长期借款	-25	30	30	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	26.66	22.14	16.26	11.23
资本公积增加	-167	0	0	0	P/B	3.67	3.89	3.14	2.45
其他筹资现金流	-139	-6	-7	-8	EV/EBITDA	16.47	14.62	11.35	8.14
现金净增加额	-143	-181	87	446					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈耀波（执业证书号：S0010523060001）：北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，华中科技大学电信系学士。8年买方投研经验，历任广发资管电子研究员，TMT组组长，投资经理助理；博时基金投资经理助理。行业研究框架和财务分析体系成熟，擅长买方视角投资机遇分析对比，全面负责团队电子行业研究工作。

李元晨（执业证书号：S0010524070001）：墨尔本大学会计和金融学本科，悉尼大学数据分析和金融学硕士。2022年加入华安证券研究所，重点覆盖 MEMS 和传感器、AI 芯片、代工及封装测试、半导体设备等板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。