

致力于打造高品质的国产镜片领先品牌

核心观点

- **以研发为本、品牌战略持续深化，公司成长为国内领先的综合类镜片生产商。**公司作为中国镜片行业龙头企业，近两年致力于中高端战略转型，2021年转型逐步落地后步入高速增长阶段，2021年前三季度公司实现营收、归母净利润同比增长10%、46%。镜片业务贡献公司主要收入来源，2020年占比达81%；成镜业务受益于电商渠道快速发展，连续三年维持高增长，2020年收入占比已达9%。渠道端，公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，直销、经销收入占比稳定在70%、30%左右。
- **中国镜片行业稳步增长，公司各项业务发展势头向好。**中国镜片市场规模处于稳步增长阶段，2016-2021年中国镜片市场零售额、零售量CAGR分别为4%、2%。与海外成熟市场相比，中国眼镜片人均购买数量、人均支出额相对较低，市场开发潜力较高。公司市场地位处于国产品牌领先地位，2020年镜片销量市占率达11%，位居行业第一。拆分业务来看，近年来公司镜片业务产品结构持续优化、产品均价上行，成镜自有品牌高速发展，原料业务毛利率持续改善，整体发展势头积极向好。
- **原料自产自研、品牌战略深化、渠道持续深耕，公司竞争优势有望稳步提升。**①**原料：**公司已实现部分树脂单体的自产、自研，有效降低公司生产成本、扩大收入规模、增强经营稳定性。依托于原料自研能力，公司从原料端即开始构建产品的竞争壁垒，为公司以1.71系列为代表的差异化产品研发提供特定的原料基础及壁垒优势。②**产品定位：**通过高举高打、多维度的品牌宣传，“明月镜片”品牌知名度持续提升，在众多国产品牌中位列首位，产品价格与其他国产品牌相比享有一定品牌溢价，与外资品牌相比则存在较大提升空间，差异化价格定位逐步形成。③**渠道：**经过多年渠道建设，公司线下渠道网络已具备一定深度、广度，覆盖超万家终端门店，主要集中在二三四线城市；同时公司电商渠道蓬勃发展，贡献收入新增量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为0.97亿元、1.34亿元、1.67亿元，对应的EPS分别为0.73、1.00、1.24元。考虑到公司作为国产镜片龙头企业，中高端品牌战略持续深化，1.71系列、轻松控等差异化产品发展势头向好，产品提价空间广、动力足，未来增长确定性较强，我们采用DCF绝对估值法对公司进行估值，给予公司DCF目标估值58.40元，首次给予“增持”评级。

风险提示

- 镜片新品推广程度不及预期；镜片毛利率提升幅度不及预期；行业竞争加剧的风险；假设条件变化影响测算结果

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	552.50	539.68	626.65	764.51	903.21
同比增长(%)	8.5%	-2.3%	16.1%	22.0%	18.1%
营业利润(百万元)	97.15	94.88	128.15	171.57	211.24
同比增长(%)	78.9%	-2.3%	35.1%	33.9%	23.1%
归属母公司净利润(百万元)	69.85	70.00	97.46	133.69	166.69
同比增长(%)	112.6%	0.2%	39.2%	37.2%	24.7%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.73	1.00	1.24
毛利率(%)	50.9%	55.0%	57.3%	59.2%	60.6%
净利率(%)	12.6%	13.0%	15.6%	17.5%	18.5%
净资产收益率(%)	19.0%	14.3%	10.0%	9.0%	10.2%
市盈率	98.0	97.7	70.2	51.2	41.0
市净率	15.1	13.0	4.8	4.4	4.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

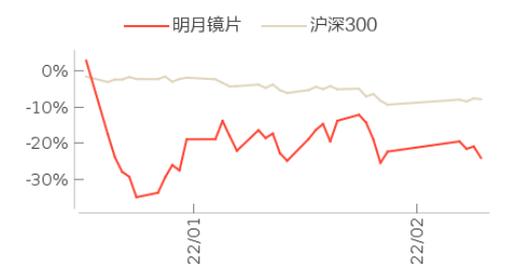
投资评级

增持(首次)

股价(2022年02月10日)	50.93元
目标价格	58.40元
52周最高价/最低价	78.04/43元
总股本/流通A股(万股)	13,434/2,963
A股市值(百万元)	6,842
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2022年02月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.23	-9.17		
相对表现	-6.94	-14.13		
沪深300	4.71	4.96	-0.29	-17.03



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020001
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520080001

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

目录

1 以研发为本、品牌战略持续深化，公司成长为国内领先镜片生产商	5
1.1 公司收入、利润稳健增长，战略转型落地后有望步入高速增长期	5
1.2 盈利能力持续增强，公司 ROE 中枢整体上行	7
1.3 公司股权结构集中、稳定，决策能力强	10
2 中国镜片行业稳步增长，公司各项业务发展势头向好	11
2.1 中国镜片市场未来提升空间广阔，行业集中度仍有提升空间	11
2.2 镜片：中高折射率产品系列、功能片镜片占比提升，产品结构持续优化升级	14
2.3 成镜：自有品牌“京野”系列收入快速增长，毛利率稳步上行	16
2.4 镜片原料：积极向上游延伸，促进镜片业务与镜片原料业务协同	17
3 原料自产自研、品牌战略深化、渠道持续深耕，公司竞争优势有望稳步提升	18
3.1 原料：原料自产、自研提升公司盈利能力、构建差异化竞争优势	18
3.2 产品定位：中高端品牌战略持续深化，公司差异化市场定位逐步形成	20
3.3 渠道：线下渠道持续深耕，电商渠道蓬勃发展	21
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1: 以研发为本、品牌战略持续深化, 公司成长为国内领先镜片生产商	5
图 2: 2021 年前三季度公司实现营业收入 4.10 亿元, 同比增长 9.81%	5
图 3: 2021 年前三季度公司实现归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 46.41%	5
图 4: 镜片业务构成公司主要收入、毛利润来源, 2020 年占比分别达 81%、82%	6
图 5: 公司成镜业务连续 3 年维持高增长	6
图 6: 渠道端, 公司采取直销、经销相结合的销售模式	6
图 7: 直销是公司最主要的销售模式, 收入占比稳定在 70%	7
图 8: 公司主营业务收入中, 直销、经销、代销占比分别为 69%、31%、1% (以 2020 年为例)	7
图 9: 公司 ROE 高于依视路, 低于视科新材与康耐特	7
图 10: 公司毛利率逐年上行, 仅略低于依视路	8
图 11: 公司归母净利率逐年提升, 仅低于视科新材	8
图 12: 公司期间费用率低于依视路, 高于视科新材与康耐特	8
图 13: 公司销售费用率逐年提升, 仅低于依视路	8
图 14: 公司管理费用率与可比公司较为接近	9
图 15: 公司研发费用率略低于可比公司	9
图 16: 公司总资产周转率略高于其他可比公司	9
图 17: 公司存货周转率整体低于依视路、康耐特	9
图 18: 公司资产负债率稳中有降, 低于可比公司	10
图 19: 公司杠杆率稳中有降, 低于可比公司	10
图 20: 公司股权结构集中、稳定, 决策能力强 (截至 2021 年 12 月 16 日发行后)	10
图 21: 镜片上游原材料树脂单体基本由海外厂商生产, 国内企业原料进口依赖度较高	11
图 22: 2020 年中国眼镜片零售额中, 以眼镜店为主的线下渠道占比约 88%	12
图 23: 中国眼镜市场规模增长平稳, 2016-2021 年年均复合增长率达 4%	12
图 24: 2020 年国内眼镜市场按营业额划分产品构成, 镜片、光学镜架分别占 38%、36%	12
图 25: 2021 年中国眼镜镜片市场零售额达 314 亿元, 近 5 年 CAGR 达 4%	13
图 26: 2021 年中国眼镜镜片市场销量达 2.66 亿片, 近 5 年 CARG 达 2%	13
图 27: 中国人均眼镜片购买数量远低于国外市场	13
图 28: 中国眼镜片人均支出额远低于国外市场	13
图 29: 据 Euromonitor 统计, 2020 年明月镜片市占率达 11%, 位居市场第一 (零售量口径)	14
图 30: 据艾瑞咨询统计, 2020 年明月镜片销售额市占率达 6%	14
图 31: 高折射率镜片产品收入占比稳步提升, 2020 年达 27%	14
图 32: 公司折射率 1.56、1.60 系列镜片收入中, 功能片占比稳步提升	14
图 33: 中高折射率产品单价远高于其他系列产品单价	15

图 34: 公司折射率 1.56、1.60 系列镜片中, 功能片单价均高于常规片	15
图 35: 自有品牌镜片产品价格不断提升, 非自有品牌产品价格基本维稳	15
图 36: 公司自有品牌镜片收入占比不断提升	15
图 37: 公司自主品牌镜片全系列产品价格均逐年上升	16
图 38: 公司各系列镜片产品毛利率均不断上升	16
图 39: 公司成镜业务中, 自有品牌“京野”系列收入快速增长, 自有品牌“炫晶佩迪”系列、成镜贴牌收入收缩	16
图 40: 公司成镜业务收入中, 自有品牌“京野”系列、成镜贴牌占比分别达 82%、15% (以 2020 年为例)	16
图 41: 自有品牌“京野”系列收入占比快速提升, 带动公司成镜业务毛利率上行	17
图 42: 公司原料业务收入以自产 1.56、1.60 折射率树脂单体为主	18
图 43: 依托于原料产品提价顺利落地, 公司原料业务毛利率稳步提升	18
图 44: 公司目前已实现部分镜片预聚物自产、自研	18
图 45: 公司树脂单体自给率稳定在 70%左右	18
图 46: 使用自产树脂的镜片直接材料成本占比低于使用进口树脂的镜片 (以 2020 年为例)	19
图 47: 公司自产原料收入规模稳步扩张	19
图 48: 1.71 系列产品营收增速较快, 高于公司其他镜片产品	20
图 49: 1.71 系列产品毛利率始终高于公司其他镜片产品, 带动镜片业务毛利率稳步提升	20
图 50: 公司广告费用投放力度不断加大, 广告费占收入比重已超过 8%	20
图 51: 公司品牌认知度位列国产品牌首位, 仅低于两大外资品牌	20
图 52: 参考淘系平台零售价, 公司镜片均价高于其他国产品牌、具备品牌溢价, 与外资品牌相比仍有较大提升空间	21
图 53: 公司线下合作门店已覆盖中国大陆 31 个省级行政区	21
图 54: 公司线下合作门店集中在二三四线城市	21
图 55: 公司眼视光产品线下直销收入中, 终端眼镜门店、眼镜连锁企业等客户贡献主要来源 (2020 年)	22
图 56: 直销模式下, 终端眼镜门店平均单个客户的收入贡献值不足 5 万元/年	22
图 57: 公司电商渠道收入迅速增长, 2020 年占公司收入比重约 8%	22
图 58: 电商渠道以销售成镜产品为主, 成镜业务贡献电商收入比重约 90% (以 2020 年为例)	22
表 1: 公司 1.71 系列产品性能出众, 性价比高	19
表 2: 我们给予公司 DCF 目标估值 58.40 元	24

1 以研发为本、品牌战略持续深化，公司成长为国内领先镜片生产商

1.1 公司收入、利润稳健增长，战略转型落地后有望步入高速增长长期

以研发为本、品牌战略持续深化，公司成长为国内领先镜片生产商。公司前身江苏明月光电科技有限公司成立于2002年，成立以来始终以研发为本，先后自主研发KR超韧镜片、1.71折射率镜片，联合中国工程院庄松林院士团队共同推出近视防控镜片“轻松控”，同时实现部分生产原料自产、自研。近年来公司开始推进自主品牌战略，深耕渠道建设，依托于原有产品力积淀，公司迅速成长为国内领先的综合类眼镜镜片生产商。目前公司已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、镜架等眼视光产品的研发、设计、生产和销售。2021年12月，公司正式于创业板上市。

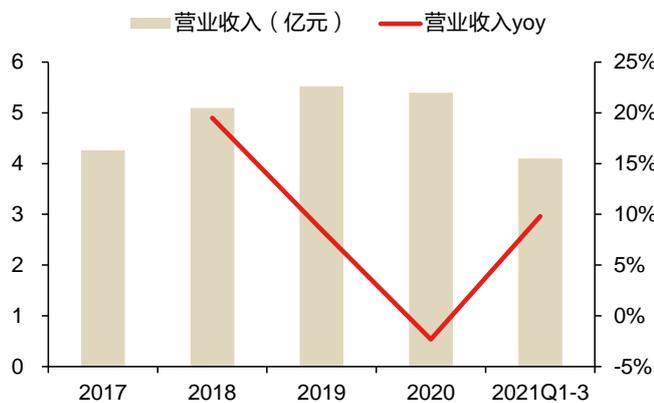
图 1：以研发为本、品牌战略持续深化，公司成长为国内领先镜片生产商



资料来源：公司官网，东方证券研究所

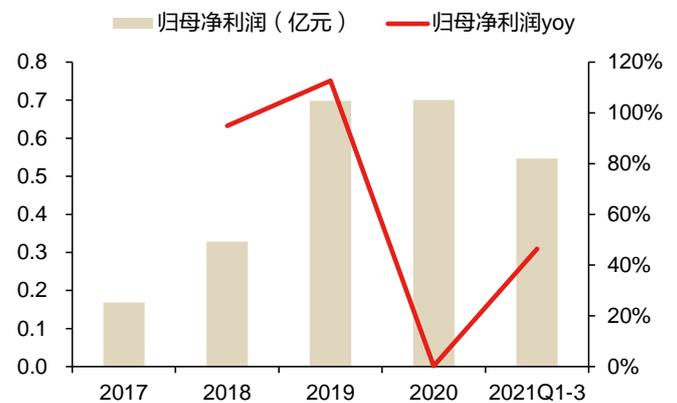
战略调整造成短期阵痛，转型落地迎来高速增长。参考 Euromonitor 统计数据，2020 年在疫情影响下，中国镜片行业零售额同比下滑约 8%；同期公司致力于中高端战略转型，主动调整产品结构，逐步退出低端市场，在这一背景下，公司 2020 年实现营业收入 5.40 亿元，同比下降 2.32%；同期实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 0.23%。2021 年公司战略转型基本落地，步入高速增长阶段，2021 年前三季度公司分别实现营收、归母净利润 4.10 亿元、0.55 亿元，同比增长 9.81%、46.41%。

图 2：2021 年前三季度公司实现营业收入 4.10 亿元，同比增长 9.81%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2021 年前三季度公司实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 46.41%

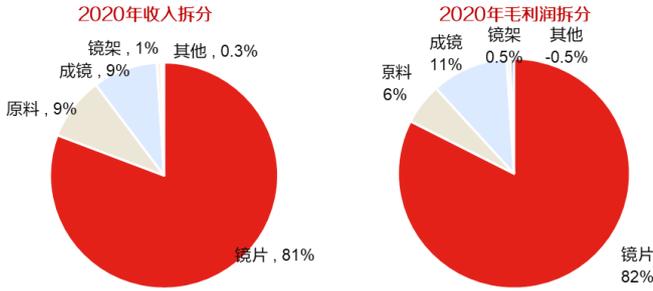


资料来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

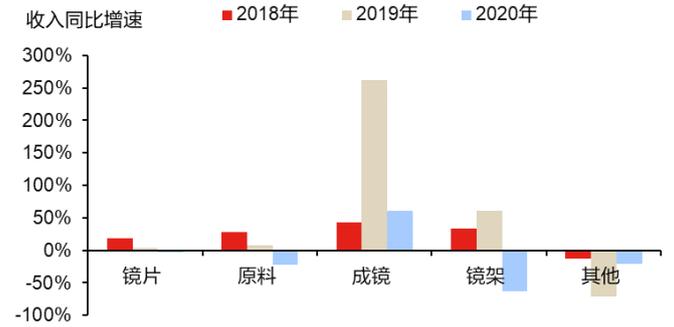
镜片业务贡献公司主要收入来源，成镜业务快速增长。分业务来看，镜片是公司的核心业务，贡献公司主要收入、利润来源，2020年收入、毛利润占比分别达81%、82%；其次为原料、成镜、镜架等业务，2020年收入占比分别达9%、9%、1%。公司成镜业务受益于电商渠道自主品牌收入快速增长红利，过去3年营收增速始终维持高位，收入占比由2017年的1%快速提升至9%。

图4：镜片业务构成公司主要收入、毛利润来源，2020年占比分别达81%、82%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

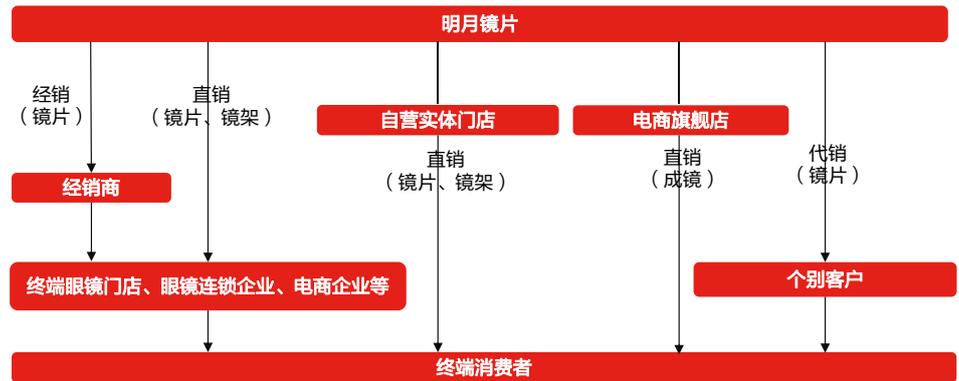
图5：公司成镜业务连续3年维持高增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

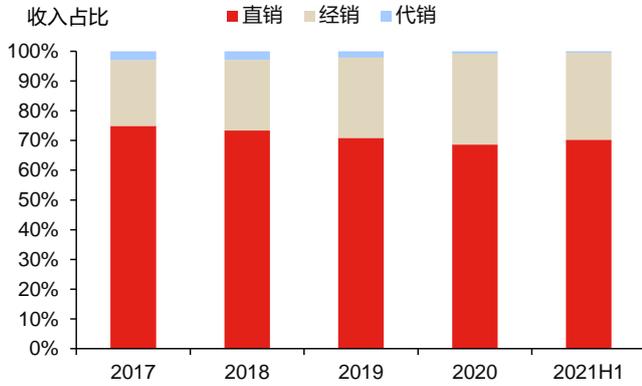
公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，2017年以来直销、经销收入占比分别约70%、30%。公司作为镜片生产企业，处于行业中游，销售模式上采取直销、经销相结合的销售模式，同时还有少量产品通过代销渠道出货。除镜片业务三种销售渠道均有涉及外，镜片原料、成镜以及镜架业务均仅采取直销模式。直销是公司最主要的销售模式，经销作为渠道的补充，协助覆盖直销网络尚未触及的市场，2020年公司主营业务收入中，直销、经销、代销占比分别为69%、31%、1%。

图6：渠道端，公司采取直销、经销相结合的销售模式



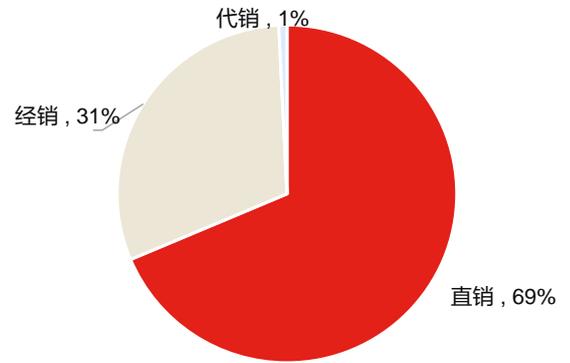
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：直销是公司最主要的销售模式，收入占比稳定在 70%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司主营业务收入中，直销、经销、代销占比分别为 69%、31%、1%（以 2020 年为例）

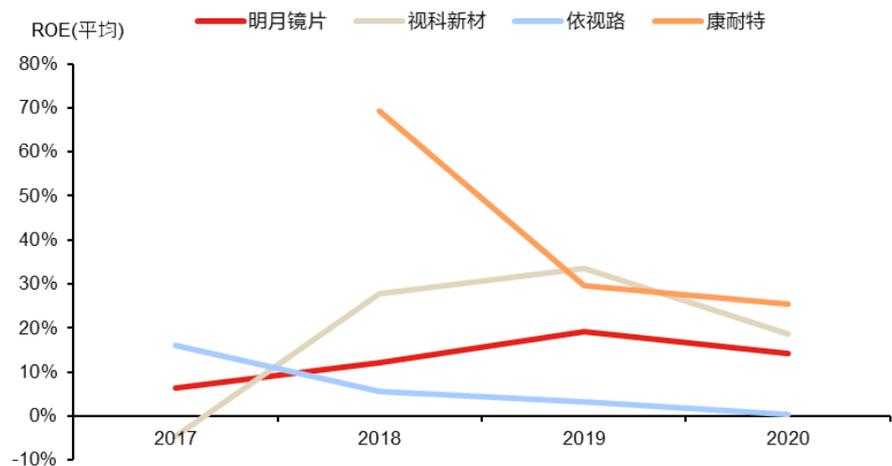


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 盈利能力持续增强，公司 ROE 中枢整体上行

公司盈利能力不断增强，ROE 水平高于依视路、低于视科新材与康耐特。伴随自有品牌战略不断深化，产品结构持续优化升级，公司盈利能力稳步提升，推动 ROE 中枢整体上行，2020 年明月镜片 ROE（平均）实现 14.27%，较 2017 年提升 7.88pct。横向对比来看，公司 ROE 水平高于海外成熟企业依视路陆逊梯卡（后文中将简称为“依视路”），低于康耐特、视科新材等以镜片 OEM/ODM 为主的国内同行，主要系公司以自有品牌直销业务为主，销售费用相对较高，同时公司资产结构不断优化，权益乘数相对较低。

图 9：公司 ROE 高于依视路，低于视科新材与康耐特



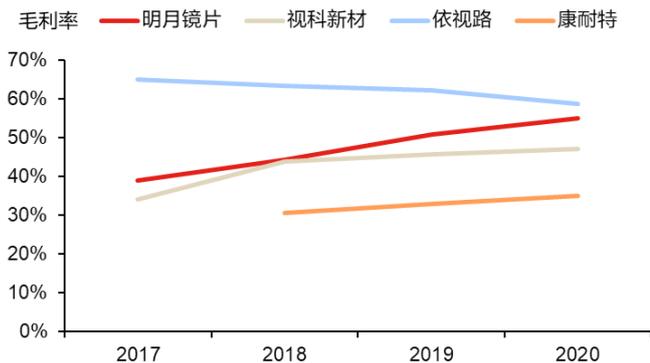
注：视科新材 2020 年数据未披露，此处采用的是 2020 年 1-6 月数据，其 ROE 口径实为 ROE（年化）口径

注：此处可比公司为依视路陆逊梯卡，2017-2018 年为依视路财务数据，2019-2020 年为依视路、陆逊梯卡合并报表财务数据，后文中将简称为“依视路”，下同

资料来源：公司公告，东方证券研究所

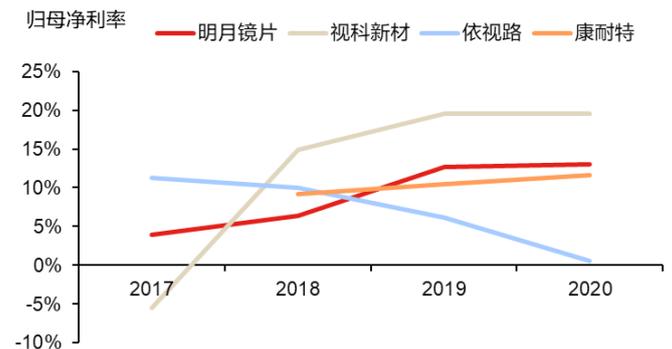
差异化品牌战略推动公司产品结构优化，盈利能力稳步提升。公司以自有品牌业务为主，随着品牌认可度不断提升，以及公司积极聚焦中高折射率系列、功能片等具备差异化竞争优势的镜片品类，公司盈利能力快速提升，2020 年实现毛利率 54.95%，显著高于国内可比公司，仅略低于国际知名视光企业依视路（58.74%），主要由双方的行业地位及发展阶段所致，但公司与依视路毛利率之间的差异正稳步收窄。2020 年公司实现归母净利率为 12.97%，整体高于依视路、康耐特，略低于以贴牌业务、经销渠道为主的视科新材。

