



茂莱光学 (688502.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

深耕精密光学，半导体领域空间广阔

投资逻辑：

公司主营业务为精密光学器件、精密光学镜头和先进光学系统，产品广泛应用于半导体前道量检测、光刻机照明系统、生命科学及AR/VR检测等高端制造的核心环节。公司2025年实现营业收入6.91亿元，归母净利润0.46亿元，外销占比56.58%。

半导体前道量检测设备景气度延续，光刻设备核心精密光学零部件国产替代空间广阔。根据SEMI数据，2025年全球半导体设备销售额达1350.6亿美元（YOY+15.34%）。前道先进制程迭代与先进封装演进大幅抬高过程控制价值，海外量检测龙头KLA预计到2030年营收将达到260亿美元，Camtek则将营收目标上调至7.5亿美元。光刻环节构筑了先进制程壁垒，光学系统作为整机核心模块直接决定了底层加工精度。公司于2025年11月，发行可转债5.63亿元，转股价格为364.43元/股，公司通过可转债加码超精密光学产能，重点聚焦248nm与193nm深紫外（DUV）波段的光学器件及物镜镜头，以严苛的光学一致性满足深紫外光刻机高精度投影与照明系统的技术规格，加速推进光刻机配套元器件的国产替代进程。

新兴终端设备迭代与算力集群拓展扩张共振，前瞻布局打开新增增长极。AR/VR质控需求跨越研发拐点，随着下游大客户由前期研发向小批量生产阶段的实质性跃迁，公司AR/VR检测领域深度合作Microsoft、Facebook等国际大厂，2025年实现营收同比增长152.31%。AI算力扩张持续推高数据中心光互连架构的技术规格。公司依托前期在透镜、波片等核心器件上沉淀的成熟工艺，于2026年4月出资设立全资子公司切入光电子器件制造业务。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司2026-2028年营收分别为10.12亿元、15.11亿元、22.78亿元，归母净利润分别为0.88亿元、1.37亿元、2.22亿元，EPS分别为1.67元、2.59元、4.20元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

核心客户扩产及资本开支不及预期的风险；核心技术迭代与新业务客户验证不及预期的风险；期间费用短期承压上行与规模效应兑现不及预期的风险；海外市场运营及外汇汇率波动风险；限售股解禁的风险；大股东及实际控制人减持的风险。

电子组

分析师：樊志远（执业S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周煊博（执业S1130525080009）

zhouhuanbo@gjzq.com.cn



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	503	691	1,012	1,511	2,278
营业收入增长率	9.78%	37.42%	46.51%	49.21%	50.79%
归母净利润(百万元)	36	46	88	137	222
归母净利润增长率	-23.98%	30.43%	90.71%	54.73%	62.30%
摊薄每股收益(元)	0.673	0.877	1.673	2.589	4.202
每股经营性现金流净额	0.19	1.39	2.46	2.73	3.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.03%	3.65%	6.77%	9.62%	13.78%
P/E	299.37	454.77	276.20	178.51	109.98
P/B	9.08	16.62	18.70	17.17	15.15

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕精密光学二十余载，铸就光学核心供应商	4
1.1 二十年专注精密光学全链路，“设计—镀膜—加工—装调”一体化构建转换壁垒	4
1.2 营收规模加速扩张，定制化开发盈利能力波动	6
二、全球半导体设备市场维持高景气，量测及光刻设备需求量高	9
2.1 全球半导体设备市场持续扩容，下游晶圆厂资本开支高	9
2.2 先进制程快速迭代，下游量检测设备景气度高	10
2.3 光刻机国产化加速推进，照明系统精密光学是关键技术底座	13
三、AR/VR 检测快速增长，布局光互连打开新增长极	15
3.1 AR/VR 检测：核心供应商深度卡位，量产周期开启驱动收入持续高增	15
3.2 光互连：全资子公司落地，精密光学能力延伸至 AI 数据中心光互连	16
四、盈利预测	17
4.1 盈利预测	17
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司深耕光学领域二十余载，积极布局全球市场	4
图表 2：公司产品矩阵多维，覆盖了器件、镜头、光学系统	5
图表 3：公司下游应用广，深度绑定优质客户	5
图表 4：公司半导体业务营收快速增长（2025）	5
图表 5：公司光学系统业务快速增长（单位：百万元）	6
图表 6：公司股权结构集中稳定（截至 2026Q1）	6
图表 7：公司营收加速扩张	7
图表 8：归母净利润受费用等影响波动	7
图表 9：公司产品定制化生产，毛利率波动大	7
图表 10：公司光学镜头毛利率较高	7
图表 11：公司处于业务扩张期，费用率短期上行	8
图表 12：公司下游客户分散多元（2025）	8
图表 13：公司境外收入占比较高（单位：百万元）	8
图表 14：公司位于光学产业链中游，为下游厂商提供器件、镜头、系统	9
图表 15：2025 年全球半导体设备市场达到 1350 亿美元	10
图表 16：预计全球 300mm 晶圆厂持续扩产	10
图表 17：量检测设备主要应用于晶圆加工过程	11



图表 18:	光学零部件占量检测设备原材料成本约 40%.....	11
图表 19:	每推进一个节点,检测层数增加 30%, KLA 相对 N-2 节点的增量收入约 10 亿美元.....	12
图表 20:	HBM3 单芯片面积约为 DDR 的 3 倍,逻辑含量高、冗余少,对检测更敏感.....	12
图表 21:	向混合键合演进的过程中,推动量检测精度不断提升.....	12
图表 22:	先进封装推动相关量检测设备市场快速增长.....	12
图表 23:	KLA 预计到 2030 年营收将达到 260 亿美元规模.....	13
图表 24:	Camtek 上调营收目标至 7.5 亿美元.....	13
图表 25:	中科飞测营收维持高增长.....	13
图表 26:	精测电子营收规模持续扩大.....	13
图表 27:	光刻机是半导体制造的最关键设备之一.....	14
图表 28:	光学系统是光刻机的核心组件.....	14
图表 29:	公司可转债募投项目产品主要应用于深紫外光刻机光学系统.....	15
图表 30:	AI 眼镜出货迎来快速增长(单位:万台).....	16
图表 31:	公司 2025 年 AR/VR 设备营收同比增长 152.31%(单位:亿元).....	16
图表 32:	AI 集群用光模块及 CPO 销售额在 2025 年达 165 亿美元.....	17
图表 33:	公司分产品盈利预测.....	18
图表 34:	2024-2028E 公司三费情况.....	19

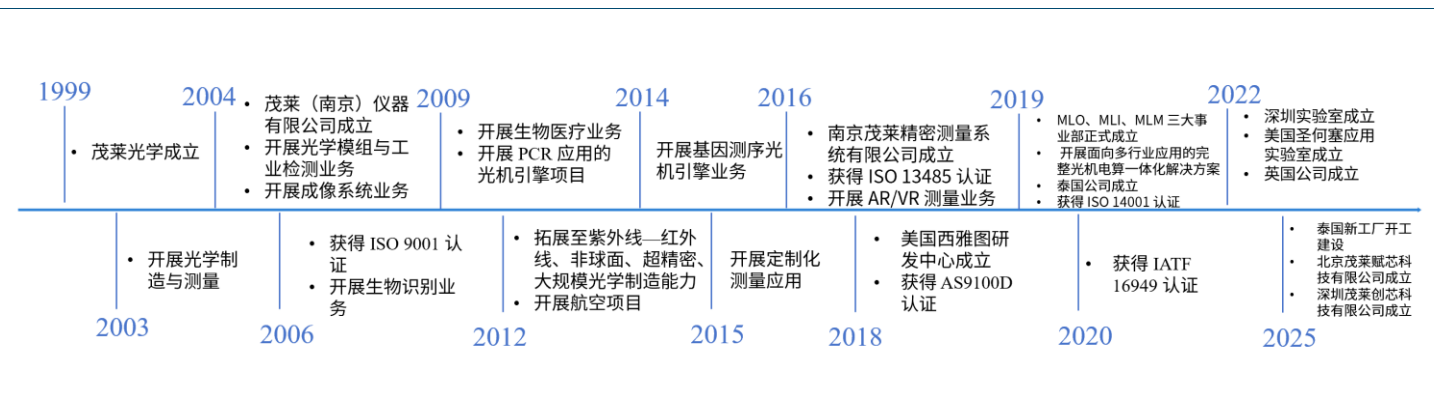


一、深耕精密光学二十余载，铸就光学核心供应商

1.1 二十年专注精密光学全链路，“设计—镀膜—加工—装调”一体化构建转换壁垒

公司通过二十余年的精密技术沉淀与全球化前瞻布局，已完成了从核心光学元件加工向高端光机电算一体化解决方案提供商的底层逻辑蜕变。自1999年创立并于2003年全面切入光学制造与测量领域以来，公司持续沿产业链纵向延伸，2004年成立茂莱（南京）仪器深耕光学模组、工业检测及成像系统，并于2006至2014年间前瞻性地挺进生物识别、生物医疗、PCR及基因测序光机引擎等高壁垒赛道。伴随2012年制造工艺向紫外至红外全波段、非球面及超精密大规模光学制造能力的跨越式迭代，公司加速推进国际化与多应用场景的横向拓宽，在2016至2020年间组建MLO、MLI、MLM三大事业部并提供完整的跨行业光机电算一体化方案，期间密集通过ISO 13485医疗、AS9100D航空航天及IATF 16949汽车工业等严苛的国际质量体系认证，形成了深厚的行业准入壁垒。2023年成功登陆上海证券交易所科创板后，公司依托美国西雅图、英国及国内深圳、北京等全球多点实验室的协同研发网络，进一步于2025年启动泰国新工厂建设并成立赋芯、创芯科技等子公司。

图表1：公司深耕光学领域二十余载，积极布局全球市场



来源：公司官网、国金证券研究所

公司已构筑起从核心基础器件到复杂光机电算一体化系统的多维产品矩阵，在半导体前道量检测、生命科学及航空航天等高端应用领域形成了高度的定制化供给能力。

- 处于产业链底座的是其精密光学器件，涵盖具备高面型与高精度镀膜的透镜、平片及棱镜，例如满足深紫外波段要求且口径达300mm的半导体DUV光学透镜、应用于飞机HUD的自由曲面透镜以及装配于口扫描仪的异形棱镜等，这些经过精密冷加工、抛光与镀膜的单一器件构成了公司的底层技术基石。
- 以此为依托，公司向上集成打造了具备高分辨率与大视场特性的精密光学镜头，产品线横向延伸至基因测序与半导体检测专用的显微物镜、晶圆缺陷检测紫外（I-line）镜头、无人驾驶激光雷达镜头以及成功应用于我国空间站核心舱任务的星敏检测相机镜头，实现了成像质量与核心关键参数的有效跃升。
- 在光机硬件组装的基础上，公司进一步融合运动控制、算法架构与代码开发，推出了代表更高附加值的光学系统产品。这一层级不仅包含了用于晶圆三维形貌及封装缺陷检测的激光干涉与半导体检测模组，还深度覆盖了应用于新冠病毒检测的基因测序光机引擎、海关安防生物识别模组，以及集成了视差测试、仿生模拟等复杂算法的AR/VR光学测试模组与检测设备。

这种由“基础器件”向“精密镜头”再到“软硬一体化系统”的阶梯式产品矩阵演进，反映了公司在超精密光学领域深厚的制造工艺壁垒，体现出了其响应前沿下游需求、提供系统级整体解决方案的核心竞争力，为其在核心技术自主可控的产业趋势中夯实了业绩增长的基础。



图表2: 公司产品矩阵多维, 覆盖了器件、镜头、光学系统

产品大类	主要产品	细分类型	核心特点	应用领域
精密光学器件	透镜、平片、棱镜	球面/非球面/柱面/胶合透镜; 多光谱/荧光滤光片、反射镜、相位延迟窗口等平片; 胶合/异形棱镜	高面型、高光洁度、高精度镀膜	半导体、航空航天、生物医疗
精密光学镜头	显微物镜、3D 镜头、激光雷达镜头、视觉测量镜头	金相/荧光显微物镜系列、3D 测量或成像镜头、激光雷达镜头、视觉测量相机镜头组件	高分辨率、大视场、高可靠性; 提高成像质量与拍摄通量	半导体检测/加工、基因测序、医疗成像、3D 扫描、激光雷达、航天检测 (含空间站核心舱)
光学系统	半导体检测设备光学系统 医疗光学系统 生物识别光学模组 AR/VR 光学测试模组及检测设备 预研产品	激光干涉系统、明场显微镜系统、高功率深紫外激光扩束整形系统 荧光显微系统、体视显微镜系统、3D 扫描模组 生物识别光学模组 AR/VR 光学测量模组、光学检测设备 共聚焦显微系统、干涉显微系统、偏振膜厚测量光学模组	集成度高, 具备运动切换、自动对焦、扫描拼接功能 预研阶段	晶圆三维形貌量测、封装缺陷 2D/3D 检测、晶圆缺陷检测 基因检测、病理检验、眼科手术、齿科检查/建模 海关及大型企业身份认证 AR/VR/MR 近眼显示器性能测量

来源: 公司公告、公司招股说明书、国金证券研究所

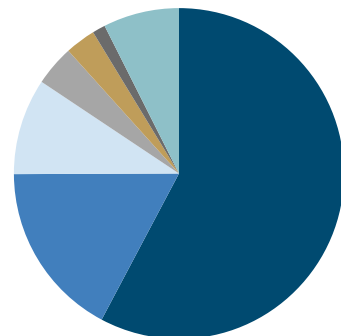
公司产品下游应用广泛, 半导体业务快速起量。公司凭借前期的深度研发参与, 与全球各领域的头部企业建立了高粘性的合作壁垒。2025 年公司半导体领域收入占比已达 57.76%, 实现了 71.47% 的同比大幅增长, 是拉动公司全年总营收同增 37.42% 的关键动力。受益于下游半导体产业链扩产带来的强劲需求, 公司为 KLA、Gamtek、Onto Innovation 以及上海微电子等国内外知名半导体装备厂商提供核心光学支持, 据公司年报披露, 部分产品已于 2025 年上半年成功跨越研发样品验证阶段, 正式迈入批量生产。除半导体这一核心主力外, 公司的生命科学业务 (营收占比 17.18%) 稳定服务于华大智造、Thermo Fisher、ALIGN 等行业巨头; AR/VR 检测领域 (营收占比 9.41%) 则深度合作了 Microsoft、Facebook 等国际大厂; 同时在无人驾驶 (配套 Waymo)、生物识别 (IDEMIA 等) 以及航空航天 (508 所) 等前沿赛道亦有布局。公司多维度的优质客户资源矩阵彰显了其底层精密光学技术的泛用性与市场认可度, 而其半导体业务从技术研发布局向批量商业化落地的加速跨越, 更将为公司在未来较长周期内的高质量发展奠定坚实的业绩支撑。

图表3: 公司下游应用广, 深度绑定优质客户

图表4: 公司半导体业务营收快速增长 (2025)

下游领域	主要客户
生命科学	ALIGN、华大智造、Bio-Rad、Thermo Fisher 等
半导体	Gamtek、KLA、CYBEROPTICS、Onto Innovation、上海微电子等
航空航天	北京空间机电研究所 (508 所) 等
无人驾驶	谷歌母公司 Alphabet 旗下自动驾驶平台 Waymo 等
生物识别	IDEMIA、HID 等
AR/VR 检测	Microsoft、Facebook 等

■ 半导体 ■ 生命科学 ■ AR/VR 检测 ■ 生物识别 ■ 无人驾驶 ■ 航空航天 ■ 其他



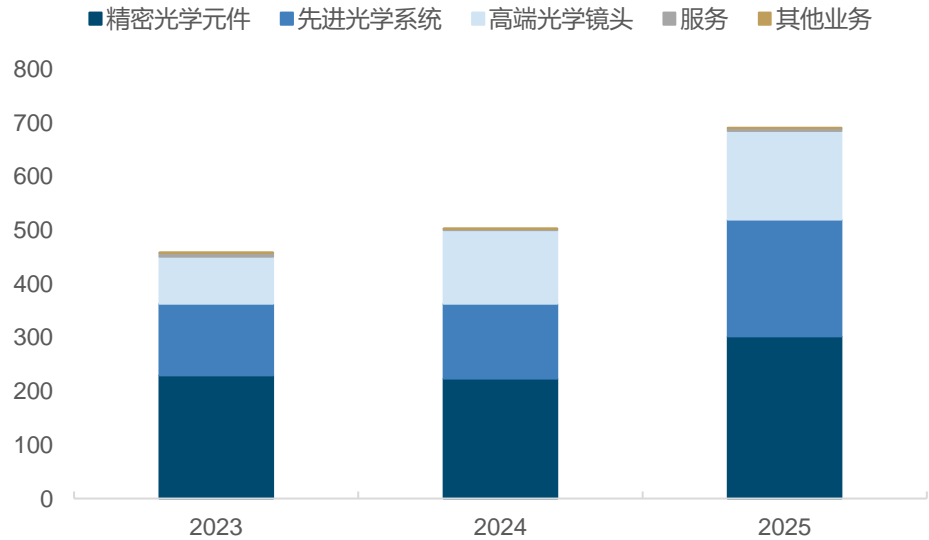


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

公司光学系统业务高速扩张，光学器件及镜头业务平稳增长。从产品结构拆解来看，先进光学系统业务展现出显著的成长弹性，其收入由 2023 年的 1.33 亿元迅速放量至 2025 年的 2.17 亿元，折射出公司在高端技术领域的研发转化与市场渗透正加速兑现。与此同时，作为传统基石的精密光学元件与高端光学镜头业务亦保持稳健增长步调，至 2025 年分别贡献 3.03 亿元和 1.65 亿元的营业收入，构筑了扎实的业绩基本盘。从产业链供需边际变化的视角切入，我们判断，随着下游半导体前道检测、光刻等先进制程设备对高精度光学组件需求的持续释放，公司通过优化产品组合并推动核心业务放量，有望在实现业务结构性升级的同时，进一步打开长期成长空间。

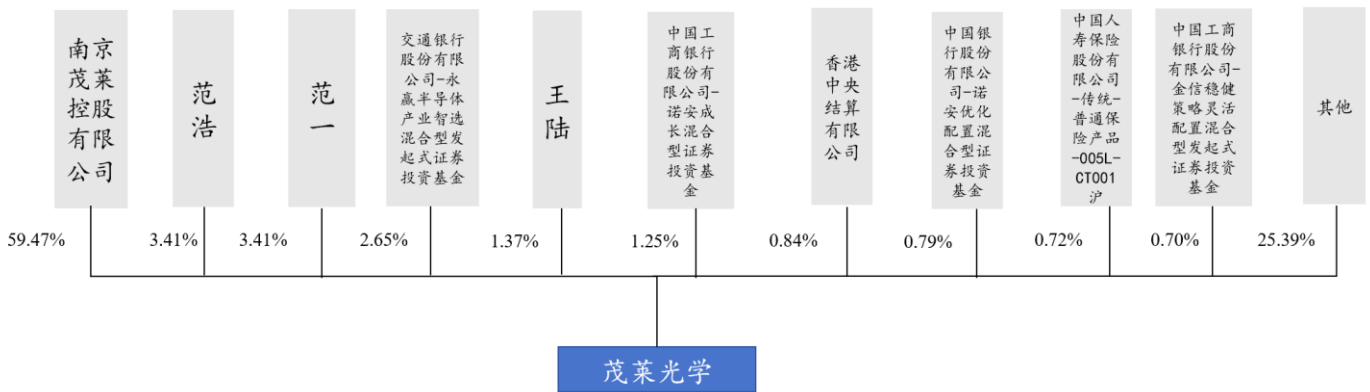
图表5：公司光学系统业务快速增长（单位：百万元）



来源：ifind、国金证券研究所

公司股权结构高度集中，实控人为公司董事长范浩、副董事长范一。根据 2026Q1 披露的股东持股数据，南京茂莱控股有限公司作为公司第一大股东兼一致行动人，截至 2026Q1 持有公司 59.47% 的股份，叠加实际控制人范浩与范一各自直接持有的 3.41% 股份，控股股东及实控人对公司的控制权结构十分稳固。这种高集中度且稳定的股权架构，在机构投资者层面亦形成了良好的共生效应，永赢半导体产业智选混合型发起式证券投资基金、诺安成长混合型证券投资基金等专业机构在十大股东名册中占据重要席位。

图表6：公司股权结构集中稳定（截至 2026Q1）



来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 营收规模加速扩张，定制化开发盈利能力波动

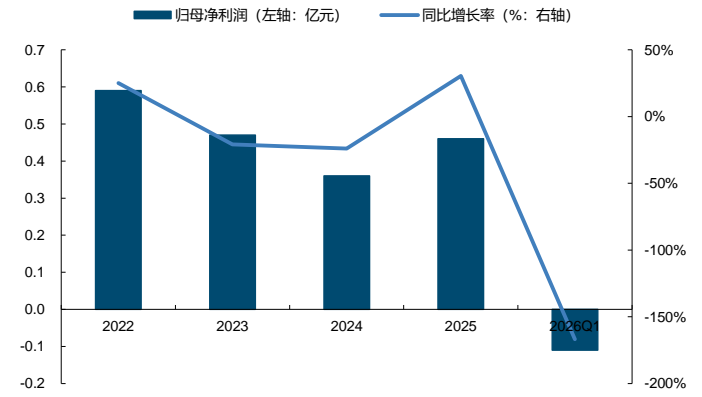
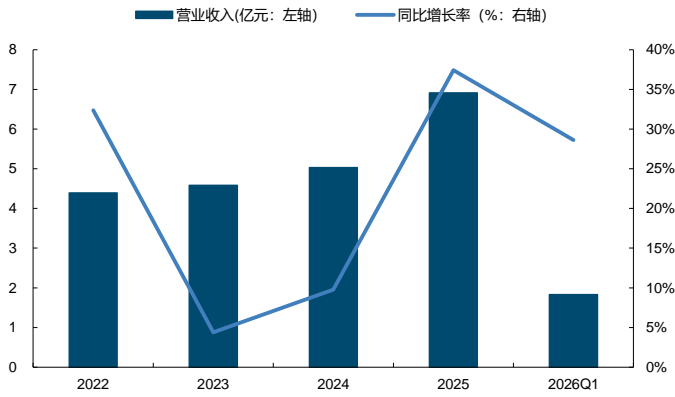
公司营收规模呈现加速扩张态势，盈利能力因短期成本前置与业务结构微调出现阶段性背



离。在行业景气度回暖与国产化需求释放的共同作用下，公司营业收入整体保持稳步上升趋势，随着半导体前道工艺节点推进以及 AR/VR 检测需求的放量，带动了相关核心业务板块的显著成长，2025 年营收 6.91 亿元，同比增长 37.42%，26Q1 营收 1.83 亿元，同比增长 28.63%。在归母净利润层面，2025 年，公司归母净利润 0.46 亿元，同比增长 30.43%，26Q1 归母净利-0.11 亿元，同减 166.75%，26Q1 归母净利短期承压的主要原因系股权激励费用支付导致的管理费用增加；可转债利息支付；受外汇汇率波动影响产生汇兑损失；募投项目转固；及低毛利产品占比提升。剔除股权激励费用 4.13 百万元后，26Q1 归母净利为-6.98 百万元，同减 141.95%。

图表7：公司营收加速扩张

图表8：归母净利润受费用等影响波动



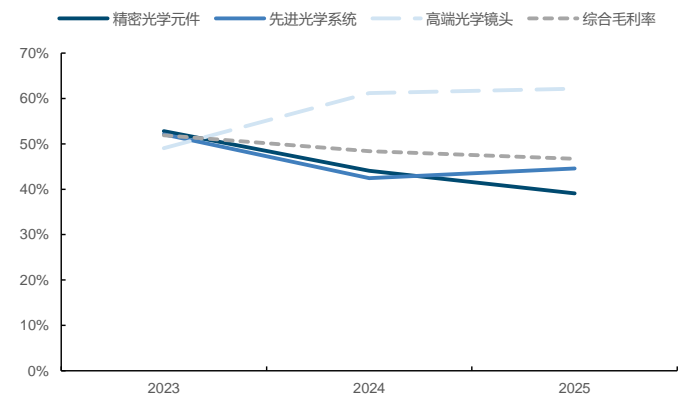
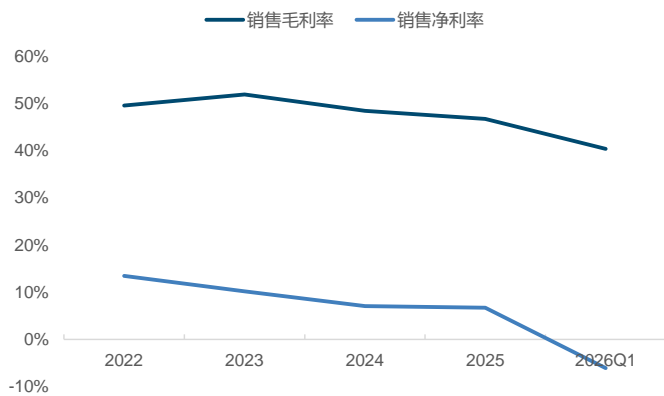
来源：ifind、国金证券研究所

来源：ifind、国金证券研究所

公司盈利能力短期持续承压，主要受到产品结构调整及固定成本上升的拖累。2025 年公司主营业务毛利率同比减少 1.70pcts 至 46.71%，其中精密光学器件毛利率同比下降 4.97pcts 至 39.11%，主要系募投项目转固导致固定成本上升、境外基地产能暂未释放以及高毛利生命科学客户销售额下降所致；相反，由于较高毛利的光学半导体应用领域主要客户销售额增加，高端光学镜头与先进光学系统毛利率分别逆势同比提升 0.97 和 2.17pcts 至 62.15%和 44.60%。26Q1，由于公司与某国际半导体量检测客户合作深入，该客户业务量显著提升但毛利较低，导致 Q1 低毛利客户业务占比提升，同时公司下调部分产品售价，毛利率同比下降 10.13pcts 至 40.36%，净利率-6.07%，同比下降 17.77pcts。我们预计，随着公司与国际客户合作的推进，高毛利的光学镜头及系统级产品在半导体、AR/VR 检测领域的持续释放，公司盈利能力有望迎来边际改善并重新打开利润增量空间。

图表9：公司产品定制化生产，毛利率波动大

图表10：公司光学镜头毛利率较高



来源：ifind、国金证券研究所

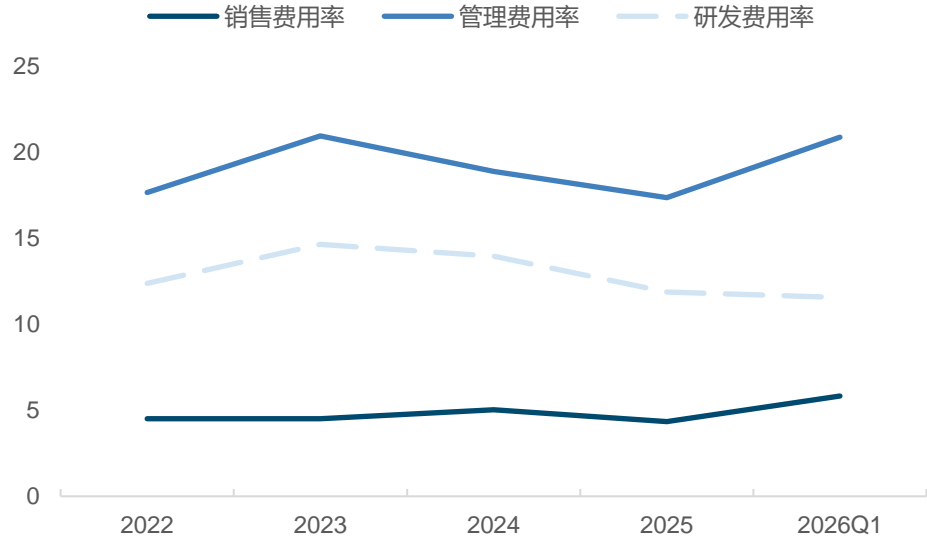
来源：ifind、国金证券研究所

期间费用短期承压上行，主要系业务扩张与前瞻研发储备所致。2025 年公司销售、管理与研发费用率分别为 4.34%、17.39%与 11.88%，至 2026 年 Q1，受销售及管理团队人员扩充影响，销售与管理费用率分别攀升至 5.83%与 20.91%；同时公司积极增加研发人员工资及设备折旧投入，Q1 研发费用率维持在 11.57%。我们判断，随着后续半导体检测等领域景气上行与收入规模的持续释放，规模效应将驱动各项费用率逐渐下降，进而打开更广阔的



盈利空间。

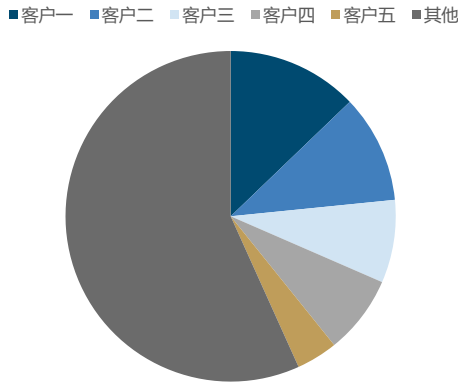
图表11: 公司处于业务扩张期, 费用率短期上行



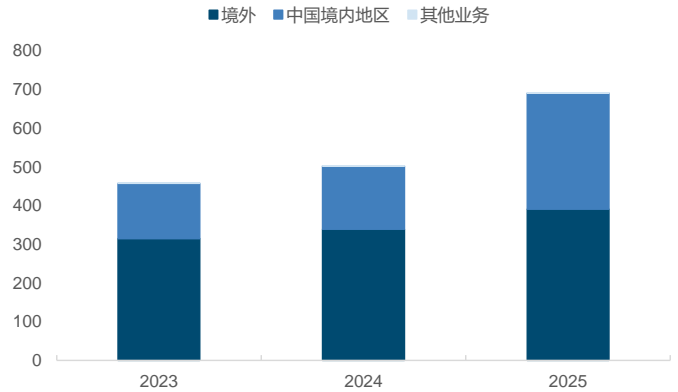
来源: ifind、国金证券研究所

公司全球化市场拓展稳步推进, 下游客户结构呈现多元分散特征。2025 年公司前五大客户销售额合计占比为 43.25%, 其中第一与第二大客户营收贡献分别为 12.83%与 10.58%, 对单一客户依赖度较低。同时, 公司主营业务基本盘由境内与境外市场共同支撑, 且 2023 至 2025 年间各区域销售规模均保持扩张态势。2025 年中国境内地区营收 3.00 亿元, 境外地区营收 3.91 亿元。从产业链角度看, 当前较低的客户集中度叠加海内外双轮驱动的销售体系, 能够有效平滑单一区域或个体企业需求波动带来的经营冲击。

图表12: 公司下游客户分散多元 (2025)



图表13: 公司境外收入占比较高(单位:百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

受下游半导体客户扩产叠加技术升级需求驱动, 公司斥资购地投建量产智造基地。据公司公告披露, 根据 4 月 10 日董事会决议, 公司拟以不超过 10 亿元自有及合法自筹资金购地, 开展“茂莱光学 MLL 量产智造基地建设项目”。受 AI 需求持续外溢影响, 公司与多家半导体头部客户业务合作不断深化, 现有场地规模与产能上限已难以匹配高端光学配套产品的规模化及高效交付任务。从供需格局看, 此次重资产投入隐含着公司精密光学产品在手订单的高确定性, 随着新基地智能化体系的搭建与新产能的逐步释放, 将有效化解由于排产受限带来的交付瓶颈, 进而在行业景气上行周期中进一步强化公司的卡位优势与盈利中枢。

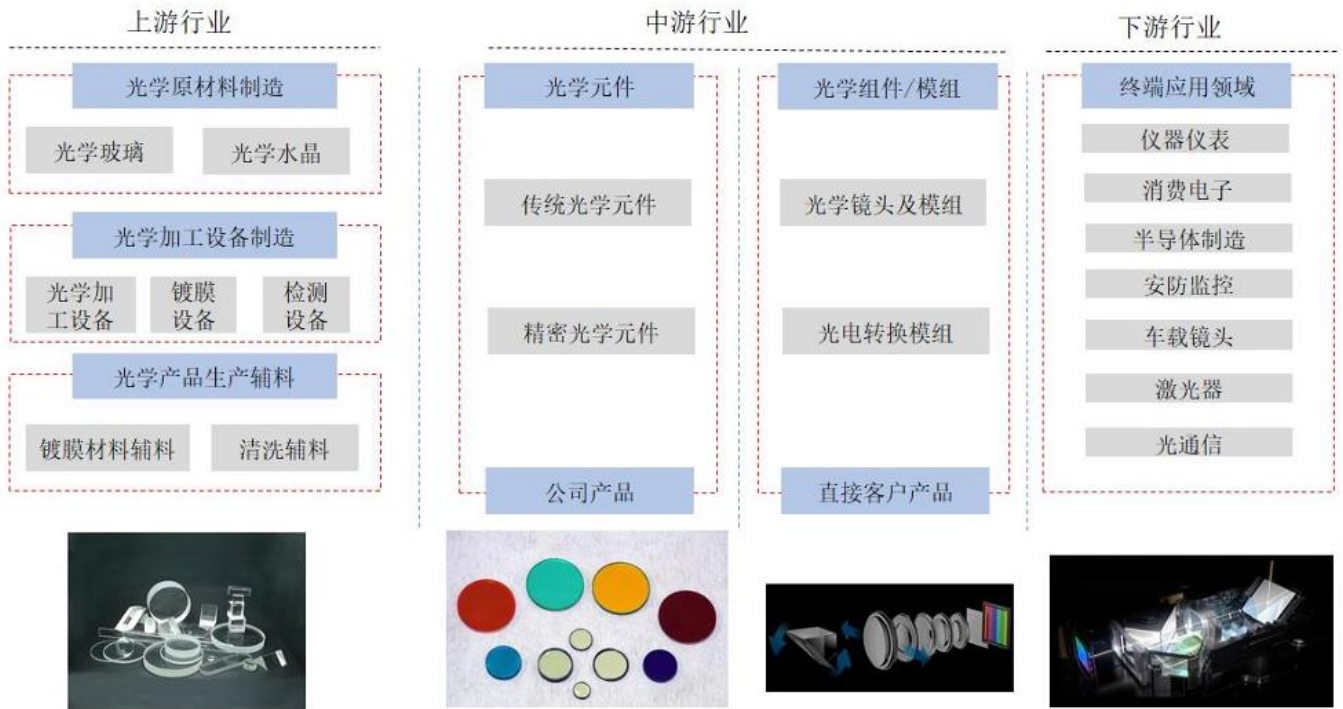


二、全球半导体设备市场维持高景气，量测及光刻设备需求高

2.1 全球半导体设备市场持续扩容，下游晶圆厂资本开支高

光学产业链由基础材料向多元终端延伸，中游精密制造构筑核心技术壁垒。上游光学玻璃等基础原材料产业已步入成熟阶段，市场需求逐步向高透过率、特殊性能的高端材料迁移；中游涵盖从光学元件冷加工、关键镀膜到高精密光学镜头的集成组装，这也是公司的核心卡位阵地；下游则广泛链接半导体制造、仪器仪表、AR/VR 及车载等终端应用市场。从中游供给结构看，光学件的开放程度因下游设备而异：光刻环节的投影与照明光学技术壁垒最高、长期由德国蔡司主导，国产配套尚处早期，国产替代空间广阔；而半导体量检测设备（KLA、Camtek、Onto 等）的光学件则以设备厂自研或向多家专业光学厂定制为主，恰为具备高端冷加工、镀膜与系统集成能力的中游厂商打开了直接供货空间，也正是公司切入全球头部装备供应链的核心通道。我们认为，随着半导体制造与新一代信息技术对系统运算精度、成像质量及设备可靠性提出更严苛的要求，产业附加值正加速向具备高端精密光学系统交付能力的中游环节收敛，进而为公司后续在半导体核心赛道的景气上行与产能释放提供底层逻辑。

图表14：公司位于光学产业链中游，为下游厂商提供器件、镜头、系统

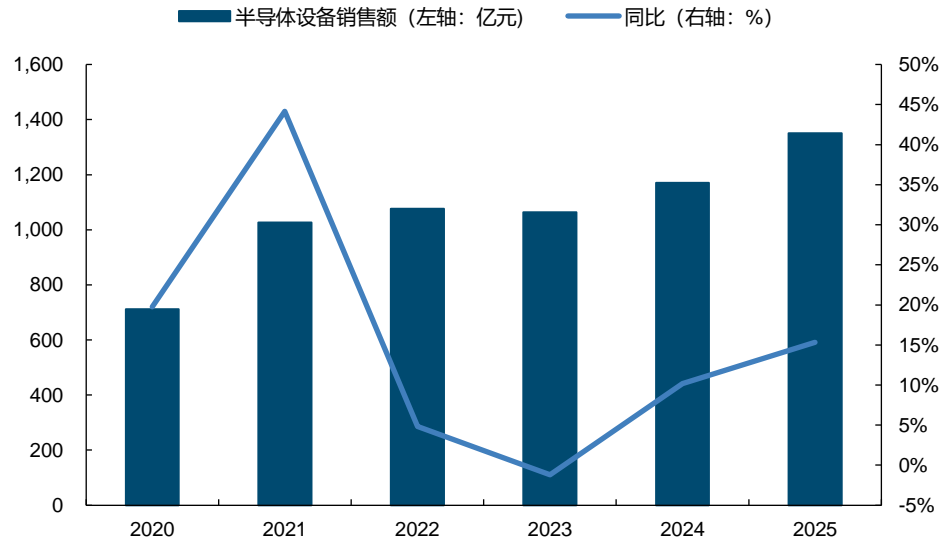


来源：公司招股说明书、国金证券研究所

全球半导体设备行业景气上行，先进存储与先进封装需求成为核心驱动。根据 SEMI 数据，全球半导体设备销售额在 2023 年缩减 1.21% 后重回增长，2024 与 2025 年分别达 1171 亿和 1350.6 亿美元，2025 年同比增速为 15.34%。我们判断，先进制程与技术路径的升级迭代正在加速释放，工艺精密化隐含着晶圆厂对核心设备采购刚性的抬升，设备端的高景气将边际改善上游精密光学核心器件的需求格局。



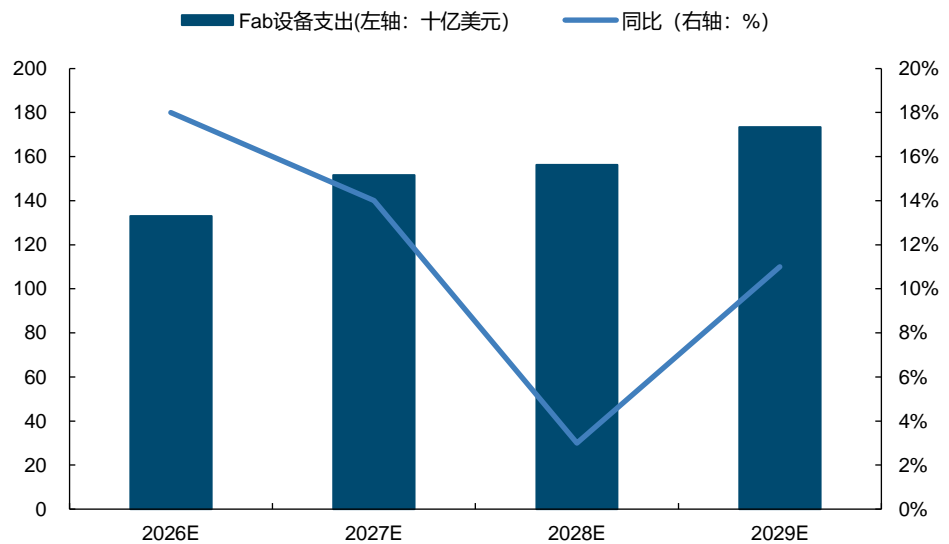
图表15: 2025 年全球半导体设备市场达到 1350 亿美元



来源: SEMI、国金证券研究所

预计晶圆厂扩产步伐持续提速，设备端高景气拉动核心光学器件需求。根据 SEMI 数据，2026 年全球 300mm 前端设备支出预计将同比增长 18% 至 1330 亿美元，并在 2027 年至 2029 年分别录得 14%、3% 与 11% 的同比增幅；同期全球 300mm 晶圆装机总产能预计将在 2026 年提升 6%，并于 2027 至 2029 年间维持约 7% 的增长率。下游晶圆制造产能的持续释放与资本开支的稳步攀升，将直接带动光刻及量检测设备中精密光学器件的采购规模，为相关核心供应商打开中长期增量空间。

图表16: 预计全球 300mm 晶圆厂持续扩产



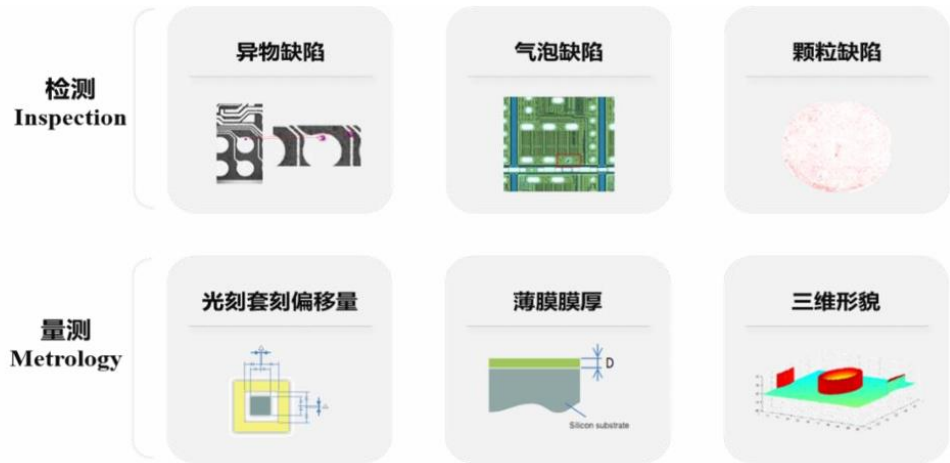
来源: SEMI、国金证券研究所

2.2 先进制程快速迭代，下游量检测设备景气度高

质量控制覆盖面持续拓宽，工艺精密化驱动量检测重要性凸显。半导体质量控制通常广义表达为检测，依工艺阶段可分为前道检测、中道检测和后道测试。其中，应用于前道制程与先进封装的环节被拆分为检测与量测两大核心部分。检测旨在发现晶圆表面或电路结构中诸如颗粒污染、表面划伤等结构缺陷；量测则聚焦于对薄膜厚度、关键尺寸及刻蚀深度等物理性参数做出量化描述。



图表17: 量检测设备主要应用于晶圆加工过程



来源: 中科飞测招股说明书、国金证券研究所

光学类零部件是半导体检测/量测设备的重要组成部分, 占原材料成本约 40%。半导体量检测系统在硬件层面主要涵盖运动与控制、光学、电气及机械等模块, 根据中科飞测招股说明书, 运动与控制系统与光学类零部件的原材料占比居前, 近几年成本占比分别达到 47.6%和 41.2%。其中, 光学类组件密集集成了光源、镜头、相机、探测器及各类光学传感器与元件, 直接决定了设备的底层检出与量测精度。

图表18: 光学零部件占量检测设备原材料成本约 40%

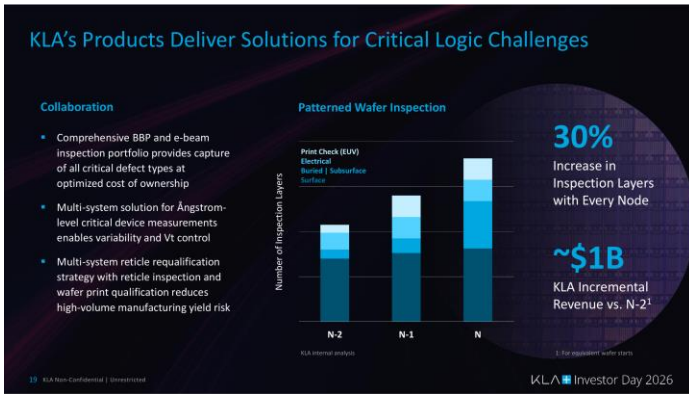
原材料类型	主要零部件	占比
运动与控制系统	EFEM、机械手、精密运动系统等	47.6%
光学类	光源、镜头、相机、探测器、光学传感器、光学元件等	41.2%
机械标准件	光机标准件、运动及结构类机械标准件、气路控制元件气源处理元件、气路执行元件、液体类控制元件、液体类处理元件、管接头、风机过滤机组等	5.2%
电气类	继电器、接触器、断路器、电源类、工控机、显示屏、图像采集卡、工业传感器、仪器仪表、操作指示类等	4.8%
机械加工件	机加工件、钣金及型材、装调工装、样品台等	1.2%

来源: 中科飞测招股说明书、国金证券研究所

量检测设备正迎来结构性扩容, 前道先进制程迭代与后道先进封装演进构成两条并行的核心驱动。前道侧, 据 KLA 预测, 在投片量相同的前提下, 每推进一个节点检测层数增加约 30%, 仅此一项即可为头部量检测设备商带来相对前两代节点约 10 亿美元的增量空间; 叠加制程切换导致旧机台复用率低, 需求呈逐代重置的台阶式上行, 而非随产能线性波动。存储侧, HBM 以更高的逻辑含量、更低的冗余和更大的芯片面积放大了单颗缺陷的良率冲击, 2020 至 2025 年 DRAM 晶圆设备市场规模增长约 2 倍, KLA 相关收入增长约 3 倍, 需求扩张明显快于设备大盘。后道侧, 先进封装预期维持 30%至 40%的增速, 向混合键合演进将缺陷灵敏度收紧至 0.05 至 0.5 微米、量测精度下探至 0.001 微米量级; 与前道超 1500 道工艺层、检测像素由 50 纳米向 10 纳米微缩相呼应。我们判断, 工艺复杂度攀升所隐含的高昂良率试错成本, 正推动过程控制的价值权重持续向后道渗透, 先进封装的"前道化"使原本集中于前道的精密检测需求向产业链后段外溢。随着精度壁垒系统性抬高, 对高端光学检测/量测系统乃至其底层精密光学子系统的需求, 有望在设备端获得超越行业整体的结构性释放。

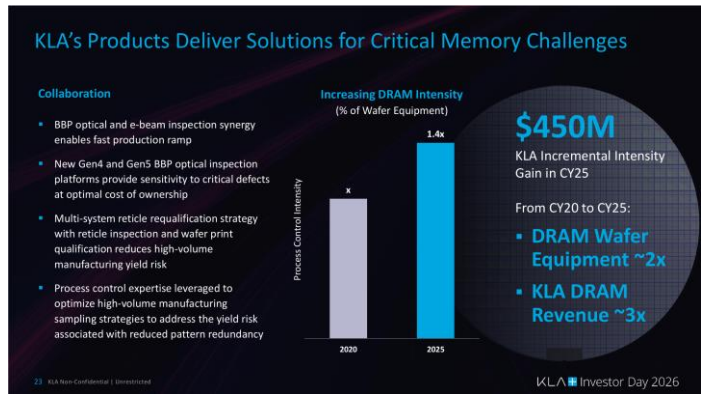


图表19: 每推进一个节点, 检测层数增加 30%, KLA 相对 N-2 节点的增量收入约 10 亿美元



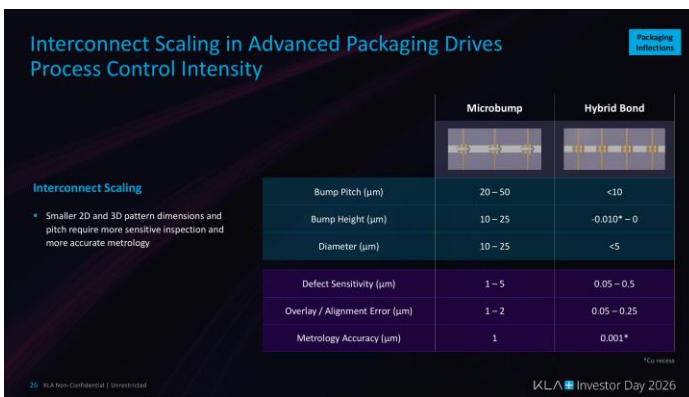
来源: KLA、国金证券研究所

图表20: HBM3 单芯片面积约为 DDR 的 3 倍, 逻辑含量高、冗余少, 对检测更敏感



来源: KLA、国金证券研究所

图表21: 向混合键合演进的过程中, 推动量检测精度不断提升



来源: KLA、国金证券研究所

图表22: 先进封装推动相关量检测设备市场快速增长



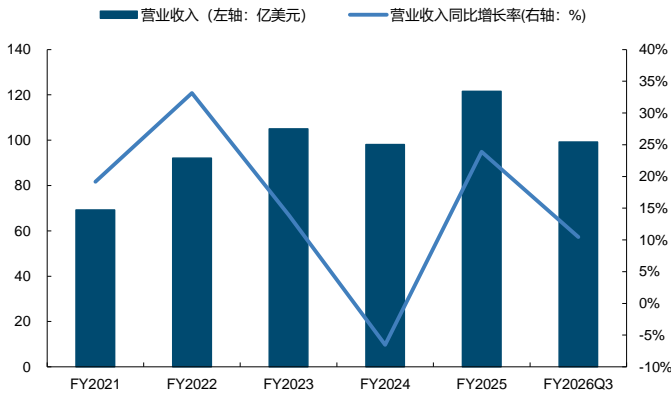
来源: Camtek、国金证券研究所

全球半导体量检测设备景气上行, 海内外核心厂商高前瞻指引共振。据中科飞测转引 YOLE 数据, 2025 年全球检测和量测设备市场规模达到 190.9 亿美元, 呈现国外设备企业高度垄断的格局。其中, 以 KLA 为首的前五大海外设备企业合计市场份额占比超过 70%。从经营数据看, 海外龙头 KLA 在 FY2025 与 FY2026Q3 营收分别达 121.56 亿和 99.22 亿美元, 且设定了 CY30E 超 260 亿美元的营收目标; Camtek 在 FY2025 与 FY2026Q1 分别录得 4.96 亿和 1.22 亿美元营收, 并将营收目标上调至 7.5 亿美元。在全球半导体量检测市场高景气的背景下, 国产替代持续推进, 中科飞测 2025 年与 2026Q1 营收分别达 20.53 亿和 3.96 亿元, 同比分别增长 48.75%与 34.63%, 同期精测电子营收也分别录得 33.48 亿和 7.39 亿元, 同比增长 30.51%与 7.26%。从产业链角度看, 我们判断, 在 AI 发展的驱动下, 海内外半导体量检测设备关键玩家的确定性成长隐含着前道工艺质控门槛的抬升, 上游光学零部件供应商将显著受益。

