

2022年08月30日

路维光电 (688401.SH)

公司快报

证券研究报告

国产掩膜版领航者，半导体产品加速国产替代

■国内掩膜版龙头厂商登陆科创板，产销规模与利率水平逐年提升：

路维光电成立于1997年，主营业务为掩膜版的研发、制造与销售，是国内唯一一家可覆盖G2.5-G11全世代产线的厂商。根据Semi的数据，2020年掩膜版在半导体材料里面占比约12%，仅次于硅片。行业景气度高，产品供不应求。公司22H1营业收入2.92亿元，同比增长43.47%；归母净利润达到4608万元，同比增长151.98%；扣非归母净利润4020万元，同比增长161.56%。毛利率从21H1的25.31%提升到29.21%；净利率从21H1的1.21%提升到13.26%，达到历史高位。截止2021年，公司下游应用领域占比分别为平板显示（71.98%）、半导体芯片（19.50%）、触控（6.06%）、电路板（1.53%）和其他（0.90%）。

■FPD掩膜版全世代产线覆盖，G6产线投产优化产能分配：

根据招股书披露，公司2020年以4.6%的市场份额位居全球第八、国内第二；在G11细分领域，凭借13.97%的市场份额位居全球第四。公司在FPD领域的主要客户为京东方、华星光电、中电熊猫、天马等。随着新客户导入以及主要客户新品开案带来的订单增加，22H1高世代产品销售额同比增长161.50%，公司平板显示产品结构向高世代产品倾斜。2021年公司2条G6产线投产，G6产品生产从G11/G8.5产线移到G6产线，资源配置优化，G6产品毛利率提升。与此同时，释放了G11与G8.5产能，从而更加专注于相应产品的生产，因此G11与G8.5产销增长。根据招股书，G8.5市场需求较大，G11已通过客户验证并稳定出货，产能消化有保障。预计高世代线的产销增速将催化公司业绩进入高速增长阶段。

■IC掩膜版产品结构优化，持续投入研发有望实现国产替代：

公司的IC掩膜版产能优先高毛利率的IC器件领域，其占比快速提升。产品结构的优化进一步提升了公司IC掩膜版业务的毛利率，2021年高达51.27%。公司IC领域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。根据招股书，目前我国90nm及以下制程的IC掩膜版依赖进口，而国内已投产以及在建的90nm及以下的晶圆产线达到30条，国产替代空间巨大。公司已实现250nm IC掩膜版量产，满足先进IC封装、IC器件、先进指纹模组封装、高精度蓝宝石衬底（PSS）等产品应用。公司已掌握180nm/150nm IC掩膜版制造核心技术，现有的IC掩膜版制造技术覆盖第三代半导体相关产品。

■募资扩产半导体及瓶颈产线，产销规模及毛利率水平有望提升：

投资评级 **买入-A**

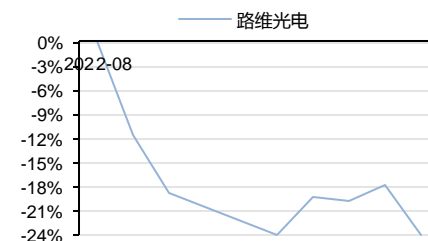
首次评级

6个月目标价：**55.00元**
 股价（2022-08-29）**44.40元**

交易数据

总市值(百万元)	5,817.34
流通市值(百万元)	1,241.81
总股本(百万股)	133.33
流通股本(百万股)	28.46
12个月价格区间	43.63/57.49元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	74.49	70.58	82.08
绝对收益	73.96	73.96	73.96

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
 maliang2@essence.com.cn
 021-35082935

相关报告

司计划投资 2.66 亿元，用于新建 3 条半导体高精度掩膜版生产线和 1 条平板显示大尺寸掩膜版（G8.5）生产线，预计建设周期为 27 个月。该项目的投产将会大幅提升公司在中高端掩膜版领域的产能，提升公司订单交付能力以及市场份额；同时，规模效应的强化有利于降低生产成本并提高生产效率。

■**投资建议：**我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 8.47 亿元、11.08 亿元、13.72 亿元，归母净利润分别为 1.03 亿元、1.57 亿元、2.21 亿元，EPS 分别为 0.77、1.17 元和 1.66 元，对应 PE 分别为 57.7 倍、37.8 倍和 26.8 倍，予以“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**高世代产线利用率提升不及预期；主要客户新品开发不及预期；扩产进度不及预期；掩膜版价格下降。

(万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	40,169.9	49,359.2	84,700.3	110,838.9	137,318.3
净利润	3,246.0	5,230.6	10,259.5	15,661.4	22,127.7
每股收益(元)	0.24	0.39	0.77	1.17	1.66
每股净资产(元)	3.08	3.47	4.49	5.67	7.33
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	182.4	113.2	57.7	37.8	26.8
市净率(倍)	14.4	12.8	9.9	7.8	6.1
净利润率	8.1%	10.6%	12.1%	14.1%	16.1%
净资产收益率	7.9%	11.3%	17.1%	20.7%	22.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-1.8%	5.3%	13.7%	108.5%	28.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,169.9	49,359.2	84,700.3	110,838.9	137,318.3	成长性					
减:营业成本	30,871.8	36,397.2	60,179.6	77,077.3	92,689.8	营业收入增长率	84.0%	22.9%	71.6%	30.9%	23.9%
营业税费	331.5	503.2	516.7	676.1	803.3	营业利润增长率	-119.4%	369.4%	280.1%	55.2%	43.4%
销售费用	982.2	1,527.0	1,694.0	2,161.4	2,197.1	净利润增长率	-518.1%	61.1%	96.1%	52.7%	41.3%
管理费用	2,553.9	3,748.9	5,251.4	6,539.5	7,435.8	EBITDA 增长率	209.8%	30.5%	51.0%	38.5%	37.3%
研发费用	2,835.8	2,299.7	2,117.5	2,549.3	2,808.2	EBIT 增长率	-299.9%	66.2%	187.8%	45.4%	42.7%
财务费用	1,768.0	1,955.5	878.1	-136.2	-357.0	NOPLAT 增长率	-26.9%	-435.7%	185.5%	45.4%	42.7%
资产减值损失	-615.3	-451.2	-412.2	-492.9	-467.1	投资资本增长率	11.4%	10.1%	-81.6%	450.7%	-79.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.8%	17.6%	27.4%	25.5%	29.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	利润率					
营业利润	811.4	3,808.4	14,475.3	22,464.3	32,208.2	毛利率	23.1%	26.3%	29.0%	30.5%	32.5%
加:营业外净收支	-20.3	264.4	134.7	176.7	218.7	营业利润率	2.0%	7.7%	17.1%	20.3%	23.5%
利润总额	791.1	4,072.8	14,610.0	22,641.0	32,426.9	净利润率	8.1%	10.6%	12.1%	14.1%	16.1%
减:所得税	1,159.6	1,223.3	3,652.5	5,660.3	8,106.7	EBITDA/营业收入	24.5%	26.0%	22.9%	24.3%	26.9%
净利润	3,246.0	5,230.6	10,259.5	15,661.4	22,127.7	EBIT/营业收入	8.0%	10.8%	18.1%	20.1%	23.2%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	637	539	326	264	226
货币资金	17,637.1	14,896.4	53,219.2	9,092.2	93,009.6	流动营业资本周转天数	18	75	-89	-79	-73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	411	339	322	260	276
应收账款	8,801.7	11,093.3	20,904.6	19,120.5	26,652.2	应收账款周转天数	66	73	68	65	60
应收票据	1,110.4	613.3	2,327.6	1,447.0	3,183.6	存货周转天数	82	63	57	52	47
预付账款	69.0	82.0	335.1	91.3	421.9	总资产周转天数	1,160	950	683	548	519
存货	7,315.4	10,062.4	16,684.1	15,431.5	20,614.5	投资资本周转天数	647	583	211	163	134
其他流动资产	10,673.0	10,644.7	10,633.4	10,650.4	10,642.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	11.3%	17.1%	20.7%	22.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.3%	2.2%	5.7%	11.6%	9.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-1.8%	5.3%	13.7%	108.5%	28.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	72,671.0	75,097.3	78,495.9	83,841.9	88,650.0	销售费用率	2.4%	3.1%	2.0%	2.0%	1.6%
在建工程	6,721.0	1,911.3	1,609.0	1,367.2	1,173.8	管理费用率	6.4%	7.6%	6.2%	5.9%	5.4%
无形资产	738.9	1,393.5	1,337.8	1,282.1	1,226.4	研发费用率	7.1%	4.7%	2.5%	2.3%	2.0%
其他非流动资产	3,799.0	5,149.8	5,022.6	4,253.7	4,020.8	财务费用率	4.4%	4.0%	1.0%	-0.1%	-0.3%
资产总额	129,536.5	130,944.0	190,569.3	146,577.9	249,595.8	四费/营业收入	20.3%	19.3%	11.7%	10.0%	8.8%
短期债务	5,507.9	6,108.8	-	-	-	偿债能力					
应付账款	20,727.2	16,319.6	106,124.9	37,254.0	124,157.1	资产负债率	65.7%	60.1%	65.1%	43.0%	56.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	191.6%	150.7%	186.5%	75.5%	131.5%
其他流动负债	10,265.3	7,190.5	8,649.8	8,707.4	8,184.4	流动比率	1.25	1.60	0.91	1.21	1.17
长期借款	38,935.0	39,565.0	-	7,620.8	-	速动比率	1.05	1.26	0.76	0.88	1.01
其他非流动负债	9,675.1	9,526.4	9,270.3	9,490.6	9,429.1	利息保障倍数	1.82	2.73	17.49	-163.97	-89.23
负债总额	85,110.5	78,710.2	124,045.0	63,072.8	141,770.5	分红指标					
少数股东权益	3,415.1	5,934.0	6,631.9	7,951.4	10,143.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	10,000.0	10,000.0	13,333.0	13,333.0	13,333.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	31,010.9	36,299.8	46,559.4	62,220.8	84,348.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	44,426.0	52,233.8	66,524.3	83,505.1	107,825.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.24	0.39	0.77	1.17	1.66
净利润	-368.4	2,849.5	10,259.5	15,661.4	22,127.7	BVPS(元)	3.08	3.47	4.49	5.67	7.33
加:折旧和摊销	6,913.4	7,871.5	4,059.3	4,551.4	5,041.1	PE(X)	182.4	113.2	57.7	37.8	26.8
资产减值准备	828.6	564.1	-	-	-	PB(X)	14.4	12.8	9.9	7.8	6.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-107.4	-149.2	17.3	-12.8	7.3
财务费用	3,168.8	2,984.2	878.1	-136.2	-357.0	P/S	14.7	12.0	7.0	5.3	4.3
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	28.2	22.4	13.9
少数股东损益	-3,614.4	-2,381.1	698.0	1,319.4	2,192.5	CAGR(%)	-458.5%	104.4%	-233.4%	-458.5%	104.4%
营运资金的变动	3,911.6	-2,207.0	71,510.8	-63,768.9	72,248.2	PEG	-0.4	1.1	-0.2	-0.1	0.3
经营活动产生现金流量	11,266.4	13,445.5	87,405.8	-42,372.9	101,252.5	ROIC/WACC	-0.2	0.5	1.3	10.5	2.7
投资活动产生现金流量	-17,127.1	-13,513.2	-7,100.0	-9,600.0	-9,600.0	REP	-	-	26.8	0.7	10.8
融资活动产生现金流量	3,496.2	-684.0	-41,983.0	7,845.9	-7,735.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034