

2025 年 07 月 27 日

清溢光电（688138.SH）

国产掩膜版龙头，新一轮成长之路可期

投资要点：（1）2025 年 5 月 6 日，公司发布《2023 年度向特定对象发行 A 股股票发行结果暨股本变动公告》，本次发行募集资金总额为人民币 1,200,000,000.00 元，扣除不含税发行费用人民币 12,990,566.05 元，募集资金净额为人民币 1,187,009,433.95 元。公司本次向特定对象发行股票募集资金投资项目扣除相关发行费用后将用于高精度掩膜版生产基地建设项目一期和高端半导体掩膜版生产基地建设项目一期。（2）2025 年 7 月 17 日，公司发布《关于公司董事、高级管理人员离任及选举董事和聘任高级管理人员的公告》，根据《中华人民共和国公司法》等法律法规及《深圳清溢光电股份有限公司章程》的有关规定，结合公司发展需要，经董事会提名委员会、董事会执行委员审查通过，公司董事会同意聘任姜巍先生为公司总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至第十届董事会任期届满之日止。姜巍曾带领技术团队首次突破 10-28nm 技术节点光掩模量产以及客户认证，并主导完成高端光掩模新生产线搭建项目。

◆ **国产掩膜版龙头，新一轮成长之路可期：**公司是国内掩膜版龙头厂商，从公司 2024 年营收结构来看，公司平板显示掩膜版的营业收入为 8.59 亿元，其中 AMOLED/LTPS 的营收达到 3.61 亿元；公司半导体芯片掩膜版的营业收入为 1.93 亿元。技术节点方面，截至 2024 年底，公司已实现 180nm 工艺节点半导体芯片掩膜版的量产，以及 150nm 工艺节点半导体芯片掩膜版的小规模量产，正在推进 130nm-65nm 的 PSM 和 OPC 工艺的掩膜版开发和 28nm 半导体芯片所需的掩膜版工艺开发规划。整体来看，我们认为清溢光电掩膜版营收占比和营收规模一定程度上体现了国产掩膜版发展所处阶段，也即是处于产品不断升级、渗透率不断提升且仍然具有较大提升空间的阶段。公司目前平板显示掩膜版占比相对较高，平板显示掩膜中，AMOLED/LTPS 类的占比刚超过平板显示掩膜版整体营收的 40%，同时，作为国内掩膜版龙头厂商，公司半导体芯片掩膜版营收体量仍然较低，且目前量产节点集中在 130nm 以上。公司近期用于高精度掩膜版生产基地建设项目一期和高端半导体掩膜版生产基地建设项目一期的定增落地，同时具备 10-28nm 技术节点光掩模量产经验的姜巍先生的加入，我们认为公司新一轮成长之路已经开启，从 2025 年下半年开始，公司将步入新产能逐步释放、产品结构升级带来毛利率提升、半导体业务持续向前演进带来的估值上行等多维共振的趋势。从掩膜版市场空间上来看，根据路维光电 2024 年年报内统计的数据来看，根据多方机构预测需求综合研判，预计 2025 年全球半导体掩膜版的市场规模为 89.4 亿美元，其中晶圆制造用掩膜版为 57.88 亿美元、封装用掩膜版为 14 亿美元，其他器件用掩膜版为 17.5 亿美元；2025 年国内半导体掩膜版市场规模在约为 187 亿人民币，其中晶圆制造用掩膜版预计为 100 亿元人民币，封装用掩膜版预计为 26 亿元人民币，其他器件用掩膜版为 61 亿元人民币。受下游需求的积极推动，未来掩膜版市场规模也将持续增长。

◆ **投资建议：**维持前次预测，我们预计 2025-2026 年公司分别实现营收 14.32 亿元、17.67 亿元，同比增速分别为 28.7%、23.4%，预计 2027 年公司实现营收 20.99 亿元，预计 2025-2026 年归母净利润分别 2.51 亿元、3.36 亿元，同比增速分别为

公司快报

电子 | 半导体材料III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-07-25)

29.31 元

交易数据

总市值（百万元）	9,226.79
流通市值（百万元）	7,819.91
总股本（百万股）	314.80
流通股本（百万股）	266.80
12 个月价格区间	29.52/16.74

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.9	2.96	38.13
绝对收益	11.49	11.94	59.19

分析师

熊军

SAC 执业证书编号：S0910525050001
xiongjun@huajinsc.cn

分析师

王臣复

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

相关报告

清溢光电：动态分析 - 清溢光电（688138.SH）：国产替代正当时，掩膜版龙头空间广阔 2025.2.25

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



45.7%、34.1%，预计 2027 年公司实现归母净利润 4.21 亿元，2025 年~2027 年对应 PE 分别为 36.8 倍、27.5 倍、21.9 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、产品升级和客户导入不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	924	1,112	1,432	1,767	2,099
YoY(%)	21.3	20.4	28.7	23.4	18.8
归母净利润(百万元)	134	172	251	336	421
YoY(%)	35.2	28.5	45.7	34.1	25.2
毛利率(%)	27.6	29.6	31.4	33.2	35.1
EPS(摊薄/元)	0.43	0.55	0.80	1.07	1.34
ROE(%)	9.7	11.6	14.8	16.9	17.8
P/E(倍)	68.9	53.6	36.8	27.5	21.9
P/B(倍)	6.7	6.2	5.5	4.6	3.9
净利率(%)	14.5	15.5	17.5	19.0	20.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	845	916	842	1057	1135
现金	343	355	72	226	105
应收票据及应收账款	276	297	441	470	611
预付账款	3	5	5	7	7
存货	170	201	265	295	351
其他流动资产	53	58	60	59	61
非流动资产	1232	1827	2081	2284	2450
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1061	999	1208	1401	1562
无形资产	18	76	85	95	108
其他非流动资产	153	752	789	788	780
资产总计	2077	2743	2923	3342	3586
流动负债	500	711	702	896	842
短期借款	211	217	260	217	255
应付票据及应付账款	156	228	255	325	344
其他流动负债	133	266	188	354	243
非流动负债	193	549	485	413	336
长期借款	78	418	354	283	205
其他非流动负债	115	131	131	131	131
负债合计	693	1260	1187	1309	1178
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	267	267	315	315	315
资本公积	482	482	482	482	482
留存收益	635	764	936	1169	1463
归属母公司股东权益	1384	1483	1736	2032	2408
负债和股东权益	2077	2743	2923	3342	3586

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	195	306	81	655	297
净利润	134	172	251	336	421
折旧摊销	118	131	103	131	159
财务费用	5	18	20	17	12
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-70	-13	-293	171	-295
其他经营现金流	8	-2	-0	-0	-0
投资活动现金流	-220	-672	-357	-333	-325
筹资活动现金流	168	378	-49	-124	-132
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.55	0.80	1.07	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.97	0.26	2.08	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.71	5.36	6.30	7.50

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	924	1112	1432	1767	2099
营业成本	669	782	983	1181	1363
营业税金及附加	7	6	11	12	14
营业费用	20	24	24	25	25
管理费用	43	57	62	64	63
研发费用	49	54	57	62	65
财务费用	5	18	20	17	12
资产减值损失	-3	-2	-7	-8	-8
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	151	193	279	367	468
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	151	193	279	367	468
所得税	17	21	28	31	47
税后利润	134	172	251	336	421
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	134	172	251	336	421
EBITDA	276	353	402	518	644

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	20.4	28.7	23.4	18.8
营业利润(%)	50.1	27.5	44.7	31.6	27.6
归属于母公司净利润(%)	35.2	28.5	45.7	34.1	25.2
获利能力					
毛利率(%)	27.6	29.6	31.4	33.2	35.1
净利率(%)	14.5	15.5	17.5	19.0	20.0
ROE(%)	9.7	11.6	14.8	16.9	17.8
ROIC(%)	7.5	8.6	10.7	13.1	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.4	45.9	40.6	39.2	32.9
流动比率	1.7	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.2	0.9	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	68.9	53.6	36.8	27.5	21.9
P/B	6.7	6.2	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	33.9	27.4	24.8	18.8	15.2

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

熊军、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