

明月镜片（301101.SZ）

国产镜片龙头，近视防控、智能眼镜赛道高景气

买入（首次评级）

投资要点：

深耕镜片行业二十余载，国产镜片领军企业

公司是国内光学镜片领军企业，具备完善产业链及一站式服务体系，业务涵盖镜片、原料、成镜、镜架等产品研发设计、生产销售。核心产品为中高档光学树脂镜片，镜片产品以自有知名品牌“明月”为主。2024 年前三季度，实现营收 5.83 亿元，同比+3.6%；归母净利润 1.37 亿元，同比+11.9%。

行业：量价齐增共驱行业发展，关注 AI 智能眼镜趋势

需求端：1) 据欧睿，2024 年我国眼镜市场规模约 740 亿，预计至 2029 年达 970 亿元，2024-2029 年市场规模 CAGR 为 5.7%，其中量价 CAGR 预计分别为 3.3%、2.3%。我国近/远视人群高基数突显刚需属性，功能迭代催化价格抬升，离焦镜赛道景气。2) 同时，Deepseek 有望带动智能眼镜产业化加速，降低 AI 智能眼镜芯片和模型开发成本，提升国产芯片适配度，打开带显示方案的智能眼镜发展空间。**供给端：**1) 我国是眼镜生产和出口大国，据 Trade Map，2023 年我国眼镜出口占全球 58.6%，出口均价相对较低。2) 内销方面，海外龙头主导高端市场，内资品牌性价比优势突出、销量领先。根据弗若斯特沙利文，2023 年按镜片零售量计，中国镜片市场的前十大主流品牌集中度约为 54.7%，明月镜片的市场份额 12.4%位居第一。按镜片出厂销售额计，前十大主流品牌集中度约为 68.2%。以明月、蔡司、依视路等头部企业，在研发、渠道布局、生产成本等方面具有明显优势。

公司：研发为矛，常规镜片大单品放量、近视防控带来新增长极

1) 研发端：经过多年行业沉淀与积累，公司掌握了部分核心原料的生产工艺，纵向一体化构建企业护城河。通过持续推进智造升级，实现定制片 48 小时交付率 99%，50 片内订单 4 小时现片交付率 100%，成镜当日交付率 99.5%。**2) 产品迭代升级：**公司品牌认知度较高，坚持高价值定位，产品结构持续升级增厚盈利。常规镜片的三大明星单品 PMC、1.71、防蓝光系列保持快速增长，24H1 三大单品占常规镜片收入比例为 55.79%，PMC 超亮、1.71 系列 24H1 收入分别增长 58.82%、24.40%；2021 年进军近视防控蓝海市场，近年轻松控系列产品表现优异，24H1 “轻松控”系列产品收入同比增长 38.86%；2024 年 4 月，公司与全球光学龙头徕卡公司达成合作，进一步拓展高端市场。**3) 渠道全覆盖：**公司主要立足国内，采取直销为主、经销为辅的销售模式，24H1 直销/经销营收占比分别为 55.4%/35.8%。截至 2024 年 6 月末，直销客户 2396 家（含医疗渠道），明月品牌经销客户 28 家，持续扩大中大型客户占比、优化客户结构。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 4.3%、10.3%、17.9%，归母净利润增速分别为 11.1%、16.7%、22.7%，对应 EPS 分别为 0.87 元、1.01 元、1.24 元。采用可比公司估值法，2025 年可比公司平均 PE 倍数为 39 倍。我们认为，公司作为国产镜片品牌龙头，常规镜片业务受益于产品结构产品及大单品放量，收入与利润稳步提升，并积极布局近视防控业务构筑第二成长曲线，同时，随着 AI 智能眼镜的兴起，公司也做了充分的布局，加强与行业其他公司洽谈合作交流，未来智能眼镜的放量有望成为公司潜在增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

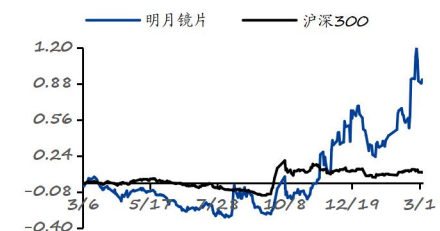
风险提示

市场竞争加剧、部分原材料供应稳定风险、离焦镜渗透率提升、三大明星

基本数据

日期	2025-03-05
收盘价:	55.62 元
总股本/流通股本(百万股)	201.51/190.92
流通 A 股市值(百万元)	10,618.80
每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	8.97
一年内最高/最低价(元)	65.13/19.84

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

产品增速不及预期等

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	623	749	781	861	1,015
增长率	8%	20%	4%	10%	18%
净利润（百万元）	136	158	175	204	251
增长率	66%	16%	11%	17%	23%
EPS（元/股）	0.68	0.78	0.87	1.01	1.24
市盈率（P/E）	82.3	71.1	64.1	54.9	44.7
市净率（P/B）	7.6	7.2	6.7	6.2	5.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 深耕镜片行业二十余载，国产镜片领军企业	5
1.1 股权结构稳定，管理层经验丰富	5
1.2 主业增长稳健，盈利表现靓丽	7
2 行业：量价齐增驱动规模增长，功能性镜片渗透率有望加速提升	9
2.1 需求端：近/远视人群高基数突显刚需属性，功能迭代催化价格抬升	10
2.1.1 量增：国内近/远视人群高基数，存量换镜频次仍有增长空间	11
2.1.2 价增：技术迭代+需求升级催化单价提升，离焦镜成长空间大	13
2.2 供给端：海外龙头主导高端市场，内资品牌建设持续发力	17
3 研发为矛，品牌与渠道双轮驱动，夯实国产镜片龙头地位	19
3.1 打破原料的技术垄断，纵向一体化构建企业护城河	19
3.2 主推自有品牌，品牌定位持续升级增厚盈利	20
3.3 渠道为王，全覆盖+扁平化管理，多元激励协同提效	24
4 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议	28
5 风险提示	29

图表目录

图表 1： 公司主要发展历程	5
图表 2： 公司主要镜片系列	5
图表 3： 公司股权结构（截至 24/09/30）	6
图表 4： 公司核心董监高履历	6
图表 5： 公司历年营收及增速	7
图表 6： 公司历年归母净利润及增速	7
图表 7： 公司单季度营收及增速	7
图表 8： 公司单季度归母净利及增速	7
图表 9： 公司分产品营收（百万元）	8
图表 10： 2023 年公司各产品营收占比	8
图表 11： 公司分地区营收（百万元）	8
图表 12： 公司分渠道营收（百万元）	8
图表 13： 公司销售毛利率、净利率	9
图表 14： 公司分产品毛利率	9
图表 15： 公司期间费用率情况	9
图表 16： 与依视路相比，公司销售费率较低	9
图表 17： 我国镜片市场产业链	10
图表 18： 镜片材料分类	10
图表 19： 我国眼镜市场规模及增速	10
图表 20： 我国眼镜销量及增速	10
图表 21： 我国眼镜销售单价	11
图表 22： 我国镜片市场规模、量价增速对比	11
图表 23： 我国儿童青少年近视人数	12
图表 24： 2022 年我国儿童青少年近视率	12
图表 25： 2021 年职场人常见眼健康症状调查	12
图表 26： 中国老视（45 岁以上）人数	12
图表 27： 2023 年消费者换镜周期统计	12
图表 28： 不同年龄段建议换镜周期	12
图表 29： 镜片折射率与阿贝数（色散系数）成反比	13
图表 30： 2023 年中国不同折射率镜片占比（出厂销量计）	13
图表 31： 功能性镜片可满足不同人群需求	14
图表 32： 离焦框架镜市场镜片产品与技术介绍	14

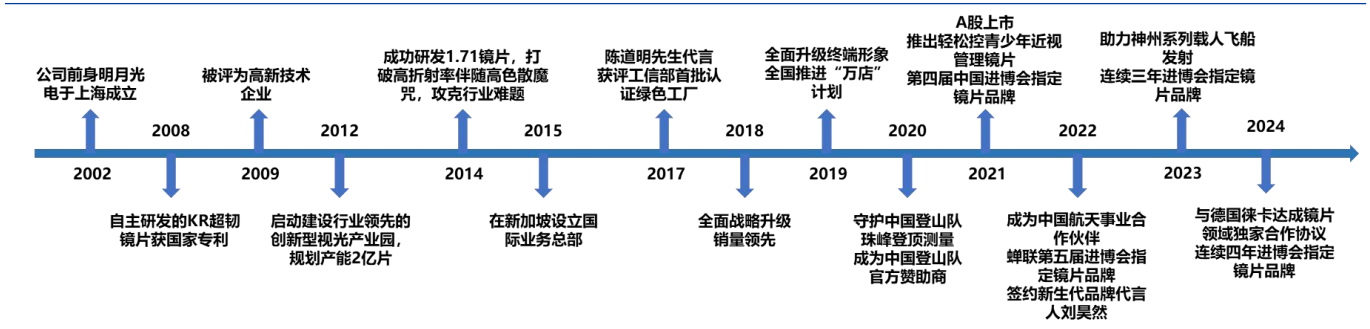


图表 33:	购买儿童青少年近视镜花费占比 (2023 年 7 月数据)	14
图表 34:	青少年近视防控产品演变历程	14
图表 35:	我国青少年离焦镜市场规模 (零售额计)	15
图表 36:	我国青少年离焦镜渗透率 (销量口径)	15
图表 37:	AI 智能眼镜与人类感官的多重交互	15
图表 38:	AR+AI 眼镜或成为下一代通用计算终端	15
图表 39:	2024 年国内外 AI 智能眼镜销量 (万台) 及占比	16
图表 40:	2024 年分季度 AI 智能眼镜销量 (万台)	16
图表 41:	AI 智能眼镜销量预期 (万台)	17
图表 42:	我国眼镜出口额及增速	17
图表 43:	我国眼镜出口量及增速	17
图表 44:	2023 年我国眼镜出口额占比超 50%	17
图表 45:	我国眼镜进出口均价差异扩大	17
图表 46:	2023 年中国镜片品牌市场份额情况 (按出厂销售额计)	18
图表 47:	2023 年中国镜片品牌市场份额 (按零售量计)	18
图表 48:	欧睿统计 2023 年我国眼镜品牌市场份额情况 (零售额口径)	19
图表 49:	欧睿统计 19-23 年我国眼镜行业集中度亦有所提升 (零售额口径)	19
图表 50:	公司树脂单体自用量、外采量情况	20
图表 51:	公司部分原料自产能够降低生产成本 (2020 年) (单位: 元/片)	20
图表 52:	公司对各系列树脂单体的掌握情况和应用阶段	20
图表 53:	公司自有品牌镜片营收及占比	21
图表 54:	公司镜片自有品牌与非自有品牌毛利率	21
图表 55:	直销模式下镜片均价对比 (元/片)	21
图表 56:	公司与康耐特镜片出厂均价对比 (元/片)	21
图表 57:	常规产品高折化: 公司主推的 1.71 系列	22
图表 58:	低折产品功能化: 公司双重防蓝光系列	22
图表 59:	高折射率系列产品收入稳步提升	22
图表 60:	低折射率功能片收入占比提升	22
图表 61:	轻松控 2.0 产品介绍	23
图表 62:	公司轻松控系列产品 SKU 丰富	24
图表 63:	公司渠道多元且扁平化	24
图表 64:	公司合作的终端眼镜门店分布广泛	24
图表 65:	公司经销模式与直销模式下客户的主要区别	25
图表 66:	公司以直销为主, 经销为辅	25
图表 67:	公司经销商逐步精简, 单经销商收入提升	25
图表 68:	公司出货价格、单品毛利率与直销客户的差距	26
图表 69:	公司业绩拆分预测表	27
图表 70:	可比公司估值表	28
图表 71:	财务预测摘要	30

1 深耕镜片行业二十余载，国产镜片领军企业

公司是国内光学镜片领军企业，技术先进、连续多年全国销量领先，也是目前 A 股唯一一家以光学树脂镜片为主业的上市公司。公司具备完善的产业链及一站式服务体系，业务涵盖镜片、镜片原料、成镜、镜架等产品的研发、设计、生产和销售。公司核心产品为中高档光学树脂镜片，镜片产品以自有知名品牌“明月”为主。2021 年公司在 A 股上市，同年推出“轻松控”“轻松控 Pro”青少年近视管理镜片。

图表 1：公司主要发展历程



数据来源：公司官网、公司公告，北京经济信息网、世纪新能源网，华福证券研究所

公司深耕镜片行业多年，不断研发新产品、新工艺，向市场提供各种光度、折射率和功能的镜片，针对不同人群及多元使用场景的视觉需求，镜片产品可分为日常通用镜片和功能性镜片两大类：1) **日常通用镜片**是指各种折射率的普通镜片，目前公司产品覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71、1.74 全部常用折射率；2) **功能性镜片**是指在日常普通镜片的基础上，根据应用场景和人群特点不同，通过调整镜片基础材料、光学设计或镜片膜层使得镜片拥有一种或多种功能特性，比如近视管理、PMC 超亮、KR 超韧、双重防蓝光、智能变色、渐进多焦点、偏光等。

图表 2：公司主要镜片系列

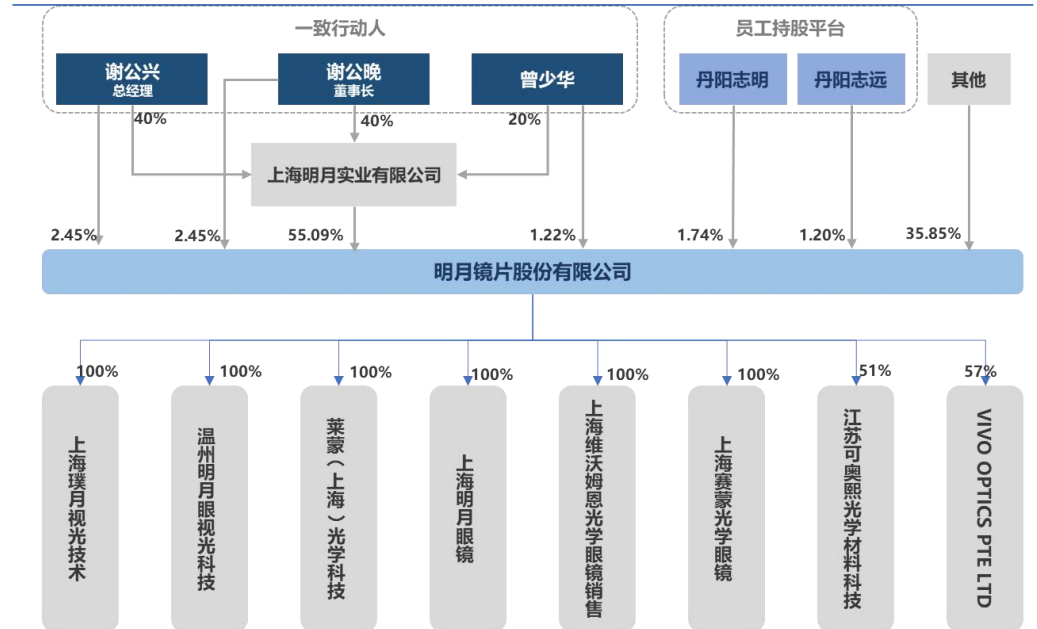


数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.1 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构稳定集中，公司控股股东为明月实业，持有公司 55.09%的股份，其中谢公晚、谢公兴、曾少华分别持有明月实业 40%、40%、20%的股份。三位实控人均拥有丰富的视光行业经验，保障公司积极迎合行业发展新趋势，把握行业发展机遇。另外丹阳志明、丹阳志远为公司的员工持股平台，持股比例分别为 1.74%/1.2%

图表 3: 公司股权结构（截至 24/09/30）



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

公司管理层经验丰富，多数拥有常年的眼镜行业工作背景，拥有丰富的行业管理经验。其中谢公晚先生现任公司董事长，具丰富且资深的从业经验。谢公兴先生现任公司总经理，负责公司研发体系建设、技术标准制定等工作，是多项专利的发明人。

图表 4: 公司核心董监高履历

姓名	职务	主要履历
谢公晚	董事长、董事	1967 年生，历任明月实业执行董事、明月光电董事长；2019 年 11 月至今任明月镜片董事长、明月实业执行董事
谢公兴	董事、总经理	1973 年生，历任明月实业总经理、明月光电总经理；2019 年 11 月至今任明月镜片董事、总经理、明月实业监事、香港明月董事
曾哲	董事、副总经理、董事会秘书	1981 年生，2015 年 1 月至 2019 年 10 月，任明月光电副总经理；2019 年 11 月至 2022 年 6 月任明月镜片财务总监；2019 年 11 月至今任明月镜片董事、副总经理、董事会秘书
王雪平	董事、副总经理	1975 年生，历任明月光电副总经理、视博光学副总经理，2015 年至今任明月镜片副总经理。2024 年 11 月至今任明月镜片董事
尉静妮	财务总监	1983 年生，英国特许公认会计师，澳洲注册会计师。2006 年至 2012 年，安永华明会计师事务所审计经理；2013 年至 2017 年，聚信国际租赁有限公司财务部高级经理；2017 年至 2021 年，国药控股（中国）融资租赁有限公司资金部副部长；2021 年至今任明月镜片股份有限公司财务总监
朱海峰	监事会主席、监事	1983 年生，历任明月光电技术部工程师、经理；2015 年 1 月至 2019 年 10 月，历任明月光电研发部经理、研发中心总监；2019 年 11 月至今，任明月镜片研发中心总监，监事会主席。
陆岩	监事	1982 年生，2006 年至 2009 年任明月实业计划调度中心计划调度员；2009 年至 2013 年任明月光电材料仓库

组长；2013年至2019年任明月光电物控中心计划部经理；2019年至今，任明月镜片品质与供应中心计划部经理，明月镜片股份有限公司监事

彭伟 职工监事

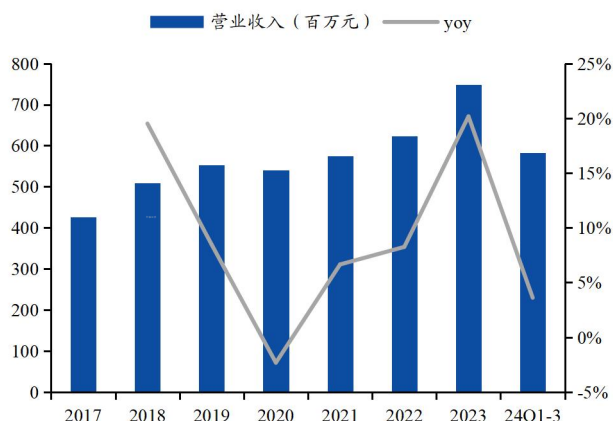
1981年生，2003年至2019年历任明月光电基片部副主任、主任、副总监，明月镜片厂长；2019年至今任明月镜片厂长，明月镜片股份有限公司职工代表监事

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

1.2 主业增长稳健，盈利表现靓丽

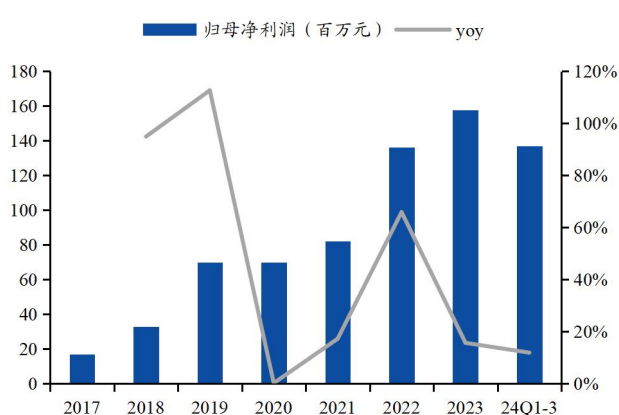
2017-2023年，公司营收从4.26亿元增长至7.49亿元，CAGR为9.8%；归母净利润从0.17亿元上升至1.58亿元，CAGR为45.1%。由于眼镜行业以线下消费场景为主，2020年受公共卫生事件影响营收同比下滑。但公司深耕行业多年，拥有较强的抗风险和完善的供应链体系，2021年起公司营收与利润实现快速恢复。2024年前三季度，公司实现营收5.83亿元，同比增长3.6%；归母净利润为1.37亿元，同比增长11.9%；其中24Q3公司实现营收1.98亿元，同比+0.6%，归母净利润0.48亿元，同比+13.6%。

图表 5：公司历年营收及增速



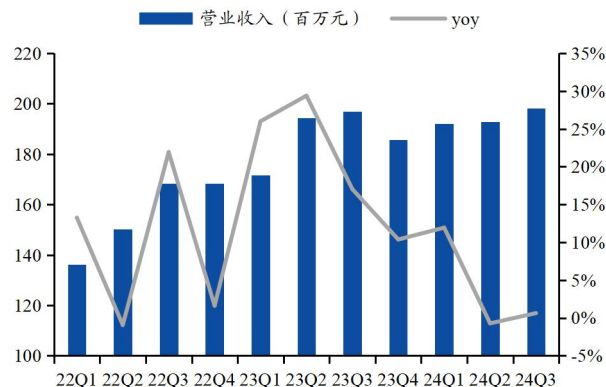
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 6：公司历年归母净利润及增速



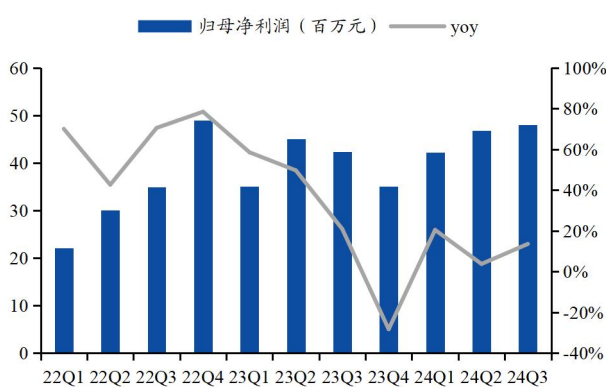
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 7：公司单季度营收及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 8：公司单季度归母净利及增速



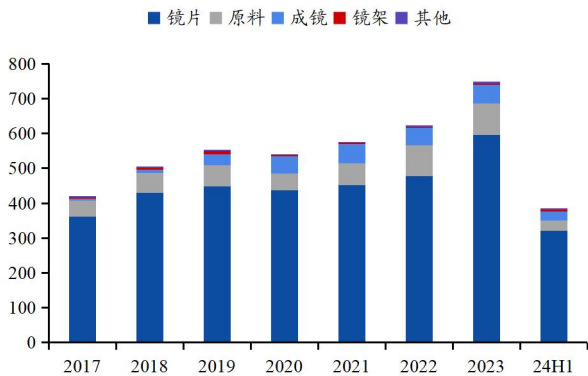
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

分产品看，镜片业务为公司主要营收来源。公司收入主要由镜片、原料、成镜、



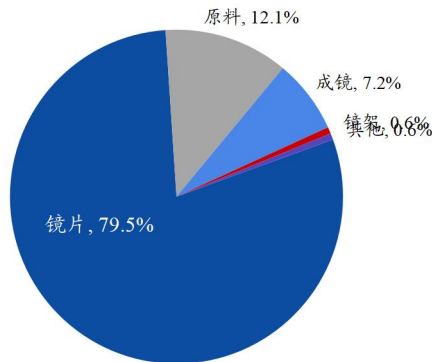
镜架四部分业务构成，其中，镜片业务为公司核心的业务。2023 年公司镜片销售收入为 5.95 亿元，同比+24.6%，占比高达 79.5%。原料销售、成镜销售收入分别为 0.9 亿元、0.54 亿元，占比分别为 12.1%、7.2%。此外，镜架销售对公司收入贡献程度较低，2023 年收入 0.05 亿元，占比 0.6%。

图表 9：公司分产品营收（百万元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

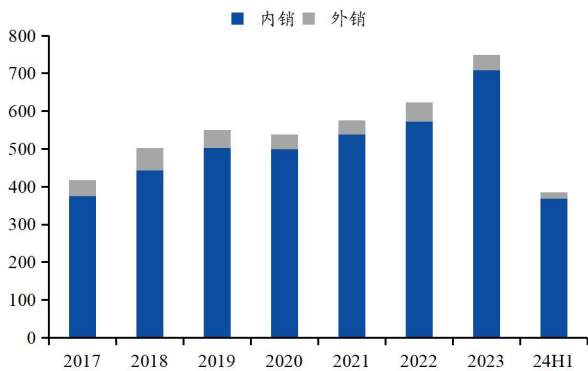
图表 10：2023 年公司各产品营收占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

