

明月镜片 (301101)

证券研究报告

2022年08月15日

产品结构优化推动盈利水平提升，近视防控新品构筑第二成长曲线

深耕眼视光领域二十载，收入规模稳健，盈利水平显著提升。明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片生产商，主要产品包括眼镜镜片、镜片树脂原料、成镜、镜架等眼视光产品。根据欧睿咨询调研数据，公司16-20年连续五年大陆市场销售领先。17-21年期间，营业收入从4.26亿元上升至5.76亿元，期间CAGR为7.83%，其中镜片产品贡献约80%，归母净利润从0.17亿元上升至0.82亿元，期间CAGR为48.2%，毛利率从39%提升至55%，归母净利率从4%提升至14%。得益于镜片业务产品结构改善、积极聚焦中高端镜片市场，公司盈利能力显著改善。

国内眼镜市场规模超千亿，近视患者刚性需求及消费升级推动行业持续扩容。中国近视患者人数多达6亿，2020年全国儿童青少年总体近视率为52.7%，其中小学生为35.6%，初中生为71.1%，高中生为80.5%，对视力矫正的需求为眼镜行业的发展提供了机遇。根据艾瑞咨询统计，我国眼镜产品市场规模从2017年的709亿元增长至2020年的802亿元，期间CAGR为4.2%，预计2024年我国眼镜产品总体市场规模将突破千亿，达到1076亿元。

镜片行业格局分散，目前外资品牌优势明显，内资自主品牌具备潜力，行业集中度提升空间较大。从销售额角度来看，2020年依视路、蔡司市占率分别为22.5%、21.5%，优势明显，国产镜片厂商万新眼镜片与明月镜片分列第三、第四，市场份额分别为8.5%、6.1%，国际知名品牌在国内市场仍然占据优势，国内品牌虽然近年来高速增长，但与国际头部企业相比依然存在一定差距，长期来看，具备研发能力的国产品牌有望凭借其产品力、营销推广以及快速响应市场的能力，不断获取市场份额。

产品端：公司前瞻性布局原料研究与生产，于2006年与韩国KOC合作设立工厂，优质原料除满足自用外，还开放供应给同行，是全球为数不多实现原料自给的镜片企业。通过精研生产工艺，自主研发和调整聚合物分子结构，传统镜片产品实现高折射率、低色散的双重优点。新品方面，推出“轻松控”近视防控镜片，目前已拥有4个SKU在售，预计截至22Q2公司近视防控品类将扩展至8个SKU，公司产品有望借助终端渠道布局，凭借性价比优势、丰富的产品矩阵，进一步提升市场份额。

渠道端：直销网络覆盖广泛，经销商结构调整初见成效。公司销售模式以直销为主、经销为辅，直销渠道占收入比约70%，17-21年直销客户数维持在3200家左右，覆盖网络广泛。通过逐步收紧销售返利及优惠政策，客户结构有望持续优化，直销客户中眼镜连锁企业占比由2017年的7.2%逐步提升至2020年的9.2%，经销客户数稳中有降，单个经销商平均提货额由87.91万元逐步提升至233.81万元，经销商结构调整初见成效。

盈利预测：公司深耕眼视光领域二十载，技术储备深厚，深度研究原料供应与制备，是业内少数可实现原料自给的企业。传统镜片产品具备差异化优势，新品近视防控镜片品类渗透率仍有较大提升空间，公司产品有望借助终端渠道布局、凭借性价比优势进一步提升市场份额，推动公司整体收入及利润规模持续增长，预计22-24年归母净利润分别为1.15/1.48/1.85亿元，同比分别+40.3%/+28.2%/+25.4%，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行；市场竞争加剧；新冠疫情影响；原材料价格上涨；经销商管理风险；公司流通市值较小，股价波动较大等。

投资评级

行业 轻工制造/文娱用品

6个月评级 增持（首次评级）

当前价格 53.53元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 134.34

流通A股股本(百万股) 31.28

A股总市值(百万元) 7,191.30

流通A股市值(百万元) 1,674.53

每股净资产(元) 10.62

资产负债率(%) 7.99

一年内最高/最低(元) 78.04/28.21

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	539.68	575.57	708.59	856.73	1,030.23
增长率(%)	(2.32)	6.65	23.11	20.91	20.25
EBITDA(百万元)	137.10	153.00	193.95	240.40	294.01
净利润(百万元)	70.00	82.09	115.19	147.68	185.24
增长率(%)	0.23	17.27	40.32	28.20	25.43
EPS(元/股)	0.52	0.61	0.86	1.10	1.38
市盈率(P/E)	102.73	87.60	62.43	48.69	38.82
市净率(P/B)	13.64	5.12	4.92	4.68	4.42
市销率(P/S)	13.33	12.49	10.15	8.39	6.98
EV/EBITDA	0.00	40.49	31.92	25.55	21.08

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介	6
1.1. 深耕眼视光领域二十年，自主研发能力突出	6
1.2. 公司股权结构稳定，实控人合计持股 61.62%	7
1.3. 财务数据：收入规模保持稳健增长，盈利水平显著改善	7
1.3.1. 收入规模保持稳健，镜片占比约 80%，主要通过直销、代销模式销售	7
1.3.2. 盈利水平显著提升，22Q1 归母净利润同比+70.01%	8
1.3.3. 费用率总体控制有效，打造自主品牌销售费用率提升	9
1.4. 募投项目：拟投资 6 亿用于扩大产能、推进研发及渠道建设	10
2. 行业：国内眼镜市场规模超 1000 亿元，集中度有望提升	11
2.1. 24 年国内眼镜市场规模预计超千亿，近视患者刚性需求及消费升级推动行业增长	11
2.2. 镜片制造行业格局分散，头部企业引领行业发展	13
3. 公司亮点	14
3.1. 产品端	14
3.1.1. 深度研究原料供应与制备，传统产品具备差异化优势	14
3.1.2. 自主研发推出近视防控镜片，临床统计结果证明产品有效性，构筑第二成长曲线	15
3.1.3. 通过定价策略主动调整产品结构，积极聚焦中高端镜片市场，推动整体毛利率提升	17
3.2. 渠道端	18
3.2.1. 华东地区贡献约 50%收入，积极推进全国性渠道建设	18
3.2.2. 直销网络覆盖广泛，经销商结构调整初见成效	20
4. 总结及盈利预测	22
4.1. 总结	22
4.2. 盈利预测	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构图（截至 2022/06/14）	7
图 3：2017-2022Q1 公司营业总收入（亿元）及同比	7
图 4：公司 2017-2021 年各业务类别收入（亿元）	8
图 5：公司 2017-2021 年各业务类别收入占比	8
图 6：公司 2017-2021 各销售模式收入（亿元）	8
图 7：公司 2017-2021 各销售模式收入占比	8
图 8：2017-2022Q1 公司归母净利润（亿元）及同比	8
图 9：公司 2017-2022Q1 毛利率、归母净利率	9
图 10：公司 2017-2021 各品类毛利率水平	9

图 11: 2017-2022Q1 公司期间费用率.....	9
图 12: 2017-2021 公司与同业销售费用率.....	10
图 13: 2017-2021 公司与同业管理费用率.....	10
图 14: 2017-2021 公司与同业研发费用率.....	10
图 15: 2017-2021 公司与同业财务费用率.....	10
图 16: 2014-2023E 全球眼镜产品市场规模 (亿美元) 及同比	11
图 17: 2023E 全球眼镜产品市场需求区域结构.....	11
图 18: 2017-2024E 中国眼镜产品零售市场规模 (亿元) 及同比.....	11
图 19: 2020 年中国眼镜市场产品构成.....	11
图 20: 2014-2024E 中国眼镜镜片产品市场规模 (亿元) 及同比.....	12
图 21: 2014-2023E 我国眼镜片人均购买量 (副/百人)	12
图 22: 2014-2023E 我国眼镜片人均购买量 (副/百人) 及对比.....	12
图 23: 2014-2019 我国眼镜片人均支出额 (美元/人) 及对比.....	13
图 24: 2014-2023E 我国眼镜片销售量 (百万副)	13
图 25: 我国镜片制造行业格局.....	13
图 26: 2020 年中国眼镜镜片市场份额 (按销售额划分)	13
图 27: 2020 年中国眼镜镜片市场份额 (按销售量划分)	13
图 28: 镜片生产流程.....	14
图 29: 1.60、1.71 折射率非球面树脂镜片的比较.....	15
图 30: 1.71 折射率普通镜片与明月镜片 1.71 镜片的比较.....	15
图 31: “轻松控 Pro” CAMD 技术微透镜成像.....	16
图 32: “轻松控” 镜片成像更舒适.....	16
图 33: 鼻侧视近区扩大技术符合中国孩子用眼习惯.....	17
图 34: 公司直销模式自有品牌镜片不同折射率产品收入占比	18
图 35: 公司直销模式自有品牌镜片不同折射率产品毛利率.....	18
图 36: 1.56 折射率常规片、功能片占比.....	18
图 37: 1.60 折射率常规片、功能片占比.....	18
图 38: 华东地区主营业务收入 (亿元) 及占比.....	19
图 39: 2021H1 各地区收入占比.....	19
图 40: 明月镜片专位体验、专区体验、专柜体验场景	19
图 41: 合作的终端眼镜门店分布图 (截至 20 年末)	19
图 42: 公司产品销售渠道.....	20
图 43: 2017-2021 直销渠道收入 (亿元) 及同比.....	20
图 44: 2017-2020 直销客户数 (个)	20
图 45: 2017-2021 经销渠道收入 (亿元) 及同比.....	21
图 46: 2017-2021 经销商数量 (个) 及经销商平均提货额 (万元)	21
图 47: 2017-2021H1 直销模式自有品牌镜片平均售价 (元/片)	22
图 48: 2017-2021H1 经销模式自有品牌镜片平均售价 (元/片)	22
表 1: 公司镜片产品.....	6

表 2：募投项目	10
表 3：儿童青少年近视防控逐渐上升为国家战略	15
表 4：主流近视防控产品与视力矫正技术对比分析	16
表 5：主流近视防控镜片厂家产品对比分析	17
表 6：经销、直销客户返利政策	21
表 7：收入拆分（单位：百万元）	23

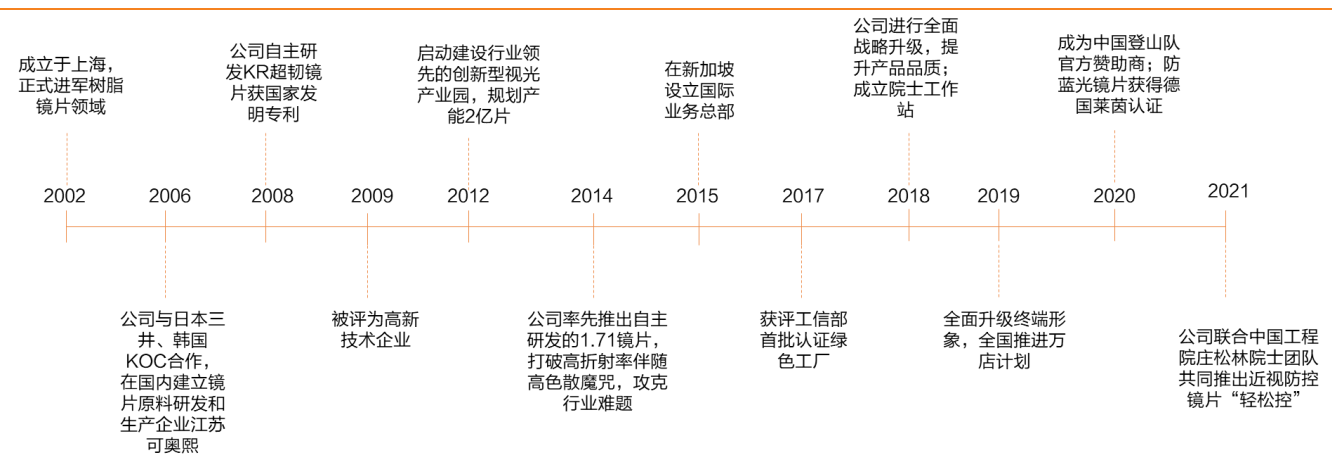
1. 公司简介

1.1. 深耕眼视光领域二十年，自主研发能力突出

明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片生产商，连续五年大陆市场销售领先。公司主要产品包括眼镜镜片、镜片树脂原料、成镜、镜架等眼视光产品，经过十多年的积累，公司掌握了部分核心原料的生产工艺，在满足自用的同时也对外销售，具备标准化、高品质树脂镜片的大规模生产能力，以及为复杂眼视光条件下的客户提供个性化定制的能力。根据 Euromonitor Consulting（欧睿咨询）出具的《市场地位声明认证函》，整体框架眼镜镜片（不包含隐形眼镜镜片）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。

公司深耕眼视光领域二十年，镜片产品种类丰富，自主研发能力突出。镜片是公司的核心产品，按折射率分为 1.56、1.60、1.67、1.71、1.74 规格，按屈光度分为近视、远视、散光等各种屈光度以及不带屈光度的平光镜片，按功能不同分为日常普通镜片和功能性镜片，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一种或同时拥有多种功能特性，比如超韧、超亮、超薄、蓝光防护、智能变色、驾驶偏光、渐进等。其中，1.71 超薄高折射率镜片产品，公司依托于对高分子树脂材料方面的技术积累，通过自主研发调整聚合物分子结构，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，被中国轻工业联合会评为“创新消费品”。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，明月镜片官网，天风证券研究所

表 1：公司镜片产品

分类标准	定义	分类
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。	公司镜片产品按折射率主要分有以下几类规格产品：1.56、1.60、1.67、1.71、1.74。
屈光度	屈光不正是指由于眼球发生永久或暂时性的眼轴改变，导致物体影像不能落在视网膜上，分为近视、远视、散光，可通过凸透镜、凹透镜来进行矫正。通常以“屈光度 D”表示屈光力大小，1D 屈光力相当于可将平行光线聚焦在 1 米焦距上。近视、远视的屈光度是球镜屈光度，一般凸透镜（如：远视镜片）的度数是正数（+），凹透镜（如：近视镜片）的度数是负数（-）；而散光的度数为柱镜屈光度。	公司镜片产品涵盖近视、远视及散光的各种屈光度，以及不带屈光度的平光镜片，屈光度范围涵盖+1000 度到-1000 度，每 25 度为一间隔。同时，可根据客户的特殊要求，有针对性地定制特定屈光度或者复杂屈光度组合的镜片产品。
功能性	日常普通镜片：指各种折射率的普通镜片 功能性镜片：在日常普通镜片的基础上，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一种或同时拥有多种功能特性	如：超韧、超亮、超薄、蓝光防护、智能变色、驾驶偏光、渐进等。

生产方式 **现片**：批量、标准化生产的镜片。
定制片：根据客户个性化的需求定制各类镜片。

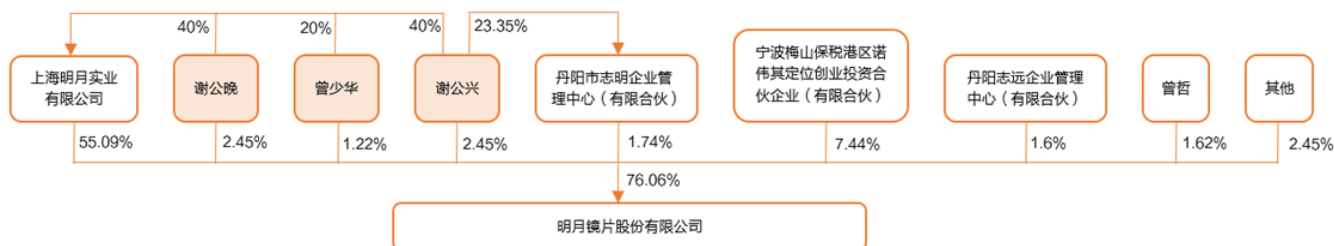
设有专业的定制车房，能够实现一对一的定制化生产，满足高光度、复合功能等多样化需求。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，实控人合计持股 61.62%

公司股权结构稳定，实控人合计持股 61.62%。公司实际控制人为谢公晚、谢公兴和曾少华先生，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，合计持有公司 61.62%的股份。其中，谢公晚通过明月实业，间接持有 22.04%的股份，直接持有 2.45%的股份，合计持股 24.49%；谢公兴通过明月实业、志明管理间接持有 22.44%的股份，直接持有 2.45%的股份，合计持股 24.89%；曾少华通过明月实业，间接持有 11.02%的股份，直接持股 1.22%，合计持股 12.24%。此外，志明管理、志远管理作为员工持股平台共持股 3.34%。

图 2：公司股权结构图（截至 2022/06/14）



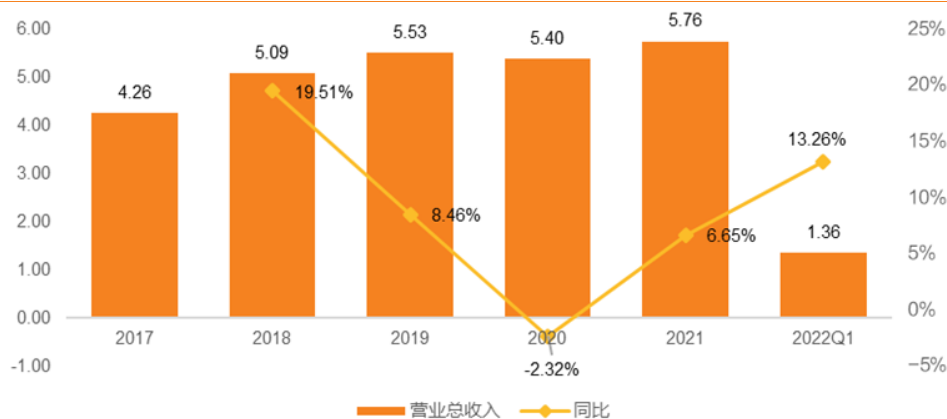
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 财务数据：收入规模保持稳健增长，盈利水平显著改善

1.3.1. 收入规模保持稳健，镜片占比约 80%，主要通过直销、代销模式销售

收入规模保持稳健，22Q1 收入同比+13.26%。公司 2017-2021 营业总收入分别为 4.26/5.09/5.53/5.40/5.76 亿元，CAGR 为 7.83%，20 年受疫情影响，收入略有下降，22Q1 实现收入 1.36 亿元，同比+13.26%。

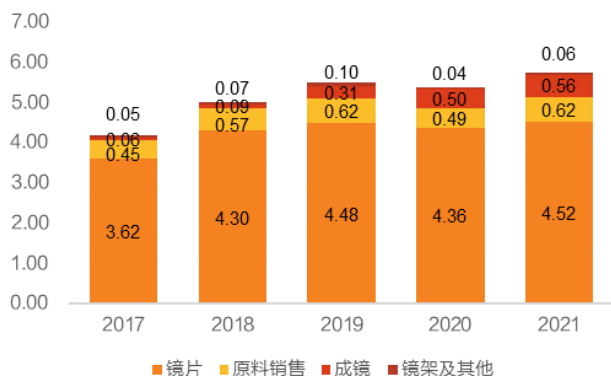
图 3：2017-2022Q1 公司营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

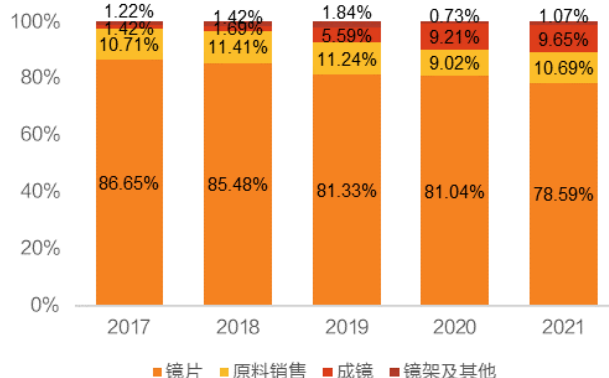
镜片产品贡献约 80% 收入，成镜业务占比逐步提升。分产品看，2017-2021 镜片收入 3.62/4.30/4.48/4.36/4.52 亿元，占主营收入约 80%，CAGR 为 5.7%；成镜收入由 0.06 亿元提升至 0.56 亿元，占主营收入比由 1.42% 逐步提升至 9.65%，CAGR 为 74.9%；18-19 年原料销售呈稳定上升趋势，20 年下降主要系疫情影响所致。

图 4：公司 2017-2021 年各业务类别收入（亿元）



资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

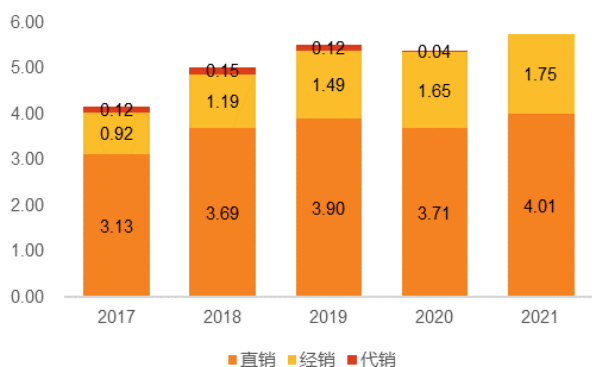
图 5：公司 2017-2021 年各业务类别收入占比



资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

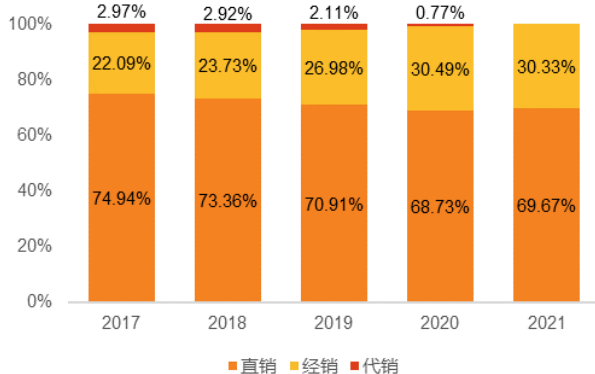
公司产品主要通过直销及经销模式销售至终端。分销售模式看，公司以直销为主、经销为辅，直销业务模式下包括自有品牌、非自有品牌镜片、镜片原料、镜架和成镜等眼视光类产品，2017-2021 收入分别为 3.13/3.69/3.90/3.71/4.01 亿元，占主营业务比约 70%左右，其中 20/21 年直销模式中直营电商收入分别为 0.46/0.53 亿元，占主营业务比为 8.47%/9.19%；经销模式下主要开展自有品牌镜片业务，收入分别为 0.92/1.19/1.49/1.65/1.75 亿元，近两年占比稳定在 30%左右。公司仅与湖南光合作用合作代销贴牌镜片，由于公司全面推行“明月镜片”品牌战略，代销贴牌镜片业务体量显著下降。

图 6：公司 2017-2021 各销售模式收入（亿元）



资料来源：招股说明书，2021 年年报，天风证券研究所

图 7：公司 2017-2021 各销售模式收入占比

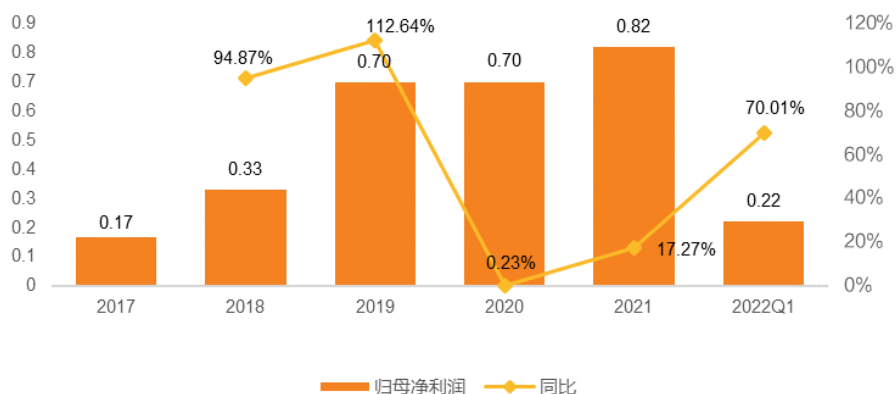


资料来源：招股说明书，2021 年年报，天风证券研究所

1.3.2. 盈利水平显著提升，22Q1 归母净利润同比+70.01%

公司盈利水平显著提升，22Q1 归母净利润同比+70.01%。公司 2017-2021 归母净利润分别为 0.17/0.33/0.70/0.70/0.82 亿元，CAGR 为 48.2%，22Q1 实现归母净利润 0.22 亿元，同比+70.01%，盈利能力显著提升。

