

明月镜片 (301101.SZ) 品牌持续升级下趋势向好，期待近视防控产品发力

2022年05月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

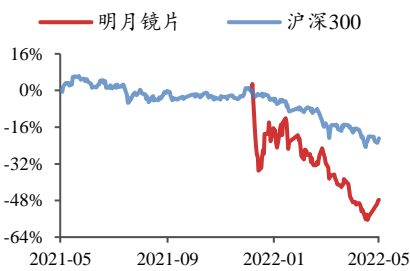
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/5/11
当前股价(元)	35.10
一年最高最低(元)	78.04/28.21
总市值(亿元)	47.15
流通市值(亿元)	10.40
总股本(亿股)	1.34
流通股本(亿股)	0.30
近3个月换手率(%)	278.89

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内领先的综合类眼镜镜片生产商趋势向好，首次覆盖给予“买入”评级

国内较大的近视人口基数带来庞大的眼视光矫正需求，在政策、技术、消费升级等因素的驱动下，镜片市场稳健扩容，近视防控市场方兴未艾；公司作为国产镜片龙头，市场扩容下有望受益。公司深耕镜片领域多年，已形成较强的技术壁垒和广而深的渠道网络，且2018年后持续推进自主品牌转型升级，已集聚较强品牌势能。未来公司将继续加强品牌建设，扩充高毛利产品产能，加大研发投入，进一步抢占中高端市场份额，同时实现业绩增长。我们看好公司长期发展，预计公司2022-2024年归母净利润为1.13/1.42/1.84亿元，对应EPS为0.84/1.06/1.37元，当前股价对应PE为41.7/33.3/25.6倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 竞争优势：品牌产品定位中高端，产品结构持续优化，线上线下双轮驱动

公司具备较强的核心竞争力：（1）**品牌端**，持续推行自主品牌战略，定位中高端，多维度提升品牌势能，抢占C端用户心智，进而反哺B端议价能力。（2）**产品端**，品牌转型下不断优化产品结构，通过“常规产品高折化+低折产品功能化”提升高毛利产品占比，同时注重研发投入，用技术优势支撑产品打入中高端市场。（3）**渠道端**，已形成“直销渠道为主，经销渠道为辅”、线上线下协同发展的立体渠道网络，线下在多年深耕下渠道布局广而深，经销商结构持续优化；线上渠道快速发展，电商自营收入规模增速较快。

● 未来增量：品牌形象强化，近视防控产品发力，新产能释放

（1）**品牌**：公司将继续深化品牌高端形象，除现有多维度营销外，未来还将通过在高线城市建立营销总部及品牌体验店、规范服务等强化品牌势能，提升品牌溢价。（2）**产品**：青少年近视防控市场空间广阔，公司2021年推出适合中国青少年用眼习惯的“轻松控”和“轻松控Pro”，验配流程简单、技术参数领先且性价比比较高，有望成为新收入增长极。（3）**产能**：IPO后公司拟加强高端树脂镜片产能建设，未来新产能的逐步释放将利好产品结构优化，同时有望带来收入增量。

● 风险提示：主要原材料价格波动，产品市场竞争加剧，疫情反复。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	540	576	674	813	1,024
YOY(%)	-2.3	6.6	17.2	20.5	26.0
归母净利润(百万元)	70	82	113	142	184
YOY(%)	0.2	17.3	37.7	25.4	30.0
毛利率(%)	55.0	54.7	54.7	56.3	57.1
净利率(%)	13.0	14.3	16.8	17.4	18.0
ROE(%)	14.5	6.3	8.8	9.9	11.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.61	0.84	1.06	1.37
P/E(倍)	67.4	57.4	41.7	33.3	25.6
P/B(倍)	8.9	3.4	3.3	3.0	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 国内领先的综合类眼镜镜片品牌企业	4
1.1、 发展历程：深耕镜片领域多年，逐步成长为国产镜片龙头	4
1.2、 财务分析：营收增长稳健，盈利能力逐年增强	5
1.3、 股权结构稳定，员工持股绑定核心骨干	8
2、 行业：镜片市场规模稳健增长，成长空间较大	9
2.1、 行业规模：国内眼镜、镜片产品市场规模均稳健增长	9
2.2、 行业空间：多因素提振国内镜片产品行业景气度	9
2.3、 竞争格局：外资品牌市占率较高，国产品牌仍有提升空间	12
3、 公司看点：品牌产品聚焦中高端市场、全渠道发力	12
3.1、 品牌端：推行自主品牌战略，打造“国产镜片第一品牌”	12
3.2、 产品：持续优化产品结构，打造强技术壁垒	15
3.2.1、 结构：优化产品结构，聚焦中高端市场	15
3.2.2、 供应：“以销定产+以产定采”确保产品供应	16
3.2.3、 革新：重视研发，技术壁垒较强	17
3.3、 渠道：以直销渠道为主，电商自营渠道增长亮眼	18
4、 未来增量：品牌强化、新品扩充、产能释放	20
4.1、 中高端形象深入人心，有望引领均价上行	20
4.2、 近视防控高景气，新品“轻松控”系列有望成为新增长极	21
4.3、 IPO 项目后加强产能与研发投入，支撑品牌转型升级	22
5、 盈利预测与投资建议	22
5.1、 关键假设	22
5.2、 盈利预测与估值	23
6、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 公司深耕镜片行业多年，逐步成长为国产镜片龙头企业	5
图 2： 2017-2021 年公司营收整体稳健增长	5
图 3： 2017-2021 年低基数下公司利润增长较快	5
图 4： 镜片营收占比超过 78%，为主要收入来源	6
图 5： 成镜收入增长迅速，2017-2021 年 CAGR 为 74.79%	6
图 6： 国内市场贡献主要收入，疫情影响下海外收入占比有所下降	6
图 7： 公司与依视路的毛利率差距逐渐缩小	7
图 8： 产品提价和结构优化带来毛利率快速提升	7
图 9： 2017-2021 年，公司销售费用率的快速提升抬高了整体费用率	7
图 10： 净利率呈上升趋势，盈利能力逐年增强	8
图 11： 公司股权结构稳定，实控人为谢氏家族	8
图 12： 整体上看，国内眼镜市场规模有望稳步扩大	9
图 13： 拆分来看，国内镜片销售规模预计保持稳健增长	9
图 14： 为控制近视率增长，相关政策文件提出了 2030 年近视防控要求	10
图 15： 新技术的广泛应用利于催化青少年功能性镜片市场的快速发展	11
图 16： 对标美国，国内镜片人均购买量提升空间较大	11

图 17: 对标美国, 国内镜片人均支出额提升空间较大.....	11
图 18: 基于销售量, 国产镜片品牌市占率领先	12
图 19: 在自有品牌镜片业务收入中, 主品牌“明月”占居主导, 且占比逐年增长	13
图 20: 2017-2020 年公司销售费用增长较快	14
图 21: 2017-2020 年公司广告费用增长迅速	14
图 22: 2017 年以来公司聘请陈道明为代言人	14
图 23: 2018-2020 年公司各品类均价 CAGR 高于对应单位成本 CAGR	15
图 24: 1.71 系列毛利率明显高于其他系列产品	15
图 25: 2017-2020 年 1.71 系列镜片产品收入增长较快	16
图 26: 2017-2020 年防蓝光系列镜片产品收入增长较快	16
图 27: 2018-2021H1, 公司镜片和镜片原料产品产销率均保持在 100%左右	16
图 28: 2018-2021 年, 韩国 KOC 及关联方在采购中占比逐年下降	17
图 29: 公司的销售模式包括直销、经销和代销 (2021 年代销收入为 0)	18
图 30: 公司产品销售同时面向 B 端和 C 端, 以直销渠道为主, 经销渠道为辅	19
图 31: 直销客户收入数量众多, 以终端眼镜门店为主	19
图 32: 2018-2020 年, 公司对经销商的出货价稳步提升	20
图 33: 2018-2021 年, 电商自营渠道营收贡献增长迅速	20
表 1: 公司镜片产品类型全面, 能满足消费者多样性的需求	4
表 2: 员工持股平台志远管理主要用来激励公司高级管理人员	8
表 3: 国家卫监委、教育部等部门已多次出台文件, 聚焦青少年近视防控	10
表 4: 公司多维度进行品牌营销, 提升品牌影响力	13
表 5: 经过长期的研发实践, 公司多项核心技术处于国内领先地位	18
表 6: 轻松控产品采用离焦眼轴控制技术, 且工艺设计更符合中国前少年用眼习惯	21
表 7: 与同类产品相比, 明月轻松控 PRO 的性价比较高	22
表 8: IPO 项目后加大产能与研发投入, 支撑品牌转型升级	22
表 9: 我们预计 2022-2024 年公司营收较快增长	23
表 10: 可比公司估值情况	24

1、国内领先的综合类眼镜镜片品牌企业

深耕镜片领域二十载，是国内领先的综合类眼镜镜片品牌企业。公司2002年成立，2021年成功登陆创业板，成为注册制背景下“国产镜片品牌上市第一股”，主要从事镜片、镜片原料、成镜和镜架等眼视光产品研发、设计、生产和销售。**(1) 品牌方面：**公司推行自主品牌战略，以自有品牌“明月镜片”为主，聚焦中高端市场。**(2) 产品方面：**以镜片为核心，根据不同的使用场景，镜片产品可分为日常通用镜片和功能性镜片两大类，全方位满足市场需求。**(3) 渠道方面：**以国内市场为主，形成了以直销为主、经销为辅，线上线下双轮驱动的立体销售网络。

表1：公司镜片产品类型全面，能满足消费者多样性的需求

应用场景	镜片系列	产品描述
日常通用	1.71 系列	更薄、更轻、高折射率低色散，视物更清晰
	PMC 超亮系列	透光率更高可达 98.6%，视物清晰真实
	KR 超韧系列	不易碎裂，抗冲击性能优异
数码场景	KR 树脂	折射率全、品质稳定、安全性高
	双重防蓝光系列	既有基材吸收，又有膜层反射，防护性能明显提升
	太阳镜片 pro 系列	偏光膜更牢固、更均匀、不易产生彩虹纹
户外防护	太阳镜片七彩系列	有效阻隔太阳光中对眼睛有害的紫外线，也不失潮流
	智能变色系列	随紫外线强弱变化，自动调节颜色深浅，一镜多用
高端定制	近视管理系列	膜前离焦，控制眼轴增长，有效管理孩子近视
	学生读写系列	降低眼睛出现疲劳、近视度数增长过快的概率
	抗疲劳系列	应对工作中的远、中、近视觉转换
	维适渐进系列	使眼睛在不同距离视物切换时过渡更自然，更舒适

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、发展历程：深耕镜片领域多年，逐步成长为国产镜片龙头

根据公司产品、品牌和渠道的不断丰富和完善，可将公司发展分为四个阶段：

(1) 初创探索期 (2002-2005)：2002 年，公司前身江苏明月光电科技有限公司成立。2004 年，公司建立起遍布全国的销售网络，引领行业从“坐商”进入“行商”时代。

(2) 品牌定位期 (2006-2011)：2006 年，公司拒绝外资收购，开启国产镜片民族品牌之路，与韩国 KOC 在国内合作建立镜片原料工厂。2008 年，公司研发的 KR 超韧树脂镜片获国家发明专利。2009 年，公司被评为高新技术企业。2010 年，公司在大量同行陆续被外资收购的背景下，作为镜片民族品牌的代表增加媒体曝光度，立志成为国产镜片领军品牌之一。

(3) 技术成长期 (2012-2017)：2012 年，公司启动建设行业领先的视光产业园。2014 年，公司研发出 1.71 镜片，打破高折射率伴随高色散魔咒，攻克行业难题。2015 年，公司在新加坡建立国际业务总部，产品畅销超过 30 个国家和地区，成绩斐然。2017 年，公司成为国内镜片行业首家“绿色工厂”。

(4) 战略升级期 (2018-至今)：2018 年，公司全面进行战略升级，对不同产品实行差异化的品牌策略；同年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。2019年，公司变更为明月镜片股份有限公司，全面升级终端形象，全国推进万店计划。2020年，公司成为中国登山队官方赞助商，防蓝光镜片获得德国莱茵 TÜV 认证。2021年明月镜片于深圳交易所创业板上市。

图1：公司深耕镜片行业多年，逐步成长为国产镜片龙头企业

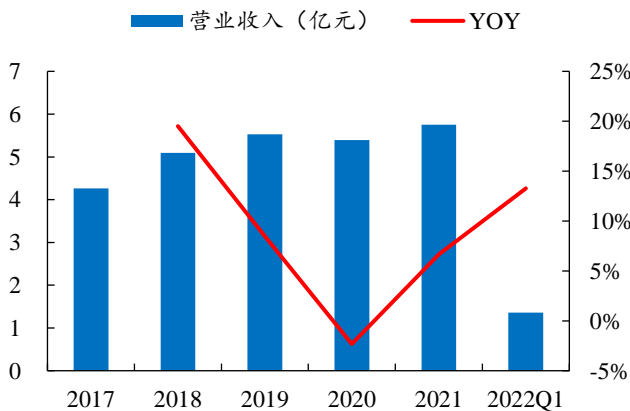


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、财务分析：营收增长稳健，盈利能力逐年增强

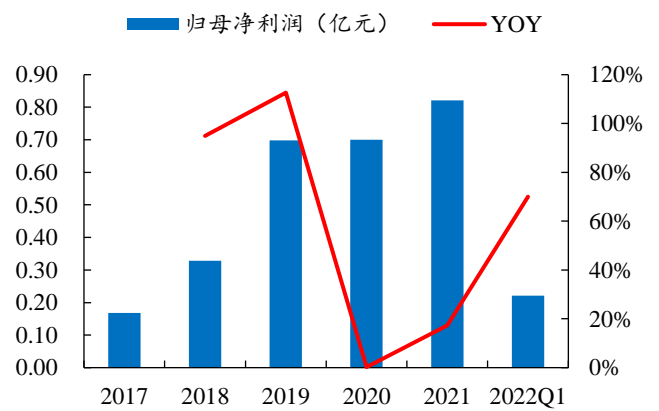
营收整体增长稳健，低基数下利润增长较快。2017-2021年，公司营业收入由4.26亿元增至5.76亿元，CAGR为7.80%，整体保持稳健增长；同期归母净利润由0.17亿元提升至0.82亿元，CAGR为48.56%，低基数下整体增长较快。2020年公司收入和归母净利润增速均放缓，主要因疫情对零售端实体门店的冲击较大。2021年公司收入和利润端增速逐步恢复，分别为6.65%和17.27%，主要系2020年基数较低，且2021年国内疫情得到控制，销量有所增长。2022Q1公司实现营业收入1.36亿元（+13.26%），归母净利润0.22亿元（+70.01%），收入利润实现高增长，或主要系近视防控产品快速放量。

图2：2017-2021年公司营收整体稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

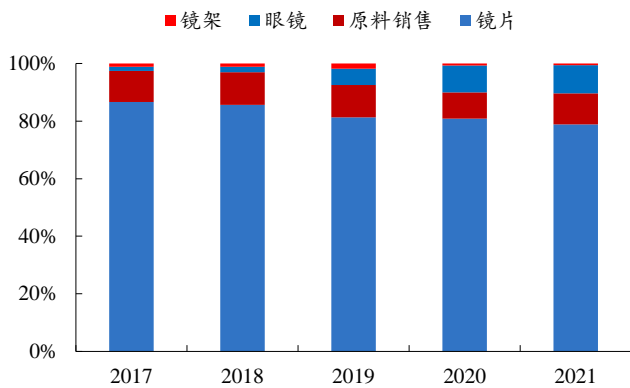
图3：2017-2021年低基数下公司利润增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

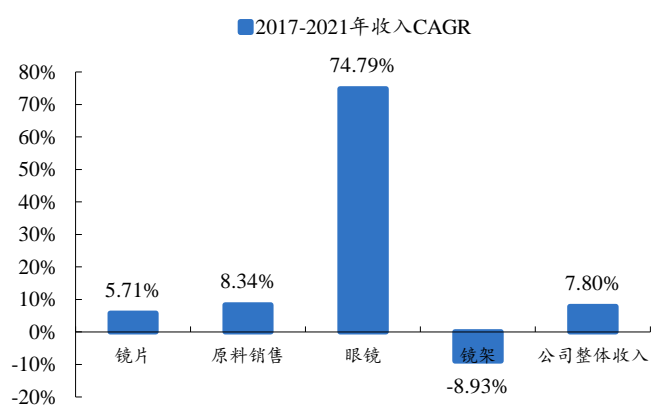
分品类看，镜片收入占比较大，成镜收入增长迅速。2021年，公司镜片产品营收4.52亿元(+3.72%)，占比78.59%，传统镜片业务稳健增长；公司聚焦中高端市场，通过提升中高折射率、功能镜片占比实现差异化布局；同时，公司2021年全面进军近视管理镜片市场，先后推出“轻松控”和“轻松控Pro”，打造新的增长极。成镜营收0.56亿元(+12.04%)，占比9.65%，延续较快增长（2017-2021年收入CAGR为74.79%）。原料销售营收0.62亿元(+26.69%)，占比10.69%，公司积极切入镜片原料领域，与韩国KOC合作建立镜片原料研发生产中心实现原料自给。

图4：镜片营收占比超过78%，为主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

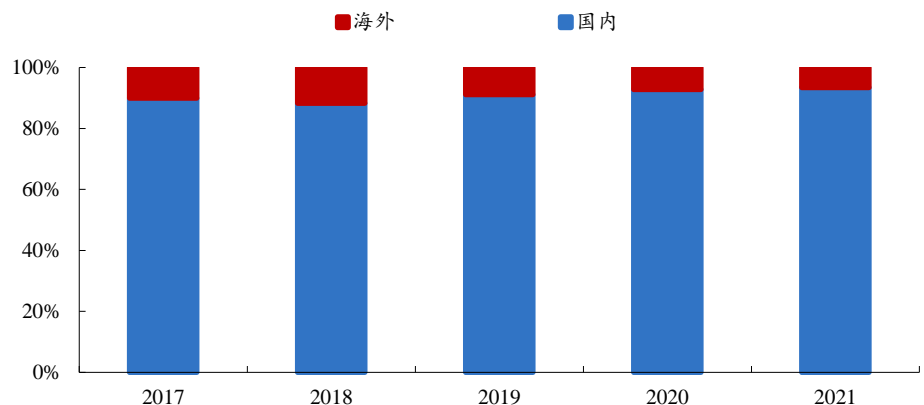
图5：成镜收入增长迅速，2017-2021年CAGR为74.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区看，国内市场贡献主要收入。2017-2021年，公司产品国内收入分别为3.8/4.4/5.0/5.0/5.4亿元，在当年收入中占比分别为88.0%/87.0%/90.8%/92.4%/96.1%。2018-2021年，公司外销收入从0.59亿元下降至0.38亿，占比也同步下降至3.9%，外销收入减少主要系海外疫情影响。

图6：国内市场贡献主要收入，疫情影响下海外收入占比有所下降

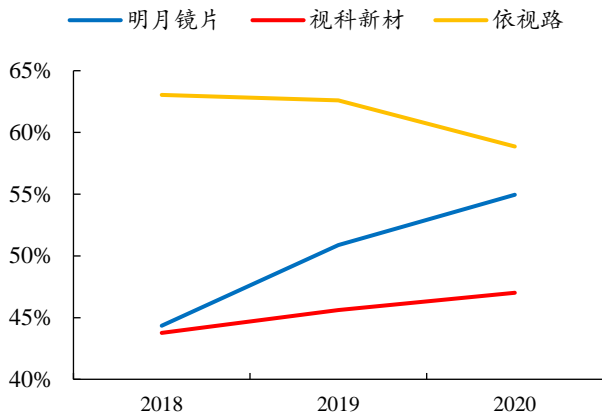


数据来源：Wind、开源证券研究所

品牌化转型下，产品提价和结构优化带来毛利率快速提升。2017-2020年，公司毛利率从39.01%逐年上升至54.95%，年均增长5.31pct，与可比公司依视路的毛利率差距逐渐缩小，毛利率提升明显主因公司从2018年开始持续推行自主品牌战略，聚焦中高端市场，带来产品普遍提价。2021年公司整体毛利率为54.69%（-0.26pct），主要系新会计准则影响，运输费用转入营业成本所致，还原后毛利率同比提升0.74pct，

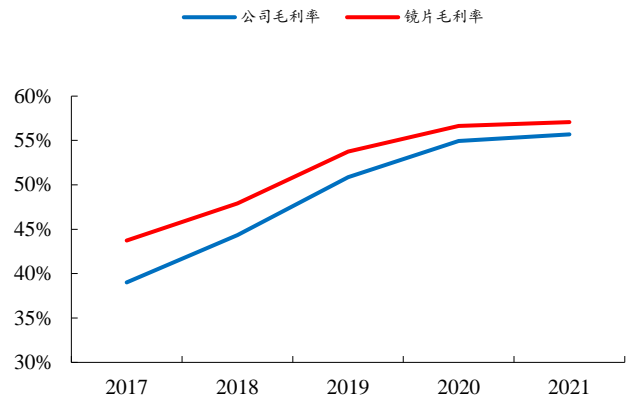
主要系产品结构持续优化，高毛利率的功能镜片占比提升所致。2022Q1 公司毛利率为 54.1% (-1.1%)，主要系新会计准则影响。

图7：公司与依视路的毛利率差距逐渐缩小



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

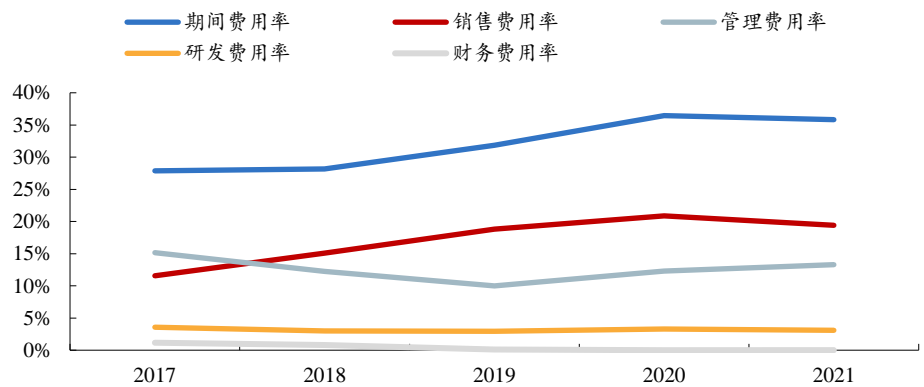
图8：产品提价和结构优化带来毛利率快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2021 年公司毛利率使用的是还原口径下的毛利率。）

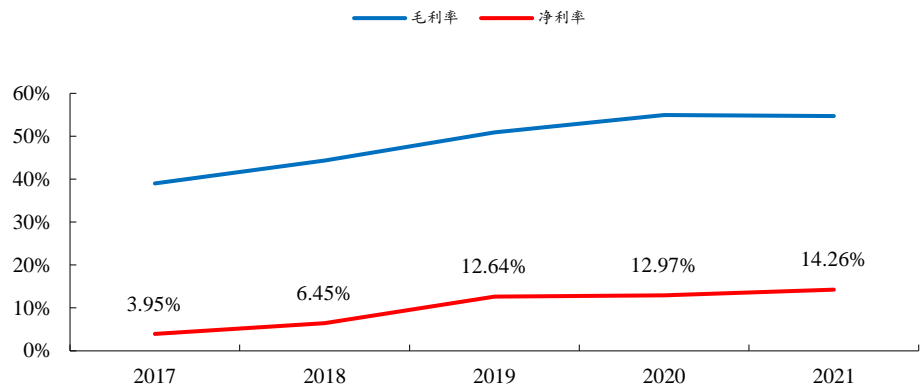
品牌化转型下，销售费用率的快速提升抬高了整体费用率。2017-2020 年，公司期间费用率由 31.44% 增长至 38.10%，其较快增长主因公司致力于自主品牌战略，同期销售费用率增幅较大，从 11.56% 提升至 20.87%。2021 年公司期间费用率同比下降 0.62pct，主要系新会计准则下销售费用率同比下降 1.48pct。2022Q1 期间费用率为 36.51% (-3.85pct)，销售费用率为 18.28% (-4.29pct)，主要系收入准则变化以及公司对销售费用动态调整。

图9：2017-2021 年，公司销售费用率的快速提升抬高了整体费用率



数据来源：Wind、开源证券研究所

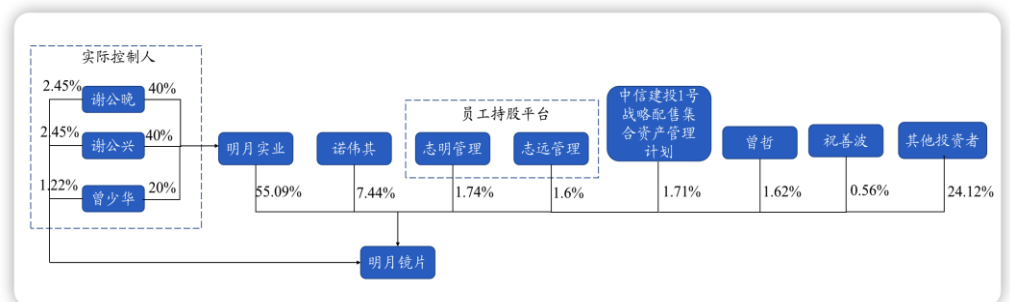
净利率呈上升趋势，盈利能力逐年增强。2017-2021 年，公司净利率从 5.09% 提升至 14.26%，盈利能力逐年增强。净利率的较快提升主因公司品牌化发展下毛利率提升幅度较大，整体高于同期费用率的提升幅度。2022Q1 公司净利率为 16.24% (+5.42pct)，在疫情影响下仍然保持较高水平。

图10：净利率呈上升趋势，盈利能力逐年增强


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，员工持股绑定核心骨干

公司股权结构稳定，实控人为谢氏家族。截至 2022Q1，明月实业持有公司 55.09% 的股份，为公司第一大股东。谢公晚、谢公兴和曾少华合计持有明月实业 100% 的股份，三人直接或间接控股比例为 61.21%，为公司实际控制人，其中谢公晚、谢公兴系兄弟关系，曾少华系谢公晚妹妹之配偶，三人为一致行动人。

图11：公司股权结构稳定，实控人为谢氏家族


资料来源：Wind、开源证券研究所

设立员工持股平台，绑定核心骨干利益。公司于 2017 年和 2018 年分别设立志远管理、志明管理有限合伙人员工持股平台，以此激励对公司未来发展起重要作用的在职员工，与核心骨干绑定利益，充分调动其积极性。其中，志远管理主要面向公司高级管理人员（共 5 位合伙人），志明管理主要面向经理级以上的管理人员及核心骨干（共 41 位合伙人）。

表2：员工持股平台志远管理主要用来激励公司高级管理人员

志远管理合伙人	性质	出资额 (万元)	出资比例	职务
曾哲	普通合伙人	9	2.03%	董事、财务总监、董秘
王国平	有限合伙人	183.6	41.46%	审计中心总监
张湘华	有限合伙人	104.4	23.58%	行政经理
王雪平	有限合伙人	97.2	21.95%	副总经理

志远管理合 伙人	性质	出资额 (万元)	出资比例	职务
朱海峰	有限合伙人	48.6	10.98%	研发总监、监事会主席
合计		442.8	100%	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

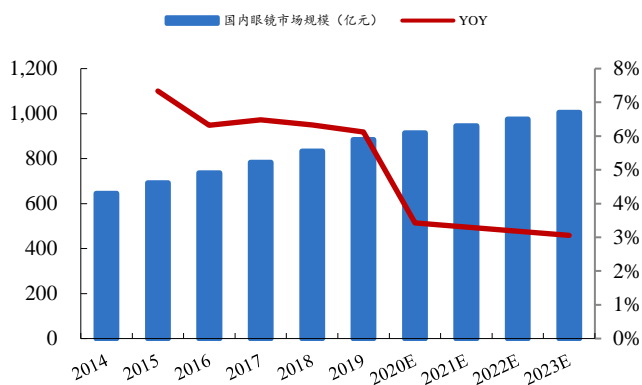
2、行业：镜片市场规模稳健增长，成长空间较大

2.1、行业规模：国内眼镜、镜片产品市场规模均稳健增长

整体上看，国内眼镜产品市场规模有望稳步扩大。据 Euromonitor，2014-2019 年我国眼镜产品市场规模从 644.89 亿元提升至 884.25 亿元，CAGR 为 6.52%，保持稳健增长态势，增速高于同期全球增速水平（CAGR 为 2.60%）。未来随着我国眼镜产品人均支出额的进一步提高，我国眼镜产品市场规模有望继续保持增长。Euromonitor 预计 2023 年我国眼镜产品市场规模将突破 1000 亿元，达到 1004.67 亿元。

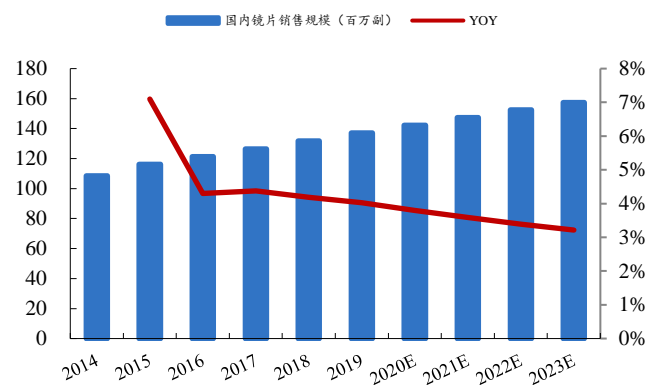
拆分来看，国内镜片产品销售规模预计保持稳健增长。据 Euromonitor，2014-2018 年，我国镜片销售量从 2014 年的 1.08 亿副增长至 2018 年的 1.32 亿副，CAGR 为 5.00%，销售量占全球比重由 16.58% 提升至 18.99%。Euromonitor 预计到 2023 年，我国镜片销售规模有望增长至 1.57 亿副，占全球比重进一步提升至 21.23%。

图12：整体上看，国内眼镜市场规模有望稳步扩大



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图13：拆分来看，国内镜片销售规模预计保持稳健增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

2.2、行业空间：多因素提振国内镜片产品行业景气度

国内镜片产品市场未来成长空间较大，主要驱动力有：

(1) 庞大的视光矫正需求：世界卫生组织数据显示，中国近视患者人数多达 6 亿，其中青少年近视率居世界第一，2018-2020 年全国儿童青少年总体近视率分别为 53.6%、50.2%、52.7%，高近视率和近视防控需求支撑了镜片行业的发展。同时，随着消费意识先进且消费能力较强的 20 世纪 60-70 年代生育高峰期出生的人群逐渐步入中老年，成人多焦点渐进镜片市场需求也有望得到进一步释放。

(2) 政策利好：青少年视力问题愈发受到政府部门及社会各界重视，儿童及青少年近视防控和矫正需求将得到进一步释放，催生了对近视防控相关功能性镜片的需求。电子产品普及、中小学生学习负担加重等因素导致我国儿童青少年近视率整

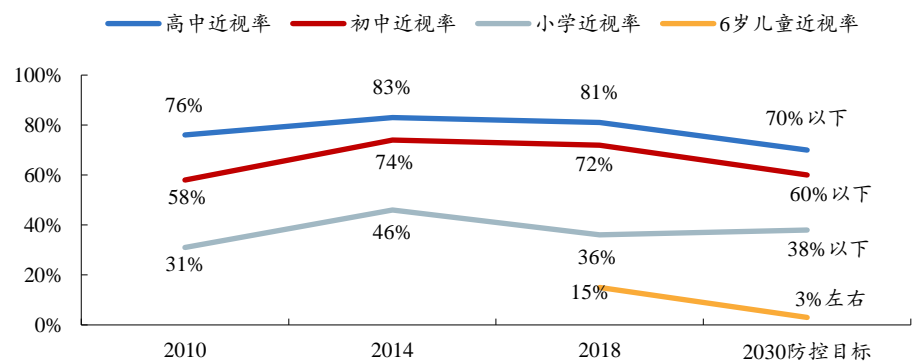
体偏高，且呈现低龄化趋势。2018 年以来国家卫监委、教育部等部门已多次出台文件，聚焦青少年近视防控。2018 年 8 月出台的《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出到 2030 年，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生/初中生/高中生近视率分别下降到 38%/60%/70% 以下；2021 年“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确提及“有效控制儿童肥胖和近视”。

表3：国家卫监委、教育部等部门已多次出台文件，聚焦青少年近视防控

出台时间	出台文件	出台部门
2018 年 6 月	《近视防治指南》	国家卫健委
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、国家卫健委等
2019 年 10 月	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	国家卫健委疾控局
2021 年 5 月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021-2025 年）》	教育部等

资料来源：中国新闻网、开源证券研究所

图14：为控制近视率增长，相关政策文件提出了 2030 年近视防控要求



数据来源：国家卫健委、《综合防控儿童青少年近视实施方案》、开源证券研究所

(3) 技术推动：顺应青少年近视防控需求，镜片生产企业推出了多种新型产品，包括以依视路绿宝贝为代表的渐进多焦点镜片，以蔡司成长乐、明月轻松控为代表的周边离焦镜片，以豪雅新乐学、明月轻松控 Pro、依视路星趣控为代表的多点近视离焦镜片。新技术的广泛应用利于催化青少年功能性镜片市场的快速发展，以及提升镜片及眼镜产品的附加值。

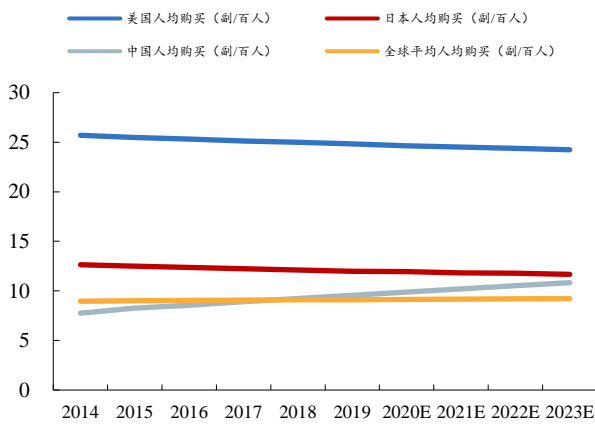
图15: 新技术的广泛应用利于催化青少年功能性镜片市场的快速发展



资料来源: 艾瑞咨询

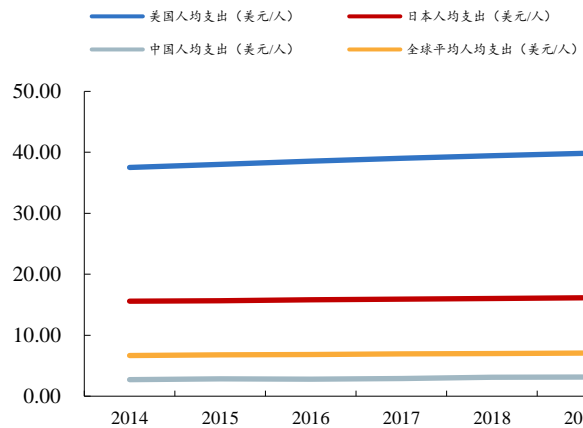
(4) 镜片人均购买量和支出额仍有较大提升空间。据招股说明书, 2019 年我国镜片人均购买量和人均支出额分别为 10.83 副/百人、3.14 美元/人, 而同期美国人均购买量和人均支出额分别为 24.24 副/百人、39.83 美元/人 (全球平均水平为 7.1 美元/人)。与发达国家相比, 我国镜片产品的人均支出额、人均购买量较小, 随着消费升级和消费理念转变等, 国内镜片市场仍有较大上涨空间。

图16: 对标美国, 国内镜片人均购买量提升空间较大



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图17: 对标美国, 国内镜片人均支出额提升空间较大



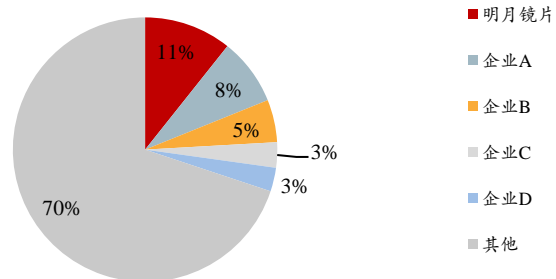
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

2.3、竞争格局：外资品牌市占率较高，国产品牌仍有提升空间

基于零售量，明月镜片市占率领先同行。目前，行业中的镜片公司主要分为全国性头部企业及区域性企业，行业格局较为分散，据欧睿统计，2020年国内镜片市场CR2仅为18.90%。2020年，国产品牌明月镜片零售量为行业第一，市占率约为10.7%，紧随其后的品牌市占率均未超过10%。

图18：基于销售量，国产镜片品牌市占率领先

2020年中国镜片公司市场份额（按零售量）



数据来源：欧睿、开源证券研究所

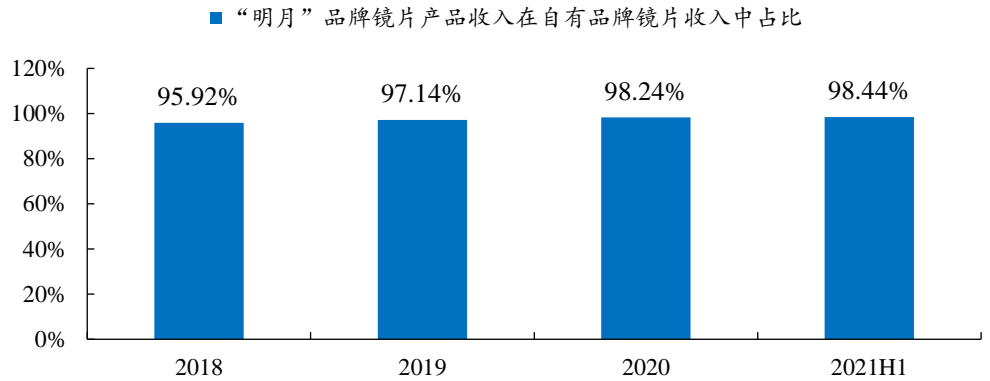
对比外资品牌，国产镜片品牌销量领先但销额明显落后。根据艾瑞咨询，销额视角下依视路和卡尔蔡司稳居前两位，国产镜片品牌销量领先但销额明显落后，直接原因在于国产镜片平均售价较低，根本原因在于国内镜片生产企业众多但多数为中小企业，长期深陷价格战泥淖，且绝大多数上规模的企业被外资收购，在研发投入和品牌建设上动力不足，品牌溢价能力低。

3、公司看点：品牌产品聚焦中高端市场、全渠道发力

3.1、品牌端：推行自主品牌战略，打造“国产镜片第一品牌”

推行自主品牌战略，抢占C端用户心智。2017年12月21日，公司召开战略发布会“相信‘一’的力量”，宣告镜片行业迈入消费者品牌时代，公司战略核心向用户心智迁徙。2019年1月19日，公司在新年战略发布会上宣布永久退出价格战，进一步深化自主品牌战略。公司品牌战略转型的目的在于打破C端用户此前忽视镜片价值的局面，增强用户镜片价值认知，通过产品升级在用户心智中建立“明月”品质稳定可靠的形象，并基于公司在C端积累的品牌势能提升对B端的议价能力。此外，公司深耕镜片行业多年，依托技术、渠道优势更容易打入中高端市场，打造差异化。

自主品牌中“明月”定位中高端，是镜片收入的主要来源。公司业务包括自有品牌业务、贴牌业务，以自有品牌镜片业务为主。公司自有品牌包括“明月”品牌和“赛蒙”品牌，其中，主品牌“明月”定位中高端镜片市场，为公司重点推广和营销的镜片品牌；“赛蒙”品牌定位中端镜片市场，为配合整体品牌战略，公司逐步控制并缩减其市场规模。2018-2020年，“明月”品牌镜片产品收入占自有品牌镜片收入比例分别为95.92%、97.14%、98.24%，2020H1占比进一步提升至98.44%，呈逐年增长态势。

图19：在自有品牌镜片业务收入中，主品牌“明月”占居主导，且占比逐年增长


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

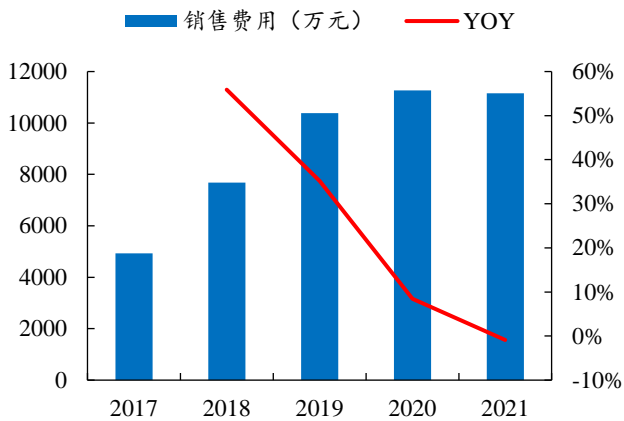
多维度进行品牌营销，销售费用和广告费用增长较快。为提升“明月镜片”品牌影响力，公司进行多维度营销投入，包括线下体验店、线下广告投放、区域实地推广、聘请品牌代言人、电视广告植入、电商平台推广等。较大力度的品牌推广使得公司销售费用和广告费用较快增长，2017-2021年，公司销售费用从4928万元增长至1.12亿元，CAGR为22.67%，同期销售费用率也逐年提升至2021年的19.39%；其中，广告费用从2017年的633万元大幅提升至2021年的3931万元，CAGR达57.86%。

表4：公司多维度进行品牌营销，提升品牌影响力

营销方式	具体举措
线下体验店	通过与客户合作在终端门店中建立专位体验、专区体验、专柜体验和专卖店，让消费者感受镜片的功能和优点。
区域实地推广	按区域（华东、华南、华北、西南等）进行营销渠道建设，各区配备专业的销售推广队伍，快速识别客户需求做到精准反馈。
聘请品牌代言人	特邀陈道明为品牌代言人。
电视广告植入	在综艺、新闻等植入广告，如《非诚勿扰》、《最强大脑》等。
线下广告投放	在机场、高铁站、城市核心商圈、知名楼宇等投放广告。
电商平台推广	在天猫、京东、小米有品等电商平台投放广告或购买品牌推广服务。
主题活动	举办新品发布会等主题营销活动。

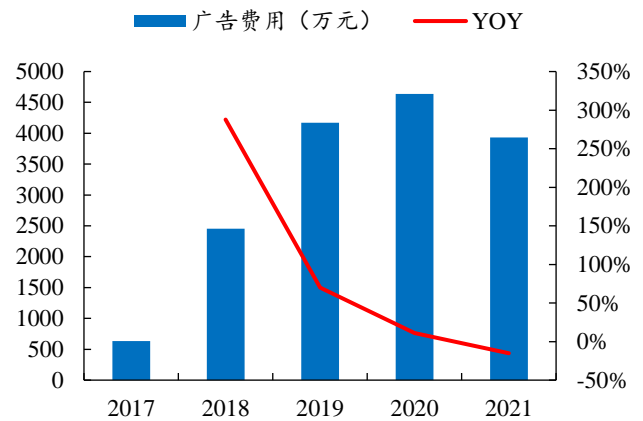
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图20: 2017-2020 年公司销售费用增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2017-2020 年公司广告费用增长迅速



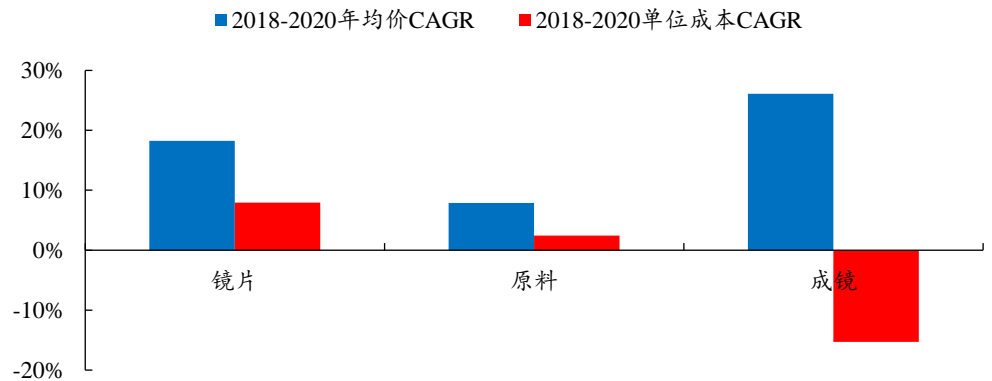
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2017 年以来公司聘请陈道明为代言人



资料来源: 公司官网

品牌策略下公司各品类平均售价提升明显，且均价增速大于成本增速，带来毛利率的快速提高。招股说明书显示，2018-2020 年，公司镜片、原料、成镜、镜架平均售价均逐年上涨，2 年 CAGR 分别为 18.27%、7.87%、26.09%、35.50%，除原料外，其他品类均价增长较明显。同期镜片、原料、成镜的单位成本的 CAGR 分别为 7.95%、2.43%、-15.27%，增速均明显小于对应均价增速，这带来各品类毛利率上行，进而拉升整体毛利率。2021H1 镜片、原料、成镜、镜架均价进一步提升，分别至 17.51 元/片 (+12.17%)、35.52 元/公斤 (+1.89%)、176.11 元/副 (+3.16%)、58.65 元/副 (+23.27%)。公司公告称，2021 年功能镜片和高折射率镜片占比双双提高，推动公司整体毛利率水平和镜片平均片单价不断上升。

图23：2018-2020年公司各品类均价 CAGR 高于对应单位成本 CAGR


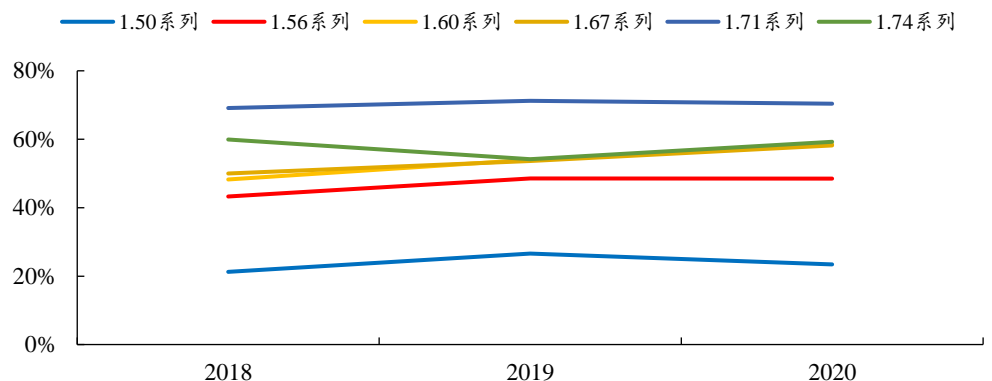
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、产品：持续优化产品结构，打造强技术壁垒

3.2.1、结构：优化产品结构，聚焦中高端市场

为顺应品牌战略和市场发展趋势，公司持续优化产品结构，聚焦中高端镜片市场，重点研发并推广功能片镜片等具备差异化竞争优势的镜片品类，具体调整方向如下：

(1) 常规产品高折化。“更轻、更薄、更清晰”是镜片行业发展趋势，其中“更轻、更薄”可由提高镜片折射率实现，“更清晰”可通过优化镀膜、涂层和光学设计等实现。由于折射率 1.56 和 1.60 系列常规片产品属于“红海”市场，且经济效益一般，公司主动放弃部分市场，主推高折射率 1.71 系列产品。该系列为公司独有，较折射率 1.74 系列产品性价比高，且毛利率明显高于其他系列，是公司着重打造的旗舰产品。

图24：1.71 系列毛利率明显高于其他系列产品


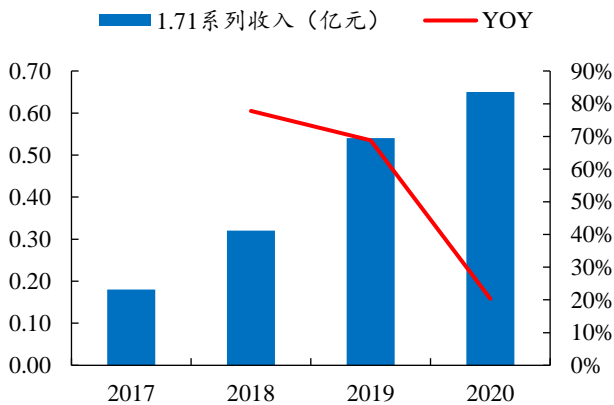
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

(2) 低折产品功能化。低折射率 1.50 和 1.60 系列产品由于可生产厂家较多，激烈竞争下价格较低，目前的市场占比仍最高。低折射率镜片产品除了需要满足消费者基础的视光矫正及保护需求外，镜片供应商开始逐步挖掘、迎合新的功能性消费需求。此背景下公司通过调整镜片基础材料、光学设计或镜片膜层等赋予镜片多种功能性，如近视管理、KR 超韧、PMC 超亮、蓝光防护、智能变色、驾驶偏光、渐

进等，通过提升功能镜片占比实现差异化竞争。

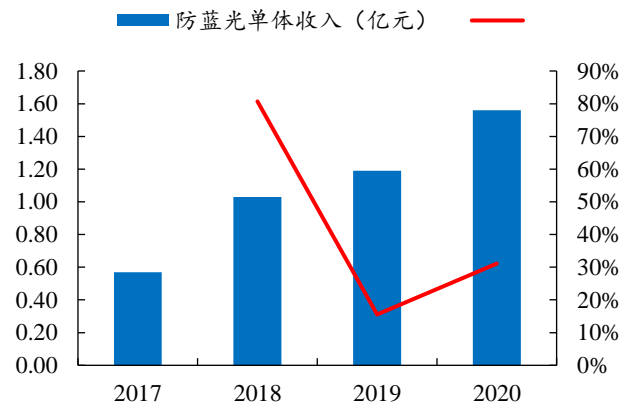
产品结构调整下，1.71 系列和防蓝光系列是公司主打的两款镜片产品，近年来收入实现了快速增长。二者收入分别由 2017 年的 0.18/0.57 亿元提升至 2020 年的 0.65/1.56 亿元，CAGR 分别为 53.4%/40.0%，均显著高于公司整体营收 CAGR(8.23%)，预计未来二者对公司的收入贡献将继续提升。2021 年公司功能镜片销售额占比为 49.88%，同比提升 0.08pct。

图25：2017-2020 年 1.71 系列镜片产品收入增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2017-2020 年防蓝光系列镜片产品收入增长较快



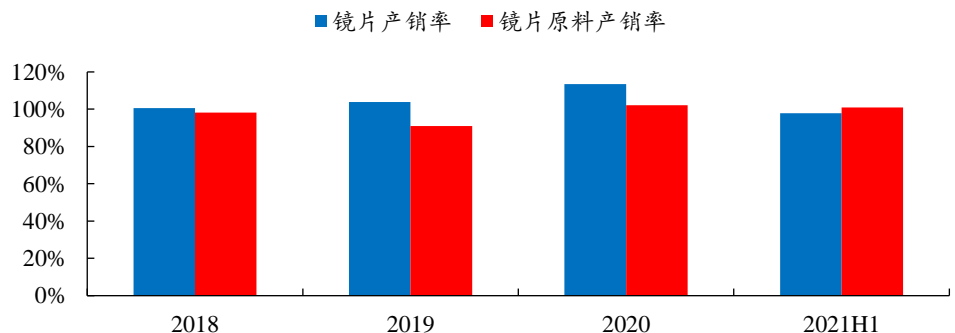
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、供应：“以销定产+以产定采”确保产品供应

镜片市场具有大批量、多品类、多屈光度的需求特性，而且对产品品质稳定性、产品体系的完整性要求很高，进而对企业现代化的生产管理能力和生产体系有着严苛的要求。公司拥有产业链式的生产模式及一站式服务体系，能为市场持续提供品质可靠、品类丰富的镜片产品。

“以销定产+以产定采”确保产品供应。生产模式上，对标准产品的现片和镜片原料等，根据销售计划和战略性备库的需求制定生产计划。对定制镜片和镜架，公司按订单需求排产。采购模式上，公司根据生产计划和物料的备库制定采购计划，同时建立了合格供应商名单，确保原料供应的品质和及时性。该模式下公司主要产品（镜片、镜片原料）产销率近年来来维持高位，均在 100% 左右。

图27：2018-2021H1，公司镜片和镜片原料产品产销率均保持在 100% 左右



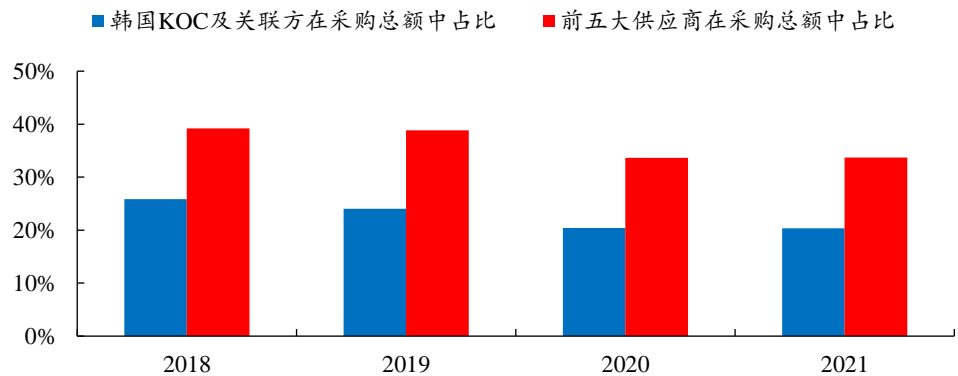
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

产业集群利于规模化生产，降低生产成本。公司的生产基地位于“中国眼镜之

都”江苏省丹阳市，招股说明书显示，该地拥有全球最大的眼镜产业集群，生产的镜片占据全球总销量的一半、中国总销量的八成。产业集聚降低了公司的运输和制造成本，利于实现规模化效应。

对核心供应商依赖程度可控。2018-2021 年公司前五大供应商在采购中占比约 33%-40%，其中第一大供应商韩国 KOC 及关联方在采购中占比较大，约 20%-26%。**公司在原料供应上对韩国 KOC 及关联方存在一定依赖主因：**(1) 用于高折镜片的树脂单体等原材料生产技术由日韩厂商（韩国 KOC、MITSUI CHEMICALS、日本三菱等）所掌握，国内原材料供应商的产品质量和品质与之相比尚存一定差距。(2) 对于 1.67 及以上系列镜片、成镜，公司已掌握实验室制备相关树脂单体的配方及生产工艺，考虑到经济性及长期良好稳定的合作关系，公司向韩国 KOC 及关联方采购。**我们认为该依赖程度可控主因：**(1) 公司集中采购下议价权较强，同时在高折射原料已储备替代供应商。(2) 韩国 KOC 及关联方在采购中占比逐年下降，由 2018 年的 26% 下降至 2021 年的 20%。

图28：2018-2021 年，韩国 KOC 及关联方在采购中占比逐年下降



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2.3、革新：重视研发，技术壁垒较强

公司重视产品、技术、工艺的创新与开发：

(1) 研发投入稳定，未来有望加大：公司重视自主研发，2018-2021 年公司研发费用逐年增加，三年累积超过 6700 万元。研发费用率整体稳定在 3% 附近，2021 年公司研发费用率为 3.10%。未来公司将继续加大研发费用的投入，通过研发促进技术水平及产品性能提升。

(2) 校企合作提升开发效率：公司与上海理工大学及著名光学专家庄松林院士团队、南京工业大学等知名高校及团队达成产学研用合作，通过设立“院士工作站”、研究中心、研究所等方式开展校企合作，利于双方优势互补，实现技术突破和产业人才培养，开发出更符合国人使用的镜片产品。

研发成果优秀，技术壁垒较强，上新节奏稳定：

(1) 专利储备较丰富，技术壁垒较强：截至 2021 年末，公司（及子公司）合计拥有 143 项专利，包括 13 项发明专利、107 项实用新型专利和 23 项外观设计专利，在行业内拥有较强的研发实力。公司已掌握 1.56、1.60 折射率树脂原料生产的核心技术，已实现自主生产；同时，公司自主研发的 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，被中国轻工业联合会评为“创新消费品”，

已形成较强的技术壁垒；公司防蓝光镜片也于 2020 年获得德国莱茵 TÜV 认证。

表5：经过长期的研发实践，公司多项核心技术处于国内领先地位

部分核心技术	具体表现	行业地位
高折射率、高阿贝数树脂镜片制造工艺	基于该技术率先推出 1.71 折射率系列镜片	国内领先
用于制备高透光率、高耐候性光学镜片材料的组合物	应用该技术生产的 PMC 镜片产品透光率达 98% 以上	国内领先
PMC 防辐射树脂镜片及制造工艺	应用该技术生产的产品有效降低基片边缘色散，提高成像清晰度	国内领先
运动型抗冲击光学树脂镜片制造工艺	使镜片产品抗冲击性达到国家标准	国内领先
双重防蓝光	使防蓝光镜片能保障 20% 以上的蓝光阻隔率	国内领先
膜变	使变色镜片具有更快的褪色反应，且表面色泽一致	国内领先

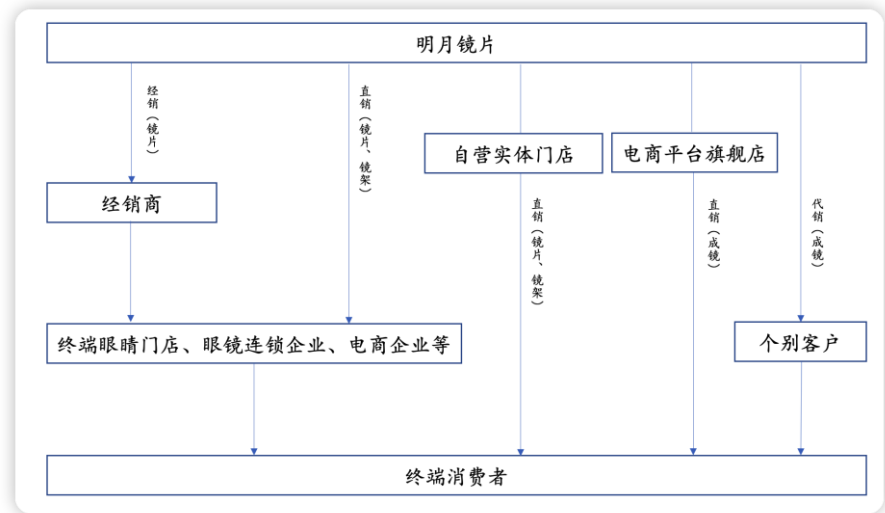
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

(2) 新品推出节奏平稳：2018-2021 年公司每年均推出新品，如 2018 年的 1.71 高折射率防蓝光系列、2019 年的防蓝光 PRO 系列、2020 年的户外偏光系列、2021 年的近视防控系列等。

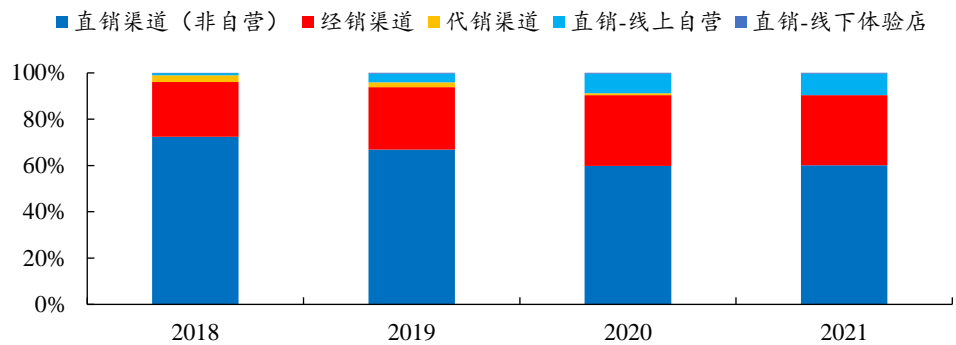
3.3、渠道：以直销渠道为主，电商自营渠道增长亮眼

产品销售以直销渠道为主，经销渠道为辅。公司同时面向 B 端和 C 端客户，其中 ToB 销售中，2021 年直销/经销/代销渠道对公司收入贡献分别为 60.08%/30.33%/0%（2021 年已无代销收入）。ToC 销售均为直销渠道，2021 年对公司收入贡献为 9.59%，其中自营实体门店和电商平台旗舰店收入贡献分别为 0.40%/9.19%。综合来看，2021 年直销渠道收入贡献为 69.67%，为公司主要销售渠道。

图29：公司的销售模式包括直销、经销和代销（2021 年代销收入为 0）

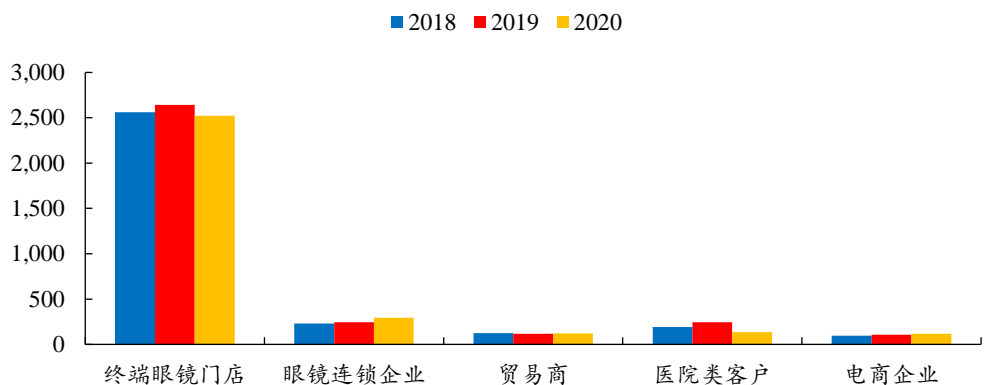


资料来源：招股说明书

图30：公司产品销售同时面向B端和C端，以直销渠道为主，经销渠道为辅


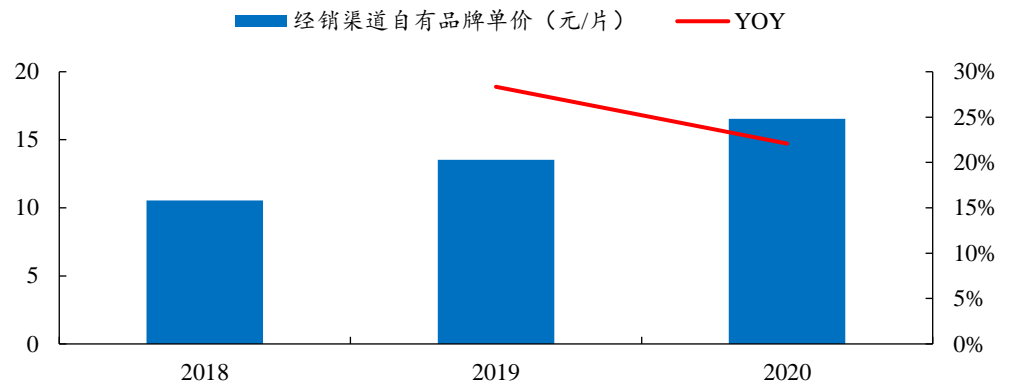
数据来源：公司公告、开源证券研究所

直销客户数量众多，收入分布较为分散。2020年公司直销客户共3187个，遍布全国，以终端眼镜门店和眼镜连锁企业为主，数量分别为2523/292个，合计数量占比88%，合计收入占比61%，单店平均收入贡献不足20万元，收入分布较为分散。2021年公司直销客户数量提升至3262家。

图31：直销客户收入数量众多，以终端眼镜门店为主


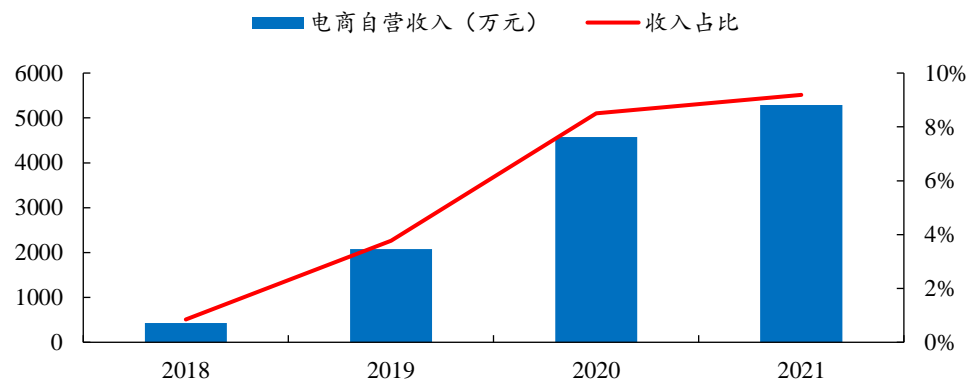
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

经销客户数量稳中有降，结构优化下出货价稳步提升。2018-2021年，公司经销商数量由95个逐年下降至78个，数量下降主因公司持续优化经销商结构，淘汰未满足公司考核要求、违反公司合同条款的经销商。公司通过提高合同完成指标、降低返利比例和逐步取消供货价格折扣等方式逐渐收紧返利政策和销售优惠政策，以此配合整体品牌战略，间接提升镜片销售价格。2018-2020年，公司对经销商的出货价稳步提升，经销收入占镜片收入的比重由27.76%提升至36.61%。

图32：2018-2020年，公司对经销商的出货价稳步提升


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

电商自营渠道快速发展，营收贡献增长迅速。随着电商平台的蓬勃发展，公司积极拓展线上自营零售渠道，2018-2021年，线上自营收入由426.26万元增至5290.59万元，在公司整体收入中占比由0.85%快速提升至9.19%。2021Q3公司成功地在抖音上开设店铺，进一步拓宽了线上渠道。随着“明月镜片”品牌影响力的提升，电商自营有望成为公司重要收入来源。

图33：2018-2021年，电商自营渠道营收贡献增长迅速


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

4、未来增量：品牌强化、新品扩充、产能释放

4.1、中高端形象深入人心，有望引领均价上行

公司坚持走中高端品牌建设路线，强化品牌效益。公司2017年末调整品牌战略，2019年宣布退出价格战，目前仍处于品牌建设期，广告宣传处于行业领先水平。2017-2021年公司销售费用和广告费用增长较快，全渠道进行品牌营销，预计未来将维持高营销费用投入，继续增强品牌知名度。目前“明月镜片”品牌溢价和依视路等外资知名品牌仍有一定差距，未来有望借助高端形象，继续推动公司产品均价上行。

建设营销网络产品展示中心，完善营销服务体系。据招股说明书，IPO后公司拟投入6456万元建设营销网络及产品展示中心项目，公司未来将于数个一线及新一线城市开设超级体验店，提升品牌势能，打破眼镜店的传统形象和用户认知，探索出效

率更高、体验更好的全新模式，并将成熟模式免费提供给合作伙伴，为其赋能，实现公司与客户在业务增长方面的“多赢”，同时引领镜片行业向更高水平和更高层次发展。

4.2、近视防控高景气，新品“轻松控”系列有望成为新增长极

从需求端来看，中国青少年近视率世界第一，近视防控市场景气度较高。世界卫生组织数据显示，中国近视患者人数多达 6 亿，其中青少年近视率居世界第一，2018-2020 年全国儿童青少年总体近视率分别为 53.6%、50.2%、52.7%，处于较高水平。青少年视力问题愈发受到政府部门及社会各界重视，叠加疫情期间在线学习时间长、户外运动时间少等影响，儿童及青少年近视防控和矫正需求将得到进一步释放，催生了对近视防控相关功能性镜片的需求。

从竞争格局上看，目前近视防控镜片市场处于起步阶段，各品牌之间尚不存在实质竞争。据公司公告，中国有 1.2 亿适龄儿童拥有近视管理需要，但 2021 年仅有 5%-6% 的近视儿童接受了相应治疗（包括近视防控框架眼镜、角膜塑形镜、低浓度阿托品），市场渗透率较低，公司预计未来近视防控市场高速圈地将持续 2-3 年，未来还有较大的成长空间。

公司推出新品“轻松控”，有望增厚整体销售规模。现在主流近视防控产品有近视防控框架眼镜、角膜塑形镜、低浓度阿托品，但后两者普及率不高，仍以验配流程简单的近视防控眼镜为主。公司抓住近视防控机遇，2021 年 6 月联合庄松林院士团队推出青少年近视防控镜片“轻松控”，该产品采用了周边离焦眼轴控制技术，通过在镜片四周添加专为中国孩子定制的离焦量，更符合国内青少年用眼习惯。招股说明书显示，“轻松控”产品已展现良好经济效益，也实现了公司对传统折射率产品新增业务机会的扩展。公司于 2021 年末推出了“轻松控 PRO”，该产品性能和价格同步升级且较同类产品性价比较强，有望进一步打开近视防控市场，带来收入规模和品牌效应的同步提升。2022Q1 公司轻松控系列附加了双重防蓝光功能的新品上市，市场给予了积极反馈。公司计划 2022 年继续推出多个近视管控产品（不同折射率和功能，预计 2022Q2 末将有 8 个近视防控 SKU 在售），持续丰富产品线和价格带，为消费者提供多样化的选择。

表6：轻松控产品采用离焦眼轴控制技术，且工艺设计更符合中国青少年用眼习惯

特点	具体内容
多点近视离焦眼轴控制技术（C.A.M.D）	通过在镜片周边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，抑制眼轴增长，有效管理孩子近视。
“满天星”多点微透镜	“满天星”微透镜排列方案，通过繁密的 1295 个微透镜，增加离焦面积，让近视防控更有效。
“贝壳形”视像区	根据中国孩子用眼水平视野切换多、上下视野切换少的特点，设计了“贝壳形”视像区，提升长时间佩戴的舒适性。
Inner Carving 内雕+天视 A6 膜+PMC 超亮	视野效果更宽阔、镜片更耐用、成像更清晰。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

表7：与同类产品相比，明月轻松控 PRO 的性价比较高

产品名称	明月轻松控 PRO	依视路星趣控	豪雅新乐学
折射率	1.67	1.591	1.591
镜片材料	树脂材料	PC 材料	PC 材料
微透镜数量	1295 个	1021 个	396 个
价格（元）	2698	3680	3980

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4.3、IPO 项目后加强产能与研发投入，支撑品牌转型升级

IPO 项目后加大产能与研发投入，支撑品牌转型升级。据招股说明书，IPO 后公司拟用募集和自筹资金共 6 亿元建设高端树脂镜片扩产项目、常规树脂镜片扩产机技术升级项目、研发中心建设项目、营销网络产品展示中心建设项目。其中，扩产项目拟使用资金 4.73 亿元，高端/常规树脂镜片扩产分别占比 53.94%/24.95%；研发项目拟使用资金 0.62 亿元，占比 10.35%。我们认为公司加强产品端投入利于提升产品力，为品牌向中高端转型提供品质保障：

(1) 生产端，持续优化产品结构，扩大高毛利镜片产能。公司将 79% 的资金用于高端树脂镜片扩产和常规树脂镜片扩产及升级，利于提升公司高端镜片、功能性镜片规模生产能力，灵活应对市场需求，符合公司聚焦中高端市场的品牌战略。未来随着新产能的释放，公司收入规模有望进一步扩大，同时产品结构优化下盈利能力也有望同步提升。

(2) 研发端，坚持研发投入，打造技术壁垒。公司通过研发中心建设项目的实施，可以更好地从基础研究、产品技术开发、工程化技术研究、产业化和应用的角进行布局和规划，能够更好的发挥创新资源整合和集成作用，搭建产学研合作平台，助力实现重大关键技术、共性技术的突破，进一步巩固公司的技术壁垒，同时为市场提供性能、品质更优的产品。

表8：IPO 项目后加大产能与研发投入，支撑品牌转型升级

项目名称	项目总投资金额 (万元)	占比	募集资金使用金额 (万元)
高端树脂镜片扩产项目	32367.69	53.94%	30042.8
常规树脂镜片扩产及技 术升级项目	14968.48	24.95%	14086.43
研发中心建设项目	6210.47	10.35%	6210.47
营销网络及产品展示中 心建设项目	6456.34	10.76%	6456.34
合计	60002.98	100.00%	56796.04

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 镜片行业近年来稳健发展，在国内较大的近视人口基数、青少年近视防控和成人渐进镜片需求的拉动下，镜片行业整体市场规模有望继续扩大。

(2) 公司核心竞争力有望进一步提升：产品端，重视研发构筑技术壁垒，预计产品力的提升将带动高折、功能产品销量的进一步增长；品牌端，推进自主品牌战略，多维度提升品牌势能，预计产品均价逐步提升。

(3) 我们预计 2022-2024 年公司营收增速为 17.2%/20.5%/26.0%，其中镜片收入增速为 18.1%/21.0%/28.3%，原料销售收入增速为 26.5%/21.3%/19.4%，眼镜收入增速为 23.7%/19.0%/16.6%，镜架收入增速为 1.2%/1.0%/1.0%。

表9：我们预计 2022-2024 年公司营收较快增长

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	426.3	509.4	552.5	539.7	575.6	674.6	812.9	1024.3
YOY		19.5%	8.5%	-2.3%	6.7%	17.2%	20.5%	26.0%
镜片收入 (百万元)	362.1	429.7	447.8	436.1	442.3	522.4	632.1	810.9
YOY		18.7%	4.2%	-2.6%	3.7%	18.1%	21.0%	28.3%
原料销售收入 (百万元)	44.8	57.4	61.9	48.6	61.5	77.8	94.4	112.7
YOY		28.2%	7.9%	-21.5%	26.7%	26.5%	21.3%	19.4%
眼镜收入 (百万元)	5.9	8.5	30.8	49.6	55.5	68.7	81.7	95.3
YOY		43.5%	261.5%	61.1%	12.1%	23.7%	19.0%	16.6%
镜架收入 (百万元)	4.6	6.1	9.7	3.6	3.4	3.4	3.5	3.5
YOY		33.0%	60.2%	-62.8%	-5.0%	1.2%	1.0%	1.0%
其他业务收入 (百万元)	8.9	7.8	2.3	1.8	2.7	2.4	1.3	1.9
YOY		-12.9%	-70.6%	-20.5%	50.9%	-12.8%	-44.6%	44.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片生产商。我们认为，国内眼视光产品需求庞大，在消费升级、政策、技术等因素推动下镜片行业有望继续扩容，公司作为国产镜片龙头有望受益。另外，公司坚持自主品牌战略，聚焦中高端市场，并积极优化产品结构，通过高折化和功能化提升高毛利率产品占比；未来随着持续的品牌推广建设，以及 1.71 系列、防蓝光系列和近视防控产品的持续放量，公司有望实现进一步的业绩增长。

我们看好公司长期发展，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.13/1.42/1.84 亿元，对应 EPS 为 0.84/1.06/1.37 元，当前股价对应 PE 为 41.7/33.3/25.6 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300595.SZ	欧普康视	37.28	31.1	31.7	29.0	43.7	33.1	25.7
300015.SZ	爱尔眼科	33.82	29.6	30.7	29.7	60.9	46.6	35.9
	平均					52.3	39.9	30.8
301101.SZ	明月镜片	35.10	37.7	25.4	30.0	41.7	33.3	25.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/05/11，除明月镜片外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据。）

6、风险提示

（1）主要原材料价格波动的风险

公司产品主要原材料包括丙烯醇、DMT 等化工原料以及树脂单体等，且原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。

（2）产品市场竞争加剧等风险

外资品牌通过收购国内镜片制造商快速发展国内业务，镜片市场竞争加剧可能导致公司经营业绩波动。

（3）疫情反复的风险

公司部分客户和终端供应商来自境外，若全球疫情无法得到有效控制和解决，国内疫情防控情况出现反复，产业链上下游企业大面积停工停产将对公司业绩产生不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	472	1379	1439	1595	1798
现金	206	997	1044	1124	1260
应收票据及应收账款	129	110	118	156	189
其他应收款	3	3	4	5	6
预付账款	20	11	25	18	36
存货	101	110	100	144	157
其他流动资产	14	149	149	149	149
非流动资产	219	216	230	238	267
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	147	143	154	170	200
无形资产	44	43	49	48	48
其他非流动资产	29	31	27	20	19
资产总计	692	1595	1669	1834	2065
流动负债	126	146	158	177	218
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	68	93	94	138
其他流动负债	56	78	65	83	81
非流动负债	3	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	4	4	4	4
负债合计	129	150	162	181	223
少数股东权益	36	41	61	82	110
股本	101	134	134	134	134
资本公积	275	1037	1037	1037	1037
留存收益	151	233	337	456	596
归属母公司股东权益	527	1404	1446	1570	1732
负债和股东权益	692	1595	1669	1834	2065

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	91	143	131	103	182
净利润	82	92	133	163	212
折旧摊销	32	33	27	31	31
财务费用	0	0	-31	-33	-36
投资损失	-1	-3	-1	-1	-2
营运资金变动	-32	11	3	-57	-25
其他经营现金流	11	9	-0	-0	-0
投资活动现金流	-27	-158	-39	-38	-58
资本支出	28	32	14	8	29
长期投资	0	-129	0	0	0
其他投资现金流	1	-255	-26	-30	-30
筹资活动现金流	-3	806	-45	15	14
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	34	0	0	0
资本公积增加	3	761	0	0	0
其他筹资现金流	-6	11	-45	15	14
现金净增加额	60	791	47	80	137

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	540	576	674	813	1024
营业成本	243	261	305	355	439
营业税金及附加	7	6	8	10	12
营业费用	113	112	131	161	202
管理费用	66	77	81	100	123
研发费用	18	18	21	27	34
财务费用	0	0	-31	-33	-36
资产减值损失	-3	-6	0	0	0
其他收益	7	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	1	3	1	1	2
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	95	108	159	194	252
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	0	1	2	1	1
利润总额	97	107	159	194	252
所得税	16	16	26	31	40
净利润	82	92	133	163	212
少数股东损益	12	10	20	22	28
归母净利润	70	82	113	142	184
EBITDA	123	111	155	193	248
EPS(元)	0.52	0.61	0.84	1.06	1.37

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.3	6.6	17.2	20.5	26.0
营业利润(%)	-2.3	14.0	47.3	21.9	29.6
归属于母公司净利润(%)	0.2	17.3	37.7	25.4	30.0
获利能力					
毛利率(%)	55.0	54.7	54.7	56.3	57.1
净利率(%)	13.0	14.3	16.8	17.4	18.0
ROE(%)	14.5	6.3	8.8	9.9	11.5
ROIC(%)	14.4	4.7	7.4	8.6	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	18.6	9.4	9.7	9.9	10.8
净负债比率(%)	-36.1	-68.4	-69.0	-67.8	-68.2
流动比率	3.8	9.4	9.1	9.0	8.2
速动比率	2.7	8.5	8.2	8.0	7.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.3	4.8	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.61	0.84	1.06	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	1.06	0.98	0.77	1.35
每股净资产(最新摊薄)	3.92	10.45	10.76	11.69	12.89
估值比率					
P/E	67.4	57.4	41.7	33.3	25.6
P/B	8.9	3.4	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	37.1	32.8	23.2	18.4	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn