

明月镜片(301101)

报告日期: 2023年04月19日

利润端表现亮眼, 看好 23 年离焦镜放量高增

——明月镜片 22A 业绩点评报告

投资要点

□ 明月镜片披露 22A 业绩

22A 公司实现营业收入 6.23 亿元 (+8.25%), 实现归母净利润 1.36 亿元 (同比 +65.89%), 扣非后归母净利润 0.93 亿元 (+24.45%)。其中轻松控系列产品实现销售额 0.79 亿元 (+170.56%); 22Q4 公司实现营收 1.68 亿元 (+1.62%), 实现归母净利润 0.49 亿元 (+78.44%), 扣非后归母净利润 0.27 亿元 (+26.71%)。收入受疫情影响短期承压, 利润端表现亮眼。

□ 疫情扰动线下配镜, 轻松控系列收入增长较好

分产品: (1) 22A 公司镜片业务实现营收 4.78 亿元, 同比+5.63%, 其中 22H2 镜片营收 2.65 亿元, 同比+12.18%。轻松控系列产品实现销售额 0.79 亿元, 同比+170.56%。疫情封控对线下配镜产生较大扰动, 看好 23 年表现回暖; (2) 22A 原料销售 0.89 亿元, 同比+44.93%, 22H2 原料销售约 0.42 亿元, 同比+21.35%。22H1 公司为缓解行业镜片原料供应压力, 加大原材料业务的销售, 推动原料业务全年同比增长较多; (3) 22A 成镜业务实现营收 0.49 亿元, 同比-12.63%, 22H2 成镜实现收入 0.26 亿元, 同比-12.13%。

分渠道: 22A 公司直销渠道实现收入 3.95 亿元, 同比+14.21%, 截至 22 年 12 月末拥有直销客户 3145 家; 直营电商实现收入 0.48 亿元, 同比-9.03%; 22A 公司经销渠道实现收入 1.78 亿元, 同比+1.96%, 拥有“明月”品牌经销客户 35 家。

分区域: 22A 公司内销实现收入 5.73 亿元, 同比+6.51%, 其中 22H2 内销收入 3.04 亿元, 同比+5.14%, 内销整体表现稳健; 22A 公司外销实现收入 0.50 亿元, 同比+32.96%, 其中 22H2 外销收入 0.33 亿元, 同比+107.16%, 外销业务增长靓丽。

□ 原料业务短期毛利率, 费用端有效压缩致净利率大幅提升

毛利率: 22A 公司毛利率 53.97%, 同比-0.71pct, 主要受公司低毛利率的原料销售业务占比提升影响。22Q4 公司单季毛利率 53.40%, 同比+3.37pct。分业务看, 22A 公司镜片/原料业务毛利率分别为 60.04%/22.03%, 分别同比+2.97/-7.65pct。镜片业务毛利率受益高毛利率轻松控产品及功能片产品销售占比提升影响稳步增长, 原料业务毛利率下滑较多原因主要为公司在成本上涨情况下为帮助行业缓解原料紧张压力, 并未对原料产品提价, 致使毛利率短期下滑。看好 23 年在镜片业务占比恢复、产品结构持续优化、原料成本回落推动下毛利率回暖。

净利率: 22A 公司归母净利率 21.86%, 同比+7.59pct, 其中 22Q4 公司单季归母净利率为 31.10%, 同比+12.80pct, 环比+8.58pct。净利率大幅提升原因主要为: (1) 费用率有效压缩, 22A 期间费用率同比-5.07pct 至 30.75%, 销售/管理+研发/财务费用率分别同比-3.19/-1.55/-0.33pct 至 16.2%/14.87%/-0.32%; (2) 理财收益同比大幅增长。剔除非经常性损益影响, 22A 公司扣非净利率 14.87%, 同比+1.97pct, 22Q4 单季扣非净利率 15.88%, 同比+3.14pct, 仍实现稳健增长。

现金流&经营效率: 22A 公司实现经营现金流净额 1.47 亿元, 同比+2.74%, 收现比 114.82%, 经营现金流及收现情况良好。经营效率方面, 22A 应收账款周转天数 64.38 天 (同比-10.08 天), 存货周转天数 125.11 天 (同比-20.28 天), 运营效率进一步提高。

