

路维转债：国内掩膜版行业领跑者

事件

- 路维转债（118056.SH）于 2025 年 6 月 11 日开始网上申购：**总发行规模为 6.15 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目。
- 当前债底估值为 93.51 元，YTM 为 2.54%。**路维转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.0%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.71%（2025-06-11）计算，纯债价值为 93.51 元，纯债对应的 YTM 为 2.54%，债底保护较好。
- 当前转换平价为 95.72 元，平价溢价率为 4.47%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 17 日至 2031 年 06 月 10 日。初始转股价 32.7 元/股，正股路维光电 6 月 11 日的收盘价为 31.30 元，对应的转换平价为 95.72 元，平价溢价率为 4.47%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.87%。**下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”，有条件回售条款为“30, 70%”，条款中规中矩。按初始转股价 32.7 元计算，转债发行 6.15 亿元对总股本稀释率为 8.87%，对流通盘的稀释率为 13.98%，对股本摊薄压力较小。

观点

- 我们预计路维转债上市首日价格在 117.92~131.12 元之间，我们预计中签率为 0.0025%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到路维转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 117.92~131.12 元之间。我们预计网上中签率为 0.0025%，建议积极申购。
- 路维光电成立至今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。**公司在 G11 超高世代掩膜版、高精度半色调掩膜版和光阻涂布等产品和技术方面，打破了国外厂商的长期垄断。公司已赢得下游客户的广泛认可，与众多知名客户建立了长期稳定的合作关系。
- 2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 21.51%。**自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2020-2024 年复合增速为 21.51%。2024 年，公司实现营业收入 8.76 亿元，同比增加 30.21%。
- 路维光电营业收入主要来源于石英掩膜版业务，产品结构年际调整。**2022 年以来，路维光电石英掩膜版业务销售收入占主营业务收入比重逐步提升，带动主营业务收入规模持续增长。2022-2024 年项目运营营业收入占主营业务收入比重分别为 91.25%、91.96% 和 92.28%，同时产品结构年际调整，苏打掩膜版的销售规模稳中略降，其他类产品收入金额及占比较小且逐步下降。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率近期上升，管理费用率下降。**2020-2024 年，公司销售净利率分别为 -0.92%、5.77%、17.31%、21.78% 和 21.84%，销售毛利率分别为 23.15%、26.26%、32.88%、35.10% 和 34.82%。
- 风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2025 年 06 月 12 日

证券分析师 李勇执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《债券“科技板”见微知著：科创板新政策下的金融机构发行观察》

2025-06-09

《央行提前预告买断式逆回购，关注流动性宽松对于短端利率下行的支持》

2025-06-09

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	6
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2020-2025Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2: 2020-2025Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3: 2022-2024 年营业收入构成	8
图 4: 2020-2025Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5: 2020-2025Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6: 2020-2025Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7: 2020-2025Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8: 平板显示掩膜版曝光示意图	10
图 9: 半导体掩膜版曝光示意图	10
表 1: 路维转债发行认购时间表	4
表 2: 路维转债基本条款	5
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4: 债性和股性指标	5
表 5: 相对价值法预测路维转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1：路维转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/06/09	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2025/06/10	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
		1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2025/06/11	3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2025/06/12	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2025/06/13	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2025/06/16	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2025/06/17	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：路维转债基本条款

转债名称	路维转债	正股名称	路维光电
转债代码	118056.SH	正股代码	688401.SH
发行规模	6.15 亿元	正股行业	电子-半导体-半导体材料
存续期	2025 年 06 月 11 日至 2031 年 06 月 10 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	32.7 元	转股期	2025 年 12 月 17 日至 2031 年 06 月 10 日
票面利率	0.2%,0.4%,0.8%,1.0%,1.6%,2.0%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 112% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3：募集资金用途（单位：万元）

募集资金投资项目	计划投资总额	拟使用募集资金
半导体及高精度平板显示掩膜版扩产项目	42,088.79	31,903.76
收购成都路维少数股东股权项目	21,796.24	21,796.24
补充流动资金及偿还银行借款	7,800.00	7,800.00
合计	71,685.03	61,500.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	93.51 元	转换平价 (以 2024/06/13 收盘价)	95.72 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	6.94%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	4.47%
纯债到期收益率 YTM	2.54%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 93.51 元，YTM 为 2.54%。路维转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.0%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 3.71%（2025-06-11）计算，纯债价值为 93.51 元，纯债对应的 YTM 为 2.54%，债底保护较好。

当前转换平价为 95.72 元，平价溢价率为 4.47%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 17 日至 2031 年 06 月 10 日。初始转股价 32.7 元/股，正股路维光电 6 月 11 日的收盘价为 31.30 元，对应的转换平价为 95.72 元，平价溢价率为 4.47%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 8.87%。按初始转股价 32.7 元计算，转债发行 6.15 亿元对总股本稀释率为 8.87%，对流通盘的稀释率为 13.98%，对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计路维转债上市首日价格在 117.92~131.12 元之间。按路维光电 2025 年 6 月 11 日收盘价测算，当前转换平价为 95.72 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的江山转债（转换平价 83.87 元，评级 AA-，发行规模 5.83 亿元）、佩蒂转债（转换平价 96.87 元，评级 AA-，发行规模 7.20 亿元）、小熊转债（转换平价 89.40 元，评级 AA-，发行规模 5.36 亿元），6 月 11 日转股溢价率分别为 41.50%、30.00%、37.19%。

2) 参考近期上市的伟测转债（上市日转换平价 96.09 元）、安集转债（上市日转换平价 99.05 元）、清源转债（上市日转换平价 87.24 元），上市当日转股溢价率分别为 32.80%、30.52%、34.41%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，电子行业的转股溢价率为 30.04%，中债企业债到期收益为 3.71%，2025 年一季报显示路维光电前十大股东持股比例为 57.54%，2025 年 6 月 11 日中证转债成交额为 71,223,855,995 元，取对数得 24.99。因此，可以计算出路维转债上市首日转股溢价率为 27.21%。综合可比标的以及实证结果，考虑到路维转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 117.92~131.12 元之间。

表5：相对价值法预测路维转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	29.74	113.67	115.48	118.21	120.94
-3%	30.36	116.06	117.92	120.70	123.49
2025/06/11 收盘价	31.30	119.65	121.56	124.43	127.31
3%	32.24	123.24	125.21	128.17	131.12
5%	32.87	125.63	127.64	130.66	133.67
					135.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **67.26%**。路维光电的前十大股东合计持股比例为 57.54% (2025/03/31)，股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 67.26%。

我们预计中签率为 **0.0025%**。路维转债发行总额为 6.15 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 67.26%，剩余网上投资者可申购金额为 2.01 亿元。路维转债仅设置网上发行，近期发行的恒帅转债（评级 A+，规模 3.28 亿元）网上申购数约 785.2 万户，伟测转债（评级 AA，规模 11.75 亿元）819.63 万户，清源转债（评级 A+，规模 5 亿元）817.53 万户。我们预计路维转债网上有效申购户数为 807.45 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0025%。

3. 正股基本面分析

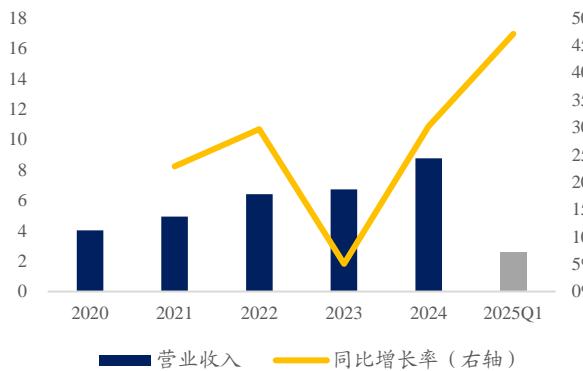
3.1. 财务数据分析

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。公司在 G11 超高世代掩膜版、高精度半色调掩膜版和光阻涂布等产品和技术方面，打破了国外厂商的长期垄断，对于推动我国平板显示行业和半导体行业关键材料的国产化进程、逐步实现进口替代具有重要意义。公司已赢得下游客户的广泛认可，与众多知名客户建立了长期稳定的合作关系。在平板显示领域，公司主要客户包括京东方、华星光电、中电熊猫、天马微电子、信利等；在半导体领域，公司主要客户包括国内某些领先芯片公司及其配套供应商、士兰微、晶方科技、华天科技、通富微电等。

2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 21.51%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2020-2024 年复合增速为 21.51%。2024 年，公司实现营业收入 8.76 亿元，同比增加 30.21%。与此同时，归母净利润也持续增长，2020-2024 年复合增速为 55.72%。2024 年实现归母净利润 1.91 亿元，同比增加 28.27%。截至最新报告期 (2025/03/31)，2025 年 Q1，路维光电的营业收

入和归母净利润规模分别达到 2.60 亿元、0.49 亿元。

图1：2020-2025Q1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

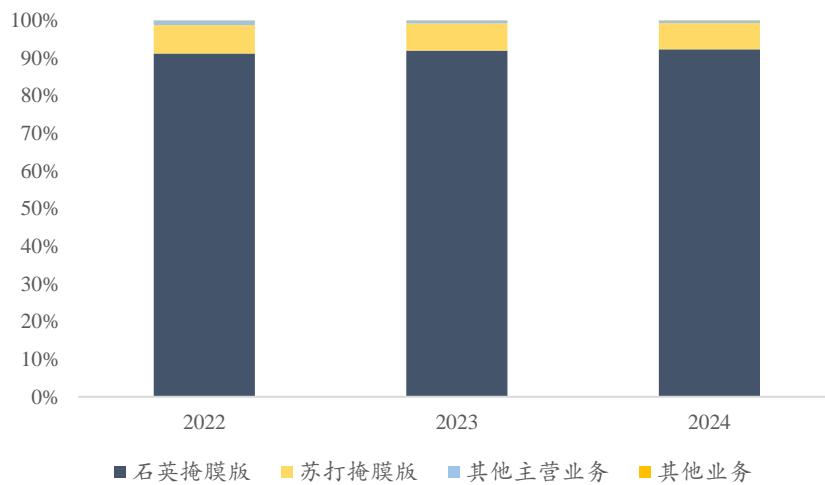
图2：2020-2025Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

路维光电营业收入主要来源于石英掩膜版业务，产品结构年际调整。2022年以来，路维光电石英掩膜版业务销售收入占主营业务收入比重逐步提升。2022-2024 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 91.25%、91.96% 和 92.28%，同时产品结构年际调整，苏打掩膜版的销售规模稳中略降，其他类产品收入金额及占比较小且逐步下降。

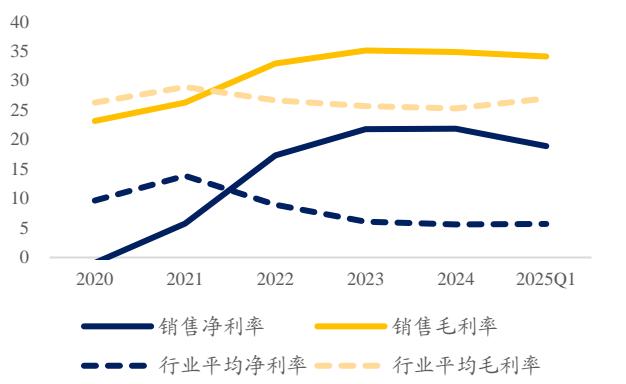
图3：2022-2024 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

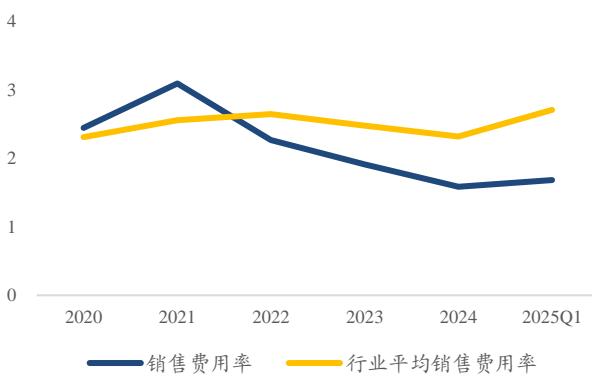
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率近期上升，管理费用率下降。2020-2024年，公司销售净利率分别为-0.92%、5.77%、17.31%、21.78%和21.84%，销售毛利率分别为23.15%、26.26%、32.88%、35.10%和34.82%。近年来路维光电销售毛利率和销售净利率表现亮眼，均显著高于行业均值，原因主要是公司2022年开始高世代掩膜版产销量增加，规模效应增强，使单位制造费用下降，同时产品结构升级，平板显示类产品矩阵日益丰富，毛利率持续提升，盈利质量较高。公司销售费用主要由职工薪酬、差旅及招待费、折旧费等构成。2022-2024年，公司销售费用呈先下降后上升的趋势。2023年销售费用较2022年减少165.87万元，主要是公司持续推动减费降本，减少不必要的出差，差旅及招待费有所下降以及销售样品费减少所致。2024年，销售费用较上一年有所上升，主要是公司加强了客户维护并积极参与相关展会，差旅及招待费用及其他费用中的展会活动费用相应增加导致的。2022年，管理费用中的职工薪酬增长显著，主要系公司给员工发放上市奖金，且随着业务规模扩大，员工人数增长所致。2023年，公司因战略部署新增部分行政管理人员，职工薪酬整体相应增加。

图4：2020-2025Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



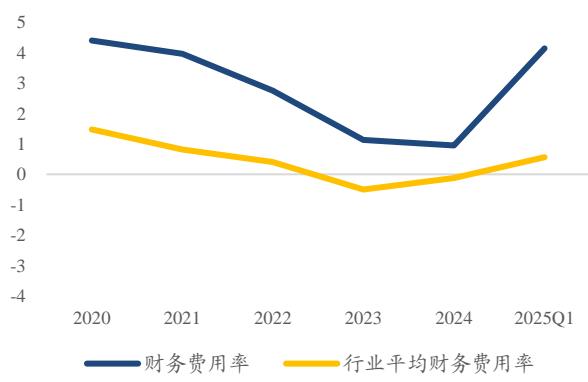
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2020-2025Q1 销售费用率水平（%）



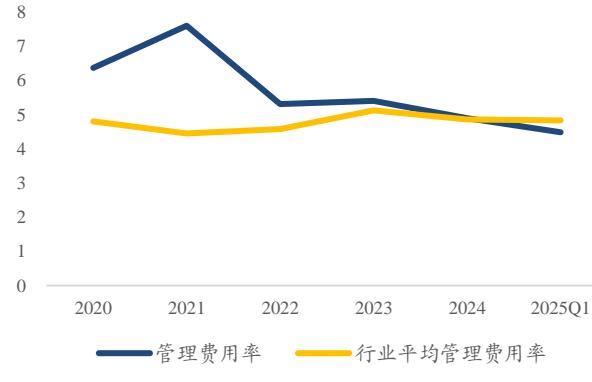
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2020-2025Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2020-2025Q1 管理费用率水平（%）



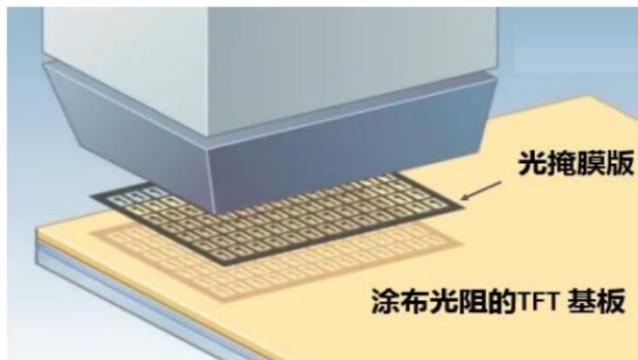
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

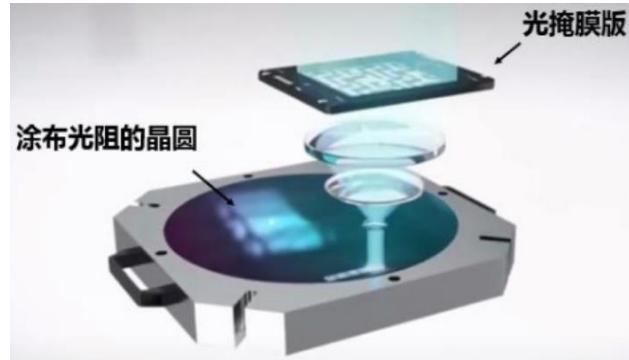
路维光电是国内掩膜版行业的领先企业，公司的产品和技术在业内有较高的知名度，受到下游客户的认可，整体市场地位较高。根据 Omdia 统计的 2023 年全球平板显示掩膜版企业销售金额排名，公司位列全球第六名，国内第二名。公司于 2019 年成功建设 G11 掩膜版产线，成为国内第一家掌握 G11 高世代掩膜版生产技术的本土企业，跻身全球 G11 掩膜版细分市场的主要参与者之一。在半导体芯片领域，尤其是先进制程节点用掩膜版，公司的产品和技术在国内半导体掩膜版行业内有较高的知名度，受到下游客户的认可，整体市场地位较高。

图8：平板显示掩膜版曝光示意图



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

图9：半导体掩膜版曝光示意图



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

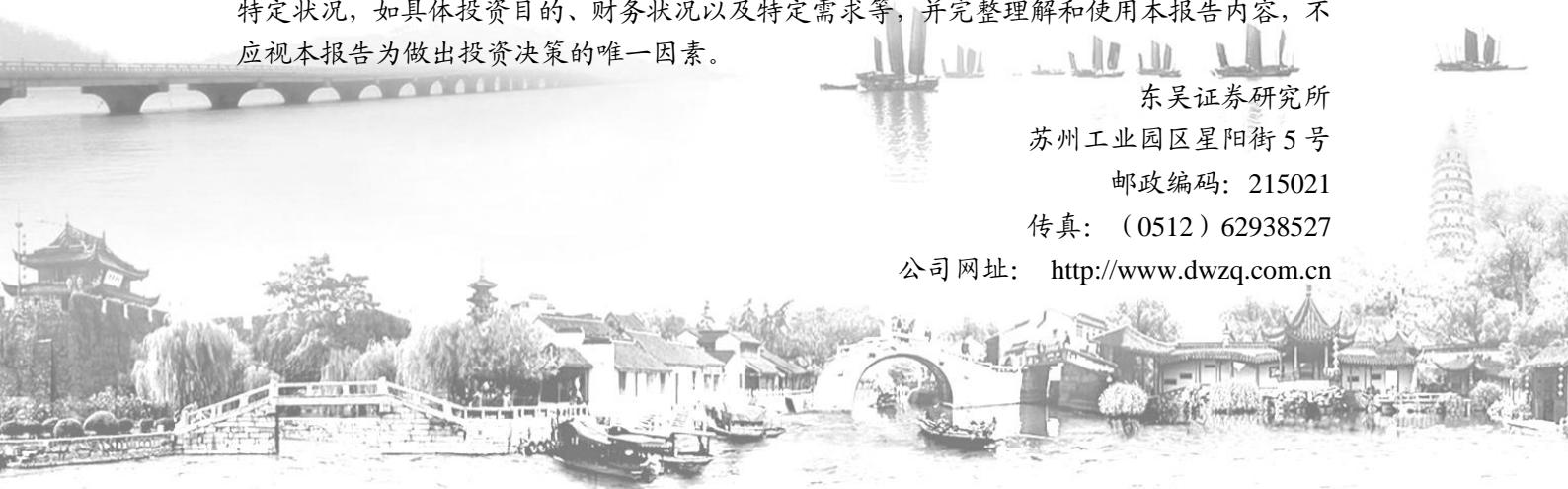
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>