

明月镜片（301101.SZ）

离焦镜赛道高景气，镜片龙头成长可期

西南证券研究发展中心
轻工研究团队/蔡欣/赵兰亭
2022年6月

核心观点

- **近视防控产品乘政策东风快速发展，离焦镜市场空间充足。**疫情后青少年居家网课，电子产品使用时间延长，户外活动减少，近视防控产品需求量快速增长。其中离焦框架镜由于1) 验配门槛低，可在眼镜店渠道销售；2) 价格远低于角膜塑形镜，性价比高，充分填补市场空白；3) 适用范围广、佩戴舒适安全性高，容易被青少年及家长接受，渗透率有望较快提升。目前离焦镜渗透率不足5%，长期有望达到30%以上，根据我们测算，离焦镜市场空间约为4000万副，市场空间巨大。
- **在行业快速扩容背景下，明月轻松控产品有望快速打开市场。**明月轻松控产品优势主要体现为：1) 推新快，产品多，离焦产品上市两年已经推出8款产品，较外资品牌产品更丰富，充分满足消费者不同需求；2) 性价比高，对标外资品牌，公司产品终端价格在外资品牌的60-80%，弥补价格带空白；3) 渠道利润丰厚，终端网点有望快速渗透；4) 与国内知名眼科医院合作临床试验，临床报告有望落地，有望进一步打开医院渠道市场。
- **随着新品占比提升，公司利润率有望持续优化。**2018-2021年公司盈利能力持续改善，主要由于公司主动调整产品结构，产品均价上行，功能片占比不断提升。目前公司离焦新品毛利率高于传统高端功能镜片，随着离焦镜片逐渐放量，公司盈利能力有望再上台阶。
- **盈利预测与估值：**预计2022-2024年EPS分别为0.82元、1.04元、1.31元，对应PE分别为55倍、43倍、34倍。考虑到公司离焦新品市场广阔，盈利能力强，研发技术及新品推广进展领先同业，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，新品开发推广进展不及预期的风险，离焦镜渗透率提升不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

目 录

- ◆ **离焦镜：市场空间充足，产品加速普及**
- ◆ **竞争力分析：研发及渠道优势强，市占率有望提升**
- ◆ **财务分析：产品结构优化，拉动盈利能力增强**
- ◆ **盈利预测与估值**

近视防控：政策频出，近视防控产品认知度有望提升

□ 近视防控政策支持下，近视防控知识教育频率增加、防控手段认知度提升。2018年《综合防控儿童青少年近视实施方案》对各年龄段近视率下降提出了明确要求，将近视防控上升至前所未有的战略地位。2021-2022年疫情后青少年居家网课，电子产品使用时间延长，户外活动减少，近视防控产品需求量快速增长。

表：近年青少年近视防控政策梳理

政策名称	发布时间	主要内容
《综合防控儿童青少年近视实施方案》	2018/8/30	《方案》提出到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上。到2030年，实现儿童青少年新发近视率明显下降、视力健康整体水平显著提升，6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中阶段学生近视率下降到70%以下。
《关于开展2018年儿童青少年近视调查工作的通知》	2018/10/25	明确了2018年儿童青少年近视调查工作的调查方法、调查范围、视力筛查技术要求和工作要求。
《关于进一步规范儿童青少年近视矫正工作切实加强监管的通知》	2019/3/26	针对近视矫正市场乱象频发，《通知》包括三方面内容，1、落实主体责任，切实规范近视矫正工作；2、切实加强监管，严肃查处违法行为；3、加强科普宣传，科学认知儿童近视矫正行为。《通知》指出近视不可能治愈，儿童青少年可以通过多种方式预防、控制和减缓近视。
《全面加强儿童青少年近视综合防控工作责任书》	2019/9/3	改善学生学习环境、落实学生减负、建立完善儿童青少年视力健康档案，并及时更新
《儿童青少年近视防控适宜技术指南（更新版）》	2019/10/15	1、完善了近视防控基本知识内容；2、完善了近视防控基本知识内容，包括“双减”政策下，对不同主体的技术措施进行完善
《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025年）》	2021/4/28	1、引导学生爱护眼睛、减轻学生学业负担；2、规范使用电子产品、落实视力监测；3、提升专业指导和矫正质量，发挥高校、科研院所科研力量，开展近视防控科研攻关，加强防治近视科研成果与技术的应用
《2022年全国综合防控儿童青少年近视重点工作计划》	2022/3/31	1、加强近视防控的宣传工作，例如开展第二届综合防控儿童青少年近视宣讲团、近视防控宣传教育月活动。2、指导地方教育行政部门督促和确保落实学生健康体检制度和每学期视力监测制度，及时把视力监测结果记入儿童青少年视力健康电子档案。3、将儿童近视率纳入工作考核之中，核定各省（区、市）和新疆生产建设兵团2021年儿童青少年近视率。4、出版《中国综合防控儿童青少年近视报告（2018-2021年）》。5、加大对眼视光行业产业协同创新中心和“近视防控与诊治”教育部工程研究中心的科技创新和推广应用工作指导力度。6、加强近视产品质量监管，引导部门和机构大力推广眼视光产品及验光配镜服务认证

