

上半年营收业绩稳健增长，半导体领域收入占比显著提升

——半导体设备系列报告

核心观点

2025H1 公司营收稳健增长，同比增速达 32.26%，主要受半导体、AR/VR 检测领域拉动，上半年两下游营收分别同比增长 64.65%、74.95%，半导体领域营收占比为 60.95%，同比+11.99pct，占比显著提升。收入稳健增长背景下，公司盈利能力改善叠加费用管控良好，上半年利润端表现优秀。此外，公司聚焦于主营业务，重点推进半导体领域、生命科学领域、AR/VR 检测领域等新兴应用领域技术升级和产品开发，看好公司各下游高技术壁垒产品线放量进展。

事件

2025H1 公司实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 32.26%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 110.36%；扣非归母净利润 0.29 亿元，同比增长 156.40%。

单 Q2 来看，2025Q2 公司实现营业收入 1.77 亿元，同比增长 35.70%；归母净利润 0.16 亿元，同比增长 42.72%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增长 77.00%。

简评

上半年营收业绩稳健增长，半导体领域占比显著提升

2025H1 公司营收稳健增长，半导体领域营收占比显著提升。2025H1 公司实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 32.26%，上半年收入增长主要受半导体、AR/VR 检测领域拉动，半导体、AR/VR 检测领域上半年营收分别同比增长 64.65%、74.95%，营收占比分别为 60.95%、6.50%，同比分别+11.99pct、+1.59pct，半导体领域营收占比显著提升。

盈利能力方面，2025H1 公司实现毛利率 49.65%，同比+1.98pct，我们认为受益于规模效应及下游结构改善，公司盈利能力持续提升。**费用端来看**，2025H1 公司期间费用率达 33.95%，同比-4.34pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.59%、17.52%、13.06%、-1.22%，同比分别-0.44pct、-2.22pct、-0.80pct、-0.88pct。受益于规模效应，公司费用管控表现良好，期间费用率改善明显。

归结到利润端，2025H1 公司实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 110.36%，对应归母净利率 10.27%，同比+3.81pct；扣非归母净利润 0.29 亿元，同比增长 156.40%，扣非净利率 9.12%，同比

茂莱光学 (688502. SH)

首次评级

买入

许光坦

xuguangtan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523060002

陈宣霖

chenxuanlin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070007

吴雨璇

wuyuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070008

发布日期：2025 年 09 月 10 日

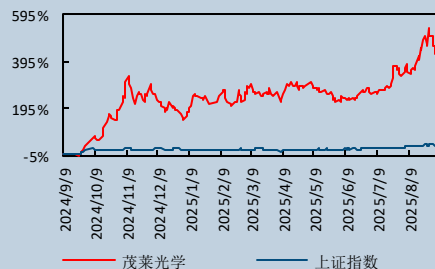
当前股价：394.55 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.60/4.45	54.37/41.33	427.26/388.90
12 月最高/最低价 (元)		475.34/70.80
总股本 (万股)		5,280.00
流通 A 股 (万股)		1,680.00
总市值 (亿元)		208.32
流通市值 (亿元)		66.28
近 3 月日均成交量 (万)		128.11
主要股东		
南京茂莱控股有限公司		59.47%

股价表现



+0.45pct。收入稳健增长背景下，公司盈利能力改善叠加费用管控良好，上半年利润端表现优秀。

技术升级及产品开发取得良好进展，新兴应用领域突破不断

公司聚焦于主营业务，重点推进半导体领域、生命科学领域、AR/VR 检测领域等新兴应用领域技术升级和产品开发。

半导体领域：部分产品已成功跨越研发样品阶段，迈入批量生产阶段。随着客户下游市场反馈良好以及公司生产工艺的优化，公司和部分客户之间的合作规模显著提升，并成功介入其新产品的研发生产线中。后续有望受益国内及海外半导体市场需求旺盛持续增长。

生命科学领域：随着海外子公司业务的持续拓展与布局深化，公司在生命科学领域的产品种类愈加丰富。2025H1 公司积极和新客户沟通送样，待相关样品完成认证后，公司与新客户的合作将从初步对接转向深度合作，为后续业务发展注入新动能。

AR/VR 检测领域：随着客户需求从研发阶段逐步向小批量生产阶段发展，公司产品需求量显著提升，上半年交付效率较去年同期提升明显。目前公司已成功切入新客户部分生产产线，助力客户实现 AR 眼镜光学功能模块检测。

投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.74、1.06、1.45 亿元，同比分别增长 108.61%、43.50%、35.98%，对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 279.04x、194.46x、143.00x，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	458.03	502.83	668.79	860.43	1,076.08
YOY(%)	4.40	9.78	33.01	28.65	25.06
净利润(百万元)	46.72	35.52	74.10	106.34	144.60
YOY(%)	-20.83	-23.98	108.61	43.50	35.98
毛利率(%)	51.89	48.41	49.89	51.73	53.58
净利率(%)	10.20	7.06	11.08	12.36	13.44
ROE(%)	3.92	3.03	6.15	8.50	10.99
EPS(摊薄/元)	0.88	0.67	1.40	2.01	2.74
P/E(倍)	442.55	582.12	279.04	194.46	143.00
P/B(倍)	17.36	17.65	17.17	16.52	15.72

资料来源：iFinD，中信建投

盈利预测

表 1: 茂莱光学业务拆分盈利预测（单位：百万元）

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	458.03	502.83	668.79	860.43	1,076.08
同比增长	4.81%	9.78%	33.01%	28.65%	25.06%
营业成本	220.34	259.38	335.10	415.34	499.48
毛利	237.69	243.44	333.69	445.09	576.61
毛利率	51.89%	48.41%	49.89%	51.73%	53.58%
1. 光学器件					
收入	229.93	223.94	313.52	423.25	550.23
同比增长	11.90%	-2.60%	40.00%	35.00%	30.00%
成本	108.53	125.22	163.03	211.63	264.11
毛利	121.40	98.72	150.49	211.63	286.12
毛利率	52.80%	44.08%	48.00%	50.00%	52.00%
2. 光学系统					
收入	133.40	139.24	181.01	231.69	289.61
同比增长	-3.29%	4.38%	30.00%	28.00%	25.00%
成本	63.92	80.16	94.12	115.85	139.01
毛利	69.48	59.07	86.88	115.85	150.60
毛利率	52.09%	42.43%	48.00%	50.00%	52.00%
3. 光学镜头					
收入	87.26	137.36	171.70	202.61	233.00
同比增长	3.74%	57.41%	25.00%	18.00%	15.00%
成本	44.47	53.32	77.27	87.12	95.53
毛利	42.79	84.04	94.44	115.49	137.47
毛利率	49.04%	61.18%	55.00%	57.00%	59.00%
4. 服务					
收入	7.27	2.05	2.26	2.49	2.73
同比增长	-21.79%	-71.75%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	3.21	0.68	0.68	0.75	0.82
毛利	4.06	1.38	1.58	1.74	1.91
毛利率	55.89%	67.05%	70.00%	70.00%	70.00%
5. 其他业务					
收入	0.16	0.23	0.30	0.39	0.51
同比增长		39.37%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	-0.05	0.23	0.30	0.39	0.51
毛利率	-30.21%	99.77%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：Wind，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 2: 茂莱光学利润表预测（单位：百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	458.03	502.83	668.79	860.43	1,076.08
营业成本	220.34	259.38	335.10	415.34	499.48
营业税金及附加	4.02	4.42	5.29	6.81	8.51
销售费用	20.71	25.28	30.10	37.00	44.12
管理费用	96.06	95.15	113.69	143.69	176.48
研发费用	67.15	70.28	86.94	120.46	161.41
财务费用	-1.93	-0.06	2.37	-0.41	-1.18
资产减值损失	-12.86	-18.62	-20.01	-25.75	-32.20
信用减值损失	-2.99	-2.21	-3.30	-4.25	-5.31
其他收益	7.95	5.52	7.86	7.86	7.86
公允价值变动收益	6.61	0.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.62	4.69	2.21	2.21	2.21
资产处置收益	0.00	0.08	0.03	0.03	0.03
营业利润	55.03	38.31	82.08	117.64	159.85
营业外收入	0.13	0.29	0.18	0.18	0.18
营业外支出	1.24	0.23	0.50	0.50	0.50
利润总额	53.92	38.38	81.76	117.32	159.53
所得税	7.20	2.86	7.65	10.98	14.94
净利润	46.72	35.52	74.10	106.34	144.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	46.72	35.52	74.10	106.34	144.60
EBITDA	89.46	88.34	176.88	214.11	256.42
EPS（元）	0.88	0.67	1.40	2.01	2.74

资料来源：Wind，中信建投

表 3: 茂莱光学资产负债表预测（单位：百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	787.33	630.15	691.22	873.39	1,077.57
现金	177.21	188.39	200.55	273.27	358.52
应收票据及应收账款合计	99.31	128.63	140.92	181.29	226.73
其他应收款	2.24	2.22	2.87	3.70	4.62
预付账款	4.88	9.98	11.47	14.76	18.46
存货	159.80	203.02	230.87	286.15	344.12
其他流动资产	343.90	97.91	104.54	114.22	125.11
非流动资产	568.70	830.42	737.61	640.36	542.23
长期投资	0.00	18.59	18.53	18.48	18.42

固定资产	251.69	455.96	408.47	356.53	300.15
无形资产	69.38	79.77	66.48	53.18	39.89
其他非流动资产	247.63	276.10	244.13	212.17	183.78
资产总计	1,356.03	1,460.57	1,428.84	1,513.75	1,619.80
流动负债	148.67	252.54	200.03	248.86	300.52
短期借款	22.01	95.26	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	80.89	119.02	125.20	155.18	186.62
其他流动负债	45.76	38.26	74.82	93.67	113.90
非流动负债	16.41	36.30	24.26	13.26	3.61
长期借款	3.60	26.28	14.25	3.24	-6.41
其他非流动负债	12.81	10.02	10.02	10.02	10.02
负债合计	165.08	288.84	224.29	262.11	304.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	52.80	52.80	52.80	52.80	52.80
资本公积	883.67	889.42	889.42	889.42	889.42
留存收益	254.48	229.51	262.33	309.42	373.45
归属母公司股东权益	1,190.96	1,171.73	1,204.55	1,251.64	1,315.67
负债和股东权益	1,356.03	1,460.57	1,428.84	1,513.75	1,619.80

资料来源: Wind, 中信建投

表 4: 茂莱光学现金流量表预测 (单位: 百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57.54	9.85	161.74	141.19	172.91
净利润	46.72	35.52	74.10	106.34	144.60
折旧摊销	37.47	50.02	92.75	97.20	98.07
财务费用	-1.93	-0.06	2.37	-0.41	-1.18
投资损失	-4.62	-4.69	-2.21	-2.21	-2.21
营运资金变动	-37.36	-93.61	-6.16	-60.62	-67.26
其他经营现金流	17.27	22.66	0.89	0.89	0.89
投资活动现金流	-674.72	-34.11	1.37	1.37	1.37
资本支出	276.22	281.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	-399.23	233.10	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-551.72	-548.45	1.37	1.37	1.37
筹资活动现金流	710.06	27.95	-150.95	-69.85	-89.03
短期借款	-3.05	73.24	-95.26	0.00	0.00
长期借款	-46.43	22.68	-12.04	-11.01	-9.65
其他筹资现金流	759.54	-67.97	-43.66	-58.84	-79.38
现金净增加额	94.92	4.13	12.17	72.72	85.25

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

（1）定制化研发未能匹配客户需求的风险：随着精密光学下游各应用领域不断拓展，产品技术不断升级迭代，对公司技术创新和产品研发能力提出了更高的要求。如果公司的技术研发水平和产品优化升级能力无法与下游行业客户不断变化的要求相匹配，则公司可能面临客户流失的风险，进而对公司营业收入产生不利影响。

（2）技术升级迭代风险：公司自主研发的非球面加工技术、光学镀膜技术、球面加工技术、柱面加工技术以及主动装调技术等技术指标水平未来仍需要根据客户产品的升级迭代而进一步优化。若出现公司研发投入不足、未能准确把握行业技术发展趋势、未能持续创新迭代，或者市场上出现替代产品或技术等状况，均可能导致公司逐步失去技术优势，进而影响公司核心竞争力。

（3）研发人员及核心技术流失风险：如果公司未来不能在职业发展、薪酬福利、工作环境等方面持续提供具有竞争力的工作条件并建立良好的激励机制，未来竞争对手可能会通过各种方式争夺公司人才，造成核心研发人员流失，不仅影响公司的后续产品研发能力，也会带来核心技术泄露的风险，进而对公司业务发展造成重大不利影响。

4）毛利率波动风险及敏感性分析：综合毛利率是未来盈利预测及估值模型的重要假设，公司毛利率将持续受到市场竞争、原材料价格、汇率、运费等外部因素的影响产生波动，如公司无法较好应对上述因素，则毛利率将会受到不利影响。若公司毛利率不及预期，相对应公司未来的盈利预测均存在下滑风险。我们对毛利率预期变化对公司盈利敏感性影响测算如下。

在当前预期情景下，我们预计公司 2025 年至 2027 年毛利率分别为 49.89%、51.73%、53.58%，相应归母净利润分别为 0.74 亿元、1.06 亿元、1.45 亿元。

如果公司未来三年毛利率小幅低于预期，较预期毛利率下降 0.5% 时，2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.71 亿元、1.02 亿元、1.40 亿元，业绩较预期分别下降 303 万元、391 万元、489 万元。

如果公司未来三年毛利率大幅低于预期，较预期毛利率下降 1% 时，2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.68 亿元、0.99 亿元、1.35 亿元，业绩较预期分别下降 607 万元、782 万元、978 万元。

如果公司未来三年毛利率极端低于预期，较预期毛利率下降 1.5% 时，2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.65 亿元、0.95 亿元、1.30 亿元，业绩较预期分别下降 910 万元、1172 万元、1468 万元。

分析师介绍

许光坦

中信建投机械首席分析师，上海交通大学硕士，2021.4-2023.5 曾就职于东北证券研究所，2023 年 5 月加入中信建投证券，覆盖工控、传感器、注塑机、机床刀具、锂电设备方向。

陈宜霖

机械行业分析师，上海财经大学金融硕士，东南大学机械工程学士，2022 年加入中信建投证券研究发展部机械团队，重点覆盖：工程机械、半导体设备、智慧物流等板块。

吴雨璿

机械行业分析师。上海财经大学会计学硕士、财务管理学士。2023 年加入中信建投证券，当前研究方向为工具五金、半导体设备零部件、激光、3D 打印等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk