

证券研究报告

公司研究

点评报告

明月镜片(301101)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

明月镜片(301101.SZ)22 年年报点评: 22 年 报符合预期, 轻松控销售额近 8 千万, 23 年 有望加速放量

2023 年 4 月 20 日

事件: 明月披露 2022 年年报: 2022 年公司实现营收 6.23 亿元/+8.25%, 实现归母净利润 1.36 亿元/+65.89%; 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%。位于此前业绩预告中枢, 符合预期。

分产品来看: 1) 疫情期间近视管理镜片轻松控系列产品实现持续热销, 1.71、双重防蓝光、PMC 超亮系列等明星产品销售稳步提升, 镜片实现营收 4.78 亿元/+5.63%, 毛利率 60.04%/+2.97pct, 其中“轻松控”系列销售额为 7,857.04 万元/+170.56%, 拉动整体镜片业务毛利率提升; 2) 疫情下海外原料供给紧张, 原料业务收入大幅提升, 实现营收 0.89 亿元/+44.93%, 毛利率 22.03%/-7.65pct; 3) 成镜实现收入 0.49 亿/-12.63%; 4) 镜架实现营收 0.03 亿元/-8.05%。

分渠道来看: 1) 截止 22 年末, 公司直销客户 3,145 家、“明月”品牌经销客户 35 家, 数量保持稳定。直销收入 3.95 亿元/+14.21%, 实现毛利率 46.69%/-2.83%; 经销营收 1.78 亿元/+1.96%, 毛利率 63.83%/+5.81pct; 直销电商营收 0.48 亿元/-9.03%; 直营门店营收 0.02 亿元/-13.39%。

控费得当+现金收益使得盈利能力显著提升: 1) 22 年公司实现销售毛利率 53.97%/-0.72pct, 销售净利率 23.76%/+7.83pct; 2) 22 年公司有序调控营销支出, 销售费率 16.20%/-3.19pct; 推行精益化管理, 管理费 11.28%/-2.04pct; 研发费率 3.59%/+0.49pct; 财务费率-0.32%/-0.33pct; 3) 此外现金规模增加所获收益也同比增加。

产品、品牌建设、渠道能力兼备, 功能性镜片有望加速放量:

产品力来看: 1) 产品线完备: 轻松控系列目前零售渠道一代、二代分别有 4、6 款 SKU; 医疗渠道有 8 款 SKU, 覆盖 1.60、1.67、1.71 三个折射率, 有日常使用和防蓝光两个类别; 2) 从低价 1500 元至高端 3000 元以上价格体系全覆盖; 3) 22 年公司与四川大学华西医院举办近视防控临床应用研讨会, 发布了六个月临床研究随访情况, “轻松控 Pro”减缓近视度数增长有效率达 68%, 延缓眼轴增长达 56%;

品牌建设来看: 签约刘昊然, 应邀成为中国航天事业合作伙伴, 品牌建设日见成效。今年将继续通过核心电视台投放广告加强宣传、寒暑假旺季整合营销、自媒体平台科普和营销、与权威媒体及国内知名眼科专家开展爱眼护眼主题等方式持续扩大品牌知名度。

渠道建设来看: 零售端渠道能力卓越, 医疗渠道加速。公司合作门店数量达数万家, 八成客户已经开始销售“轻松控”, 未来将快速推动直销客户积极销售并提升合作客户头部门店的销售占有率, 并通过经销客户实现对中小客户的快速覆盖; 医疗渠道作为近视管理产品销售的重要战场, 公司已于 2022 年基本完成专门团队的组建, 计划对一些大中型、连锁型的医疗渠道进行定点定向的开发, 已初见成效; 也将通过跨界合作伙伴加快公司进入更多的大型、连锁型医疗渠道。

投资建议: 离焦镜行业仍处快速成长期, 公司作为头部国产镜片厂商具备品牌及产品力, 市占率有望加速提升。我们预计公司 23-25 年营收分别为 7.9、9.52、11.07 亿元, 归母净利润分别为 1.62、2.09、2.56 亿元, 对应 2023 年 4 月 19 日收盘价 PE 分别为 47.36、36.72、29.92 倍, 维持“买入”评级。

风险因素: 新产品放量不及预期, 政策风险, 市场竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	576	623	790	952	1,107
增长率 YoY %	6.6%	8.3%	26.8%	20.5%	16.2%
归属母公司净利润 (百万元)	82	136	162	209	256
增长率 YoY%	17.3%	65.9%	18.9%	29.0%	22.7%
毛利率%	54.7%	54.0%	57.7%	59.5%	60.8%
净资产收益率ROE%	5.8%	9.3%	9.9%	11.3%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.61	1.01	1.21	1.55	1.91
市盈率 P/E(倍)	93.42	56.32	47.36	36.72	29.92
市净率 P/B(倍)	5.46	5.22	4.70	4.17	3.66

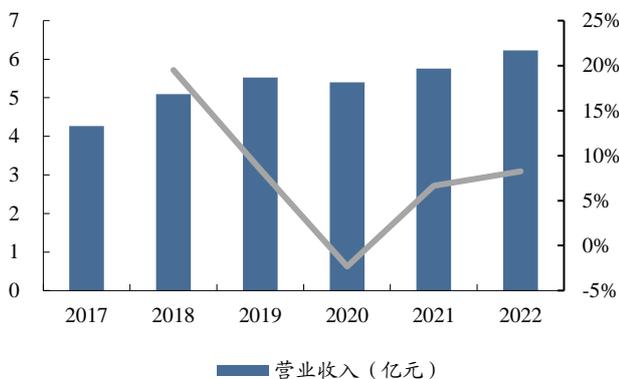
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月19日收盘价

一、公司披露 2022 年年报，疫情下盈利能力持续提升，看好 23 年离焦镜快速放量

1) 2022 年全年实现营收 6.23 亿元，同比增长+8.25%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长+65.89%，归母净利率 21.86%，同比增长 7.59pct；实现扣非后归母净利润 0.93 亿元，同比增长 24.45%；

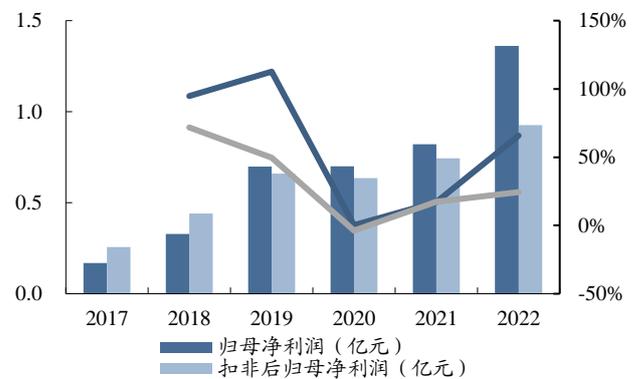
2) 22Q4 实现营收 1.68 亿元，同比增长 1.62%，环比下滑 0.003%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比增长 78.44%，环比增长 39.90%，归母净利率 29.08%；实现扣非后归母净利润 0.27 亿元，同比增长 26.71%，环比下滑 1.22%。

图1：公司 2017-2022 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图2：公司 2017-2022 年归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）

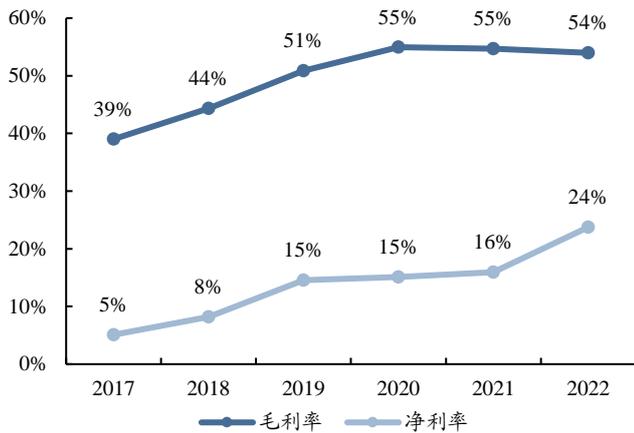


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

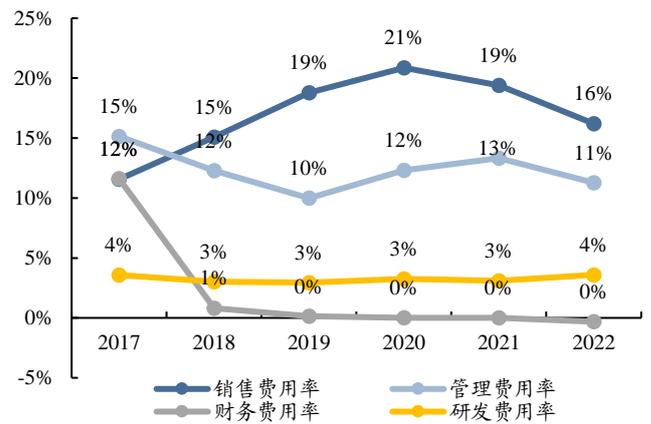
3) 毛利端来看，22 年公司实现销售毛利率 53.97%，同比下滑 0.72pct，22Q4 销售毛利率 53.40%，同比增长 3.4pct，环比下滑 2pct；

4) 费用端来看，22 年销售费用 1.01 亿，同比下滑 9.54%，销售费率 16.20%，同比下滑 3.19pct；管理费用 0.70 亿，同比下滑 8.31%，管理费率 11.28%，同比下滑 2.04pct；研发费用 0.22 亿，同比增长 25.21%，研发费率 3.59%，同比增长 0.49pct；财务费率-0.32%，同比下滑 0.33pct；

5) 利润端来看，22 年销售净利率 23.76%，同比增长 7.83pct，22Q4 销售净利率 23.76%，同比增长 7.8pct，环比增长 2.7pct。

图3：公司 2017-2022 年毛利率、净利率情况 (%)


资料来源：同花顺，信达证券研发中心

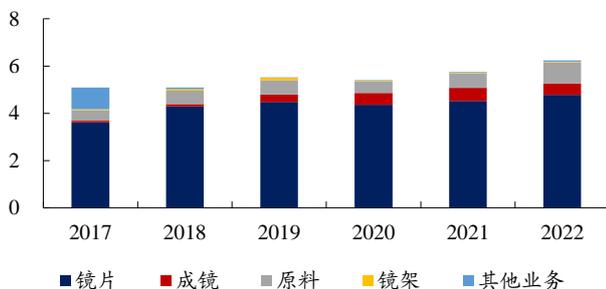
图4：公司 2017-2022 年各项期间费用率情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

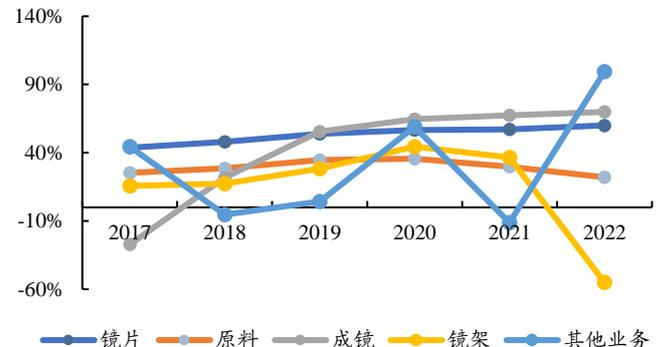
二、数据拆分

2.1、分产品拆分：疫情期间近视管理镜片轻松控系列产品实现持续热销，原料业务收入大幅提升

- 1) 镜片：**疫情期间近视管理镜片轻松控系列产品实现持续热销，1.71、双重防蓝光、PMC 超亮系列等明星产品销售稳步提升，镜片实现营收 4.78 亿元/+5.63%，毛利率 60.04%/+2.97pct，其中“轻松控”系列销售额为 7,857.04 万元/+170.56%；
- 2) 原料：**疫情下海外原料供给紧张，原料业务收入大幅提升，实现营收 0.89 亿元/+44.93%，毛利率 22.03%/-7.65pct；
- 3) 成镜：**成镜实现收入 0.49 亿/-12.63%；
- 4) 镜架：**镜架实现营收 0.03 亿元/-8.05%。

图5：公司分产品销售收入 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：公司分产品毛利率 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2、分渠道拆分：公司直销客户 3,145 家、“明月”品牌经销客户 35 家，数量保持稳定

- 1) **直销业务**: 2022 年实现收入 3.95 亿元/+14.21%，实现毛利率 46.69%/-2.83pct;
- 2) **经销业务**: 2022 年公司经销业务实现营收 1.78 亿元/+1.96%，实现毛利率 63.83%/+5.81pct;
- 3) **直销电商业务**: 2022 年实现营收 0.48 亿元/-9.03%;
- 4) **直营门店业务**: 2022 年实现营收 0.02 亿元/-13.39%。

图7: 明月镜片分渠道财务数据情况 (亿元)

	营业收入			毛利率		
	2021年	2022年	YoY	2021年	2022年	YoY
经销	1.75	1.78	1.96%	58.02%	63.83%	5.81%
直销	3.46	3.95	14.21%	49.52%	46.69%	-2.83%
直销电商	0.53	0.48	-9.03%			
直营门店	0.02	0.02	-13.39%			

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

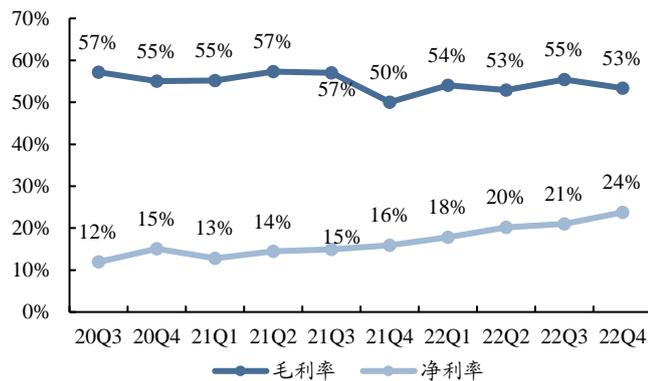
2.3、分季度拆分: 疫情下 Q4 营收同比实现小幅增长

- 1) 22Q4 公司实现营收 1.68 亿元, 同比增加 1.62%, 环比下滑 0.003%; 22Q4 实现归母净利润 0.49 亿元, 同比增长 78.44%, 环比增长 39.90%。
- 2) 毛利端: 22Q4 公司实现销售毛利率 53.40%, 同比增长 3.4pct, 环比下滑 2.0pct;
- 3) 费用端: 22Q4 公司实现销售净利率 23.76%, 同比增长 7.8pct, 环比增长 2.7pct; 22Q4 销售费用 0.28 亿元/+21.74%, 销售费率 16.85%/+2.78pct; 22Q4 管理费用 0.14 亿元/-38.68%, 管理费率 8.13%/-5.35pct; 22Q4 研发费用 0.07 亿元/+60.33%, 研发费率 4.32%/+1.58pct; 22Q4 财务费用-0.005 亿元, 财务费率-0.27%/-0.17pct;
- 4) 净利端: 22Q4 公司实现销售净利率 23.76%, 同比增长 7.8pct, 环比增长 2.7pct。

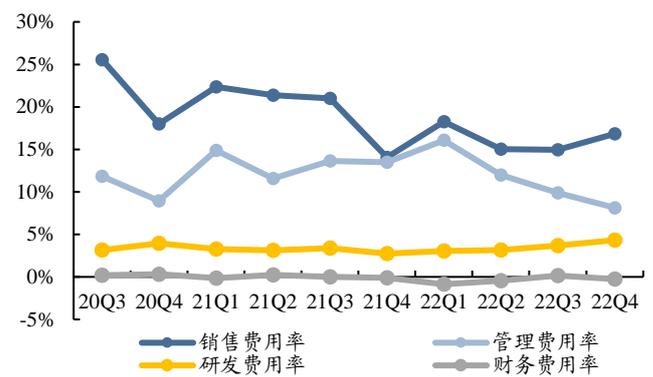
图8：明月镜片分季度财务数据情况（亿元）

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
营业收入（亿元）	1.26	1.66	1.20	1.52	1.38	1.66	1.36	1.50	1.68	1.68
YoY					9.22%	-0.44%	13.26%	-0.93%	21.93%	1.62%
QoQ		31.63%	-27.73%	26.08%	-8.94%	19.98%	-17.78%	10.27%	12.08%	-0.003%
归母净利润（亿元）	0.16	0.33	0.13	0.21	0.21	0.27	0.22	0.30	0.35	0.49
YoY					29.93%	-16.03%	70.01%	42.60%	70.47%	78.44%
QoQ		106.80%	-60.19%	62.40%	-2.82%	33.65%	-19.40%	36.22%	16.17%	39.90%
扣非后归母净利润（亿元）	0.14	0.28	0.13	0.20	0.20	0.21	0.17	0.22	0.27	0.27
YoY					36.60%	-24.60%	30.56%	5.60%	37.54%	26.71%
QoQ		94.26%	-52.93%	55.36%	-3.85%	7.23%	-18.48%	25.65%	25.23%	-1.22%
归母净利率	12.50%	19.64%	10.82%	13.93%	14.87%	16.56%	16.24%	20.06%	20.79%	29.08%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图9：公司分季度毛利率及净利率情况（%）


资料来源：同花顺，信达证券研发中心

图10：公司分季度费用率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、投资建议

离焦镜行业仍处快速成长期，公司作为头部国产镜片厂商具备品牌及产品力，市占率有望加速提升。我们预计公司 23-25 年营收分别为 7.9、9.52、11.07 亿元，归母净利润分别为 1.62、2.09、2.56 亿元，对应 2023 年 4 月 19 日收盘价 PE 分别为 47.36、36.72、29.92 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1) 新产品放量不及预期；
- 2) 政策风险；
- 3) 市场竞争加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,379	1,366	1,534	1,764	2,059
货币资金	997	934	1,061	1,248	1,493
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	110	113	126	134	157
预付账款	11	17	17	15	15
存货	110	90	91	102	103
其他	152	212	239	264	291
非流动资产	216	294	328	341	351
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	143	147	142	134	126
无形资产	43	41	47	50	53
其他	31	106	139	157	171
资产总计	1,595	1,660	1,862	2,105	2,410
流动负债	146	136	163	179	205
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	68	77	95	102	120
其他	78	60	68	77	85
非流动负债	4	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	11	11	11	11
负债合计	150	148	175	190	216
少数股东权益	41	43	57	75	97
归属母公司股东权益	1,404	1,469	1,631	1,840	2,096
负债和股东权益	1,595	1,660	1,862	2,105	2,410

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	576	623	790	952	1,107
同比(%)	6.6%	8.3%	26.8%	20.5%	16.2%
归属母公司净利润	82	136	162	209	256
同比(%)	17.3%	65.9%	18.9%	29.0%	22.7%
毛利率(%)	54.7%	54.0%	57.7%	59.5%	60.8%
ROE%	5.8%	9.3%	9.9%	11.3%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.61	1.01	1.21	1.55	1.91
P/E	93.42	56.32	47.36	36.72	29.92
P/B	5.46	5.22	4.70	4.17	3.66
EV/EBITDA	43.88	44.82	27.62	21.44	17.16

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	576	623	790	952	1,107
营业成本	261	287	334	386	434
营业税金及附加	6	6	7	8	10
销售费用	112	101	136	167	196
管理费用	77	70	93	109	122
研发费用	18	22	25	29	33
财务费用	0	-2	-4	-5	-6
减值损失合计	-6	-7	-5	-6	-6
投资净收益	3	16	4	5	6
其他	9	12	2	3	4
营业利润	108	160	199	261	321
营业外收支	-1	5	3	3	3
利润总额	107	164	202	264	324
所得税	16	16	26	37	45
净利润	92	148	176	227	279
少数股东损益	10	12	14	18	22
归属母公司净利润	82	136	162	209	256
EBITDA	144	168	240	300	360
EPS(当年)(元)	0.81	1.01	1.21	1.55	1.91

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	143	147	215	251	307
净利润	92	148	176	227	279
折旧摊销	38	41	39	39	41
财务费用	1	-1	0	0	0
投资损失	-16	-3	-17	-4	-5
营运资金变动	13	-31	-1	-15	-12
其它	2	7	4	5	5
投资活动现金流	-158	-107	-87	-64	-62
资本支出	-32	-77	-51	-34	-36
长期投资	-129	-55	-30	-30	-30
其他	3	26	-6	0	4
筹资活动现金流	806	-105	0	0	0
吸收投资	826	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-5	-81	0	0	0
现金流净增加额	791	-63	127	187	245

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。