数据来源：国务院，卫健委，西南证券整理

www.swsc.com.cn

近视防控：政策频出，近视防控产品认知度有望提升

- 近视防控手段主要分为手术治疗、药物、视光治疗等，其中视光治疗方案主要为角膜塑形镜、离焦软镜、离焦框架镜等产品。
- **治疗效果：**角膜塑形镜>离焦软镜>离焦框架镜，角膜塑形镜已经临床使用多年，治疗效果有多篇学术论文及临床经验背书；
- **年均使用价格：**角膜塑形镜~离焦软镜>离焦框架镜，框架镜价格最低；
- **验配难度：**角膜塑形镜>离焦软镜>离焦框架镜，离焦框架镜验配流程简单，可在眼镜店完成。

表：近视防控不同治疗方式对比

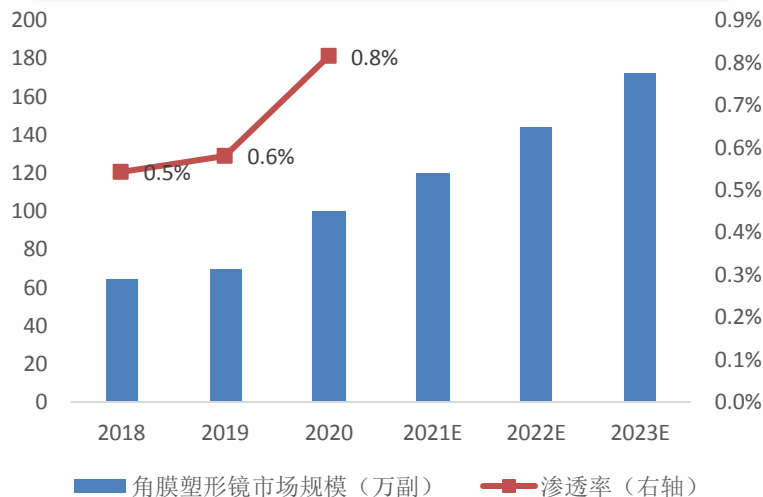
	角膜塑形镜	离焦软镜	离焦框架镜
治疗原理	特殊设计制作的硬性高透氧隐形眼镜。通过改变角膜的几何形态来消除眼睛屈光不正，并能提高裸眼视力的一种非手术方法。	通过特殊的光学设计，利用周边相对正光度，矫正近视眼的周边视网膜远视性离焦，从而抑制由周边视网膜远视性离焦所诱导的眼轴增长和近视进展。	通过特殊的光学设计，利用周边相对正光度，矫正近视眼的周边视网膜远视性离焦，从而抑制由周边视网膜远视性离焦所诱导的眼轴增长和近视进展。
代表品牌	露晰得（韩国）、阿尔法（日本）、菁视（美国）、欧几里得（美国）、欧普康视（国产）、亨泰（台湾）	捷安视、Misight、蝶适、Biothin视界	依视路、豪雅、蔡司、明月
使用方法	仅需在晚上睡觉时配戴，通过睡眠时眼睑的压迫来进一步促进塑形效果。	日间佩戴，接触眼球，镜片软，舒适性高，稳定性强	日间佩戴，非接触眼球，舒适度较好
适用范围	年龄8-18岁、矫正屈光度600度以下	年龄8-18岁，矫正屈光度1000度以下	年龄4-18岁，矫正屈光度1000度以下
临床效果	有效率30-70%，起效快	有效率60%	有效率30-67%
年均使用价格	1-2万元/副，1-1.5年更换，年均1万元以上	500-1000元/副，半月更换，年均1万元以上	21500-4000元/副，半年-1年复查，视结果更换
验配方式	对验配有着严格要求，需要到国家认可的正规医院验配	验配流程较简单，需进行眼表、泪液、眼底、眼轴等多项检查并复诊	与传统镜片验配无较大差别
销售渠道	眼科医院、眼科诊所	眼科医院、眼科诊所	眼镜零售店、视光中心、眼科医院、眼科诊所
安全性	镜片本身具有一定脆性，易碎	软性材质，减少配戴损害，日抛/半月抛降低眼部感染几率	非接触镜，佩戴舒适安全

数据来源：各公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

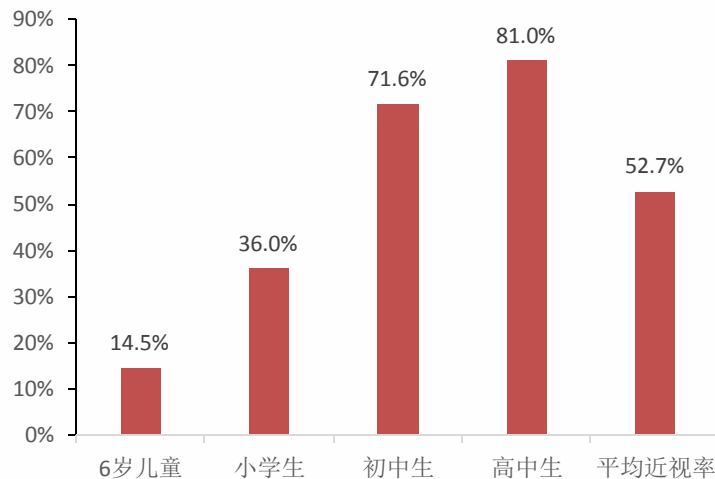
离焦镜：市场空间大，渗透率有望大幅提升

- 离焦框架镜验配门槛低、性价比高，渗透率有望大幅提升。离焦框架镜验配流程与常规眼镜类似，消费者可在眼镜店渠道接触离焦镜产品，利于新产品的快速普及；离焦框架镜价格远低于角膜塑形镜，性价比高，充分填补市场空白；且适用范围广、佩戴舒适安全性高，容易被青少年及家长接受。
- 综合各品牌销售量来看，2021年离焦框架镜销售量约300-400万副，按中国2.4亿在校青少年，50%近视率计算，离焦框架镜在近视青少年中渗透率约为3-4%，根据华经产业研究院预测数据，2020年角膜塑形镜在国内渗透率约1%，离焦框架镜渗透率预计已经超过角膜塑形镜，证明产品接受度较高，渗透率有望快速提升。

OK镜规模&渗透率



2020年中国各年龄段青少年近视率



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

数据来源：国家卫健委，西南证券整理

离焦镜：产品系列逐渐丰富，差异化显现

- 目前推出离焦框架镜的品牌主要有蔡司、豪雅、依视路、明月镜片。离焦镜片2011年由蔡司率先引进中国，经历10年发展，离焦镜片的研发和配制技术已经较为完善。横向对比来看，目前各品牌产品差异主要体现在：1) 产品材质，主要分为树脂镜片和PC镜片，树脂镜片透光性耐磨性好，PC镜片更加抗冲击；2) 折射率，PC镜片目前只有1.59折射率，明月轻松控目前有1.60、1.67、1.71不同系列及防蓝光功能，产品系列丰富；3) 终端价格，依视路、蔡司、豪雅等外资品牌终端价格较高，一般在3000-4000左右。

表：各品牌离焦镜产品对比

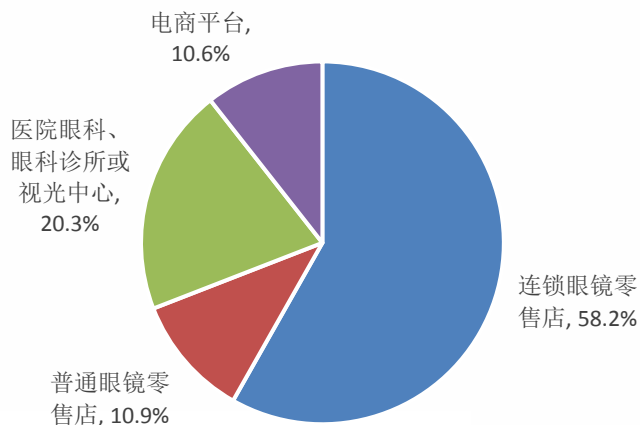
	明月	依视路	豪雅	蔡司
产品系列	1.60、1.71轻松控、1.60、1.67轻松控pro（含防蓝光）共8个产品	星趣控2款产品	新乐学	成长乐、成长乐加强版、小乐园
销售渠道	眼镜零售店为主，医院渠道较少	主要在医院渠道销售	主要在医院渠道销售	二代成长乐主要在医院渠道销售
上市时间	2021.6-2022.6	2020.11	2018.7	2011年首次上市
材质	树脂，透光效果好	PC，轻便耐冲击	PC	树脂
折射率	1.60、1.67、1.71	1.59	1.59	1.5、1.6、1.67
技术	“轻松控”采用周边焦眼轴控制技术（C.A.R.D） “轻松控Pro”采用多点近视离焦眼轴控制技术（C.A.M.D）	H.A.L.T.高非球微透镜星控技术	多区正向光学离焦”技术（D.I.M.S）	成长乐：视网膜周边散焦管理 小乐园：环带微柱面设计
终端零售价	1598-2998元	3500元+ 医院渠道4000元+	3500元+ 医院渠道4000元+	1130-3580元 医院渠道4000元+

