

2022年02月14日

国内镜片龙头厂商，技术&规模优势明显， 近视防控镜前景广阔

买入（首次）

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

研究助理 谭志千

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	540	542	772	1,015
同比（%）	-2.32	0.41	42.53	31.39
归母净利润（百万元）	70	78	123	164
同比（%）	0.23	10.97	57.92	33.28
每股收益（元/股）	0.69	0.58	0.91	1.22
P/E（倍）	n.a	81.03	51.31	38.50

投资要点

- **公司为国内领先的镜片生产商，覆盖整个上游原料+镜片生产，终端渠道覆盖近 1/3 眼镜店铺，规模优势明显：**公司前身成立于 2002 年，从事镜片生产销售。公司产品覆盖各折射率的常规镜片及防蓝光、视力管控等功能镜片，根据欧睿数据，2020 年零售量市场份额达 10.7%，连续多年市场份额位列第一。截至 2020 年末，公司有 2523 家终端眼镜门店客户及 292 家眼镜连锁企业客户，销售网络覆盖广且深，规模优势十分明显，同时公司还是国内为数不多涉及镜片原料业务的公司，镜片原料不仅供自身镜片需求，也可供给同行业镜片公司，2021 年前三季度营收和归母净利润分别为 4.1 亿元/5466 万元，同比+10%/46%。
- **技术壁垒：公司在镜片行业有多年研发技术累积，在光学设计和膜层等方面在国内品牌中处于领先的地位：**国际老牌蔡司、依视路在光学、膜层等方面具备领先技术优势，占领高端市场；明月等国内领先品牌在中端价格带享有良好品质口碑，在光学设计和膜层上同样处于国内品牌中的领先地位，并且在功能性镜片领域也有较好的技术表现。明月镜片 2014 年率先成功研发折射率 1.71、阿贝数达 37 的非球面镜片，率先打破了高折射率伴随低阿贝数的问题，实现领先。
- **提价逻辑：镜片产品结构优化带来产品均价提升：**2018 年以来，公司主动削减 1.56 及 1.60 系列等低折射率常规镜片订单，退出低端过度竞争的红海市场，专注于外资尚未完全布局、内资品牌的技术品质又无法触达的中高端市场，集中优势资源重点发展 1.71 折射率产品和功能性创新产品，平均价格提升明显，截至 2021 年底公司客户调整接近尾声，我们预计从 2022 年开始公司有望重回增长快车道，盈利能力持续提升。
- **增量市场：近视防控镜市场方兴未艾，发展空间广阔，期待明月“轻松控”产品发力：**近视青少年在眼轴发育阶段每年近视度数会加深直到停止发育，随着近视越来越低龄化，延缓近视加深的诉求也愈发强烈，近视防控眼镜的效果已有临床数据验证，相对于传统的 OK 镜等近视防控措施，具备性价比高，验配流程简单的优点，有望得到快速发展。明月 2021 年先后推出 2 代“轻松控”近视防控镜，分别采用周边离焦及多区正向光学离焦技术，实现产品升级。“轻松控 Pro”单片镜片微透镜数量为 1295 个，折射率 1.67，阿贝数达到 32，较外资品牌光学参数更优。
- **盈利预测与投资评级：**明月镜片是我国眼镜镜片公司的龙头，自身产品技术品质出众，渠道布局广且深，未来公司产品结构不断优化，盈利能力将持续提升，近视防控眼镜市场方兴未艾，未来空间广阔，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7769 万元/1.2 亿元/1.6 亿元，2022-2023 年 PE 约为 51/39 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复、近视防控眼镜推广不及预期等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.86
一年最低/最高价	43.00/78.04
市净率(倍)	4.57
流通 A 股市值(百万元)	1389

基础数据

每股净资产(元)	5.80
资产负债率(%)	15.45
总股本(百万股)	134.34
流通 A 股(百万股)	29.63

内容目录

1. 国内领先镜片生产商，规模优势明显	5
1.1. 发展历程：20年深耕镜片领域，镜片产品覆盖功能齐全	5
1.2. 公司股权集中，管理团队具备多年行业实操经验	6
1.3. 2018年以来产品优化或对业绩增速有一定影响，2021年前三季度收入与利润恢复高增	7
2. 中高档价格带眼镜仍有较大发展空间，近视防控镜及老花镜或贡献第二增长曲线	7
2.1. 国内外眼镜市场趋于成熟，近视防控镜及老花镜或贡献第二增长曲线	8
2.2. 传统近视眼镜市场的消费频率和客单价仍有提升空间	10
2.3. 国内外品牌形成差异化竞争，国牌在中高档价格带将大有可为	11
3. 多年技术及品牌积淀打造实力国牌，近视防控镜为增长点	13
3.1. 公司积累多年镜片生产经验和技術，技术壁垒显著	13
3.2. 镜片产品结构优化，积极聚焦中高端市场	16
3.3. 覆盖全国数万家眼镜门店，渠道布局广且深	18
3.4. 近视防控镜为新增长点，期待“轻松控”产品发力	22
4. 财务：产品结构优化下，盈利能力稳步提升	25
5. 盈利预测与投资评级	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 投资评级	28
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 明月镜片股权架构 (截至 2021 年 12 月 16 日上市)	6
图 3: 2018-2021Q1-Q3 公司营业总收入及增速	7
图 4: 2018-2021Q1-Q3 公司归母净利润及增速	7
图 5: 2015-2025E 全球树脂镜片零售市场规模.....	8
图 6: 2020 年我国各年龄段青少年近视率.....	8
图 7: 2014-2023E 国内眼镜产品市场规模.....	8
图 8: 国内网民月人均单日使用互联网时长.....	9
图 9: 2012 年以来我国近视人数大幅增长.....	9
图 10: 2020 年消费者为子女购买镜片的主要考量因素.....	9
图 11: 2011-2019 年我国 30-40 岁、40-60 岁、60 岁以上人口占总人数比例.....	10
图 12: 2021 年消费者购买眼镜的实际花费情况.....	11
图 13: 2020 年消费者更换或新购入眼镜频率.....	11
图 14: 镜片行业产业链.....	11
图 15: 镜片品牌竞争格局.....	12
图 16: 2020 年国内镜片市场份额情况 (销售量划分)	12
图 17: 渐进片功能示意图.....	14
图 18: 明月“轻松控”近视防控镜片向鼻侧内偏设计示意图.....	14
图 19: 2018-2021H1 公司各业务板块收入 (亿元)	16
图 20: 2018-2021H1 公司各业务板块收入占比	16
图 21: 2018-2020 年公司各折射率镜片产品收入占比	17
图 22: 2018-2020 年公司各折射率镜片产品毛利率	17
图 23: 2018-2021H1 自有品牌 1.56、1.60、1.67、1.71 系列常规镜片单价 (元/片)	17
图 24: 2018-2021H1 1.56 镜片常规、功能片占比	18
图 25: 2018-2021H1 1.60 镜片常规、功能片占比	18
图 26: 2018-2021H1 镜片及原料产能、产能利用率	18
图 27: 2018-2021H1 1.56、1.60 镜片原料产量	18
图 28: 公司销售渠道拆分.....	19
图 29: 2018-2021H1 公司各渠道收入	19
图 30: 2018-2021H1 公司各渠道收入占比	19
图 31: 2018-2021H1 公司直销及经销模式客户数量 (家)	20
图 32: 2019-2020 年直销模式下公司及零售商出货价格变动 (元/片)	20
图 33: 2018-2021H1 直销模式下自有品牌镜片单价 (元/片)	21
图 34: 2018-2021H1 经销模式下自有品牌镜片单价 (元/片)	21
图 35: 2018-2021H1 电商收入占主营业务收入比例	22
图 36: 2018 年以来镜片业务线上自营和线下直销毛利率.....	22
图 37: 普通框架眼镜成像效果.....	22
图 38: 近视防控眼睛成像效果.....	22
图 39: 眼镜零售店验光步骤.....	24
图 40: “轻松控”Pro 产品卖点	24
图 41: 2018-2021Q1-Q3 可比公司毛利率对比	26
图 42: 2018-2021Q1-Q3 可比公司销售净利率对比	26

图 43: 2018-2021Q1-Q3 可比公司销售费用率对比	26
图 44: 2018-2021Q1-Q3 可比公司研发费用率对比	26
图 45: 2018-2021Q3 可比公司 ROE (摊薄) 对比	27
表 1: 镜片产品系列一览.....	5
表 2: 明月镜片董事会及管理层 (截至 2021 年 12 月 13 日)	6
表 3: 部分镜片企业主要常规镜片产品零售价 (按折射率划分) (元)	13
表 4: 部分镜片品牌光学特性对比.....	13
表 5: 部分镜片品牌膜层技术对比.....	15
表 6: 公司技术领域研发与创新.....	15
表 7: 公司主要客户情况.....	19
表 8: OK 镜及近视防控眼镜的特性对比.....	23
表 9: 近视防控眼镜主要产品一览.....	25
表 10: 明月镜片收入拆分.....	27
表 11: 可比公司估值表.....	28

1. 国内领先镜片生产商，规模优势明显

1.1. 发展历程：20 年深耕镜片领域，镜片产品覆盖功能齐全

国内领先镜片生产商，立足镜片行业二十载。明月镜片前身江苏明月光电科技成立于 2002 年 9 月，正式进军树脂镜片领域。2006 年，公司与日本三井、韩国 KOC 合作，在国内建立镜片原料研发和生产企业江苏可奥熙。2008 年，公司自主研发的 KR 超韧镜片获国家发明专利。2014 年，公司率先推出自主研发的 1.71 非球面镜片，突破高折射率伴随高色散的技术壁垒，同时兼顾 1.71 的高折射率及阿贝数为 37 的低色散，备受市场欢迎。2018 年公司进行战略升级，提升产品品质。2021 年，公司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”。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，网易新闻，东吴证券研究所

公司专注于眼镜镜片、镜片原料、成镜、镜架等眼视光产品的研发、生产和销售，其中镜片是公司的核心产品。镜片产品可按照功能的不同，分为常规镜片及功能镜片，常规镜片指各种折射率的普通镜片，功能镜片是在常规镜片基础上，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多种功能，比如超韧超亮、蓝光防护、智能变色、视力管控等。公司功能镜片覆盖齐全，能够满足客户对于近视度数、复合功能等多样化的需求。

表 1：镜片产品系列一览

分类	镜片系列	示意图	描述
常规镜片	1.56		KR 树脂镜片，折射率齐全、品质稳定、安全性高
	1.60		
	1.67		
	1.71		
	1.74		
功能镜片	户外防护系列		可选度数的偏光镜片，有效抑制户外杂乱光源干扰。UV400 强效阻隔紫外线

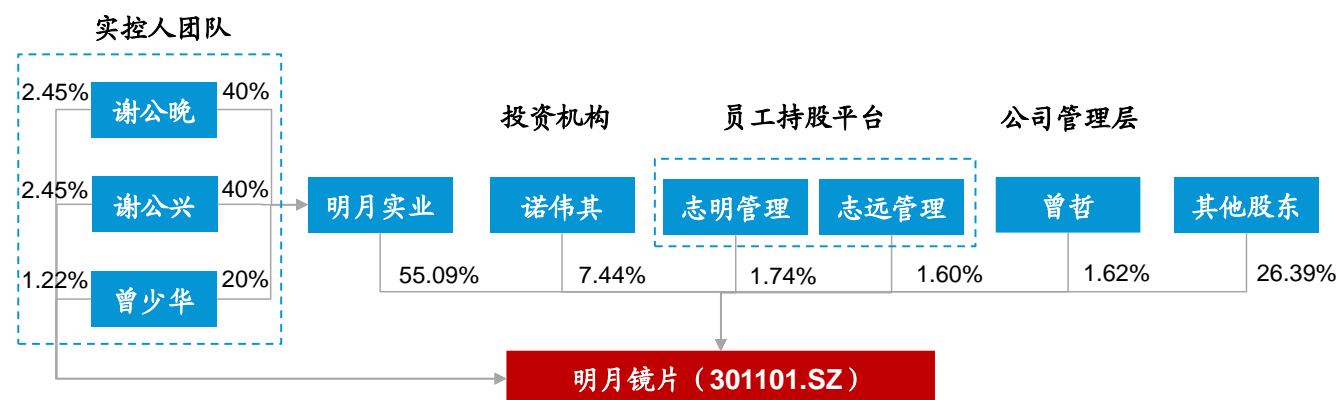
近视太阳镜七彩系列		近视、太阳镜合二为一，有效阻隔太阳光中对眼睛有害的紫外线
智能变色系列		SPC 旋涂技术下镜片可随紫外线变化自动调节颜色深浅
近视管理“轻松控”系列		应用周边离焦和微透镜离焦两种技术，控制眼轴增长
维适系列		自由曲面设计叠加下加光、渐变焦速率、通道长度等参数，满足老视人群清晰视物的需求

数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权集中，管理团队具备多年行业实操经验

公司股权集中，实控人团队共持股 61.2%。截至 2021 年 12 月 16 日公司上市，公司实控人团队谢公晚、谢公兴兄弟及曾少华（谢公晚妹妹配偶）共持股 61.2%，其中创始人谢公晚先生直接持股 2.45%，间接通过明月实业持股 22.04%。此外，志明管理、志远管理作为员工持股平台总共持股 3.34%。

图 2：明月镜片股权架构（截至 2021 年 12 月 16 日上市）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

创始人眼镜行业白手起家，积累多年行业实操经验，管理团队稳定且经验丰富。谢公晚先生最初从事眼镜批发生意，2002 年由镜片零售转型自己办厂生产镜片，并创办明月光电，正式进军树脂镜片制造领域。创业数十年间，谢公晚先生扎根眼镜行业，不断累积行业实操及企业运营经验。公司高管团队均于早期加入公司，陪伴公司成长多年，并具备 10 年以上眼镜企业管理经验。

表 2：明月镜片董事会及管理层（截至 2021 年 12 月 13 日）

姓名	职位	年龄	加入时间	简介
谢公晚	董事长	55	2002 年	眼镜批发创业起家，2002 年转型镜片生产并创立明月光电

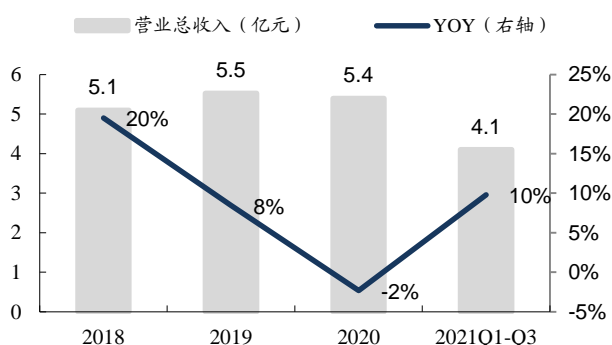
谢公兴	董事、总经理	49	2002年	谢公晚先生之弟，2019年11月至今任明月镜片总经理、明月实业监事、香港明月董事
彭志云	董事	53	2019年11月	曾任多个律师事务所律师，2010年起至今于上海诺伟其任总经理，2019年11月至今任明月镜片董事
曾哲	董事、副总经理、董秘、财务总监	41	2015年1月	2008年3月起任靓视丽光学眼镜总经理，2015年1月起任明月光电副总经理，2019年11月至今任明月镜片董事、副总经理、董事会秘书、财务总监
王雪平	副总经理	47	2002年9月	2000年起任明月实业仓储部经理，2002年起任明月光电副总经理等职位，2010年起任视博光学眼镜副总经理，2015年2月起先后任明月光电、明月镜片副总经理

数据来源：招股说明书，澎湃新闻，东吴证券研究所

1.3. 2018年以来产品优化或对业绩增速有一定影响，2021年前三季度收入与利润恢复高增

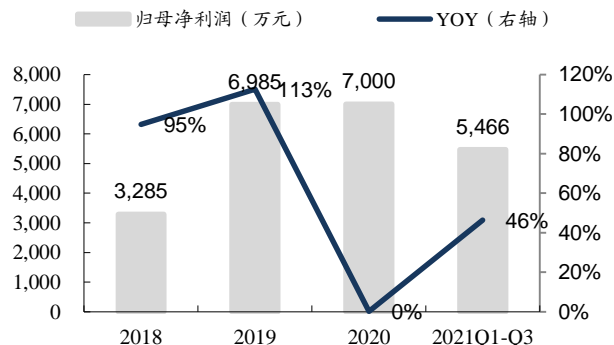
公司处于成长阶段，2020年前公司营收及归母净利润增长快速，2021年前三季度营收、归母净利润同比大幅增长10%/46%。2018年以来，公司实行战略升级，针对不同定位的镜片产品系列实行差异化品牌策略，积极聚焦中高端市场，精简低端竞争过度的业务，2020年受到全球性疫情影响，营收及归母净利润增速短暂放缓。2021年前三季度，品牌战略推动、疫情恢复等多重因素共同带动公司营收及归母净利润企稳回升，分别同比增长10%/46%。

图3：2018-2021Q1-Q3公司营业总收入及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图4：2018-2021Q1-Q3公司归母净利润及增速



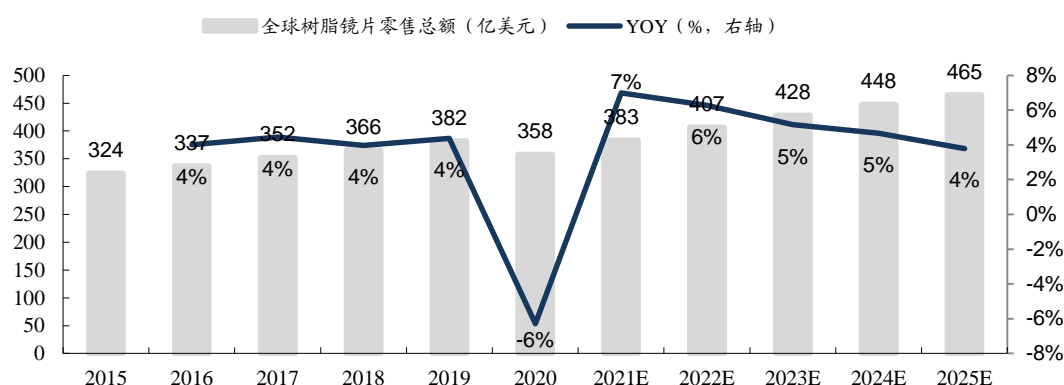
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 中高档价格带眼镜仍有较大发展空间，近视防控镜及老花镜或贡献第二增长曲线

2.1. 国内外眼镜市场趋于成熟，近视防控镜及老花镜或贡献第二增长曲线

全球树脂镜片产品市场规模增长稳定。根据世界卫生组织《世界视力报告》，截至2019年，全球至少有22亿人视力受损或失明，其中至少10亿人的视力损伤问题本可预防，因此视光矫正需求下眼镜成为人们必不可少的生活工具。树脂是镜片最常用的材料，弗若斯特沙利文预计，2021年全球树脂镜片产品市场规模将达到383亿美元，2015-2021年CAGR为2.8%。2021年起，全球树脂镜片市场规模年增速稳中略降，整个市场处于成熟阶段。

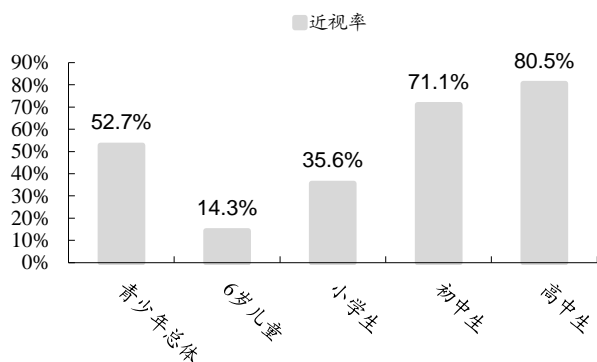
图 5: 2015-2025E 全球树脂镜片零售市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

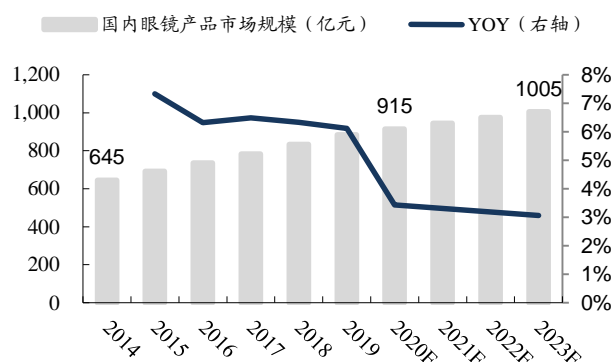
2020年国内眼镜市场规模为915亿元，2014-2020年CAGR为6.0%，近视防控及矫正重要性凸显。国内近视人数不断攀升，且近视低龄化问题凸显，视光矫正需求日益增长。根据国家卫健委的全国近视专项调查，2020年我国青少年总体近视率为52.7%，同比2019年增加2.5pct，其中初中生、高中生近视率达71.1%/80.5%。规模庞大的近视人群为眼镜产品提供广阔市场空间。欧睿预计2020年国内眼镜产品市场规模将达到915亿元，2014-2020年CAGR为6.0%，超过全球同期复合增速。此外，欧睿预测2023年国内眼镜产品市场规模持续增长至1005亿元，2020-2023年CAGR为3.2%。

图 6: 2020 年我国各年龄段青少年近视率



数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

图 7: 2014-2023E 国内眼镜产品市场规模

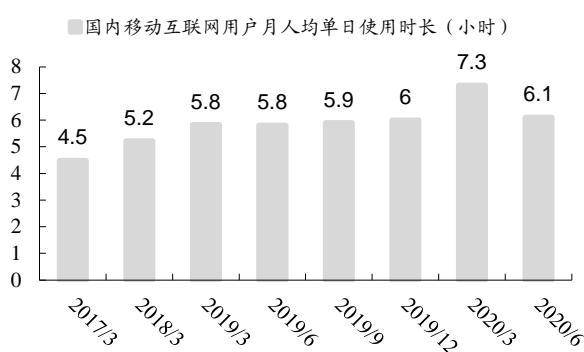


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

从需求端来看，驱动眼镜行业发展的因素有以下几点：

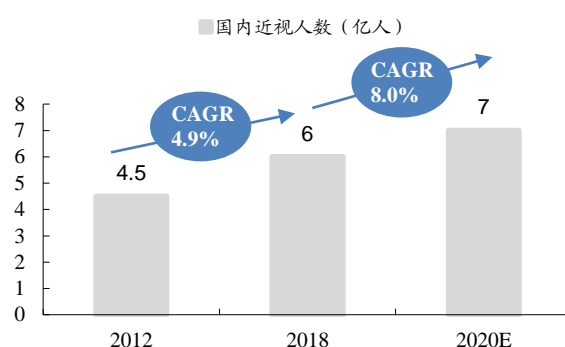
(1) 我国网民及儿童日均上网时间提升，用眼时间加长。随着互联网及移动设备渗透率的逐步提升，我国网民日均上网时长自 2017 年以来呈现上升趋势。在疫情催化下，人们居家用眼时间增加，Quest Mobile 数据显示 2020 年 3 月网民日均上网时间较 2019 年 12 月大幅增加 1.3 小时至 7.3 小时。长时间近距离面对移动设备导致眼部肌肉紧张、眼内压增高，从而导致眼轴增长、近视度数提升。此外，根据《中国儿童发展报告（2019）》，2019 年儿童在上学日平均每天使用电子产品的时长为 43.24 分钟，在周末使用电子产品的时间更长，平均为 96.27 分钟。2020 年，受疫情影响，中小学生学习时间增加，用眼过度问题更加突出。因此，青少年近视防控问题亟待解决。

图 8：国内网民月人均单日使用互联网时长



数据来源：Quest Mobile，东吴证券研究所

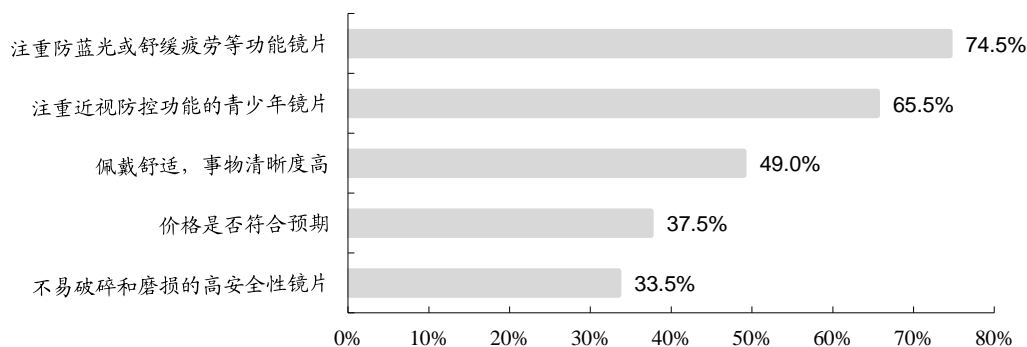
图 9：2012 年以来我国近视人数大幅增长



数据来源：世界卫生组织，北大国家发展研究院，东吴证券研究所

(2) 消费者更考量眼镜的功能属性、对镜片品牌认知度有提升趋势。根据艾瑞咨询，2020 年消费者为子女购买镜片时多数存在防蓝光、缓解疲劳、近视防控等功能性考量，而对于价格的容忍度较高。因此，消费者对于镜片功能的追求也将进一步刺激国内眼镜市场向多功能、高端化升级。另一方面，消费者对于大部分镜片品牌的认知度有提升趋势，在消费者教育普及下，未来镜片品牌认知有望进一步提高。

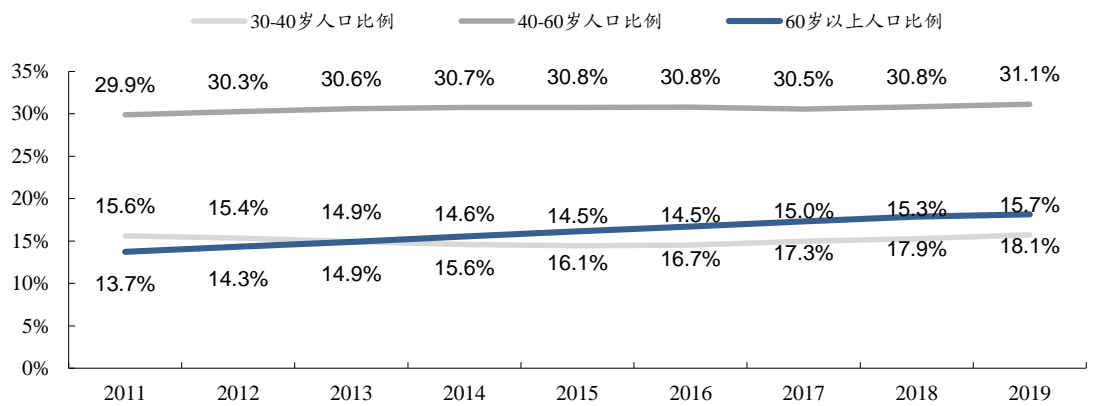
图 10：2020 年消费者为子女购买镜片的主要考量因素



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

(3)人口老龄化及产品定制化趋势下，老花眼镜刚性需求扩大。据央视财经报道，通常 40 岁后眼睛晶状体逐渐硬化、弹性减弱，导致眼部肌肉调节的能力会随着年龄增长而降低，即 40 岁开始出现老花，同时老花程度于 60 岁后逐渐稳定。随着人口结构老龄化，同时老花属于正常衰老现象，基本不存在预防方法，因此老花眼镜刚性需求将不断扩大。据上海市眼镜行业协会，2019 年国内老花镜需求量 4000 万副，市场规模 6 亿元。从趋势来看，老花镜从低端成品逐步转向验光定制。低端老花镜度数不匹配，视神经容易受冲击而产生头痛等问题，根据 AgeClub，随消费者可支配收入及健康意识提升，老花镜正在向验光定制转型，发展势头较好。

图 11: 2011-2019 年我国 30-40 岁、40-60 岁、60 岁以上人口占总人数比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

青少年近视防控眼镜及老花眼镜将成为第二增长曲线。综合来看，传统眼镜行业发展趋于成熟，未来眼镜行业在需求驱动下将呈现多元化发展，同时原材料研发及镜片制造技术进一步精进，青少年近视防控眼镜及老花眼镜将蓬勃发展。

(1) 青少年近视防控眼镜: 上文提及，2020 年我国青少年儿童近视率达 52.7%，近视呈现低龄化趋势。同时 65.5%的消费者为子女购买镜片时聚焦于青少年近视防控功能，叠加青少年儿童接触移动设备的年龄提前、时间加长，青少年近视防控眼镜市场在需求驱动下将快速增长。

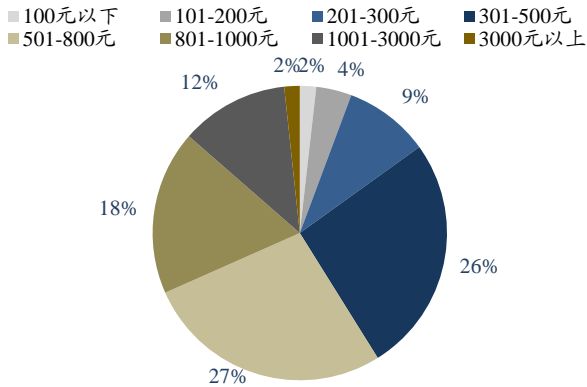
(2) 老花眼镜: 老花属于正常衰老现象，无法通过近视手术等方法预防，国内中老年人口比例提升下，老花眼镜刚性需求增加。同时，越来越多的年轻消费群体将老花眼镜作为长辈送礼首选。值得一提的是，在眼镜消费市场逐步成熟的过程中，眼镜消费教育普及，老花眼镜品牌效应也进一步凸显。

2.2. 传统近视眼镜市场的消费频率和客单价仍有提升空间

传统近视眼镜市场存在量价双增的逻辑。2020 年，61%的消费者超过一年才更换一副眼镜；2021 年，53%的消费者以 300-800 元的价格购买眼镜。从量的角度来看，目前

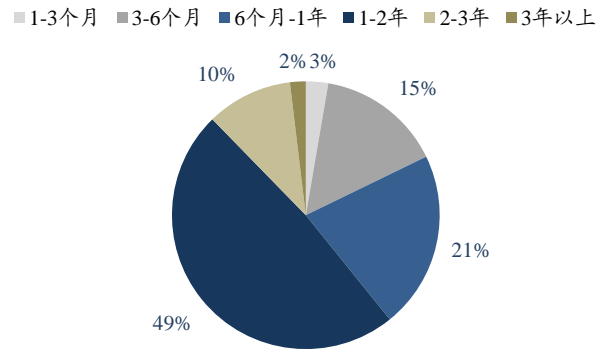
眼镜零售门店装潢设计趋于年轻化、时尚化，具有亲和力的购物空间及舒适的购物体验增加人们的进店消费频率。同时，眼镜定位从工具化产品向快时尚消费品转型，消费及美观属性增加，因此消费频次和平均单价均有提升的空间。

图 12: 2021 年消费者购买眼镜的实际花费情况



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 13: 2020 年消费者更换或新购入眼镜频率



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.3. 国内外品牌形成差异化竞争，国牌在中高档价格带将大有可为

国内镜片行业产业链可以分为：（1）上游原材料及设备供应商：高折射率镜片的树脂单体原材料主要来源于日本、韩国，掌握前沿性技术，国内技术与国际领先水平尚存在一定的差距，国内供应商多专注于低折射率镜片树脂单体；（2）中游镜片生产商：在光学设计、镜片膜层等研发技术的基础上，进行镜片加工生产，行业多年发展下诞生了一批如依视路、蔡司、明月等头部品牌；（3）下游终端消费市场：包括眼镜零售商、民营或公立医院配镜中心等零售渠道。

图 14: 镜片行业产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

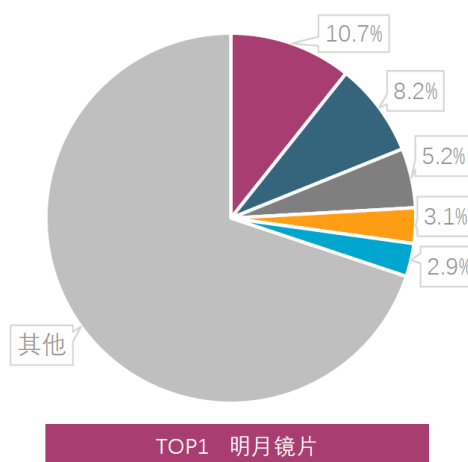
国内外品牌镜片产品形成差异化竞争。镜片行业企业主要可以被分为三类：（1）依视路、蔡司等国际企业：成立时间较早，在光学设计、光学膜层等方面具备优势；（2）明月等国内中高端企业：品质稳定、品类齐全，在国内知名度高，规模效应下显著降低成本，主打中高端市场；（3）其他中小型企业：规模较小、数量较多，缺乏自主品牌或从事代工业务，在中低端市场进行价格竞争。

图 15: 镜片品牌竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 2020 年国内镜片市场份额情况（销售量划分）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

国内知名品牌在中端价格带具比较优势，国牌在中高档价格带将大有可为。从市占率（销售量口径）的角度来看，欧睿显示，2020 年明月镜片市场份额为 10.7%，排名行业首位。从终端零售价角度来看，依视路及蔡司各折射率系列产品价格高，明月等国内知名品牌则与其形成差异化竞争，成本优势显著，在中端价格带享有良好的品牌口碑。镜片产品价格带存在断层，从中档价格到高档价格的过渡产品尚且较少。随着国内镜片企业在光学设计、膜层技术、生产工艺等技术不断精进，未来产品终端零售价可实现进

一步上探。

表 3: 部分镜片企业主要常规镜片产品零售价（按折射率划分）（元）

品牌\折射率	1.56	1.60	1.67	1.71	1.74
依视路	1200	1500	1700	-	3800
卡尔蔡司	-	1480	1780	-	3980
明月镜片	328	498	898	1168	2598
万新镜片	298	588	868	-	1280

数据来源：渠道调研，东吴证券研究所，2022 年 1 月数据

3. 多年技术及品牌积淀打造实力国牌，近视防控镜为增长点

3.1. 公司积累多年镜片生产经验和技術，技术壁垒显著

镜片作为一个融合光学、结构物理、有机化学等学科的产品，其性能及质量主要由光学原料、光学设计、镜片膜层等方面决定。

（1）光学原料：树脂镜片是目前主流镜片原料，具备质量轻、不易碎、较高化学稳定性和较高透光性的优势。原料性能主要体现在折射率、阿贝数、透光率中。折射率决定镜片厚度，折射率越高镜片则越薄；阿贝数用于衡量色散程度，阿贝数越高，视物越清晰，色散越小。目前镜片生产商专注于如何在固定的折射率下最大化阿贝数。明月镜片 2014 年率先成功研发折射率 1.71、阿贝数达 37 的非球面镜片，解决高折射率+低阿贝数的困扰。透光率代表光线透过介质的能力，决定视物清晰程度。蔡司同时拥有精密光学仪器及镜片两类业务，因此其优势体现在镜片透光率上，树脂镜片透光率可达 99.4%，为行业最前沿的光学技术之一。

表 4: 部分镜片品牌光学特性对比

	明月	蔡司	依视路
折射率	1.50-1.74，率先推出自研 1.71 镜片	1.50-1.74	1.50-1.74
阿贝数	折射率 1.71 的阿贝数高达 37	折射率 1.60 的阿贝数为 40，折射率 1.67/1.70 的阿贝数为 33/34	折射率 1.60 的阿贝数为 40
透光率	超亮镜片透光率 98.6%	树脂镜片 99.4% ，玻璃镜片 99.8%	98%左右

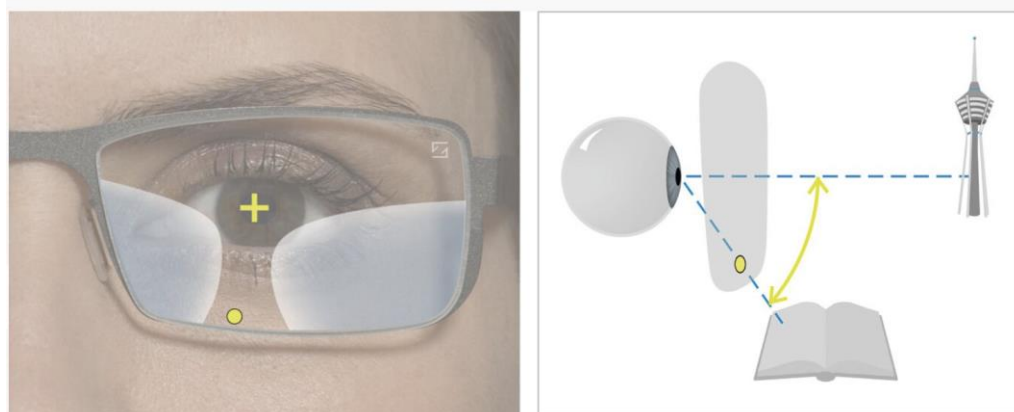
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

（2）光学设计：光学设计即通过一定的曲率设计形成镜片，视物影像得以落在视网膜上，这个技术决定了镜片的视力矫正效果和视野效果。光学设计能够解决多个问题：

①**直视效果**: 同一个度数的镜片, 可以有不同的镜面曲率设计形式, 比如正面+4.00D 背面-6.00D 或正面+3.00D 背面-5.00D 均可制作-2.00D 镜片。国内外主流品牌对于每一个度数都研发了一种最佳曲率组合 (如: 正面+4.00D 背面-6.00D 是-2.00D 镜片的最优解), 不同度数镜片的正反两面曲率均有所更改。

②**斜视相差**: 斜视相差即眼球转动或镜片位置移动而产生的相差。为了解决这个问题, 自由曲面设计诞生。自由曲面可以理解为由多个棱镜组成, 每个点的度数都不同, 可达到视野变大、光学畸变减少的效果。渐进片是自由曲面的应用之一, 具体而言, 渐进片能够让人群看清近中远距离的物品, 主要用于近视防控及近视老花眼。

图 17: 渐进片功能示意图



数据来源: 蔡司官网, 东吴证券研究所

此外, 明月镜片专门针对中国人的眼球结构和用眼习惯进行光学设计。举例而言, 在“轻松控”近视防控镜片中, 明月对镜片视像区域进行向鼻侧内偏设计, 符合中国孩子“长时间近距离用眼”和“眼球内旋”的生理特点, 最大化提升了佩戴舒适感。

图 18: 明月“轻松控”近视防控镜片向鼻侧内偏设计示意图



数据来源: 明月公众号, 东吴证券研究所

(3) **膜层技术**: 镜片膜层是指在镜片表面镀上的多层光学薄膜。在镜片表面用物理或化学的方法, 镀上一定厚度的单层或多层光学薄膜, 能够提升镜片的性能, 或者使镜片实现一些新的优良性能。基础膜层如防指纹膜、防灰尘膜、耐磨损膜、防反射膜等为镜片膜层的基础选择, 主要解决影响视觉清晰度的障碍。而功能性膜层更能进一步满

足消费者各种功能性的需求。

表 5: 部分镜片品牌膜层技术对比

	依视路	蔡司	明月
防紫外线膜	镜片防晒指数增加到 E-SPF 35, 并独创双面防护, 加入双重的紫外线防护	加入双重的紫外线防护, 蔡司透明镜片能够阻挡高达 400nm 的有害紫外线。	紫外线阻隔率 ≥ 99%
防蓝光膜	能有效反射波长 415nm-455nm 的有害蓝光, 并且能对有害与有益蓝光区分防护	科学防蓝光, 拦截 445nm 以下的有害蓝光, 保留 450-480nm 的有益蓝光	“防蓝光 Pro”系列, 蓝光阻隔率高达 40%
防静电膜	采用 i-technology 技术, 镜片表面分子结构更致密, 有效防止灰尘吸附	防止静电沉积, 镜片表面不会轻易吸附灰尘和绒毛	ITO 防静电膜层有效减少静电产生
耐磨损膜	采用含有有机基质和无机超微粒物的加硬液, 在镜片表面形成镀膜, 减少划痕伤害	离子轰击膜层技术使涂层粘合更持久, 极高的硬度提高耐用性	采用加硬材料二氧化硅或有机硅通过浸泡法聚合而成, 镀在镜片表面防止划伤

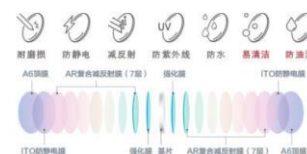
数据来源: 各公司官网, 天猫, 东吴证券研究所

公司深耕镜片行业多年, 积累了丰富的经验和技術, 技术壁垒显著。公司在镜片原料、光学设计、膜层技术及生产工艺等方面的积累, 使公司形成了自身独特的技术壁垒。公司多年以来自主研发了多种镜片的生產配方及工艺, 公司专门针对中国人眼球结构及用眼习惯进行镜片产品的研发设计, 更适合中国人佩戴, 这是外资主要的难题。明月拥有原料研发和生产企業, 掌握自主研发技术, 中高折射率聚合树脂单体和胶黏剂的研发上具备强大优势。长期的技术积累与创新使得公司在中高端产品中存在明显优势, 助力公司保持行业领先。

表 6: 公司技术领域研发与创新

技术领域	具体表现	示意图
光学设计的研发与创新	产品覆盖各种光度范围, 并拥有单焦点、渐进多焦点产品; 并且对于复杂的光学结构需求, 公司创办了定制车房, 对独特的客户需求提供一对一的专属光学设计及镜片生产。	

光学膜层设计及应用工艺，如强化膜、防水防油膜、防静电膜等。



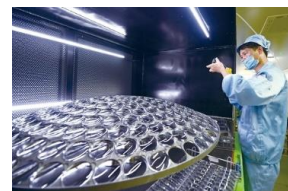
通过调整镜片基础材料、调节配方、光学设计或镜片膜层，使得镜片拥有一种或同时拥有多种功能特性，比如蓝光防护、智能变色等。



预聚物生产：经过多年的摸索与改进，公司实现 1.56 和 1.60 折射率的预聚物自主生产，并且能对业内其他镜片



原材料的改良与创新
聚合固化配方及工艺：公司不断优化和创新聚合工艺，提高自产树脂原料品质，改善和弥补进口高折射率原料的性能与缺陷，加速新型材料的转化速度。



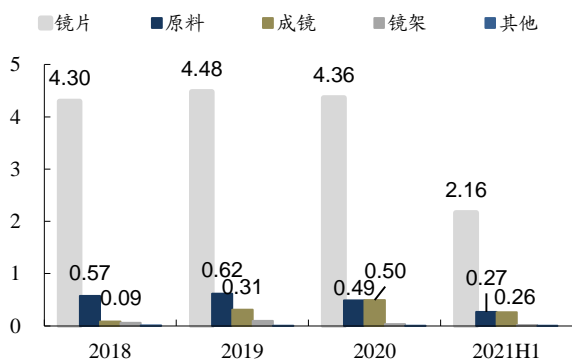
生产控制的积累与创新
公司不断精研生产工艺，对不同材料、添加剂、环境、时间条件下的聚合、固化、镀膜过程及效果进行了研究，不断优化与创新生产工艺细节。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 镜片产品结构优化，积极聚焦中高端市场

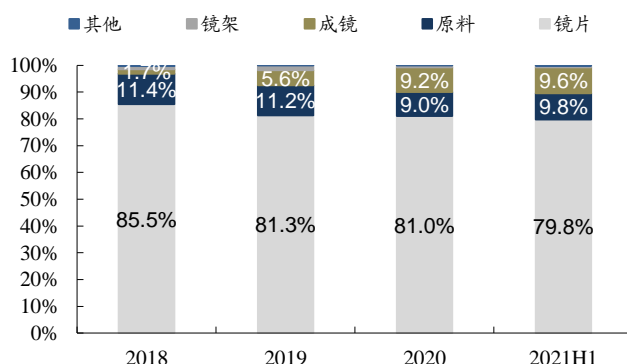
镜片贡献主要收入，原料业务稳定增长。公司专注于眼镜镜片、镜片原料、成镜等眼视光产品的研发、生产和销售。镜片是公司的核心产品，自 2018 年以来，公司镜片产品占主营业务收入比例平均保持在 80%以上。2006 年，公司与韩国 KOC 合作设立工厂，研发并生产树脂原料，2018 年以来原料业务占比稳定在 10%左右。

图 19: 2018-2021H1 公司各业务板块收入 (亿元)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 20: 2018-2021H1 公司各业务板块收入占比



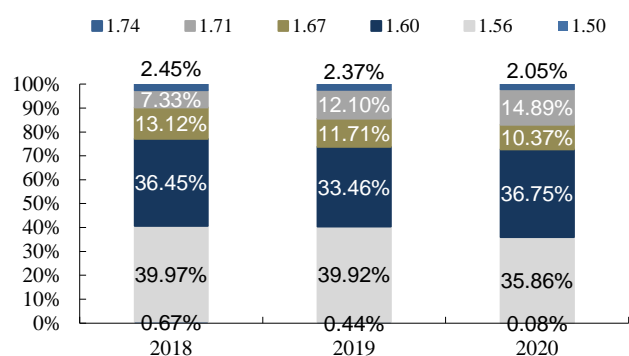
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

镜片产品结构优化，积极聚焦中高端市场。公司镜片产品优化方式分为常规镜片及

功能镜片 2 个方向:

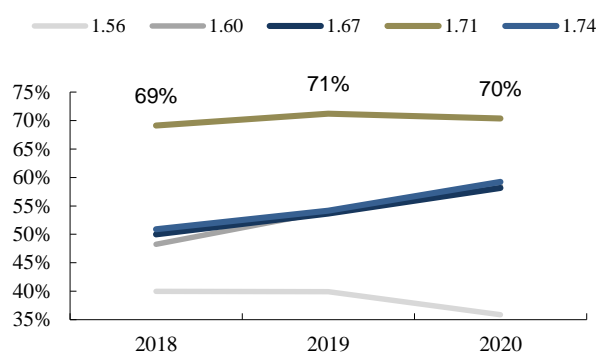
(1) **镜片高折化, 持续推进品牌战略, 优化产品结构。**由于 1.56 及 1.60 系列等低折射率常规镜片国内可生产的厂家数量众多, 导致下游价格竞争激烈。因此公司提高 1.56 及 1.60 常规产品价格主动放弃部分业务合作, 优化产品结构。公司集中优势资源重点发展 1.71 系列产品, 1.71 产品在折射率、阿贝数、性价比等方面具综合优势, 能够替代 1.67 及 1.74 产品。由于该系列为公司首创, 产品性能突出, 毛利率远超其他产品。1.71 产品作为公司的明星产品, 我们预计该系列对公司收入贡献增长较快。

图 21: 2018-2020 年公司各折射率镜片产品收入占比



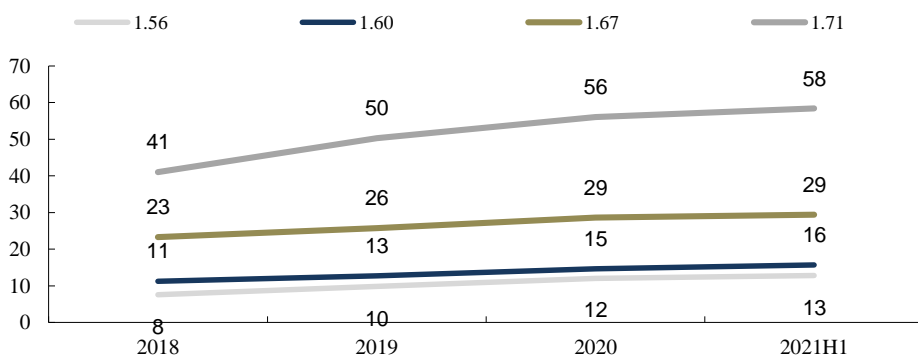
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 22: 2018-2020 年公司各折射率镜片产品毛利率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

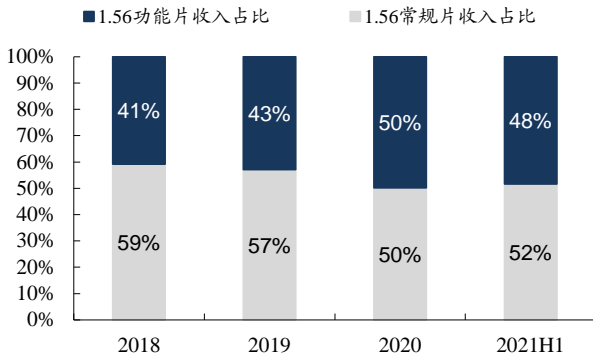
图 23: 2018-2021H1 自有品牌 1.56、1.60、1.67、1.71 系列常规镜片单价 (元/片)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

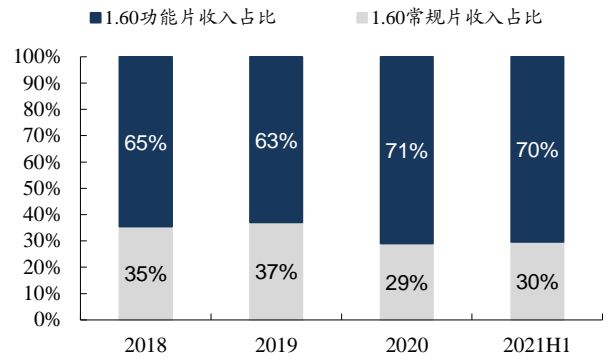
(2) **低折产品功能化, 迎合功能性消费需求。**对于 1.56 及 1.60 等低折射率产品, 公司调整镜片基础材料、光学设计、镜片膜层, 大力推进防蓝光、变色、渐进、超韧、抗冲击、超亮等功能片, 迎合消费市场需求。另外, 公司 2021 年发布了近视防控镜片“轻松控”, 镜片折射率主要为 1.60, 贴近当前的近视防控需求, 为拓展新增业务的又一里程碑。2020 年起, 1.56、1.60 系列功能片占系列收入比例分别提升到 50%/70%左右。

图 24: 2018-2021H1 1.56 镜片常规、功能片占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

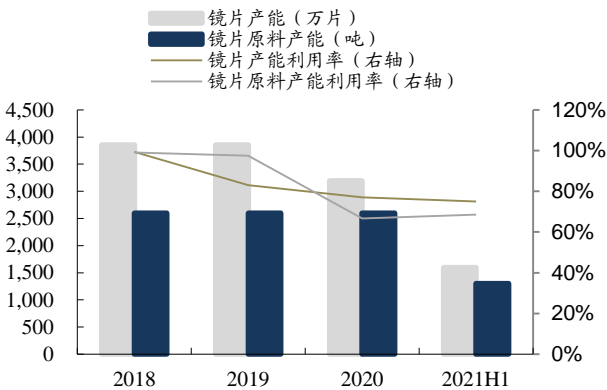
图 25: 2018-2021H1 1.60 镜片常规、功能片占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

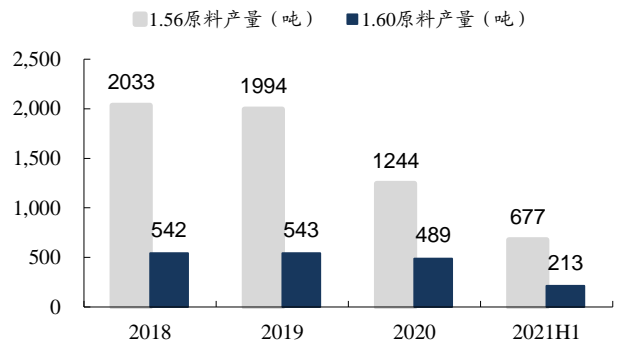
自产低折射率原材料, 具备从 1 到 N 的技术改良优势。在产品结构优化、产线精益化管理下, 公司适量降低部分低折常规片产品产量, 因此镜片产能自 2019 年来有所下降。除了镜片业务, 公司还生产 1.56 及 1.60 系列镜片原材料, 每年镜片原料产能固定为 2600 吨, 原料产能利用率受疫情影响有所降低。原材料从 0 到 1 的研发生产主要掌握在日本、韩国等少数国家手中, 其他国家企业往往只能直接进口预聚物用于生产, 2006 年公司与韩国 KOC 合作设立工厂江苏可奥熙, 研发并生产树脂原料。在从 1 到 N 的过程中, 公司具备以下优势: (1) 自产 1.56 及 1.60 折射率的预聚物, 实现自给及对外销售 (2) 改良聚合物分子结构, 研发 1.71 高折射率、低色散镜片。

图 26: 2018-2021H1 镜片及原料产能、产能利用率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 27: 2018-2021H1 1.56、1.60 镜片原料产量

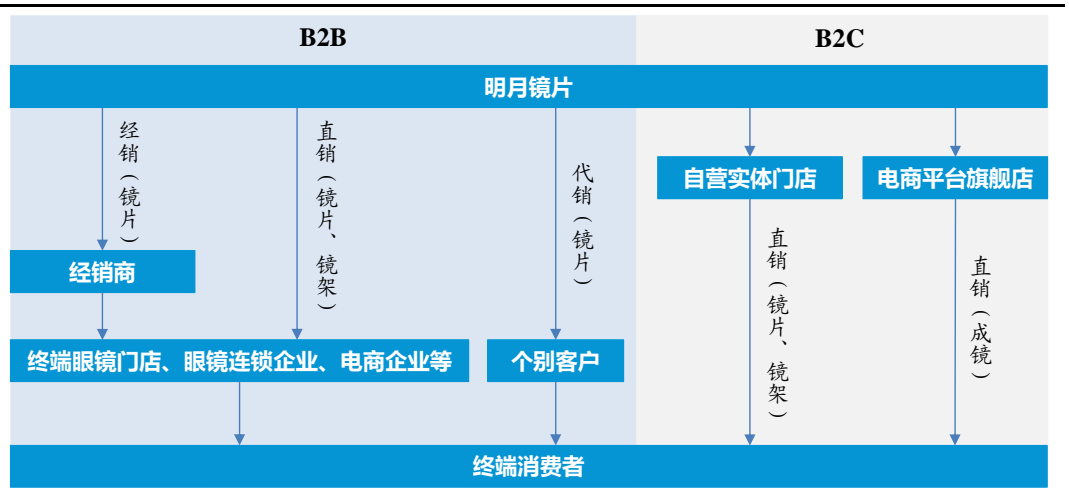


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 覆盖全国数万家眼镜门店, 渠道布局广且深

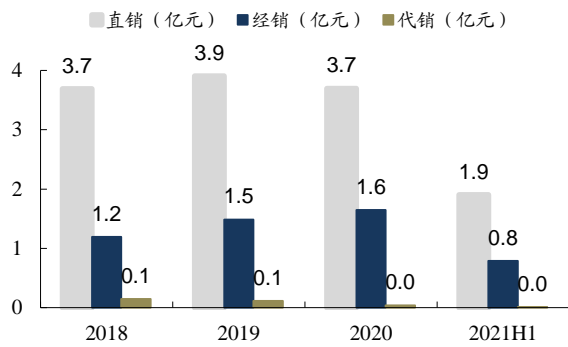
公司产品销售模式可划分为 B2B 及 B2C, B2B 包括经销、直销、代销, B2C 包括电商自营及丹阳明月体验店自营。2021 年上半年直销、经销收入分别占总收入 70%/29%。

图 28: 公司销售渠道拆分



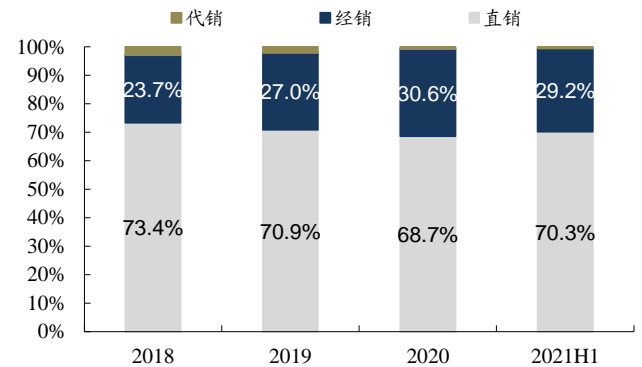
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 29: 2018-2021H1 公司各渠道收入



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 30: 2018-2021H1 公司各渠道收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

直接及间接覆盖万家门店客户, 全国销售渠道完善且稳定, 具备较强渠道壁垒。公司在全国范围内建立了良好的渠道网络体系。客户数量角度, 截至 2021 年, 公司直接、间接覆盖全国各省市地区数万家门店客户, 其中 2020 年直销客户数量达 3187 个, 3 年来总体保持稳定。客户类型角度, 公司客户类型覆盖齐全, 具有稳定的合作关系。公司主要客户包括品牌商及渠道商, 比如 JINS 等品牌商、江苏淘镜等电商企业、郑州明月眼镜等经销商。

表 7: 公司主要客户情况

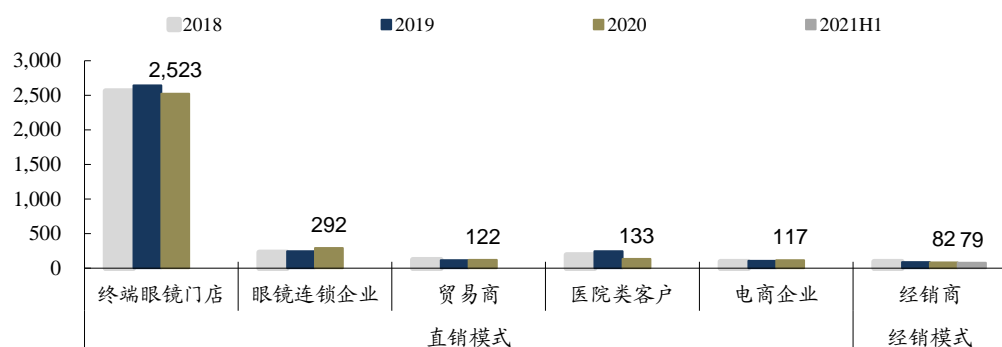
客户名称	成立年份	企业类型	2021H1 营收占比	基本情况
JINS INC	2018 年	品牌商	3.35%	日本著名快时尚眼镜品牌, 由上市公司 (株) JIN 独资创办, 截止 2020 年 1 月, 中国国内店铺已经超过 150 家, 全球店铺超过 300 家。2021 年 H1, JINS 总营收约合人民币 19 亿元。

郑州惠济明月眼镜商行	2017年	经销商	4.17%	-
江苏淘镜	2006年	电商企业	2.51%	江苏淘镜有限公司隶属于 Zenni 光学，是一家集研发、生产、销售于一体的外商独资企业。母公司 Zenni 光学作为全球著名电商企业，被美国国家新闻誉为购买定制处方眼镜最好的网站之一。
兴洋光学	2017年	电商企业	2.17%	Firmoo 平台从事为海外客户提供一对一管家服务式的个性化眼镜定制服务

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

优化直销客户，淘汰以低端产品订单为主的客户。公司产品结构清晰、覆盖齐全，核心技术产品 1.71 系列逐渐成长为公司的旗舰产品，同时公司定制镜片生产工艺成熟，2018 年以来，公司优化直销客户结构，减少以低端产品为主的客户的订单，带来平均出厂价的加速提升。

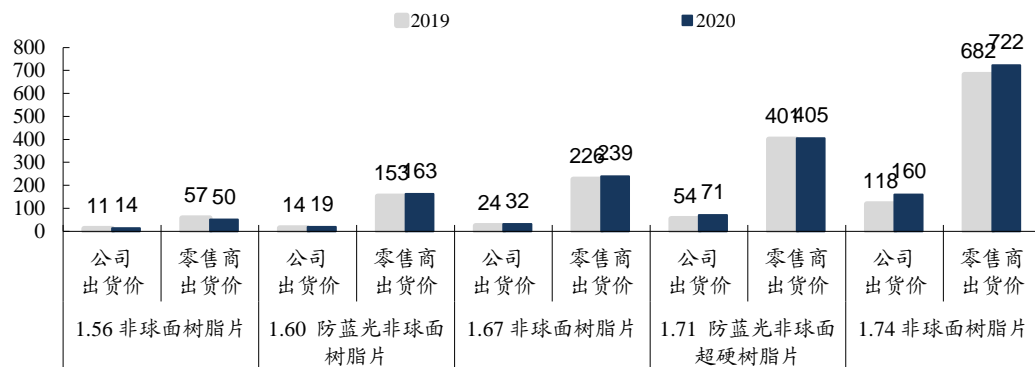
图 31：2018-2021H1 公司直销及经销模式客户数量（家）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：直销模式数据为截至 2020 年

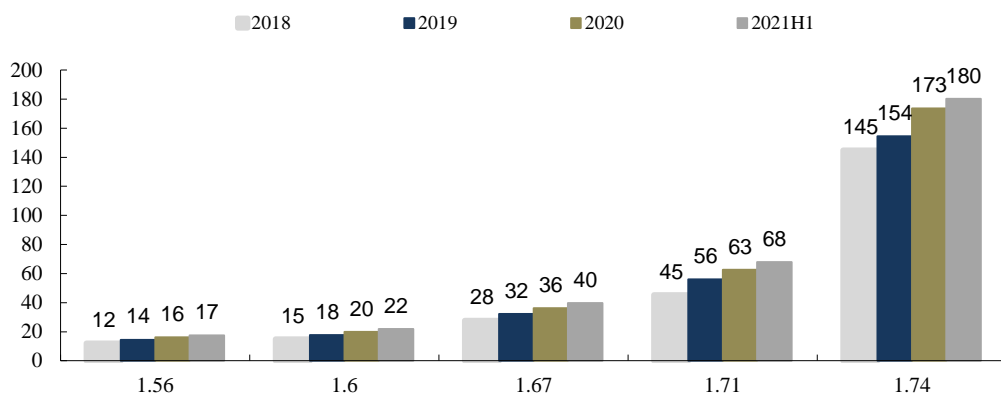
图 32：2019-2020 年直销模式下公司及零售商出货价格变动（元/片）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：此处选取公司与 4 家下游直销客户合作的零售价格算术平均数为样本进行列示说明

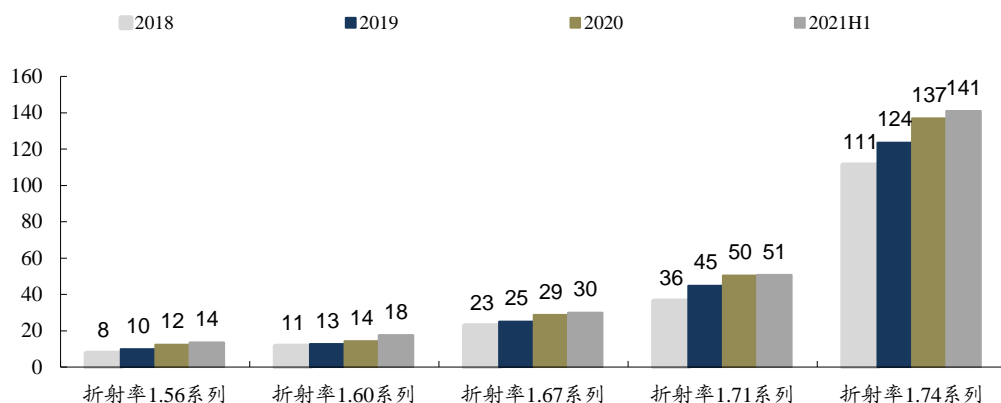
图 33: 2018-2021H1 直销模式下自有品牌镜片单价 (元/片)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司优化经销商结构, 取消经销商折扣间接提升镜片销售价格。经销模式下, 公司采取买断式销售合约, 具有稳定的业绩保障。公司对于经销商有严格的绩效考核, 并定期进行经销商结构优化, 自 2018 年起公司合作经销商数量稳中略降。平均出厂价持续提升。

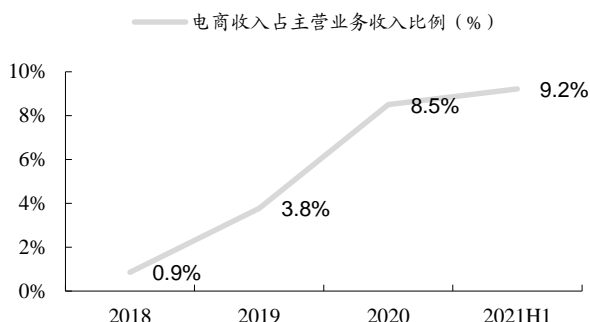
图 34: 2018-2021H1 经销模式下自有品牌镜片单价 (元/片)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

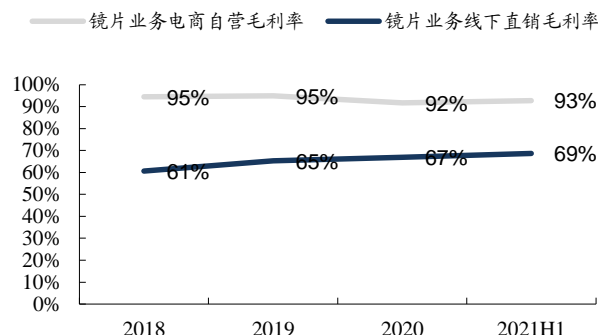
公司积极布局线上渠道, 开拓新的渠道, 获取更多增量, 同时电商渠道也有利于品牌直接触达消费者, 提升镜片品牌的消费者认知度。

图 35: 2018-2021H1 电商收入占主营业务收入比例



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 36: 2018 年以来镜片业务线上自营和线下直销毛利率



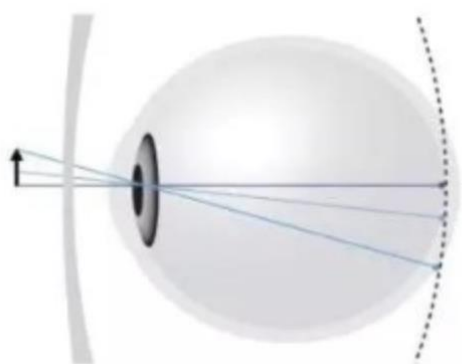
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.4. 近视防控镜为新增长点, 期待“轻松控”产品发力

近视防控眼镜产品或成为行业未来发展的第二曲线:

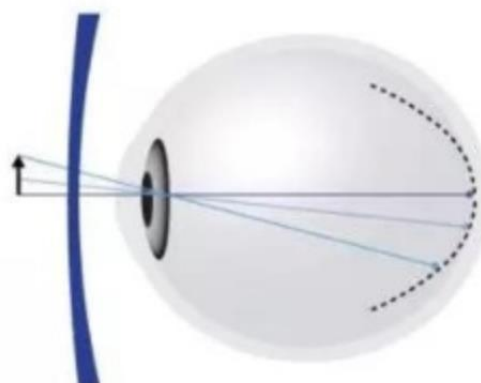
(1) 对于青少年而言, 眼轴长度随生长发育增长, 导致每年度数不断增加。近年来, 我国近视呈现低龄化发展, 2020 年我国青少年总体近视率为 52.7%, 其中初中生、高中生近视率达 71.1%/80.5%。青少年由于仍处在长身体阶段, 普通框架眼镜可以让其眼球中心的物像投在视网膜上, 但是外围的成像会在视网膜后方, 从而让大脑发出信号, 让视网膜后移, 导致眼轴增长, 从而造成近视持续加深。因此青少年每年的眼镜度数都会增加, 直到停止生长发育后, 近视度数才稳定, 近视防控眼镜应需求而诞生, 运用“近视性离焦”设计, 改变了传统近视眼镜的光学原理, 使得周边区域的成像落在视网膜前, 形成“膜前离焦”, 进而控制眼轴向后方生长, 稳定近视度数。

图 37: 普通框架眼镜成像效果



数据来源: 蔡司官网, 东吴证券研究所

图 38: 近视防控眼睛成像效果

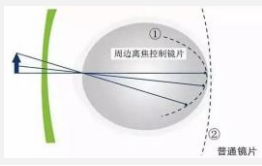
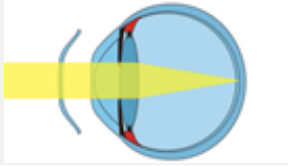


数据来源: 蔡司官网, 东吴证券研究所

(2) OK 镜仅适用于特定人群, 近视防控眼镜基本无客观条件限制。市场上减缓近视的主流方法为佩戴 OK 镜 (角膜塑形镜)、近视防控眼镜等。OK 镜对适用人群年龄、

散光、角膜、眼压要求较高，若通过医院一系列检查后，后续自我佩戴过程中处理不当时也有细菌感染角膜的风险，因而并发症风险成为大部分父母的顾虑。同时 OK 镜单价更高，整体验配流程相对更加复杂，近视防控眼镜有望成功切入部分市场。






表 8: OK 镜及近视防控眼镜的特性对比

	近视防控眼镜	OK 镜
示意图		
原理	将中心及外围的成像均投于视网膜前，从而控制眼轴增长，达到减缓近视的目的	通过眼睑压力和泪液张力改变角膜前表面的弧度，达到暂时降低屈光度数，提高裸眼视力的目的
佩戴时间	工作时	睡眠时
购买地点	眼镜零售店、医院等	医院
适用人群	年龄 4 岁以上，近视 1000 度以内，散光 400 度以内	年龄 8 岁以上，近视 600 度内，散光 200 度以内，角膜曲率 39.5 至 46，眼压 10-21mmHg
防控效果	近视防控率约为 30%~67%	近视防控率约为 30%~55%
主流价格带	2000-4000 元/副	约 9000-11000 元/副
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 价格性价比较高 2. 适用人群限制较少 3. 无其他并发症 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 白天无需佩戴框架眼镜，美观程度高 2. 为经过国家批准的医疗器械，在临床上对安全性和有效性都有严格的规定
劣势	<ol style="list-style-type: none"> 1. 少量影响眼睛自我调节功能 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 适用人群有一定限制 2. 价格昂贵 3. 夜晚角膜形状恢复后视力下降 4. 可能存在角膜炎并发症

数据来源：上海十院眼科，有来医生，东吴证券研究所

(3) 眼镜零售店配镜流程简单、注重售后服务。对比眼镜店和医院两种零售渠道，从验光步骤来看，在眼镜店与在医院的检测步骤基本相同，从售后来看，购镜后可进行无限次免费验光复查，并对售后有一定保障。此外，由于近视防控眼镜并不属于医疗器械，在零售店销售近视防控镜无需附加专业资质，销售渠道布局较为广泛。

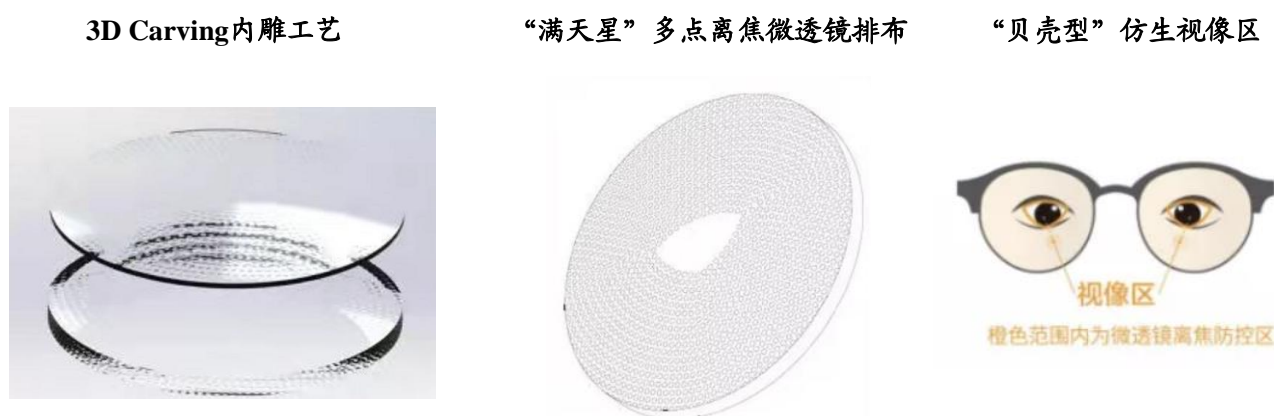
图 39: 眼镜零售店验光步骤

	问诊与初步筛查	初步预查，全面了解日常用眼习惯，进行近视、远视、散光测量
	屈光检查	进一步精确的主视觉验光，例如精确的眼睛近视和远视度数、散光度数和散光方向、老花度数
	视功能评估	进一步了解双眼的融像及立体视功能，筛查双眼协调功能是否存在隐斜，及视觉模式是否定型
	眼镜健康评估	通过专业仪器对眼镜及眼底健康进行检查，及早发现角膜病变、白内障、高度近视眼底病变等隐患风险
	专业诊断及建议	专业验光师总结验光结果，提供个性化诊断建议，确保配镜更舒适、眼睛更健康。

数据来源：LensCrafters 公众号，东吴证券研究所

“轻松控”近视防控产品进化迭代，持续验证公司高研发水平。2021 年，公司联合中国工程院庄松林院士团队共同推出首代近视防控镜片“轻松控”，采用周边离焦技术，镜片折射率主要为 1.60，截至 2021 年三季度，公司“轻松控”获得良好收益。2021 年末，公司又推出了“轻松控” Pro。离焦技术角度，产品采用多区正向光学离焦技术，基于视网膜成像和离焦理论的多次验证，增加离焦面积是一种被证明可有效控制眼轴增长的方式。团队设计了“满天星”微透镜排列方案，通过 1295 个微透镜增加离焦面积，保证近视防控更有效。镜片设计角度，公司及团队根据中国孩童用眼水平切换多、上下切换少的特征，设计了上下非对称“贝壳型”视像区。光学设计角度，1.67 折射率镜片较一代产品更轻薄。我们预计公司“轻松控”系列产品将持续实现良好经济收益。

图 40: “轻松控” Pro 产品卖点



数据来源：梦视光学公众号，东吴证券研究所

“轻松控”具备近视防控技术精湛、佩戴舒适、性价比高等优势。横向对比来看，明月近视防控镜片采用树脂材料，相比较 PC 材料更易加工、更耐磨。在运用多区正向光学离焦设计的品牌中，明月的微透镜数量远超同行企业，更多的微透镜能够做到更有

效的近视防控。同时，1.67 的折射率大幅高于同行的 1.59，重量轻 9%以上、边缘薄 10%以上，轻薄的镜片设计更适合孩童正处于发育阶段的鼻梁。值得一提的是，鼻侧近视区扩大设计更符合中国孩子长时间近距离用眼以及看近处时眼球内旋的生理属性，孩子更愿意长时间佩戴。在技术更精进、佩戴更舒适的基础上，“轻松控”零售价较国际品牌低 1000 元以上，具备更高的性价比。

表 9：近视防控眼镜主要产品一览

	蔡司成长乐	豪雅新乐学	依视路星趣控	明月轻松控	明月轻松控 Pro	万新易百分
推出时间	2010 年 8 月	2018 年 7 月	2020 年 11 月	2021 年 6 月	2021 年末	2021 年
售价 (元)	普通版： 1380/1880 专业版： 2760/3880	3980	3680	1498	2698	经典：880 超薄：1280 特薄：1980
材料	树脂	PC	PC	树脂	树脂	树脂
折射率	1.5/1.6/1.67	1.591	1.591	1.60	1.67	1.55/1.60/1.665
膜层	莲花膜/钻立方 铂金膜	MS 膜	钻晶 A 系列	天视 A6 膜	天视 A6 膜	暗光优化魔力层
技术	周边离焦技术	多区正向光学 离焦设计	多区正向光学 离焦设计	周边离焦技术	多区正向光学 离焦设计	周边离焦技术
特点	-	396 个微透镜	1021 个微透镜	超亮镜片增加 视物清晰度	1295 个微透 镜，鼻侧近视 区扩大设计	夜视提高清晰 度和对比度
佩戴要求	近视：950 度 以内；散光： 400 度以内	近视：1000 度 以内；散光： 400 度以内	近视：1000 度 以内；散光： 400 度以内	-	近视：800 度 以内；散光： 400 度以内	-
效果	近视患者平均 延缓近视发展 30%	近视加深减慢 59%，眼轴增 长速度减慢 60%	近视发展平均 水平较单光镜 片减缓 67%	临床数据尚未 公布	临床数据尚未 公布	未公布
交货期	现片：5 天 定制：10 天	现片：14 天 定制：30 天	现片：7 天 定制：14 天	现片：48 小时 定制：72 小时	现片：48 小时 定制：72 小时	-

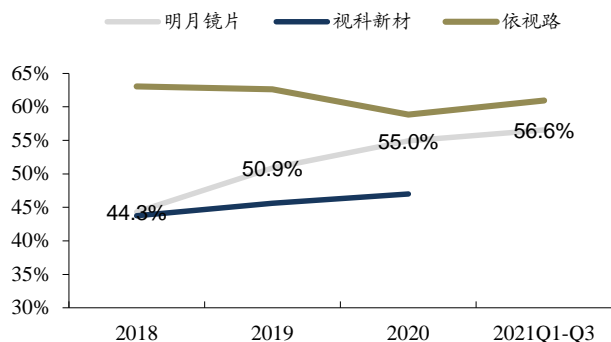
数据来源：各公司官网，京东，知乎，东吴证券研究所

4. 财务：产品结构优化下，盈利能力稳步提升

公司毛利率逐年稳步增长，2019 年来净利率稳定在 15%左右，为行业较高水平。

公司毛利率由 2018 年的 44.3% 不断增长, 到 2021 年前三季度已高达 56.6%。主要是由于公司全面推行品牌战略, 主动调整镜片产品的结构, 积极聚焦中高端镜片市场, 重点研发并推广功能片镜片系列等公司具备差异化竞争优势的镜片品类, 从而实现毛利率和销售净利率的不断提升。

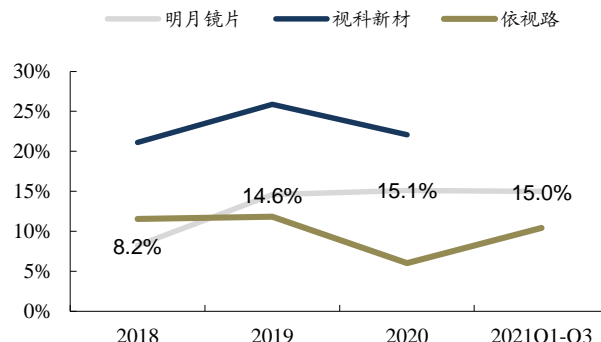
图 41: 2018-2021Q1-Q3 可比公司毛利率对比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 视科新材以 2020H1 数据代替 2020 年数据, 依视路以 2021H1 数据代替 2021Q1-Q3 数据

图 42: 2018-2021Q1-Q3 可比公司销售净利率对比

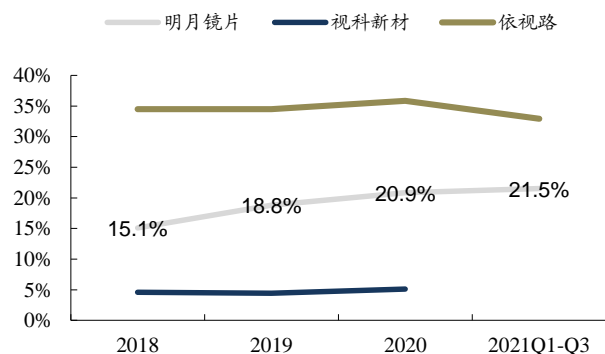


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 视科新材以 2020H1 数据代替 2020 年数据, 依视路以 2021H1 数据代替 2021Q1-Q3 数据

公司期间费用率稳步上升, 持续加大营销及研发投入。销售费用角度, 公司处于快速发展阶段, 在品牌战略的基础上不断加大广告宣传费的投入, 通过代言人、广告植入等多元化营销方式, 在百花齐放的行业中突出重围, 打造高品牌知名度, 进一步抢占消费者心智。2018 年以来公司销售费用率逐年提高, 2021 年前三季度销售费用率达 21.5%。研发费用角度, 公司保持对前沿核心技术的研发投入, 研发费用率与行业龙头相近, 2021 年前三季度研发费用率达 3.3%。

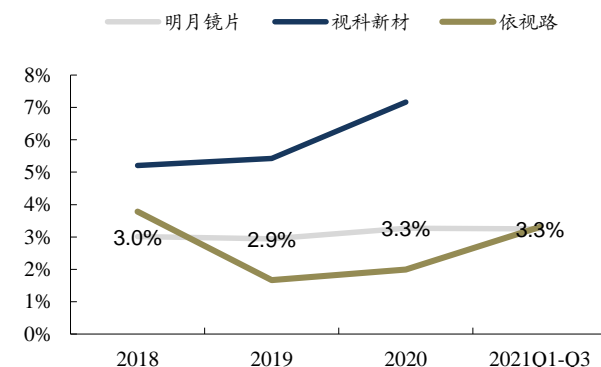
图 43: 2018-2021Q1-Q3 可比公司销售费用率对比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 视科新材以 2020H1 数据代替 2020 年数据, 依视路以 2021H1 数据代替 2021Q1-Q3 数据

图 44: 2018-2021Q1-Q3 可比公司研发费用率对比



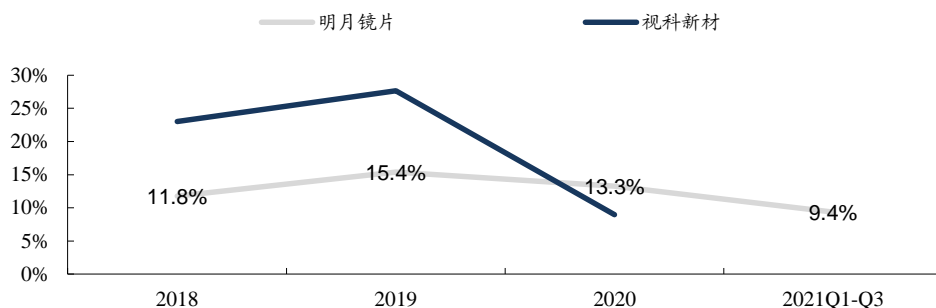
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 视科新材以 2020H1 数据代替 2020 年数据, 依视路以 2021H1 数据代替 2021Q1-Q3 数据

公司尚处于成长期, ROE 有望进一步提升。2018-2020 年, 公司摊薄 ROE 分别为

11.8%/15.4%/13.3%，较为稳定。未来公司品牌影响力的上升，公司行业地位的进一步稳固，公司 ROE 有望进一步提升。

图 45: 2018-2021Q3 可比公司 ROE (摊薄) 对比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注：视科新材以 2020H1 数据代替 2020 年数据

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

主要假设：

镜片：2021 年公司仍在产品结构调整中，我们预计公司 2021 年镜片收入增速为-1%，2022-2023 年开始大规模拓展，预计分别实现收入增速 33%/35%。

原料销售：我们预计公司 2021-2023 年每年收入保持 10%的增速。

眼镜：我们预计公司 2021-2023 年每年收入保持 7%的增速。

镜架：2021 年仍在调整中，我们预计 2022-2023 年收入增速分别保持 5%。

新增品类：公司仍在积极拓展品类中，包括近视防控眼镜，老花镜等等，我们预计从 2022 年开始，拓品类业务将会有较大的增量贡献。

综上所述，我们预计公司 2021-2023 年将实现总收入 5.4 亿/7.7 亿/10.1 亿元，同比增速分别为 0%/43%/31%。

表 10: 明月镜片收入拆分

百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	540	542	772	1,015
yoy	-2%	0%	43%	31%
镜片	436	430	572	772

yoy	-3%	-1%	33%	35%
原料销售	49	53	59	65
yoy	-22%	10%	10%	10%
眼镜	50	53	57	61
yoy	61%	7%	7%	7%
镜架	4	3	3	4
yoy	-63%	-10%	5%	5%
新增其他品类	0	80	112	157
yoy			40%	40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率：随着高毛利产品的占比的逐年提升，我们预计公司整体毛利率 2021-2023 年分别为 56.6%/58.8%/59.1%。

费用率：我们假设公司销售费用率，管理费用率 2021-2023 年保持不变，分别为 22% 和 12%。

5.2. 投资评级

明月镜片是我国眼镜镜片公司的龙头，自身产品技术品质出众，渠道布局广且深，未来公司产品结构的不断优化，盈利能力将持续提升，近视防控眼镜市场方兴未艾，未来空间广阔，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7769 万元/1.2 亿元/1.6 亿元，我们选取同样做近视治疗，防控等相关业务的公司作为可比公司，可比公司 2022 年平均 PE 为 58 倍，公司是 A 股首家上市的有一定规模的镜片公司，本身有一定的标的稀缺性，公司 2022 年 PE 约 51 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300595	欧普康视	338	39.79	649.00	872.00	1,160.00	52	39	29
300015	爱尔眼科	1,806	33.40	2,358.00	3,014.00	3,959.00	77	60	46
688050	爱博医疗	162	153.99	156.00	212.00	285.00	104	76	57
平均							78	58	44
301101	明月镜片	63	46.86	77.69	122.68	163.50	81	51	39

数据来源：可比公司盈利预测均来自东吴证券研究所，数据截至 2022 年 2 月 14 日

注：前文的依视路和视科新材由于市场数据受限，故在此在估值表中剔除。

6. 风险提示

国内疫情反复的风险：目前，国内新冠疫情仍在持续反复中。如果新冠疫情持续蔓延，消费者线下活动将受到影响，从而直接冲击眼镜等以线下零售为主的行业，消费终端疲软将会直接传导至上游镜片生产企业，进而影响公司整体经营业绩。

近视防控眼镜推广不及预期：近视防控眼镜作为近年来兴起的新的品类，目前仍处于市场认知提升的阶段，可能会存在新品推广接受度不及预期的风险。

镜片研发风险：树脂镜片制造业是一个技术创新推动型行业，融合了数学、光学、有机化学、表面及结构物理、机械加工、医学等多学科领域的高新技术，本身有一定技术壁垒，公司虽然现阶段技术领先，但不排除公司在新技术的开发和应用上不能一直保持领先地位。

原材料价格波动的风险：公司的主要原材料包括丙烯醇、DMT 等化工原料以及树脂单体等。2018-2021H1 公司直接材料成本占主营业务成本比例分别为 55.16%、56.74%、55.56%和 57.12%，公司主要原材料价格波动对公司产品生产成本影响较大。

明月镜片三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	472	1,476	1,672	1,923	营业收入	540	542	772	1,015
现金	206	1,226	1,330	1,479	减:营业成本	243	235	318	415
应收账款	128	119	169	222	营业税金及附加	7	7	9	12
存货	101	103	140	182	销售费用	113	119	170	223
其他流动资产	37	28	33	39	管理费用	66	65	93	122
非流动资产	219	205	189	173	研发费用	18	16	23	30
固定资产	147	132	117	102	财务费用	0	0	0	0
使用权资产	1	1	1	1	资产减值损失	3	0	0	0
无形资产	44	44	43	42	加:投资收益	1	0	0	0
其他非流动资产	322	292	262	233	其他收益	7	8	11	14
资产总计	692	1,680	1,861	2,096	营业利润	95	108	170	226
流动负债	126	120	159	203	加:营业外净收支	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	97	108	170	226
应付账款	70	64	87	114	减:所得税费用	16	17	27	36
其他流动负债	56	56	71	89	少数股东损益	12	13	20	27
非流动负债	3	3	3	3	归属母公司净利润	70	78	123	164
长期借款	0	0	0	0	EBIT	95	100	159	212
其他非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	127	125	184	238
负债合计	129	123	162	206	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	36	49	69	95	每股收益(元)	0.69	0.58	0.91	1.22
归属母公司股东权益	527	1,509	1,631	1,795	每股净资产(元)	5.23	11.23	12.14	13.36
负债和股东权益	692	1,680	1,861	2,096	发行在外股份(百万股)	101	134	134	134
					ROIC(%)	14.2%	5.4%	7.9%	9.4%
					ROE(%)	13.3%	5.1%	7.5%	9.1%
					毛利率(%)	55.0%	56.6%	58.8%	59.1%
					销售净利率(%)	13.0%	14.3%	15.9%	16.1%
					资产负债率(%)	18.6%	7.3%	8.7%	9.8%
					收入增长率(%)	-2.3%	0.4%	42.5%	31.4%
					净利润增长率(%)	0.2%	11.0%	57.9%	33.3%
					P/E	n.a	81.03	51.31	38.50
					P/B	n.a	4.17	3.86	3.51
					EV/EBITDA	n.a	40.62	26.93	20.24

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 公司于2021年12月上市, 故2020年PE, PB和EV/EBITDA空缺

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>