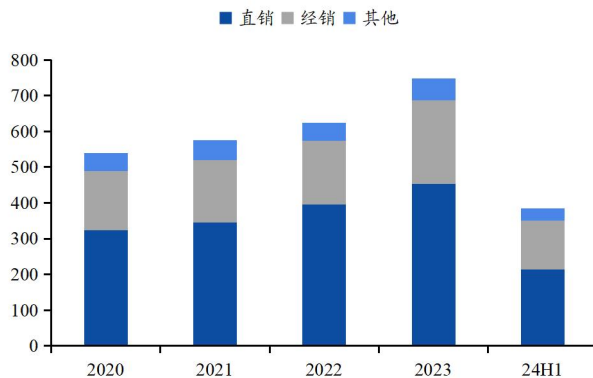
分地区看，公司以国内销售为主。2023 年公司国内营收 7.08 亿元，占比 94.6%，同比+23.7%；国外营收 0.40 亿元，占比 5.4%，同比-19.8%。近年来，公司始终以国内市场为核心，境内销售收入不断增长。分渠道来看，公司以直销为主、经销为辅，2023 年直销收入 4.53 亿元，同比+14.6%，占比 60.4%；经销收入 2.34 亿元，同比+31.2%，占比 31.2%。

图表 11：公司分地区营收（百万元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

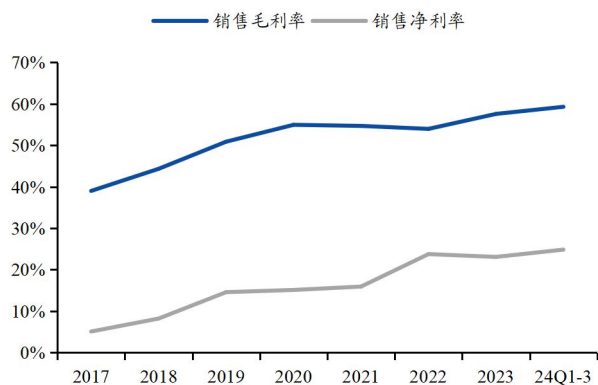
图表 12：公司分渠道营收（百万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

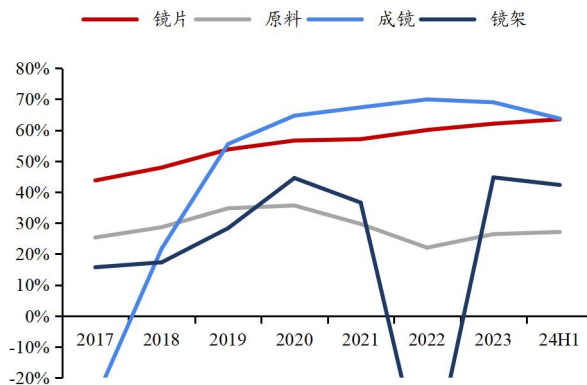
利润率稳定提升，盈利情况良好。2017-2023 年，公司毛利率整体呈现上升趋势。24 年前三季度公司毛利率提升至 59.3%，净利率提升至 24.8%。公司高毛利水平主要受益于公司全面战略升级，不断提升高毛利、高附加值产品占比。公司各项费用率整体维持较为稳健，其中，销售费用率持续处在较高水平，主要系公司重视新品营销，加大费用投放。与全球知名眼镜企业依视路相比，公司销售费用率仍较低。

图表 13: 公司销售毛利率、净利率



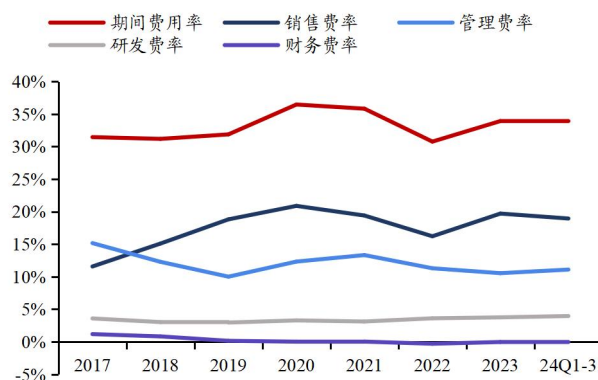
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 公司分产品毛利率



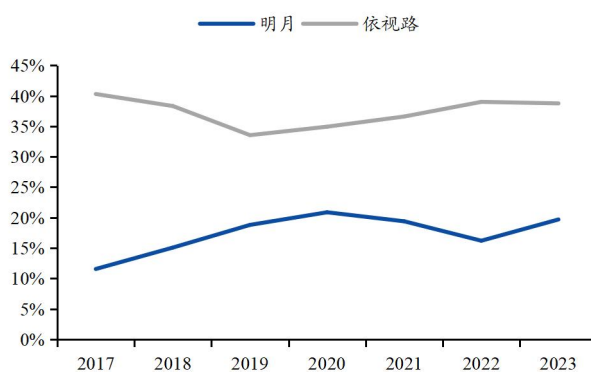
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 公司期间费用率情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 与依视路相比, 公司销售费率较低



数据来源: ifind, 公司公告, 依视路财报, 华福证券研究所

2 行业: 量价齐增驱动规模增长, 功能性镜片渗透率有望加速提升

根据 Frost & Sullivan, 中国镜片行业产业链可以分为上游原材料及设备供应商、中游镜片制造商以及下游终端消费市场。上游为原材料及设备供应商: 高折射率树脂单体原材料主要来源于海外, 目前少数国内厂家能够自主研发了高折射率镜片树脂单体。中游又可分为镜片制造商如凯米、康耐特等以及镜片品牌商如豪雅、蔡司、依视路及明月镜片等。下游的终端消费市场包括眼镜零售商、医院配镜中心等零售渠道, 下游零售商直接面对消费者, 提供验光、配镜、试戴体验及维修等专业服务。

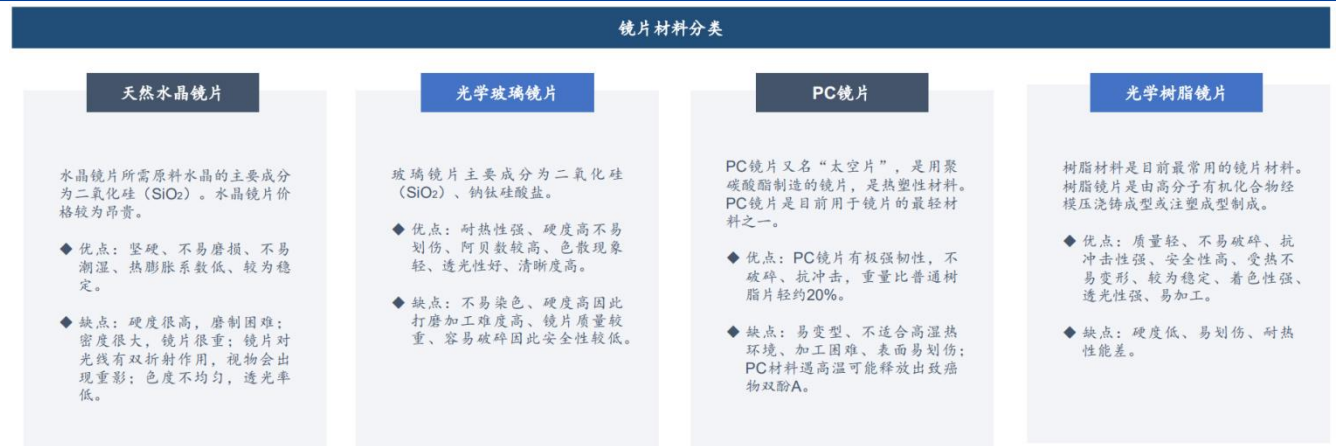
图表 17：我国镜片市场产业链



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

树脂镜片是目前主流镜片，应用占比超 70%。根据 Frost & Sullivan，镜片材料经历了天然水晶镜片、光学玻璃镜片、PC 镜片、光学树脂镜片四大发展阶段，功能与形态也随之升级。树脂镜片具有质量轻、不易碎、安全性高、容易加工、较好的化学稳定性和透光性等优势，是目前最常用的镜片，应用占比超 70%，预计未来几年内树脂镜片仍以其优质的特性占据镜片材质的主流应用市场。

图表 18：镜片材料分类



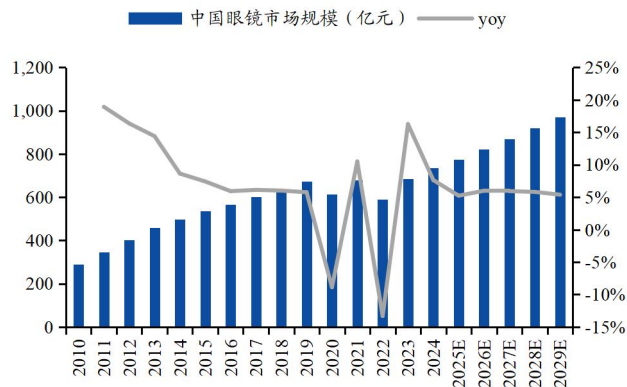
数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

2.1 需求端：近/远视人群高基数突显刚需属性，功能迭代催化价格抬升

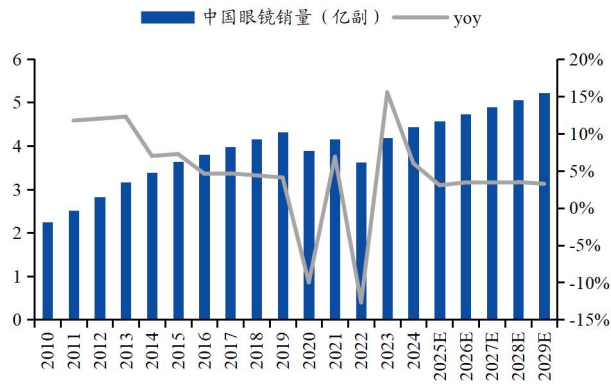
2024 年我国眼镜市场规模接近 740 亿，预计 2024-2029 年 CAGR 为 5.7%。根据欧睿数据，2024 年我国眼镜市场规模约 737 亿元，同比+7.6%。2010-2024 年我国眼镜市场规模 CAGR 为 6.9%。预计到 2029 年我国眼镜市场规模将达到 970 亿元，2024-2029 年我国眼镜市场 CAGR 将达 5.7%。销量方面，2024 年我国眼镜销量 4.44 亿副，同比+6%，预计到 2029 年我国眼镜销量有望达到 5.23 亿副。

图表 19：我国眼镜市场规模及增速

图表 20：我国眼镜销量及增速



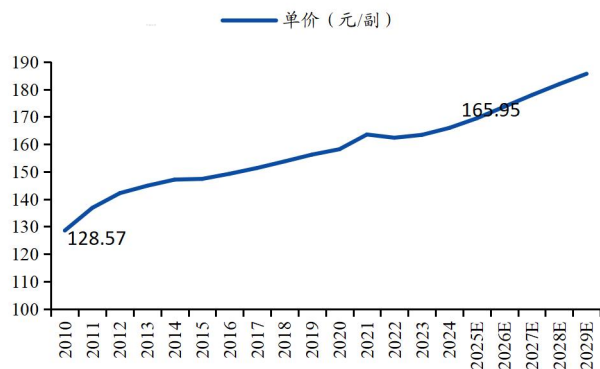
数据来源：欧睿，华福证券研究所



数据来源：欧睿，华福证券研究所

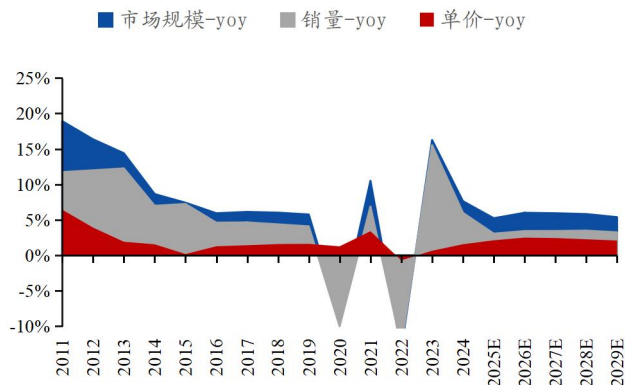
我国眼镜市场规模增速或将由销量驱动逐渐走向价格驱动。根据欧睿，我国眼镜销售单价基本保持稳健增长，由 2010 年的 128.57 元提升至 2024 年的 165.95 元，2010-2024 年单价 CAGR 为 1.8%，预计到 2029 年单价将达到 185.68 元/副，2024-2029 年单价 CAGR 为 2.3%。2011-2019 年，我国镜片市场规模增长主要由销量驱动，但增速逐渐放缓，2020-2023 年受公共安全健康事件影响增速波动较大。预计未来我国镜片市场规模仍将保持稳健增长，量、价仍具备一定提升空间。但随材料技术迭代与各类功能性镜片渗透率的提升，价格或将成为未来市场规模的主要驱动。

图表 21：我国眼镜销售单价



数据来源：欧睿，华福证券研究所

图表 22：我国镜片市场规模、量价增速对比



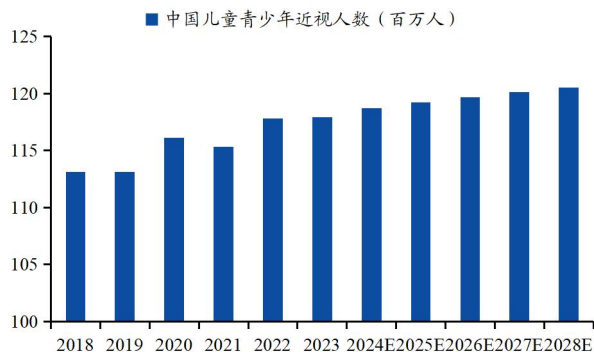
数据来源：欧睿，华福证券研究所

2.1.1 量增：国内近/远视人群高基数，存量换镜频次仍有增长空间

随着电子产品的普及与人们生活方式的改变，国人近视、干眼等眼健康问题日趋严重。根据中国近视防控转引的国家疾控局监测数据显示：2022 年我国儿童青少年总体近视率为 51.9%，其中小学近视率 36.7%，初中 71.4%，高中 81.2%。根据 Frost & Sullivan，2023 年我国儿童青少年近视人数约 1.18 亿人。根据艾瑞咨询，干眼症患者中 30-60 岁工作人群成为主力军；另一方面，有超 25%的职场人每天工作面对电脑屏幕时间超 8 小时，且超 60%的职场人群表示下班后会继续观看电脑、手机等电子

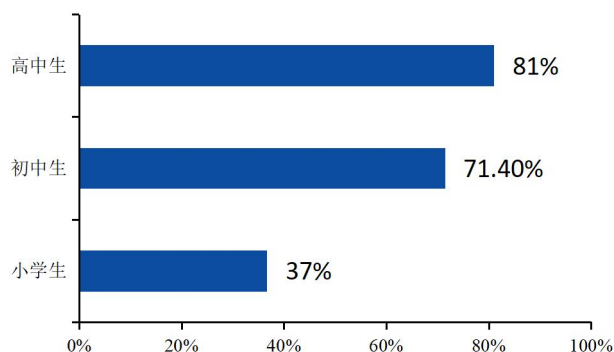
屏幕，过度用眼引发的视疲劳是导致职场人士视线模糊、视力下降的主要原因。

图表 23：我国儿童青少年近视人数



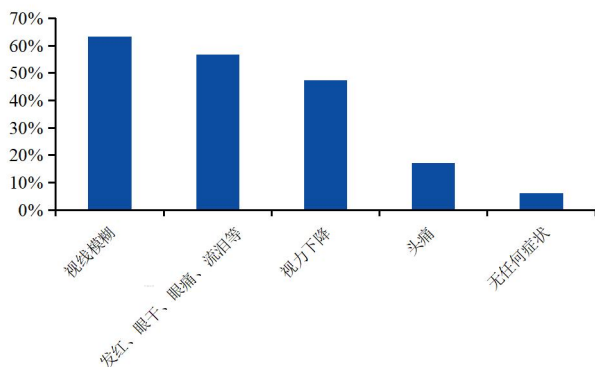
数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

图表 24：2022 年我国儿童青少年近视率



数据来源：中国近视防控公众号，国家疾控局，华福证券研究所

图表 25：2021 年职场人常见眼健康症状调查



数据来源：艾瑞咨询，健康时报和荣耀智慧生活渠道联合调查的《职场人用眼情况调查》，华福证券研究所

图表 26：中国老视（45 岁以上）人数



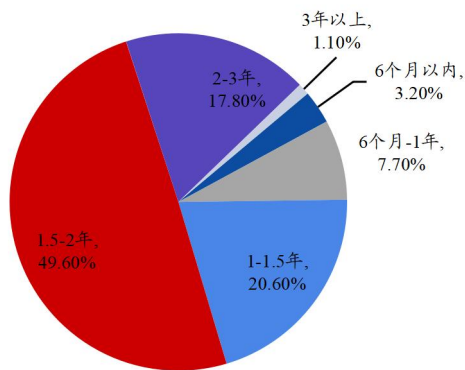
数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

消费者的换镜周期的主要影响因素是消费者的年龄。儿童及青少年处于身体成长阶段和近视的发展阶段，近视度数还未稳定，因此眼镜产品的使用周期一般不超过 1 年。18-45 岁期间，近视度数相对稳定，换镜周期相应调整为 1-2 年。而 45 岁以后，老花的度数有一定的变化，但相较于青年人，对功能性镜片的需求性相对较小，其换镜周期为 2-3 年。

根据 Frost & Sullivan，2023 年我国消费者平均更换眼镜的频率约为 1.7 年/次，随着视光教育的深入与消费观念的转变，以及对功能性镜片需求的增加，预计未来镜片更换频率的周期将逐渐缩短，镜片需求将持续扩容。

图表 27：2023 年消费者换镜周期统计

图表 28：不同年龄段建议换镜周期



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

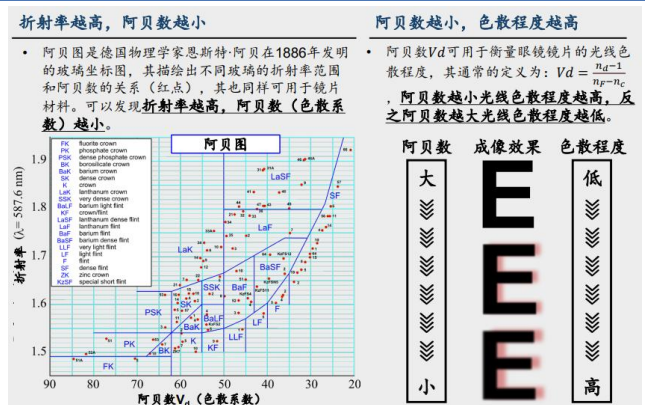
年龄段	视力变化情况	换镜周期	建议换镜原因
 0-18岁	近视度数变化大	1年	身体成长与 视力变化
 18-45岁	近视度数相对稳定	1-2年	产品品质损耗
 45岁以后	老花度数变化	2-3年	视力变化

数据来源: Frost & Sullivan, 华福证券研究所

2.1.2 价增：技术迭代+需求升级催化单价提升，离焦镜成长空间大

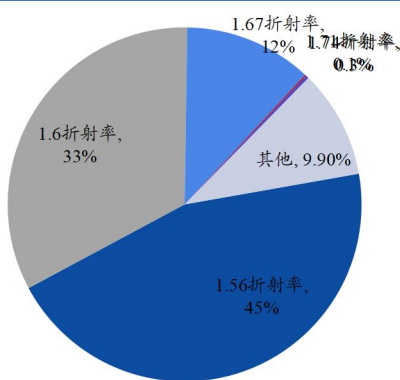
技术迭代下，镜片逐步向高折射率与低色散系数平衡发展的方向发展。镜片的清晰程度主要由折射率和阿贝数综合决定。其中折射率反映镜片对光线的折射能力，同等条件下折射率的数值越大镜片越薄，越美观。通常来说折射率越高（除 1.56 外），价格也越高。阿贝数也称色散系数，是衡量镜片成像清晰度的重要指标，阿贝数越大，镜片的色散越小，成像越清晰。阿贝数通常和折射率呈现出“跷跷板效应”，即折射率越高，阿贝数越低，色散越大，视物效果越差。随着技术迭代，目前镜片逐步向高折射率与低色散系数平衡的方向发展。如明月镜片率先推出的 1.71 高折射率镜片，阿贝数高达 37，打破了全行业高折射率伴随高色散的技术魔咒，兼具高折射率及高光学参数两大优点。

图表 29: 镜片折射率与阿贝数 (色散系数) 成反比



数据来源: Frost & Sullivan, 广州计量院, 华福证券研究所

图表 30: 2023 年中国不同折射率镜片占比 (出厂销量计)



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

目前，普通单光镜片已较难满足消费者们的细分需求，功能性镜片的需求日益增长。功能性镜片是通过调整镜片的基础材料、调节配方、光学设计或镜片膜层等方法使得普通镜片拥有一种或多种功能特性的镜片。常见的功能性镜片包括近视防控类、运用渐进多焦点技术的成人渐进类、缓解眼疲劳症状的抗疲劳类、保护眼睛免受有害光影响或伤害的光敏感防护类。

图表 31：功能性镜片可满足不同人群需求



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

青控市场高潜，离焦镜有望迎来市场扩容+渗透率提升的双轮驱动。青控产品作为高需求、高单价的产品，在国内市场具有较大的发展潜力。国内外厂商例如依视路、蔡司、豪雅、明月等纷纷布局青控镜片市场。

根据弗若斯特沙利文，目前，多数主流品牌离焦镜片 1-2 年临床结果的等效球镜度减缓率主要集中在 59%-67%之间，眼轴减缓率主要集中在 51%-60%之间，故离焦镜片在延缓近视加深上效果显著。其中多区正向光学离焦、多点近视离焦等为代表的产品效果明显且是主流。艾瑞咨询调研显示（23 年 7 月），45.4%的消费者最近购买儿童青少年近视镜价格为 1000 元以上，消费力已达较高水平，离焦镜市场渗透率有望逐渐提升。

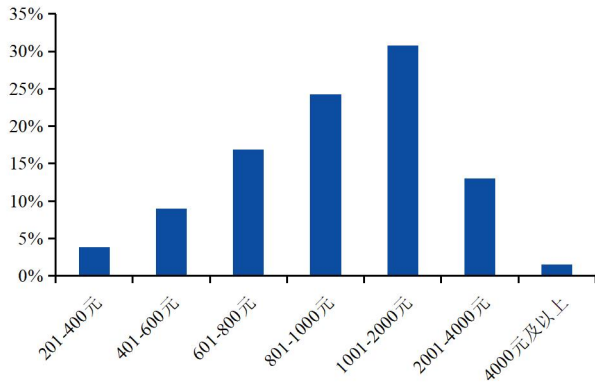
图表 32：离焦框架镜市场镜片产品与技术介绍



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 33：购买儿童青少年近视镜花费占比（2023 年 7 月数据）

图表 34：青少年近视防控产品演变历程



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

青控产品发布时间							
品牌	2010	2015	2018	2019	2020	2021	2022
蔡司	✓成长乐					✓成长乐加强版	✓小乐园
伟星		✓优学·全焦		✓星优学	✓星乐视		✓星博士、星乐视医疗版
豪雅			✓新乐学				
鸿晨			✓环焦镜片				
依视路				✓星趣控			
万新					✓易百分	✓易百分加强版	✓易百分孔雀版
明月						✓轻松控、轻松控PRO	
尼康							✓控优点
新天鸿							✓贝悦星
爱博医疗							✓普诺瞳
盛达同泽							✓思问
奥拉							✓怒放

数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

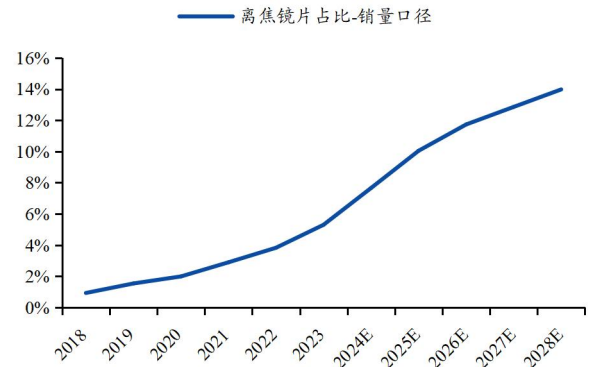
根据 Frost & Sullivan，近年来镜片制造商纷纷布局离焦镜片市场，中国青少年离焦镜片市场规模按零售额计从 2018 年的 31.2 亿元快速上升到 2023 年的 146.8 亿元，CAGR 为 36.3%。预计 2028 年，中国青少年近视管理离焦镜片市场规模按零售额计将达到 477.6 亿元，2023-2028 年的 CAGR 约为 26.6%。渗透率方面（销量计），2023 年我国青少年离焦镜渗透率约为 5.3%，随着视光健康的普及与消费者对近视防控的重视，预期未来青少年离焦镜渗透率提升速度将逐步加快。

图表 35：我国青少年离焦镜市场规模（零售额计）



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

图表 36：我国青少年离焦镜渗透率（销量口径）



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

AI 赋能打开成长空间，智能眼镜百花齐放。智能眼镜是近年来最被看好的可穿戴智能设备之一。智能眼镜如同智能手机一样拥有独立的操作系统，可以通过软件安装来实现各种功能。其具有使用简便，体积较小等特点，是未来智能科技产品的重要增长点。随着 GPT4、豆包、Deepseek 等 AI 大模型的规模部署，加快了更多基于大模型的应用落地。其中硬件端的 AI 智能眼镜有望成为 AI 落地的较优载体，眼镜是最靠近人体三大重要感官的穿戴设备，可以非常直接自然的实现声音、语言、视觉的输入和输出。其中 AR 智能眼镜凭借 AI 赋能，或将成为下一代通用计算终端。

图表 37：AI 智能眼镜与人类感官的多重交互

图表 38：AR+AI 眼镜或成为下一代通用计算终端



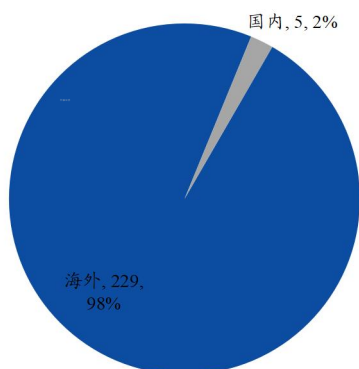
数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

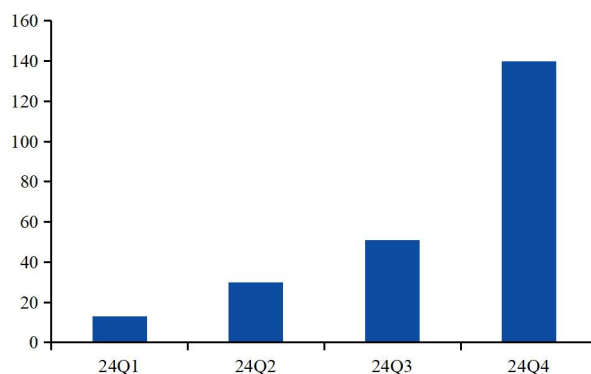
根据维深信息, 目前 AI 智能眼镜尚处于探索期, 多家公司布局探索 AI 智能眼镜方案, 2024 年下半年已有相关 AI 智能眼镜新品发布。2024 年全球 AI 智能眼镜销量为 234 万台, 主要销量贡献来自于 RayBan Meta 智能眼镜, 2024 年累计销量达到 225 万台。预计到 2025 年将会有更多大厂入场, 推动 AI 智能眼镜的发展趋向成熟, 无显示的 AI 正式开始走向大规模增长。

图表 39: 2024 年国内外 AI 智能眼镜销量 (万台) 及占比



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

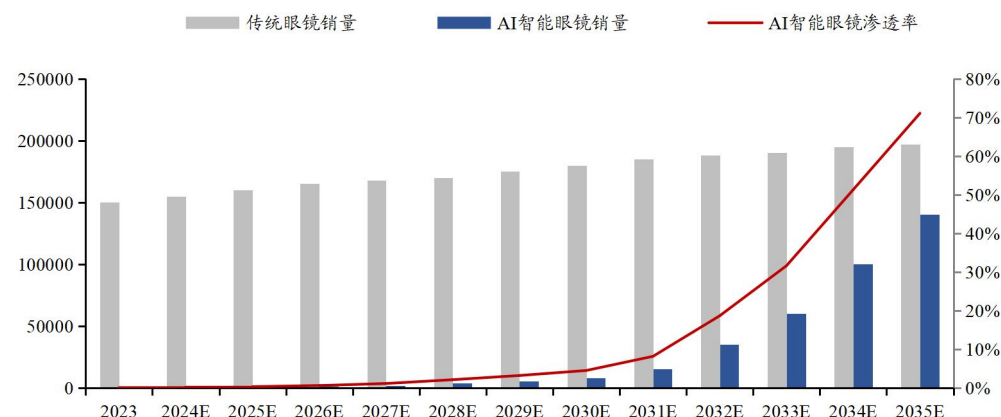
图表 40: 2024 年分季度 AI 智能眼镜销量 (万台)



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

到 2030 年后, AI+AR 技术发展到成熟阶段, AI+AR 智能眼镜或将进入行业高速发展期。维深信息预测在 2035 年, AI+AR 智能眼镜最终将实现传统智能眼镜的替代, 达到 71%渗透率, 全球 AI+AR 智能眼镜销量达到 14 亿台, 成为下一代通用计算平台和终端。

图表 41: AI 智能眼镜销量预期 (万台)



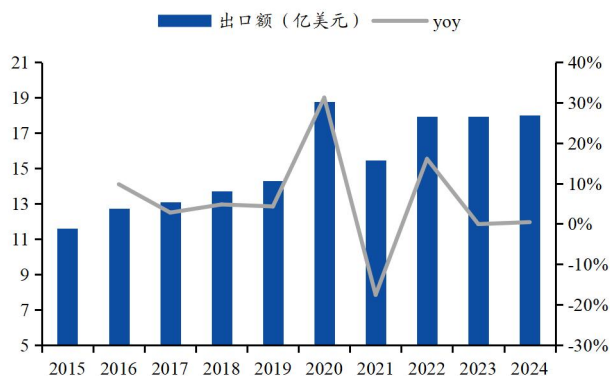
数据来源: Wellsenn XR, 华福证券研究所

2.2 供给端: 海外龙头主导高端市场, 内资品牌建设持续发力

我国是眼镜生产和出口大国, 但出口价值量相对较低。我国是全球眼镜的生产 and 出口大国, 在全国有多个眼镜产业集群如江苏丹阳、浙江温州、广东深圳等。根据丹阳发布公众号, 丹阳年产镜片约 4 亿多副, 约占全球总产量的一半, 是全球最大的镜片生产基地, 丹阳单凭眼镜每年就创造出超过 120 亿元的产值。

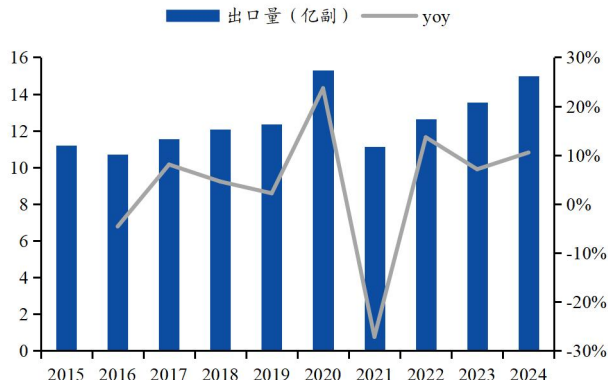
根据 ifind 及海关数据, 2024 年我国眼镜 (非太阳镜、护目镜等, 下同) 出口额 18 亿美元, 同比+0.4%, 出口眼镜合计 14.98 亿副, 同比+10.5%。2015-2024 年我国眼镜出口额、出口量 CAGR 分别为 5%、3.3%。根据 Trade Map, 2023 年我国眼镜出口占全球份额为 58.6%, 占全球半数以上。但我国眼镜出口均价却相对较低, 近年来与进口均价的差异逐渐拉大, 2024 年我国眼镜出口均价约 1.2 美元/副, 进口均价约为 5.88 美元/副, 差价 4.7 美元。

图表 42: 我国眼镜出口额及增速



数据来源: ifind, 海关总署, 华福证券研究所

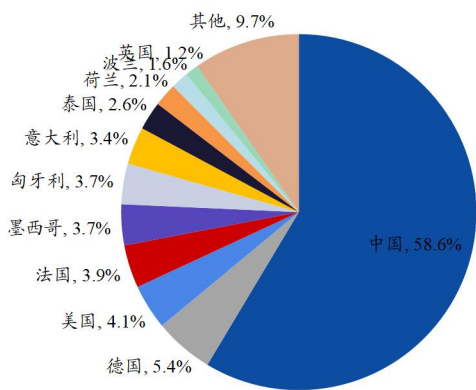
图表 43: 我国眼镜出口量及增速



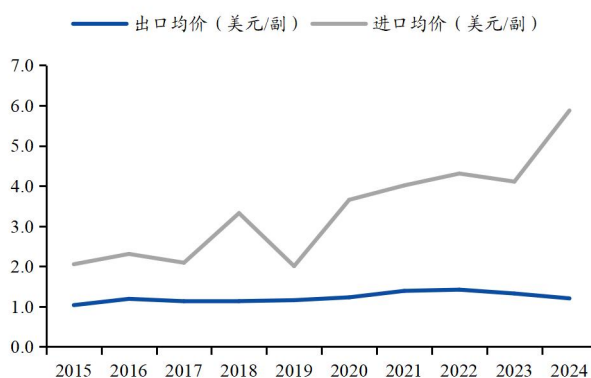
数据来源: ifind, 海关总署, 华福证券研究所

图表 44: 2023 年我国眼镜出口额占比超 50%

图表 45: 我国眼镜进出口均价差异扩大



数据来源: Trade Map, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 海关总署, 华福证券研究所

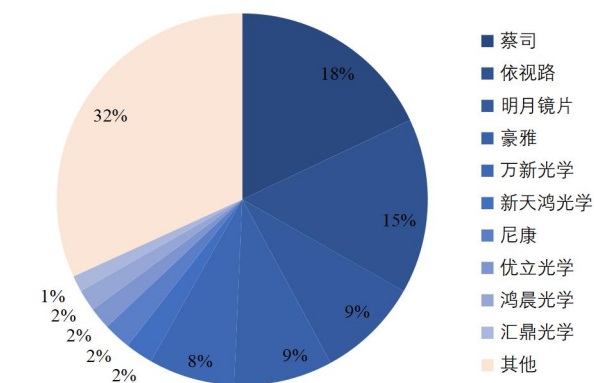
我国眼镜竞争格局: 进口品牌垄断中高端市场, 内资品牌建设持续发力。中国镜片生产企业众多, 但是企业规模普遍较小, 市场份额偏低。以明月、依视路、蔡司等为代表的头部企业, 集研发、生产与销售为一体, 该类公司成立时间较早, 国内知名度高, 在产品设计、技术研发、品牌营销等方面具备优势, 占据市场主导地位。

1) 从销售额角度来看, 国内眼镜行业集中度近年来有所提升。根据弗若斯特沙利文, 按镜片出厂销售额计, 前十大主流品牌集中度约为 68.2%。以明月镜片、蔡司、依视路等为代表的头部企业, 在技术研发、渠道布局、生产成本等方面具有明显优势。未来, 随着镜片产品制造标准趋严, 消费者对镜片质量以及佩戴舒适度的要求提高, 部分小规模、技术水平低、质量不达标的企业将会被淘汰, 预计未来镜片行业集中度将会进一步提升。另一统计口径下, 根据欧睿, 2023 年我国眼镜行业集中度(零售额口径)CR5 和 CR10 分别为 22.1%和 29.2%, 较 2019 年分别提升 3.5/4.8pct。

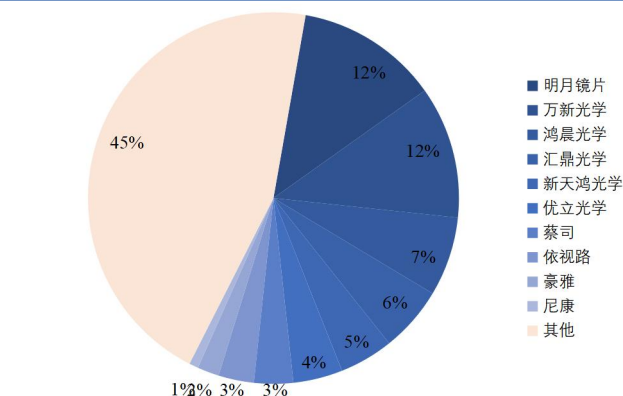
2) 从销售量角度来看, 长尾市场仍有较大空间。根据弗若斯特沙利文, 2023 年, 按镜片零售量计, 中国镜片市场的前十大主流品牌集中度约为 54.7%, 其中明月镜片的市场份额为 12.4%, 位居第一。2023 年国内眼镜镜片市场的销售量中, 头部企业销量总占比为 55%, 其他中小型厂商占比 45%。

图表 46: 2023 年中国镜片品牌市场份额情况 (按出厂销售额计)

图表 47: 2023 年中国镜片品牌市场份额 (按零售量计)



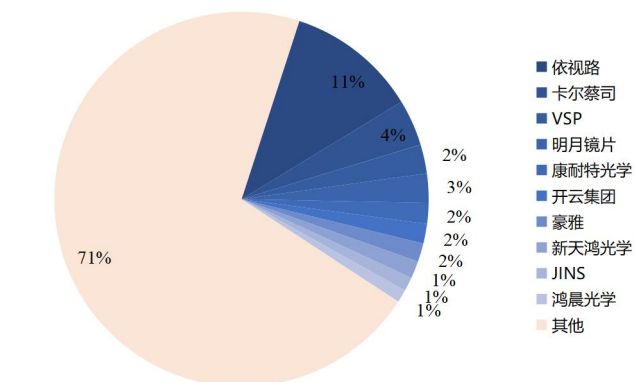
数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所



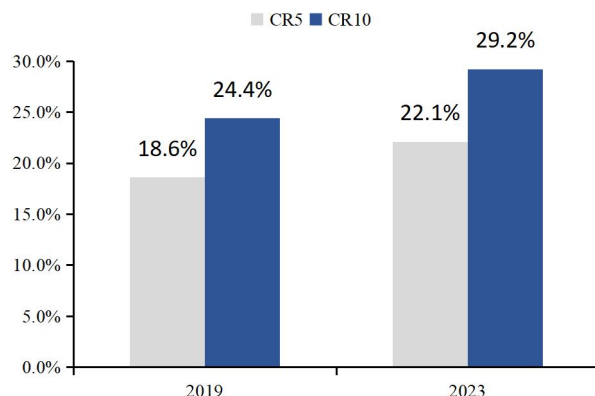
数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

图48：欧睿统计2023年我国眼镜品牌市场份额情况（零售额口径）

图49：欧睿统计19-23年我国眼镜行业集中度亦有所提升（零售额口径）



数据来源：欧睿，华福证券研究所



数据来源：欧睿，华福证券研究所

3 研发为矛，品牌与渠道双轮驱动，夯实国产镜片龙头地位

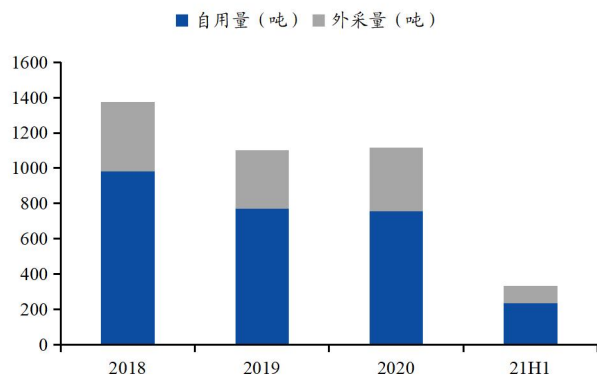
3.1 打破原料的技术垄断，纵向一体化构建企业护城河

眼镜行业原料供应存在特殊性，即前沿的新型镜片原材料研发与生产主要掌握在日本、韩国等少数国家手中。例如 1.67、1.71 和 1.74 等折射率的树脂材料，境内企业只能向 MITSUI CHEMICALS、日本三菱等企业采购。近年来随着技术进步，国内部分厂商也能够生产和供应用于生产高折射率树脂原料的核心主料。但境内外原材料供应商往往只提供实验室条件下取得的聚合样本及其反应环境指标，并不具备或提供规模工业化生产的工艺、技术。而后者是新材料产业化、实现效益的关键环节。且直接进口的新材料也存在一定的缺陷，需要进一步改良与优化。相较于原材料的供应，对材料特性掌控及实现新技术产业化落地成为行业实质壁垒。

原料自产能够降低生产成本，降低经营风险。经过多年行业沉淀与积累，公司掌握了部分核心原料的生产工艺，在满足自用的同时也能对外销售；并且通过优化配方和改良聚合物分子层结构等技术手段，不断优化原材料产品品质。公司的 1.71

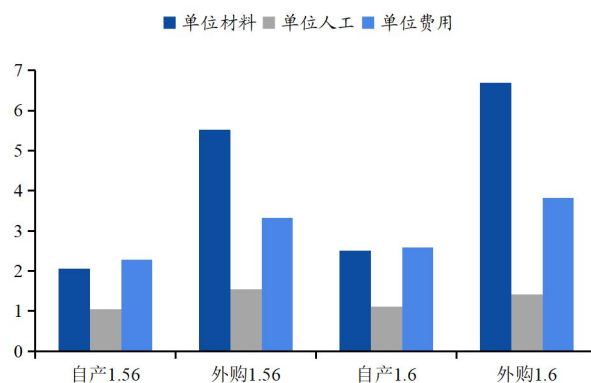
超薄高折射率镜片产品，即通过聚合过程中改良聚合物分子结构，弥补了高折射率材料先天色散度过高的缺陷，实现了镜片产品高折射率、低色散的双重优点。此外，公司独创性地在原料中加入特定的添加剂成分，从而大幅提升了材料的韧性、透光性，从而生产出超韧、超亮两个系列产品。

图表 50：公司树脂单体自用量、外采量情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 51：公司部分原料自产能够降低生产成本 (2020 年) (单位：元/片)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

目前公司已掌握 1.60 及以下折射率树脂单体的配方、生产工艺与核心技术，相关技术已达到批量生产条件，并已实现自主生产；对于 1.67 折射率，公司已掌握相关树脂单体的配方及生产工艺，可通过外部定制方式由大中型化工厂商进行批量生产；对于 1.71 折射率，公司已掌握实验室制备相关树脂单体的配方及制备流程，但由于 1.71 树脂单体存在制备条件苛刻、制备安全风险极高、关键原料硫化氢因资质原因批量采购难度较大等因素，故公司量产 1.71 树脂单体存在一定障碍。

图表 52：公司对各系列树脂单体的掌握情况和应用阶段

折射率	是否掌握配方	是否掌握生产工艺、核心技术、制备流程	应用阶段	是否申请专利	来源
1.56	是	是	自主批量生产	是	原始配方、制备工艺属于镜片行业公开信息,韩国 KOC 在原始配方基础上对原料比例等要素进行改进,使之适用于江苏可奥熙批量生产。发行人在韩国 KOC 制备工艺的基础上进一步改进,使得相关产品更易于生产、品质更稳定。
1.60	是	是	自主批量生产	是	
1.67	是	是	可以外部定制形式批量生产	是	发行人与高校、研究所等科研机构进行合作研发,目前已掌握实验室制备相关树脂单体的配方和制备流程。
1.71	是	是	实验室制备	否	

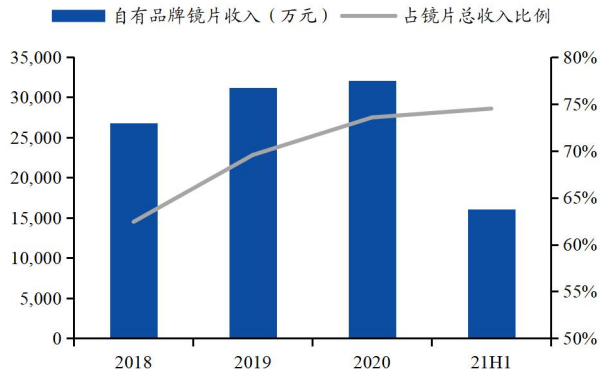
数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：摘自公司招股书

3.2 主推自有品牌，品牌定位持续升级增厚盈利



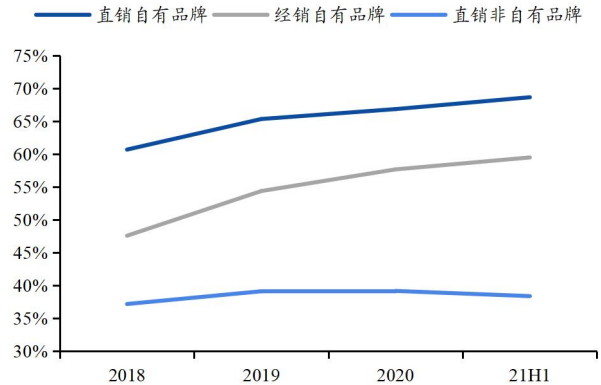
公司坚持品牌发展战略，主推自有品牌。根据公司公告，2018-21H1 公司自有品牌镜片收入持续增加，占镜片总收入比例由 2018 年的 62.4% 增至 21H1 的 74.5%。自有品牌定价上更具弹性，毛利率显著高于非自有品牌。21H1 直销模式下自有品牌毛利率达 68.9%，远高于非自有品牌的 38.4%。与国内可比公司相比，公司品牌知名度较高，享有一定的品牌溢价和定价弹性，自有品牌镜片单价与镜片平均出厂价较高。

图表 53：公司自有品牌镜片营收及占比



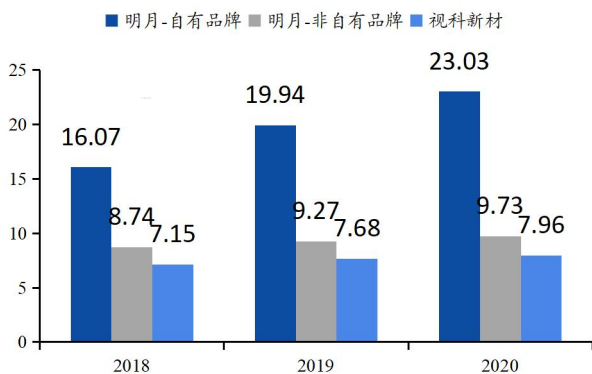
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 54：公司镜片自有品牌与非自有品牌毛利率



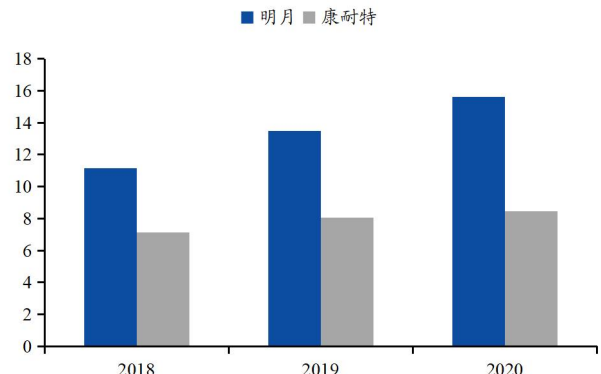
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 55：直销模式下镜片均价对比 (元/片)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 56：公司与康耐特镜片出厂均价对比 (元/片)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

提价+优化产品矩阵提升品牌定位。公司通过常规产品高折化+低折产品功能化，在满足消费者更高层级的消费需求的同时优化升级产品矩阵，提高品牌定位：

1) 常规产品高折化：在镜片行业“更轻、更薄、更清晰”的发展大趋势下，常规用途的镜片产品将在原料技术的不断发展下实现越来越高的折射率，从而使镜片产品变得更轻、更薄。同时，在镀膜、涂层和光学设计等方面的不断优化提升下，镜片的效果将同时变得更清晰。

2) 低折产品功能化：折射率 1.56 和 1.60 系列常规片产品虽然属于红海市场，但由于其自身固有的特性，仍属于市场上占比最高的产品类型。低折射率镜片产品除了满足基础视光矫正及保护需求外，公司还逐步挖掘、迎合新的功能性消费需求，

如防蓝光、变色、高透光、渐进多焦点等功能化。公司发布的青少年近视防控镜片“轻松控”及“轻松控 Pro”系列，镜片折射率主要为 1.56 和 1.6。

图表 57：常规产品高折化：公司主推的 1.71 系列



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 58：低折产品功能化：公司双重防蓝光系列

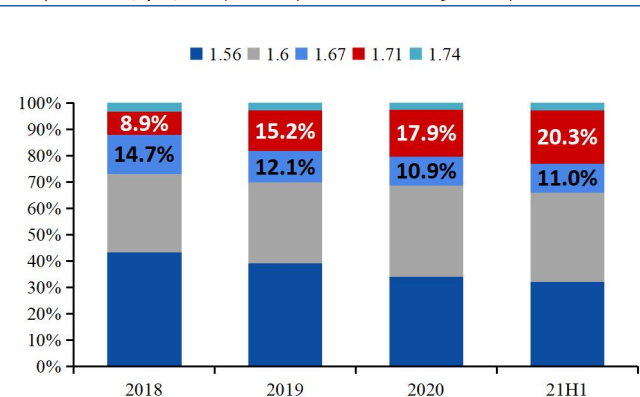


数据来源：公司官网，华福证券研究所

高折射率系列产品收入稳步提升：2020 年公司自有品牌镜片收入按折射率分，1.67 及以上的折射率销售比重合计超过 31%，尤其是 1.71 核心产品，2018 至 2020 贡献占比提升 9.1pct。近两年受益于公司产品聚焦策略，公司三大明星产品（PMC 超亮、1.71 系列、双重防蓝光系列）依然保持快速增长趋势，其中 24 年上半年公司 PMC 超亮系列产品收入较同期增长 58.82%、1.71 系列产品同比增长 24.40%，三大明星产品的收入在常规镜片收入中占比为 55.79%。

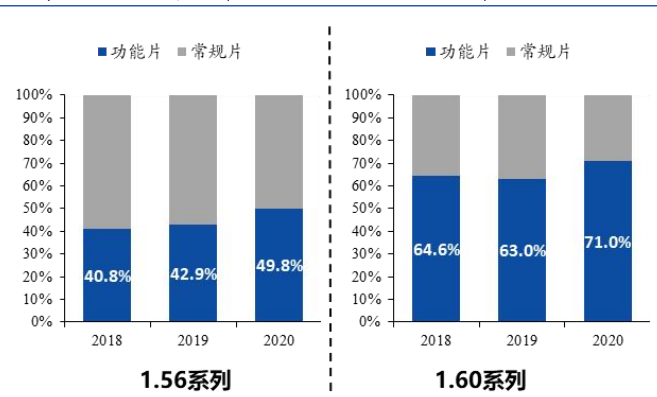
低折射率功能片收入占比提升：2020 年公司 1.56、1.60 系列功能片收入占同折射率产品收入的比重显著提升，分别达 50%、71%。常规片销量及占比公司主动收缩，同时提高功能片的占比。功能片产品收入占比的不断提高弥补了常规片产品销量下滑的影响。

图表 59：高折射率系列产品收入稳步提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 60：低折射率功能片收入占比提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

进军近视防控蓝海市场，轻松控产品表现优异。公司于 2021 年联合庄松林院士及其团队，根据中国孩子的眼球结构和用眼习惯推出了更适合中国孩子佩戴的两代

近视管理镜片产品——轻松控（一代）及轻松控 Pro（二代）。公司的近视防控镜片不同于同行普遍采用 PC 材料，开创性地研发了专用树脂材料和特殊工艺，更耐磨更通透、光学性能更好；独特的非对称设计，更符合中国小孩的用眼习惯、佩戴更舒适；轻松控 PRO 系列选用独家 3D 内雕工艺，将 1295 个立体微透镜雕刻于镜片内部，更耐用、视觉体验更好。基于以上这些领先设计，实现了产品线在同类产品中最为丰富，可以覆盖不同消费者的需求。

24Q4 公司推出轻松控 Pro2.0 镜片，作为轻松控 Pro 的升级版，微透镜的数量从 1295 个增加到了 1329 个，更高的透镜密度使得向眼底传递的离焦信号更加密集，从而提高了离焦效用，有效抑制了眼轴地过快增长。经中山眼科、天津眼科双中心为期 1 年临床试验数据显示，戴镜 12 个月，延缓等效球镜进展有效率为 73.82%。在目前市面上主流的近视防控镜片中遥遥领先。

图表 61：轻松控 2.0 产品介绍



数据来源：公司官网，华福证券研究所

2023 年公司新推出了轻松控 1.56 系列及医疗渠道的 1.71 系列，“轻松控”系列产品目前零售渠道一代有 4 款 SKU，二代有 8 款 SKU；医疗渠道有 12 款 SKU，全部产品线合计共有 24 款 SKU，覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71 四个折射率，有日常使用和防蓝光两个类别，离焦镜核心技术专利权为公司所有。

2024 年 11 月，轻松控 Pro2.0 最新临床研究结果 1 年期试验结果显示：减缓近视加深有效率达 73.82%，延缓眼轴增长有效率为 69.30%，轻松控 Pro2.0 最新临床数据表现优异。此外，轻松控 Pro2.0 系列试验脱落率仅 3.47%，通常试验的脱落率在 10%-20%，低脱落率表明轻松控 Pro2.0 依从性较高，儿童及青少年配戴过程中容易适应。

目前，公司近视防控产品依然保持在快速增长的上升通道中，2024 年上半年轻松控系列产品销售额为 7610.16 万元，同比增长 38.86%。

图表 62：公司轻松控系列产品 SKU 丰富

轻松控系列	-	-	1.60 非球面	1.60 防蓝光	1.71 非球面	1.71 防蓝光	-	-
轻松控 PRO 系列	1.56 非球面	1.56 防蓝光	1.60 非球面	1.60 防蓝光	1.67 非球面	1.67 防蓝光	1.71 非球面	1.71 防蓝光
轻松控系列（医疗版）	-	-	1.60 非球面	1.60 防蓝光	1.71 非球面	1.71 防蓝光	-	-
轻松控 PRO 系列（医疗版）	1.56 非球面	1.56 防蓝光	1.60 非球面	1.60 防蓝光	1.67 非球面	1.67 防蓝光	1.71 非球面	1.71 防蓝光

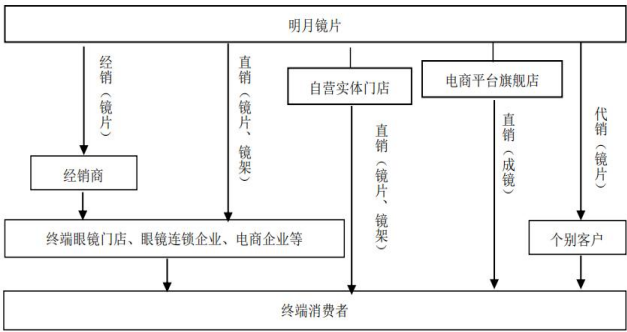
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 渠道为王，全覆盖+扁平化管理，多元激励协同提效

眼镜所具备的体验型的商品属性，使得眼镜销售目前仍脱离不了线下镜架试戴、验光等配镜体验需求。对于自有品牌产品而言，镜片制造企业通过直销或者经销方式服务终端眼镜门店，良好的营销网络体系是其打开全国市场的关键因素之一。新进入者难以在短期内搭建完善的营销网络体系，实现产品的大规模渠道推广。

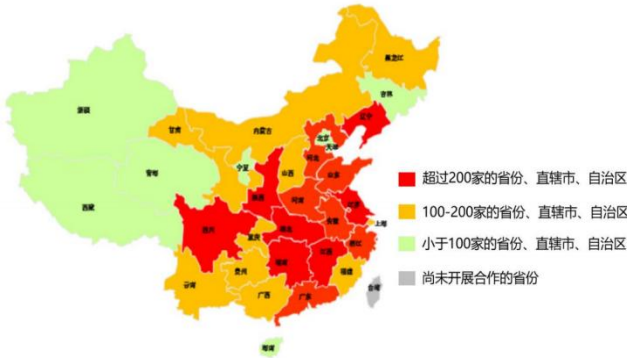
公司渠道呈现多元化+扁平化特点，同时持续提升终端覆盖面。公司在全国市场建立了良好的营销网络体系，培养了经验丰富的营销团队，通过直销、经销等多渠道相结合的模式，深耕线下终端门店市场，拓展线上销售渠道资源，下沉服务体系。目前公司直接和间接合作的线下终端门店数量达数万家。

图表 63：公司渠道多元且扁平化



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 64：公司合作的终端眼镜门店分布广泛



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 65：公司经销模式与直销模式下客户的主要区别

销售模式	客户性质	主要交易镜片品牌类型		主要盈利模式		主要客户群体		
		自有品牌	非自有品牌	镜片转售	镜片加工后以成镜的形式出售	终端眼镜门店等零售客户	终端自然人消费者	出口贸易
经销	镜片批发商	√		√		√		
直销	终端眼镜门店	√	√		√		√	
	眼镜连锁店	√	√		√		√	
	电商企业	√	√		√		√	
	医院类客户	√	√		√		√	
	贸易商		√	√				√

数据来源：公司公告，华福证券研究所

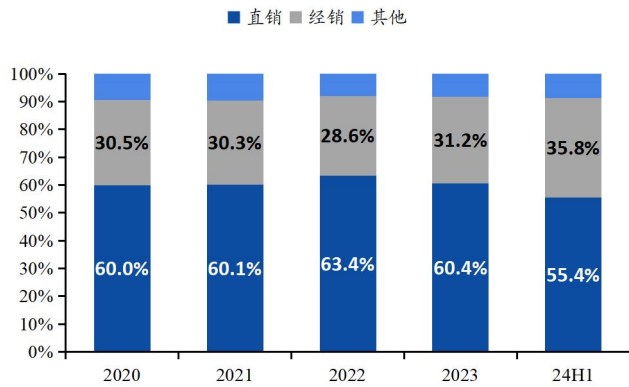
公司主要立足于国内市场，采取直销为主、经销为辅的销售模式。面向全国数以万计的各类眼镜连锁店和眼科医院，建立了多层次、高覆盖、行业领先的销售网络体系。公司近年以“明月”品牌为核心，聚焦于最为广阔的中高端市场。24H1 公司直销渠道收入为 2.13 亿元，占营业收入的 55.39%；经销渠道收入为 1.38 亿元，占营业收入的 35.81%。

直销渠道下，公司直接对接直销客户，缩减经销商层级，能够获取更高利润率，还能让利终端，是目前公司镜片销售的主要渠道，2023 年公司直销业务收入占比达到 60.4%。终端眼镜门店是线下直销的主要方式，公司推动眼镜零售店积极销售近视管理镜片，并且提升合作客户头部门店的销售占有率。截至 2024 年 6 月末，公司直销客户 2396 家（含医疗渠道）。

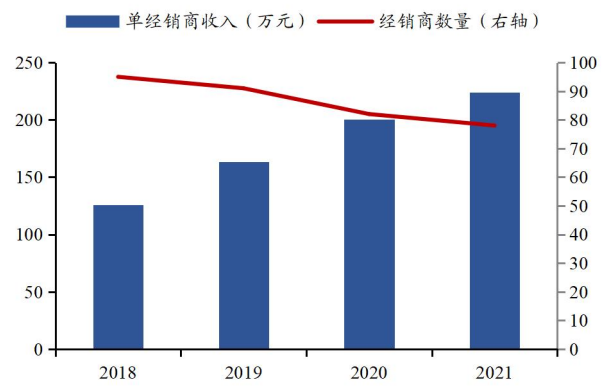
经销渠道下，公司积极优化经销渠道结构，着重培育合作关系稳定、市场开拓能力良好的镜片产品经销商。同时公司持续聚焦于中高端市场的“明月”品牌，2018 年以来公司经销商数量持续精简，截至 24 年 6 月，“明月”品牌经销客户 28 家。单经销商收入增长较快，2021 年单经销商收入达到 223.81 万元，较 2018 年复合增长率为 21.2%，经销商质量大幅优化，保障经销体系的稳定性。

图表 66：公司以直销为主，经销为辅

图表 67：公司经销商逐步精简，单经销商收入提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：2021 年起公司将直营电商与直营门店单独披露，不再划归至直销渠道



数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：2022 年以后公司只披露“明月”品牌经销商数量

公司通过渠道优化+品牌溢价，提升平均出厂价从而带动终端零售价提升。以直销环节为例，公司出货价格、单品毛利率与直销客户差距较大，公司小幅提价带动终端零售商提升镜片产品零售价格，助其获取更为可观的商业收益。同样，经销模式下公司提价依旧能够带动下游各个销售环节对外售价及盈利能力提升，且距离终端消费者越近的销售环节提价绝对金额越高。