□ 看好 23 年公司离焦镜快速放量, 渠道端布局进一步完善

公司“轻松控 Pro”6 个月临床数据表现优异, 并推出折射率为 1.71 的“轻松控 Pro”、“轻松控 Pro 防蓝光”两款新品, 及 8 款针对医疗渠道的离焦镜产品, 将公司离焦镜产品 SKU 扩充至 18 个, 离焦镜产品矩阵日益完善。同时渠道端公司将推动直销、经销与医疗渠道协同发展。医疗渠道作为近视管理类镜片重要消费场景, 公司已于 22 年基本完成专业团队组建, 计划对一些大中型、连锁型

投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 57.09 |
| 总市值(百万元) | 7,669.55 |
| 总股本(百万股) | 134.34 |

股票走势图



相关报告

- 《产品结构优化&费用精益管理, 22 年利润表现靓丽——明月镜片点评报告》2023.01.11
- 《“轻松控 Pro”6 个月临床数据优异, 看好后续快速放量——明月镜片点评报告》2022.11.29
- 《Q3 业务增长提速, 看好轻松控驱动长期成长——明月镜片点评报告》2022.10.26

的医疗渠道进行定点定向开发，目前已初见成效。同时也会发展跨界合作伙伴，借力其医疗渠道资源，加快公司进入更多的大型、连锁型医疗渠道。看好 23 年公司离焦镜产品在线下消费场景修复、完善产品矩阵、及多渠道协同发力下快速放量，推动公司收入及盈利能力有效提升。

□ 盈利预测与估值

公司为国产镜片龙头品牌，产品、品牌、渠道力均行业领先，卡位离焦镜高成长赛道后续发展空间广阔。我们预计 23-25 年公司实现收入 7.61、9.45、11.77 亿元，同比+22.16%、+24.21%、+24.53%；归母净利润 1.68、2.12、2.69 亿元，同比+23.52%、+26.01%、+26.78%，对应 PE 分别为 46X、36X、29X，维持“增持”评级。

□ 风险提示

新品拓展不及预期，渠道开拓不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 623 | 761 | 945 | 1,177 |
| (+/-) (%) | 8.25% | 22.16% | 24.21% | 24.53% |
| 归母净利润 | 136 | 168 | 212 | 269 |
| (+/-) (%) | 65.89% | 23.52% | 26.01% | 26.78% |
| 每股收益(元) | 1.01 | 1.25 | 1.58 | 2.00 |
| P/E | 56.32 | 45.59 | 36.18 | 28.54 |

资料来源：浙商证券研究所

图1: 明月镜片收入拆分(分产品)

| 单位: 百万元 | 2019A | 2020A | 2021A | 2022H1 | 2022H2 | 2022A |
|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 按产品分类 | | | | | | |
| 镜片 | 447.83 | 436.12 | 452.34 | 212.78 | 265.02 | 477.80 |
| YOY | 4.22% | -2.61% | 3.72% | -1.53% | 12.18% | 5.63% |
| 占比 | 81.06% | 80.81% | 78.59% | 74.30% | 78.72% | 76.69% |
| 毛利率 | 53.76% | 56.63% | 57.07% | 59.42% | 60.54% | 60.04% |
| 原料 | 61.88 | 48.55 | 61.51 | 46.80 | 42.35 | 89.15 |
| YOY | 7.90% | -21.54% | 26.69% | 75.87% | 21.35% | 44.93% |
| 占比 | 11.20% | 9.00% | 10.69% | 16.34% | 12.58% | 14.31% |
| 毛利率 | 34.74% | 35.65% | 29.67% | 21.63% | 22.47% | 22.03% |
| 成镜 | 30.76 | 49.56 | 55.53 | 22.60 | 25.92 | 48.52 |
| YOY | 261.46% | 61.12% | 12.05% | -13.19% | -12.13% | -12.63% |
| 占比 | 5.57% | 9.18% | 9.65% | 7.89% | 7.70% | 7.79% |
| 毛利率 | 55.49% | 64.65% | - | - | - | - |
| 镜架 | 9.74 | 3.62 | 3.44 | 1.45 | 1.71 | 3.16 |
| YOY | 60.20% | -62.83% | -4.97% | -15.20% | -1.02% | -8.05% |
| 占比 | 1.76% | 0.67% | 0.60% | 0.51% | 0.51% | 0.51% |
| 毛利率 | 28.23% | 44.48% | - | - | - | - |
| 其他 | 2.29 | 1.83 | 2.75 | 2.76 | 1.67 | 4.43 |
| YOY | -70.54% | -20.07% | 50.12% | 93.24% | 26.47% | 61.38% |
| 占比 | 0.41% | 0.34% | 0.48% | 0.96% | 0.50% | 0.70% |
| 毛利率 | -42.11% | -74.56% | - | - | - | - |
| 按地区分类 | | | | | | |
| 内销 | 503.87 | 500.45 | 537.72 | 269.17 | 303.57 | 572.74 |
| YOY | 11.96% | -0.68% | 7.45% | 8.11% | 5.14% | 6.51% |
| 占比 | 91.20% | 92.73% | 93.42% | 93.99% | 90.17% | 91.92% |
| 毛利率 | - | 55.68% | 56.25% | - | - | 55.48% |
| 外销 | 48.63 | 39.23 | 37.85 | 17.22 | 33.10 | 50.32 |
| YOY | -18.10% | -19.33% | -3.52% | -21.26% | 107.16% | 32.96% |
| 占比 | 8.80% | 7.27% | 6.58% | 6.01% | 9.83% | 8.08% |
| 毛利率 | - | 45.66% | 32.48% | - | - | - |
| 按销售模式分类 | | | | | | |
| 直营 | 392.33 | 370.96 | 401.00 | 211.06 | 234.01 | 445.07 |
| YOY | 4.49% | -5.45% | 8.10% | 10.93% | 11.04% | 10.99% |
| 占比 | 71.01% | 68.74% | 69.67% | 73.70% | 69.51% | 71.43% |
| 直销 | - | 323.56 | 345.82 | 186.16 | 208.81 | 394.97 |
| YOY | - | - | 6.88% | - | - | 14.21% |
| 占比 | - | 59.95% | 60.08% | 65.00% | 62.02% | 63.39% |
| 直营电商 | - | 45.74 | 52.91 | 24.20 | 23.93 | 48.13 |
| YOY | - | - | 15.68% | - | - | -9.03% |
| 占比 | - | 8.48% | 9.19% | 8.45% | 7.11% | 7.72% |
| 直营门店 | - | 1.66 | 2.28 | 0.70 | 1.27 | 1.97 |
| YOY | - | - | 37.35% | - | - | -13.39% |
| 占比 | - | 0.31% | 0.40% | 0.24% | 0.38% | 0.32% |
| 经销 | 148.55 | 164.57 | 174.57 | 75.33 | 102.67 | 178.00 |
| YOY | 24.54% | 10.78% | 6.08% | - | - | 1.96% |
| 占比 | 26.89% | 30.49% | 30.33% | 26.30% | 30.49% | 28.57% |
| 毛利率 | 54.39% | 57.68% | 58.02% | - | - | 63.83% |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,366 | 1,527 | 1,723 | 2,022 |
| 现金 | 934 | 837 | 1,000 | 1,001 |
| 交易性金融资产 | 188 | 283 | 359 | 444 |
| 应收账款 | 113 | 185 | 177 | 271 |
| 其它应收款 | 4 | 4 | 6 | 7 |
| 预付账款 | 17 | 19 | 23 | 28 |
| 存货 | 90 | 174 | 132 | 239 |
| 其他 | 20 | 24 | 27 | 30 |
| 非流动资产 | 294 | 370 | 422 | 479 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 147 | 190 | 208 | 228 |
