

**评级：买入（维持）**

市场价格：29.16

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

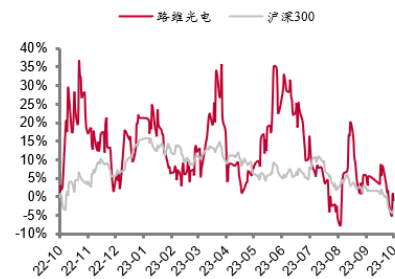
分析师：李雪峰

执业证书编号：S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	193
流通股本(百万股)	75
市价(元)	29.16
市值(百万元)	5,638
流通市值(百万元)	2,196

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【中泰电子】路维光电深度：国产掩膜版大有可为

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	640	870	1,175	1,586
增长率同比%	23%	30%	36%	35%	35%
净利润(百万元)	52	119.78	173.22	252.04	326.16
增长率同比%	61%	129%	45%	46%	29%
每股收益(元)	0.27	0.62	0.90	1.30	1.69
每股现金流量	0.70	1.54	0.87	1.20	1.65
净资产收益率	10%	9%	11%	14%	16%
P/E	107.8	47.1	32.5	22.4	17.3
P/B	12.2	4.2	3.8	3.3	2.8

备注：股价取自 2023 年 10 月 26 日收盘价

**投资要点**

- **事件：公司发布 2023 年三季度报告。**2023 前三季度公司实现营收 4.82 亿元，同比-1.96%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比+27.27%，扣非净利 0.91 亿元，同比+18.95%。毛利率 34.81%，同比+2.82pct，净利率为 18.95%，同比+3.33pct。
- **三季度收入/利润同比下滑，利润率维持较高水平。**单季度来看，Q3 营收 1.74 亿，yoy-12.74%，qoq+0.99%，归母净利润 0.38 亿元，yoy-3.43%，qoq-10.7%。毛利率 35.3%，yoy-0.76pct，qoq-0.5pct，净利率 21.3%，yoy+2.49pct，qoq-3.95pct，毛利率/净利率环比下滑，但仍保持近年来较高水平。
- **半导体掩膜版国产化率极低，看好第三方厂商替代空间。**根据 SEMI 及前瞻产业研究院，2022 年全球半导体光掩膜市场规模达到 52.36 亿美元，中国大陆半导体掩膜版市场规模约为 74 亿元，同比增长约 17%，预计到 2025 年将增长至约 100 亿元，我国光掩膜增速高于全球，但国产化率较低，2021 年仅不到 10%。由于 28nm 以下先进制程晶圆制造涉及工艺机密，先进制程晶圆厂所使用的掩膜版通常由自己的专业工厂内部生产，但对于成熟制程所用的掩膜版，晶圆厂出于成本的考虑，更倾向于向独立第三方掩膜版厂商进行采购，第三方厂商竞争优势将不断提升。
- **成立产业基金投资成熟制程掩膜版项目，有望突破 130-28nm 制程。**公司与睿兴投资共同成立“路维盛德”产业基金，专项投资掩膜版及其上下游产业（公司持股 99.5%）。路维盛德与睿兴设立“路行维远”（路维盛德持股 59.26%），并投资路芯半导体项目（路芯维远持股 49.54%），路芯半导体将作为项目公司负责建设 130nm-28nm 制程节点的半导体掩膜版产线项目，该项目预计总投资人民币 20 亿元。此次投资有望助力公司突破 130-28nm 成熟制程掩膜版，填补国产空白。
- **投资建议：**公司是国内半导体掩膜版领先企业，随着公司 130nm 以下成熟制程掩膜版投资项目落地，未来有望给公司注入持续增长动力，预计 23-25 年净利润分别为 1.73/2.52/3.26 亿元，对应 PE 32.5/22.4/17.3 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品验证进度不及预期、下游需求不及预期、产能建设不及预期

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	617	896	1,173	1,487	营业收入	640	870	1,175	1,586
应收票据	6	14	15	20	营业成本	430	566	752	1,007
应收账款	141	189	258	348	税金及附加	4	7	9	12
预付账款	2	2	2	3	销售费用	15	26	35	48
存货	110	145	197	260	管理费用	34	44	59	79
合同资产	0	0	0	0	研发费用	28	44	59	79
其他流动资产	245	226	265	312	财务费用	18	-5	-8	-8
流动资产合计	1,121	1,473	1,910	2,430	信用减值损失	-1	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-5	-4	-4
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	0	1	1
固定资产	721	644	576	515	投资收益	1	0	0	0
在建工程	2	2	2	2	其他收益	22	28	34	36
无形资产	14	16	18	19	营业利润	131	211	298	400
其他非流动资产	79	75	79	81	营业外收入	0	1	4	3
非流动资产合计	816	737	675	616	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,937	2,210	2,585	3,046	利润总额	131	212	302	403
短期借款	67	97	226	335	所得税	20	33	39	60
应付票据	0	0	0	0	净利润	111	179	263	343
应付账款	107	253	284	361	少数股东损益	-9	5	11	17
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	120	174	252	326
合同负债	0	1	1	1	NOPLAT	126	175	255	337
其他应付款	13	7	8	9	EPS (按最新股本摊薄)	0.62	0.90	1.30	1.69
一年内到期的非流动负债	87	3	3	3					
其他流动负债	24	20	24	31	主要财务比率				
流动负债合计	298	381	546	740	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	160	191	166	118	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	29.7%	36.0%	35.0%	35.0%
其他非流动负债	86	93	92	90	EBIT增长率	147.4%	38.9%	41.7%	34.6%
非流动负债合计	246	283	258	208	归母公司净利润增长率	129.0%	44.6%	45.5%	29.4%
负债合计	544	664	804	948	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,343	1,490	1,715	2,015	毛利率	32.9%	35.0%	36.0%	36.5%
少数股东权益	50	56	66	83	净利率	17.3%	20.5%	22.3%	21.6%
所有者权益合计	1,394	1,546	1,781	2,098	ROE	8.6%	11.2%	14.1%	15.5%
负债和股东权益	1,937	2,210	2,585	3,046	ROIC	9.8%	11.4%	13.7%	15.9%
					偿债能力				
					资产负债率	28.1%	30.1%	31.1%	31.1%
					债务权益比	28.7%	24.8%	27.3%	26.0%
					流动比率	3.8	3.9	3.5	3.3
					速动比率	3.4	3.5	3.1	2.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
					应收账款周转天数	70	68	68	69
					应付账款周转天数	111	115	129	115
					存货周转天数	88	81	82	82
					每股指标(元)				
					每股收益	0.62	0.90	1.30	1.69
					每股经营现金流	3.71	2.08	2.86	3.95
					每股净资产	16.65	18.46	21.26	24.97
					估值比率				
					P/E	47	33	22	17
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	74	59	47	37

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。