图 10：公司毛利率逐年上行，仅略低于依视路



注：视科新材 2020 年数据未披露，此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源：公司公告，东方证券研究所

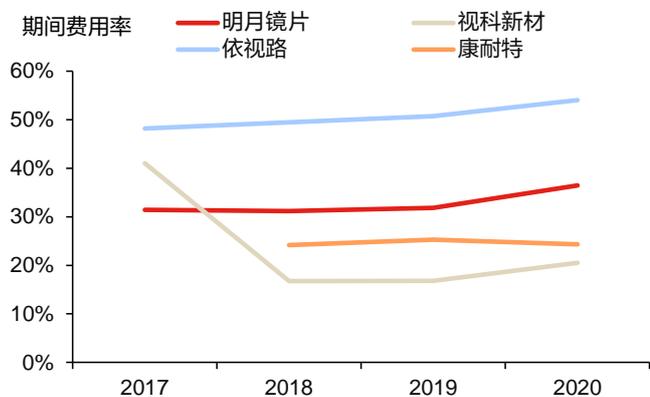
图 11：公司归母净利率逐年提升，仅低于视科新材



注：视科新材 2020 年数据未披露，此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源：公司公告，东方证券研究所

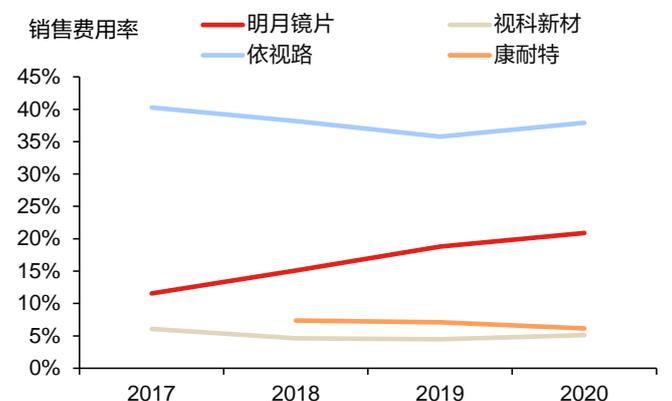
公司正处于大力发展自主品牌的阶段，整体费用率高于国内可比公司，但仍低于依视路。与国内同行相比，公司着力于发展自主品牌，为提升“明月镜片”品牌影响力，公司采取“高举高打”的费用投放策略，在线下体验店建设、广告投放、聘请代言人等方面加大投入，导致销售费用率快速攀升，2020 年公司销售费用率为 20.87%，较 2017 年提升 9.31pct。横向对比来看，公司销售费用率高于国内可比公司视科新材与康耐特，但较依视路仍有一定差距（依视路销售费用率稳定在 36%-40%）。2020 年公司管理费用率为 12.31%，与可比公司较为接近；同期公司研发费用率为 3.27%，略低于可比公司。总体来看，2020 年公司期间费用率为 36.44%，高于国内可比公司视科新材（20.51%）、康耐特（24.34%），低于国际大型视光企业依视路（54.04%），品牌战略推进下公司销售费用投入加大，推动公司费用率稳步提升。

图 12：公司期间费用率低于依视路，高于视科新材与康耐特



注：视科新材 2020 年数据未披露，此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源：公司公告，东方证券研究所

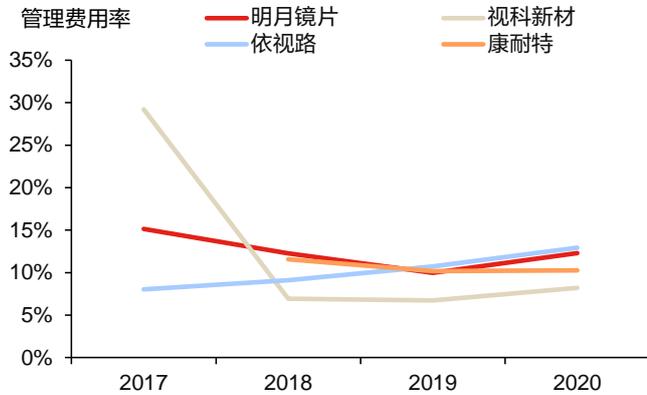
图 13：公司销售费用率逐年提升，仅低于依视路



注：视科新材 2020 年数据未披露，此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源：公司公告，东方证券研究所

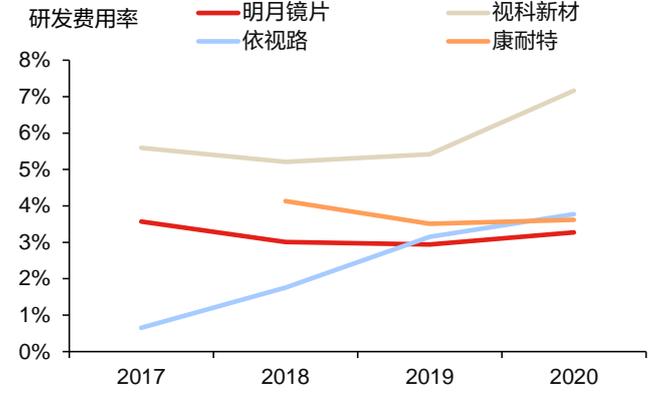
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 14: 公司管理费用率与可比公司较为接近



注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

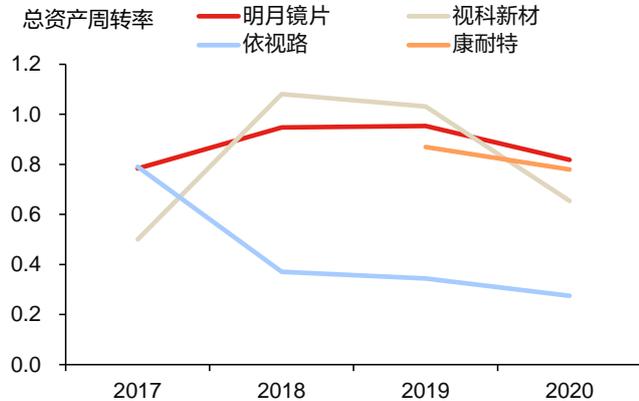
图 15: 公司研发费用率略低于可比公司



注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

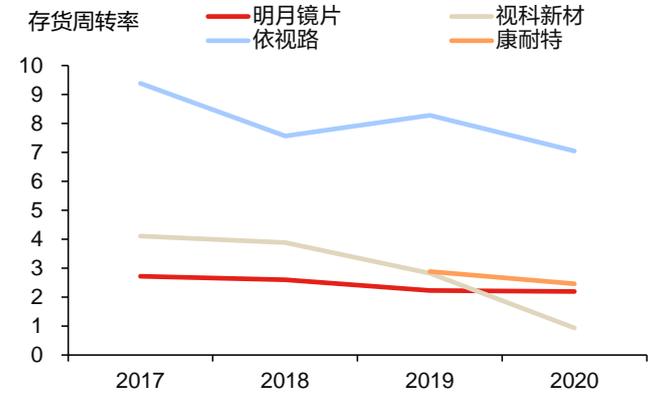
公司资产周转效率相对较高, 存货周转效率仍有提升空间。公司 2020 年总资产周转率为 0.82, 受疫情影响同比下降 0.14, 但仍略高于其他可比公司。公司存货周转率相对稳定, 2020 年公司存货周转率为 2.19, 低于依视路、康耐特, 主要系康耐特以代工业务为主, 库存管理能力相比依视路仍有提升空间。

图 16: 公司总资产周转率略高于其他可比公司



注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

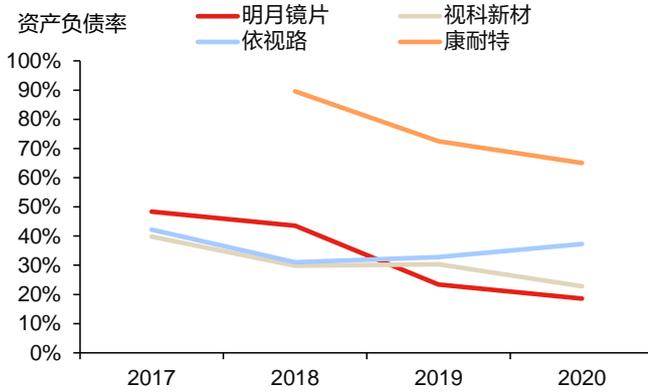
图 17: 公司存货周转率整体低于依视路、康耐特



注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

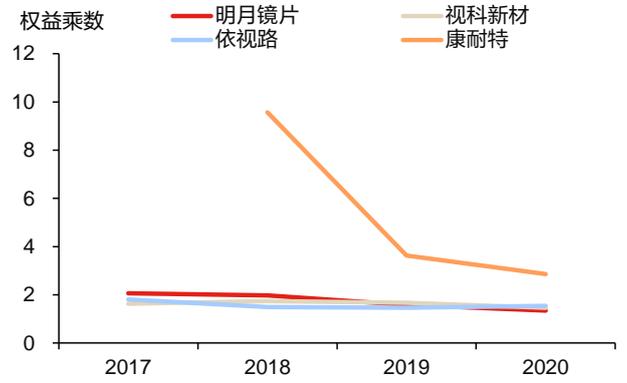
公司偿债能力稳步提升, 资产负债率、杠杆乘数逐年下降, 目前整体低于其他可比公司。2017 年和 2018 年由于融资渠道有限, 公司采取了银行贷款等外部融资行为, 导致公司资产负债率高于可比公司; 公司于 2019 年引入投资者并偿还短期借款, 使得资产负债率显著降低, 2020 年公司偿债能力进一步优化, 2020 年资产负债率达 18.60%, 低于可比公司。2017 年以来公司权益乘数稳步下降, 2020 年约 1.35, 整体低于可比公司。

图 18: 公司资产负债率稳中有降, 低于可比公司



注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 19: 公司杠杆率稳中有降, 低于可比公司

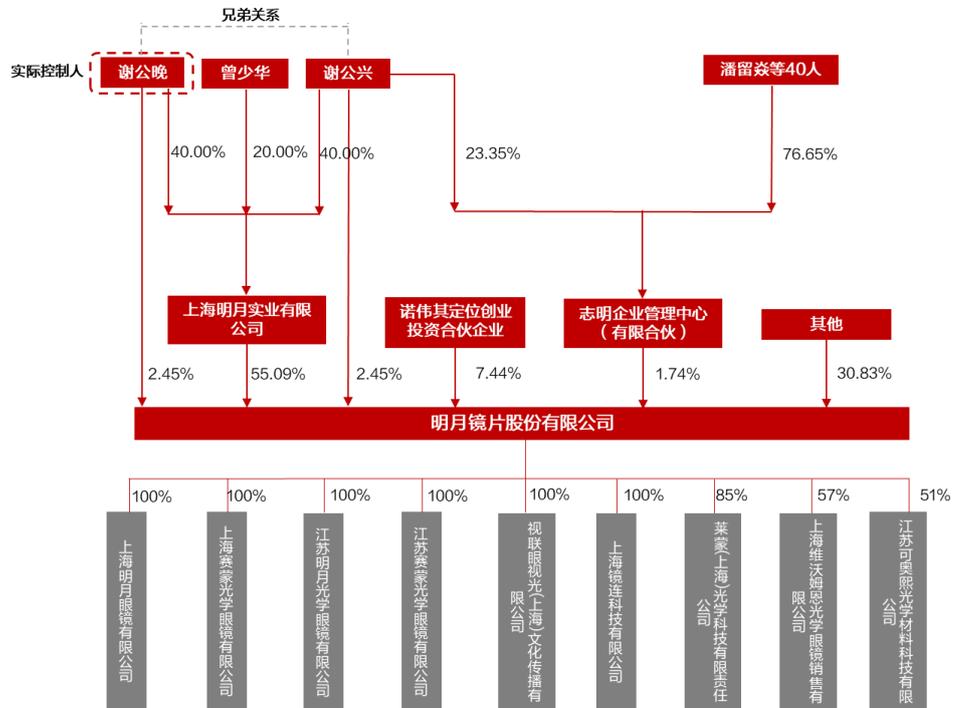


注: 视科新材 2020 年数据未披露, 此处采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

1.3 公司股权结构集中、稳定, 决策能力强

公司股权结构集中、稳定, 决策能力强。截至 2021 年 12 月 16 日公司发行上市后, 公司实际控制人谢公晚、谢公兴和曾少华先生直接、间接持有公司 60.40% 的股份, 其中谢公晚、谢公兴兄弟关系, 曾少华系谢公晚妹妹之配偶。公司股权结构较为集中, 决策能力强, 有利于公司及时响应市场变化。

图 20: 公司股权结构集中、稳定, 决策能力强 (截至 2021 年 12 月 16 日发行后)



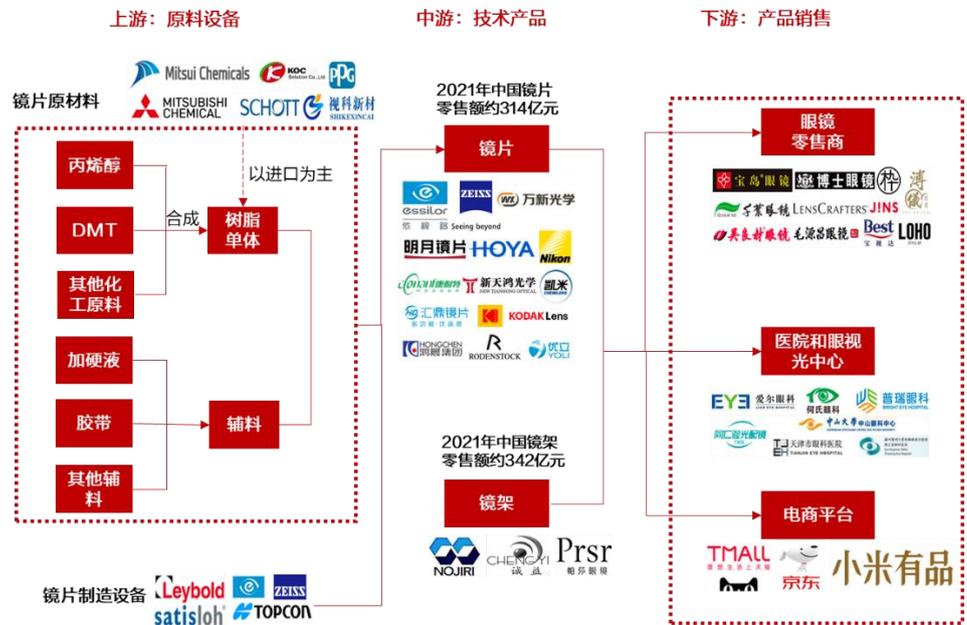
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

2 中国镜片行业稳步增长，公司各项业务发展势头向好

2.1 中国镜片市场未来提升空间广阔，行业集中度仍有提升空间

镜片上游主要原材料是树脂单体，中国镜片生产商原料进口依赖度较高。眼镜由镜片和镜架组成，其中镜片发挥着保护眼睛、矫正视力的重要作用，是眼镜制造行业竞争的核心领域。树脂镜片是目前市场上最普遍的镜片类型，其上游主要原材料是树脂单体，辅料包括加硬液、胶带等；其中，树脂单体的合成是镜片制造的技术难点，制造商可通过丙烯醇、DMT 等化工原料合成，或直接从海外进口，目前国内企业大多依赖从海外直接采购树脂单体，而后进行大规模镜片生产。

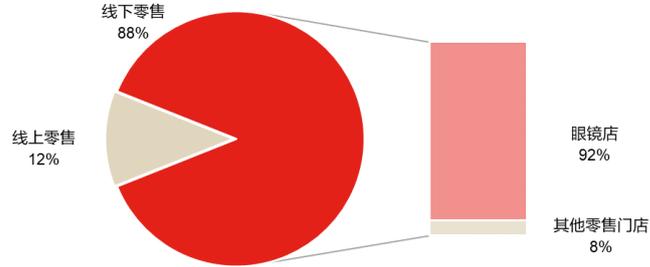
图 21：镜片上游原材料树脂单体基本由海外厂商生产，国内企业原料进口依赖度较高



资料来源：艾瑞咨询，Euromonitor，东方证券研究所

从下游渠道来看，眼镜镜片主要通过线下眼镜店销售，2020 年占销售额比重约 80%。眼镜片销售渠道包括镜片经销商、电商平台、医院和眼视光中心、大型眼镜连锁店、终端眼镜门店等。目前中国眼镜片零售市场主要通过线下门店销售，其中销售占比最高的是眼镜专卖店，依据 Euromonitor 的统计数据，2020 年中国线下眼镜店零售渠道销售额占比约为 81%，主要原因在于验光配镜是眼镜销售不可或缺的环节，眼镜店配备了专业的视光人员提供服务，并且备有多样的镜片、镜框产品以供选择，能满足消费者的一站式购物需求。随着电商平台的发展，企业开始摸索眼镜片线上销售渠道，线上销售由于不受地域限制、无线下经销环节，能为更多地区的消费者提供更实惠的产品，给眼镜行业发展带来新的机遇，据 Euromonitor 的统计数据，2020 年中国眼镜片零售额中线上渠道占比约 12%。

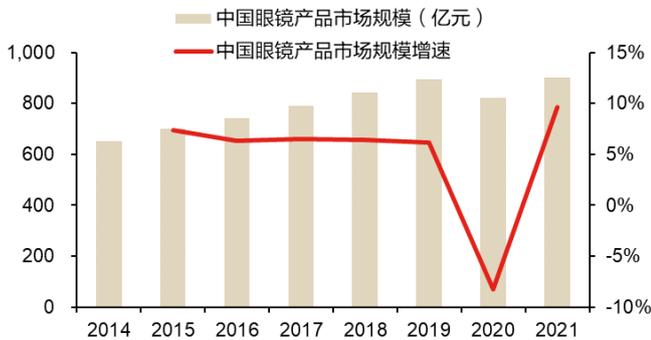
图 22：2020 年中国眼镜片零售额中，以眼镜店为主的线下渠道占比约 88%



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

中国眼镜零售市场规模快速增长，镜片作为其核心部件、销售额占比接近 40%。伴随居民消费水平提升，根据 Euromonitor 的统计，2021 年中国眼镜产品零售市场规模达 900 亿元人民币，2016 年-2021 年年均复合增长率达 4%。眼镜市场产品包括镜片、镜架、太阳镜等，其中销售额占比最高的品类是镜片和光学镜架，根据艾瑞咨询研究院统计的数据，2020 年中国眼镜行业销售额中，镜片、光学镜架占比分别达 38%、36%。

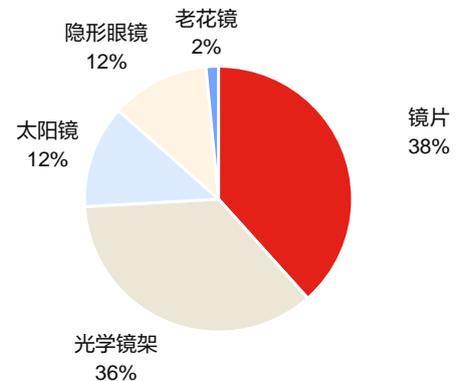
图 23：中国眼镜市场规模增长平稳，2016-2021 年年均复合增长率达 4%



注：此处采用的是 Euromonitor 官网公布的最新统计数据，2019 年增速相比招股书披露口径有所上调，2020 年受疫情影响、增速较招股书同期数据有所下滑

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

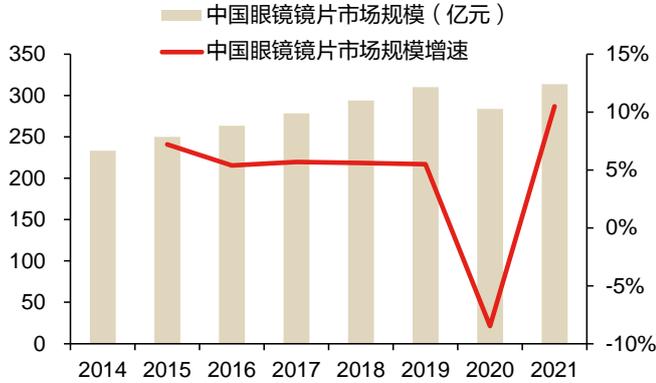
图 24：2020 年国内眼镜市场按营业额划分产品构成，镜片、光学镜架分别占 38%、36%



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

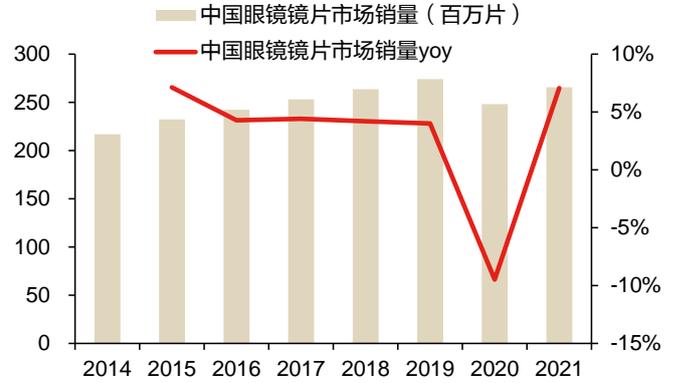
中国眼镜镜片市场规模增长稳健，销售额增速略高于销量增速，产品均价有所提升。随着居民人均可支配收入的提升和视力保护需求的增长，国内镜片市场规模稳步增长，根据 Euromonitor 的统计数据，2021 年中国眼镜镜片市场的零售额达 314 亿元，同比增长 11%（较 2019 年增长 1%），近 5 年（2016-2021 年）CAGR 达 4%；同期中国眼镜镜片市场零售量达 2.66 亿片，同比增长 7%（较 2019 年下滑 3%），近 5 年（2016-2021 年）CAGR 达 2%，销售额增速略高于销量增速，产品均价整体小幅提升。

图 25: 2021 年中国眼镜镜片市场零售额达 314 亿元, 近 5 年 CAGR 达 4%



资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

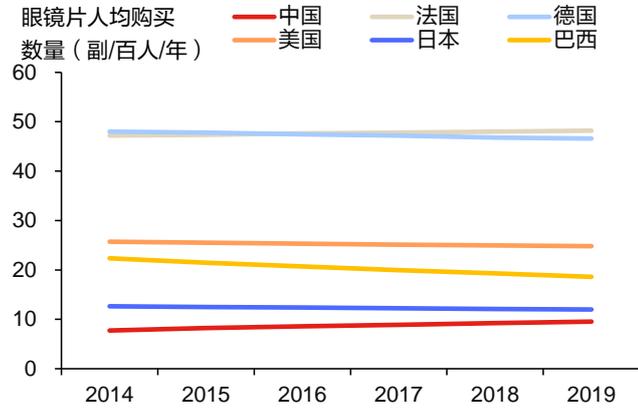
图 26: 2021 年中国眼镜镜片市场销量达 2.66 亿片, 近 5 年 CARG 达 2%



资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

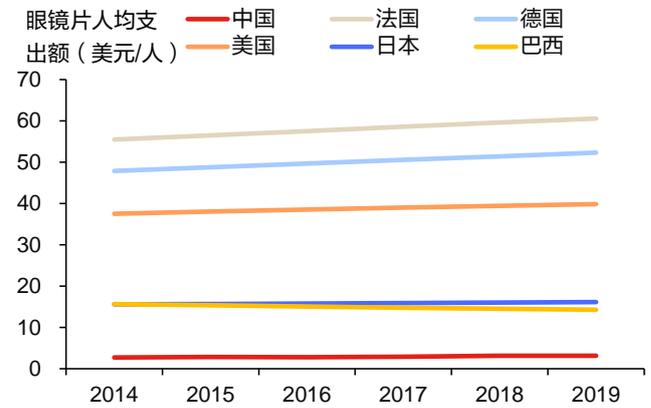
中国眼镜镜片行业仍处于发展阶段, 消费者认知度相对较低、市场开发潜力高。中国眼镜行业起步较晚, 相较国外成熟市场的消费者, 国内消费者对超薄、防蓝光等功能性镜片的了解程度不足, 缺乏“眼镜片也有保质期”的概念, 产品更换周期相对较长 (我们测算中国镜片更换周期约 2-3 年, 美国、德国等在 1 年以内), 导致中国眼镜片人均购买数量、人均支出额都远低于国外成熟市场, 镜片市场未来发展空间较大。

图 27: 中国人均眼镜片购买数量远低于国外市场



资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

图 28: 中国眼镜片人均支出额远低于国外市场

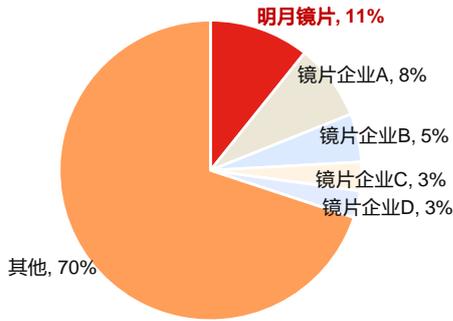


资料来源: Euromonitor, 东方证券研究所

国内眼镜镜片行业集中度较低, 国际龙头企业积极参与国内市场竞争。根据 Euromonitor《中国眼镜片行业白皮书》, 以零售量计, 2020 年明月镜片中国市场占有率为 11%, 连续五年位居行业第一, 行业龙头地位较为稳固。虽然国内品牌产品销量较高, 但是产品单价远低于国外品牌产品, 主要系国内镜片企业自主品牌溢价能力整体低于外资品牌。根据艾瑞咨询的统计, 以销售额计, 2020 年中国镜片市场前两大品牌均为外资企业, 国产品牌万新光学、明月镜片销售额市占率分别为 9%、6%, 位居市场第三、第四。此外中国镜片行业整体较为分散, 2020 年行业销售额 CR3 仅

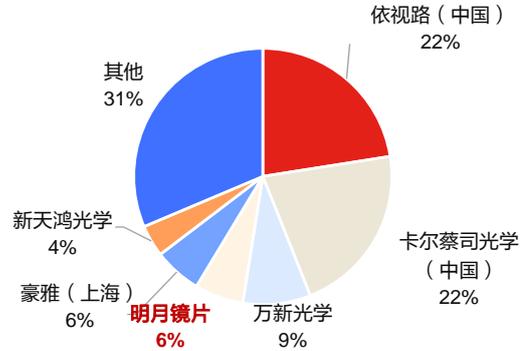
53%，与海外市场相比集中度仍有一定提升空间（参考 statista 统计数据，2019 年全球镜片行业 CR3 约 62%）。

图 29：据 Euromonitor 统计，2020 年明月镜片市占率达 11%，位居市场第一（零售量口径）



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

图 30：据艾瑞咨询统计，2020 年明月镜片销售额市占率达 6%

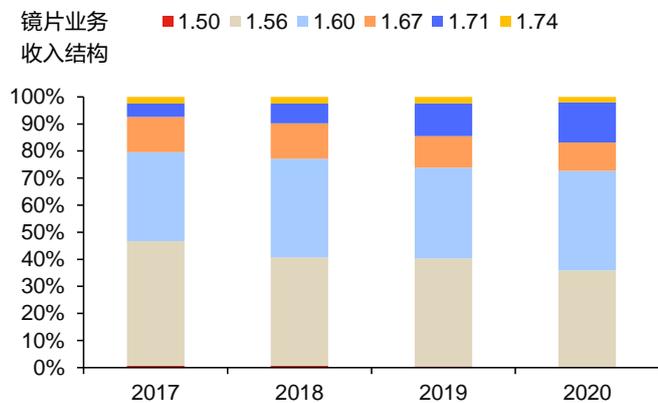


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

2.2 镜片：中高折射率产品系列、功能片镜片占比提升，产品结构持续优化升级

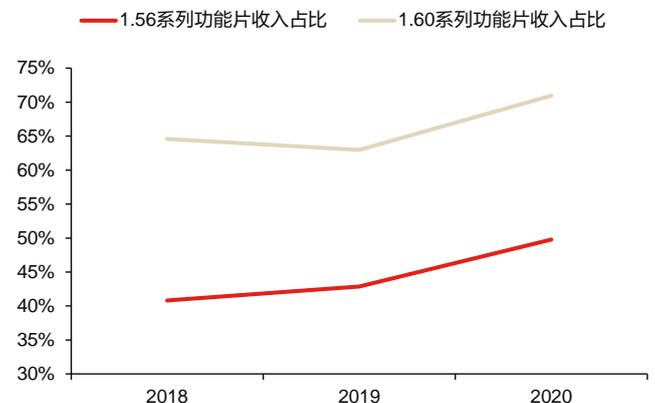
镜片产品结构持续优化升级，高折射率产品系列、功能片镜片占比稳步提升。为积极顺应镜片行业不断寻求“更轻、更薄、更清晰、更安全”的发展方向，公司近年主动调整核心业务镜片产品结构，重点聚焦于高折射率常规产品和低折射率功能化产品，针对不同产品定位的镜片产品系列实行差异化的“品牌战略”政策，运用价格武器主动将镜片产品结构向代表中高端市场的中高折射率镜片、功能片系列等方向调整和转移。2020 年公司高折射率产品系列（即折射率 1.67 及以上产品系列）收入占镜片业务收入的比重达 27%，相较 2017 年提升约 7pct；同时公司低折功能化产品比重不断提升，2020 年 1.56、1.60 系列功能片收入占同折射率产品收入的比重分别达 50%、71%，较 2018 年提升 9pct、6pct。

图 31：高折射率镜片产品收入占比稳步提升，2020 年达 27%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

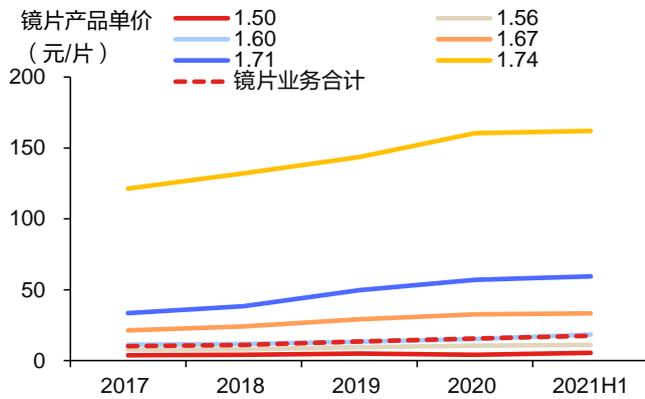
图 32：公司折射率 1.56、1.60 系列镜片收入中，功能片占比稳步提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

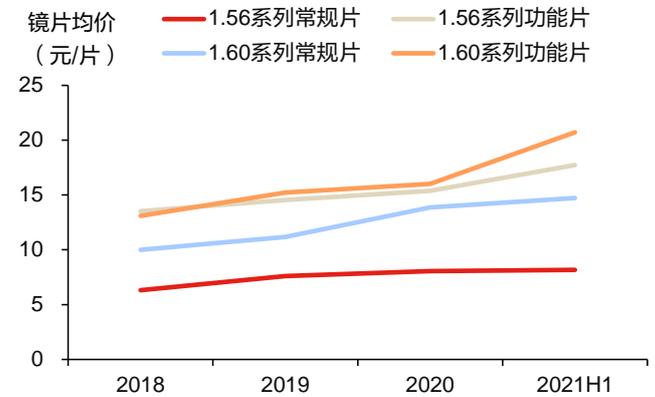
高折射率常规产品、功能片产品差异化竞争优势突出，产品单价相对较高，带动整体均价上行。传统低折射率常规镜片（如 1.56、1.60 常规片）已基本进入生命周期成熟阶段中后期，产品同质化明显，价格竞争激烈。相较于低折射率常规片，中高端折射率产品镜片较薄、生产难度大、技术门槛高，市场参与者相对较少，产品单价显著高于低折射率产品；尤其是公司的差异化产品 1.71 系列，由于暂无同类产品面市，公司议价能力强，2017-2020 年均价年均复合增速达 19%。同时，低折射率功能片在常规片的基础上增加了防蓝光、PMC 超亮等特性，使得产品具备差异化竞争力，拥有一定溢价，公司 1.56、1.60 系列功能片均价高于同折射率常规片，且功能片单价逐年提升，二者价差不断扩大。高折射率常规片、低折射率功能片在公司产品结构中的占比不断提升，带动公司整体均价稳步上行。

图 33：中高折射率产品单价远高于其他系列产品单价



资料来源：公司公告，东方证券研究所

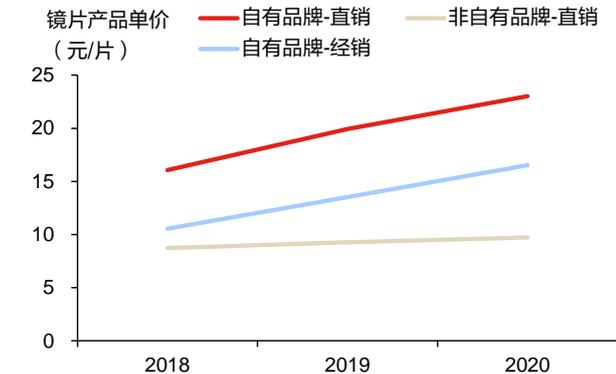
图 34：公司折射率 1.56、1.60 系列镜片中，功能片单价均高于常规片



资料来源：公司公告，东方证券研究所

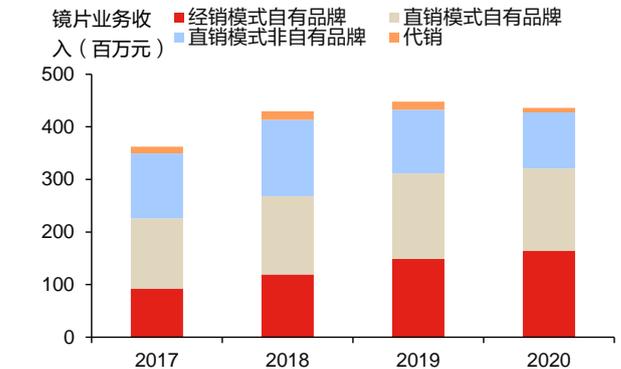
自有品牌战略逐步落地，品牌溢价空间持续增厚。与国内大多数的眼镜生产企业不同，公司近年来积极推进自有品牌战略，在营销端通过大规模的广告投放提升品牌知名度；依托于不断增强的品牌力，公司自有品牌镜片开始享受一定品牌溢价，产品单价逐年提高，2020 年公司直销渠道中自有品牌镜片均价达 23 元/片，较 2018 年提升 43%，而同期非自有品牌镜片价格基本维稳。同时公司近年来主动减少非自有品牌镜片出货量，自有品牌镜片收入占比持续提升，2020 年公司镜片业务中自有品牌镜片收入占比为 74%，较 2017 年提升 11pct，进一步推动公司均价上行。

图 35：自有品牌镜片产品价格不断提升，非自有品牌产品价格基本维稳



资料来源：公司公告，东方证券研究所

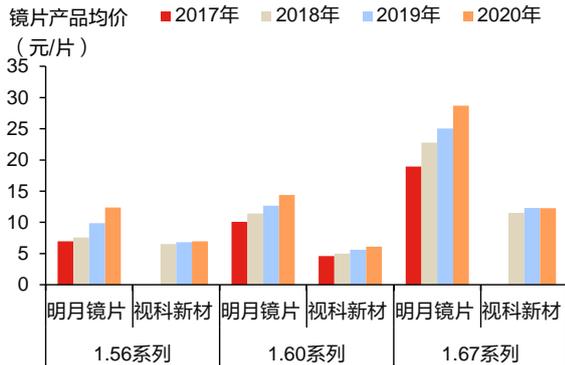
图 36：公司自有品牌镜片收入占比不断提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

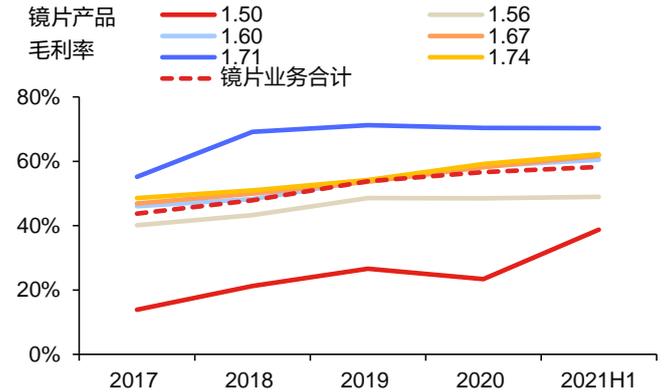
2017 以来公司产品单价逐年提升，盈利能力不断改善。随着公司“常规产品高折化”、“低折产品功能化”、“产品自有品牌化”等产品规划逐步落地，品牌溢价空间增厚、高价产品占比提升，2017 年开始公司产品价格逐年攀升。与国内可比公司视科新材不同，公司自主品牌全系列产品价格均呈现逐年上升的态势，各类产品的毛利率也不断得到改善，2020 年公司镜片业务毛利率已达 56.63%，较 2017 年提升 12.90pct。

图 37：公司自主品牌镜片全系列产品价格均逐年上升



注：视科新材采用的是 2020 年 1-6 月数据
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：公司各系列镜片产品毛利率均不断上升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 成镜：自有品牌“京野”系列收入快速增长，毛利率稳步上行

自有品牌“京野”系列线上销售规模快速扩张，驱动公司成镜业务高增长。成镜于 2020 年跃升为公司第二大业务，2020 年收入达 0.50 亿元（2017-2020 年 CAGR 达 102.93%），占总收入比重约 9%，其中自有品牌成镜产品“京野”系列（主要通过天猫、京东、小米有品等线上自营渠道销售给终端消费者）构成公司成镜业务收入快速增长的重要驱动力，2020 年贡献成镜业务收入比重达 82%，自有品牌成镜产品“炫晶佩迪”系列（主要销售给终端眼镜门店等下游眼镜零售商）、成镜贴牌（与 JINS INC 等知名眼镜连锁品牌就防蓝光系列平光镜、老花镜进行合作）收入则逐步收缩、占比分别约 1%、15%。伴随自有品牌“京野”系列收入占比快速提升，带动公司成镜业务毛利率稳步上行，2020 年达 64.66%，同比提升约 9.16pct。

图 39：公司成镜业务中，自有品牌“京野”系列收入快速增长，自有品牌“炫晶佩迪”系列、成镜贴牌收入收缩

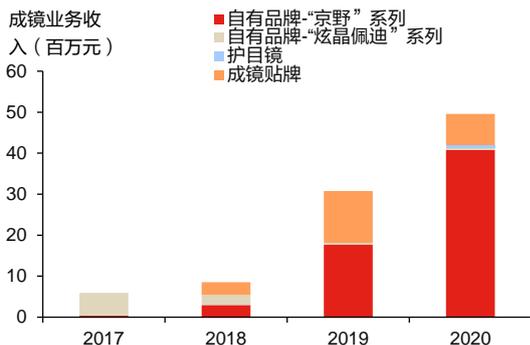
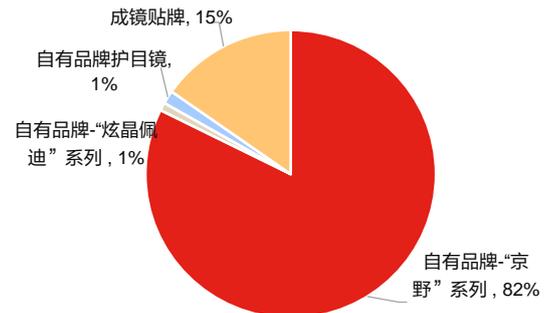


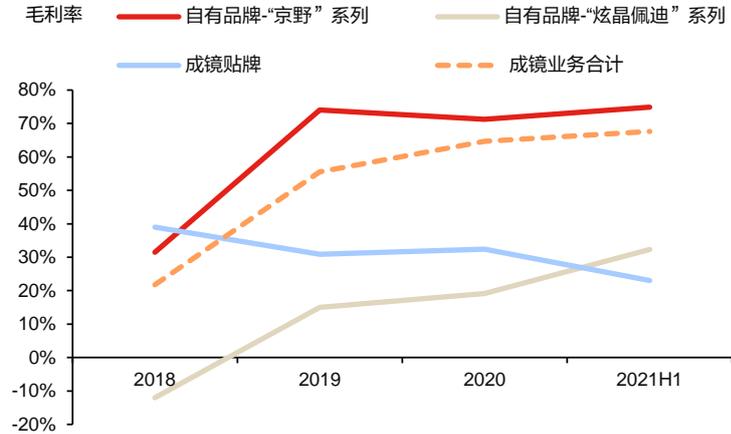
图 40：公司成镜业务收入中，自有品牌“京野”系列、成镜贴牌占比分别达 82%、15%（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：自有品牌“京野”系列收入占比快速提升，带动公司成镜业务毛利率上行

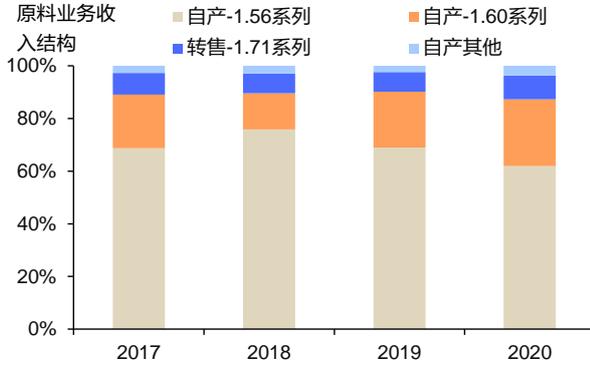


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.4 镜片原料：积极向上游延伸，促进镜片业务与镜片原料业务协同

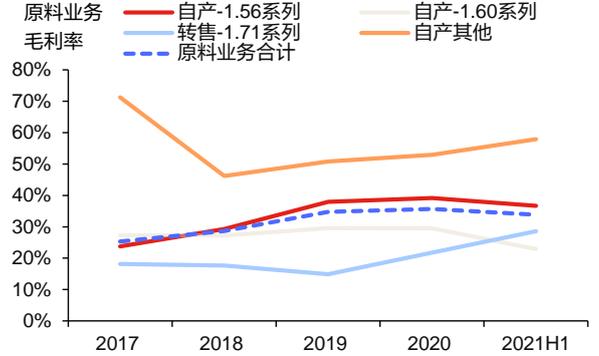
与知名原料供应商合作，积极向上游镜片原料业务延伸。在镜片业务稳步发展的基础上，公司积极向镜片生产产业链上游延伸至镜片原料领域，于 2006 年 8 月参股江苏可奥熙 49% 股权，并于 2016 年 8 月实现控股 51% 股权（知名原料供应商韩国 KOC 持股比例为 49%），通过该子公司进行镜片原料的研发、生产和销售，保证原料供应的及时性及品质稳定性，在实现部分镜片原料（即树脂单体）自给的同时也能对外销售，构成公司第三大主营业务。经历十余年行业沉淀与积累，公司对 1.56、1.60 折射率树脂单体的生产工艺持续创新，2020 年原料业务收入达 0.49 亿元（2017-2020 年 CAGR 达 2.76%），其中自产 1.56、1.60 折射率树脂单体占比达 85% 以上。由于环保安全升级改造、以及原材料成本上升等原因，公司定向针对此前单价偏低的 1.56 系列原料产品进行提价，2020 年该系列产品毛利率达 39.15%（相比 2017 年提升约 15.37pct），带动公司原料业务毛利率 2020 年相应快速提升至 35.65%，相比 2017 年提升约 10.34pct。

图 42：公司原料业务收入以自产 1.56、1.60 折射率树脂单体为主



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：依托于原料产品提价顺利落地，公司原料业务毛利率稳步提升



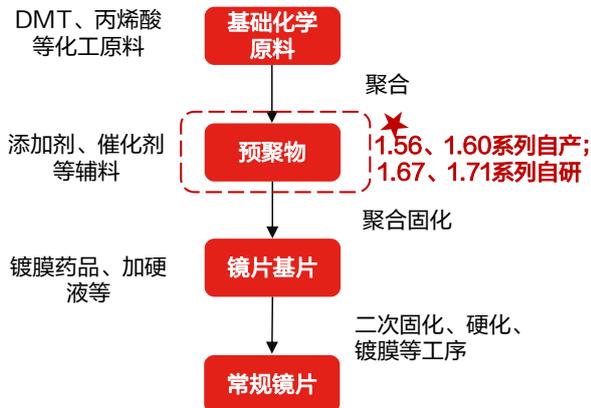
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 原料自产自研、品牌战略深化、渠道持续深耕，公司竞争优势有望稳步提升

3.1 原料：原料自产、自研提升公司盈利能力、构建差异化竞争优势

公司已实现部分产品预聚物的自产、自研，树脂单体自给率维持在 70%左右。预聚物的生产是镜片生产流程中的关键环节；国内镜片制造商已掌握大规模生产技术（聚合固化环节），但树脂单体或预聚物等原料大多依赖日韩进口。公司经过对生产工艺的不断精进，目前已实现 1.56、1.60 系列树脂单体的自产，同时公司已掌握 1.67 折射率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，公司也已掌握实验室制备相关树脂单体的配方及制备流程。2017 年起公司树脂单体自给率始终维持在 70%左右，原料自供能力强。

图 44：公司目前已实现部分镜片预聚物自产、自研



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：公司树脂单体自给率稳定在 70%左右



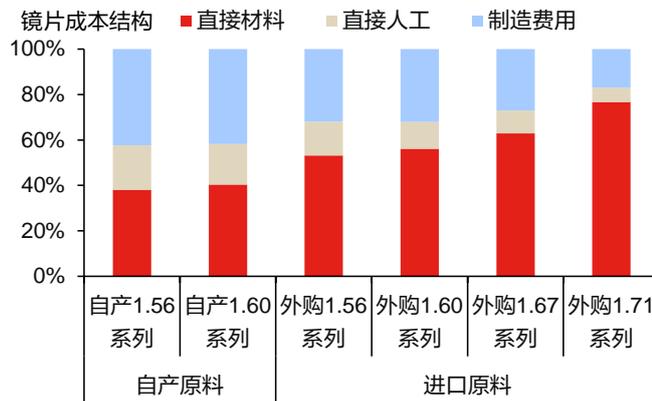
资料来源：公司公告，东方证券研究所

原材料的自产有助于降低生产成本，扩大收入规模，增强整体经营稳定性。公司自产原料的成本优势明显，以 1.56、1.60 系列产品为例，使用自产原料生产的产品直接材料成本占比为 38%、40%，显著低于使用外购原料生产的同折射率产品（53%、56%）。除供给自主生产外，部分公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

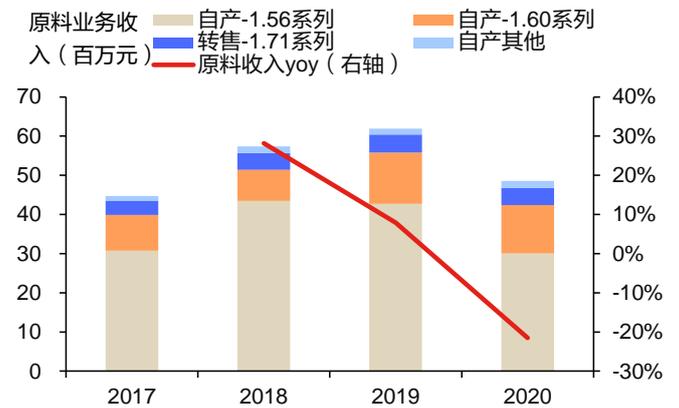
自产原料被出售给下游镜片生产商，2020 年公司原料业务贡献收入占比已达 9%，其中自产原料收入占比超过 90%，促进公司整体收入规模扩张。此外原料自产可以有效避免原料断供、提高整体经营稳定性。

图 46：使用自产树脂的镜片直接材料成本占比低于使用进口树脂的镜片（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：公司自产原料收入规模稳步扩张



资料来源：公司公告，东方证券研究所

原料自研为公司差异化产品研发创新构建竞争优势。公司作为行业中同时具备大规模镜片、原材料研发和生产能力的企业，现已形成产业链闭环。依托于原料自研能力，公司从原料端即开始构建产品的竞争优势。以 1.71 系列产品为例，公司依托自身在分子树脂原料技术方面的积累，与日本三井、韩国 KOC 共同开发了 1.71 系列产品原料，并通过自主调整聚合物分子的部分结构，攻克了“高折射、高色散”的行业难题，于行业内率先推出 1.71 系列超薄高折射率镜片产品，其相比 1.74 系列产品在兼顾轻、薄与高成像质量的同时更具性价比优势。

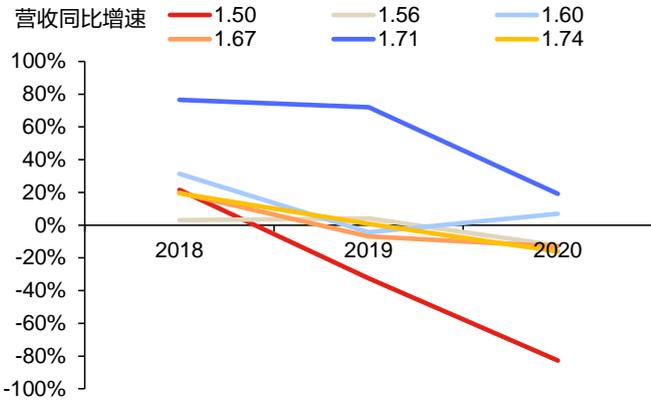
表 1：公司 1.71 系列产品性能出众，性价比高

公司	项目	折射率				
		1.56 非球面	1.60 非球面	1.67 非球面	1.71 非球面	1.74 非球面
明月镜片	厚度 (毫米)	8.3	7.7	6.7	6.5	6.1
	阿贝数	35.5	33	32	37	33
	建议零售价格 (元/副)	328	498	898	1168	2598
康耐特	阿贝数	35	41	31		33
	建议零售价 (元/副)	398	680	1080		1880

资料来源：公司公告，东方证券研究所

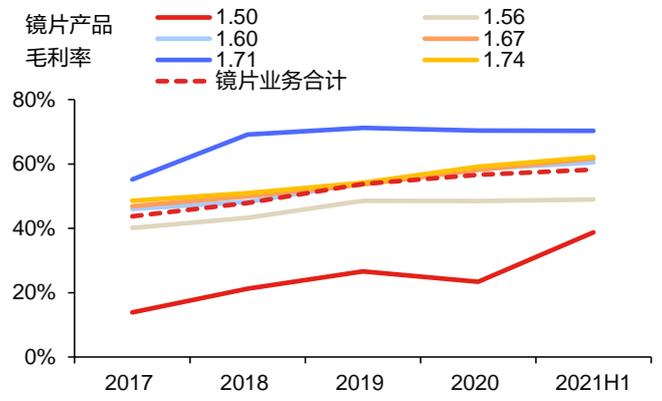
1.71 系列差异化竞争力突出，成为公司收入增长的重要驱动力。由于 1.71 系列产品性能出众、价格相较于 1.74 系列更为实惠，且市场中仍未有其他竞品，1.71 系列推出后迅速成为公司拳头产品，营收增速始终高于公司其他镜片产品系列，2020 年收入达 0.65 亿，占公司收入比重约 12%。同时差异化产品拥有一定溢价空间，2020 年 1.71 系列毛利率达 70.38%，位列公司各折射率镜片产品首位，收入占比提升推动公司镜片业务毛利率稳步提升。

图 48: 1.71 系列产品营收增速较快, 高于公司其他镜片产品



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 49: 1.71 系列产品毛利率始终高于公司其他镜片产品, 带动镜片业务毛利率稳步提升

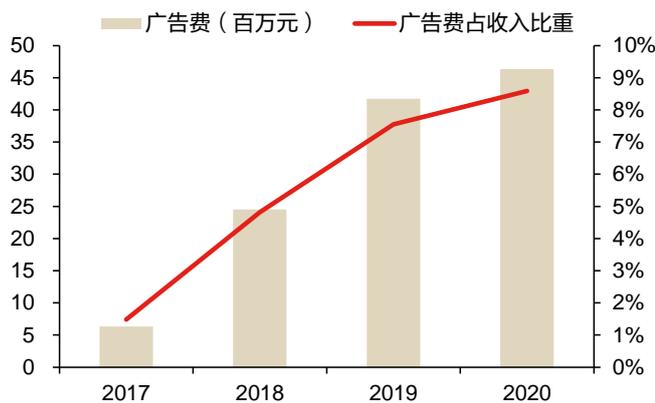


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

3.2 产品定位: 中高端品牌战略持续深化, 公司差异化市场定位逐步形成

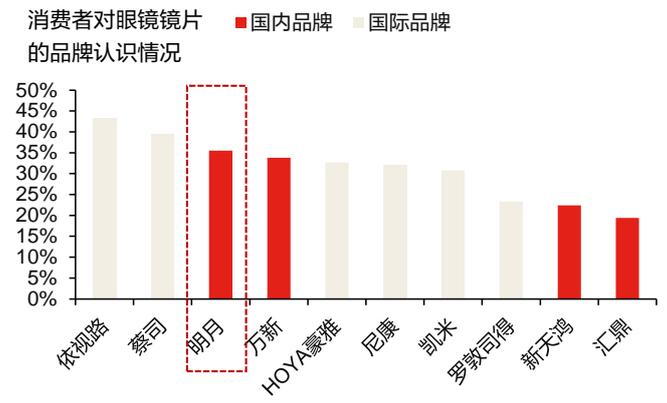
中高端品牌战略深化, 品牌知名度持续提升。为深化公司中高端品牌战略, 提升“明月镜片”品牌知名度, 公司聘请陈道明作为品牌代言人, 并通过线下广告投放、电视广告植入多种手段加强品牌宣传, 提升消费者品牌心智占位, 2020 年公司广告费达 4635 万元, 占公司总收入比重达 8.59%, 较 2017 年提升 7.10pct。通过持续的品牌宣传投入, “明月镜片”现已树立起了高品质民族镜片品牌形象, 参考艾瑞咨询于 2020 年 11 月针对中国眼镜及镜片佩戴者及购买者调研的结果, 消费者对明月品牌眼镜镜片的品牌认知度达 35.5%, 在众多国产品牌中位列首位, 仅低于依视路、蔡司等国际品牌。

图 50: 公司广告费用投放力度不断加大, 广告费占收入比重已超过 8%



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 51: 公司品牌认知度位列国产品牌首位, 仅低于两大外资品牌

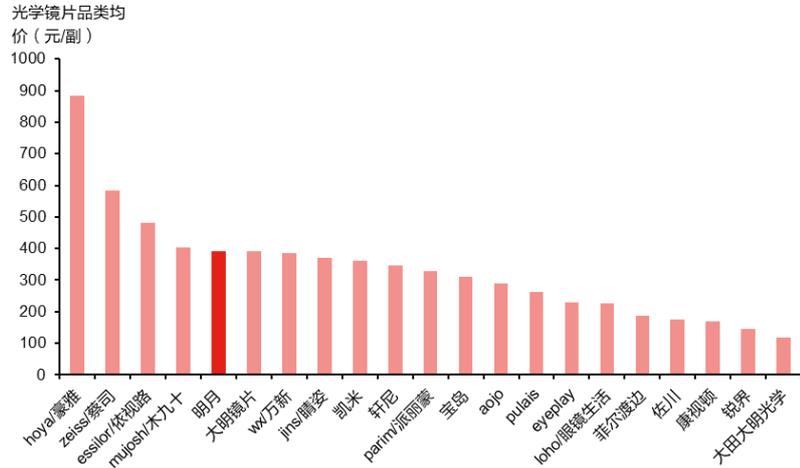


资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

公司享有一定品牌溢价, 差异化价格定位逐步形成。公司主推“产品品质对标外资品牌、价格适中”的中高端品牌策略, 定位于差异化价格带, 即价格高于一般国产品牌, 同时低于外资品牌。持续提升的品牌认知度为公司带来品牌溢价, 支撑起公司的差异化价格定位, 助力公司逐步脱离

行业竞争红海，未来提价空间广阔。参考淘系平台零售价格，明月品牌镜片零售均价整体高于国产品牌、具备品牌溢价，且与外资品牌相比仍有较大提升空间。

图 52：参考淘系平台零售价，公司镜片均价高于其他国产品牌、具备品牌溢价，与外资品牌相比仍有较大提升空间



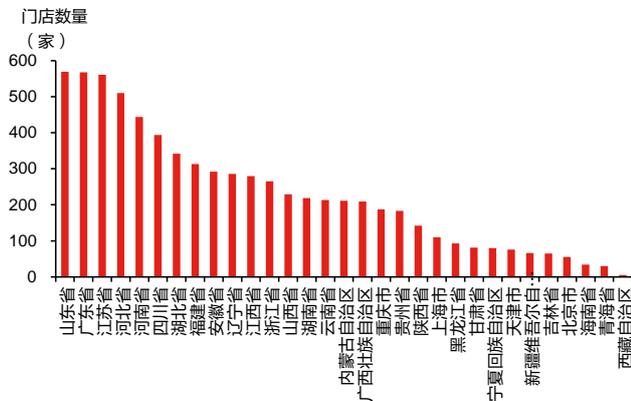
注：以 2020 年 10 月至 2021 年 10 月的淘系平台销售数据为样本

资料来源：淘数据，东方证券研究所

3.3 渠道：线下渠道持续深耕，电商渠道蓬勃发展

公司线下渠道网络发达，线下合作门店集中在二三四线城市。公司经过多年的渠道建设，线下渠道网络已具备一定广度与深度，直接和间接合作的线下终端门店数量超万家，已覆盖中国大陆 31 个省级行政区。分城市等级看，相对应自身中高端的品牌定位，公司线下合作的门店大多集中在二三四线城市，合计占比达 67%，整体渠道布局与公司品牌定位较为一致。

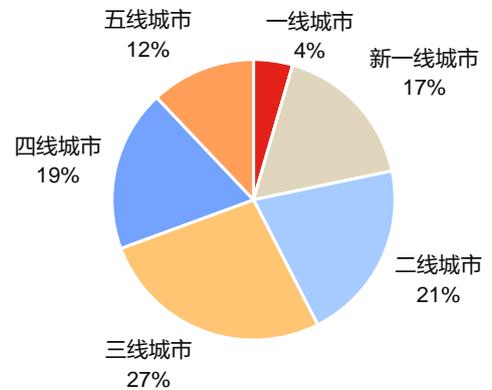
图 53：公司线下合作门店已覆盖中国大陆 31 个省级行政区



注：根据公司官网公布的 7112 家门店进行的样本数据分析

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 54：公司线下合作门店集中在二三四线城市

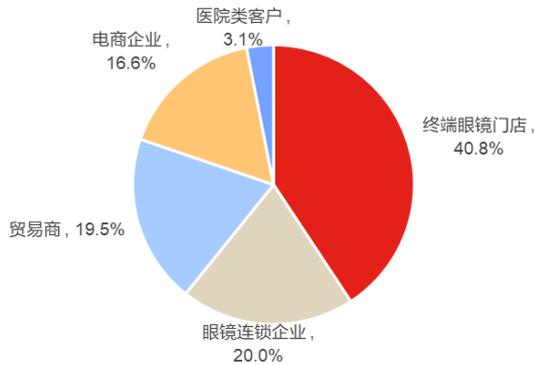


注：根据公司官网公布的 7112 家门店进行的样本数据分析

资料来源：公司公告，东方证券研究所

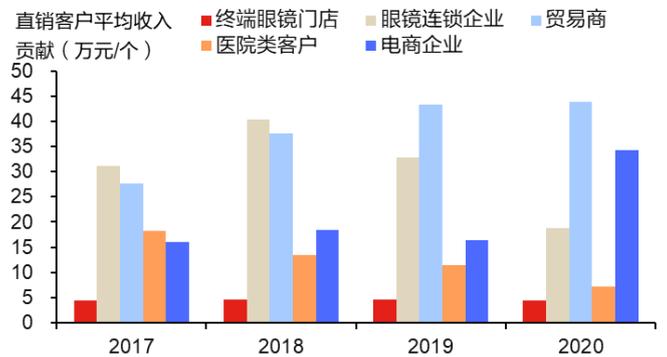
公司直销模式下游客户以终端眼镜门店、眼镜连锁企业为主，合作的终端门店整体呈现数量多、分布广、单客户收入贡献值较低的特征。公司直销模式分为线下直销、线上直销两大类，其中线下直销即公司通过 B2B 的批发模式与终端眼镜门店、眼镜连锁企业、电商企业等直销客户合作，再由直销客户将镜片、镜架等产品销售给终端消费者；线上直销即公司通过在电商平台开设的旗舰店，直接将成镜等产品销售给终端消费者。拆分各类直销客户，2020 年公司线下直销收入中，终端眼镜门店、眼镜连锁企业、贸易商、电商企业客户收入占比分别达 41%、20%、20%、17%，贡献主要来源。具体而言，2020 年与公司合作的终端眼镜门店、眼镜连锁企业客户数分别为 2523 个、292 个，平均单个客户贡献收入分别为 4.4 万元、18.7 万元，下游客户结构整体较为分散，呈现出数量多、分布广、单一客户收入贡献值较低等特征。

图 55：公司视光产品线下直销收入中，终端眼镜门店、眼镜连锁企业等客户贡献主要来源（2020 年）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

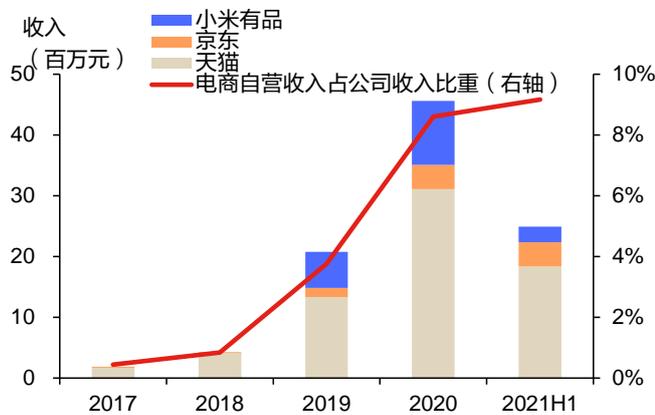
图 56：直销模式下，终端眼镜门店平均单个客户的收入贡献不足 5 万元/年



资料来源：公司公告，东方证券研究所

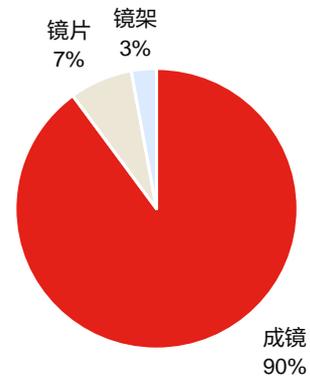
公司电商渠道蓬勃发展，带动成镜业务快速增长。2019 年以来公司积极拓展线上自营零售渠道，先后在天猫、京东和小米有品等电商平台开设旗舰店，主要销售成镜产品，2020 年电商成镜业务收入占电商渠道整体收入比重达 90%。受益于品牌力的持续提升，公司电商渠道收入迅速增长，2020 年电商直销渠道实现营收 4561 万元，同比增长 119%，贡献公司收入比重约 9%。电商渠道的蓬勃发展带动成镜业务规模快速增长，2017-2020 年公司成镜业务收入复合增长率达 103%。

图 57：公司电商渠道收入迅速增长，2020 年占公司收入比重约 8%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 58：电商渠道以销售成镜产品为主，成镜业务贡献电商收入比重约 90%（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 镜片业务是公司最主要的收入来源，通过对不同系列产品及销售渠道进行拆分预测，我们预计轻松控及轻松控 pro（当前两代产品以 1.60、1.67 系列折射率为主）、1.71 系列折射率产品将成为推动公司镜片收入快速增长的重要驱动力，我们预计 2021-2023 年公司镜片业务收入同比增速分别为 18.1%、23.9%、19.3%；同期成镜业务收入同比增速分别为 22.1%、20.4%、18.4%，原料业务收入同比增速分别为-7.4%、4.6%、4.4%，镜架业务收入同比增速分别为 15.0%、10.0%、5.0%。此外我们假设公司其他业务收入 2021-2023 年基本保持不变。
- 2) 伴随公司产品力增强、产品结构不断优化，高折射率常规片、低折射率功能片等高毛利差异化产品的占比提升，公司盈利能力有望继续稳步提升，我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 57.3%、59.2%、60.6%。
- 3) 由于公司目前仍处于品牌推广时期，采取“高举高打”的费用投放策略，预计销售费用率维持高位，我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 21.6%、21.5%、21.5%，2021-2023 年管理费用率为 13.1%，研发费用率稳定在 3.3%。
- 4) 假设 2021-2023 年公司所得税率维持 16.1%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
镜片					
销售收入（百万元）	447.8	436.1	515.2	638.2	761.2
增长率	4.2%	-2.6%	18.1%	23.9%	19.3%
毛利率	53.8%	56.6%	58.6%	60.5%	61.9%
原料					
销售收入（百万元）	61.9	48.6	44.9	47.0	49.1
增长率	7.9%	-21.5%	-7.4%	4.6%	4.4%
毛利率	34.7%	35.7%	33.0%	32.8%	32.7%
成镜					
销售收入（百万元）	30.8	49.6	60.5	72.9	86.3
增长率	261.5%	61.1%	22.1%	20.4%	18.4%
毛利率	55.5%	64.7%	67.0%	66.9%	67.1%
镜架					
销售收入（百万元）	9.7	3.6	4.2	4.6	4.8
增长率	60.1%	-62.9%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	28.3%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%
其他业务					
销售收入（百万元）	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8
增长率	-70.6%	-20.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-42.8%	-75.7%	9.5%	9.5%	9.5%
合计					
销售收入	552.5	539.7	626.6	764.5	903.2
增长率	8.5%	-2.3%	16.1%	22.0%	18.1%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

综合毛利率 50.9% 55.0% 57.3% 59.2% 60.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 6.27 亿元、7.65 亿元、9.03 亿元，同比增速分别达 16.1%、22.0%、18.1%；归母净利润分别为 0.97 亿元、1.34 亿元、1.67 亿元，同比增速分别达 39.2%、37.2%、24.7%，对应的 EPS 分别为 0.73、1.00、1.24 元。**考虑到公司作为国产镜片龙头企业，中高端品牌战略持续深化，1.71 系列、轻松控等差异化产品发展势头向好，产品提价空间广、动力足，未来增长确定性较强**，我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 58.40 元，首次给予“增持”评级。

表 2：我们给予公司 DCF 目标估值 58.40 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
WACC (%)	58.40	25%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	所得税税率T	25.00%
	6.50%	68.84	72.74	77.19	82.33	88.33	永续增长率Gn(%)	3.00%
	6.75%	64.33	67.71	71.54	75.92	80.97	无风险利率Rf	2.70%
	7.00%	60.33	63.28	66.61	70.37	74.67	无杠杆影响的β系数	0.7232
	7.25%	56.76	59.35	62.26	65.52	69.22	考虑杠杆因素的β系数	0.7835
	7.50%	53.55	55.84	58.40	61.25	64.46	市场收益率Rm	9.40%
	7.75%	50.64	52.69	54.95	57.45	60.26	公司特有风险	0.00%
	8.00%	48.01	49.84	51.85	54.06	56.53	股权投资成本(Ke)	7.95%
	8.25%	45.61	47.25	49.04	51.02	53.20	债务比率D/(D+E)	10.00%
	8.50%	43.41	44.89	46.50	48.27	50.21	债务利率rd	4.60%
							WACC	7.50%

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **镜片新品推广程度不及预期的风险。**镜片业务目前是公司最大的收入来源，轻松控、1.71 系列等镜片构成公司收入增长的重要驱动力，我们测算 2023 年占总收入比重将分别达 16%、14%；若未来镜片新品推广力度不达预期，将直接影响镜片收入的增速情况，从而对公司整体盈利预测及估值结论产生不利影响。
- **镜片产品毛利率提升幅度不及预期的风险。**公司通过主动提价将镜片产品结构向代表中高端市场的中高折射率镜片、功能片系列等方向调整和转移，若未来终端接受度不高导致产品提价幅度不及预期、毛利率提升幅度不及预期，公司利润增长或将面临不达预期的风险。
- **行业竞争加剧的风险。**公司当前低折射率镜片收入占比超过 70%，其中低折射率常规片市场进入门槛较低、竞争较为激烈，未来若市场竞争加剧，或将导致公司该部分收入增长受限。
- **假设条件变化影响测算结果：**文中测算基于设定的前提假设基础之上（如前文根据配镜率假设测算中国、美国及德国镜片更换周期，以及近视防控眼镜未来渗透率提升速度、公司市占率假设等），存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	149	206	1,053	891	849	营业收入	553	540	627	765	903
应收票据、账款及款项融资	121	130	149	182	215	营业成本	271	243	267	312	356
预付账款	8	20	23	28	33	营业税金及附加	7	7	8	9	11
存货	121	101	111	130	148	营业费用	104	113	135	164	194
其他	13	16	12	12	12	管理费用及研发费用	71	84	102	125	148
流动资产合计	412	472	1,348	1,243	1,258	财务费用	1	0	(6)	(10)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	9	6	0	0	0
固定资产	149	147	191	225	644	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	1	1	241	1	投资净收益	0	1	1	1	1
无形资产	43	44	44	42	40	其他	8	7	7	7	7
其他	22	28	8	0	0	营业利润	97	95	128	172	211
非流动资产合计	216	219	244	508	685	营业外收入	0	3	3	3	3
资产总计	628	692	1,592	1,751	1,943	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	97	97	130	174	214
应付票据及应付账款	79	70	77	90	102	所得税	16	16	21	28	34
其他	55	56	50	50	50	净利润	81	82	109	146	179
流动负债合计	134	126	127	139	152	少数股东损益	11	12	12	12	13
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	70	97	134	167
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.52	0.73	1.00	1.24
其他	12	3	0	0	0						
非流动负债合计	12	3	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	147	129	127	139	152		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	27	36	48	60	73	成长能力					
实收资本(或股本)	101	101	134	134	134	营业收入	8.5%	-2.3%	16.1%	22.0%	18.1%
资本公积	272	275	1,035	1,035	1,035	营业利润	78.9%	-2.3%	35.1%	33.9%	23.1%
留存收益	81	151	248	382	549	归属于母公司净利润	112.6%	0.2%	39.2%	37.2%	24.7%
其他	(0)	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	481	563	1,465	1,611	1,791	毛利率	50.9%	55.0%	57.3%	59.2%	60.6%
负债和股东权益总计	628	692	1,592	1,751	1,943	净利率	12.6%	13.0%	15.6%	17.5%	18.5%
						ROE	19.0%	14.3%	10.0%	9.0%	10.2%
						ROIC	19.0%	15.2%	10.1%	8.8%	10.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	23.4%	18.6%	7.9%	8.0%	7.8%
净利润	81	82	109	146	179	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	10	161	29	36	63	流动比率	3.07	3.76	10.65	8.92	8.28
财务费用	1	0	(6)	(10)	(9)	速动比率	2.17	2.96	9.78	7.99	7.31
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(25)	(12)	(28)	(44)	(44)	应收账款周转率	4.9	4.3	4.5	4.6	4.6
其它	24	(139)	6	(0)	(0)	存货周转率	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6
经营活动现金流	90	91	109	128	189	总资产周转率	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
资本支出	2	(305)	(62)	(300)	(240)	每股指标(元)					
长期投资	0	1	0	0	0	每股收益	0.52	0.52	0.73	1.00	1.24
其他	(29)	278	1	1	1	每股经营现金流	0.90	0.90	0.81	0.95	1.40
投资活动现金流	(27)	(27)	(61)	(299)	(239)	每股净资产	3.38	3.92	10.55	11.55	12.79
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	176	3	793	0	0	市盈率	98.0	97.7	70.2	51.2	41.0
其他	(155)	(6)	6	10	9	市净率	15.1	13.0	4.8	4.4	4.0
筹资活动现金流	21	(3)	799	10	9	EV/EBITDA	61.5	25.8	43.8	33.3	24.9
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	67.5	69.6	54.2	40.8	32.6
现金净增加额	83	60	847	(161)	(42)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn