

路维光电 (688401.SH)

1H25 营收同比增长 37.48%，中高端产品多维拓展

优于大市

核心观点

1H25 公司营收同比增长 37%，扣非净利润同比增长 28%。公司主要生产显示与半导体掩膜版产品，1H25 公司平板显示掩膜版与半导体掩膜版均实现了良好的增长态势：OLED 用掩膜版带动平板显示掩膜版结构改善、盈利能力提升，半导体 IC 制造及 IC 器件掩膜版增速较快；公司实现营收 5.44 亿元 (YoY+37.48%)，扣非归母净利润 0.95 亿元 (YoY+27.59%)。其中 2Q25 单季度公司实现营收 2.84 亿元 (YoY+29.71%，QoQ+9.18%)，扣非归母净利润 0.5 亿元 (YoY+35.35%，QoQ+11.98%)，毛利率 33.29% (YoY+0.2pct，QoQ-0.8pct)。

显示掩膜版高世代产品保持优势，产能持续布局。公司作为国内唯一具备 G2.5-G11 全世代掩膜版生产能力的厂商，高世代产品优势持续巩固。2024 年公司 G11 掩膜版销售收入全球市占率达 25.52%，位列全球第二。公司在高世代 AMOLED 领域取得关键突破，已成为京东方 G8.6 AMOLED 产线掩膜版的主力供应商，计划于 2025 年三季度交付首套产品，未来随京东方、维信诺的 G8.6 AMOLED 产线陆续投产，公司显示掩膜版有望量价齐升。此外，公司在厦门投资 20 亿元建设高世代高精度光掩膜版生产基地，一期规划 5 条 G8.6 及以下 AMOLED 高精度掩膜版产线，预计 26 年下半年开始贡献收入。

半导体掩膜版先进节点多点突破，先进封装需求驱动收入增长。公司半导体掩膜版已量产 180nm 制程节点，150nm/130nm 节点产品已通过客户验证并小批量量产。通过投资路芯半导体，公司加速切入先进节点：90nm 产品已获部分客户验证通过，40nm 产品计划 25 年下半年启动试生产。同时，公司产品可满足 CoWoS、FOPLP 等多种新型封装技术需求，该领域对掩膜版在套刻精度、CD 精度等方面要求更严苛、门槛高，公司目前已成为华天科技、通富微电等国内头部封测厂商的主要供应商，未来随先进封装需求起量，公司掩膜版收入有望同步快速增长。

1H25 公司研发投入占 3.31%，掩膜版技术多维布局。1H25 公司在半导体方面推进了 IC 掩膜版信赖性研究测试、3D 玻璃盖板用掩膜版产品开发等研发项目，加快开发配套国内 G8.6 AMOLED 面板产线及 FOPLP、TGV 等先进封装工艺产线配套所需的光掩膜版产品。未来随下游新产品、新技术不断出现，掩膜版的精度要求提升，掩膜版平均价格有望呈现稳中有升的态势。

投资建议：中长期我们看好公司在平板显示掩膜版份额持续提升，半导体掩膜版下游扩产与国产替代带来的增量空间，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 2.59/3.53/5.18 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 20.5/15.0/10.2 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	672	876	1,186	1,553	2,135
(+/-%)	5.1%	30.2%	35.5%	30.9%	37.5%
净利润(百万元)	149	191	259	353	518
(+/-%)	24.2%	28.3%	36.0%	36.1%	46.7%
每股收益(元)	0.77	0.99	1.95	2.65	3.89
EBIT Margin	22.0%	23.6%	25.0%	26.0%	27.5%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	13.7%	16.2%	18.8%	22.6%
市盈率 (PE)	51.7	40.3	20.5	15.0	10.2
EV/EBITDA	37.0	27.8	15.4	11.9	9.0
市净率 (PB)	5.27	5.53	3.32	2.82	2.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

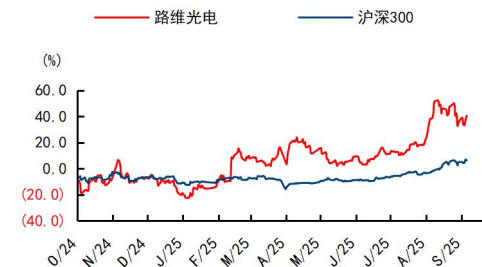
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.98 元
总市值/流通市值	8116/8116 百万元
52 周最高价/最低价	46.08/18.73 元
近 3 个月日均成交额	185.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

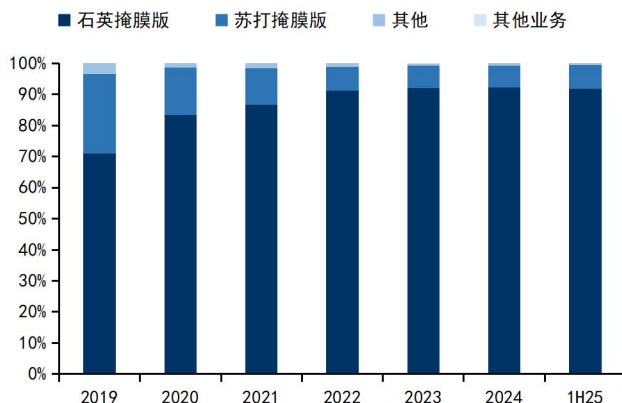
《路维光电 (688401.SH) -1H23 归母净利润同比增长 53.3%，半导体掩膜版注入增长动力》——2023-09-18

图1: 公司营业收入及增速 (亿元、%)



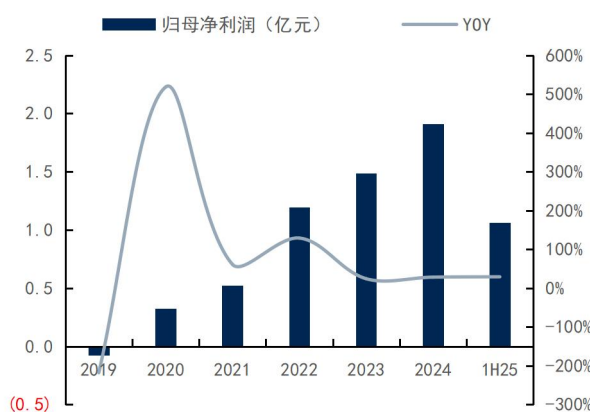
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司营收结构



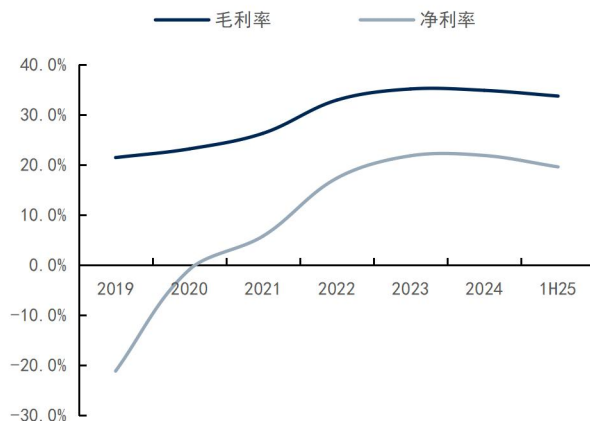
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)



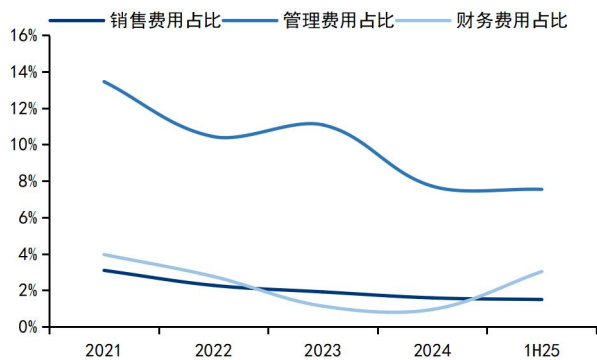
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司毛利率与净利率情况 (%、%)



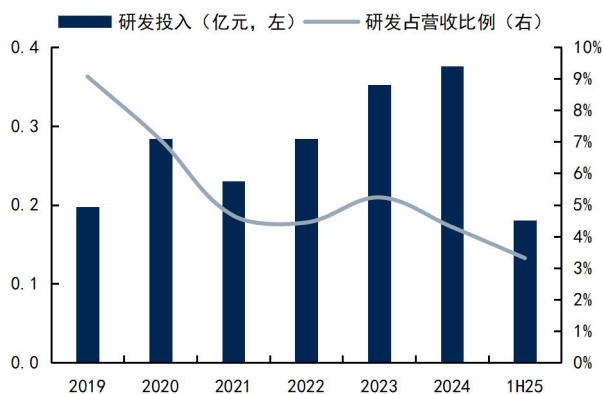
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司研发投入及占营收比例 (亿元、%)

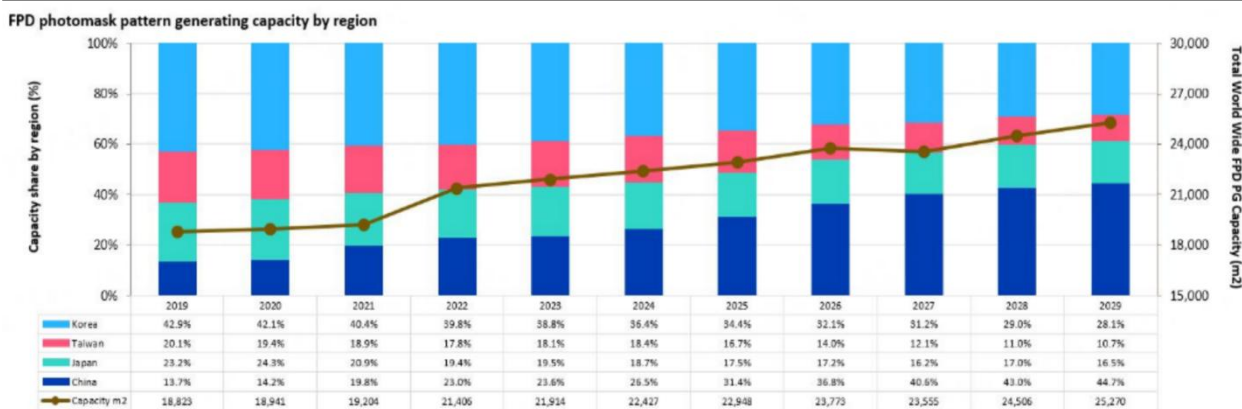


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

平板显示掩膜版向高精度、大尺寸演进，国产厂商迎国产替代与产品升级机会。根据 Omdia 统计，中国已占据了全球 76% 的 LCD 产能和 47% 的 OLED 产能，而目前掩膜版产能却仅占 31.4%，国内掩膜版产能与显示面板产能相比仍有较大的需求缺口，国产化仍有空间。此外，随着 OLED 市场以及 AR/VR 市场等新兴显示应用加速渗透，其对于高价值、高精度的掩膜版的市场需求不断攀升。以 OLED 为例，G8.5 OLED 掩膜版单价是 LCD 的 2.6 倍左右，随着国内新的 G8.6 代 AMOLED 工厂产能持续开出，缺口可能进一步放大，国内掩膜版市场仍有巨大的增长空间。

图7：平板显示光掩膜版产能（按区域分）



资料来源：Omdia、公司公告、国信证券经济研究所整理

半导体掩膜版随下游应用多样化，规模持续增长。在半导体领域，晶圆制造环节所用掩膜版占据主导地位。根据公司公告，预计 2025 年国内半导体掩膜版市场规模约为 187 亿元人民币，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。受半导体下游需求的积极推动，未来掩膜版市场规模也将持续增长。

图8：平板显示光掩膜版产能（按区域分）

下游应用分类	2025年全球市场规模	2025年中国市场规模	参数设定	对应2025年半导体掩膜版市场规模
晶圆制造前道工艺	SEMI：晶圆制造材料463亿美元	SEMI：半导体材料172亿元	掩膜版占晶圆制造材料的12.5%；晶圆制造材料占半导体材料的62.2%	全球：57.88亿美元 中国：100亿元
封装封测环节	SEMI：半导体封装材料260亿美元	——	PW Consulting：中国占全球的25%；掩膜版在封装材料中的占比为5.4%	PW Consulting：全球14亿美元 PW Consulting：中国26亿元
其他半导体器件小计	——	——	——	全球：17.5亿美元 中国：61亿元
其中：第三代半导体	Yole：57.6亿美元，2024-2030年CAGR为28%	前瞻产业研究：256亿元，2023-2029年CAGR为30%	假设掩膜版占比为5%（取自封装比例）	全球：2.88亿美元 中国：12.8亿元
光电器件	Precedence Research：93.1亿美元，2023年-2032年CAGR为12.5%	智研咨询：470亿元，参照全球CAGR测算	假设掩膜版占比为5%（取自封装比例）	全球：4.66亿美元 中国：23.5亿元
MEMS传感器	Statista：200亿美元，2025 - 2029 年 CAGR 为 11.7%	Statista：67.5 亿美元	假设掩膜版占比为5%（取自封装比例）	全球：10亿美元 中国：25亿元
总计	——	——	——	全球：90亿美元 中国：187亿元

资料来源：Omdia、公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司是国内唯一一家可以全面配套不同世代面板产线（G2.5-G11）的本土掩膜版企业；半导体领域以第三代半导体和先进封装作为主要的发展方向，公司半导体掩膜版已量产 180nm 制程节点，150nm/130nm 节点产品已通过客户验证并小批量量产。通过投资路芯半导体，先进节点 90nm 产品已获部分客户验证通过，40nm 产品计划 25 年下半年启动试生产；已覆盖各细分领域头部客户。基于公司当前经营情况，我们预计：

显示及其他掩膜版：显示技术从 LCD 向 OLED 切换、LTPS 向 LTPO 切换，下游行业对掩膜版的需求层数、单片精度都在不断提升。公司在高世代 AMOLED 领域取得关键突破，已成为京东方 G8.6 AMOLED 产线掩膜版的主力供应商，未来随京东方、维信诺的 G8.6 AMOLED 产线陆续投产，公司显示掩膜版有望量价齐升，预计 25-27 年有望实现营收 9.73/12.42/14.94 亿元。

半导体掩膜版：公司半导体掩膜版应用于集成电路（IC）制造、集成电路（IC）封装、半导体器件制造（包括分立器件、光电子器件、传感器及微机电（MEMS）等）及 LED 芯片外延片制造等。目前公司与国内主流特色工艺晶圆制造厂商、芯片设计公司建立了良好的合作关系，未来随着公司产能释放及制程节点升级，半导体业务有望加速增长，预计 25-27 年有望实现营收 2.14/3.11/6.40 亿元。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	672	876	1186	1553	2135
显示及其他掩膜版	549.14	700.44	972.66	1242.13	1494.44
半导体掩膜版	125.00	175.11	213.51	310.53	640.47
同比增速(%)	5.1%	30.2%	35.5%	30.9%	37.5%
显示及其他掩膜版	17.5%	27.6%	38.9%	27.7%	20.3%
半导体掩膜版	-	40.1%	21.9%	45.4%	106.3%
毛利率(%)	35%	35%	35%	35%	35%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，结合公司 1H25 经营情况，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 2.59/3.53/5.18 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 20.5/15.0/10.2 倍，中长期我们看好公司在平板显示掩膜版份额持续提升，半导体掩膜版下游扩产与国产替代带来的增量空间，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	509	243	122	206	500	营业收入	672	876	1186	1553	2135
应收款项	181	259	315	429	596	营业成本	436	571	773	1015	1388
存货净额	167	177	258	367	490	营业税金及附加	4	4	6	7	10
其他流动资产	81	17	22	29	40	销售费用	13	14	16	17	19
流动资产合计	938	695	718	1031	1627	管理费用	36	43	48	53	60
固定资产	1080	1159	1292	1289	1265	研发费用	35	38	47	56	70
无形资产及其他	14	13	13	12	12	财务费用	8	8	21	20	17
其他长期资产	131	216	218	218	218	投资收益	2	2	2	2	2
长期股权投资	160	160	213	284	326	资产减值及公允价值变动	1	(3)	2	1	1
资产总计	2323	2243	2453	2835	3447	其他	26	19	16	16	16
短期借款及交易性金融负债	126	287	211	230	273	营业利润	169	216	295	402	590
应付款项	281	174	247	330	464	营业外净收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	19	37	51	60	89	利润总额	169	217	295	402	590
流动负债合计	426	497	510	620	826	所得税费用	23	26	35	48	71
长期借款及应付债券	314	289	289	289	289	少数股东损益	(2)	0	0	1	1
其他长期负债	72	64	54	43	33	归属于母公司净利润	149	191	259	353	518
长期负债合计	386	353	342	332	322	现金流量表（百万元）					
负债合计	812	850	852	951	1148	净利润	146	191	260	354	519
少数股东权益	49	1	1	2	3	资产减值准备	3	3	0	1	0
股东权益	1462	1392	1599	1882	2297	折旧摊销	82	101	104	121	131
负债和股东权益总计	2323	2243	2453	2835	3447	公允价值变动损失	(4)	0	(2)	(2)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	18	16	21	20	17
每股收益	0.77	0.99	1.95	2.65	3.89	营运资本变动	(17)	(257)	(68)	(150)	(148)
每股红利	0.23	0.33	0.39	0.53	0.78	其它	(62)	213	(21)	(21)	(17)
每股净资产	7.56	7.20	12.00	14.12	17.23	经营活动现金流	167	267	294	323	501
ROIC	10%	12%	17%	23%	32%	资本开支	(338)	(254)	(236)	(118)	(106)
ROE	10%	14%	16%	19%	23%	其它投资现金流	(131)	39	(52)	(69)	(40)
毛利率	35%	35%	35%	35%	35%	投资活动现金流	(469)	(215)	(287)	(187)	(146)
EBIT Margin	22%	24%	25%	26%	28%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	34%	34%	34%	负债净变化	154	(25)	0	0	0
收入增长	5%	30%	35%	31%	38%	支付股利、利息	(44)	(63)	(52)	(71)	(104)
净利润增长率	24%	28%	36%	36%	47%	其它融资现金流	(38)	(101)	(75)	18	43
资产负债率	37%	38%	35%	34%	33%	融资活动现金流	73	(189)	(127)	(52)	(60)
息率	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.3%	现金净变动	(232)	(143)	(121)	84	295
P/E	51.7	40.3	20.5	15.0	10.2	货币资金的期初余额	617	386	243	122	206
P/B	5.3	5.5	3.3	2.8	2.3	货币资金的期末余额	386	243	122	206	500
EV/EBITDA	37.0	27.8	15.4	11.9	9.0	企业自由现金流	(145)	(228)	61	208	395
						权益自由现金流	(29)	(353)	(32)	209	423

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032