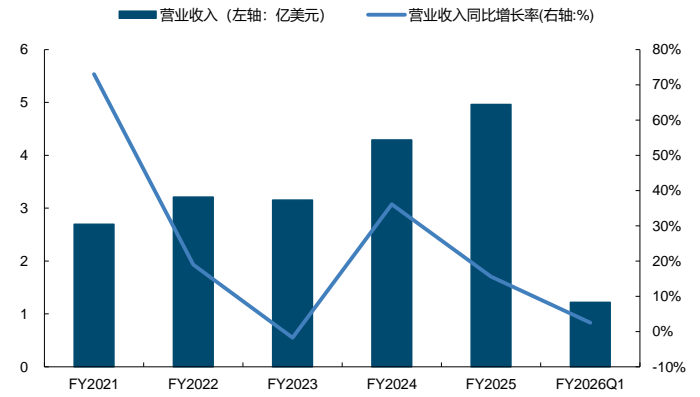


图表23: KLA 预计到 2030 年营收将达到 260 亿美元规模

图表24: Camtek 上调营收目标至 7.5 亿美元



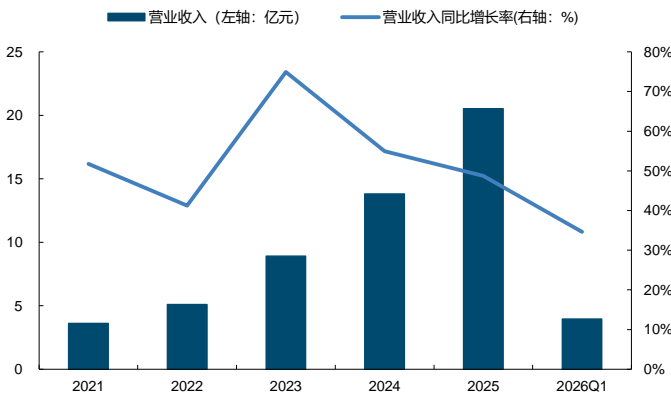
来源: ifind、KLA、国金证券研究所



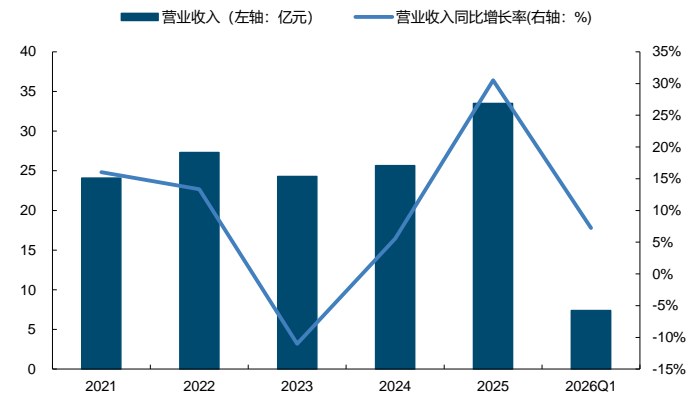
来源: Camtek、国金证券研究所

图表25: 中科飞测营收维持高增长

图表26: 精测电子营收规模持续扩大



来源: ifind、国金证券研究所



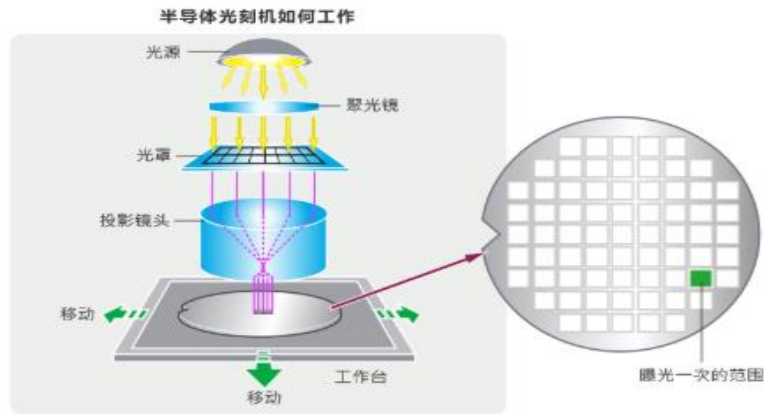
来源: ifind、国金证券研究所

2.3 光刻机国产化加速推进，照明系统精密光学是关键技术底座

光刻环节构筑先进制程壁垒，底层工艺升级驱动核心设备价值释放。作为半导体制造序列中最为关键的底层节点，光刻机具备较高的系统精密密度，其技术水位直接决定了芯片制造的精细化程度。在实际生产中，光刻工艺利用特定波长的光源照射带有电路图形的掩膜，依托光刻胶的光敏特性，将设计图形精准转移至晶圆之上，该核心流程主要由光刻机及配套的涂胶显影设备协同完成。



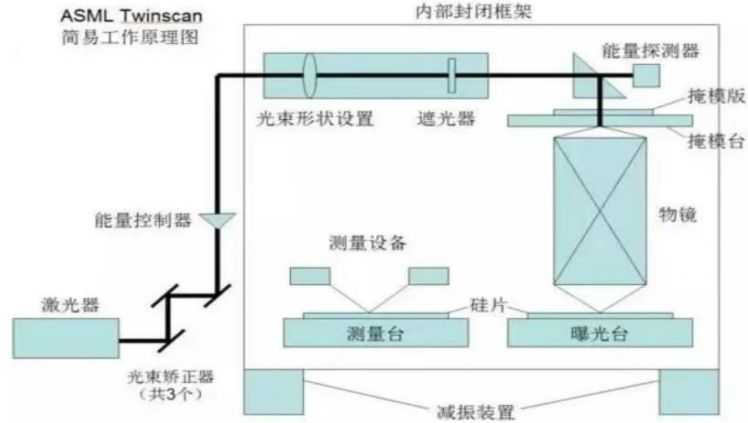
图表27: 光刻机是半导体制造的最关键设备之一



来源: 尼康、国金证券研究所

光学系统构筑整机核心壁垒，先进制程演进抬高精密组件价值中枢。作为直接参与光传输与处理的关键模块，光刻机物镜系统一般由 15 至 20 个直径为 200 至 300 毫米的透镜阵列构成，并协同反射镜、偏振器、滤光片及光阑等辅材，精准补偿光源穿透掩模版照射至光刻胶表面时产生的光学误差。随着最小工艺节点的持续微缩，整机对光学精度的要求日益严苛，复杂的加工规格直接推高了 EUV 设备的造价与终端售价。纳米级制程的下探反映出终端对底层元件物理极限的持续挑战，高端光学组件已成为维系制造良率的核心锚点，具备高壁垒加工能力的配套供应商有望在半导体资本开支的景气周期中加速获取业绩增量。

图表28: 光学系统是光刻机的核心组件



来源: 半导体工艺与设备、国金证券研究所

公司发行可转债加速扩充超精密光学矩阵产能。2025 年 11 月，公司向不特定对象发行可转债拟募集资金总额不超过 5.63 亿元，其中约 4.17 亿元投向超精密光学生产加工项目，约 1.23 亿元用于技术研发中心项目建设。此轮重资产投入重点聚焦 248nm 与 193nm 深紫外波段的光学器件及物镜镜头，旨在构筑超精密核心零部件的批量化生产能力，以严苛的光学一致性满足深紫外光刻机高精度投影与照明系统的技术规格。随着募投项目高端产能的逐步释放，公司能够进一步推进我国光刻机配套元器件的国产替代。



图表29：公司可转债募投项目产品主要应用于深紫外光刻机光学系统

所属产品线	主要产品	产品介绍	应用领域简介	具体参数
深紫外光学器件	248nm 深紫外光学器件	该产品选用高纯度石英、CaF2 材料，经由高质量抛光、深紫外谱段镀膜后可实现高面型与表面光洁度，口径在 100mm-300mm，达到深紫外波段要求。	该产品主要应用于光刻机光学系统照明、曝光模块，是保证光刻机高成像质量的关键组件。	面形精度：优于 $\lambda/50 \sim \lambda/100$ (PV 值)；表面粗糙度：<0.2nm (Ra 值)；反射损耗：单面 $\leq 0.1\%$
	193nm 深紫外光学器件	该产品选用高纯度石英、CaF2 材料，经由高质量抛光、深紫外谱段镀膜后可实现高面型与表面光洁度，口径在 100mm-300mm，达到深紫外波段要求。	该产品主要应用于光刻机光学系统照明、曝光模块，是保证光刻机高成像质量的关键组件。	面形精度：球面 $PV \ll \lambda/100$ ，非球面 $RMS \ll 1nm$ ；表面粗糙度：<1Å；表面质量：符合 10/5
深紫外物镜镜头	248nm 深紫外物镜镜头	该产品为 KrF 和 ArF 波长使用的高精度投影光刻物镜，具有分辨率高、数值孔径大、畸变小、热稳定性好、性能一致等特点。由于紫外光的波长较短，为保证镜头良好的性能，需要高精度的加工、镀膜工艺和装配测量技术。	该产品是光刻机的核心光学组件之一，其作用是将掩模版上的集成电路图形高精度地投影并缩放到硅片表面，实现纳米级图案的曝光，是先进制程半导体制造中的关键环节。	数值孔径 (NA)：0.57；分辨率：250nm ($k1=0.57$)；畸变控制： $\leq 10nm$
	193nm 深紫外物镜镜头	该产品为 KrF 和 ArF 波长使用的高精度投影光刻物镜，具有分辨率高、数值孔径大、畸变小、热稳定性好、性能一致等特点。由于紫外光的波长较短，为保证镜头良好的性能，需要高精度的加工、镀膜工艺和装配测量技术。	该产品是光刻机的核心光学组件之一，其作用是将掩模版上的集成电路图形高精度地投影并缩放到硅片表面，实现纳米级图案的曝光，是先进制程半导体制造中的关键环节。	数值孔径 (NA)：0.9；分辨率：75nm ($k1=0.35$)；畸变控制： $\leq 1nm$

来源：公司公告、国金证券研究所

三、AR/VR 检测快速增长,布局光互连打开新增长极

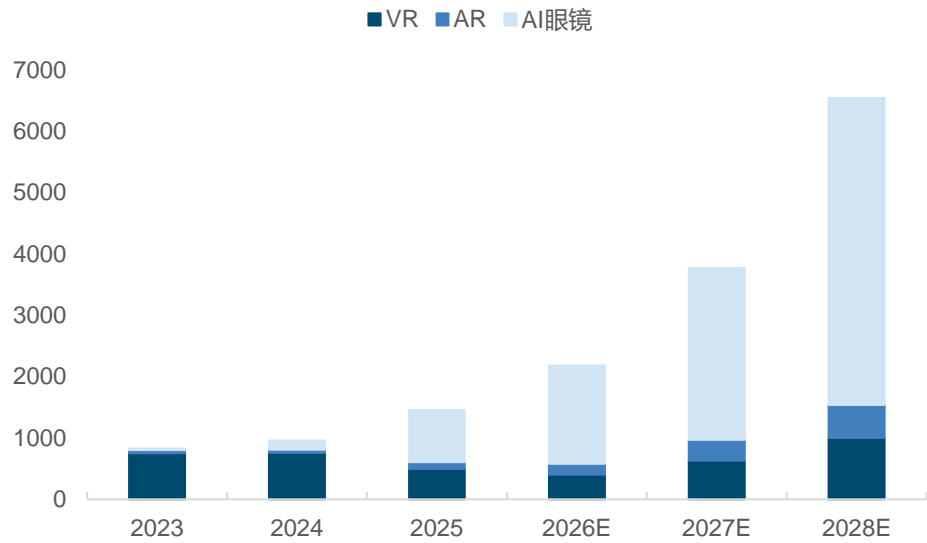
3.1 AR/VR 检测:核心供应商深度卡位,量产周期开启驱动收入持续高增

新兴终端设备出货规模持续扩张，智能头显迭代驱动 AR/VR 量检测需求释放。根据维深数据，2026 年全球 VR 头显预期出货量阶段性承压至 400 万台，但 2027 年与 2028 年预计将分别筑底回升至 630 万台和 1000 万台。同时，AR 与 AI 智能眼镜细分赛道景气上行，2026 年全球 AR 设备预计出货量达 180 万台，2027 年预期增至 340 万台；AI 智能眼镜出货量快速增加，预计 2026 年与 2027 年将分别实现 1600 万台与 2800 万台的规模。据洛图科技统计，2026 年 4 月中国智能眼镜同比增长了 94.0%。1-4 月的累计线上销量达 26.4 万台，同比增长 66.6%。其中，AR 眼镜和拍摄眼镜均实现翻倍增长。下游终端设备整机复杂度的抬升与出货量的提高将直接推高前置光学测试系统的性能标准和出货量，进而推动上游精密光学配套部件及光学系统的需求迎来边际改善，为具备量产优势的核心供应商持续



释放相应的业绩增量。

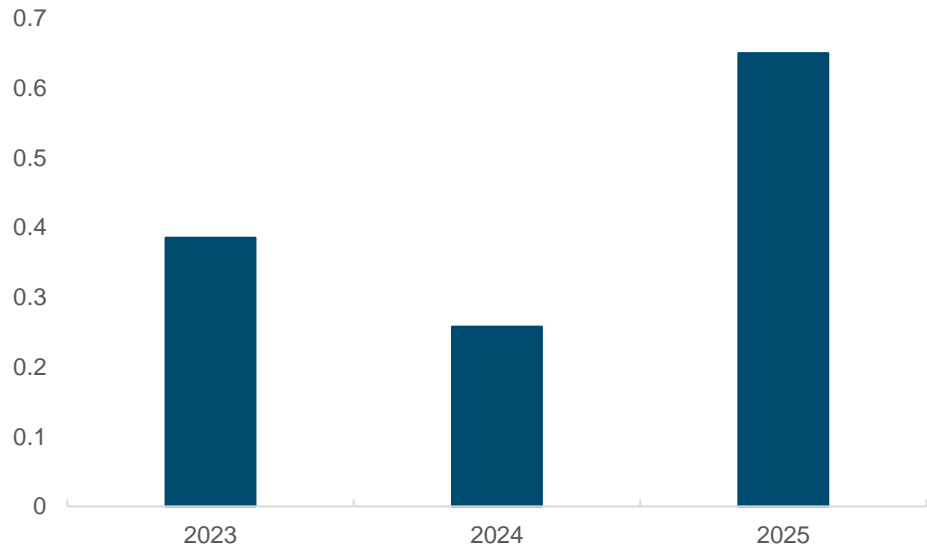
图表30: AI眼镜出货迎来快速增长(单位:万台)



来源: 维深、国金证券研究所

AR/VR 质控需求跨越研发拐点, 量产导入拉升产品出货量。2025 年公司 AR/VR 领域营收 0.65 亿元, 同比增长 152.31%, 业绩的快速增长主要系下游客户由前期研发向小批量生产阶段的实质性跃迁。面对激增的交付诉求, 公司聚焦高光学性能与自动化节点, 借由设备的模块化与标准化设计, 在平抑制造成本的同时有效缩短交付周期。我们判断, 随着下一代 AR 终端的迭代放量, 底层光学复杂度的抬升将对量测工艺兼容性形成刚性约束, 公司依托前瞻性测试方案, 有望在扩产周期中充分享受规模效应, 驱动盈利中枢持续强化与价值重估。

图表31: 公司 2025 年 AR/VR 设备营收同比增长 152.31%(单位:亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

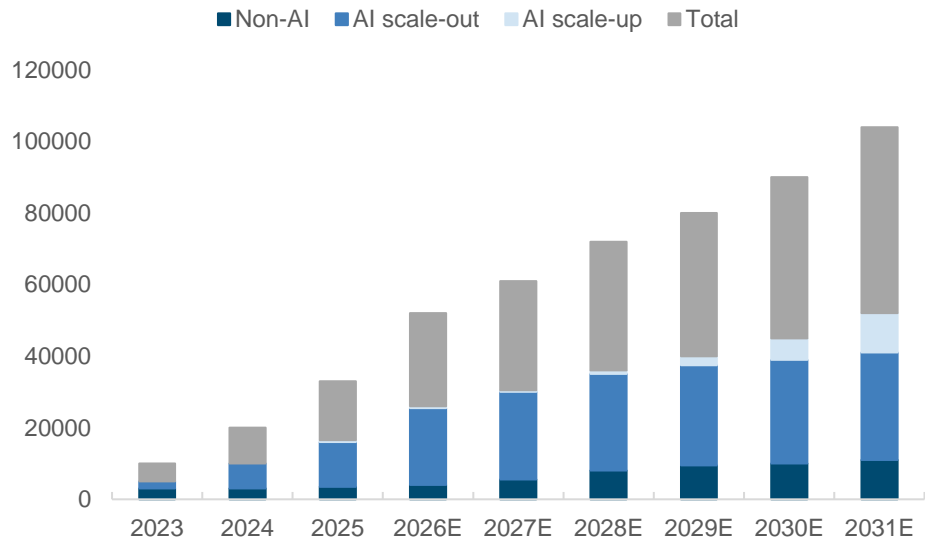
3.2 光互连:全资子公司落地,精密光学能力延伸至 AI 数据中心光互连

AI 算力集群拓展加速, 光互连网络迎来结构性扩容。作为破除数据中心带宽瓶颈的底层通道, 相关组件需求中枢持续上移。据 LightCounting 测算, AI 集群用光模块及 CPO 销售额在 2025 年达 165 亿美元, 2026 年预计增至 260 亿美元。叠加谷歌 TPU 部署驱动, Cignal AI 在 2025 年 12 月预计光电路交换机市场 2029 年达 25 亿美元基础上, 2026 年 1 月进一步将 2026 年 OCS 市场预期上调 3 倍, 2029 年规模上修超 40%。我们判断, 随着光通信整体出货量步入陡峭的上行通道, 上游核心光器件配套厂商有望在此轮资本开支扩张



中加速兑现业绩增量与估值重估。

图表32: AI 集群用光模块及 CPO 销售额在 2025 年达 165 亿美元



来源: LightCounting、国金证券研究所

公司积极布局光互连市场，设立主体前瞻卡位光通信赛道。依托前期在透镜、波片及滤光片等核心器件上沉淀的成熟工艺，叠加在镜头装调与 AR/VR 检测领域构筑的系统级优势，2026 年 4 月，公司以 3000 万元注册资本稳步切入光电子器件与仪器制造业务。AI 算力扩张正持续推高光互连架构的技术规格，随着新业务的实质性导入，公司有望凭借器件加工与系统测试的深度协同打破盈利瓶颈，在光通信资本开支上行周期中全面兑现估值重估。

四、盈利预测

4.1 盈利预测

全球半导体设备市场及终端应用持续维持高景气度，量测及光刻等核心环节需求量不断扩张。根据 SEMI 最新预测，2025 年全球半导体设备销售额达到 1350.6 亿美元，同比增长 15.34%；预计晶圆厂扩产步伐持续提速，2026 年全球 300mm 前端设备支出预计将同比增长 18%至 1330 亿美元。海外龙头设备商（如 KLA、Camtek）上调长远预期，先进封装及前道制程工艺精密化驱动量检测设备重要性进一步凸显。此外，新兴终端设备出货规模亦在持续扩张，根据维深数据，全球 VR 头显预期出货量 2027 年与 2028 年预计将分别筑底回升至 630 万台和 1000 万台；AI 智能眼镜出货量预计 2026 年与 2027 年将分别实现 1600 万台与 2800 万台的快速增长。我们判断，随着下游半导体先进制程资本开支增加及新兴 AR/VR 设备进入放量期，将直接带动中游精密光学核心组件及检测设备采购规模快速增长；叠加核心设备本土化进程加速，具备技术壁垒的光学制造头部企业将充分享受行业景气红利。

光学元件：下游多应用领域终端维持高景气度。公司通过二十余年的技术沉淀，在透镜、棱镜及平片等底层器件上构筑了深厚壁垒，并深度配套全球半导体及航空航天等优质客户。随着下游扩产订单的密集交付及可转债募投项目新增产能的加速释放，在手订单转化效率将大幅提升，并有效化解产能瓶颈。我们预测光学元件业务 2026-2028 年将分别实现营收 4.15 亿元/5.62 亿元/7.53 亿元，分别同比+37.28%/+35.33%/+34.08%。毛利率方面，前期因募投转固导致的固定成本上升及境外产能暂未释放带来的拖累将逐渐消除，伴随规模效应体现，预计 2026-2028 年该板块毛利率将平稳回升至 39.20%、39.29%和 39.33%。

光学镜头：在半导体前道工艺节点推进的催化下，该板块半导体业务正迎来强势放量。公司为国际知名半导体装备厂商提供核心支持，部分量检测光学配套产品已跨越研发样品验证阶段正式迈入批量生产。我们预测光学镜头业务 2026-2028 年将分别实现营收 2.31 亿元/3.40 亿元/5.05 亿元，分别同比+40.15%/+47.16%/+48.23%。毛利率方面，得益于高毛利的半导体应用领域主要客户销售额的大幅增加，其对整体产品利润的拉动作用显著，预计 2026-2028 年该业务毛利率将继续维持高位，分别为 62.19%、62.22%和 62.28%。

光学系统：AI 与新兴终端发展推动智能头显加速迭代，全球 VR 出货量的快速提升对前置光学测试系统提出刚性要求。公司 AR/VR 光学检测模组及设备已深度合作国际大厂，随着



下游测试需求由研发向小批量及规模量产阶段跃迁，设备出货量实现高速增长。此外，半导体检测设备系统集成度提升也进一步贡献了业绩增量。我们预测光学系统业务 2026-2028 年将分别实现营收 3.59 亿元/6.01 亿元/10.11 亿元，分别同比 +65.12%/+67.33%/+68.38%。毛利率方面，受较高毛利的半导体应用及 AR/VR 检测设备领域客户销售额放量的积极影响，预计 2026-2028 年该业务毛利率将稳步改善至 45.61%、45.93%和 45.97%。

服务：主要系向关键客户收取的技术服务费，具备较高的确定性与丰厚的盈利空间。随着核心大客户合作的持续深化，各项技术支持与前期服务需求保持稳健增长。我们预测服务业务 2026-2028 年收入将分别为 6.74 百万元/7.45 百万元/8.20 百万元，同比 +20.10%/+10.50%/+10.00%；预计其毛利率将继续维持较高水平，2026-2028 年分别达到 80.02%、80.11%和 80.15%。

图表33：公司分产品盈利预测

单位		2024	2025	2026E	2027E	2028E
光学元件						
营收	百万元	223.94	302.55	415.34	562.08	753.64
YoY	%	-2.60%	35.10%	37.28%	35.33%	34.08%
占比	%	44.54%	43.78%	41.03%	37.21%	33.09%
毛利率	%	44.08%	39.11%	39.20%	39.29%	39.33%
光学系统						
营收	百万元	139.24	217.38	358.94	600.62	1011.32
YoY	%	4.38%	56.12%	65.12%	67.33%	68.38%
占比	%	27.69%	31.46%	35.46%	39.76%	44.40%
毛利率	%	42.43%	44.60%	45.61%	45.93%	45.97%
光学镜头						
营收	百万元	137.36	165.07	231.34	340.44	504.63
YoY	%	57.41%	20.17%	40.15%	47.16%	48.23%
占比	%	27.32%	23.89%	22.85%	22.54%	22.15%
毛利率	%	61.18%	62.15%	62.19%	62.22%	62.28%
服务						
营收	百万元	2.05	5.62	6.74	7.45	8.2
YoY	%	-71.75%	173.37%	20.10%	10.50%	10.00%
占比	%	0.41%	0.81%	0.67%	0.49%	0.36%
毛利率	%	67.05%	80.00%	80.02%	80.11%	80.15%
合计						
营业总收入	百万元	502.83	691.01	1012.37	1510.59	2277.79
YoY	%	9.78%	37.42%	46.51%	49.21%	50.79%
销售毛利率	%	48.41%	46.71%	47.00%	47.30%	47.51%

来源：ifind、国金证券研究所

费用情况：精密光学与半导体光学配套系统属于典型的技术密集型行业，为满足下游半导体前道量检测、深紫外光刻机等核心装备向先进制程演进的要求，并推进 AR/VR 量测及光互连等新业务管线的研发与产线验证，预计公司未来将持续保持高强度的研发投入力度，预计 2026-2028 年研发费用率将保持平稳，分别为 11.82%、11.85%、11.88%。销售费用方面，2025 年公司销售费用率为 4.34%，未来随着公司各项业务营收体量的快速扩张以及在海内外核心大客户中供货份额的进一步巩固，销售端的规模效应将持续改善，预测公司 2026-2028 年销售费用率将稳中有降，分别为 4.21%、4.13%、4.10%。管理费用方面，2025 年公司管理费用率为 17.39%，随着后续新量产制造基地产能的平稳爬坡与前期业务扩张带来的规模效应逐步兑现，叠加内部管理效率的持续优化，预计费用率将稳步回落，2026-2028 年将分别为 17.15%、17.08%、17.02%。


图表34：2024-2028E 公司三费情况

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	5.03%	4.34%	4.21%	4.13%	4.10%
管理费用率	18.92%	17.39%	17.15%	17.08%	17.02%
研发费用率	13.98%	11.88%	11.82%	11.85%	11.88%

来源：ifind，国金证券研究所

在半导体量检测核心零部件及高端光学系统本土化加速的背景下，茂莱光学在细分领域具备显著的卡位优势与稀缺性：公司成功实现了从基础精密光学器件向高端“光机电算一体化”系统的纵向跨越，在半导体前道量检测、深紫外光刻机照明系统、生命科学及 AR/VR 检测等高壁垒赛道形成了高度定制化的全链路供给能力。公司产品已成功深度绑定 KLA、Camtek、上海微电子等全球各领域头部巨头，部分高端产品已跨越研发验证阶段正式迈入批量商业化落地。充分考虑公司的营收结构，以及公司在半导体前道量检测、光刻机物镜、AR/VR 检测设备赛道的领先地位、确定性的订单转化与智造基地产能扩张弹性，未来在前道先进制程和 AI 数据中心光互连市场的广阔成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

核心客户扩产及资本开支不及预期的风险

公司半导体业务已成为拉动总营收同增的核心动力，其产品需求深度依赖半导体量检测、光刻机厂商的采购节奏及下游晶圆厂的资本开支规模。若未来宏观经济波动、AI 及终端消费需求外溢效应减弱，或全球半导体产业链因技术路径切换导致晶圆厂削减资本开支、推迟产能规划，将直接导致上游精密光学核心器件及检测系统的采购需求边际收缩。这可能导致公司面临在手订单转化效率降低或订单延期交付的压力，进而对公司的业绩增速与产能利用率造成不利影响。

核心技术迭代与新业务客户验证不及预期的风险

公司正加速推进从核心基础器件向复杂光机电算一体化系统的阶梯式产品矩阵演进，并积极在前道深紫外光刻机光学系统、AR/VR 检测、以及 AI 数据中心光互连等高壁垒前沿赛道进行技术研发布局与产能建设。精密光学与量检测设备属于典型的技术密集型行业，对底层加工规格、光学一致性及工艺兼容性有着严苛的刚性约束。若公司在超精密光学生产加工或新产品管线的研发中未能取得预期突破，或者与国际半导体量检测客户、新兴终端大厂的验证导入周期意外拉长，将面临前期大额研发费用与前置成本无法及时兑现的风险，进而削弱公司的卡位优势与中长期成长性。

募投项目转固导致短期毛利率承压及盈利能力波动风险

公司近年来持续加大固定资产投资，包括斥资购地投建“MLL 量产智造基地建设项目”，以及通过发行可转债募集资金投向“超精密光学生产加工项目”与技术研发中心建设。由于重资产投入具有较长的建设与产能爬坡周期，在建工程折旧及转固产生的固定成本将大幅上升，在短期内若新产线的规模效应未能加速释放，将对销售毛利率形成阶段性拖累。此外，若高毛利的光学镜头及系统级产品释放节奏放缓，或定制化产品中低毛利客户业务占比进一步提升、核心产品销售售价下调，将导致公司综合毛利率与净利率面临持续波动的财务压力。

期间费用短期承压上行与规模效应兑现不及预期的风险

随着公司全球多点实验室协同研发网络的拓宽、海内外销售团队的扩充以及业务规模的迅速扩张，公司的管理、销售及研发人员工资与设备折旧等各项费用支出绝对值呈现加速上行态势。当前阶段，股权激励费用支付以及可转债利息支出等因素使得公司期间费用率短期承压明显。虽然预期后续行业景气上行将驱动各项费用率逐步下降，但若公司整体营收体量扩张速度未能与前瞻性的运营投入和人员扩充相匹配，规模效应将难以有效稀释高企的固定费用，公司可能面临净利润增长大幅落后于营收增长的风险。

海外市场运营及外汇汇率波动风险

公司主营业务基本盘由境内与境外市场共同支撑，2025 年境外地区营收占总营收比重超过 50%。随着泰国新工厂建设等全球化市场拓展的稳步推进，海外资产运营、境外基地产能释放以及境外大客户维护等经营环节的复杂度显著提升。由于公司境外销售及采购体量较大，主要结算货币的汇率发生剧烈波动，极易在季度间产生显著的汇兑损益，从而对公司的日常经营利润与合并报表净利率造成边际冲击。



限售股解禁的风险

公司于 2026 年 3 月 9 日解禁了限售股 3600 万股，占解禁前流通股比例为 214.29%，占解禁后流通股比例为 68.18%，股票解禁将对公司股价造成影响。

大股东及实际控制人减持的风险

公司大股东南京茂莱控股有限公司、范一、范浩于 2026 年 5 月 30 日分别减持了 105.60 万股、26.40 万股、26.40 万股，分别占总股本 2%、0.5%、0.5%。未来若公司大股东或实际控制人出于自身资金回笼、资产配置调整等原因，通过集中竞价、大宗交易等方式进行规模化减持股份或可转债，可能会在短期内对二级市场资金面及投资者情绪造成压制，进而对公司股价走势产生不利影响



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	458	503	691	1,012	1,511	2,278
增长率		9.8%	37.4%	46.5%	49.2%	50.8%
主营业务成本	-220	-259	-368	-537	-796	-1,196
%销售收入	48.1%	51.6%	53.3%	53.0%	52.7%	52.5%
毛利	238	243	323	476	715	1,082
%销售收入	51.9%	48.4%	46.7%	47.0%	47.3%	47.5%
营业税金及附加	-4	-4	-8	-10	-15	-23
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-21	-25	-30	-43	-62	-93
%销售收入	4.5%	5.0%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
管理费用	-96	-95	-120	-174	-258	-388
%销售收入	21.0%	18.9%	17.4%	17.2%	17.1%	17.0%
研发费用	-67	-70	-82	-120	-179	-271
%销售收入	14.7%	14.0%	11.9%	11.8%	11.9%	11.9%
息税前利润 (EBIT)	50	48	83	130	200	307
%销售收入	10.9%	9.6%	12.0%	12.8%	13.2%	13.5%
财务费用	2	0	-8	-21	-30	-41
%销售收入	-0.4%	0.0%	1.1%	2.1%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-16	-21	-38	-15	-22	-24
公允价值变动收益	7	0	0	0	0	0
投资收益	5	5	3	5	5	5
%税前利润	8.6%	12.2%	6.3%	5.0%	3.1%	1.8%
营业利润	55	38	53	98	152	247
营业利润率	12.0%	7.6%	7.7%	9.7%	10.1%	10.9%
营业外收支	-1	0	-2	0	0	0
税前利润	54	38	52	98	152	247
利润率	11.8%	7.6%	7.5%	9.7%	10.1%	10.9%
所得税	-7	-3	-5	-10	-16	-25
所得税率	13.3%	7.4%	10.3%	10.1%	10.2%	10.3%
净利润	47	36	46	88	137	222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	47	36	46	88	137	222
净利率	10.2%	7.1%	6.7%	8.7%	9.1%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	47	36	46	88	137	222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	53	71	116	97	129	159
非经营收益	-11	-9	-4	29	29	41
营运资金变动	-32	-88	-85	-84	-151	-236
经营活动现金净流	58	10	73	130	144	185
资本开支	-279	-278	-181	-220	-485	-220
投资	-399	233	-363	0	0	0
其他	4	11	2	5	5	5
投资活动现金净流	-675	-34	-542	-215	-480	-215
股权募资	836	0	0	-38	0	0
债权募资	-63	97	583	132	513	302
其他	-63	-69	-29	-37	-54	-79
筹资活动现金净流	710	28	555	57	459	223
现金净流量	95	4	86	-28	123	193

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	177	188	273	243	366	558
应收款项	102	131	200	236	346	517
存货	160	203	245	317	469	701
其他流动资产	349	108	549	518	531	548
流动资产	787	630	1,267	1,315	1,712	2,325
%总资产	58.1%	43.1%	59.3%	56.3%	55.4%	61.7%
长期投资	0	19	18	18	18	18
固定资产	349	620	720	912	1,273	1,341
%总资产	25.8%	42.4%	33.7%	39.1%	41.2%	35.6%
无形资产	75	87	85	82	80	79
非流动资产	569	830	869	1,019	1,378	1,444
%总资产	41.9%	56.9%	40.7%	43.7%	44.6%	38.3%
资产总计	1,356	1,461	2,136	2,334	3,089	3,769
短期借款	25	100	106	249	762	1,063
应付款项	82	120	144	190	285	429
其他流动负债	41	33	67	63	95	140
流动负债	149	253	317	502	1,141	1,632
长期贷款	0	24	44	44	44	44
其他长期负债	16	13	507	483	482	482
负债	165	289	868	1,028	1,668	2,158
普通股股东权益	1,191	1,172	1,268	1,305	1,421	1,610
其中：股本	53	53	53	53	53	53
未分配利润	231	230	258	333	450	639
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,356	1,461	2,136	2,334	3,089	3,769

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.885	0.673	0.877	1.673	2.589	4.202
每股净资产	22.556	22.192	24.010	24.715	26.920	30.500
每股经营现金净流	1.090	0.186	1.391	2.461	2.733	3.513
每股股利	0.650	0.210	0.130	0.248	0.384	0.623
回报率						
净资产收益率	3.92%	3.03%	3.65%	6.77%	9.62%	13.78%
总资产收益率	3.45%	2.43%	2.17%	3.79%	4.43%	5.89%
投入资本收益率	3.54%	3.45%	3.89%	5.61%	6.63%	8.62%
增长率						
主营业务收入增长率	4.40%	9.78%	37.42%	46.51%	49.21%	50.79%
EBIT 增长率	-20.71%	-2.89%	71.61%	56.50%	54.04%	53.68%
净利润增长率	-20.83%	-23.98%	30.43%	90.71%	54.73%	62.30%
总资产增长率	132.13%	7.71%	46.19%	9.27%	32.38%	21.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.7	82.3	81.8	80.2	79.2	78.1
存货周转天数	234.9	255.3	221.9	220.2	219.3	218.4
应付账款周转天数	121.1	140.7	128.1	128.5	129.5	129.7
固定资产周转天数	195.3	326.3	366.0	239.4	199.1	142.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.50%	-11.58%	-2.04%	11.24%	37.79%	40.13%
EBIT 利息保障倍数	-25.7	-823.2	10.6	6.2	6.6	7.5
资产负债率	12.17%	19.78%	40.63%	44.07%	53.98%	57.26%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	5
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.40	1.40	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究