

# 路维光电 (688401.SH)

## 22年净利润同比增长110%-139%，规模效应进一步显现

**买入**

### 核心观点

**2022年归母净利润同比增长110%-139%**。公司发布业绩预告，预计2022年归母净利润1.10-1.25亿元(YoY 110.3%-139.0%)，预计扣非后归母净利润0.93-1.08亿元(YoY 95.5%-127.1%)；对应4Q22归母净利润2487-3987万元(YoY 66.4%至166.8%；QoQ -36.3%至2.1%)，扣非后归母净利润1623-3123万元(YoY 38.5%至166.4%；QoQ -55.6%至-14.6%)。2022年公司净利润同比高增长，主要得益于：1)公司研发持续投入，产品质量及技术指标持续提升，产品线日益丰富和完善，产品结构进一步，销售规模快速扩大；2)公司高世代掩膜版产能利用率提升，规模效应逐步显现，期间费用率进一步下降。

**掩膜版供不应求，行业景气上行，公司充分受益**。12月6日台湾光罩总经理表示：客户持续扩大委外掩膜版生产，叠加现阶段设备供应短缺，整体产能维持满载，针对急单价格调涨50%-100%，预计2023年光罩本业营收增速达30%-40%。此外，根据集微网报道，随着国产化的推进，半导体公司对于掩膜版的需求不断增加，掩膜版产能供应紧张加剧，交货周期大幅度拉升；同时，掩膜版厂商正在酝酿新一轮涨价，预计23年掩膜版价格将上涨10%-25%。路维是国内领先的掩膜版供应商，将充分受益于掩膜版行业的景气上行。

**公司不断攻克半导体掩膜版的核心技术，IPO募投产能将陆续释放**。公司在平板显示掩膜版实现技术突破的同时，不断攻克半导体掩膜版核心技术，致力于为国内半导体产业提供关键上游原材料的国产化配套。目前公司已实现250nm制程节点半导体掩膜版的量产，掌握180nm/150nm制程节点半导体掩膜版制造核心技术能力，未来会进一步将半导体掩膜版量产能力提升至130nm制程节点。2023年公司IPO募投项目3条半导体掩膜版产线和1条平板显示G8.5掩膜版产线将陆续释放产能，进一步提升公司订单承接能力。

**投资建议：维持“买入”评级**。我们看好公司在平板显示掩膜版领域持续提升市场份额，同时不断导入半导体掩膜版领域新客户，将技术工艺推进至110nm/90nm/65nm等制程节点。我们预计22-24年公司归母净利润为1.20/1.88/2.51亿元，对应PE为55.3/35.3/26.5倍，维持“买入”评级。

**风险提示：原料及设备依赖进口，掩膜版需求不及预期，市场竞争加剧。**

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	402	494	678	829	1,040
(+/-%)	84.0%	22.9%	37.3%	22.4%	25.4%
净利润(百万元)	32	52	120	188	251
(+/-%)	518.1%	61.1%	129.7%	56.7%	33.1%
每股收益(元)	0.32	0.52	0.90	1.41	1.88
EBIT Margin	6.5%	9.9%	14.0%	14.9%	15.9%
净资产收益率(ROE)	7.9%	11.3%	8.7%	12.3%	14.6%
市盈率(PE)	153.4	95.2	55.3	35.3	26.5
EV/EBITDA	63.2	46.5	43.9	35.3	28.4
市净率(PB)	12.14	10.76	4.78	4.34	3.86

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：周靖翔**

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

**证券分析师：叶子**

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

**证券分析师：胡慧**

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

**证券分析师：李梓澎**

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

**联系人：詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

49.80元

总市值/流通市值

6640/1417百万元

52周最高价/最低价

60.00/31.91元

近3个月日均成交额

90.36百万元

#### 市场走势

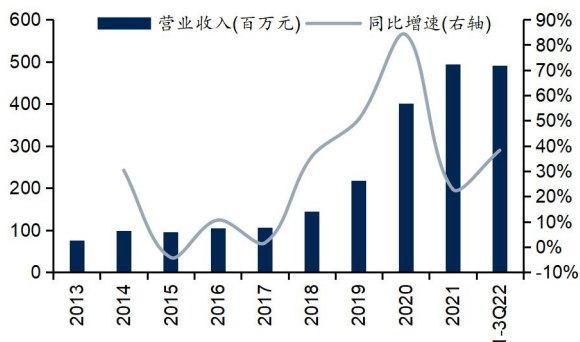


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

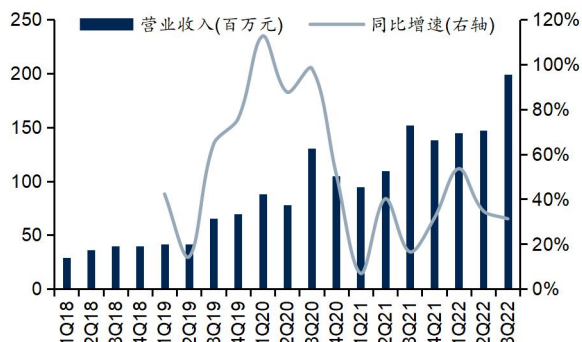
《路维光电(688401.SH)-国内领先的掩膜版企业，坚持“以屏带芯”发展战略》——2022-12-12

图1: 公司营业收入及同比增速



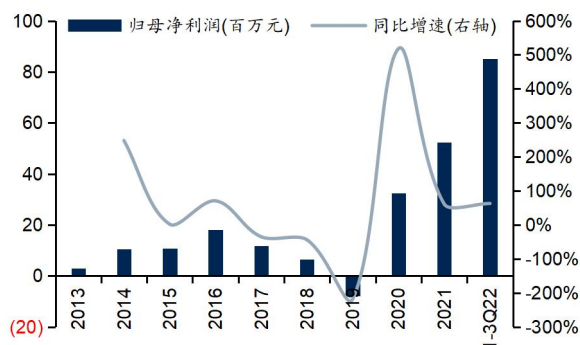
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



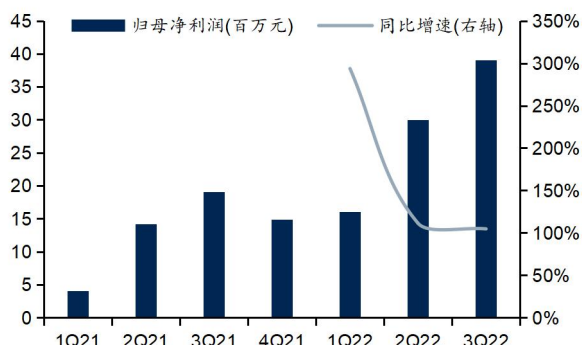
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



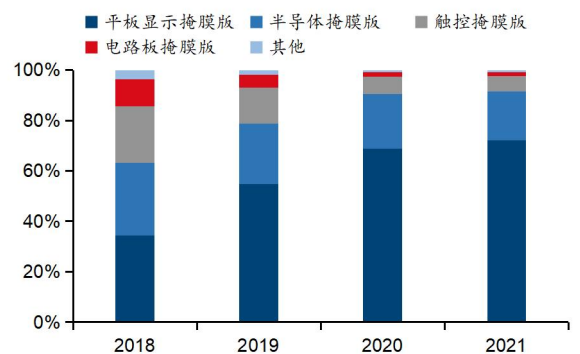
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



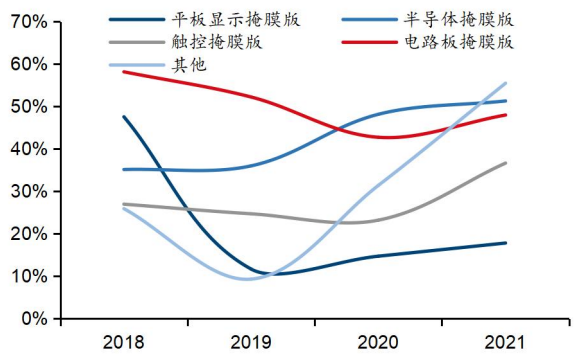
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分业务营收结构



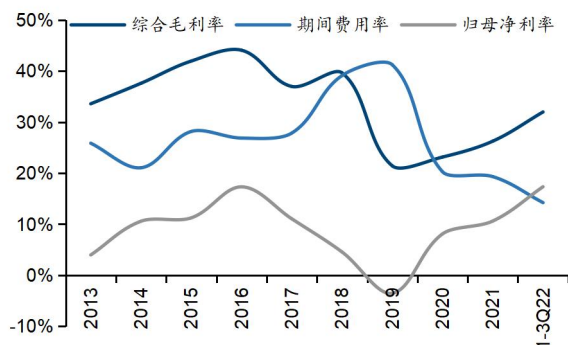
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分业务毛利率



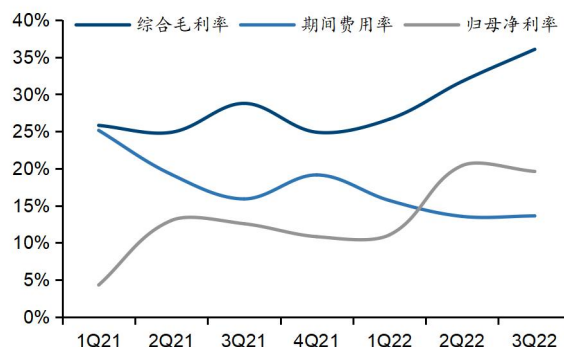
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



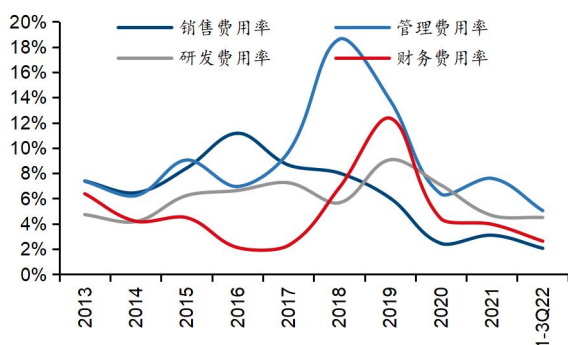
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



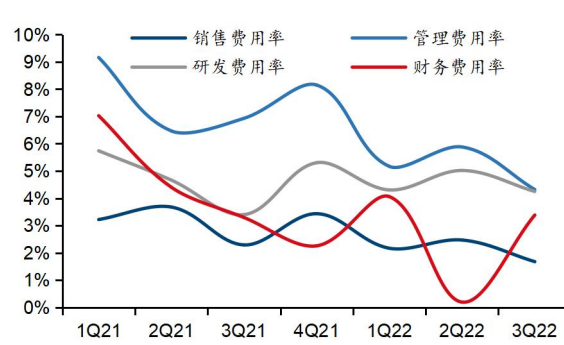
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	176	149	884	870	860	营业收入	402	494	678	829	1040
应收款项	99	117	161	197	247	营业成本	309	364	482	584	724
存货净额	73	101	141	172	215	营业税金及附加	3	5	6	7	10
其他流动资产	107	107	164	191	246	销售费用	10	15	19	23	29
<b>流动资产合计</b>	<b>456</b>	<b>474</b>	<b>1350</b>	<b>1429</b>	<b>1568</b>	管理费用	26	37	46	55	68
固定资产	794	770	875	947	1010	研发费用	28	23	29	35	44
无形资产及其他	7	14	13	13	12	财务费用	18	20	12	4	5
其他长期资产	38	51	47	45	43	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(4)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>1295</b>	<b>1309</b>	<b>2285</b>	<b>2433</b>	<b>2633</b>	其他	6	13	11	13	14
短期借款及交易性金融负债	142	120	135	145	158	营业利润	8	38	89	130	173
应付款项	203	159	222	270	339	营业外净收支	(0)	3	1	1	2
其他流动负债	20	17	24	29	36	<b>利润总额</b>	<b>8</b>	<b>41</b>	<b>90</b>	<b>131</b>	<b>175</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>365</b>	<b>296</b>	<b>381</b>	<b>445</b>	<b>533</b>	所得税费用	12	12	23	20	26
长期借款及应付债券	389	396	396	396	396	少数股东损益	(36)	(24)	(53)	(77)	(102)
其他长期负债	97	95	99	100	100	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32</b>	<b>52</b>	<b>120</b>	<b>188</b>	<b>251</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>486</b>	<b>491</b>	<b>495</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>851</b>	<b>787</b>	<b>876</b>	<b>940</b>	<b>1029</b>	净利润	(4)	28	68	112	149
少数股东权益	34	59	20	(38)	(114)	资产减值准备	8	6	4	2	2
股东权益	410	463	1389	1530	1718	折旧摊销	66	75	76	91	105
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1295</b>	<b>1309</b>	<b>2285</b>	<b>2433</b>	<b>2633</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	32	30	12	4	5
每股收益	0.32	0.52	0.90	1.41	1.88	营运资本变动	(46)	(102)	(63)	(36)	(70)
每股红利	0.28	0.26	0.23	0.35	0.47	其它	56	97	(16)	(6)	(6)
每股净资产	4.10	4.63	10.42	11.48	12.89	<b>经营活动现金流</b>	<b>113</b>	<b>134</b>	<b>81</b>	<b>166</b>	<b>183</b>
ROIC	-3%	5%	7%	9%	12%	资本开支	(151)	(135)	(180)	(162)	(168)
ROE	8%	11%	9%	12%	15%	其它投资现金流	(21)	0	0	0	0
毛利率	23%	26%	29%	30%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(171)</b>	<b>(135)</b>	<b>(180)</b>	<b>(162)</b>	<b>(168)</b>
EBIT Margin	6%	10%	14%	15%	16%	权益性融资	75	49	836	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	25%	26%	26%	负债净变化	(20)	6	0	0	0
收入增长	84%	23%	37%	22%	25%	支付股利、利息	(28)	(26)	(17)	(28)	(37)
净利润增长率	518%	61%	130%	57%	33%	其它融资现金流	8	(37)	15	10	12
资产负债率	68%	65%	39%	37%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>(7)</b>	<b>834</b>	<b>(18)</b>	<b>(25)</b>
息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.9%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(25)</b>	<b>(9)</b>	<b>735</b>	<b>(14)</b>	<b>(10)</b>
P/E	153.4	95.2	55.3	35.3	26.5	货币资金的期初余额	182	158	149	884	870
P/B	12.1	10.8	4.8	4.3	3.9	货币资金的期末余额	158	149	884	870	860
EV/EBITDA	63.2	46.5	43.9	35.3	28.4	企业自由现金流	(142)	(128)	(96)	(3)	8
						权益自由现金流	(155)	(158)	(90)	4	16

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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所提及的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