图表 68：公司出货价格、单品毛利率与直销客户的差距

公司出厂价与终端价格差异						
产品系列	2019年度			2020年度		
	公司出货价格	零售商出货价格	终端加价倍数	公司出货价格	零售商出货价格	终端加价倍数
1.56非球面树脂片	11.13	57.3	5.15	14.08	50.44	3.58
1.60防蓝光非球面树脂片	13.96	152.54	10.93	18.5	162.5	8.78
1.67非球面树脂片	23.51	225.88	9.61	31.67	239.27	7.56
1.71防蓝光非球面超硬树脂片	54.47	400.66	7.36	70.57	404.98	5.74
1.74非球面树脂片	118.2	681.86	5.77	160.47	722.23	4.50

公司毛利率与终端毛利率差异								
产品系列	2018年度			2019年度			2020年度	
	公司毛利率	零售商毛利率	毛利率差异	公司毛利率	零售商毛利率	毛利率差异	零售商毛利率	毛利率差异
1.56非球面树脂片	56.32%	85.35%	29.03%	64.89%	80.57%	15.68%	66.86%	72.09%
1.60防蓝光非球面树脂片	67.73%	91.48%	23.75%	70.07%	90.85%	20.78%	71.97%	88.61%
1.67非球面树脂片	49.57%	90.88%	41.31%	54.56%	89.59%	35.03%	62.25%	86.77%
1.71防蓝光非球面超硬树脂片	89.26%	90.04%	0.78%	76.00%	86.40%	10.40%	73.55%	82.57%
1.74非球面树脂片	57.90%	80.69%	22.79%	59.77%	82.67%	22.90%	69.95%	77.78%

数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：此处终端加价倍数=零售商出货价/公司出货价

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 镜片业务：①常规片（包含功能片）：公司持续优化产品矩阵，坚定退出中低端价格竞争市场，24-26 年，我们假设公司常规镜片业务在明星单品占比提升的推动下依旧保持小幅增长。毛利率方面，随着明星产品的占比提升，以及规模增长，公司常规片业务毛利率也将小幅增长②近视防控产品：我们假设随着 24 年下半年 2.0 产品基本替换完成。24-26 年，预计青少年近视控制产品仍受益渗透率提升与市场容

量扩大的双重利好，增速仍将保持双位数增长。毛利率方面，近视防控产品近年来规模持续放量，公司产品不断升级迭代（2.0 系列及高折射率镜片、医用等），假设近视防控产品毛利率每年小幅提升。

(2) 原料业务：公司原料业务经营情况受上游大宗原材料及客户需求量影响。收入方面，根据公司 24 年三季报，前三季度公司原料业务有所承压。公司持续聚焦大单品业务，我们预计原料业务的规模将出现小幅下滑。毛利率方面，公司树脂原料技术工艺较高，产品质量稳定，我们假设 24-26 年毛利率基本保持稳定。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 4.3%、10.3%、17.9%，归母净利润增速分别为 11.1%、16.7%、22.7%，对应 EPS 分别为 0.87 元、1.01 元、1.24 元。

图表 69：公司业绩拆分预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	575.57	623.07	748.74	781.06	861.49	920.51
yoy	6.7%	8.3%	20.2%	4.3%	10.3%	17.9%
营业成本	260.8	286.77	317.59	313.47	333.79	339.29
yoy	7.3%	10.0%	10.7%	-1.3%	6.5%	8.2%
毛利率	54.7%	54.0%	57.6%	59.9%	61.3%	63.1%
按产品拆分						
镜片						
营收	452.34	477.80	595.31	662.88	746.54	808.84
yoy	3.7%	5.6%	24.6%	11.4%	12.6%	22.0%
业务占比	78.6%	76.7%	79.5%	84.9%	86.7%	87.9%
成本	194.18	190.93	225.77	244.75	268.77	276.75
毛利	258.16	286.87	369.54	418.13	477.77	532.09
毛利率	57.1%	60.0%	62.1%	63.1%	64.0%	65.8%
常规镜片（含功能片）						
收入	423.30	399.23	461.93	485.49	519.47	545.45
yoy	-2.9%	-5.7%	15.7%	5.1%	7.0%	5.0%
业务占比	73.5%	64.1%	61.7%	62.2%	60.3%	59.3%
成本	184.88	167.36	187.09	194.20	205.19	205.63
毛利	238.41	231.87	274.84	291.29	314.28	339.81
毛利率	56.3%	58.1%	59.5%	60.0%	60.5%	62.3%
近视防控产品						
收入	29.04	78.57	133.38	177.40	227.07	263.40
yoy		170.6%	69.8%	33.0%	28.0%	16.0%
业务占比	5.0%	12.6%	17.8%	22.7%	26.4%	28.6%
成本	9.29	23.57	38.68	50.56	63.58	71.12
毛利	19.75	55.00	94.70	126.84	163.49	192.28
毛利率	68.0%	70.0%	71.0%	71.5%	72.0%	73.0%
原料						
营收	61.51	89.15	90.42	56.06	52.70	49.53
yoy	26.7%	44.9%	1.4%	-38.0%	-6.0%	-6.0%
业务占比	10.7%	14.3%	12.1%	8.5%	7.1%	6.1%

成本		43.26	69.51	66.55	40.92	38.41	36.06
毛利		18.25	19.64	23.87	15.14	14.28	18.37
毛利率		29.7%	22.0%	26.4%	27.0%	27.1%	27.2%
成镜							
营收		55.53	48.52	53.59	53.16	53.42	53.42
	yoy	12.0%	-12.6%	10.4%	-0.8%	0.5%	0.0%
	业务占比	9.6%	7.8%	7.2%	10.9%	10.3%	9.8%
成本		18.13	14.60	16.62	19.56	19.77	19.77
毛利		37.41	33.92	36.96	33.60	33.66	33.66
毛利率		67.4%	69.9%	69.0%	63.2%	63.0%	63.0%
镜架							
营收		3.44	3.16	4.75	4.75	4.75	4.75
	yoy	-5.0%	-8.1%	50.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	业务占比	0.6%	0.5%	0.6%	1.6%	1.5%	1.4%
成本		2.18	4.90	2.62	2.75	2.75	2.75
毛利		1.26	-1.74	2.12	1.99	1.99	1.99
毛利率		36.6%	-55.0%	44.7%	42.0%	42.0%	42.0%
其他							
营收		2.75	4.44	4.68	4.21	4.09	3.96
	yoy	50.7%	61.5%	5.5%	-10.0%	-3.0%	-3.0%
	业务占比	0.5%	0.7%	0.6%	3.3%	2.5%	2.1%
成本		3.06	6.83	6.03	5.48	4.09	3.96
毛利		-0.31	-2.40	-1.35	-1.26	0.00	0.00
毛利率		-11.3%	-54.1%	-28.9%	-30.0%	0.0%	0.0%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

公司以镜片为核心业务, 2021 年起布局近视防控业务, 因此我们选取近视治疗或防控的爱博医疗, 以及同属于眼镜制造和销售的康耐特光学、博士眼镜作为可比公司。2025 年可比公司一致预期对应 PE 的平均值为 39X, 低于公司的 55X, 我们认为, 公司作为国产镜片品牌龙头, 常规镜片业务受益于产品结构产品及大单品放量, 收入与利润稳步提升, 并积极布局近视防控业务构筑第二成长曲线, 同时, 随着 AI 智能眼镜的兴起, 公司也做了充分的布局, 加强与行业其他公司洽谈合作交流, 未来智能眼镜的放量有望成为公司潜在增长点。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 70: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/3/5	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300622.SZ	博士眼镜	50.83	0.73	0.78	0.91	1.07	69.58	65.59	55.70	47.39
2276.HK	康耐特光学	29.40	0.68	1.00	1.11	1.34	43.15	29.50	26.37	21.92
688050.SH	爱博医疗	91.53	1.60	2.08	2.70	3.53	57.07	44.04	33.86	25.97
	平均值						56.60	46.38	38.65	31.76
301101.SZ	明月镜片	55.62	0.78	0.87	1.01	1.24	71.14	64.06	54.91	44.74

数据来源: ifind 一致预期, 华福证券研究所; 其中明月镜片为华福轻纺组预测值



5 风险提示

（1）市场竞争加剧的风险。国际化大型企业的海外并购数量不断提高，依视路为了不断扩展其海外事业版图，在国内先后收购了众多国内镜片制造商，国内业务得到快速发展。若未来市场竞争进一步加剧，公司不能有效整合资源、提升核心竞争力、控制成本，公司未来与竞争对手相比不能持续保持在技术工艺、新品创新、产品质量等方面的优势，无法及时满足客户的需求，可能存在因竞争加剧导致公司业绩波动的风险。

（2）部分原材料供应稳定风险。受限于上游精细化工原料供应状况、生产技术水平以及生产工艺中部分环节的环保要求，公司尚无法直接生产折射率 1.67 及以上的树脂单体，主要向韩国 KOC 及其关联方采购。若韩国 KOC 及其关联方无法及时向公司供应原料，短期内面临切换供应商的压力对经营将产生不利影响。

（3）离焦镜渗透率提升速度不及预期。目前离焦镜产品渗透率较低，若消费者对这款产品的认可程度较低，可能渗透率提升不及预期，赛道增长受限。

（4）三大明星产品增速不及预期。公司近年来加强三大明星产品的宣传与研发迭代，若研发方向未能满足消费者需求或宣传投放效果不及预期，可能导致公司三大明星产品收入承压。

图表 71: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	953	1,196	1,345	1,513
应收票据及账款	124	134	143	165
预付账款	21	19	20	22
存货	76	82	78	88
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	262	145	147	151
流动资产合计	1,436	1,576	1,733	1,939
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	227	212	208	204
在建工程	6	8	10	7
无形资产	40	37	35	33
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	44	55	63	71
非流动资产合计	317	313	316	316
资产合计	1,753	1,889	2,049	2,255
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	59	63	68	77
预收款项	0	0	0	0
合同负债	7	5	7	8
其他应付款	20	20	20	20
其他流动负债	47	48	51	56
流动负债合计	132	137	146	161
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	149	154	163	178
归属母公司所有者权益	1,557	1,671	1,803	1,969
少数股东权益	47	64	84	108
所有者权益合计	1,604	1,735	1,886	2,077
负债和股东权益	1,753	1,889	2,049	2,255

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209	308	237	264
现金收益	222	231	259	310
存货影响	14	-6	4	-10
经营性应收影响	-9	-7	-12	-19
经营性应付影响	-17	4	5	9
其他影响	-2	86	-20	-27
投资活动现金流	-369	-9	-21	-19
资本支出	-86	-27	-37	-33
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-282	18	16	15
融资活动现金流	-85	-57	-66	-78
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-51	-80	-93	-117
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-34	22	27	40

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	749	781	861	1,015
营业成本	318	313	334	374
税金及附加	9	9	9	11
销售费用	147	155	166	193
管理费用	79	86	91	105
研发费用	28	31	33	39
财务费用	0	-3	-6	-7
信用减值损失	0	-2	-2	-2
资产减值损失	-6	-2	2	-6
公允价值变动收益	15	13	10	10
投资收益	16	16	14	13
其他收益	7	7	2	3
营业利润	200	222	260	319
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	201	223	261	320
所得税	28	32	37	45
净利润	173	192	224	275
少数股东损益	15	17	20	24
归属母公司净利润	158	175	204	251
EPS (按最新股本摊薄)	0.78	0.87	1.01	1.24

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	20.2%	4.3%	10.3%	17.9%
EBIT 增长率	23.8%	9.7%	15.5%	22.9%
归母公司净利润增长率	15.7%	11.1%	16.7%	22.7%
获利能力				
毛利率	57.6%	59.9%	61.3%	63.1%
净利率	23.1%	24.6%	26.0%	27.1%
ROE	9.8%	10.1%	10.8%	12.1%
ROIC	13.6%	13.7%	14.4%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	8.5%	8.1%	7.9%	7.9%
流动比率	10.9	11.5	11.9	12.0
速动比率	10.3	10.9	11.4	11.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	57	60	58	55
存货周转天数	94	91	87	80
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	0.87	1.01	1.24
每股经营现金流	1.04	1.53	1.17	1.31
每股净资产	7.72	8.29	8.95	9.77
估值比率				
P/E	71	64	55	45
P/B	7	7	6	6
EV/EBITDA	30	28	25	21

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn