

2023年07月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳中有升，精密光学国产替代空间广阔

—茂莱光学（688502.SH）公司动态研究报告

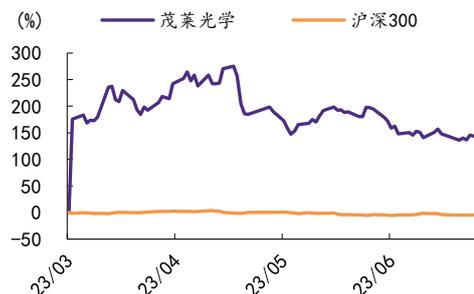
增持（首次） 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
分析师：吕卓阳 S1050523060001
luzy@cfsc.com.cn

基本数据 2023-06-30

当前股价（元）	192
总市值（亿元）	101
总股本（百万股）	53
流通股本（百万股）	12
52周价格范围（元）	164.01-261.62
日均成交额（百万元）	330.18

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

业绩稳步增长，研发规模继续扩大

公司 2022 年实现营收 4.39 亿元，同比增长 32.36%；归母净利润 0.59 亿元，同比增长 25.07%；毛利率为 49.52%，同比-3.35pct，主要系原材料价格上升及产品结构变化综合影响。当前公司主要毛利来自光学器件产品，贡献占比过半。其中境内销售收入 9,379.05 万元，占比 21.38%，同比+21.86%；境外销售收入 34,493.48 万元，占比 78.62%，同比+35.54%，境外市场为公司主战场，公司境外设立生产&销售子公司。公司 23 年 Q1 实现营收 1.25 亿元，同比+12%，环比+24%，归母净利润 1,397 万元，同比+1%，环比+115%，扣非 1398 万元，同比+3%，环比+127%。毛利率 51.68%，同比+1pct，净利率 11.17%，同比-1pct，环比+5pct。业务端来看，光学器件、光学镜头和光学系统贡献公司绝大多数营收，近 3 年趋势看光学器件营收占比有所减低，技术更为复杂光学系统营收占比显著提升，由 2019 年的 14% 上升至 2022 年上半年的 27%。费用端来看，2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率，分别为 4.51%/17.69%/12.53%/-1.53%。公司高度重视研发，积极投入半导体、生命科学、AR/VR 等高增长领域，截至 2023 年上半年，研发人员占公司总人数的 20% 以上，研发费率显著高于同行业公司。

掌握光学核心加工技术，推动光学设备国产化

茂莱光学 2022 年产生研发费 0.55 亿元，经过多年积累，茂莱拥有镀膜/抛光/胶合等五大技术，部分工艺已达纳米级精度。通过结合工艺流程控制技术，公司凭借镀膜机、SSI 拼接干涉仪、磁流变抛光机，可实现光学元件的高质量生产。2022 年全球半导体设备出货金额达到 1076 亿美元，创历史新高，需求量庞大。光源系统、光学镜头、双工作台系统是光刻机三大核心，在半导体零部件中，光学类零部件技术难度高，公司提供透镜、平片、棱镜等产品，茂莱覆盖 KLA、Camtek 等国际企业，并打入国产光刻机厂商上海微电子的供应链。在国产化替代加速的政策推动下，半导体光学设备国产化持续加速，国内设备企业光学元件需求提升，有望助力茂莱半导体业务加速扩张。

工业级精密光学多维布局，市场规模稳步扩张

公司是一家领先的精密光学综合解决方案提供商，专注于精密光学器件、光学镜头和光学系统的研发、设计、制造及销售，其中光学元件营收占比过半。公司服务于全球半导体（包括光刻机及半导体检测装备）、生命科学（包括基因测序及口

腔扫描等)、航空航天、无人驾驶、生物识别、AR/VR 检测等应用领域。公司在工业级精密光学的多维布局可以在下游多领域实现协同效应，看好公司在此长坡厚雪的赛道上持续成长。

盈利预测

公司是大陆工业级精密光学稀缺标的，我们看好公司在行业国产替代加速趋势推动下，IPO 募投产能建设推动深耕半导体、生命科学、AR/VR 等高增长领域，实现业绩长期稳定的增长与市场占有率的提升。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 5.52、6.88、8.80 亿元，EPS 分别为 1.41、1.92、2.66 元，当前股价对应 PE 分别为 136、100、72 倍，首次给予“增持”投资评级。

风险提示

下游需求不及预期、新建产能不及预期；行业竞争加剧

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	439	552	688	880
增长率（%）	32.4%	25.8%	24.8%	27.9%
归母净利润（百万元）	59	74	101	140
增长率（%）	25.1%	25.9%	35.8%	38.6%
摊薄每股收益（元）	1.49	1.41	1.92	2.66
ROE（%）	16.2%	17.6%	20.3%	23.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	82	130	150	180
应收款	70	60	70	92
存货	124	135	165	203
其他流动资产	31	46	61	78
流动资产合计	307	371	445	553
非流动资产:				
金融类资产	13	23	33	43
固定资产	137	136	142	145
在建工程	78	83	93	103
无形资产	24	25	25	26
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	38	38	38	38
非流动资产合计	277	283	299	313
资产总计	584	654	745	866
流动负债:				
短期借款	25	25	25	25
应付账款、票据	65	75	87	101
其他流动负债	58	58	58	58
流动负债合计	160	172	188	207
非流动负债:				
长期借款	45	45	45	45
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	220	232	248	267
所有者权益				
股本	40	53	53	53
股东权益	364	422	497	599
负债和所有者权益	584	654	745	866

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	59	74	101	140
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	24	28	35	49
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-8	5	-29	-48
经营活动现金净流量	75	108	108	140
投资活动现金净流量	-101	-15	-26	-23
筹资活动现金净流量	74	-17	-26	-38
现金流量净额	48	77	56	80

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	439	552	688	880
营业成本	221	271	331	406
营业税金及附加	3	3	4	5
销售费用	20	25	28	37
管理费用	78	94	114	150
财务费用	-6	2	2	2
研发费用	54	72	93	119
费用合计	146	192	236	307
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	64	80	109	151
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	0	0	0	0
利润总额	64	80	109	151
所得税费用	5	6	8	11
净利润	59	74	101	140
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	59	74	101	140

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	32.4%	25.8%	24.8%	27.9%
归母净利润增长率	25.1%	25.9%	35.8%	38.6%
盈利能力				
毛利率	49.5%	50.9%	52.0%	53.9%
四项费用/营收	33.2%	34.8%	34.3%	34.9%
净利率	13.5%	13.5%	14.7%	15.9%
ROE	16.2%	17.6%	20.3%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	37.7%	35.5%	33.3%	30.8%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	6.3	9.1	9.9	9.6
存货周转率	1.8	2.0	2.0	2.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.49	1.41	1.92	2.66
P/E	128.8	135.9	100.1	72.2
P/S	17.3	18.3	14.7	11.5
P/B	20.9	23.9	20.3	16.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。