| 无形资产 | 41 | 47 | 50 | 53 |
| 在建工程 | 48 | 71 | 98 | 128 |
| 其他 | 58 | 62 | 67 | 71 |
| 资产总计 | 1,660 | 1,897 | 2,146 | 2,501 |
| 流动负债 | 136 | 187 | 202 | 261 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 77 | 109 | 111 | 156 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 60 | 79 | 91 | 105 |
| 非流动负债 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 负债合计 | 148 | 199 | 213 | 272 |
| 少数股东权益 | 43 | 61 | 83 | 110 |
| 归属母公司股东权 | 1,469 | 1,638 | 1,850 | 2,118 |
| 负债和股东权益 | 1,660 | 1,897 | 2,146 | 2,501 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 623 | 761 | 945 | 1,177 |
| 营业成本 | 287 | 349 | 422 | 512 |
| 营业税金及附加 | 6 | 8 | 10 | 12 |
| 营业费用 | 101 | 126 | 160 | 203 |
| 管理费用 | 70 | 82 | 102 | 129 |
| 研发费用 | 22 | 24 | 30 | 40 |
| 财务费用 | (2) | (23) | (21) | (25) |
| 资产减值损失 | (7) | (6) | (6) | (7) |
| 公允价值变动损益 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 16 | 19 | 24 | 30 |
| 其他经营收益 | 3 | 6 | 7 | 8 |
| 营业利润 | 160 | 213 | 266 | 336 |
| 营业外收支 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 164 | 213 | 266 | 336 |
| 所得税 | 16 | 27 | 32 | 39 |
| 净利润 | 148 | 187 | 234 | 296 |
| 少数股东损益 | 12 | 18 | 22 | 28 |
| 归属母公司净利润 | 136 | 168 | 212 | 269 |
| EBITDA | 168 | 203 | 254 | 319 |
| EPS (最新摊薄) | 1.01 | 1.25 | 1.58 | 2.00 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 8.25% | 22.16% | 24.21% | 24.53% |
| 营业利润 | 47.61% | 33.53% | 24.56% | 26.45% |
| 归属母公司净利润 | 65.89% | 23.52% | 26.01% | 26.78% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 53.97% | 54.10% | 55.40% | 56.48% |
| 净利率 | 21.86% | 22.10% | 22.42% | 22.83% |
| ROE | 9.27% | 10.27% | 11.46% | 12.69% |
| ROIC | 7.57% | 9.21% | 10.43% | 11.57% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 8.90% | 10.48% | 9.94% | 10.89% |
| 净负债比率 | 9.76% | 11.70% | 11.04% | 12.22% |
| 流动比率 | 10.03 | 8.15 | 8.53 | 7.75 |
| 速动比率 | 9.10 | 6.99 | 7.64 | 6.61 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.38 | 0.43 | 0.47 | 0.51 |
| 应收账款周转率 | 5.59 | 5.11 | 5.24 | 5.27 |
| 应付账款周转率 | 3.96 | 3.83 | 3.87 | 3.87 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.01 | 1.25 | 1.58 | 2.00 |
| 每股经营现金 | 1.09 | 0.58 | 2.17 | 1.04 |
| 每股净资产 | 10.94 | 12.19 | 13.77 | 15.77 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 56.32 | 45.59 | 36.18 | 28.54 |
| P/B | 5.22 | 4.68 | 4.15 | 3.62 |
| EV/EBITDA | 44.82 | 33.78 | 26.32 | 20.95 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 147 | 78 | 292 | 139 |
| 净利润 | 148 | 187 | 234 | 296 |
| 折旧摊销 | 41 | 23 | 24 | 25 |
| 财务费用 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | (17) | (19) | (24) | (30) |
| 营运资金变动 | (31) | (119) | 50 | (162) |
| 其它 | 7 | 7 | 8 | 9 |
| 投资活动现金流 | (107) | (175) | (129) | (138) |
| 资本支出 | (77) | (100) | (76) | (83) |
| 长期投资 | 0 | (94) | (76) | (85) |
| 其他 | (30) | 19 | 24 | 30 |
| 筹资活动现金流 | (105) | (0) | (0) | (0) |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (105) | (0) | (0) | (0) |
| 现金净增加额 | (63) | (97) | 163 | 1 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>