

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

其他电子零部件Ⅲ

路维光电（688401.SH）

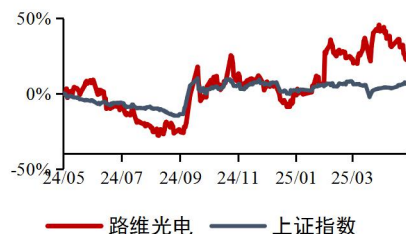
买入-A(首次)

国内领先的掩膜版供应商，显示和半导体双轮驱动

2025 年 5 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 16 日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 收盘价（元）：        | 31.39       |
| 年内最高/最低（元）：    | 38.21/18.19 |
| 流通 A 股/总股本（亿）： | 1.16/1.93   |
| 流通 A 股市值（亿）：   | 36.32       |
| 总市值（亿）：        | 60.69       |

基础数据：2025 年 3 月 31 日

|            |      |
|------------|------|
| 基本每股收益（元）： | 0.26 |
| 摊薄每股收益（元）： | 0.26 |
| 每股净资产（元）：  | 7.47 |
| 净资产收益率（%）： | 3.40 |

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

傅盛盛

执业登记编码：S0760523110003

邮箱：fushengsheng@sxzq.com

事件描述

➤ 近日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 8.76 亿元，同比+30.21%；归母净利润 1.91 亿元，同比+28.27%；扣非净利润 1.74 亿元，同比+39.56%。2025Q1，公司实现营业收入 2.60 亿元，同比+47.09%；实现归母净利润 4915 万元，同比+19.66%；扣非净利润 4483 万元，同比增长 19.90%。

事件点评

➤ 平板显示掩膜版是主要收入来源，半导体掩膜版业务发展前景广阔。从收入结构看，2024 年平板显示掩膜版仍是公司的主要收入来源，其中 OLED 用掩膜版增速明显，带动平板显示掩膜版的整体增长；公司第二成长曲线半导体掩膜版表现亮眼，已成为许多下游封测厂的头部供应商。2025Q1，公司实现营业收入同比增长 47.09%，主要是一季度公司产能提升，AMOLED、先进封装、FMM、PSM 等高端产品进一步放量，加之下游需求旺盛，带动营业收入稳步增长。

➤ 新产能陆续释放，未来成长可期。公司可转债项目中的“半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目”，产品涵盖 250nm-130nm 半导体掩膜版和 G8.6 及以下高精度 a-Si、LTPS、AMOLED、LTPO 等平板显示掩膜版产品，新增的 4 条掩膜版生产线（2 条半导体+2 条平板显示）预计在 2025 年逐步释放产能。路芯半导体 130-28nm 半导体掩膜版项目已于 2024Q4 开始陆续搬入设备，一期产品覆盖 130-40nm 制程节点半导体掩膜版，计划于 2025 年投产。新产能的陆续释放，掩膜版进口替代有望加速，公司未来成长可期。

投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.76/3.84/5.44 亿元；EPS 分别为 1.43/1.99/2.81 元；对应公司 2025 年 5 月 9 日收盘价 33.59 元，2025-2027 年 PE 分别为 23.5/16.9/11.9。掩膜版行业处于国产化初期，进口替代空间大；公司是国内领先的掩膜版供应商，在显示和半导体掩膜版领域深耕多年，积累了丰富的客户基础，AMOLED 和半导体掩膜版新产能的释放有望推动公司未来几年持续快速成长。首次覆盖，给予“买入-A”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



### 风险提示

- **部分产品技术指标较国际厂商存在差距风险。**公司已经实现了 180nm 制程节点半导体掩膜版量产，并掌握了 150nm/130nm 制程节点半导体掩膜版制造核心技术，但与国际上达到先进制程水平的领先企业有较为明显的差距；在 IC 封装和 IC 器件领域，受限于光刻、制程等工艺方式，精度方面与国际厂商亦存在一定差距。
- **关键技术人才流失风险。**掩膜版行业技术人才需要长期积累，行业的专业人才相对稀缺。随着行业竞争格局的变化，掩膜版行业对技术人才的争夺将日趋激烈。若公司不能保持和提升对技术人才的吸引力，核心出现流失，或不能适时搭建起与发展规划相匹配的研发技术队伍，将难以持续发挥人才优势，对公司的生产经营造成重大不利影响。
- **主要原材料和设备依赖进口且供应商较为集中的风险。**公司的主要原材料供应商集中于日本、韩国，目前国内暂无供应商可提供替代品，原材料存在一定的进口依赖。掩膜版行业的主要生产设备光刻机亦均为境外供应，且供应商集中度较高。未来如果主要供应商的经营状况、业务模式、交付能力等发生重大不利变化，短期内将对公司的正常经营造成负面影响；若进口国或地区开展贸易保护政策，限制出口或制造贸易摩擦，公司不能及时采购到掩膜基板及核心生产设备等，将会对公司持续生产经营产生重大不利影响。
- **市场竞争不断加剧的风险。**随着平板显示、半导体等产业的快速发展，掩膜版市场需求持续旺盛，同时下游产业正加速向中国大陆转移，掀起产业链进口替代浪潮，国内掩膜版厂商以此为契机发展迅速。若国际主要竞争对手未来为了保持市场份额而加大对中国大陆市场的重视与投入、国内主要竞争对手为取得市场份额而采取价格竞争等手段，将导致行业竞争加剧，对公司的经营业绩产生不利影响。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 672   | 876   | 1,164 | 1,568 | 2,139 |
| YoY(%)    | 5.1   | 30.2  | 33.0  | 34.6  | 36.4  |
| 净利润(百万元)  | 149   | 191   | 276   | 384   | 544   |
| YoY(%)    | 24.2  | 28.3  | 44.5  | 39.3  | 41.5  |
| 毛利率(%)    | 35.1  | 34.8  | 36.7  | 39.1  | 40.7  |
| EPS(摊薄/元) | 0.77  | 0.99  | 1.43  | 1.99  | 2.81  |
| ROE(%)    | 9.7   | 13.7  | 16.6  | 18.9  | 21.4  |
| P/E(倍)    | 43.6  | 34.0  | 23.5  | 16.9  | 11.9  |
| P/B(倍)    | 4.4   | 4.7   | 3.9   | 3.2   | 2.6   |
| 净利率(%)    | 22.1  | 21.8  | 23.7  | 24.5  | 25.4  |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |              |              |              |              |              | 利润表(百万元)        |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度              | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 会计年度            | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>       | 938          | 695          | 958          | 1253         | 1725         | <b>营业收入</b>     | 672          | 876          | 1164         | 1568         | 2139         |
| 现金                | 509          | 243          | 347          | 467          | 637          | 营业成本            | 436          | 571          | 737          | 954          | 1268         |
| 应收票据及应收账款         | 180          | 258          | 324          | 459          | 610          | 营业税金及附加         | 4            | 4            | 8            | 9            | 12           |
| 预付账款              | 2            | 2            | 3            | 3            | 4            | 营业费用            | 13           | 14           | 18           | 24           | 33           |
| 存货                | 167          | 177          | 267          | 307          | 456          | 管理费用            | 36           | 43           | 56           | 75           | 103          |
| 其他流动资产            | 80           | 16           | 17           | 17           | 18           | 研发费用            | 35           | 38           | 50           | 67           | 92           |
| <b>非流动资产</b>      | 1385         | 1548         | 1887         | 2317         | 2912         | 财务费用            | 8            | 8            | 12           | 16           | 21           |
| 长期投资              | 160          | 160          | 160          | 160          | 160          | 资产减值损失          | -5           | -7           | -6           | -8           | -11          |
| 固定资产              | 872          | 1080         | 1399         | 1808         | 2368         | 公允价值变动收益        | 4            | 0            | 1            | 2            | 2            |
| 无形资产              | 14           | 13           | 14           | 15           | 15           | 投资净收益           | 2            | 2            | 1            | 1            | 2            |
| 其他非流动资产           | 339          | 295          | 314          | 334          | 369          | <b>营业利润</b>     | 169          | 216          | 320          | 447          | 633          |
| <b>资产总计</b>       | 2323         | 2243         | 2844         | 3570         | 4637         | 营业外收入           | 2            | 0            | 1            | 1            | 1            |
| <b>流动负债</b>       | 426          | 497          | 880          | 1300         | 1908         | 营业外支出           | 1            | 0            | 0            | 1            | 1            |
| 短期借款              | 90           | 232          | 377          | 854          | 1147         | <b>利润总额</b>     | 169          | 217          | 321          | 448          | 633          |
| 应付票据及应付账款         | 281          | 174          | 414          | 346          | 664          | 所得税             | 23           | 26           | 45           | 63           | 89           |
| 其他流动负债            | 55           | 92           | 90           | 100          | 98           | <b>税后利润</b>     | 146          | 191          | 276          | 385          | 545          |
| <b>非流动负债</b>      | 386          | 353          | 295          | 237          | 180          | 少数股东损益          | -2           | 0            | 0            | 1            | 1            |
| 长期借款              | 314          | 289          | 231          | 173          | 116          | <b>归属母公司净利润</b> | 149          | 191          | 276          | 384          | 544          |
| 其他非流动负债           | 72           | 64           | 64           | 64           | 64           | EBITDA          | 266          | 350          | 455          | 637          | 896          |
| <b>负债合计</b>       | 812          | 850          | 1175         | 1538         | 2088         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 49           | 1            | 1            | 2            | 3            | <b>会计年度</b>     | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 股本                | 193          | 193          | 193          | 193          | 193          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |              |
| 资本公积              | 912          | 745          | 745          | 745          | 745          | 营业收入(%)         | 5.1          | 30.2         | 33.0         | 34.6         | 36.4         |
| 留存收益              | 357          | 503          | 742          | 1060         | 1521         | 营业利润(%)         | 28.4         | 28.3         | 48.0         | 39.5         | 41.5         |
| 归属母公司股东权益         | 1462         | 1392         | 1668         | 2030         | 2546         | 归属于母公司净利润(%)    | 24.2         | 28.3         | 44.5         | 39.3         | 41.5         |
| <b>负债和股东权益</b>    | 2323         | 2243         | 2844         | 3570         | 4637         | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |              |              |              |              |              | 毛利率(%)          | 35.1         | 34.8         | 36.7         | 39.1         | 40.7         |
| <b>会计年度</b>       | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 净利率(%)          | 22.1         | 21.8         | 23.7         | 24.5         | 25.4         |
| <b>经营活动现金流</b>    | 167          | 267          | 477          | 323          | 789          | ROE(%)          | 9.7          | 13.7         | 16.6         | 18.9         | 21.4         |
| 净利润               | 146          | 191          | 276          | 385          | 545          | ROIC(%)         | 7.9          | 10.5         | 12.2         | 13.0         | 14.9         |
| 折旧摊销              | 86           | 107          | 115          | 158          | 214          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 8            | 8            | 12           | 16           | 21           | 资产负债率(%)        | 35.0         | 37.9         | 41.3         | 43.1         | 45.0         |
| 投资损失              | -2           | -2           | -1           | -1           | -2           | 流动比率            | 2.2          | 1.4          | 1.1          | 1.0          | 0.9          |
| 营运资金变动            | -87          | -55          | 76           | -232         | 13           | 速动比率            | 1.7          | 1.0          | 0.8          | 0.7          | 0.7          |
| 其他经营现金流           | 15           | 17           | -1           | -2           | -2           | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>    | -469         | -215         | -451         | -584         | -805         | 总资产周转率          | 0.3          | 0.4          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | 73           | -189         | -66          | -95          | -107         | 应收账款周转率         | 4.1          | 4.0          | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| <b>每股指标 (元)</b>   |              |              |              |              |              | 应付账款周转率         | 2.3          | 2.5          | 2.5          | 2.5          | 2.5          |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.77         | 0.99         | 1.43         | 1.99         | 2.81         | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.86         | 1.38         | 2.47         | 1.67         | 4.08         | P/E             | 43.6         | 34.0         | 23.5         | 16.9         | 11.9         |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 7.56         | 7.20         | 8.63         | 10.50        | 13.17        | P/B             | 4.4          | 4.7          | 3.9          | 3.2          | 2.6          |
|                   |              |              |              |              |              | EV/EBITDA       | 24.4         | 19.7         | 15.1         | 11.3         | 8.1          |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所:

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