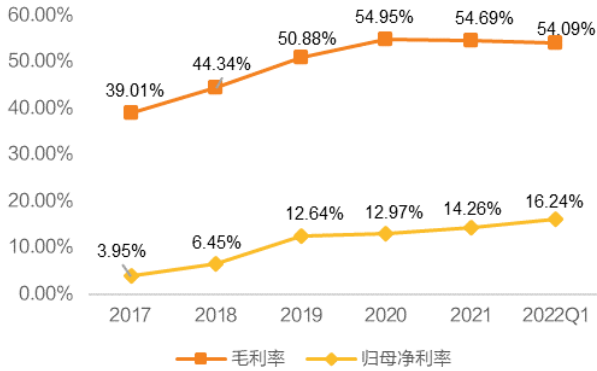
图 8：2017-2022Q1 公司归母净利润（亿元）及同比



资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

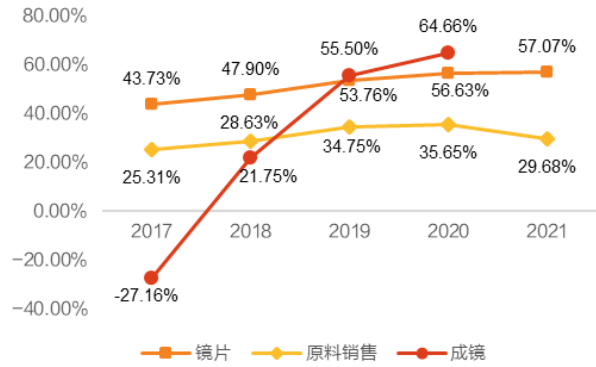
产品结构改善，推升主要产品镜片毛利率，拉动公司整体盈利水平。2017-2022Q1 公司毛利率分别为 39.01%/44.34%/50.88%/54.95%/54.69%/54.09%，2018-2022Q1 毛利率同比分别 +5.33%/+6.54%/+4.07%/-0.26%/-1.07pct；归母净利率分别为 3.95%/6.45%/12.64%/12.97%/14.26%/16.24%，2018-2022Q1 归母净利率同比分别 +2.49%/+6.19%/+0.33%/+1.29%/+5.42pct。公司盈利能力稳步提升，主要得益于：① 镜片业务产品结构改善，中高折射率产品占比提高，品牌影响力提升带来单价提高；② 电商自营零售业务快速发展，成镜业务零售渠道单价较高，规模效应释放带来成本进一步降低，毛利率由负转正并持续提升。

图 9：公司 2017-2022Q1 毛利率、归母净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：公司 2017-2021 各品类毛利率水平

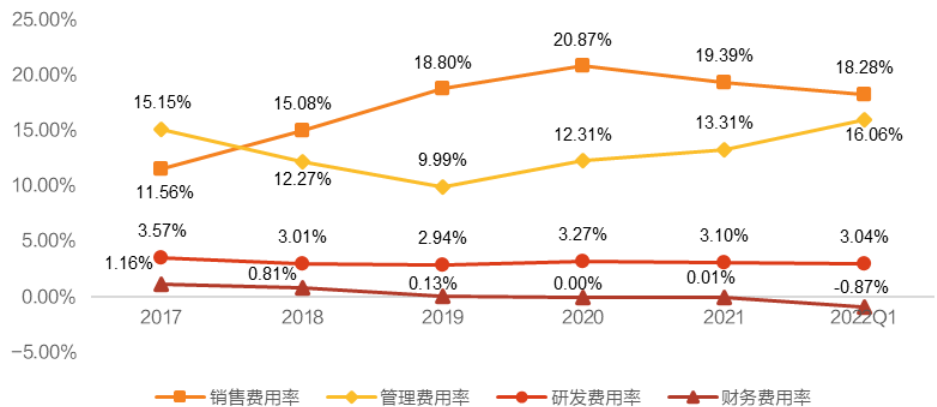


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.3. 费用率总体控制有效，打造自主品牌销售费用率提升

费用率总体控制有效。2017-2022Q1，公司期间费用率为 31.44%/31.18%/31.85%/36.44%/35.82%/36.51%，其中，销售费用率分别为 11.56%/15.08%/18.80%/20.87%/19.39%/18.28%，同比分别 +3.52%/+3.72%/+2.07%/-1.48%/-4.09pct；管理费用率分别为 15.15%/12.27%/9.99%/12.31%/13.31%/16.06%，同比分别 -2.87%/-2.29%/+2.32%/+1.01%/+1.19pct；研发及财务费用率基本保持稳定。

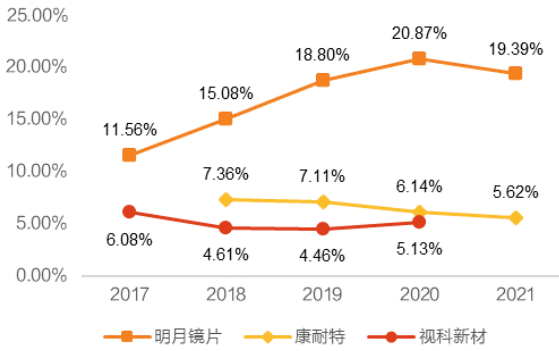
图 11：2017-2022Q1 公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

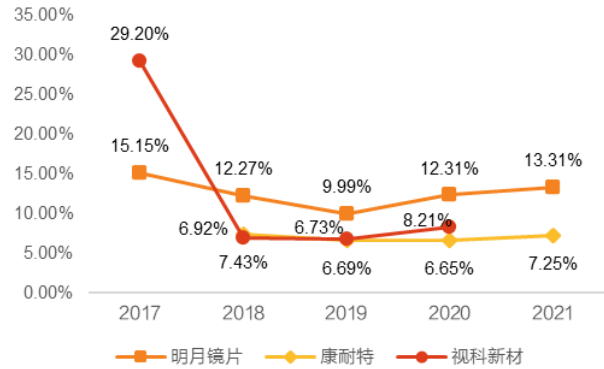
为提高自主品牌知名度，公司销售费用率处于较高水平。公司销售费用率较高，主要因为公司以直销渠道为主，维护、拓展客户费用较高，且公司仍处于成长阶段，为提升品牌影响力，通过线下体验店、区域实地推广、聘请品牌代言人、广告投放、电商平台推广等多渠道进行推广，广告宣传费的投入不断加大。公司管理费用率总体高于视科新材，主要系咨询费、管理用资产的折旧摊销、管理人员薪酬规模均大于视科新材所致。2017-2021 年，公司研发费用率维持在 3%左右，与康耐特大致相当，财务费用率逐步改善。

图 12：2017-2021 公司与同业销售费用率



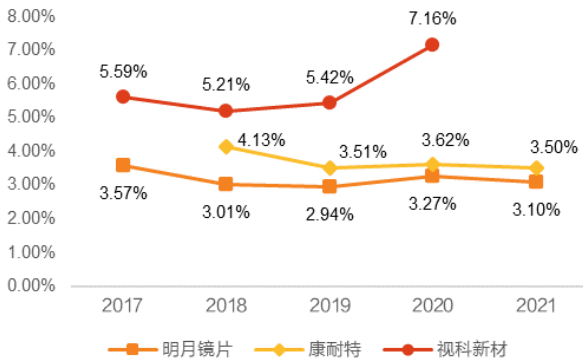
资料来源：wind，天风证券研究所；注：视科新材 20 年数据为 20H1 数据，下同

图 13：2017-2021 公司与同业管理费用率



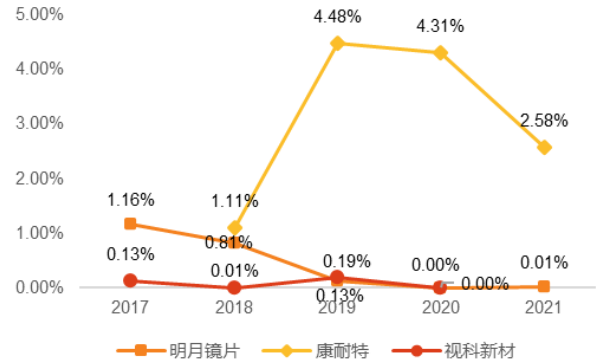
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2017-2021 公司与同业研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2017-2021 公司与同业财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 募投项目：拟投资 6 亿用于扩大产能、推进研发及渠道建设

拟投资 4.7 亿用于扩产，预计新增 1650 万片高端镜片及 850 万片常规镜片产能。产能方面，公司拟投资 3.2 亿用于高端树脂镜片扩产项目，项目主要产品为 1.71 折射率镜片、超韧非球面镜片、定制片等高端镜片产品，预计将新增产能 1650 万片/年；拟投资 1.5 亿用于扩大 1.60、1.67 等折射率的常规树脂镜片产品产能，预计将新增产能 850 万片/年，扩产及技改项目将提升公司树脂镜片的产能和工艺，更好满足市场需求，提升市场占有率。

推进研发建设提升产品竞争力，完善营销网络加强品牌认知度。公司拟投资 6210 万元用于建设研发中心，提升技术实力及产品质量，缩短产品研发周期，进一步优化公司产品结构，提高利润水平。公司拟投入 6456 万元用于完善全国性营销网络布局，建立营销总部、品牌体验店及产品展示中心，同时扩充人员并进行统一业务培训，提高营销服务能力，强化市场及客户对公司品牌认知度。

表 2：募投项目

项目名称	项目总投资金额（万元）	募集资金使用金额（万元）
高端树脂镜片扩产项目	32367.69	30042.80
常规树脂镜片扩产及技术升级项目	14968.48	14086.43
研发中心建设项目	6210.47	6210.47
营销网络及产品展示中心建设项目	6456.34	6456.34
合计	60002.98	56796.04

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

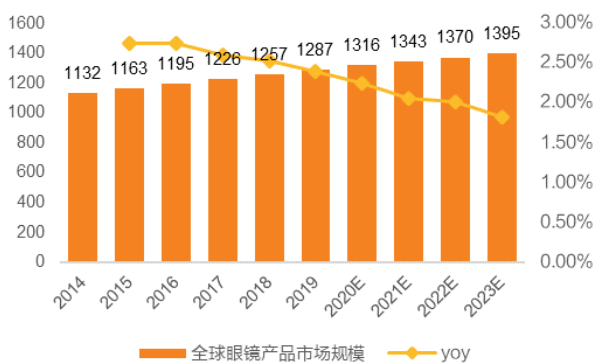
2. 行业：国内眼镜市场规模超 1000 亿元，集中度有望提升

2.1. 24 年国内眼镜市场规模预计超千亿，近视患者刚性需求及消费升级推动行业增长

随着全球眼镜产品人均支出的增长及人口规模的增长，全球眼镜产品市场规模不断扩大。据 Statista 数据统计，2014 年全球眼镜产品市场规模 1132 亿美元，2019 年提升至 1287 亿美元，期间 CAGR 为 2.6%，预计 2023 年可以达到 1395 亿美元，保持稳定增长态势。

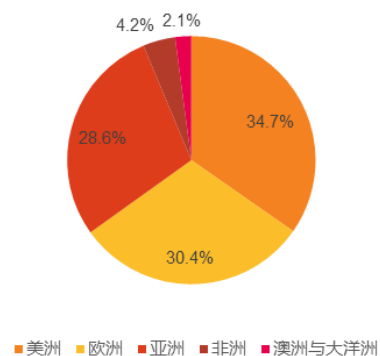
从地区结构来看，亚洲、美洲和欧洲是全球三大消费市场，其中亚洲地区占比不断提升。亚洲地区市场销售的眼镜产品价值较低，总体市场规模低于美洲和欧洲地区，但随着经济发展、消费观念的转变，根据 Statista 数据，亚洲地区眼镜产品销售额由 2014 年的 281.47 亿美元增长至 2018 年的 334.83 亿美元，期间 CAGR 为 4.44%，占全球比重由 24.9% 提高至 26.6%，预期 2023 年销售额有望增长至 399.02 亿美元，占比进一步提升至 28.6%。

图 16：2014-2023E 全球眼镜产品市场规模（亿美元）及同比



资料来源：Statista，招股说明书，天风证券研究所

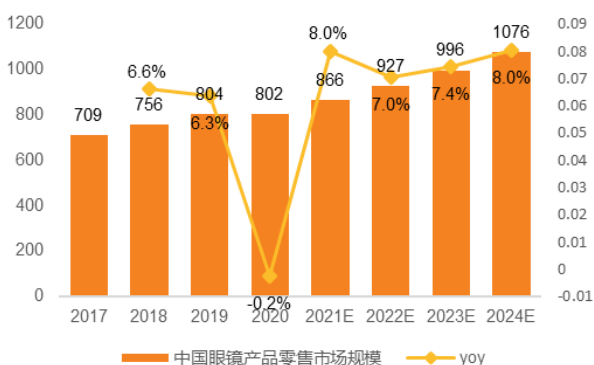
图 17：2023E 全球眼镜产品市场需求区域结构



资料来源：Statista，招股说明书，天风证券研究所

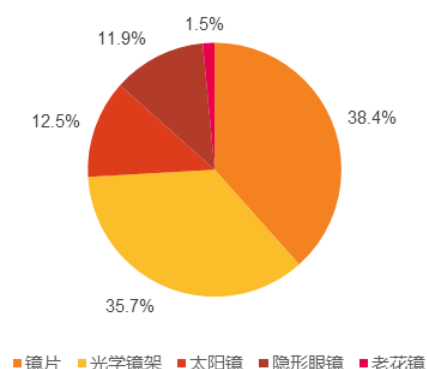
国内视光矫正需求庞大，为眼镜行业扩容奠定了基础，预计 24 年我国眼镜产品市场规模将达 1076 亿元。世界卫生组织数据显示，中国近视患者人数多达 6 亿。根据国家卫健委发布的《中国眼健康白皮书》数据，2020 年，全国儿童青少年总体近视率为 52.7%，其中小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%，对视光矫正的需求为眼镜行业的发展提供了机遇。根据艾瑞咨询统计，我国眼镜产品零售市场规模从 2017 年的 709 亿元增长至 2020 年的 802 亿元，期间 CAGR 为 4.2%，预计 2024 年我国眼镜产品总体市场规模将突破千亿，达到 1076 亿元。

图 18：2017-2024E 中国眼镜产品零售市场规模（亿元）及同比



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 19：2020 年中国眼镜市场产品构成

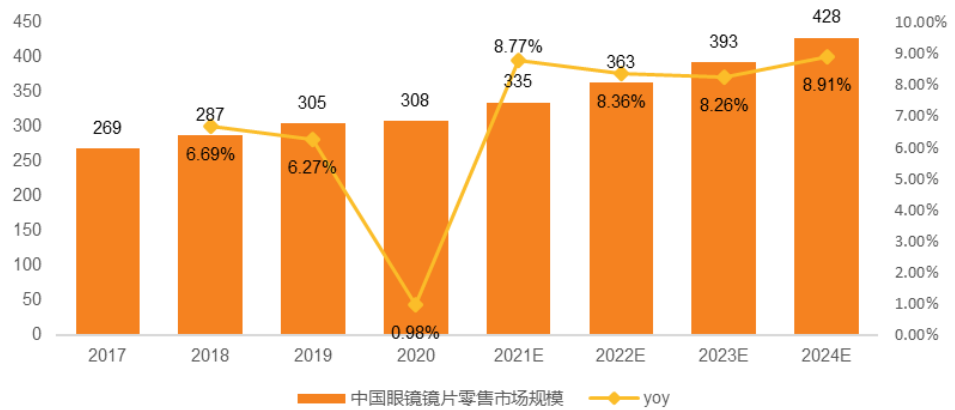


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

镜片产品约占眼镜市场的 40%，预计 24 年市场规模可达 428 亿元。从产品构成来看，镜片为眼镜产品市场最重要的组成部分，20 年占比达 38.4%。受疫情影响，2020 年上半年镜片市场明显受挫，下半年随着疫情得到控制，刚需释放推动镜片市场迅速回暖，且在网课普及的背景下，青少年使用电子屏幕时间延长，导致近视率升高，近视防控类镜片快速发展，使得 2020 年镜片市场规模达到 308 亿元。根据艾瑞咨询预计，我国镜片市场

规模有望保持中高速增长态势，2024 年国内镜片零售市场规模有望突破 400 亿元。

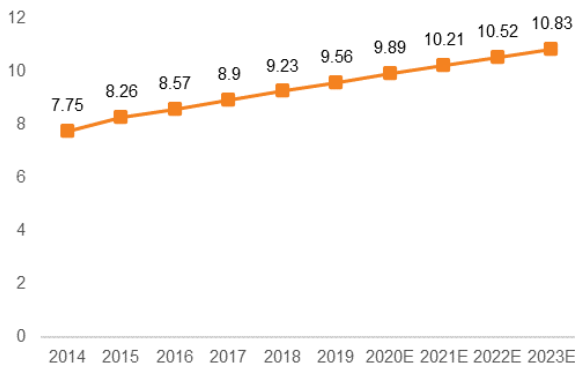
图 20：2014-2024E 中国眼镜镜片产品市场规模（亿元）及同比



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

我国眼镜片人均购买量逐步提升，2018 年起超过全球平均水平，但较发达国家仍有较大提升空间。从人均购买量来看，随着我国眼镜行业的发展，消费者对眼镜产品的认知逐渐加深，我国人均镜片购买量逐步提升。据全球调研机构欧睿国际数据显示，2014 年我国人均镜片购买量为 7.75 副/百人，2018 年起超过全球平均值，预期 2023 年将达到 10.83 副/百人，但是与法国、德国、美国、日本等发达国家相比，仍处于较低水平，2023 年法国、德国、美国、日本和巴西的眼镜片人均购买量预计将分别达到 48.67 副/百人、46.20 副/百人、24.24 副/百人、11.67 副/百人和 16.62 副/百人，分别是我国的 4.49 倍、4.27 倍、2.24 倍、1.08 倍和 1.53 倍。未来随着居民消费观念的转变，我国眼镜片人均购买量与发达国家差距有望逐步缩小。

图 21：2014-2023E 我国眼镜片人均购买量（副/百人）



资料来源：欧睿国际，UN，招股说明书，天风证券研究所

图 22：2014-2023E 我国眼镜片人均购买量（副/百人）及对比



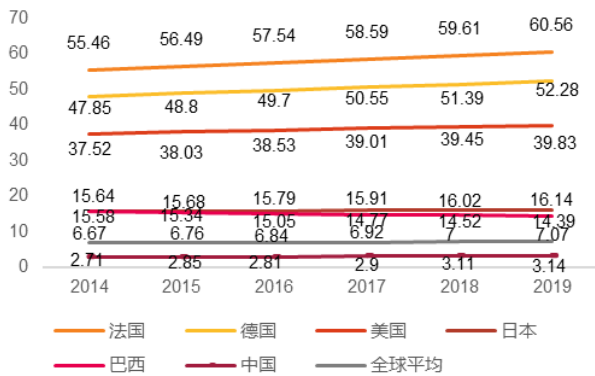
资料来源：Statista，欧睿国际，UN，招股说明书，天风证券研究所

我国镜片人均支出额低于全球平均水平，有望伴随消费升级不断缩小与发达国家的差距。从眼镜片人均支出额来看，2019 年我国眼镜片人均支出额为 3.14 美元，远低于法国、德国、美国、日本、巴西，也低于全球平均水平。2019 年，法国、德国、美国、日本、巴西和全球的眼镜片人均支出额分别为 60.56 美元/人、52.28 美元/人、39.83 美元/人、16.14 美元/人、14.39 美元/人和 7.07 美元/人，分别是我国的 19.29 倍、16.65 倍、12.68 倍、5.14 倍、4.58 倍和 2.25 倍。我国眼镜片人均支出额有望伴随消费升级的趋势，逐渐缩小与发达国家的差距。

人口规模、人均购买量以及支出额的提高，将共同推动我国眼镜片销售规模增长。据全球调研机构欧睿国际数据显示，2014 年以来，我国眼镜片销售规模快速增长，增速远高于同期全球增速水平，销售量由 2014 年的 1.08 亿副增加至 2018 年的 1.32 亿副，年均复合增长率为 5.00%，销售量占全球比重由 16.58% 提升至 18.99%。随着消费者对眼镜产品认知的加深以及可支配收入的提升，对眼镜的需求也将从单一的视力矫正向更多元、更细化的方向发展，例如防蓝光功能、近视防控功能以及更注重外观设计和使用场景的搭配

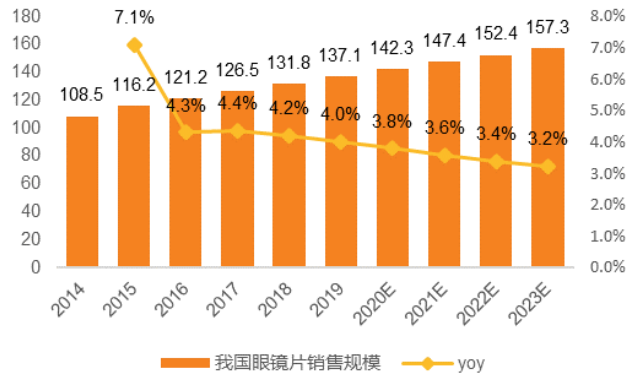
等，眼镜消费频次或将提升，市场规模有望不断扩大。

图 23：2014-2019 我国眼镜片人均支出额（美元/人）及对比



资料来源：Statista，欧睿国际，UN，国家统计局，招股说明书，天风证券研究所

图 24：2014-2023E 我国眼镜片销售量（百万副）

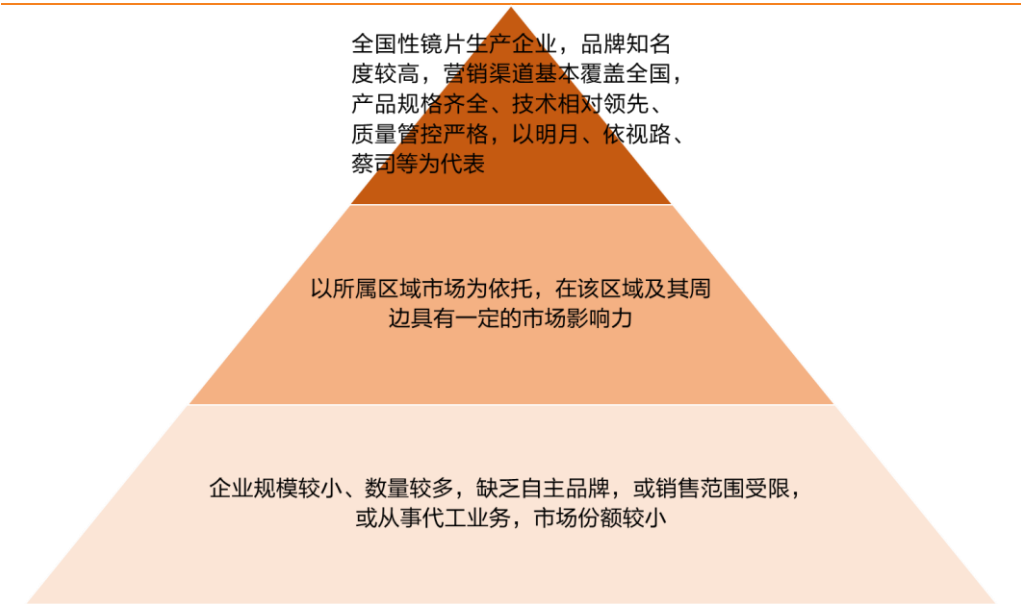


资料来源：欧睿国际，招股说明书，天风证券研究所

2.2. 镜片制造行业格局分散，头部企业引领行业发展

从品牌知名度、产销规模和营销渠道来看，国内镜片制造行业大致分为三个层级：第一层级为全国性镜片生产企业，品牌知名度较高，营销渠道基本完成全国性覆盖，镜片产品规格齐全、工艺技术相对领先、质量管控严格，以明月、依视路、蔡司等企业为代表；第二层级为区域性镜片生产企业，以所属区域市场为依托，在该区域及其周边具有一定的市场影响力；第三层级的企业规模较小、数量较多，缺乏自主品牌，市场份额较小。

图 25：我国镜片制造行业格局

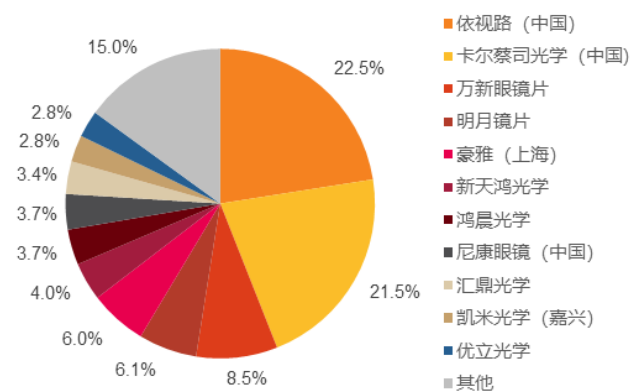


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

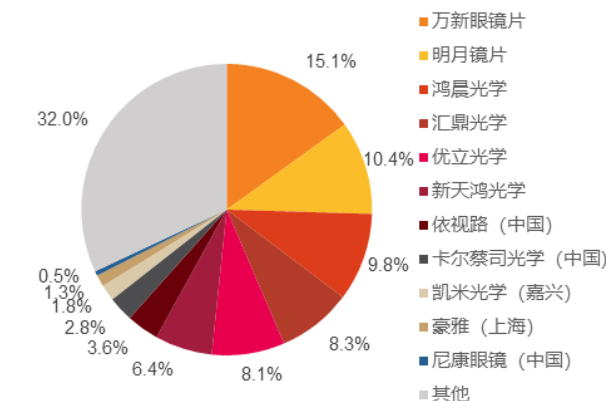
目前外资品牌优势明显，内资自主品牌具备潜力，行业集中度提升空间较大。从销售额角度来看，依视路、蔡司的份额分别为 22.5%、21.5%，优势明显，国产镜片厂商万新眼镜片与明月镜片分列第三、第四，市场份额分别为 8.5%、6.1%，国际知名品牌在国内市场仍然占据优势。从销量角度来看，万新眼镜片以 15.1%的份额位居第一，明月镜片以 10.4%的份额排在第二位，依视路、蔡司销量占比分别为 3.6%、2.8%，位于第七、第八位，长尾部分其他厂商合计占比 32%。依视路、蔡司以较低的销量占比获得了较高的销售额占比，说明其产品均价较高，具备竞争力，消费者认可度更高，故而享有更多的品牌溢价，国内品牌虽然近年来处于高速成长阶段，但与国际头部企业相比依然存在一定差距，长期来看，具备技术优势、渠道优势的国产品牌，有望凭借其产品研发能力、营销推广以及快速响应市场的能力，不断获取市场份额。

图 26：2020 年中国眼镜镜片市场份额（按销售额划分）

图 27：2020 年中国眼镜镜片市场份额（按销售量划分）



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

3. 公司亮点

3.1. 产品端

3.1.1. 深度研究原料供应与制备, 传统产品具备差异化优势

深耕镜片行业多年, 产研结合, 截至 21 年底拥有专利 143 项。公司在镜片原材料、光学设计、膜层技术及生产工艺等方面拥有多年深厚积累, 保持行业领先水平。公司与著名光学专家松林院士及其团队合作, 建立了示范性院士工作站和眼镜工程技术中心, 专项攻坚眼视光行业的前瞻性课题, 专注设计更适合中国人佩戴的产品。截至 21 年 12 月 31 日, 拥有 143 项专利, 其中 13 项发明专利、107 项实用新型专利、23 项外观设计专利。

前瞻性布局原料研究与生产, 合作建立全球领先的镜片原料研发生产中心, 实现优质原料自给、开放供应同行。树脂镜片的生从基础化学原料到镜片成品, 需经过两次聚合反应, 包含较多技术难点, 树脂镜片的原料技术起初主要掌握在日韩等境外企业手中, 境内企业依赖进口。2006 年, 公司与韩国 KOC 合作设立工厂, 前瞻性布局树脂原料的研究与生产, 通过不断调整配方及工艺, 并结合后段大规模生产的实证数据支持, 不断寻找原料的最佳配比。近年来公司不断深入镜片原料领域, 与日本三井、韩国 KOC 合作建立镜片原料研发生产中心, 结合在原料生产及大规模镜片制造方面的双重优势, 公司具备将前沿新型原材料快速转化, 并实现规模化生产的经验与能力, 自主研发生产的 1.71、KR 树脂、KR 超韧、PMC 超亮等优质原料除满足自用外, 还开放供应给同行, 是全球为数不多实现原料自给的镜片企业。

图 28: 镜片生产流程



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

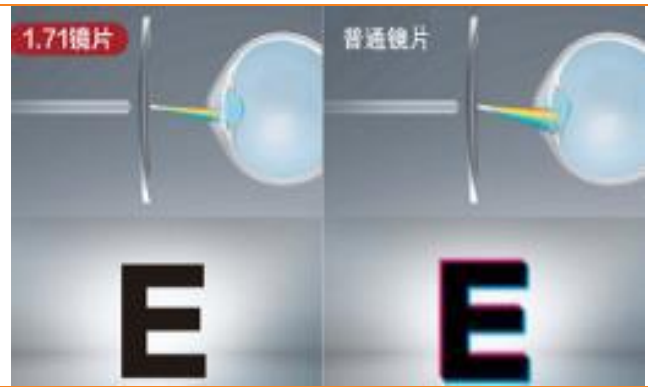
通过精研生产工艺, 自主研发和调整聚合物分子结构, 产品实现高折射率、低色散的双重优点。通常而言, 相同屈光度下, 镜片折射率越高越轻薄, 例如在 600 度近视的情况下, 对比直径为 60mm 的 1.71 非球面镜片与 1.60 非球面镜片, 前者比后者薄约 11%, 重量轻约 7%, 高折射率镜片可以适配更大、更多类型的镜架, 且佩戴舒适感更优。但高折射率先天色散程度更高, 视物清晰度随之受到影响, 公司依托对高分子树脂原料的技术积累, 自主研发和调整聚合物分子的部分结构, 以改善和弥补高折射率原料的性能缺陷, 同时实现高折射率、低色散的双重优点。

图 29: 1.60、1.71 折射率非球面树脂镜片的比较



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 30: 1.71 折射率普通镜片与明月镜片 1.71 镜片的比较



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.1.2. 自主研发推出近视防控镜片, 临床统计结果证明产品有效性, 构筑第二成长曲线

国内儿童青少年近视问题逐渐引起重视, 政策有望助力近视防控意识加强。根据国家近视专项调查数据显示, 2020 年我国儿童青少年总体近视率为 52.7%, 同比上升 2.5pct, 其中 2020 年小学低年级学生近视率为 20.7%, 同比上升 1.4 个 pct。近视低龄化问题仍然突出, 2020 年各地 6 岁儿童近视率均超过 9%, 最高可达 19.1%, 其中小学阶段近视率攀升速度较快, 小学一年级的近视率为 12.9%, 六年级的近视率为 59.6%, 平均每升高一个年级, 近视率增加 9.3 个百分点。针对儿童青少年近视防控问题, 2008-2021 年期间, 教育部等多个部门出台了《中小学学生近视眼防控工作方案》、《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》、《综合防控儿童青少年近视实施方案》等一系列近视防控方案。

表 3: 儿童青少年近视防控逐渐上升为国家战略

时间	发布内容	发布部门/会议	内容/目标
2008.09.04	《中小学学生近视眼防控工作方案》、《中小学学生近视眼防控工作岗位职责》、《中小学学生预防近视眼基本知识与要求》	教育部	为切实加强学生视力保护工作, 实现通过 5 年左右的时间, 使我国青少年近视的发生率明显下降的工作目标, 提出以下工作意见 : 1. 充分认识做好保护视力、预防近视工作的重要性; 2. 将学生“防近”工作提上议事日程, 纳入部门工作计划; 3. 加大投入力度, 切实改善教学条件; 4. 加强与卫生、质量监督管理、社区等部门和机构的沟通与协作, 形成多部门齐抓共管, 相关机构协同配合; 5. 定期对学校“防近”工作开展情况、学生视力监测及近视眼发病率控制情况开展督导检查; 6. 及时总结推广落实《近视眼防控工作方案》的典型经验和做法
2016.10.19	《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》	教育部	为有效控制我国儿童青少年近视发病率, 提高儿童青少年视力健康水平, 就加强儿童青少年近视防控工作 提出五大指导意见 : 一、加强宣传教育, 增强健康用眼意识; 二、注重早期发现, 采取有效干预措施; 三、实施科学教育, 营造良好用眼环境; 四、加强人才培养, 提供优质保健服务; 五、加强组织领导, 建立综合防控机制
2017.12.01	2017 “近视科学防控”博鳌宣言	2017 博鳌国际视觉论坛	首次明确提出将近视防控纳入慢病管理, 并从建立视觉健康档案、增加户外运动、近距离用眼减负减量、规范矫正近视、科学控制近视、重视高度近视危害等方面 提出建设性倡议 。
2018.08.30	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部等八部门	到 2023 年, 力争实现全国儿童青少年总体近视率在 18 年基础上每年降低 0.5 个百分点以上, 近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。到 2030 年, 实现全国儿童青少年新发近视率明显下降, 儿童青少年视力健康整体水平显著提升。
2019.12.01	2019 “近视科学防控”博鳌宣言	2019 博鳌国际视觉论坛	建议应加强对近视发生的遗传和环境机制的研究; 建立科学高效的儿童青少年近视筛查和建档; 强化近视防控大数据的存储与安全管理; 明确户外运动防控近视的机制和可操作性; 重视高度近视的早期干预和防盲问题; 建立明确的近视防控安全评估评价体系; 加强专业的人才培养和近视防控技术调查标准制定; 全民普及近视防控的科普知识等。
2021.04.28	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021-2025)》	教育部办公厅等十五部门	合力开展儿童青少年近视防控光明行动, 克服新冠肺炎疫情影响, 健全完善儿童青少年近视防控体系, 到 2025 年每年持续降低儿童青少年近视率, 有效提升儿童青少年视力健康水平, 为如期实现《实施方案》2030 年各项目标任务奠定基础。

资料来源: 中国政府网, 中华人民共和国教育部网站, 教育部近视防控与诊治工程研究中心网站, 天风证券研究所

相较于其他近视防控方法，近视防控镜片具有验配相对简单、价格较低的特点，品类渗透率提升仍有较大空间。目前适用于青少年的近视防控方法主要有三种：第一是角膜塑形镜，其单价较高，使用过程需要维护，验配要求较高；第二是低浓度阿托品，该方式在国内目前只能作为院内试剂辅助治疗；第三是近视防控镜片，其验配相对简单，不属于医疗器械，镜架与镜片的配合相对容易，舒适性强，价格较角膜塑形镜更低。目前，我国约有 1.2 亿适龄儿童需要进行近视管理，2021 年仅有 5%-6% 的儿童接受近视防控方面的治疗，近视防控产品渗透率提升仍有较大空间。

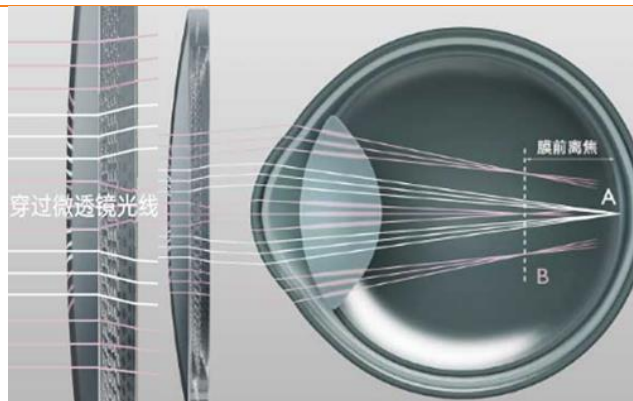
表 4：主流近视防控产品与视力矫正技术对比分析

产品/技术	特征	优势	劣势
角膜塑形镜 (OK 镜)	指逆几何设计的硬性透气性接触镜，通过重塑角膜形态来暂时性降低近视屈光度数，从而提高裸眼视力的可逆性非手术物理矫形治疗手段	视力矫正效果好，无需手术，安全舒适；佩戴方便，只需夜间佩戴 8 小时	价格较贵；护理操作要求高；配镜要求高，配戴不当存在并发症风险
低浓度阿托品	泛指浓度低于 1% 的阿托品滴眼液。0.01% 阿托品滴眼液使 6~12 岁儿童青少年近视增长平均减缓 60%~80%，近视降低约 0.53D/年，眼轴减缓量为 0.15mm/年，近视控制效力中至强。推荐使用浓度为 0.01%。	每晚睡前使用 1 次，使用简单，价格低廉	低浓度使用对 6~12 岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定，或会造成畏光、视近模糊和过敏性结膜炎等不良反应；国内目前只能作为院内试剂辅助治疗，获取渠道受限
近视防控镜片	通过膜前离焦抑制眼轴过快增长，有效延缓近视加深，采用周边离焦、多点离焦等眼轴控制技术	验配相对简单，不属于医疗器械；镜架与镜片的配合相对容易；价格低于角膜塑形镜	需要像普通框架镜一样佩戴，不方便剧烈运动
近视手术	角膜屈光手术、人工晶体植入手术	可有效治疗成人近视，一次手术终身受益，不必继续配戴眼镜，满足特殊职业视力要求	术后可能会夜视力相对较差、远视力相对清楚、近视力相对模糊，导致近距离阅读困难，尤其干眼症患者更易出现上述症状

资料来源：公司公告，近视管理白皮书（2019），明月镜片官网，网站一名医在线、有来医生，公众号—上海市东方医院眼视光诊疗中心，天风证券研究所

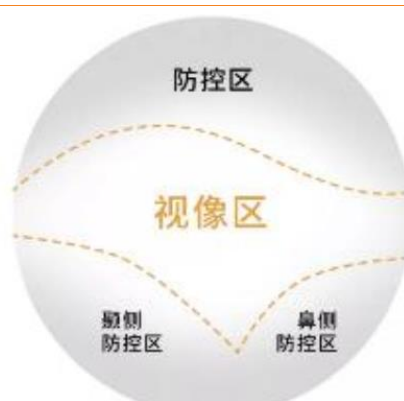
公司陆续推出多种近视防控镜片，迅速丰富产品矩阵以覆盖更广阔市场。公司于 21 年 6 月推出一代产品折射率 1.60 的“轻松控”，12 月推出折射率 1.67 的二代产品“轻松控 Pro”，全面进军近视防控镜片市场，分别采用周边离焦眼轴控制技术（C.A.R.D）及多点近视离焦眼轴控制技术（C.A.M.D），通过膜前离焦抑制眼轴过快增长，有效延缓近视加深。基于深厚的技术储备及研发能力，公司于 22 年 Q1 发布了具有双重防蓝光功能的近视防控镜片新产品，目前近视防控镜片已拥有 4 个 SKU，并计划于 22 年继续推出更高端的 1.71 系列和更具性价比的 1.60 轻松控 Pro，以及更多叠加新功能的产品，覆盖更广阔的市场。预计截至 22Q2 公司近视防控品类将有 8 个 SKU 同时在售，产品线丰富度方面继续保持行业领先水平。

图 31：“轻松控 Pro” CAMD 技术微透镜成像



资料来源：明月镜片官网，天风证券研究所

图 32：“轻松控”镜片成像更舒适



资料来源：公司 21 年年报，天风证券研究所

明月近视防控镜片设计更符合中国儿童青少年用眼习惯，透光率、耐磨性等性能更优，性价比更高，临床统计结果验证产品有效性。视像区设计方面，“轻松控”产品视像区采取非对称设计，扩大鼻侧近视区，更符合中国孩子“长时间近距离用眼”和“眼球内旋”的生理属性，提升佩戴舒适性，增强使用者长时间佩戴眼镜的意愿。自研 PMC 超亮材质，镀膜后透光率高达 98.6%，视物清晰真实，阿贝数高达 40。同时，技术团队还改善了其他同类产品表面不耐磨的缺点，利用 3D 内雕工艺，在镜片内部雕刻多达 1295 个正度数的立体微透镜，且避免磨损，延长产品使用寿命。2022 年 7 月 22 日，公司发布与华西医院合作的轻松控 Pro 三个月临床研究随访数据情况，统计结果显示，虽然只有三个月的时间，但配戴明月轻松控 pro 镜片对控制眼轴的过快增长已产生明显的作用。

图 33：鼻侧视近区扩大技术符合中国孩子用眼习惯



资料来源：明月镜片官网，天风证券研究所

由于目前消费者对近视防控镜片产品的认知较为有限，近视防控镜片当前尚处于品类发展初期，各品牌纷纷布局有利于共同完成消费者教育、培育市场，公司产品有望借助终端渠道布局、凭借性价比优势进一步提升市场份额。

表 5：主流近视防控镜片厂家产品对比分析

厂家	系列	核心技术	产品	阿贝数	镜片材料	零售价 (元/副)
依视路	星趣控	采用 H.A.L.T.高非球微透镜星空技术，将 1021 个微透镜隐形分布在 11 圈星环上	1.591 星趣控镜片钻晶 A+	31.3	PC	3680
			1.591 星趣控镜片钻晶 A4			4580
蔡司	成长乐	采用了视网膜周边散焦管理原理，可用于控制镜片中的周边远视性散焦	单光镜片 1.50/1.60/1.67 钻立方铂金膜(定制)	58/40/32	树脂	1780/2480/3580
			加强版单光镜片 1.50/1.60/1.67 钻立方铂金膜/防卫膜(定制)			2380/3380/4580
			专业版单光镜片 1.50/1.60/1.67 钻立方铂金膜(定制)			1980/2760/3880
豪雅	新乐学	采用多区正向光学离焦 D.I.M.S.技术的多点近视离焦镜片，镜片上 396 个“小点”利用近视离焦原理融入镜片的光学设计中	1.59 多点近视离焦镜片	30.3	PC	3980
明月镜片	轻松控	采用周边离焦眼轴 (C.A.R.D) 及多点近视离焦眼轴控制技术 (C.A.M.D)，通过膜前离焦抑制眼轴过快增长	1.60 轻松控	40	PMC 超亮	1498
			1.60 轻松控双重防蓝光			-
			1.67 轻松控 Pro	32	KR 树脂	2698
			1.67 轻松控 Pro 双重防蓝光			-

资料来源：各公司官网，双好眼镜网，亿视丽眼镜网，天风证券研究所

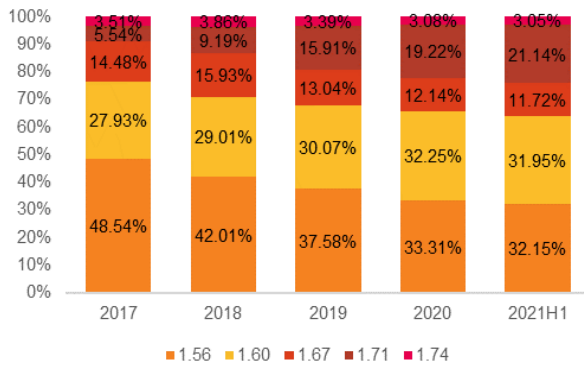
3.1.3. 通过定价策略主动调整产品结构，积极聚焦中高端镜片市场，推动整体毛利率提升

采用竞争定价、锚点定价、价值定价相结合的方式确定产品价格，并利用价格策略推动

部分长尾产品逐步退出“红海”市场。公司以蔡司、依视路等外资厂商产品定价为单价价格“1”，以国内其他代表性品牌产品定价为“0”，将公司产品价格设在该区间内。同时，选取 1.60 非球面镜片作为零售价格定价的锚点产品，结合全国市场单价、自身品牌溢价、竞争对手定价，确定锚点产品建议零售价；最后，结合其他产品相对锚点产品的附加值来确定所有的产品定价。对于球面系列、单加硬不镀膜系列以及外渐进系列等处于产品生命周期的衰退期、收入和盈利能力均较差的长尾产品，公司通过快速提价，迅速拉平与锚点产品价格差的方式，主动缩减该部分产品份额，放弃此部分“红海”市场，从而将企业内部资源聚焦在更有市场发展前景、更具有投入产出效率的差异化竞争产品方面。

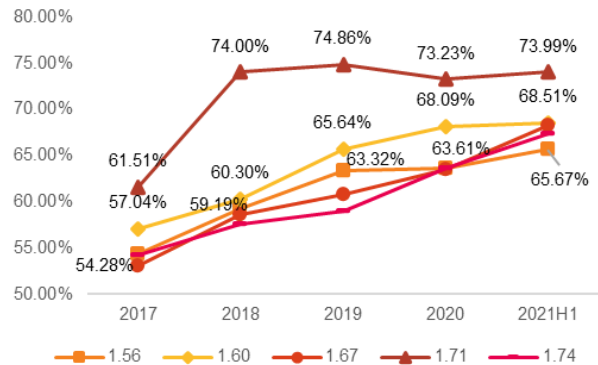
持续优化产品结构，推动常规产品高折化，低折产品功能化，高毛利产品占比提升。针对收入、盈利能力均较差的长尾产品 1.56、1.60 系列常规片，公司通过提价迅速拉平与锚点产品价格差，主动缩减该部分产品份额。从直销模式下的自有品牌产品结构来看，1.56 折射率镜片占比由 2017 年的 48.54% 降低至 2021H1 的 32.15%，1.60 折射率产品控制在 30% 左右，1.71 折射率产品占比由 5.54% 逐步提升至 21.14%。由于低折射率产品具备性价比优势，仍是市场上占比最高的产品类型，针对该部分产品，公司缩减常规片占比，推动产品功能化，使得 1.56/1.60 折射率产品的毛利率稳步提升，由 2017 年的 54.28%/57.04% 逐步提升至 2021H1 的 65.67%/68.51%。高折产品及功能性低折产品占比提升，共同推升公司整体盈利水平。

图 34：公司直销模式自有品牌镜片不同折射率产品收入占比



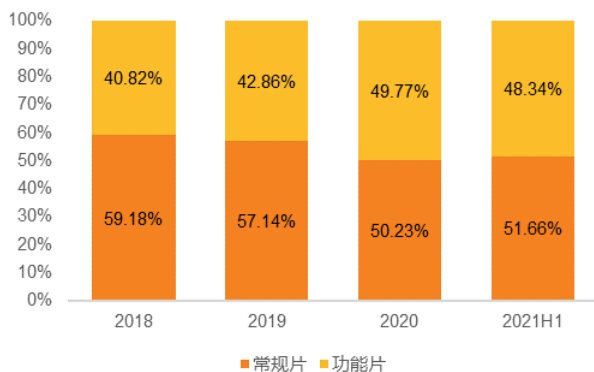
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：公司直销模式自有品牌镜片不同折射率产品毛利率



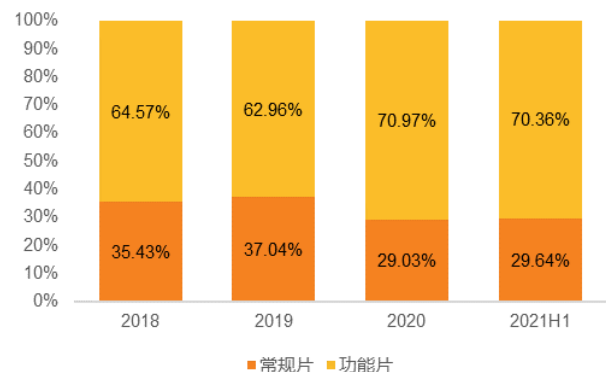
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：1.56 折射率常规片、功能片占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 37：1.60 折射率常规片、功能片占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

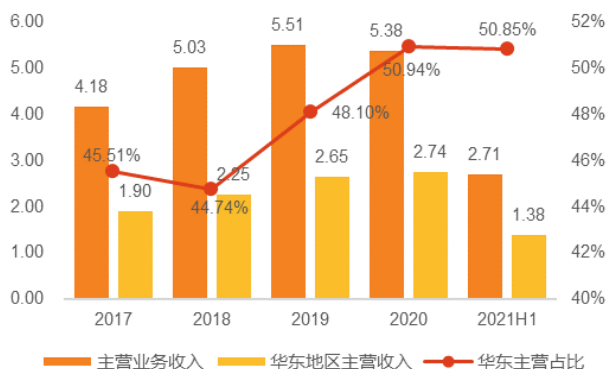
3.2. 渠道端

3.2.1. 华东地区贡献约 50% 收入，积极推进全国性渠道建设

21H1 华东地区收入贡献达 50.85%，合作门店布局密度更高。公司将全国市场划分为华东、

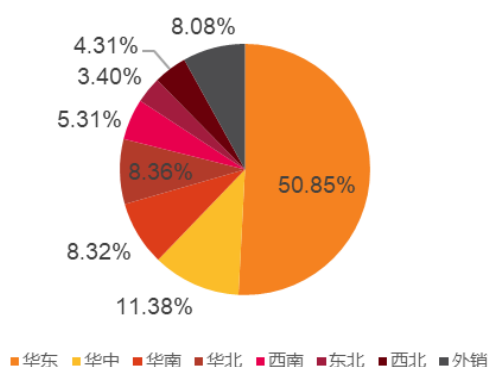
华南、华北、西南等区域，其中华东地区为主要销售市场，2017-2021H1 分别实现收入 1.90/2.25/2.65/2.74/1.38 亿元，17-20CAGR 为 13.0%，占比从 17 年的 45.51% 上升至 21H1 的 50.85%。

图 38：华东地区主营业务收入（亿元）及占比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

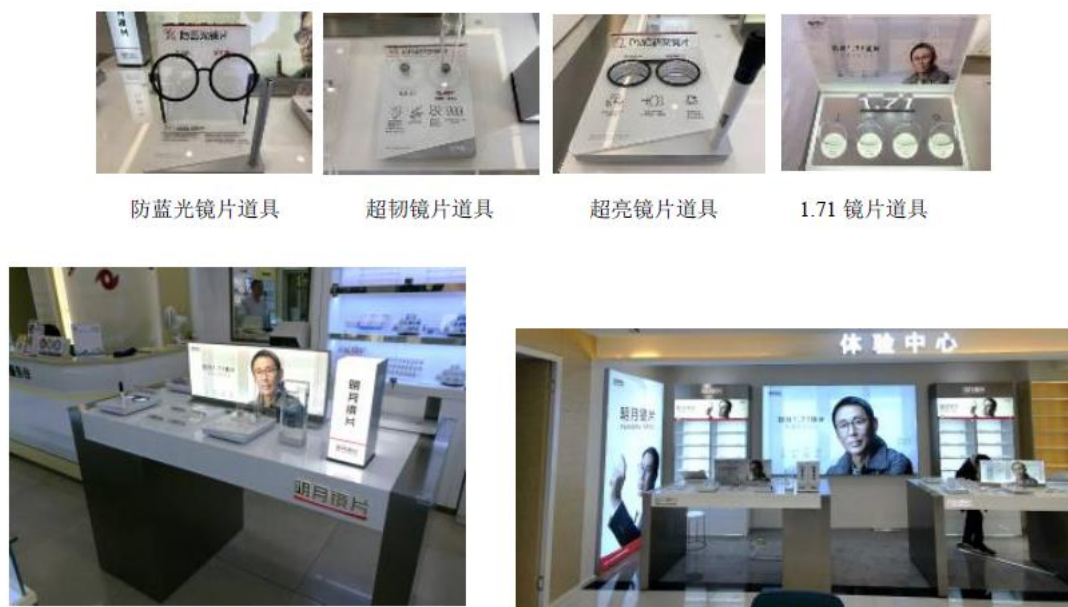
图 39：2021H1 各地区收入占比



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

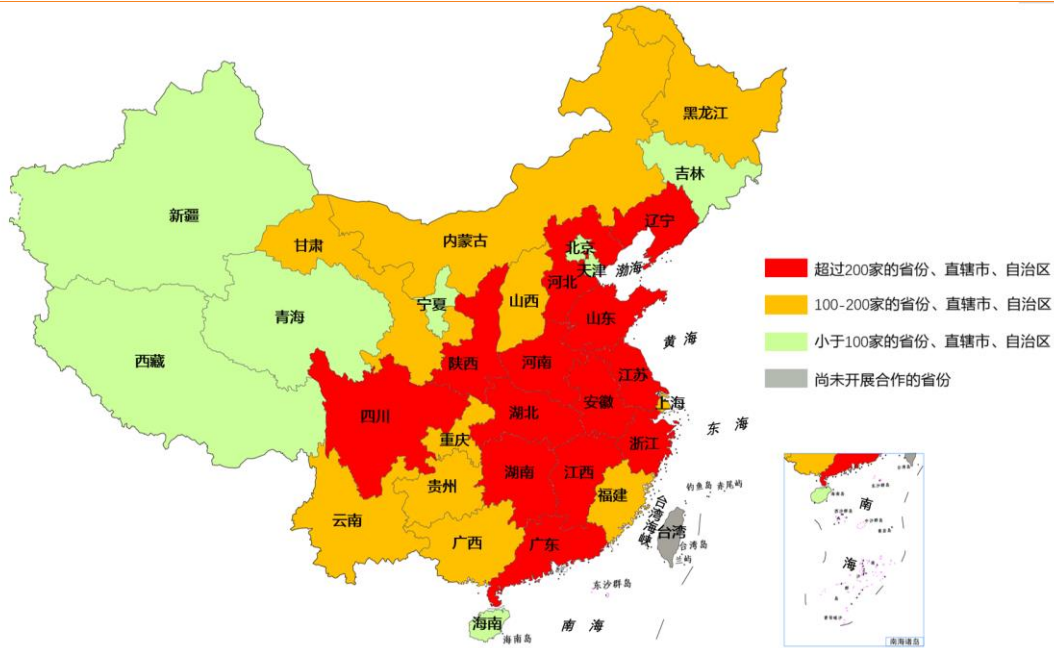
硬件布置提升消费者体验，配备销售团队为合作方提供优质服务，营销网络有望逐步加密。华东地区由于经济发展水平较高，加之公司总部位于江苏丹阳，目前对华东地区实现了较好覆盖。消费者购买眼镜时，对镜架产品感受较为直接，而由于镜片外观差异很小，加之消费频率不高，消费者对镜片产品的感知普遍较为模糊，因此往往依赖导购人员的推荐，或者直接选择知名度较高的品牌。针对这种消费决策的特性，公司通过合作建立专位体验、专区体验、专柜体验和专卖店的方式，一方面让消费者直观感受镜片的功能与优点，另一方面提升“明月镜片”品牌形象，逐步占据消费者心智。同时，公司针对每个区域均配备了专业的销售推广队伍，能够快速识别合作方需求、进行精准反馈，并为其提供更优质的服务，多层次、广覆盖、高效率的营销网络有望逐步构建。

图 40：明月镜片专位体验、专区体验、专柜体验场景



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 41：合作的终端眼镜门店分布图（截至 20 年末）

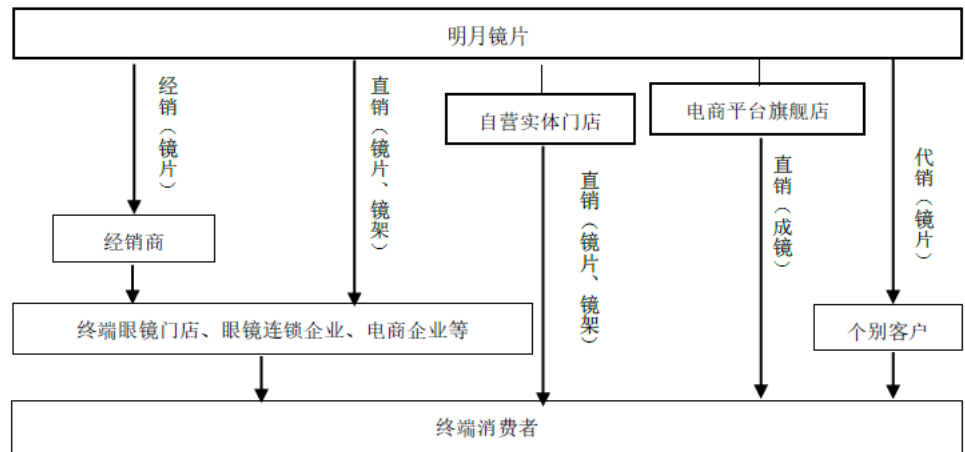


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 直销网络覆盖广泛，经销商结构调整初见成效

直销渠道收入占比约 70%，合作终端客户 3000 余个，销售网络覆盖广泛。公司线下渠道直接合作的客户包括终端眼镜门店、眼镜连锁企业、电商企业等，主要销售镜片及镜架，线上通过在天猫、京东、小米有品等电商平台直接对终端消费者销售成镜。2017-2021 年，公司直销渠道收入由 3.13 提升至 4.01 亿元，CAGR 为 6.4%，直销客户总量维持在 3200 名左右，其中终端眼镜门店占比约 80%，眼镜连锁企业占比由 2017 年的 7.2% 逐步提升至 2020 年的 9.2%。

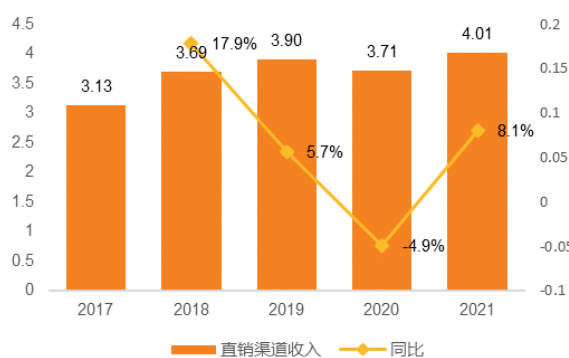
图 42：公司产品销售渠道



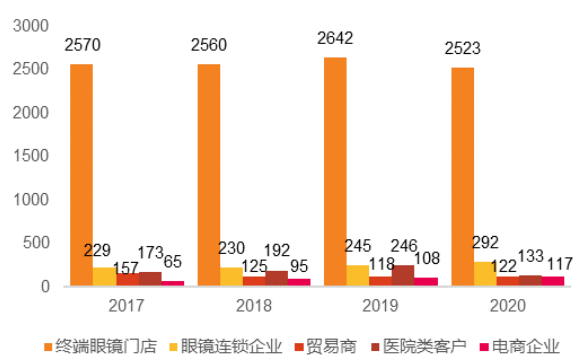
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：2017-2021 直销渠道收入（亿元）及同比

图 44：2017-2020 直销客户数（个）



资料来源: 招股说明书, 21 年年报, 天风证券研究所



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

逐步收紧销售返利及优惠政策, 客户结构有望持续优化。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经销、直销客户的返利及销售优惠政策, 激励经销、直销客户做大提货规模, 以经销模式为例, 2017-2021 年经销商数量分别为 105/95/91/82/78 个, 数量稳中有降, 单个经销商平均提货额逐步提升, 由 2017 年的 87.91 万元提升至 2021 年的 233.81 万元。经过优化的客户或将更具市场竞争力, 有利于配合公司提价及品牌战略落地, 推动直销/经销模式下各折射率产品平均售价稳步提升。

表 6: 经销、直销客户返利政策

	经销			直销		
	合同目标 (元)	供货价格	销售奖励上限	合同目标 (元)	供货价格	销售奖励上限
2020 年	小于 200 万	原价	0%	介于 3 万和 6 万	原价	0%
	介于 200 万和 300 万		9%	介于 6 万和 10 万		5%
	介于 300 万和 600 万		14%	介于 10 万和 18 万		8%
	介于 600 万和 1300 万		16%	介于 18 万和 35 万		12%
	大于 1300 万		20%	大于 35 万		18%
2019 年	小于 200 万	原价	9%	介于 2 万和 5 万	原价	0%
	介于 200 万和 500 万		14%	介于 5 万和 8 万		5%
	介于 500 万和 1000 万		16%	介于 8 万和 15 万		8%
	大于 1000 万		20%	介于 15 万和 30 万		12%
2018 年	小于 200 万	9 折	12%	小于 5 万	9 折	5%
	介于 200 万和 300 万		7%	介于 5 万和 8 万		5%
	介于 300 万和 500 万		9%	介于 8 万和 12 万		8%
	介于 500 万和 800 万		11%	介于 12 万和 15 万		8%
	介于 800 万和 1000 万		13%	介于 15 万和 30 万		10%
大于 1000 万	15%	大于 30 万	8.5 折	10%		

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 45: 2017-2021 年经销渠道收入 (亿元) 及同比

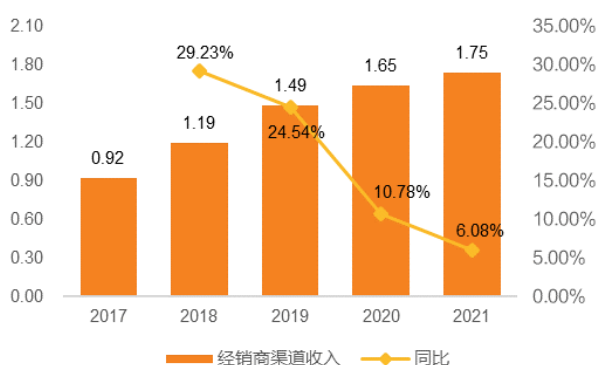
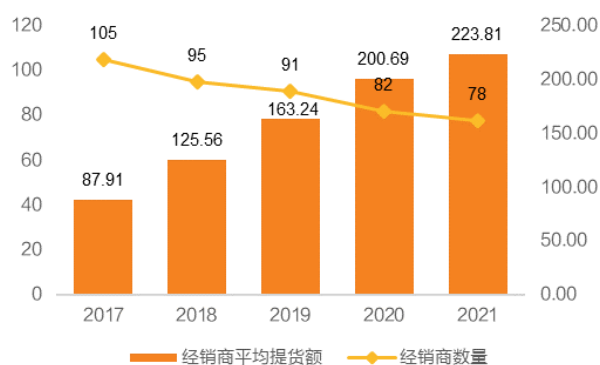


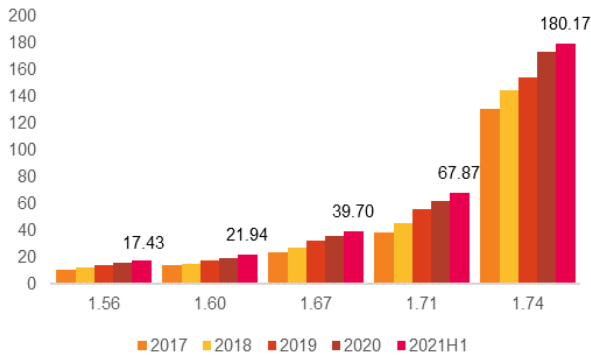
图 46: 2017-2021 年经销商数量 (个) 及经销商平均提货额 (万元)



资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

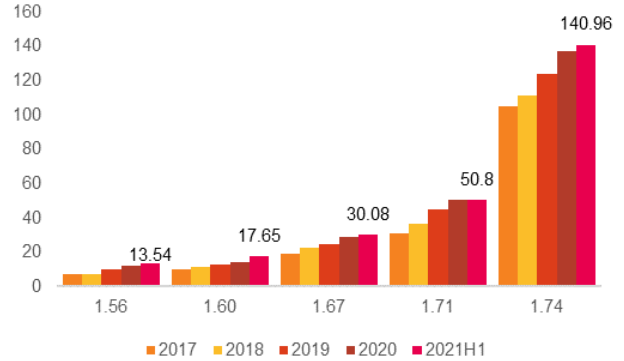
资料来源：招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

图 47：2017-2021H1 直销模式自有品牌镜片平均售价（元/片）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：2017-2021H1 经销模式自有品牌镜片平均售价（元/片）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

此外，22 年公司计划积极开拓医疗渠道，医疗客户合作量有望稳步增长。医疗渠道是近视管理产品销售的重要战场，公司计划于 22 年大力开拓医疗渠道，并将成立专门部门对接客户，近视管理产品线丰富度及高效的交付能力得到客户初步认可，医疗渠道合作量有望稳步增长。

4. 总结及盈利预测

4.1. 总结

深耕眼视光领域二十载，收入规模稳健，盈利水平显著提升。明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片生产商，主要产品包括眼镜镜片、镜片树脂原料、成镜、镜架等眼视光产品。根据欧睿咨询调研数据，公司 16-20 年连续五年大陆市场销售领先。17-21 年期间，营业收入从 4.26 亿元上升至 5.76 亿元，期间 CAGR 为 7.83%，其中镜片产品贡献约 80%，归母净利润从 0.17 亿元上升至 0.82 亿元，期间 CAGR 为 48.2%，毛利率从 39%提升至 55%，归母净利率从 4%提升至 14%。得益于镜片业务产品结构改善、积极聚焦中高端镜片市场，公司盈利能力显著改善。

国内眼镜市场规模超千亿，近视患者刚性需求及消费升级推动行业持续扩容。中国近视患者人数多达 6 亿，2020 年全国儿童青少年总体近视率为 52.7%，其中小学生为 35.6%，初中生为 71.1%，高中生为 80.5%，对视光矫正的需求为眼镜行业的发展提供了机遇。根据艾瑞咨询统计，我国眼镜产品市场规模从 2017 年的 709 亿元增长至 2020 年的 802 亿元，期间 CAGR 为 4.2%，预计 2024 年我国眼镜产品总体市场规模将突破千亿，达到 1076 亿元。

镜片行业格局分散，目前外资品牌优势明显，内资自主品牌具备潜力，行业集中度提升空间较大。从销售额角度来看，2020 年依视路、蔡司市占率分别为 22.5%、21.5%，优势明显，国产镜片厂商万新眼镜片与明月镜片分列第三、第四，市场份额分别为 8.5%、6.1%，国际知名品牌在国内市场仍然占据优势，国内品牌虽然近年来高速增长，但与国际头部企业相比依然存在一定差距，长期来看，具备研发能力的国产品牌有望凭借其产品力、营销推广以及快速响应市场的能力，不断获取市场份额。

产品端：公司前瞻性布局原料研究与生产，于 2006 年与韩国 KOC 合作设立工厂，优质原料除满足自用外，还开放供应给同行，是全球为数不多实现原料自给的镜片企业。通过精研生产工艺，自主研发和调整聚合物分子结构，传统镜片产品实现高折射率、低色散的双重优点。新品方面，推出“轻松控”近视防控镜片，目前已拥有 4 个 SKU 在售，预计截至 22Q2 公司近视防控品类将扩展至 8 个 SKU，公司产品有望借助终端渠道布局，凭借性价比优势、丰富的产品矩阵，进一步提升市场份额。

渠道端：直销网络覆盖广泛，经销商结构调整初见成效。公司销售模式以直销为主、经

销为辅，直销渠道占收入比约 70%，17-21 年直销客户数维持在 3200 家左右，覆盖网络广泛。通过逐步收紧销售返利及优惠政策，客户结构有望持续优化，直销客户中眼镜连锁企业占比由 2017 年的 7.2% 逐步提升至 2020 年的 9.2%，经销客户数稳中有降，单个经销商平均提货额由 87.91 万元逐步提升至 233.81 万元，经销商结构调整初见成效。

4.2. 盈利预测

核心假设：

1) 收入端：得益于传统镜片业务稳健发展、近视防控镜片新品快速放量，预计公司 22-24 年镜片收入增速为 27.37%/24.79%/23.36%，原料、眼镜、镜架业务收入保持稳定增长；

2) 利润端：由于镜片产品结构变化，传统镜片中的功能性镜片占比提升，叠加近视防控镜片毛利率高于传统产品，推动镜片产品毛利率稳步提升，预计 22-24 年镜片毛利率分别为 61.15%/63.18%/64.64%，原料、眼镜、镜架业务毛利率维持稳定。

表 7：收入拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	552.50	539.68	575.57	708.59	856.73	1030.23
同比(%)	8.46%	-2.32%	6.65%	23.11%	20.91%	20.25%
毛利率	50.88%	54.95%	54.69%	57.90%	60.03%	61.70%
主营业务收入按产品拆分						
镜片						
收入	447.83	436.12	452.34	576.13	718.93	886.88
yoy	4.22%	-2.61%	3.72%	27.37%	24.79%	23.36%
毛利率	53.76%	56.63%	57.07%	61.15%	63.18%	64.64%
原料						
收入	61.88	48.55	61.51	67.66	71.05	74.60
yoy	7.89%	-21.54%	26.69%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	34.75%	35.65%	29.68%	30.00%	30.00%	30.00%
眼镜						
收入	30.76	49.56	55.53	58.31	60.06	61.86
yoy	261.45%	61.11%	12.04%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	55.50%	64.66%		60.00%	60.00%	60.00%
镜架						
收入	9.74	3.62	3.44	3.61	3.72	3.83
yoy	60.14%	-62.85%	-4.97%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	28.30%	44.52%		35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind，天风证券研究所；注：21 年眼镜、镜架毛利率未披露

公司深耕眼视光领域二十载，技术储备深厚，深度研究原料供应与制备，是业内少数可实现原料自给的企业。传统镜片产品具备差异化优势，新品近视防控镜片品类渗透率仍有较大提升空间，公司产品有望借助终端渠道布局、凭借性价比优势进一步提升市场份额，推动公司整体收入及利润规模持续增长，预计 22-24 年归母净利润分别为 1.15/1.48/1.85 亿元，同比分别+40.3%/+28.2%/+25.4%，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行：如果我国宏观经济形势发生重大不利变化，如经济增速持续放缓、居民可支配收入增长放缓，或将制约高端镜片产品的需求及替换需求，会对公司经营业绩造成不利影响。

市场竞争加剧：目前外资品牌优势明显，国内品牌虽近年来高速增长，但与国际头部企业相比仍存在一定差距。近视防控镜片当前尚处于品类发展初期，各品牌纷纷布局，市场竞争或将逐步加剧。

新冠疫情影响：公司产品销售较为依赖线下门店零售，疫情反复对终端销售、公司生产及物流可能产生一定影响。

原材料价格上涨：公司的主要原材料包括丙烯醇、DMT 等化工原料及树脂单体等。19-21 年直接材料成本占主营业务成本比超过 55%，主要原材料价格上涨将直接提高生产成本，对公司盈利产生不利影响。

经销商管理风险：19-21 年，公司经销收入占主营收入分别为 26.98%、30.58%和 30.33%。由于公司经销商地域分布广泛，精细管理难度较大，随着公司规模的不不断扩大，若经销商渠道管理能力未能随之提升，将对公司经营造成不利影响。

股价波动较大风险：公司流通市值较小，股价波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	205.77	996.79	901.62	963.34	916.66
应收票据及应收账款	128.79	109.65	195.20	177.78	261.73
预付账款	19.69	10.51	17.30	19.68	22.02
存货	101.06	109.59	150.97	145.17	189.67
其他	17.05	152.46	149.02	150.82	153.06
流动资产合计	472.36	1,379.00	1,414.11	1,456.78	1,543.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	146.87	143.30	217.48	267.66	313.84
在建工程	1.09	1.17	1.17	1.17	1.17
无形资产	43.51	42.51	40.25	37.97	35.68
其他	27.95	29.39	20.84	18.94	20.98
非流动资产合计	219.42	216.39	279.75	325.74	371.66
资产总计	691.78	1,595.39	1,693.86	1,782.52	1,914.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	69.75	68.14	105.13	91.36	130.04
其他	49.86	72.09	71.08	91.12	79.12
流动负债合计	119.61	140.23	176.21	182.48	209.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.06	4.29	6.56	4.64	5.16
非流动负债合计	3.06	4.29	6.56	4.64	5.16
负债合计	128.69	150.23	182.77	187.11	214.33
少数股东权益	35.94	40.81	49.14	59.62	72.06
股本	100.76	134.34	134.34	134.34	134.34
资本公积	275.49	1,036.83	1,036.83	1,036.83	1,036.83
留存收益	150.90	233.17	290.77	364.61	457.23
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	563.08	1,445.16	1,511.09	1,595.41	1,700.47
负债和股东权益总计	691.78	1,595.39	1,693.86	1,782.52	1,914.80

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	81.56	91.68	115.19	147.68	185.24
折旧摊销	31.60	33.45	28.39	32.40	36.42
财务费用	1.09	0.61	(1.37)	(0.35)	0.14
投资损失	(0.97)	(2.84)	(1.33)	(1.71)	(1.96)
营运资金变动	(32.42)	0.89	(86.20)	24.80	(108.52)
其它	10.27	19.14	16.68	20.95	24.88
经营活动现金流	91.13	142.94	71.36	223.78	136.20
资本支出	29.13	17.94	98.03	82.22	79.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(55.72)	(175.71)	(197.00)	(160.81)	(158.11)
投资活动现金流	(26.59)	(157.76)	(98.97)	(78.59)	(78.34)
债权融资	(0.01)	4.42	(1.63)	0.84	0.52
股权融资	3.16	723.73	(65.94)	(84.32)	(105.06)
其他	(6.17)	78.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(3.01)	806.21	(67.56)	(83.47)	(104.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	61.53	791.38	(95.17)	61.72	(46.68)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	539.68	575.57	708.59	856.73	1,030.23
营业成本	243.12	260.80	298.33	342.41	394.55
营业税金及附加	6.59	6.50	8.42	10.17	12.17
营业费用	112.61	111.60	129.67	161.06	197.80
管理费用	66.41	76.63	92.12	115.66	142.17
研发费用	17.62	17.87	20.55	25.70	32.97
财务费用	0.01	0.08	(1.37)	(0.35)	0.14
资产减值损失	(6.34)	(2.26)	(5.97)	(4.86)	(4.36)
公允价值变动收益	0.00	0.55	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.97	2.84	1.33	1.71	1.96
其他	3.82	(7.18)	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.88	108.15	156.23	198.93	248.02
营业外收入	2.73	0.57	1.20	1.50	1.09
营业外支出	0.43	1.31	0.84	0.86	1.00
利润总额	97.18	107.41	156.59	199.57	248.11
所得税	15.62	15.73	24.72	30.94	37.99
净利润	81.56	91.68	131.87	168.63	210.12
少数股东损益	11.55	9.59	16.68	20.95	24.88
归属于母公司净利润	70.00	82.09	115.19	147.68	185.24
每股收益(元)	0.52	0.61	0.86	1.10	1.38

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-2.32%	6.65%	23.11%	20.91%	20.25%
营业利润	-2.34%	13.99%	44.46%	27.33%	24.68%
归属于母公司净利润	0.23%	17.27%	40.32%	28.20%	25.43%
获利能力					
毛利率	54.95%	54.69%	57.90%	60.03%	61.70%
净利率	12.97%	14.26%	16.26%	17.24%	17.98%
ROE	13.28%	5.85%	7.88%	9.62%	11.38%
ROIC	25.65%	28.05%	44.37%	36.43%	43.28%
偿债能力					
资产负债率	18.60%	9.42%	10.79%	10.50%	11.19%
净负债率	-36.54%	-68.66%	-59.57%	-60.26%	-53.75%
流动比率	3.76	9.45	8.03	7.98	7.38
速动比率	2.96	8.70	7.17	7.19	6.47
营运能力					
应收账款周转率	4.33	4.83	4.65	4.59	4.69
存货周转率	4.86	5.46	5.44	5.79	6.15
总资产周转率	0.82	0.50	0.43	0.49	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.61	0.86	1.10	1.38
每股经营现金流	0.68	1.06	0.53	1.67	1.01
每股净资产	3.92	10.45	10.88	11.43	12.12
估值比率					
市盈率	102.73	87.60	62.43	48.69	38.82
市净率	13.64	5.12	4.92	4.68	4.42
EV/EBITDA	0.00	40.49	31.92	25.55	21.08
EV/EBIT	0.00	47.90	37.39	29.53	24.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com