数据来源：各公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

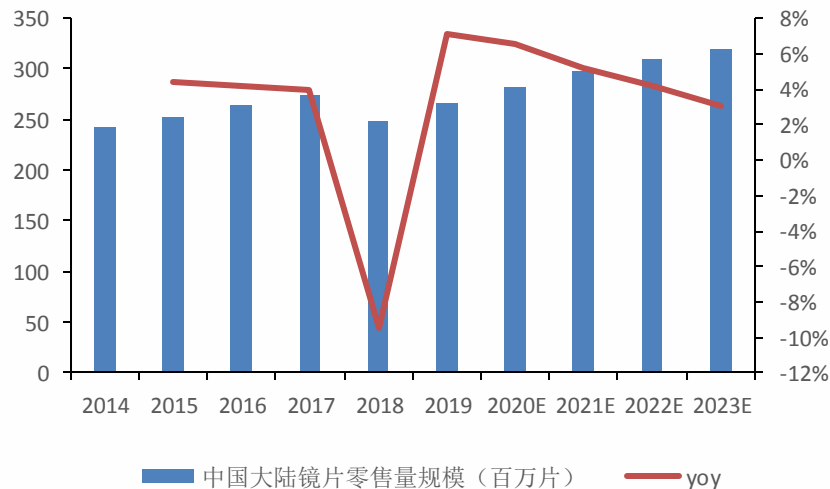
离焦框架镜：销售渠道以眼镜零售店为主

- 目前离焦框架镜主要在眼镜店渠道销售。传统眼镜产品销售中，眼镜零售店渠道占比约为70%，为主要销售渠道。离焦框架镜与传统镜片消费场景类似，可作为青少年选配眼镜时的升级产品，渠道重合度较高。我们认为短期内眼镜零售店仍将成为离焦镜产品的主要销售渠道，主要由于：1) 验配难度低，可在眼镜店渠道完成；2) 眼镜店渠道网点密集，相比于眼科医院更容易接触到消费者；3) 眼镜店渠道产品价格较医院渠道更低，有利于离焦产品的推广和渠道下沉。
- 此外，离焦框架镜也在医院渠道作为离焦软镜和ok镜的补充治疗手段，与接触性镜片搭配使用，在医院渠道同样具备较大市场空间。

2021年消费者购买眼镜主要渠道占比



中国大陆镜片零售量规模



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

离焦框架镜：市场空间充足

- 2020年中国除高等教育外在校生数量为2.5亿人，根据国家卫健委数据，我国青少年平均近视率为52.7%，据此我们测算离焦镜长期市场空间。
 - 假设1：在校生数量维持2.5亿人，青少年近视率维持50%；
 - 假设2：长期来看，离焦框架镜5-10年渗透率可达到33%。
- 测算得到，长期离焦框架镜市场空间约为4000万副，假如明月镜片市占率维持10%的份额，明月离焦镜销量可达到年均400万副。

表：离焦镜市场规模测算

	2018	2019	2020	2021	...	长期
在校生人数（百万人）	235.83	240.97	245.85	250		250
近视率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%		50.0%
青少年近视人数（百万人）	117.9	120.5	122.9	125.0		125.0
离焦镜渗透率		3%	3%	3%		33%
离焦镜市场规模（百万副）		3.6	3.7	3.8		41.3
明月镜片市占率				1%		10%
明月镜片离焦镜规模（百万副）				0.04		4.13

数据来源：卫健委，教育部，西南证券整理

目 录

- ◆ **离焦镜：市场空间充足，产品加速普及**
- ◆ **竞争力分析：研发及渠道优势强，市占率有望提升**
- ◆ **财务分析：产品结构优化，拉动盈利能力增强**
- ◆ **盈利预测与估值**

核心竞争力：产品线丰富，推新速度快

□ **推新速度快，离焦产品线快速丰富，覆盖不同消费群体。**公司于2021年6月首次推出第一款离焦镜片“轻松控”，2021年底即推出第二代“轻松控pro”，2022年Q1在1.60轻松控和1.67轻松控pro的基础上新增防蓝光功能，2022年6月追加4款新品，在2022年暑期旺季到来前已具备8款离焦产品，远多于外资品牌的产品系列。公司产品研发实力强，推新速度快，产品功能和价位全面覆盖不同需求的消费者。其中基于树脂材料的微透镜内雕技术为公司产品独有，技术壁垒较高，产品差异化明显。目前公司三代离焦产品已在筹划中，产品研发规划具备前瞻性，有望保持较快推新能力。

表：轻松控主要产品系列

产品系列	折射率	产品技术	产品材料	终端价格（元）	上市时间
1.60轻松控	1.60	周边离焦	PMC超亮	1598	2021.6
1.67轻松控pro	1.67	微透镜离焦	KR树脂	2698	2021.12
1.60轻松控 及1.67轻松控pro防蓝光	1.60、1.67	周边离焦、微透镜离焦	PMC超亮、KR树脂	轻松控较基础款上浮200 轻松控pro上浮300	2022Q1
1.71轻松控、1.60轻松控 Pro（普通和防蓝光）	1.60、1.71	周边离焦、微透镜离焦	PMC超亮	2000-3000	2022.6

数据来源：公司官网，西南证券整理

核心竞争力：渠道利润空间大，新品有望快速打开市场

- **渠道利润空间大，有望助力公司较快占领市场份额。** 由于离焦镜片尚处于消费者教育阶段，大部分消费者对于离焦镜片认知不高，需要渠道销售人员发现需求并引导成交，因此渠道销售人员在消费者决策中起到关键作用。明月品牌在保持自身产品性价比优势的同时充分让利终端，渠道利润空间充足，加价空间优于外资品牌，使终端销售有动力推荐，有望帮助公司品牌快速取得一定市场份额。

表：渠道利润空间对比

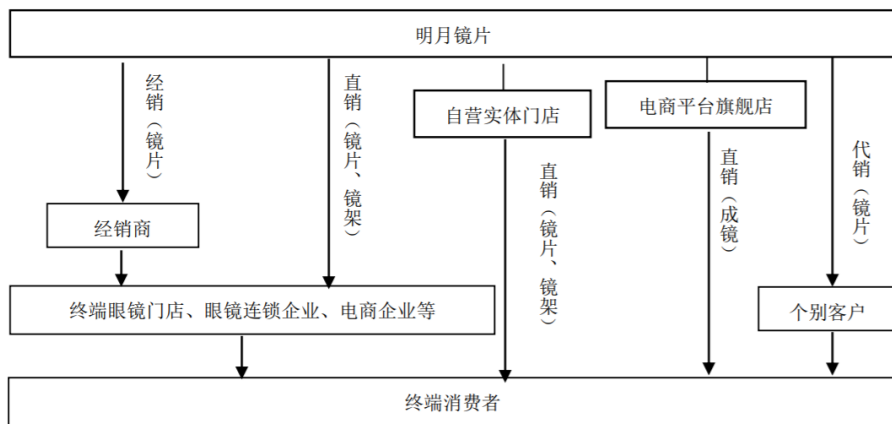
	终端价格 (元/副)	出厂价 (元/副)	渠道利润空间
明月 镜片	2000-3000	300-600	70%以上
依视路	3000-4000	1000-1200	60%
豪雅	3000-4000	1000-1200	60%
蔡司	3000-4000	1000-1200	60%

数据来源：各公司官网，西南证券整理

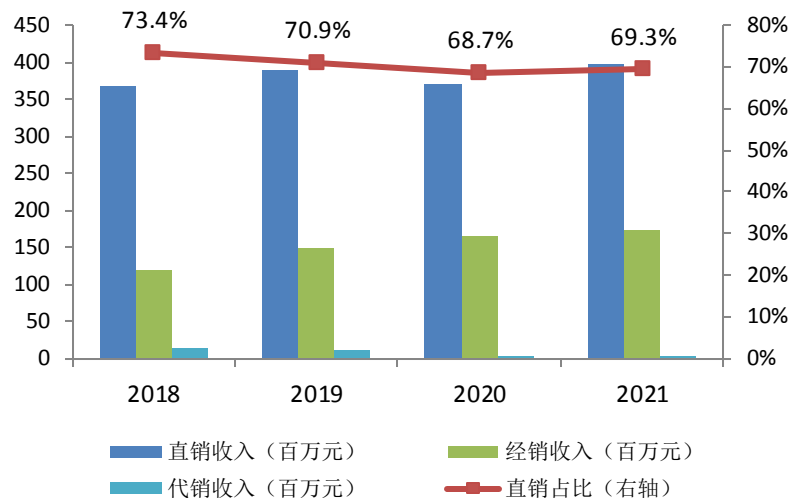
核心竞争力：渠道管理精细，渠道占有率提升空间大

- **渠道占有率提升空间大。**从渠道密度来看，明月品牌直销客户3000余家，覆盖终端网点数量3万家以上，渠道占有率约30%，渠道占有率提升空间依然较大；其中轻松控系列产品上样的网点数量占比约50%，经销商对新产品接受度高，有望较快实现全部上样。
- **直销占比高，渠道管理精细化。**公司下游客户以直销为主，直销渠道收入占比约70%，远高于其他外资品牌。较为扁平的渠道结构使公司对终端网点管理直接，可以对终端销售人员制定精细的管理目标和培训方案，销售层级少，终端价格统一。

明月镜片销售渠道



2018-2021公司各销售模式营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

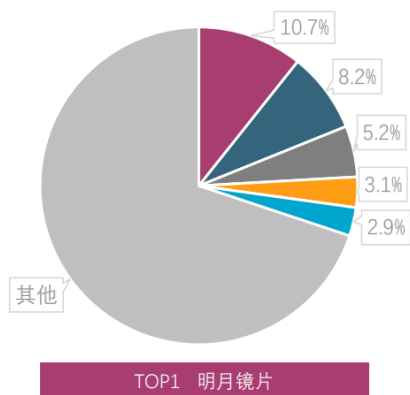
www.swsc.com.cn

核心竞争力：品牌力强，有望在离焦镜市场获得较高份额

- 离焦镜市场品牌集中度较高，消费者更信任知名品牌。由于离焦镜具备一定的近视防控功能，消费者在选择产品时更倾向于选择知名品牌，品牌可为镜片的近视防控效果和售后服务背书。目前离焦框架镜市场主要被依视路、豪雅、蔡司三大外资品牌占据，预计合计市占率在90%左右，品牌集中度较高。由于掌握离焦技术的厂商较少，进入壁垒较传统镜片高，预计离焦镜市场未来仍将保持较为集中的竞争格局。
- 明月传统镜片零售量行业市占率第一，品牌知名度较强，品牌影响力有望在离焦赛道复制。作为唯一上线离焦产品的国产品牌，产品功能独特，定位性价比市场，弥补市场空白，品牌影响力有望延续。

2020年国内各镜片品牌市占率

2020年中国镜片行业竞争格局，以零售量计



数据来源：欧睿咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

国内主要镜片品牌



数据来源：欧睿咨询，西南证券整理

明月镜片：临床数据有望落地，有助于进一步开拓医院渠道

- **和专业医院合作临床报告，获得权威认证后有望更快开拓医院渠道。**公司目前与国内权威医院合作开展近视管理镜片的临床试验，目前临床试验的主体工作已经完成，因为疫情导致个别儿童复查复检有一定延迟，预计阶段性临床报告将较快发布。
- 目前临床报告对于眼镜店和大部分民营医院非必需，临床报告的发布有利于公司进入对产品权威性要求更高的公立医院渠道，并在眼镜零售店渠道获得更多消费者认可。公司今年计划进一步开拓医疗渠道，并即将成立专门的开拓部门，医疗客户合作量有望稳步增长。

表：各品牌临床报告发布情况

品牌	临床报告发布时间	临床报告研究时长	实验数据	有效指标对比(近视防控率)
依视路星趣控	2022/5/13	2年	有效延缓近视加深平均达67%，眼轴长度增长减缓60%，平均减缓增长0.41mm（67%可以理解为每年如果增长100度，戴星趣控后只增长33度）	67%
蔡司成长乐	2010	2年	对于父母中至少一方是近视的低年龄儿童组(6至12岁儿童)，试验组与对照组在近视发展程度上存在显著性差异(平均减缓30%)	30%
蔡司小乐园			2022年4月启动临床项目	
豪雅新乐学	2022/5/27	6年	配戴者连续六年平均累积近视度数增长仅为0.92D，每年小于0.15D;眼轴增长0.6mm以内，每年小于0.1mm，保持了稳定的近视管理效果(0.92D=92度)	60%
明月轻松控			预计临床报告2022年发布	

数据来源：各公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

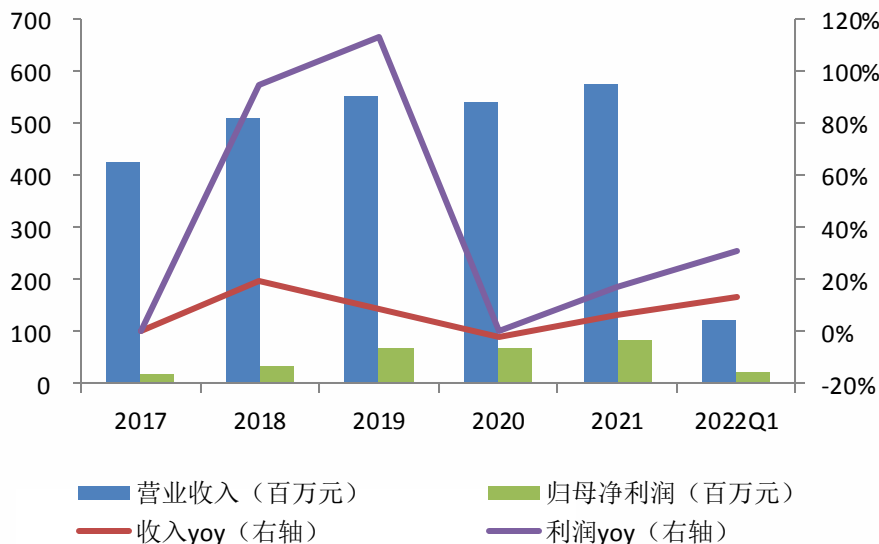
目 录

- ◆ **离焦镜：市场空间充足，产品加速普及**
- ◆ **竞争力分析：研发及渠道优势强，市占率有望提升**
- ◆ **财务分析：产品结构优化，拉动盈利能力增强**
- ◆ **盈利预测与估值**

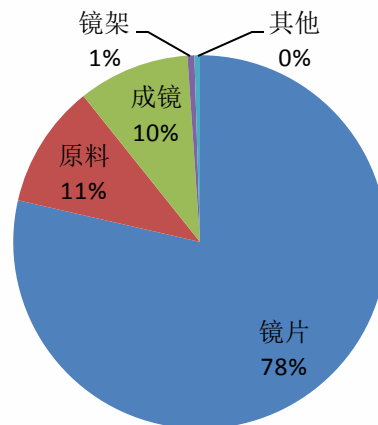
财务分析：产品结构优化，盈利能力改善

- 收入端保持稳定增长，盈利能力明显改善。2021年公司实现营收/归母净利润5.8/0.8亿元，2017-2021年收入及归母净利润复合增速分别为7.8%/48.5%，利润增速远高于收入增速，盈利能力显著改善，主要由于公司坚持品牌战略，高毛利的中高端镜片产品占比持续提升，产品结构优化。2021年由于疫情影响线下零售业务，收入增速受到拖累。随着疫情缓和，公司盈利能力有望进一步提升。

2017-2022年Q1公司营业收入



2021年公司产品营业收入占比情况

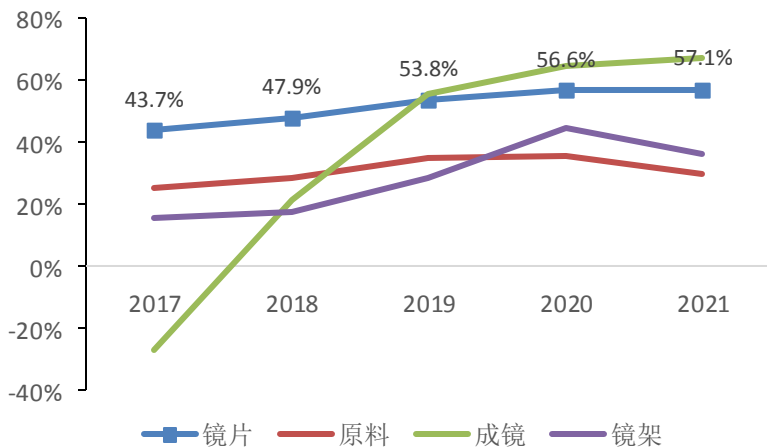


数据来源: Wind, 西南证券整理

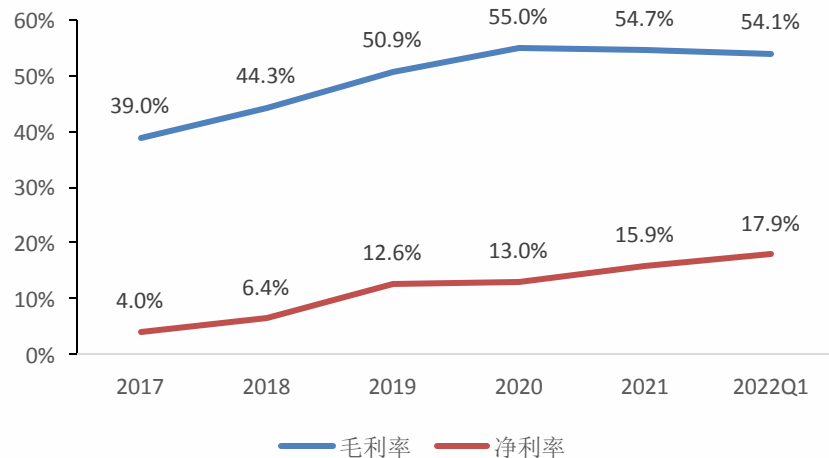
财务分析：产品结构优化，盈利能力改善

□ **公司毛利率稳步增长，提价策略成效显著。**2020年公司毛利率55%，相较于2017年提升16pp，毛利率大幅上升，主要源于公司全面推行品牌战略，针对不同产品定位的镜片产品系列实行差异化的“品牌战略”政策。其中，2017-2021年镜片业务毛利率提升13.4pp达到57.1%，主要系中高折射率产品占比提高及品牌影响力进一步提升带来的单价增长所致；成镜业务毛利率从负值大幅上涨至67.4%，主要系电商自营零售业务快速发展，零售渠道单价较高，且成镜业务逐步形成规模化发展态势带来单位成本进一步降低所致；原料业务毛利率上升4.4pp至29.7%，主要系部分原料产品价格上涨所致。2021年公司净利率为17.9%，盈利能力大幅改善。

2017-2021年公司分产品毛利率



2017-2022年Q1公司利润率水平



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

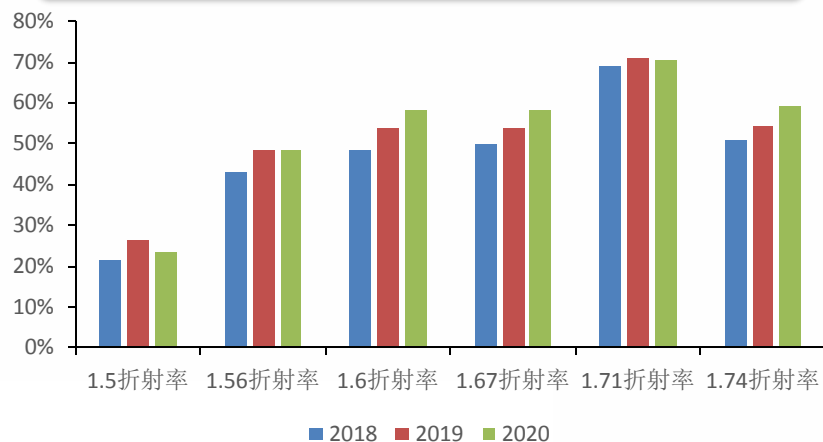
财务分析：产品结构优化，盈利能力改善

□ 拆分量价来看，2018-2020年公司镜片产品均价持续提升。2018-2020年公司镜片业务单价从11.2元/片提升至13.7元/片，主要由于高毛利的1.67及以上折射率镜片产品占比提升。其中2018-2020年公司1.71折射率毛利率保持在70%左右，产品收入占比提升7.6pp达到14.9%，对镜片业务毛利率提升起到拉动作用。

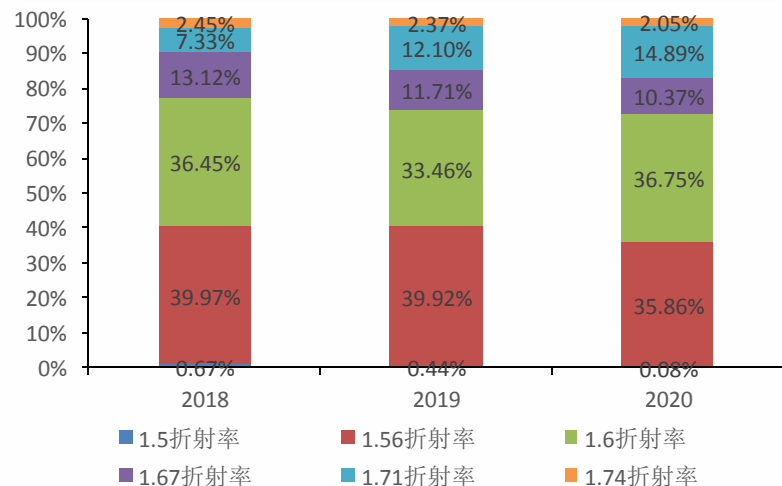
表：公司镜片产品销量及单价

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A
镜片收入	429.7	447.8	436.1	452.3
yoy	18.7%	4.2%	-2.6%	3.7%
销量（万片）	3851	3851	3191	
均价（元/片）	11.2	11.6	13.7	
毛利率	47.9%	53.8%	56.6%	57.1%
——其中功能片收入	120.5	165.8	198.3	225.6
功能片占比	28.0%	37.0%	45.5%	49.9%

2018-2020年公司不同折射率产品毛利率



2018-2020年公司不同折射率产品收入占比



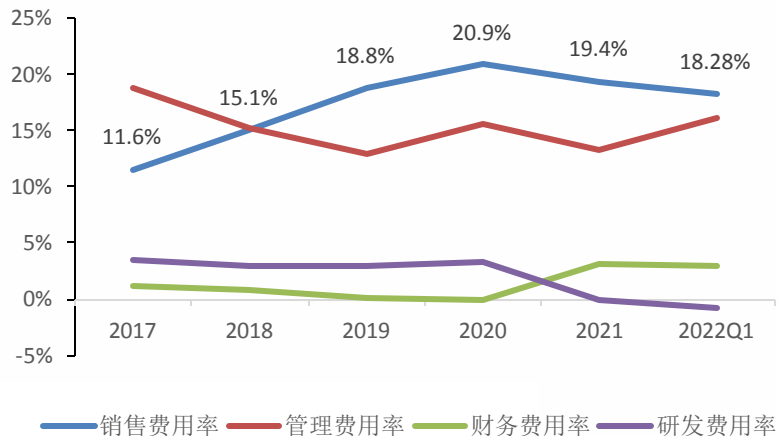
数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

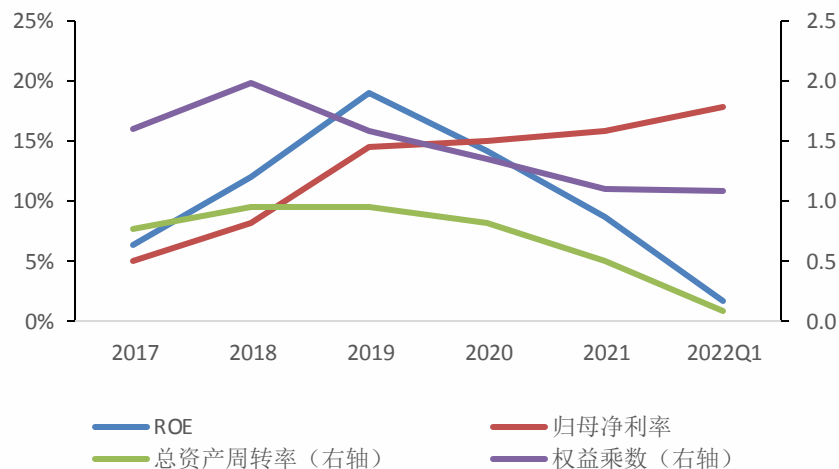
财务分析：品牌及研发持续投入

- **宣传力度加大，销售费用率有所增加。** 2017-2021年公司总费用率从35.1%上升0.7pp到35.8%，整体保持稳定，其中销售费用率较高，主要由于公司在品牌战略的基础上不断优化广告宣传费的投入。管理费用率、研发费用率及财务费用率较为稳定，2021年分别为13.3%/3.1%/0%，未来公司为保持离焦新品的持续推出，研发费用预计保持较高投入。
- **公司尚处于成长期，ROE有望进一步提升。** 2018-2021年，公司ROE分别为12.1%/19.1%/14.3%/8.8%。从ROE及拆分看，2021年公司权益乘数下降至1.1，总资产周转率下降至50%，主要由于新股发行导致所有者权益及流动资产增加；归母净利率保持上升趋势。未来随着公司品牌影响力扩大，公司产品议价能力增强，公司ROE有望得到进一步提升。

2017-2022年Q1公司各项费用率



2017-2022年Q1公司ROE拆分



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

- ◆ **离焦镜：市场空间充足，产品加速普及**
- ◆ **竞争力分析：研发及渠道优势强，市占率有望提升**
- ◆ **财务分析：产品结构优化，拉动盈利能力增强**
- ◆ **盈利预测与估值**

盈利预测与估值

- **盈利预测与投资建议**：预计2022-2024年EPS分别为0.82元、1.04元、1.31元，对应PE分别为55倍、43倍、34倍。考虑到公司离焦新品市场广阔，盈利能力强，研发技术及新品推广进展领先同业，维持“持有”评级。
- **风险提示**：原材料价格大幅波动的风险，新品开发推广进展不及预期的风险，离焦镜渗透率提升不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

表：明月镜片盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	575.57	723.59	901.80	1104.88
增长率	6.65%	25.72%	24.63%	22.52%
归属母公司净利润（百万元）	82.09	109.50	139.41	175.71
增长率	17.27%	33.39%	27.31%	26.03%
每股收益EPS（元）	0.61	0.82	1.04	1.31
净资产收益率ROE	6.34%	8.03%	9.22%	10.40%
PE	73	55	43	34
PB	4.29	3.98	3.64	3.29

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn