

## 明月镜片 (301101.SZ) 增持 (首次评级)

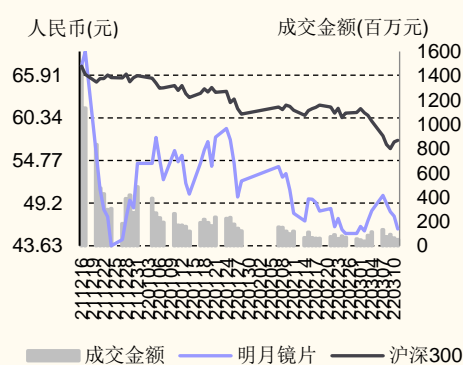
## 公司深度研究

市场价格(人民币): 45.82元

目标价格(人民币): 51.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.34
已上市流通A股(亿股)	0.30
总市值(亿元)	61.56
年内股价最高最低(元)	69.00/43.63
沪深300指数	4307
创业板指	2665



## 国产镜片领先品牌，离焦镜有望快速放量

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	553	540	630	764	901
营业收入增长率	8.46%	-2.32%	16.65%	21.42%	17.90%
归母净利润(百万元)	70	70	84	105	126
归母净利润增长率	112.64%	0.23%	20.10%	25.03%	20.24%
摊薄每股收益(元)	0.693	0.695	0.626	0.782	0.941
每股经营性现金流净额	0.71	0.78	0.77	0.93	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.39%	13.28%	5.71%	6.85%	7.85%
P/E	n.a	n.a	86.89	69.50	57.80
P/B	n.a	n.a	4.97	4.76	4.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **镜片行业市场空间广阔，公司为国内知名综合类眼镜镜片生产商。**国内近视患者规模庞大，镜片需求不断上升，根据 statistic 公布的统计数据显示，2019 年度中国镜片销售量为 2.22 亿片，同期，明月镜片境内销量为 2897 万片，明月镜片占国内镜片销量比例为 13.05%。
- **公司产品结构不断优化，离焦镜产品有望成为新增长点。**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，满足人们多样化、高端化需求；目前离焦镜市场仍被蔡司成长乐等进口品牌产品占据，公司于 2021 年 6 月推出明月“轻松控”，考虑到公司离焦镜片与国外品牌产品更具性价比优势，有望迎来快速放量。
- **直销为主，经销为辅，全渠道布局推动公司快速发展。**公司渠道资源丰富，销售网络遍布全国。截至 2020 年末，公司眼视光产品经销商客户达 82 家、直销客户数 3169 家、授权合作的电商企业数量近百家。渠道端，公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，直销模式是公司收入的主要来源，经销模式占比逐渐提升。2020 年，公司直销模式收入占比 68.7%，经销模式收入占比为 30.6%，与 2018 年相比提升 6.85%。
- **公司 IPO 发行 3359 万股份，发行价为 26.91 元/股。**募集资金主要用于高端树脂镜片扩产项目、常规树脂镜片扩产及技术升级项目、研发中心建设项目、营销网络及产品展示中心建设项目。

## 盈利预测与投资建议

- **公司全渠道的布局有望推动镜片产品快速放量，未来离焦镜产品有望逐渐贡献业绩增量。**预计公司 21-23 年归母净利润分别为 0.84/1.05/1.26 亿元，分别同比增长 20%/25%/20%，对应 EPS 分别为 0.63/0.78/0.94 元/股，现价对应 21/22/23 年 PE 倍数为 87/70/58 倍；我们选用相对估值法对公司进行估值，参考同行业上市公司可比公司情况，给予公司 12 个月内 65 倍 PE，目标价 51 元。首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- **国产替代不及预期风险、经销商管理风险、应收账款发生坏账风险、原材料价格波动风险、限售股解禁风险。**

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

镜片黄金赛道空间广阔，明月品牌价值持续提升 .....	5
国内知名综合类眼镜镜片生产商，销售网络遍布全国 .....	5
营收净利润双增长，品牌溢价下毛利率维持较高水平 .....	8
眼镜市场蓬勃发展，镜片产品空间广阔 .....	10
产品结构不断优化，离焦镜片有望成为新增长点 .....	12
公司离焦镜片有望实现国产替代，迎来第二增长曲线 .....	12
常规镜片产品结构持续优化，自主研发 1.71 高折镜片收入占比不断提升...	15
消费升级推动功能性镜片需求增长 .....	16
线上零售模式下自有品牌成镜业务快速增长 .....	18
全渠道布局，打造镜片生产龙头企业 .....	21
全渠道布局提高企业竞争力 .....	21
公司核心产品处于领先地位 .....	23
募集资金用途 .....	24
投资建议与盈利预测 .....	25
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 2020 年中国眼镜镜片市场份额（按销售额） .....	5
图表 2: 2020 年中国眼镜镜片市场份额（按销售额） .....	6
图表 3: 与公司合作的终端眼镜门店在全国各省分布情况（省份个数单位：个） （截至 2020 年末） .....	6
图表 4: 公司各大平台授权合作的电商企业数量（个）（截至 2020 年末） .....	7
图表 5: 公司各地区收入情况（万元） .....	7
图表 6: 公司各地区收入贡献占比（%） .....	7
图表 7: 镜片行业产业链 .....	8
图表 8: 2018-1H2021 公司镜片平均售价（元/片） .....	8
图表 9: 2018-1H2021 原料平均售价（元/公斤） .....	8
图表 10: 2018-1H2021 成镜平均售价（元/副） .....	8
图表 11: 2018-1H2021 镜架平均售价（元/副） .....	8
图表 12: 2018-1H2021 公司收入情况（亿元） .....	9
图表 13: 2018-1H2021 收入情况按业务拆分（万元） .....	9
图表 14: 可比公司毛利率情况（%） .....	10
图表 15: 公司毛利率情况按业务拆分（%） .....	10
图表 16: 2018-1H2021 公司归母净利润与净利率情况 .....	10
图表 17: 2018-1H2021 公司各项费用率（%） .....	10
图表 18: 2018 年与 2020 年不同阶段青少年近视发生率 .....	11

图表 19: 中国眼镜行业市场规模及预测 (亿元) .....	11
图表 20: 2020 年中国眼镜市场产品构成占比 (%) .....	11
图表 21: 中国镜片销售规模统计及预测(百万副).....	12
图表 22: 中国眼镜片人均购买量及预测 (副/百人) .....	12
图表 23: 儿童青少年近视率 (%) .....	12
图表 24: 近视发生年龄与近视度数进展关系 (横轴: 年龄; 纵轴: 度数) ...	13
图表 25: 近年来有关青少年近视防控的政策文件.....	13
图表 26: 明月“轻松控”成像原理 .....	14
图表 27: 明月镜片鼻侧内偏设计 .....	14
图表 28: Inner Carving 内雕大视野工艺 .....	14
图表 29: 与国外品牌离焦镜产品对比 .....	15
图表 30: 镜片参数及特性说明 .....	15
图表 31: 1.60、1.71 折射率非球面树脂镜片比较 .....	16
图表 32: 1.71 折射率低色散片与公司低色散镜片比较.....	16
图表 33: 公司不同折射率镜片毛利率情况 (%) .....	16
图表 34: 公司不同折射率镜片收入占比情况 (%) .....	16
图表 35: 消费者对镜片的核心需求.....	17
图表 36: 消费者购买镜片时主要考虑因素.....	17
图表 37: 公司现有功能性镜片 .....	17
图表 38: 直销模式和经销模式下功能片收入 (万元) 及增速 (%) .....	18
图表 39: 2018-1H2021 公司成镜业务收入和增速.....	18
图表 40: 2018-1H2021 成镜收入占总收入比例 (%) .....	18
图表 41: 成镜自有品牌和贴牌业务收入 (万元) 及增速情况 .....	19
图表 42: 公司现有功能性镜片 .....	19
图表 43: 不同系列自有成镜品牌收入情况 (万元) .....	20
图表 44: 不同渠道下成镜业务收入情况 (万元) .....	20
图表 45: 成镜业务电商自营与线下直销价格对比.....	21
图表 46: 成镜业务电商自营与线下直销毛利率 (%) .....	21
图表 47: 明月镜片销售模式.....	21
图表 48: 经销模式和直销模式客户的主要区别 .....	21
图表 49: 2018-1H2021 不同销售模式收入情况 (万元) .....	22
图表 50: 2020 年不同销售模式占比 (%) .....	22
图表 51: 直销客户数量变动情况 (个) .....	22
图表 52: 直销渠道下不同客户类型新增客户数量 (个) 及业绩贡献情况 (万 元) .....	23
图表 53: 2018-1H2021 经销商数量变化情况 (个) .....	23
图表 54: 2018-1H2021 经销模式收入占比 (%).....	23
图表 55: 终端销售实现比例 (%) .....	23
图表 56: 公司与依视路研发费用对比 (%) .....	24

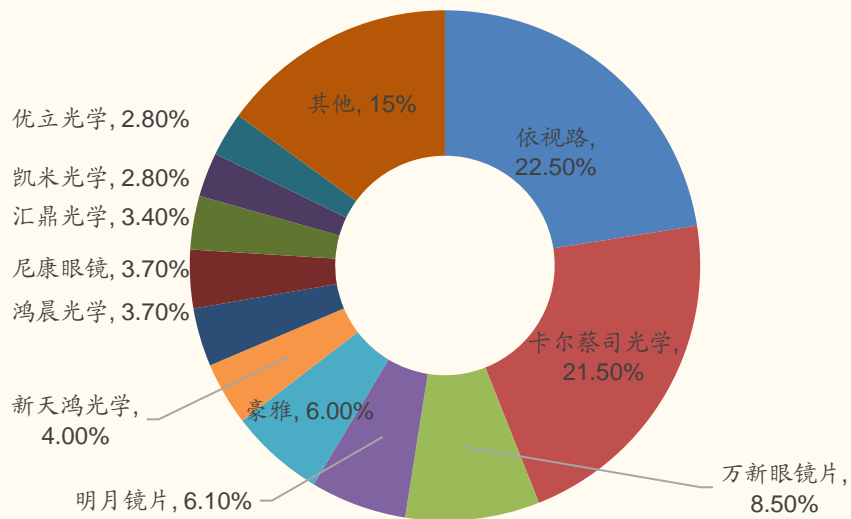
图表 57: 公司主要产品及其核心技术.....	24
图表 58: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	25
图表 59: 公司收入预测 (万元) .....	26
图表 60: 可比公司估值 (截至 2022 年 3 月 11 日) .....	27

## 镜片黄金赛道空间广阔，明月品牌价值持续提升

### 国内知名综合类眼镜镜片生产商，销售网络遍布全国

- 公司是一家国内领先的综合类眼镜镜片生产商，其“明月镜片”品牌具有良好的品牌形象及市场知名度。公司业务涵盖树脂原料的研发、生产及销售，镜片光学结构、光学膜层及功能化镜片的研发及设计，树脂镜片大规模工业化生产及个性化定制生产，镜架设计及成镜的生产、销售。公司建立了完善的全国性销售网络，直接及间接覆盖和服务全国各省市地区逾万家门店客户。
- 明月镜片在国内镜片行业市场份额处于领先地位。根据艾瑞咨询发布的《中国眼镜镜片行业白皮书》数据，从国内眼镜片市场销售额来看，明月镜片以 6.1% 的市场份额排在第四位。

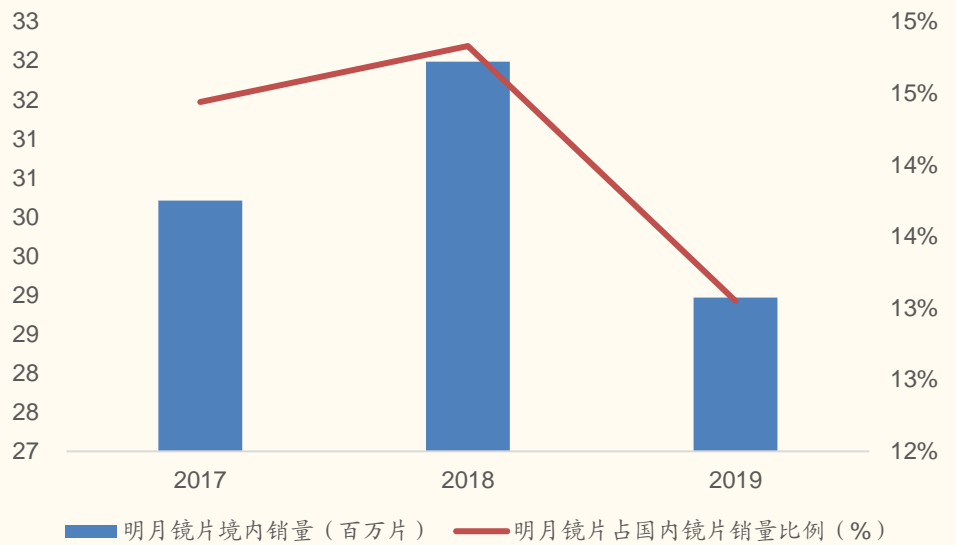
图表 1: 2020 年中国眼镜镜片市场份额 (按销售额)



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

- 明月镜片在国内销量领先。根据 statistic 公布的统计数据显示，2019 年度中国镜片销售量为 2.22 亿片，同期，明月镜片境内销量为 2897 万片，明月镜片占国内镜片销量比例为 13.05%。根据 Euromonitor Cousouting 出具的《市场地位声明认证函》，整体框架眼镜镜片以零售量计，明月镜片于 2016-2020 年连续五年中国大陆范围内销售领先。

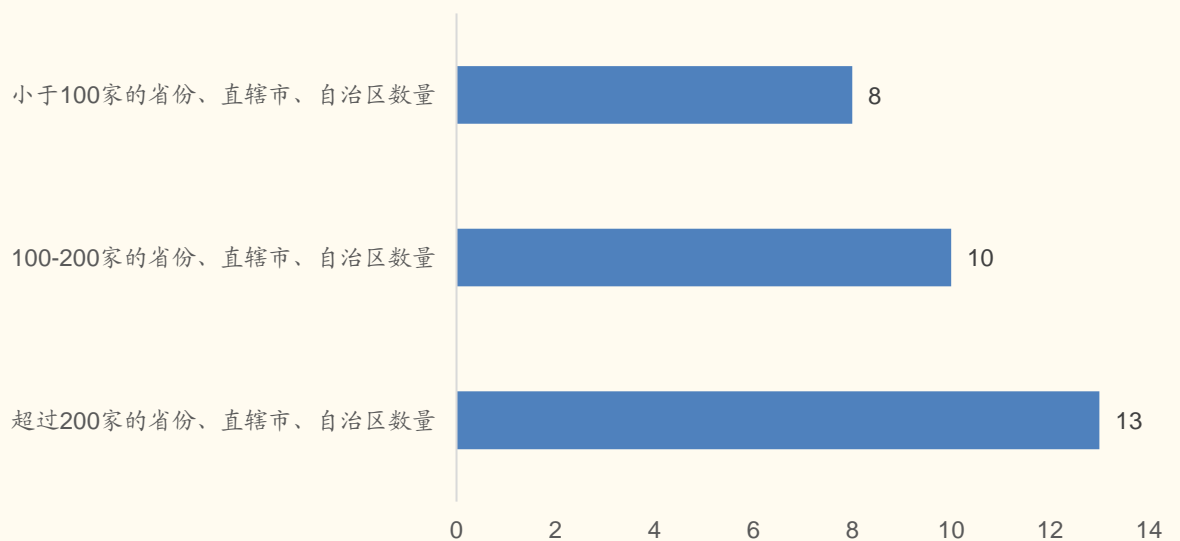
图表 2: 2020 年中国眼镜镜片市场份额 (按销售额)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

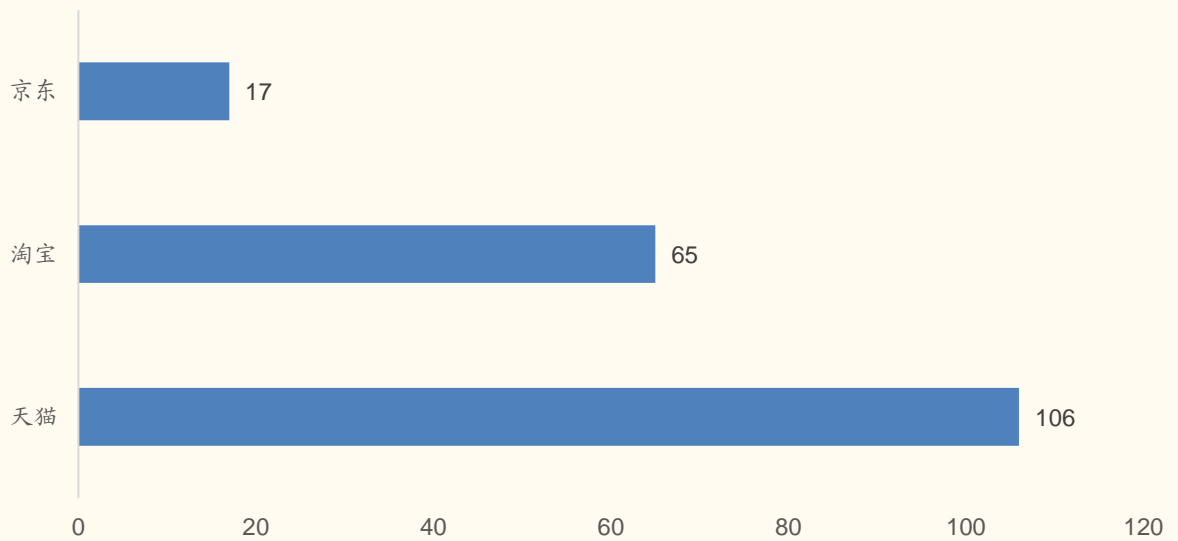
- **渠道资源丰富, 销售网络遍布全国。**公司销售模式分为直销、经销和代销。经过多年的发展, 公司积累了丰富的资源, 截至 2020 年末, 公司眼视光产品经销商客户达 82 家、直销客户数 3169 家、授权合作的电商企业数量近百家。

图表 3: 与公司合作的终端眼镜门店在全国各省分布情况 (省份个数单位: 个) (截至 2020 年末)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

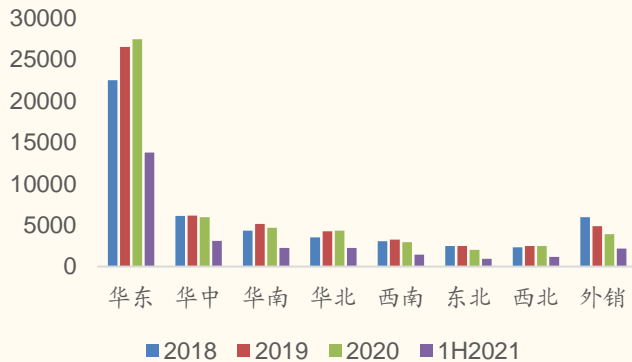
图表 4: 公司各大平台授权合作的电商企业数量 (个) (截至 2020 年末)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

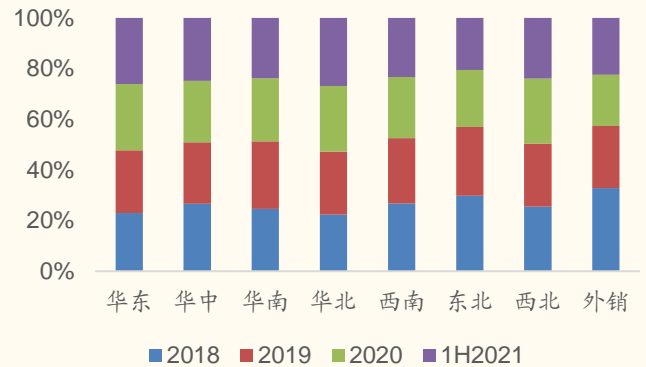
- 公司华东地区收入由 2018 年 2.25 亿元增长至 2020 年的 2.74 亿元, 华东地区 1H2021 收入为 1.38 亿元。华东地区收入占比由 2018 年的 45% 提升至 2020 年的 51%, 华东地区 1H2021 收入占比为 51%。公司在华东地区积累了较强的品牌影响力、丰富的渠道和营运经验, 未来有望带动其他地区收入不断增长。

图表 5: 公司各地区收入情况 (万元)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 6: 公司各地区收入贡献占比 (%)

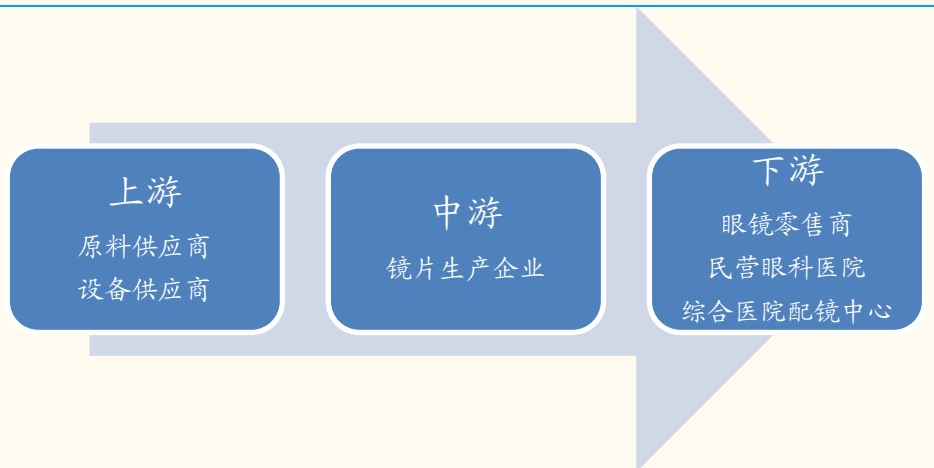


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **打通产业链上游, 全产业链布局优势明显。**公司与知名原料供应商进行战略合作, 坚持自主创新, 创造了独特的原料产品, 实现了部分镜片原料的自给, 打通了产业链上游, 从而确保原料供应的及时性和原料的高品质。
- 公司自产原料主要为 1.56 和 1.60 折射率的预聚物, 经过多年的摸索与改进, 公司原料产品品质优良, 不但能够实现自给, 而且也对业内其他镜片厂商销售。



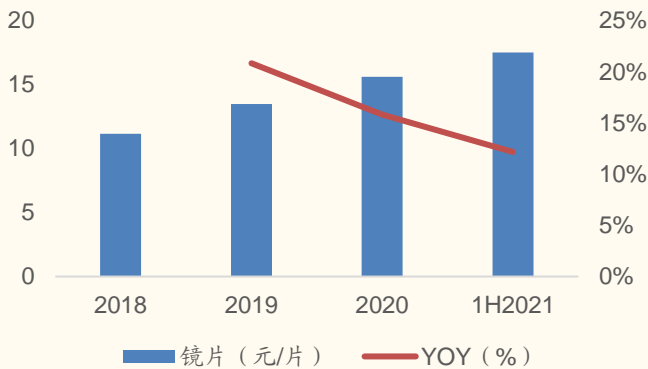
图表 7: 镜片行业产业链



来源: 公司招股书、国金证券研究所

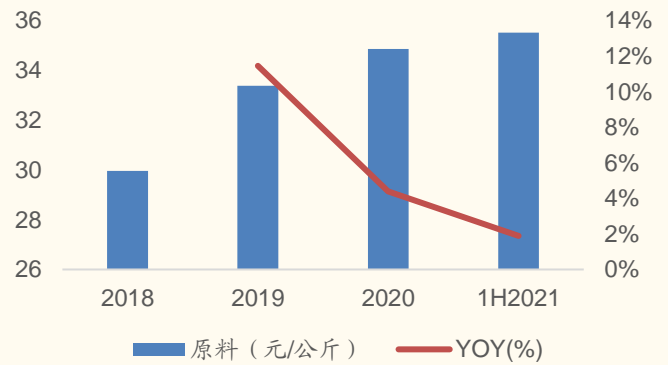
- 公司全面推行品牌战略，针对不同产品系列实行差异化的“品牌战略政策”。主动调整对外销售产品结构，积极聚焦中高端镜片市场，重点研发并推广功能性镜片系列等差异化竞争优势镜片品类。公司各项业务价格均实现稳步提升，镜片业务及成镜业务价格提升幅度较大。

图表 8: 2018-1H2021 公司镜片平均售价 (元/片)



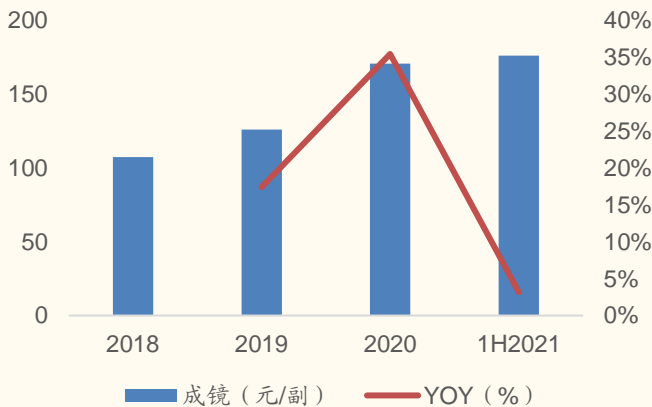
来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表 9: 2018-1H2021 原料平均售价 (元/公斤)



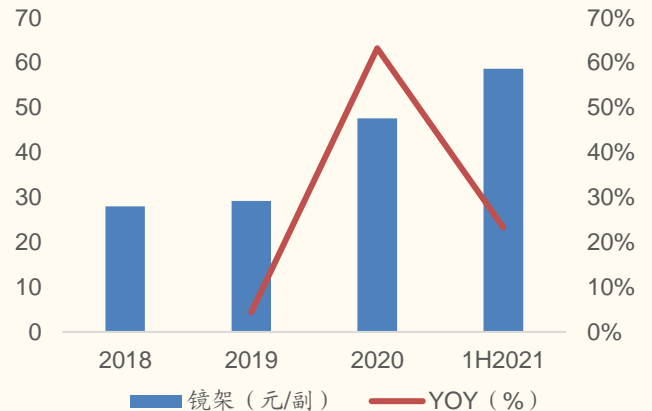
来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表 10: 2018-1H2021 成镜平均售价 (元/副)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表 11: 2018-1H2021 镜架平均售价 (元/副)



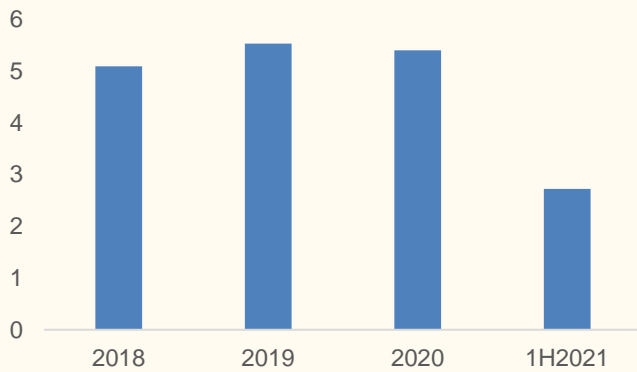
来源: 公司招股书、国金证券研究所

营收净利润双增长，品牌溢价下毛利率维持较高水平



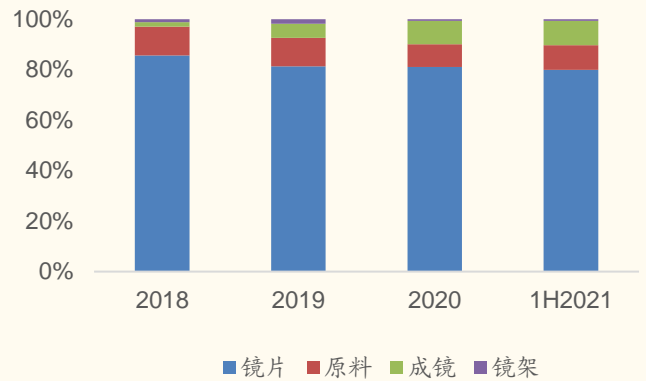
- 公司 2018 年、2019 年、2020 年分别实现营业收入 5.09 亿元、5.53 亿元和 5.40 亿元。公司 1H2021 营业收入为 2.72 亿元。
- 分业务来看，公司收入主要来源于镜片、原料、成镜、镜架四个部分。
  - 镜片业务为公司的主要业务，收入占比较高。2018 年、2019 年、2020 年公司镜片业务收入分别为 4.30 亿元、4.48 亿元和 4.36 亿元，公司 1H2021 镜片业务收入为 2.16 亿元，占主营业务收入 80%。
  - 原料业务：2018 年、2019 年、2020 年分别实现收入 5735 万元、6188 万元和 4855 万元，1H2021 实现收入 2661 万元，占主营业务收入比例为 9.83%。
  - 成镜业务：成镜业务收入高速增长，占主营业务收入比例稳步提升。公司 2018、2019、2020、1H2021 成镜业务收入分别为 851 万元、3076 万元、4956 万元和 2604 万元，占主营业务收入比例分别为 1.69%、5.59%、9.21%和 9.61%，2019 年收入增速为 261%，2020 年收入增速为 61%，公司电商平台自营旗舰店逐渐成熟，品牌效应明显，成镜销量增长较快。
  - 镜架业务：2018 年、2019 年、2020 年，镜架业务收入分别为 608 万元、974 万元和 361 万元，1H2021，公司镜架业务实现收入 171 万元，占主营业务收入 0.63%。

图表 12: 2018-1H2021 公司收入情况 (亿元)



来源：公司招股书，国金证券研究所

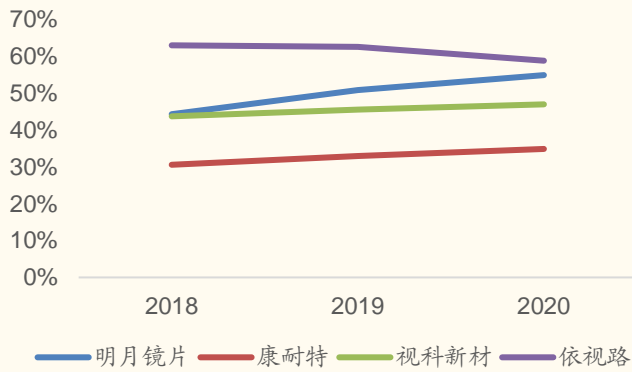
图表 13: 2018-1H2021 收入情况按业务拆分 (万元)



来源：公司招股书，国金证券研究所

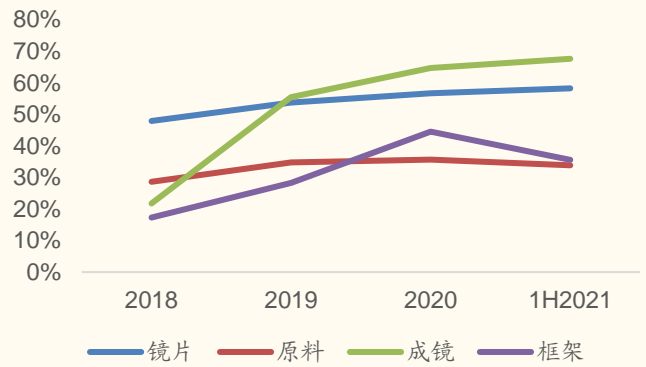
- 公司“明月镜片”品牌知名度较高，具有较高品牌溢价。公司 2018-2020 年毛利率分别为 44%、51%、47%。
- 镜片业务维持较高毛利率，成镜业务毛利率增长较快。分业务来看，收入占比较高的镜片业务维持高毛利率且稳步提升，2018-1H2021 毛利率分别为 47.90%、53.76%、56.63%、58.24%。成镜业务毛利率增长较快，主要系公司自营零售业务快速发展，零售渠道单价较高且成镜业务逐步形成规模化发展态势带来单位成本进一步降低所致，成镜业务毛利率由 2018 年的 21.75%增长至 2020 年的 64.66%，1H2021 毛利率为 67.61%。

图表 14: 可比公司毛利率情况 (%)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

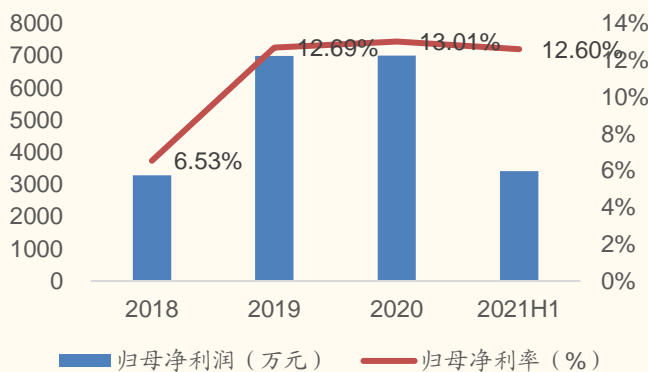
图表 15: 公司毛利率情况按业务拆分 (%)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

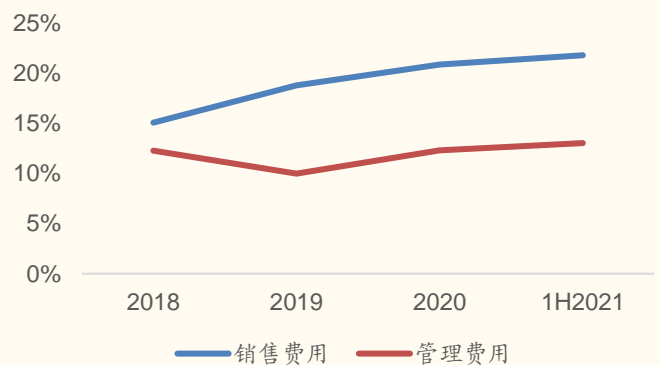
- 公司归母净利润由 2018 年的 3285 万元增长至 2020 年的 7000 万元, 年复合增速为 46%, 1H2021 公司归母净利润为 3413 万元。
- 随着公司销售网络不断扩大, 形成规模效应导致成本不断降低, 同时, 随公司经营效率的提高, 公司净利率由 2018 年的 6.53% 增长至 2020 年的 13.01%, 1H2021 公司净利率为 12.60%。
- 加大品牌宣传力度, 销售费用率不断提高。公司销售费用率由 2018 年的 15.08% 增长至 2020 年的 20.87%, 1H2021 销售费用率为 21.81%。销售费用率提高主要由于公司为提升“明月镜片”品牌影响力, 不断加大广告宣传费用的投入。

图表 16: 2018-1H2021 公司归母净利润与净利率情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 17: 2018-1H2021 公司各项费用率 (%)

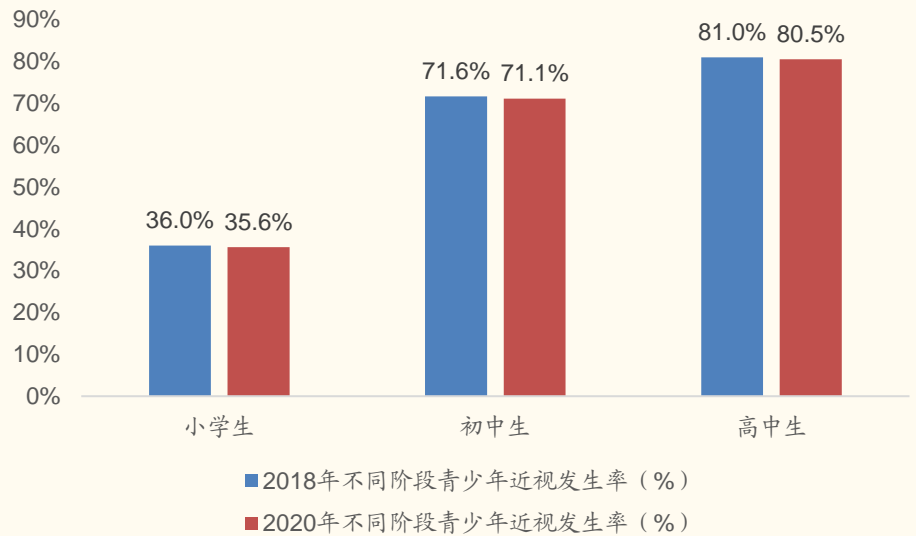


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

### 眼镜市场蓬勃发展, 镜片产品空间广阔

- 国内近视患者规模庞大, 近视呈现低龄化趋势。世界卫生组织的研究报告显示, 中国近视患者人数多达 6 亿, 随着手机、电脑等电子产品的普及以及课业压力的增大, 儿童青少年近视发生率较高。根据国家卫健委数据, 2020 年小学生、初中生、高中生的近视率分别为 35.6%、71.1%、80.5%。

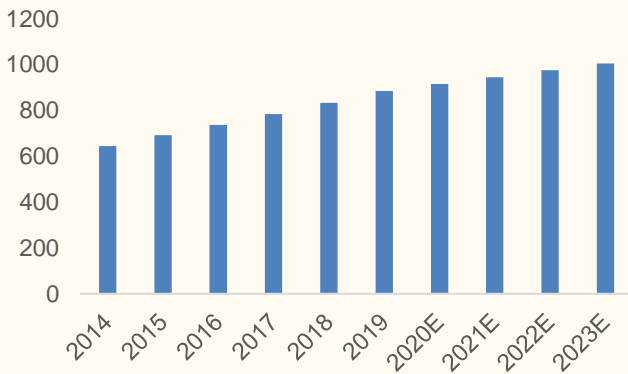
图表 18: 2018 年与 2020 年不同阶段青少年近视发生率



来源: 卫健委、国金证券研究所

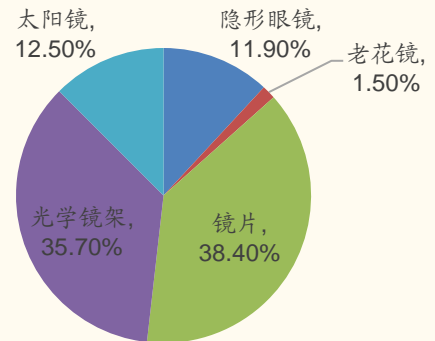
- 国内庞大的视光矫正需求为我国眼镜行业快速发展提供市场机遇，市场规模不断增长。根据 Euromonitor International 数据，中国眼镜行业市场规模由 2014 年的 645 亿元增加至 2019 年的 884 亿元。预计到 2023 年，中国眼镜市场规模突破千亿。
- 镜片是眼镜市场核心产品。根据艾瑞咨询《中国眼镜行业白皮书》，2020 年中国眼镜市场产品构成中，镜片占比最高，达到 38.4%。

图表 19: 中国眼镜行业市场规模及预测 (亿元)



来源: Euromonitor International, 国金证券研究所

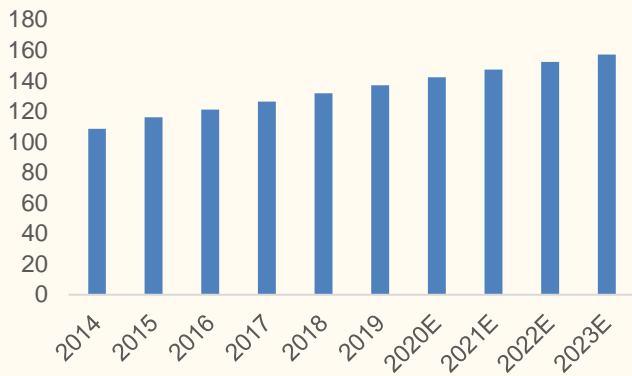
图表 20: 2020 年中国眼镜市场产品构成占比 (%)



来源: 《中国眼镜镜片行业白皮书》，国金证券研究所

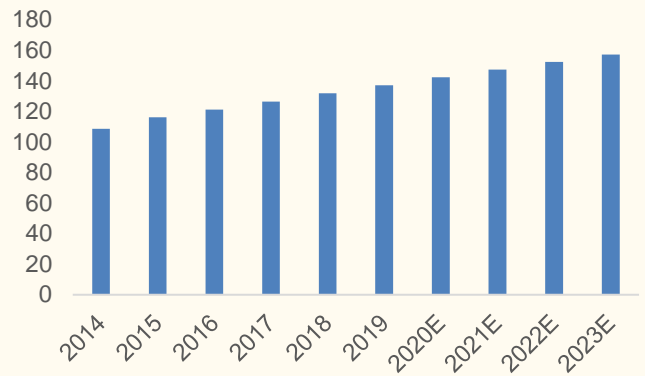
- 根据 Euromonitor International 数据，我国镜片销量由 2014 年的 1.09 亿副增长至 2019 年的 1.37 亿副，销售量占全球的比重由 16.58% 增长至 18.99%，预计 2023 年眼镜片销售规模有望增长至 1.57 亿副。(眼镜镜片市场规模=消费者购买镜片的平均花费×2023 年眼镜片销售规模)
- 居民消费意识逐步提升，镜片人均购买量不断增长。随着居民消费水平以及消费意识的提升，中国镜片人均购买量不断提升，由 2014 年的 7.75 副/百人增加至 2018 年的 9.23 副/百人，预计到 2023 年，我国眼镜片人均购买量将达到 10.83 副/百人。(人均购买=销售量/总人口)。

图表 21: 中国镜片销售规模统计及预测(百万副)



来源: Euromonitor International, 国金证券研究所

图表 22: 中国眼镜片人均购买量及预测 (副/百人)



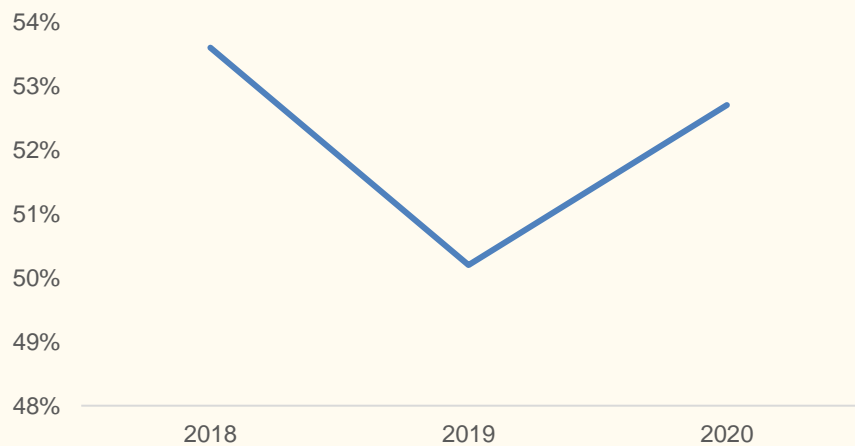
来源: Euromonitor International, United Nations, 国金证券研究所

### 产品结构不断优化, 离焦镜片有望成为新增长点

#### 公司离焦镜片有望实现国产替代, 迎来第二增长曲线

- 儿童青少年近视发生率居高不下。根据国家卫健委发布的《中国眼健康行业白皮书》数据, 2018、2019、2020 年儿童青少年(中小学生的)近视发生率分别为 53.6%、50.2%、52.7%。

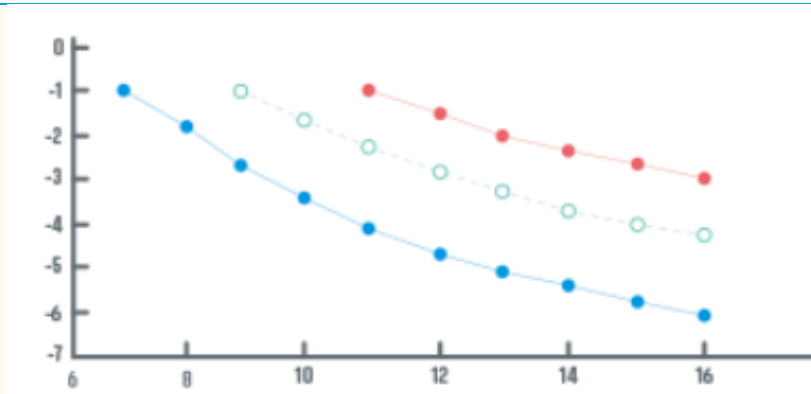
图表 23: 儿童青少年近视率 (%)



来源: 卫健委、国金证券研究所

- 儿童青少年近视进展速度快, 应尽早采取矫正预防措施。根据 Clin Exp Optom 发表的《A less myopic future: what are the prospects?》研究表明, 近视发生年纪越小, 近视度数进展越快, 因此, 应尽早采取矫正预防措施。

图表 24: 近视发生年龄与近视度数进展关系 (横轴: 年龄; 纵轴: 度数)



来源:《A less myopic future: what are the prospects?》、essilor 官网、国金证券研究所

- **国家高度重视青少年近视防控, 出台多项护眼政策。**近年来国家高度重视青少年近视防控工作, 卫健委、教育部等多部门多次印发有关青少年近视防控的方案、指导意见等。2021 年, 中央财政通过一般公共预算安排 256 万元, 用于开展全国儿童青少年近视防控相关工作。
- **近视防控上升为国家战略, 有望带动近视防控及矫正产品需求放量。**儿童青少年视力问题受到社会各界的高度重视, 2018 年 8 月, 教育部、卫健委等八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 近视防控上升为国家战略, 我们认为随着社会各界对青少年视力问题重视度进一步提升, 有望带动近视防控以及矫正产品需求放量。

图表 25: 近年来有关青少年近视防控的政策文件

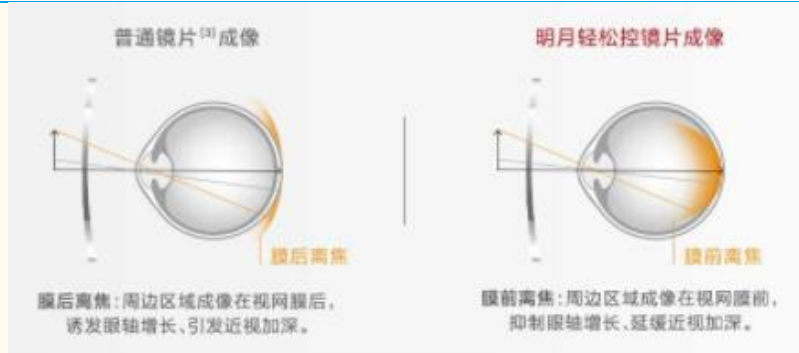
文件	部门	时间	主要内容
《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》	国家卫健委	2016	意见指出中小学应按照《防控工作方案》要求, 保障各项教学设施和条件(教室、寝室的采光与照明、课桌椅配备、黑板等)符合国家相关文件和标准要求, 为学生提供符合用眼卫生要求的学习环境。
《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家新闻出版署、国家广播电视总局等八部门	2018	《方案》提出到 2023 年力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上; 方案明确家庭、学校、医疗卫生机构、政府相关部门应带采取的防控措施, 将近视防控工作纳入政府绩效考核体系。
《关于加强中小学生手机管理工作的通知》	教育部	2021	要求加强中小学生手机管理。通知要求中小学生原则上不得带手机入校, 学校不得用手机布置作业。
《关于进一步加强中小学生睡眠管理的通知》	教育部	2021	明确学生睡眠时间要求, 根据不同年龄段学生身心发展特点, 小学生每天睡眠时间应达到 10 小时, 初中生应达到 9 小时, 高中生应达到 8 小时; 校外培训机构培训结束时间不得晚于 20:30 等。防止学业过重挤占睡眠时间, 促进学生身心健康, 同时也能促进学生视力健康。
《全国综合防控儿童青少年近视暨学校卫生与健康教育工作现场会》	教育部	2021	会议中提出大力实施“儿童青少年近视防控光明行动”, 抓好手机、作业、睡眠、读物、体质等关键要素管理, 落实体育锻炼要求, 改善视觉环境条件。
《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025 年)》	教育部等 15 个全国综合防控儿童青少年近视工作联席会议机制成员单位	2021	开展引导学生自觉爱眼护眼、减轻学生学业负担、强化户外活动和体育锻炼、科学规范使用电子产品、落实视觉健康监测、改善学生视觉环境、提升专业指导和矫正质量、加强视力健康教育等 8 个专项行动。

来源: 教育部、卫健委, 国金证券研究所



- **离焦镜片具有近视矫正防控矫正效果。**离焦镜片可使周边区域成像在视网膜前，从而抑制眼轴增长，起到防控近视的作用。离焦镜使中心视力处图像投影至视网膜上，保证视力清晰，同时使得周边成像在视网膜之前，在眼底形成近视性离焦，可释放抑制眼轴增长电信号，抑制眼轴增长，近视度数自然得到控制。
- **公司于2021年6月推出明月“轻松控”青少年近视管理镜片。**明月“轻松控”镜片采用了周边离焦眼轴控制（C.A.R.D）技术，通过在镜片四周添加专为中国孩子定制的离焦量，将周边区域成像控制在视网膜前（膜前离焦），从而起到抑制眼轴增长，延缓孩子近视加深的作用。

图表 26: 明月“轻松控”成像原理



来源：明月镜片官网、国金证券研究所

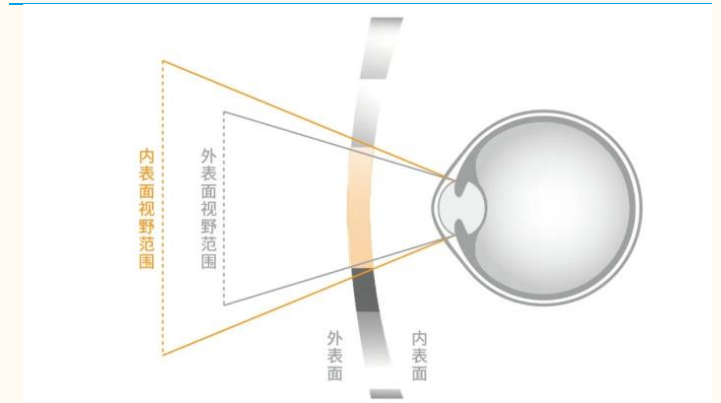
- 明月“轻松控”镜片对镜片视像区域进行向鼻侧内偏设计，符合中国孩子“长时间近距离用眼”和“眼镜内旋”的生理特点，提升了佩戴的舒适度，看近更轻松，防控效果更好。
- “轻松控”镜片采用 Inner Carving 内雕（内表面数码雕刻技术）大视野工艺，使得视野更宽阔，耐用性更高。

图表 27: 明月镜片鼻侧内偏设计



来源：明月镜片官微，国金证券研究所

图表 28: Inner Carving 内雕大视野工艺



来源：明月镜片官微，国金证券研究所

- **与国外品牌镜片相比，明月镜片的“轻松控”价格更加实惠且符合中国孩子生理特点的设计理念等优点，未来有望在国内离焦镜市场实现国产替代。**目前国内离焦镜片产品以进口品牌为主，包括蔡司的成长乐、依视路的星趣控，豪雅的新乐学，与国外品牌产品相比，明月镜片价格优势明显，并且其设计理念更加符合中国孩子生理特征。

图表 29: 与国外品牌离焦镜产品对比

产品	公司	采用技术	上市时间	价格(元)
轻松控	明月镜片	C.A.M.D 技术	2021.6	1498
星趣控	依视路	高非球微透镜星控技术	2020.11	3680/4280
新乐学	豪雅	DIMS 设计技术	2018.7	2980/3980/4980
成长乐	蔡司		2010/2021	1580-3880

来源: 各公司官网、国金证券研究所

- 考虑到近视防控背景下离焦镜需求的快速增长及明月“轻松控”有望不断在离焦镜市场的市占率有望不断提升。

常规镜片产品结构持续优化, 自主研发 1.71 高折镜片收入占比不断提升

- 镜片材料决定镜片的基础参数, 包括镜片折射率、色散系数、透光率等。相同屈光度下, 眼镜镜片的折射率越高, 镜片边缘厚度越薄, 可以适配更大、更多类型的镜架, 但是色散程度会加剧, 事物的清晰度会受到影响。

图表 30: 镜片参数及特性说明

参数和特性	说明
镜片折射率	镜片折射率, 是光在真空中的传播速度与光在镜片材料中的传播速度之比, 反映了镜片对光线的折射能力。报告期内公司镜片产品的折射率主要包括 1.56、1.60、1.67、1.71、1.74 等规格分类。
色散系数(阿贝数)	色散系数又称阿贝数, 用以衡量光线经过透明介质后的色散程度。一般来说, 介质的折射率越大, 色散越严重, 阿贝数越小; 反之, 介质的折射率越小, 色散越轻微, 阿贝数越大。一般而言, 镜片的阿贝数在 30 到 60 之间。
透光率	透光率表示光线透过介质的能力, 是透过透明或半透明体的光通量与其入射光通量的比率。通常而言, 透光率越高, 视物越清晰。

来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 常规镜片高折化是大势所趋。在镜片行业“更轻、更薄、更清晰”的发展大趋势下, 常规用途的镜片产品将在原料技术的不断发展下实现越来越高的折射率, 从而使镜片产品变得“更轻、更薄”。同时, 在镀膜、涂层和光学设计等方面的不断优化提升下, 镜片的效果将同时变得“更清晰”。
- 公司依托自身对高分子树脂原料的技术积累, 自主研发和调整聚合物分子的部分结构, 改善和弥补高折射率原料的性能和缺陷。
- 公司推出的超薄高折射率镜片产品弥补高折射率性能缺陷, 具有多重优点。公司的 1.71 超薄高折射率镜片产品, 弥补了高折射率材料先天色散度过高的缺陷, 实现了镜片产品高折射率、低色散的双重优点。
  - 以 1.60 折射率和 1.71 折射率为例进行比较, 600 度近视的情况下, 直径为 60mm 的 1.71 非球面镜片与 1.60 非球面镜片进行对比, 前者比后者薄约 11%, 重量轻约 7%。
  - 以 1.71 折射率为例, 普通镜片与公司高折射率、低色散镜片的视物清晰度存在差距。

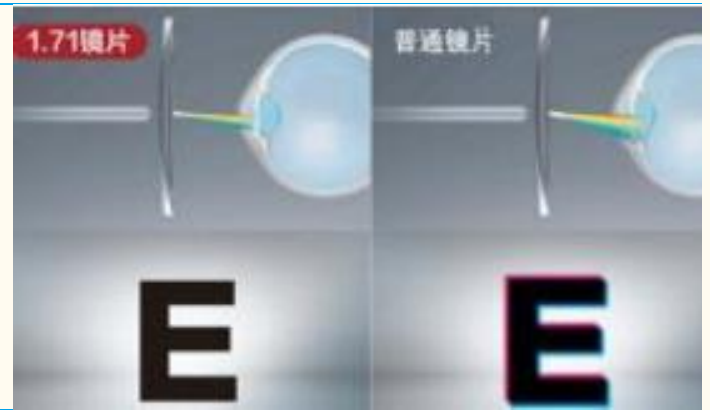


图表 31: 1.60、1.71 折射率非球面树脂镜片比较



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

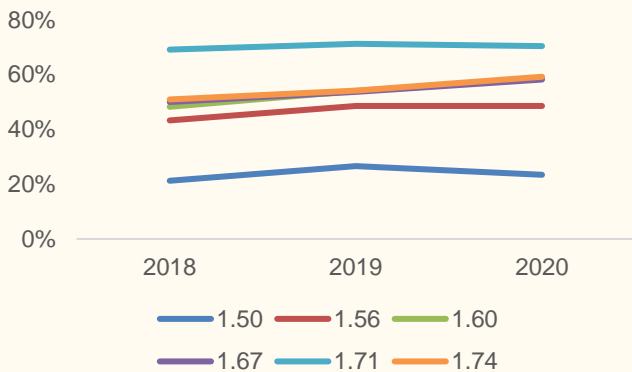
图表 32: 1.71 折射率低色散片与公司低色散镜片比较



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

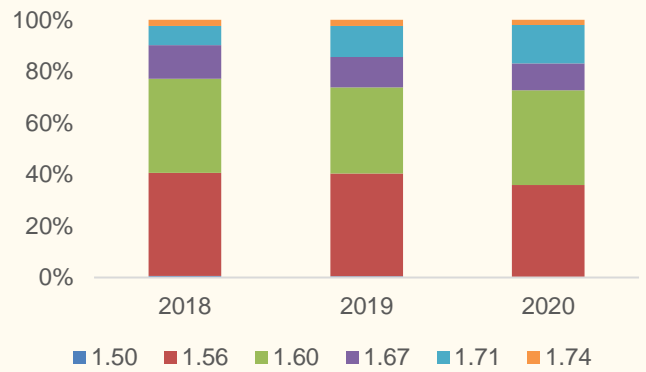
- 1.71 折射率产品为公司独有产品类型, 具有较强的自主定价权, 毛利率较高且收入占比迅速提升。公司 1.71 折射率镜片为公司自主研发高折射率镜片, 具有技术壁垒及品牌优势, 毛利率较高, 2020 年毛利率为 70.38%, 收入占比由 2018 年的 7.33% 增长至 2020 年的 14.89%。

图表 33: 公司不同折射率镜片毛利率情况 (%)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 34: 公司不同折射率镜片收入占比情况 (%)

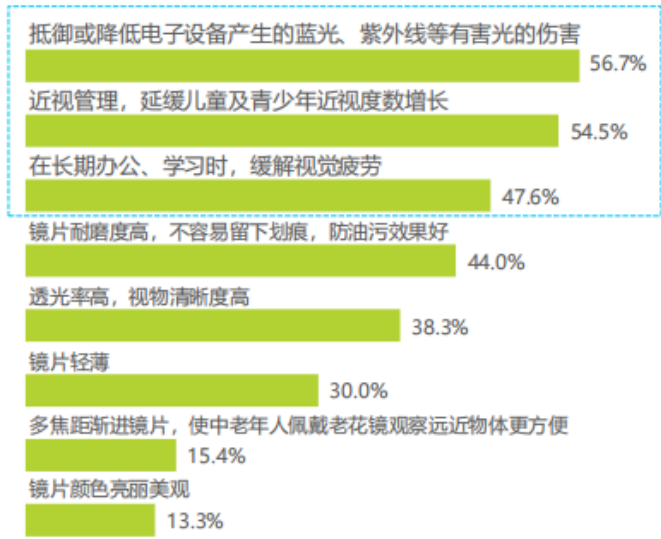


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

### 消费升级推动功能性镜片需求增长

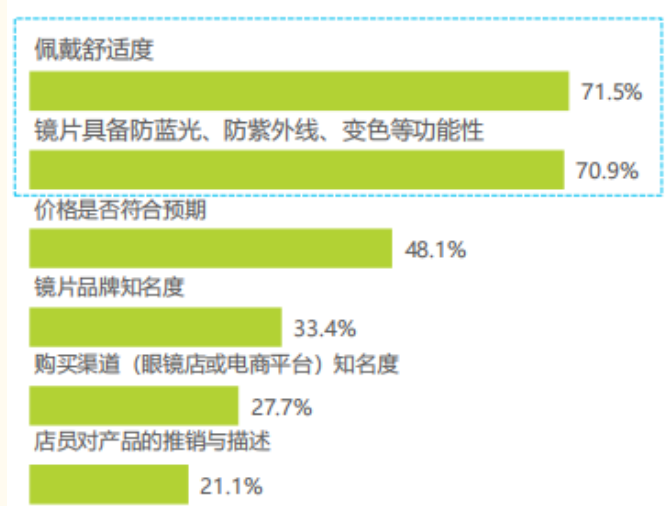
- 消费升级推动消费者对镜片的\*\*功能性需求不断增加\*\*。如今消费者对镜片的要求已经不仅仅满足于“能看清”, 随着人们消费意识提升以及镜片技术的不断进步, 蓝光防护、智能变色、驾驶偏光等功能也是消费者选择购买镜片时考虑的重要因素。根据艾瑞咨询调研结果, 在消费者对镜片的核心需求中, 56.7%的消费者有蓝光防控以及紫外线防控需求; 在消费者购买镜片时的主要考虑因素中, 70.9%的人会在购买时考虑镜片是否具备防蓝光、变色等功能。

图表 35: 消费者对镜片的核心需求



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 36: 消费者购买镜片时主要考虑因素



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

- 公司根据市场和消费者需求变化, 推出多种功能性镜片产品。公司通过调整镜片基础材料、光学设计或镜片膜层使镜片同时拥有多种功能性特征。公司现有超韧、超亮、超薄、蓝光防护、智能变速、驾驶偏光、渐进镜片等功能性镜片。

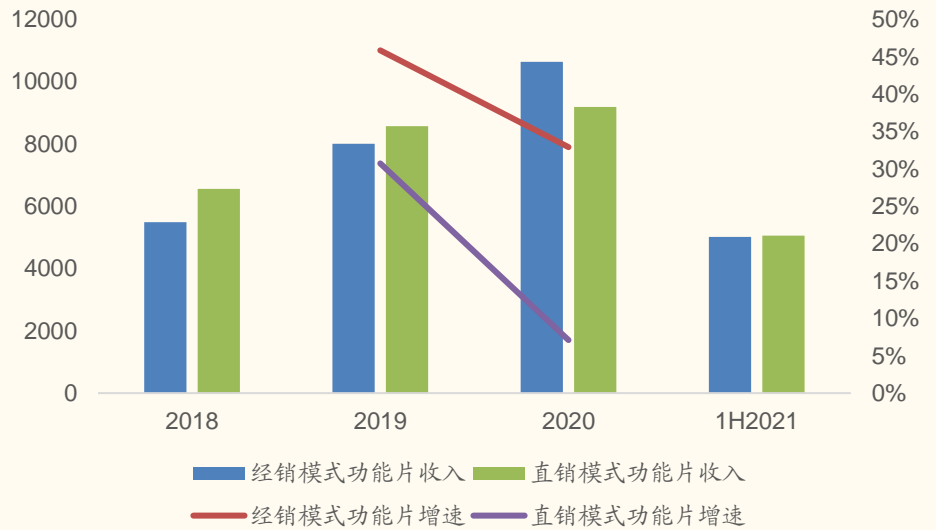
图表 37: 公司现有功能性镜片

功能特性	示例	产品技术特点
超韧(静压、抗冲击)		对镜片材料、膜层进行抗冲击的优化调整。超韧镜片可经受 199 公斤的静压, 以及重达国标 5.6 倍小钢球冲击, 抗冲击性能较强。
超亮(高透光率)		对镜片材料、膜层进行高透光率的优化调整。超亮镜片透光率可高达 98.6% (数据来源: 国家眼镜产品质量监督检验中心)
超薄(高折射率低色散)		对镜片材料、膜层进行优化, 实现了高折射率、低色散。
蓝光防护(阻隔有害蓝光)		对镜片材料、膜层进行防蓝光的优化调整, 实现基材吸收、膜层反射的双重防蓝光。
智能变色(室内外变色)		对镜片材料或镜片膜层进行设计调整, 实现镜片在室内外环境切换时变色的效果。变色镜片分为基变镜片、膜变镜片。基变镜片是在镜片材料中添加实现变色的化学物质; 膜变镜片是在镜片镀膜工艺中进行特殊处理。
驾驶偏光		传统偏光技术在平光镜片表面附偏光膜, 难以生产有度数的偏光镜片。公司改进技术, 将偏光膜融于镜片基材中, 可配有度数的偏光镜片
渐进镜片		通过精准的光学设计实现镜片屈光度的渐进式变化, 满足远中近距离清晰视物的需求, 也能使不同距离视物切换时过渡更自然。

来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 功能性镜片收入稳步上升。公司功能性镜片收入由 2018 年的 1.20 亿元增长至 2020 年的 1.98 亿元, 年复合增速为 28%, 公司功能性镜片 1H2021 收入为 1.01 亿元。2020 年经销模式下公司功能性镜片收入为 1.06 亿元, 增速为 33%, 直销模式下功能性镜片收入为 9187 万元, 增速为 7%。

图表 38: 直销模式和经销模式下功能片收入(万元)及增速(%)

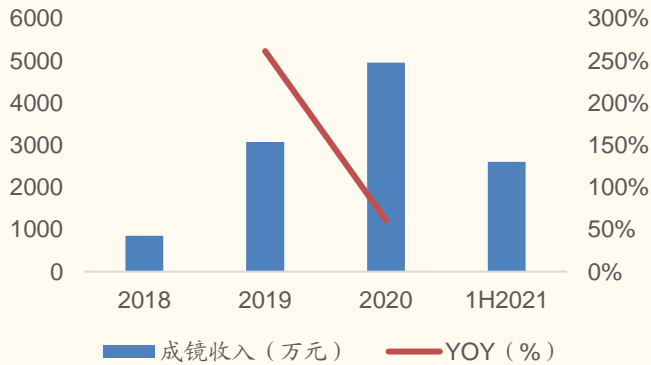


来源: 公司招股书、国金证券研究所

### 线上零售模式下自有品牌成镜业务快速增长

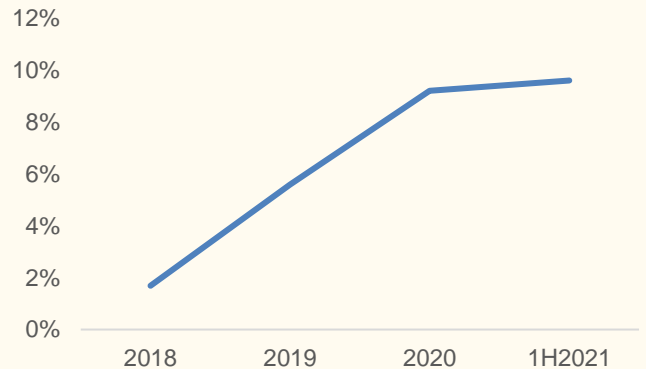
- 公司成镜业务收入增长较快, 成镜收入占总收入比例不断提升。公司成镜业务收入由 2018 年的 851 万元增长至 2020 年的 4956 万元, 年复合增速为 141%, 1H2021 成镜业务收入为 2604 万元, 成镜业务占总收入的比例由 2018 年的 1.69% 增长至 2020 年的 9.21%, 成镜业务 1H2021 占总收入比例为 9.61%。

图表 39: 2018-1H2021 公司成镜业务收入和增速



来源: 公司招股书、国金证券研究所

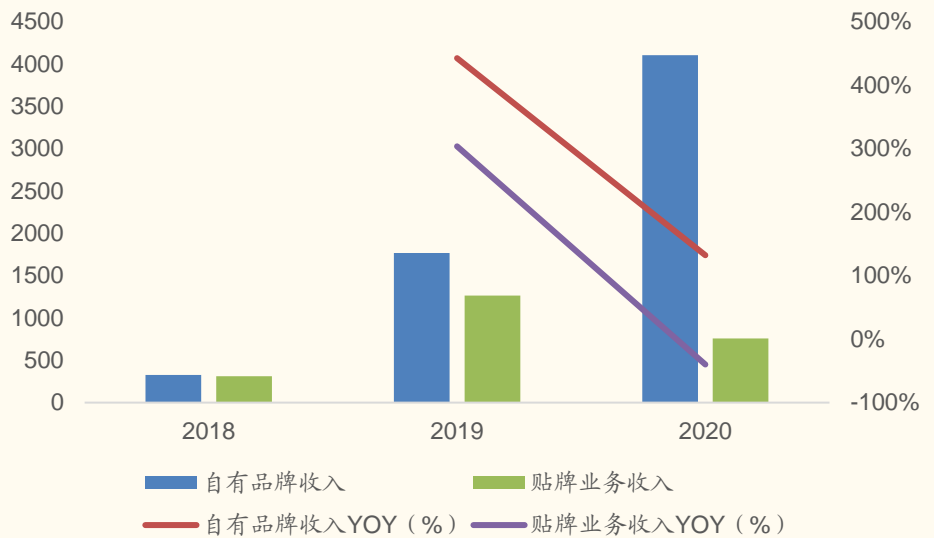
图表 40: 2018-1H2021 成镜收入占总收入比例 (%)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 公司成镜业务分为自有品牌和贴牌业务两种, 自有品牌成镜收入增长较快。由 2018 年的 326 万元增长至 2020 年的 4102 万元, 年复合增速 255%, 自有品牌成镜 1H2021 收入为 2208 万元。

图表 41: 成镜自有品牌和贴牌业务收入 (万元) 及增速情况



来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 公司自有品牌成镜产品主要有“京野”系列和“炫晶佩迪”系列。“京野”系列主要在电商自营旗舰店线上销售;“炫晶佩迪”系列为公司成镜业务发展初期的产品,市场定位属于轻奢产品,主要在终端眼镜门店线下销售。

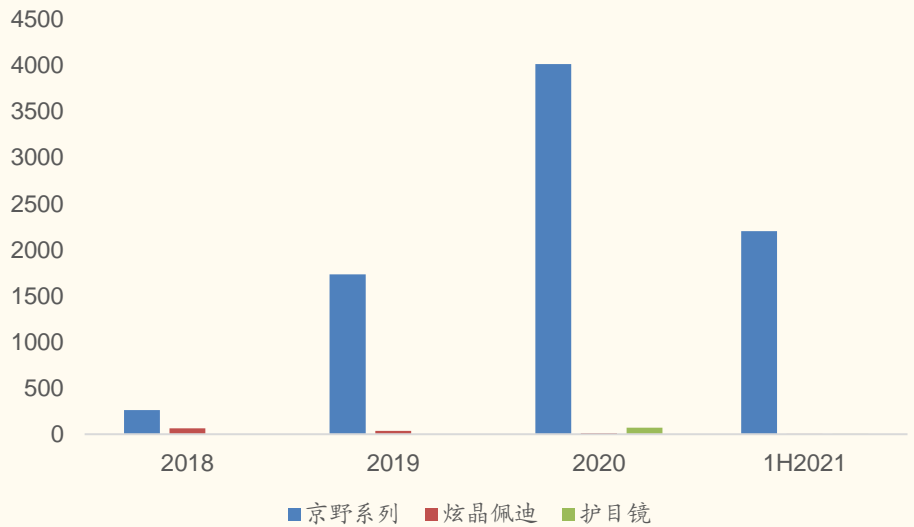
图表 42: 公司现有功能性镜片

自有品牌成镜系列	产品样式举例	目前主要销售渠道	业务发展情况说明
“京野”系列		天猫、京东、小米有品电商自营旗舰店	公司陆续在天猫、京东和小米有品开设电商自营旗舰店销售此类成镜产品系列。“京野”系列已成为公司主要开展的自有品牌成镜业务。
“炫晶佩迪”系列		终端眼镜门店等线下客户	公司成镜业务的主要收入来源、目前收入占比较小。

来源: 公司招股书、国金证券研究所

- “京野”系列是公司自有成镜品牌收入的主要来源,收入增长迅速。“京野”系列成镜收入由 2018 年的 262 万元增长至 2020 年的 4018 万元,年复合增速为 292%。公司自有品牌成镜业务 1H2021 收入为 2205 万元。

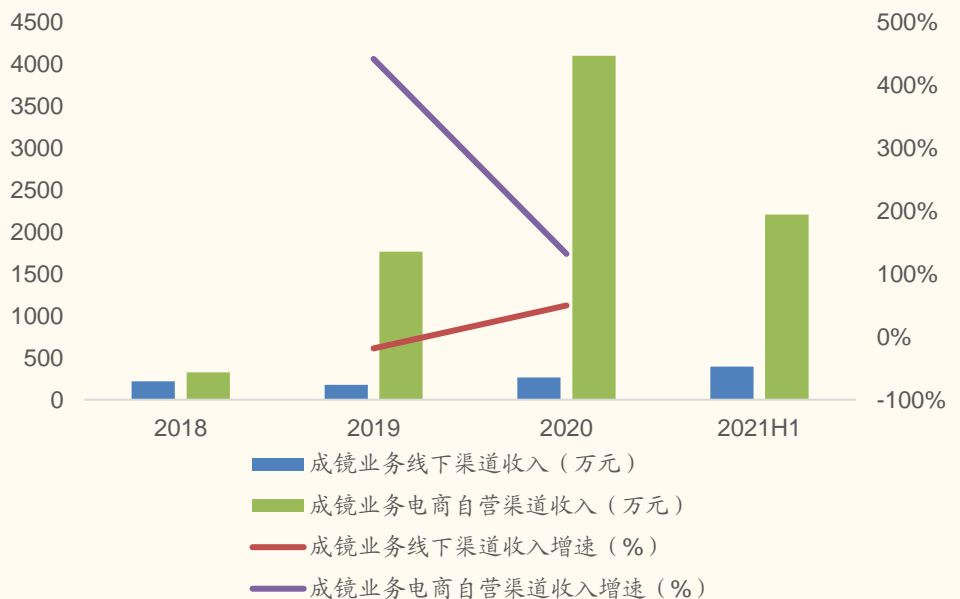
图表 43: 不同系列自有成镜品牌收入情况 (万元)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

- **电商消费趋势盛行, 线上成镜快速放量。**成镜产品主要通过电商自营渠道和线下直销渠道进行销售。随着线上消费的日益普及, 消费者通过电商平台购买品质和价格更为满意的成镜产品, 电商自营渠道成镜收入快速增长, 由 2018 年的 326 万元增长至 2020 年的 4102 万元, 年复合增速 255%。

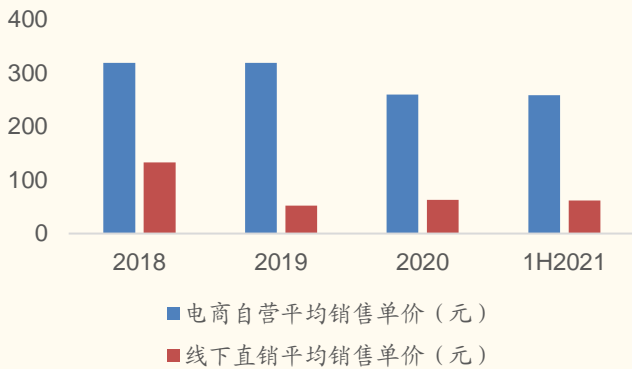
图表 44: 不同渠道下成镜业务收入情况 (万元)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

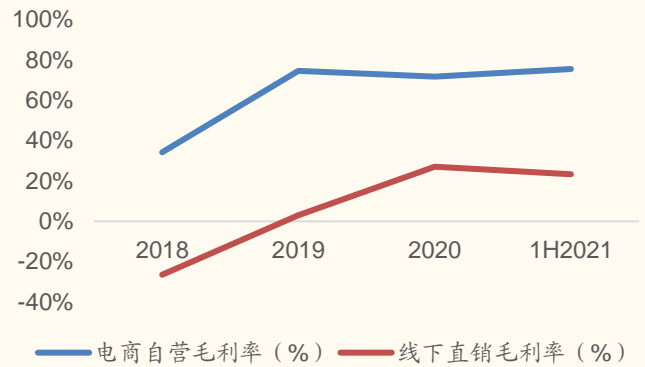
- **公司成镜在电商自营端的平均售价高于线下直销端的平均售价, 这主要是由于公司作为上游镜片生产商, 可以获得零售端的高溢价定价权, 从而获得较高的毛利率。**

图表 45: 成镜业务电商自营与线下直销价格对比



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 46: 成镜业务电商自营与线下直销毛利率 (%)



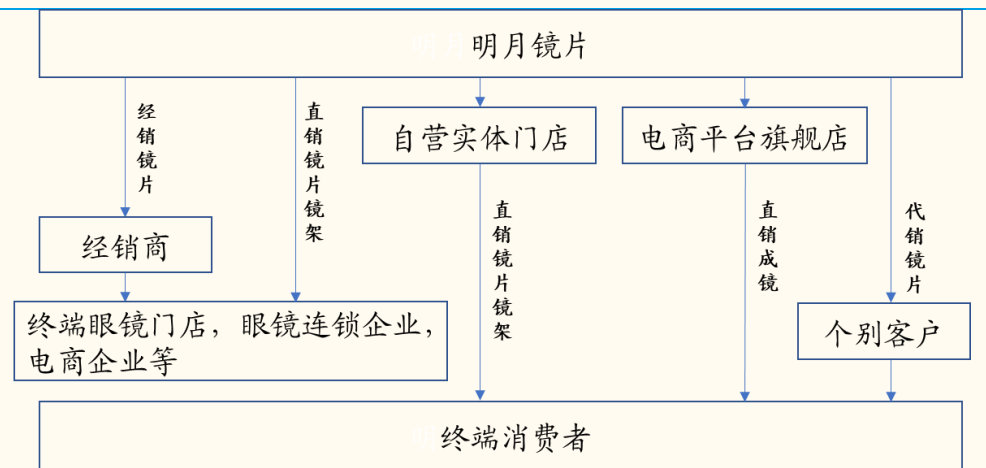
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

### 全渠道布局, 打造镜片生产龙头企业

#### 全渠道布局提高企业竞争力

- 公司的销售模式分为直销、经销和代销。其中直销为主, 经销为辅, 仅对个别客户采取代销模式。

图表 47: 明月镜片销售模式



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

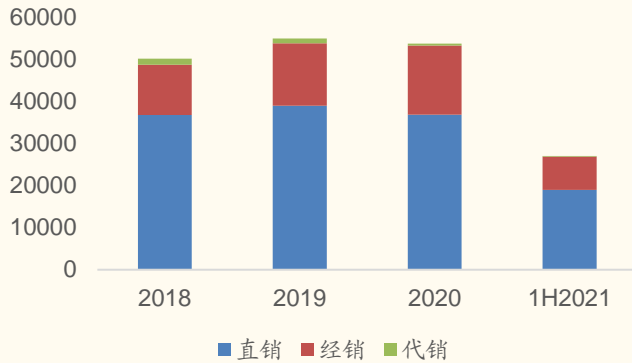
图表 48: 经销模式和直销模式客户的主要区别

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

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

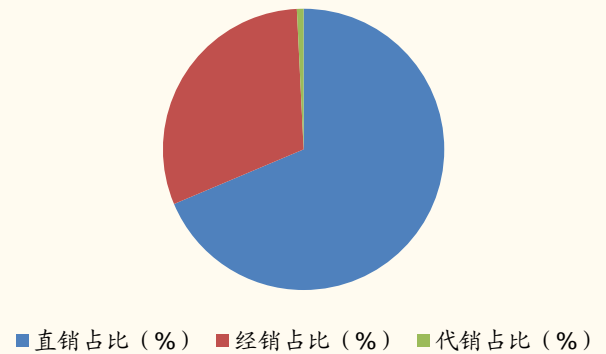
- 直销模式是收入的主要来源，经销模式占比迅速增长。公司直销模式 2020 年收入为 3.69 亿元，收入占比 68.7%；经销模式 2020 年收入 1.65 亿元，收入占比为 30.6%，与 2018 年相比提升 6.85%；代销模式收入占比 0.8%。

图表 49: 2018-1H2021 不同销售模式收入情况 (万元)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 50: 2020 年不同销售模式占比 (%)

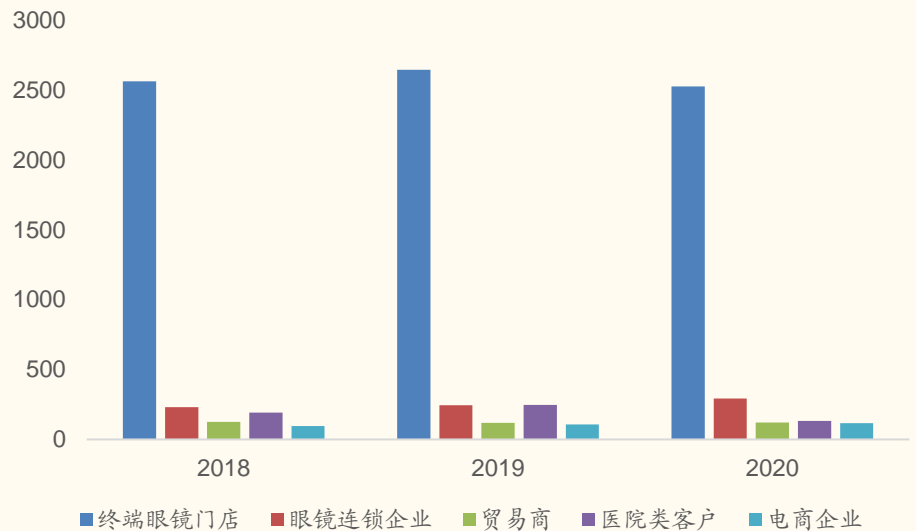


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

### 直销模式

- 公司直销模式包括线下直销和线上直销两大类。公司对直接合作的终端眼镜门店客户、眼镜连锁企业、电商企业客户采取线下直销的模式，主要涉及镜片、镜架产品。线上直销模式系通过在电商平台开设的旗舰店，直接对终端消费者的销售，主要为成镜产品。
- 公司直销客户主要以终端眼镜门店和眼镜连锁企业为主。2018、2019、2020 年公司直销客户数量分别为 3203、3359 和 3187 个，终端眼镜门店和眼镜连锁企业数量占比分别为 87.13%、85.95%和 88.33%。

图表 51: 直销客户数量变动情况 (个)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 直销渠道下新增客户提供稳定业绩增量，眼镜连锁企业客户数量增长较快。2018 年、2019 年和 2020 年，公司直销渠道新增客户新增当期收入分别为 2025 万元、2324 万元和 4263 万元，占各期主营业务收入比例分别为 4.03%、4.22%和 7.92%。眼镜连锁企业客户数量增长较快，由 2018 年的 20 家增长至 2020 年的 122 家。



图表 52: 直销渠道下不同客户类型新增客户数量(个)及业绩贡献情况(万元)

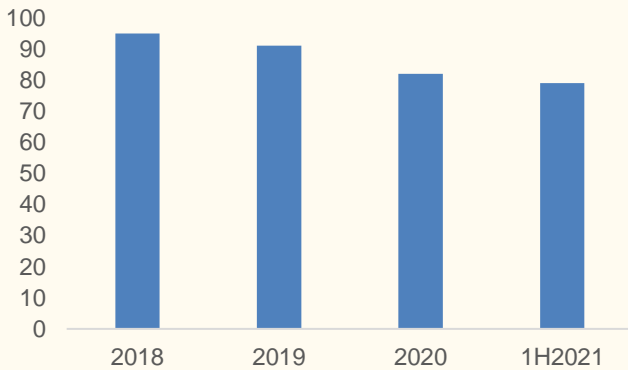
直销客户类型	2020			2019			2018		
	数量	收入	收入占比	数量	收入	收入占比	数量	收入	收入占比
终端眼镜门店	306	685	16.07%	474	1175	50.56%	326	1619	79.96%
眼镜连锁企业	122	1258	29.52%	25	105	4.53%	20	133	6.59%
贸易商	18	607	14.23%	22	713	30.69%	12	89	4.38%
医院类客户	6	17	0.39%	47	133	5.75%	32	77	3.81%
电商企业	26	1696	39.78%	28	197	8.48%	30	106	5.27%

来源: 公司招股书、国金证券研究所

### 经销模式

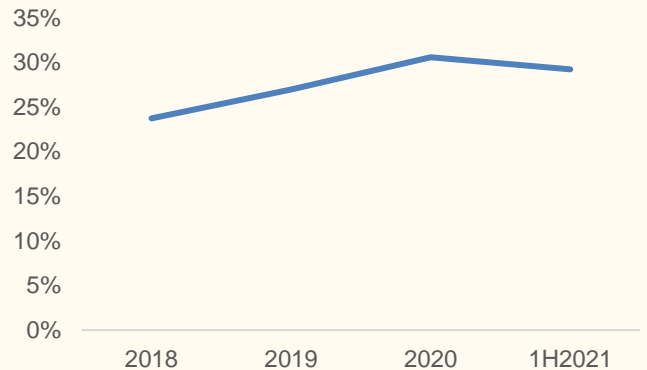
- 公司与经销商签订经销框架合同, 经销商根据其实际需求向公司下达订单。经销商将镜片产品销售给其终端眼镜门店客户或电商企业客户, 后者根据终端消费者的具体情况加工装配成眼镜后销售给消费者。
- 优化经销商结构, 经销模式占比不断提升。公司不断优化经销商结构, 部分经销商因未满足公司考核要求、违反公司合同条款等原因而终止合作, 经销商数量由 2018 年的 95 家减少至 2020 年的 82 家, 1H2021, 公司经销商数量为 79 家。公司经销模式收入占比不断提升, 由 2018 年的 23.73% 增长至 2020 年的 30.58%。

图表 53: 2018-1H2021 经销商数量变化情况(个)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

图表 54: 2018-1H2021 经销模式收入占比(%)



来源: 公司招股书、国金证券研究所

- 经销模式终端销售情况良好。2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年 1-6 月, 主要经销商向其主要客户镜片销售数量占当期公司向主要经销商镜片销售数量的比例分别 38.58%、39.22%、39.16%和 50.93%, 终端销售情况良好。

图表 55: 终端销售实现比例(%)

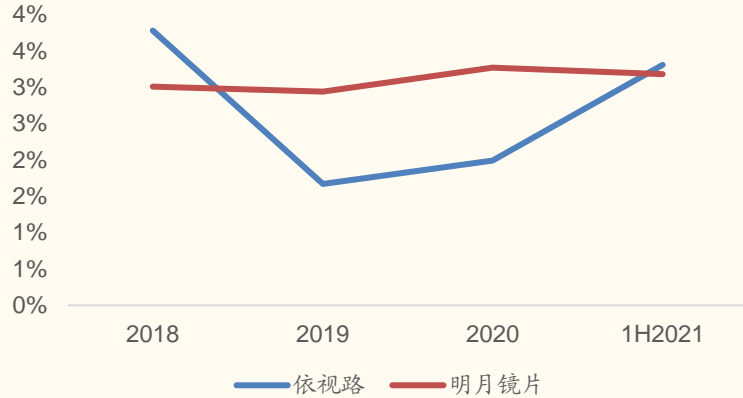
	2018	2019	2020	1H2021
公司向主要经销商的销售数量(万片)	333	803	857	854
主要经销商向其各期前四十大客户的销售数量(万片)	170	314	336	329
终端销售实现比例(%)	50.93%	39.16%	39.22%	38.58%

来源: 公司招股书、国金证券研究所

### 公司核心产品处于领先地位

- 公司与著名光学专家庄松林院士及其团队合作，建立了行业示范性的院士工作站和眼镜工程技术中心，对眼视光行业的前瞻性课题进行专项攻坚。截至2021年6月30日，公司拥有12项发明专利，54项实用新型专利，21项外观专利。

图表 56: 公司与依视路研发费用对比 (%)



来源：公司招股书、国金证券研究所

- **研发实力强劲，核心产品技术处于领先地位。**公司在生产镜片、镜片原料领域积累了一定的核心技术，多项技术处于行业领先地位。此外，公司在双重防蓝光、偏光及膜变等产品领域技术水平也处于较为领先的地位。公司的核心技术来源主要是在多年经营生产中获得的，属于原始创新。公司采用申请专利、建立保密制度等多项举措保护公司核心技术。

图表 57: 公司主要产品及其核心技术

产品名称	核心技术	技术来源	在同行业中所处的位置
1.71 折射率镜片	一种高折射率、高阿贝数树脂镜片的制造工艺	原始取得	国内领先
镜片	用于制备高透光率高耐候性光学镜片材料的组合物	原始取得	国内领先
镜片	一种 PMC 防辐射树脂镜片及其制造工艺	原始取得	国内领先
镜片	树脂眼镜片，运动型抗冲击光学树脂眼镜片的制造工艺	原始取得	国内领先
树脂单体	一种高抗划伤性能制备方法	原始取得	行业内具有一定优势，相关技术已取得专利认证
树脂单体	一种高韧性光学树脂单体及其制备方法	原始取得	国内领先

来源：公司招股书、国金证券研究所

### 募集资金用途

- 公司 IPO 发行 3359 万股份，发行价为 26.91 元/股。募集资金主要用于高端树脂镜片扩产项目、常规树脂镜片扩产及技术升级项目、研发中心建设项目、营销网络及产品展示中心建设项目。

**图表 58: 募集资金用途 (单位: 万元)**

序号	项目名称	项目总投资金额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)
1	高端树脂镜片扩产项目	32368	30042
2	常规树脂镜片扩产及技术升级项目	14968	14086
3	研发中心建设项目	6210	6210
4	营销网络及产品展示中心建设项目	6456	6456
	合计	60003	56796

来源: 公司招股书、国金证券研究所

### 投资建议与盈利预测

- 我们对公司各项业务进行了盈利预测。
  - 我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 6.30 亿元、7.64 亿元、9.01 亿元，分别同比增长 17%、21%、18%。分业务来看：以下预测中，功能性镜片为除离焦镜外的其他防蓝光等功能性镜片。
  - 我们预测公司 2021 年-2023 年镜片业务收入增速为 19%、23%、19%。
    - **离焦镜业务：**公司于 2021 年 6 月推出明月“轻松控”，2021 年 12 月推出明月“轻松控 pro”，我们预计公司离焦镜片有望放量增长。与国外品牌镜片相比，明月镜片的“轻松控”价格更加实惠且符合中国孩子生理特点的设计理念等优点，未来有望在国内离焦镜市场实现国产替代，由于离焦镜为公司新品，且整个离焦镜行业增速较快，我们预测公司离焦镜 2022 年-2023 年收入增速分别为 100%、50%。
    - **功能性镜片：**公司持续优化镜片业务结构，顺应市场消费升级需求不断提升高毛利功能性镜片占比，我们认为随着消费者需求不断多元化、高端化，功能性镜片未来有望持续增长，我们预测功能性镜片 2022 年-2024 年收入增速分别为 24%、23%、22%；
    - **其他镜片收入：**公司不断调整镜片收入结构，由普通镜片逐步转向高端化功能性镜片、普通镜片收入占比逐年缩小，我们认为，未来这一趋势仍将延续，我们预测其他镜片 2022 年-2024 年收入增速分别为 6%、17%、12%。
  - **原料业务：**2020 年受疫情影响原料业务下降幅度较大，考虑到疫情逐步控制后原料需求逐步增加，我们预测原料业务 2021 年-2023 年收入增速为-7%、5%、4%。
  - **成镜业务：**电商消费趋势盛行，线上成镜销售未来有望持续放量。成镜产品主要通过电商自营渠道和线下直销渠道进行销售。随着线上消费的日益普及，消费者通过电商平台购买品质和价格更为满意的成镜产品，电商自营渠道成镜销售收入有望未来持续增长。我们预测成镜业务 2021 年-2023 年收入增速为 23%、21%、18%。
  - **镜架业务：**我们预测镜架业务 2021 年-2023 年收入增速为 15%、12%、9%。
  - **毛利率：**综合考虑到未来随公司渠道网络不断扩大，随经销占比提升毛利率预计逐渐下降；同时，随公司产品结构不断迭代，功能性镜片占比提升，有望带来毛利率逐渐提升，因此，我们预计 2021 年-2023 年公司毛利率预计维持稳定，分别为 55%、55%、54%。

- **费用端：**公司计划募集资金用于高端树脂镜片扩产项目、常规树脂镜片扩产及技术升级项目、研发中心建设项目、营销网络及产品展示中心建设项目，预计带来镜片产能的稳步提升。考虑到公司营收快速增长带来规模效应，同时，公司的离焦镜产品在处于品牌推广期，我们预计 2021-2023 年销售费用率为 22.45%/22.60%/21.90%，管理费用率为 13.10%/13.20%/13.00%，研发费用率稳定在 3.3%水平。

图表 59：公司收入预测（万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>镜片业务</b>						
镜片收入（万元）	42969	44782	43612	51898	63835	75964
YOY（%）		4%	-3%	19%	23%	19%
毛利率（%）	48%	54%	57%	56%	55%	54%
离焦镜收入（万元）				2000	4000	6000
YOY（%）					100%	50%
毛利率（%）				70%	71%	72%
功能性镜片收入（万元）	12050	16584	19830	24589	30245	36899
YOY（%）		38%	20%	24%	23%	22%
毛利率（%）	55%	57%	59%	58%	58%	57%
其他镜片收入（万元）	30919	28198	23782	25309	29590	33065
YOY（%）		-9%	-16%	6%	17%	12%
毛利率（%）	45%	52%	55%	52%	50%	48%
<b>原料业务</b>						
原料收入（万元）	5735	6188	4855	4515	4732	4921
YOY（%）		8%	-22%	-7%	5%	4%
毛利率（%）	29%	35%	36%	33%	32%	31%
<b>成镜业务</b>						
成镜收入（万元）	851	3076	4956	6096	7376	8704
YOY（%）		261%	61%	23%	21%	18%
毛利率（%）	22%	56%	65%	65%	65%	65%
<b>镜架业务</b>						
镜架收入（万元）	608	974	362	416	466	508
YOY（%）		60%	-63%	15%	12%	9%
毛利率（%）	17%	28%	45%	45%	44%	43%
<b>其他业务</b>						
其他收入（万元）	105	40	29	28	26	24
YOY（%）		-62%	-28%	-5%	-6%	-8%
毛利率（%）		4%	59%	10%	10%	10%
主营业务收入（万元）	50269	55061	53815	62953	76435	90120
YOY（%）		10%	-2%	17%	21%	18%
毛利率（%）	44%	51%	55%	55%	55%	54%

来源：公司招股书、国金证券研究所

- 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.84/1.05/1.26 亿元，分别同比增长 20%/25%/20%。
- 公司作为全国领先的镜片生产商，考虑到公司的产品处于眼科产业链，我们选用相对估值法对公司进行估值，选取欧普康视、爱尔眼科、爱博医疗、时代天使为可比公司，以对应公司 Wind 一致预测为参考。考虑公司作为镜片行业龙头，离焦镜产品有望迅速放量，有望逐渐贡献业绩增量，给予公司 12 个月内 65X 目标市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 68 亿元，对应目标价为 51 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 60: 可比公司估值 (截至 2022 年 3 月 11 日)**

	公司简称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300595.SZ	欧普康视	37.1	0.71	0.95	1.26	52	39	29
300015.SZ	爱尔眼科	32.5	0.43	0.57	0.74	75	57	43
688050.SH	爱博医疗	157.0	0.61	2.32	3.21	257	68	49
6699.HK	时代天使	148.2	1.61	2.28	2.92	92	65	51
	平均					119	57	43

来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

## 风险提示

### ■ 离焦镜国产替代不及预期风险

- 蔡司的成长乐等进口品牌产品较早进入国内市场, 有较强的品牌力以及渠道优势, 并且在消费者中形成了良好的口碑, 明月“轻松控”可能短期内难以与其竞争, 提示国产替代不及预期的风险。

### ■ 经销商管理风险

- 2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年 1-6 月, 公司经销模式下实现营业收入分别为 1.19 亿元、1.49 亿元、1.65 亿元和 0.79 亿元, 占主营业务收入比分别为 23.73%、26.98%、30.58%和 29.24%。由于公司经销商地域分布广泛, 公司对销售渠道的统一、精细管理难度较大。一方面, 如果存在区域经销商不遵守公司规定或未达到既定的业绩目标, 公司的品牌形象和经营业绩将受到影响; 另一方面, 随着公司规模的不不断扩大, 如果公司的经销管理水平未能随之提升, 将对区域经销商经营模式造成不利影响。因此, 若未来经销商管理失当, 将对公司业务发展造成不利影响。

### ■ 应收账款发生坏账风险

- 随着公司销售规模的稳步增长, 公司应收账款持续增加。截至 2018 年末、2019 年末、2020 年末和 2021 年 6 月末, 2018 年-2020 年公司应收账款天数分别为 112 天、124 天和 133 天, 应收账款天数逐年上升。如果应收账款发生坏账, 对公司的资产质量和正常经营可能会造成一定影响。

### ■ 主要原材料价格波动风险

- 公司的主要原材料包括丙烯醇、DMT(对苯二甲酸二甲酯) 等化工原料以及树脂单体等。2018 年度、2019 年度、2020 年度和 2021 年 1-6 月, 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。如果上游原材料行业, 如丙烯醇、DMT 等化工原料或者树脂单体的价格发生大幅波动, 特别是出现大幅上涨, 将带动行业成本上涨, 直接提高公司生产成本, 若公司产品售价未能及时调整, 可能对公司盈利产生不利影响。

### ■ 限售股解禁风险

- 公司预计将于 2022 年 6 月 16 日解禁首发机构配售股份 165 万股, 预计占解禁前流通股比例 5.57%, 预计占总股本比例 1.23%。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>509</b>	<b>553</b>	<b>540</b>	<b>630</b>	<b>764</b>	<b>901</b>	货币资金	66	149	206	1,054	1,047	1,071	
增长率		8.5%	-2.3%	16.6%	21.4%	17.9%	应收款项	112	124	133	153	186	220	
<b>主营业务成本</b>	<b>-284</b>	<b>-271</b>	<b>-243</b>	<b>-285</b>	<b>-347</b>	<b>-415</b>	存货	123	121	101	130	159	190	
%销售收入	55.7%	49.1%	45.0%	45.3%	45.5%	46.0%	其他流动资产	15	18	32	28	43	47	
<b>毛利</b>	<b>226</b>	<b>281</b>	<b>297</b>	<b>345</b>	<b>417</b>	<b>486</b>	流动资产	315	412	472	1,366	1,435	1,527	
%销售收入	44.3%	50.9%	55.0%	54.7%	54.5%	54.0%	%总资产	59.4%	65.7%	68.3%	81.6%	80.7%	80.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	长期投资	1	1	0	0	0	0	
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	149	151	148	223	249	268	
<b>销售费用</b>	<b>-77</b>	<b>-104</b>	<b>-113</b>	<b>-141</b>	<b>-173</b>	<b>-197</b>	%总资产	28.1%	24.1%	21.4%	13.3%	14.0%	14.1%	
%销售收入	15.1%	18.8%	20.9%	22.5%	22.6%	21.9%	无形资产	57	53	63	76	86	94	
<b>管理费用</b>	<b>-63</b>	<b>-55</b>	<b>-66</b>	<b>-82</b>	<b>-101</b>	<b>-117</b>	非流动资产	216	216	219	308	344	370	
%销售收入	12.3%	10.0%	12.3%	13.1%	13.2%	13.0%	%总资产	40.6%	34.3%	31.7%	18.4%	19.3%	19.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	<b>资产总计</b>	<b>531</b>	<b>628</b>	<b>692</b>	<b>1,674</b>	<b>1,779</b>	<b>1,897</b>	
%销售收入	3.0%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	3.0%	短期借款	75	0	0	5	5	5	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>65</b>	<b>99</b>	<b>93</b>	<b>92</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	应付款项	102	102	86	111	135	161	
%销售收入	12.8%	17.9%	17.3%	14.7%	14.2%	14.9%	其他流动负债	43	33	40	40	46	52	
<b>财务费用</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	流动负债	220	134	126	156	186	218	
%销售收入	0.8%	0.1%	0.0%	-2.1%	-2.8%	-2.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	11	12	3	0	0	0	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	231	147	129	156	186	218	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>280</b>	<b>454</b>	<b>527</b>	<b>1,471</b>	<b>1,534</b>	<b>1,610</b>	
%税前利润	0.1%	0.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	其中：股本	55	101	101	134	134	134	
<b>营业利润</b>	<b>54</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>113</b>	<b>138</b>	<b>164</b>	未分配利润	66	78	143	194	257	333	
营业利润率	10.7%	17.6%	17.6%	18.0%	18.1%	18.1%	少数股东权益	20	27	36	47	58	69	
<b>营业外收支</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>531</b>	<b>628</b>	<b>692</b>	<b>1,674</b>	<b>1,779</b>	<b>1,897</b>	
<b>税前利润</b>	<b>51</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>113</b>	<b>138</b>	<b>164</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	10.0%	17.5%	18.0%	18.0%	18.1%	18.1%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	每股收益	n.a	0.693	0.695	0.626	0.782	0.941	
所得税率	18.1%	16.6%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%	每股净资产	n.a	4.506	5.232	10.951	11.420	11.985	
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>116</b>	<b>137</b>	每股经营现金净流	n.a	0.712	0.779	0.773	0.931	1.145	
少数股东损益	9	11	12	11	11	11	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.250	0.313	0.376	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>105</b>	<b>126</b>	<b>回报率</b>							
净利率	6.4%	12.6%	13.0%	13.4%	13.8%	14.0%	净资产收益率	11.75%	15.39%	13.28%	5.71%	6.85%	7.85%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.19%	11.12%	10.12%	5.02%	5.91%	6.66%	
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	14.17%	17.14%	13.89%	5.10%	5.72%	6.68%	
<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>95</b>	<b>116</b>	<b>137</b>	<b>增长率</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	主营业务收入增长率	19.51%	8.46%	-2.32%	16.65%	21.42%	17.90%	
<b>非现金支出</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	EBIT增长率	108.17%	52.31%	-5.88%	-1.00%	17.70%	23.13%	
<b>非经营收益</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	净利润增长率	94.87%	112.64%	0.23%	20.10%	25.03%	20.24%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-8</b>	<b>-28</b>	<b>-29</b>	<b>-21</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	总资产增长率	-2.46%	18.32%	10.13%	141.97%	6.25%	6.67%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>78</b>	<b>104</b>	<b>125</b>	<b>154</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-28</b>	<b>-120</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>	应收账款周转天数	73.7	74.0	84.1	86.0	86.0	86.0	
投资	-3	3	0	1	-11	0	存货周转天数	140.6	164.1	166.7	167.0	167.0	167.0	
其他	0	0	1	1	1	1	应付账款周转天数	95.7	93.1	102.4	103.0	103.0	103.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-26</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>	<b>-118</b>	<b>-90</b>	<b>-79</b>	固定资产周转天数	106.8	98.4	99.3	129.4	119.4	109.2	
<b>股权募资</b>	<b>13</b>	<b>133</b>	<b>0</b>	<b>894</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-9</b>	<b>-75</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	3.05%	-30.95%	-36.54%	-69.09%	-65.42%	-63.47%	
<b>其他</b>	<b>-62</b>	<b>-38</b>	<b>-4</b>	<b>-34</b>	<b>-42</b>	<b>-51</b>	EBIT利息保障倍数	15.7	140.2	13,603.7	-7.1	-5.0	-6.1	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>20</b>	<b>-4</b>	<b>863</b>	<b>-42</b>	<b>-51</b>	资产负债率	43.52%	23.36%	18.60%	9.31%	10.48%	11.49%	
<b>现金净流量</b>	<b>-23</b>	<b>64</b>	<b>48</b>	<b>848</b>	<b>-7</b>	<b>24</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402