

明月镜片(301101)

报告日期: 2022年10月09日

国产镜片领导品牌, 近视防控大空间、离焦镜初发力

——明月镜片深度报告

投资要点

□ 领先综合眼镜镜片品牌企业, 树立高品质民族镜片品牌形象。

明月镜片是国内领先的综合类眼镜镜片品牌企业, 具备完善的产业链及一站式服务体系, 自主品牌“明月镜片”于2016年-2020年连续五年在中国大陆范围内销售领先, 系国产品牌翘楚。2017-2021年公司营收从4.26亿元增长至5.76亿元, CAGR为7.80%; 归母净利润从0.17亿元增长至0.82亿元, CAGR为48.56%; 22H1公司营收2.86亿元(+5.34%), 归母净利润0.52亿元(+53.05%), 疫情略有扰动收入增速。

□ 行业: 镜片市场稳定增长, 近视防控镜片需求崛起

需求基础: 我国近视率高且有低龄化趋势, 近视人群基数大。据卫健委, 2020年我国儿童及青少年近视率为52.7%, 其中6岁以下儿童近视率为14.3%, 高中生近视率高达80.5%; 大学生近视总体发生率超90%。据Statista数据, 2012-2020年我国近视人数从4.5亿增加至7.1亿人, CAGR为5.9%。

规模格局: 行业规模稳步向上, 格局分散外资主导。(1) **规模:** 根据Euromonitor, 2007-2019年中国眼镜产品市场规模由225亿元增至894.5亿元, CAGR为12.18%, 2020年受疫情影响, 眼镜市场规模下降至821亿元; 2016-2019年我国眼镜镜片零售市场规模由263.5亿元增长至310.3亿元, CAGR为5.60%, 2020年销售额为284.0亿元(同比-8.48%)。(2) **格局:** 根据Euromonitor, 2020年中国眼镜市场前三品牌均为国际品牌, 分别是依视路陆逊梯卡、VSP Global、卡尔蔡司, 市占率分别为16.3%、2.7%、2.3%, CR3为21.3%, 格局仍较为分散。其中作为本土公司代表的明月市占率为2.1%, 位列第五。

政策、消费者等多方支持, 近视防控需求兴起。 近年近视防控政策频出, 其中《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 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, 近视高发省份每年降低1个百分点以上。此外, 据艾瑞咨询, 消费者在为子女购买镜片时最关注的因素是近视防控功能, 占比高达77.4%, 推动近视防控功能性镜片需求持续提升。目前近视防控主要手段包括近视防控眼镜、阿托品、角膜塑形镜(OK镜)等, 其中近视眼镜由于使用方便、价格适中、配验便捷、无副作用, 且具备较好的近视防控效果, 越来越多地成为消费者的选择。

□ 观海外: 品牌、渠道、技术为基, 并购开启全球化进程

全球龙头依视路陆逊梯卡, 品牌、渠道、研发实力雄厚。 依视路陆逊梯卡由依视路和陆逊梯卡合并成立于2018年, 是镜片、镜架和太阳镜的设计、制造、分销领域的全球领导者。2013-2020年营收从50.65亿欧元增长至144.29亿欧元, CAGR为16.13%; 调整后净利润从6.26亿欧元增长至10.08亿欧元, CAGR为7.04%。(1) **渠道:** 公司旗下拥有大量眼镜零售品牌连锁店, 如亮视点、Pearle Vision等, 同时拥有多个电商平台, 版图遍布115个国家。(2) **品牌:** 公司除普通眼镜外还进一步拓展时尚眼镜, 旗下拥有多家知名眼镜品牌, 包括雷朋、欧克利等, 并为知名奢侈品牌代理太阳镜业务。(3) **研发:** 依视路在全球范围内设有五大研发中心、超过500名科研人员, 持续保证研发投入, 迄今为止已拥有超过9500多项专利(含申请中专利), 新品研发速度和质量领先全球。

全球化布局, 兼并收购提升份额。 依视路坚持内生增长与外延并购双轮驱动的发展模式, 通过外延并购迅速扩大新进入市场的市场份额。依视路并购强调沿产业链寻找并购标的, 从实验室、制造商到经销商, 以实现全产业链覆盖, 发挥产业协同效应, 持续扩张市场规模。

□ 公司: 产品和渠道力铸民族品牌, 布局近视防控带来新增长点

布局原料端打通产业链上游, 提升盈利空间。 公司积极切入原料领域, 掌握部分

投资评级: 增持(首次)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 57.45
总市值(百万元)	7,717.91
总股本(百万股)	134.34

股票走势图



相关报告

核心原料生产、改良工艺，目前已实现了 1.56、1.60 折射率的预聚物的规模化自产和 1.67、1.71 折射率预聚物的生产工艺储备。公司原料自供比例始终保持在 70% 以上，显著降低生产成本。

退出价格战泥潭，优化镜片产品结构。 镜片产品结构持续优化，高折射率产品、功能片占比稳步提升，公司高折射率产品占比从 2018 年的 22.90% 提升至 2020 年的 27.31%，带动盈利能力上行。此外，公司功能化镜片占比亦有持续提升，21 年推出青少年近视防控镜片“轻松控”，拓展高潜市场。

近视防控新品“轻松控”有望成为新增长点。 公司 21 年起陆续推出“轻松控”和“轻松控 Pro”产品，是市场上唯一一家同时推出周边离焦和多点离焦产品的公司，产品技术具备优势，且公司精细化高频发布临床数据彰显公司对轻松控产品的信心。渠道方面，传统线下零售渠道持续铺设中，目前 70% 以上客户已经开始销售轻松控产品；此外，公司还将开拓医院等专业渠道，打造专供产品，进一步打开成长空间、树立品牌调性。

□ 盈利预测与估值

公司传统主业量价稳健向上、近视防控镜片贡献增量，我们预计 2022-2024 年公司实现收入 6.95、8.53、10.85 亿元，同比+20.84%、22.60%、27.22%；归母净利润 1.26、1.70、2.31 亿元，同比+53.11%、35.50%、35.51%，对应 PE 61.40、45.31、33.44X，首次覆盖予以“增持”评级。

□ 风险提示

新品拓展不及预期、渠道开拓不及预期、行业竞争格局加剧

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	576	695	853	1,085
(+/-) (%)	6.65%	20.84%	22.60%	27.22%
归母净利润	82	126	170	231
(+/-) (%)	17.27%	53.11%	35.50%	35.51%
每股收益(元)	0.61	0.94	1.27	1.72
P/E	94.01	61.40	45.31	33.44

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 领先综合镜片品牌企业，树立高品质民族品牌形象	6
1.1 国产综合类眼镜镜片领先品牌，盈利能力稳步增强	6
1.2 股权结构集中，管理层从业经验丰富	8
1.3 主营业务链条齐全，直销经销结合	10
1.4 募投项目升级产品结构，打开成长空间	11
2 近视防控大赛道，需求景气、长坡厚雪	11
2.1 青少年高发视力问题奠定需求基础，近视防控方兴未艾	11
2.2 功能性镜片成未来趋势，近视防控市场大有可为	17
2.2.1 功能性镜片成未来趋势，青少年近视防控需求渐起	17
2.2.2 国内近视防控眼镜市场规模测算：高增赛道，预计 2030 年零售规模达 900 亿	19
3 观海外：品牌、渠道、技术为基，并购开启全球化进程	20
3.1 全球龙头依视路逊梯卡：布局全球，品牌、渠道、技术齐发力	20
3.2 财务对比：明月镜片财务表现持续向好，盈利能力不落下风	24
4 产品和渠道力铸就民族品牌，布局近视防控带来新增长点	26
4.1 产业链+技术优势打造高产品力，发力近视防控开启第二成长曲线	26
4.1.1 布局原料端打通产业链上游，提升盈利空间	26
4.1.2 退出价格战泥淖，优化镜片产品结构	27
4.1.3 多年积累形成技术优势，近视防控成为新增长点	28
4.2 线下渠道壁垒深厚，线上布局持续深化	31
4.2.1 深耕线下渠道，渠道壁垒深厚	31
4.2.2 品牌影响力逐步提升，线上渠道布局持续深化	34
5 盈利预测及估值	35
6 风险提示	36

图表目录

图 1: 公司产品矩阵.....	7
图 2: 公司发展历程.....	8
图 3: 公司股权结构.....	9
图 4: 员工持股平台明细.....	9
图 5: 管理层履历.....	9
图 6: 公司销售模式.....	10
图 7: 募投项目情况.....	11
图 8: 不同年龄段美国消费者佩戴眼镜比例.....	12
图 9: 2000-2030 年全球每十年近视和高度近视人数的预测.....	12
图 10: 消费者购买的眼镜类型.....	12
图 11: 2012-2020 年中国近视人群数量 (亿人).....	12
图 12: 2018、2020 全国儿童青少年近视发生率.....	12
图 13: 全球眼镜市场规模及增速.....	13
图 14: 中国眼镜市场规模及增速.....	13
图 15: 2020 年中国眼镜市场产品构成.....	14
图 16: 中国眼镜镜片零售额市场规模 (亿元) 及增速.....	14
图 17: 中国眼镜镜片零售量市场规模 (万片) 及增速.....	14
图 18: 中国眼镜镜片零售单价 (元) 及增速.....	14
图 19: 镜片行业产业链.....	15
图 20: 2020 年中国镜片行业市场份额情况 (按销售量划分).....	16
图 21: 2014-2023 年我国镜片人均购买量.....	16
图 22: 国内消费者眼镜更换频率.....	16
图 23: 2014-2019 年我国眼镜片人均支出额 (美元/人) 与全球主要发达国家对比.....	16
图 24: 消费者对镜片功能性需求提升.....	18
图 25: 消费者为子女购买镜片的主要考虑因素.....	19
图 26: 集团主要销售平台.....	21
图 27: 集团主要自有及合作镜片品牌.....	22
图 28: 集团主要自有及合作眼镜品牌.....	22
图 29: 依视路全球工厂.....	24
图 30: 2017-2020 年明月与国际龙头公司毛利率对比.....	24
图 31: 2017-2020 年明月与国际龙头公司净利率对比.....	24
图 32: 2017-2020 年明月与国际龙头公司期间费用率对比.....	25
图 33: 2017-2020 年明月与国际龙头公司销售费用率对比.....	25
图 34: 2017-2020 年明月与国际龙头公司研发费用率对比.....	25
图 35: 2017-2020 年明月与国际龙头公司管理费用率对比.....	25
图 36: 2017-2020 年明月与国际龙头公司 ROE 对比.....	26
图 37: 2017-2020 年明月与国际龙头公司 ROIC 对比.....	26
图 38: 国际龙头公司历史 PE.....	26
图 39: 国际龙头公司历史 PB.....	26
图 40: 公司原料自供比例.....	27
图 41: 自产原料镜片与外购原料镜片单位成本对比 (元/片).....	27
图 42: 公司不同折射率产品占比.....	28

图 43: 公司不同折射率产品毛利率	28
图 44: 1.56 折射率常规片以及功能片收入占比	28
图 45: 1.60 折射率常规片以及功能片收入占比	28
图 46: 明月轻松控产品视像更舒适	30
图 47: 轻松控价格带	30
图 48: 轻松控 Pro 价格带	30
图 49: 各渠道客户类型	32
图 50: 公司合作的终端眼镜门店分布图 (截至 2020 年末)	32
图 51: 公司直销模式客户数量	32
图 52: 公司眼视光产品分类直销客户收入占比	32
图 53: 公司经销客户数量	33
图 54: 经销模式收入及镜片单价情况	33
图 55: 直销模式客户合作年限	33
图 56: 直销模式 5 年以上客户及其收入占比	33
图 57: 经销模式客户合作年限	34
图 58: 经销模式 5 年以上客户及其收入占比	34
图 59: 公司电商自营收入 (万元) 及占比 (%)	34
图 60: 各电商平台销售占比	34
图 61: 公司镜片业务电商自营和线下直销毛利率	35
表 1: 财务摘要	6
表 2: 分业务财务拆分	10
表 3: 公司分销售模式收入	11
表 4: 中国眼镜行业销售额市占率表现	13
表 5: 中国眼镜行业渠道占比	14
表 6: 镜片分类	17
表 7: 近视防控政策梳理	18
表 8: 近视防控手段对比	19
表 9: 近视防控眼镜市场规模测算	20
表 10: 分业务财务拆分	20
表 11: 依视路陆逊梯卡集团销售点全球分布 (截至 2020 年 12 月 31 日)	21
表 12: 依视路镜片产品矩阵	22
表 13: 集团分地区业务	23
表 14: 依视路部分并购情况	23
表 15: 公司不同折射率原料生产情况	27
表 16: 公司与国际龙头公司产品参数对比	29
表 17: 近视防控产品对比	31
表 18: 营收拆分	35
表 19: 可比公司估值	36
表附录: 三大报表预测值	37

1 领先综合镜片品牌企业，树立高品质民族品牌形象

1.1 国产综合类眼镜镜片领先品牌，盈利能力稳步增强

高品质眼镜镜片品牌企业，结构升级、利润率稳步提升。明月镜片成立于2002年，是国内领先的综合类眼镜镜片品牌企业，具备完善的产业链及一站式服务体系，业务涵盖树脂原料（镜片原料）、镜片、镜架、成镜的研发、设计、生产、销售。公司自主品牌“明月镜片”品牌形象和市场知名度良好，目前已经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。根据 Euromonitor 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年-2020年连续五年在中国大陆范围内销售领先。2017-2021年公司营收从4.26亿元增长至5.76亿元，CAGR为7.80%；归母净利润从0.17亿元增长至0.82亿元，CAGR为48.56%；22H1公司营收2.86亿元（+5.34%），归母净利润0.52亿元（+53.05%），疫情扰动收入增速稳健。2018年以来公司全面推行品牌战略，针对不同定位的产品实行品牌政策，聚焦中高端镜片市场，积极推广具备差异化竞争优势的功能性镜片品类，22年推出高毛利离焦镜产品。对

应盈利能力中枢上行，净利率从2017年的3.95%上升至22H1的18.24%。

表1：财务摘要

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	22H1
营业收入	426.27	509.42	552.50	539.68	575.57	286.39
YOY	-	19.51%	8.46%	-2.32%	6.65%	5.34%
归母净利润	16.86	32.85	69.85	70.00	82.09	52.24
YOY	-	94.87%	112.64%	0.23%	17.27%	53.05%
扣非归母净利润	25.65	44.07	65.92	63.45	74.43	38.82
YOY	-	71.80%	49.58%	-3.75%	17.30%	15.37%
毛利率	39.01%	44.34%	50.88%	54.95%	54.69%	53.45%
期间费用率	31.44%	31.18%	31.85%	36.44%	35.82%	32.97%
销售费用率	11.56%	15.08%	18.80%	20.87%	19.39%	16.57%
管理+研发费用率	18.72%	15.29%	12.93%	15.57%	16.42%	17.03%
财务费用率	1.16%	0.81%	0.13%	0.00%	0.01%	-0.64%
归母净利率	3.95%	6.45%	12.64%	12.97%	14.26%	18.24%
存货	95.56	122.90	121.05	101.06	109.59	110.71
较上年同期增减	-	27.34	-1.86	-19.99	8.53	1.24
存货周转天数	132.33	138.70	161.81	164.44	145.38	148.74
较上年同期增减	-	6.36	23.11	2.64	-19.06	-10.97
应收账款及票据	114.56	108.87	120.31	128.79	109.65	127.30
较上年同期增减	-	-5.70	11.44	8.49	-19.15	5.78
应收款周转天数	86.18	72.72	73.00	82.97	74.46	74.46
较上年同期增减	-	-13.46	0.28	9.97	-8.51	-8.20
应付账款及应付票据	95.98	84.26	79.04	69.75	68.14	57.05
较上年同期增减	-	-11.72	-5.22	-9.29	-1.61	-0.40
应付账款周转天数	106.60	94.43	91.80	100.98	95.17	84.53
较上年同期增减	-	-12.17	-2.63	9.18	-5.81	-11.97
预收账款（合同负债）	28.80	22.06	8.81	6.03	5.70	5.46
较上年同期增减	-	-6.74	-13.25	-2.78	-0.33	1.82
经营性现金流净额	48.79	83.14	90.39	91.13	142.94	60.96

较上年同期增减	-	34.35	7.26	0.74	51.81	10.94
筹资性现金流净额	-0.87	-57.60	20.75	-3.01	806.21	-89.81
较上年同期增减	-	-56.73	78.36	-23.76	809.22	-87.86
资本开支	29.96	23.80	30.17	27.58	31.83	31.44
较上年同期增减	-	-6.15	6.36	-2.59	4.25	12.89
ROE	6.39%	11.75%	15.39%	13.28%	5.85%	3.77%
资产负债率	48.38%	43.52%	23.36%	18.60%	9.42%	8.94%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产品矩阵齐全、功能多样化, 推出高端轻松控近视防控系列。公司业务涵盖原料、镜片、镜架、成镜, 其中镜片是公司的核心产品, 分为日常通用镜片和功能性镜片。功能性镜片在矫正视力的基础上, 拥有一种或多种功能特性, 是公司产品战略升级的主要方向。公司镜片产品矩阵齐全, 拥有日常通用、PMC 超亮、KR 超韧、双重防蓝光、智能变色、近视管理等系列产品, 能够满足消费者多样化的产品需求。

图1: 公司产品矩阵

眼镜分类	产品细分	镜片折射率	产品介绍	参考价(元/副)	产品示例		
功能性镜片	日常通用	1.56	KR树脂, 品质稳定, 安全性高; 膜层为明视复合膜, 整体提升镜片耐磨防污的性能。	223			
		1.60		295			
		1.67		520			
		1.71		763			
		1.74		1708			
	PMC超亮	1.56	KR树脂高度提纯加工, 镀膜后透光率可达98.6%, 纯净透亮, 视物清晰真实, 抗氧化能力强。	385			
		1.60		475			
		1.71		925			
	KR超韧系列	1.56	KR超韧材料, 镜片不易碎, 更安全, 抗冲击性能优异。	331			
		1.60		448			
	双重防蓝光	1.56	有效阻隔有害蓝光, 减少蓝光对人眼的伤害, 同时保证镜片的透光效果。	295			
		1.60		376			
		1.67		781			
		1.71		871			
	智能变色	1.60	随紫外线强弱变化, 自动调节颜色深浅, 一镜多用, 保护眼睛不易受强光伤害。	601			
1.71		1258					
近视太阳镜	近视太阳镜七彩	1.56	近视、太阳镜合二为一, 防紫外线, 多种颜色, 高颜值。	430			
		1.60		655			
		1.67		934			
	近视太阳镜pro	1.60	一体融成工艺偏光膜层, 无眩光	871			
渐进多焦点	学生读写系列	1.56、1.60	在镜片下方近用区域加入一定的正度数, 使远近切换时成像焦点始终在视网膜上, 降低眼睛疲劳、近视度数增长过快的概率。	678			
		抗疲劳系列		1.56		应对工作中的远、中、近视觉转换, 抗疲劳。	748
				维进系列			1.56
明月轻松控	轻松控	1.60	青少年近视管理, 周边离焦技术, 鼻侧内偏设计	1598-1798			
		1.71		2298-2598			
		1.60		2298-2598			
	轻松控pro	1.67	青少年近视管理, 多点离焦技术	2698-2998			

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

复盘公司发展历程, 可分为以下两个阶段:

1) 起步阶段(2002-2016年): 进军树脂镜片领域, 布局上游、夯实研发

公司前身明月光电成立于2002年9月, 起家于树脂镜片领域。在稳定自身镜片业务的基础上, 积极布局上游原料领域, 2006年与韩国KOC合资设立江苏可奥熙进行镜片原料的研发生产业务(持股49%), 并于2016年实现控股江苏可奥熙51%的股权。

公司成立以来一直注重自主研发和设计能力, 2008年自主研发推出KR超韧镜片获得国家发明专利; 2009年被评为高新技术企业。公司在2014年推出1.71折射率镜片, 兼顾高折射率与高阿贝数, 攻克行业长期“高折射率伴随高色散”难题。

2) 战略升级阶段 (2017 年至今): 明确品牌战略地位, 产品品质、结构升级

2017 年, 公司明确战略定位——让明月镜片成为消费者配镜时的首选。2018 年来, 发力中高端镜片市场, 着力打造“国产镜片第一品牌”, 持续进行产品结构升级和新产品推出, 如 2018 年 1.71 高折射率防蓝光系列、2019 年防蓝光 PRO 系列、2020 年户外偏光系列、2021 年近视防控系列等。同期 2018 年, 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 2022 年 6 月 30 日, 公司拥有 14 项发明专利、106 项实用新型专利、22 项外观专利。2021 年 12 月, 公司在创业板上市。

图2: 公司发展历程

起步阶段 (2002-2016年): 进军树脂镜片领域, 布局上游, 提升研发实力

2002年: 正式进军树脂镜片领域
2006年: 参股江苏可奥熙49%股权, 布局产业链上游原材料生产
2008年: 自主研发的KR超韧镜片获国家发明专利
2009年: 被评为高新技术企业
2012年: 启动建设行业领先的创新型视光产业园, 规划年产能2亿片
2014年: 1.71镜片研发成功, 打破高折射率伴随高色散魔咒, 攻克行业难题
2015年: 在新加坡设立国际业务总部
2016年: 控股江苏可奥熙51%的股权

发展阶段 (2015年至今): 明确品牌战略地位, 产品品质、结构升级

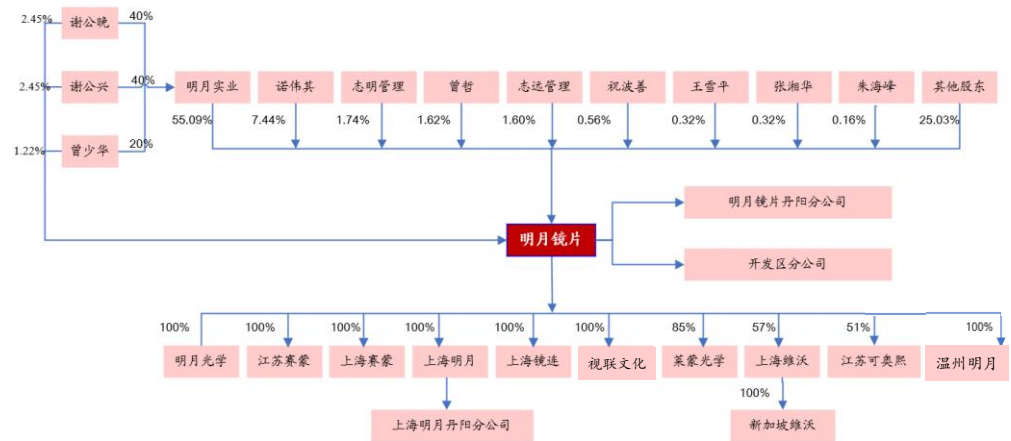
2017年: 陈道明成为品牌代言人; 获评工信部首批认证绿色工厂; 与战略咨询公司特劳特合作, 明确战略定位, 定位升级
2018年: 全面战略升级, 销量领先; 成立院士工作站
2019年: 全面升级终端形象, 全国推进万店计划
2020年: 成为中国登山队官方赞助商; 防蓝光镜片获得德国莱茵TUV认证
2021年: 公司推出明月轻松控系列近视防控镜片; 陈道明继续签约担任公司品牌代言人; 公司在创业板上市

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 股权结构集中, 管理层从业经验丰富

家族企业股权结构集中, 激励到位。公司实际控制人谢公晚、谢公兴和曾少华, 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, 三人合计控制公司 62.95%的表决权, 股权结构集中。**公司高管及员工激励到位。**公司管理层曾哲、王雪平分别直接持有公司 1.62%、0.32%的股权, 同时公司员工持股平台志远管理、志明管理分别持有公司 1.60%、1.74%的股权。

图3：公司股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：员工持股平台明细

计划	主要针对对象	出资比例	具体激励情况	激励方式
员工持股平台：志远管理				
I	高级管理人员	23.98%	2名高级管理人员：董事曾哲（2.03%）、副总经理王雪平（21.95%）	受限制股份，由员工持股平台持有
II	核心总监人员	76.02%	3名核心总监人员：审计中心总监王国平（41.46%）、信息化中心总监张湘华（23.58%）、研发总监朱海峰（10.98%）	受限制股份，由员工持股平台持有
员工持股平台：志明管理				
I	高级管理人员	85.77%	32名高级管理人员：董事谢公兴（23.346%）、财务副总监潘留焱（10.692%）、上海明月市场总监廖鹏（5.769%）等	受限制股份，由员工持股平台持有
II	技术骨干	14.23%	9名核心技术骨干：定制工厂副厂长张佳康（1.538%）、基建工程师曹建中（1.154%）、上海明月品牌设计师戎臻红（0.769%）等	受限制股份，由员工持股平台持有

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司管理层拥有多年镜片行业工作经验，管理团队稳定。董事长谢公晚早在上世纪八十年代开始从事眼镜批发零售业务，曾任明月实业执行董事、明月光电董事长，深耕镜片行业多年。公司管理团队加入公司多年，眼镜行业从业经验丰富，团队构成稳定。

图5：管理层履历

姓名	职务	个人简介
谢公晚	董事长	55岁，眼镜批发零售业务起家，历任明月实业执行董事、明月光电董事长；2019年11月至今任明月镜片董事长、明月实业执行董事。
谢公兴	总经理	49岁，历任明月实业总经理、明月光电总经理；2019年11月至今任明月镜片总经理、明月实业监事、香港明月董事。
曾哲	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	41岁，本科学历。2008年3月至2014年12月，任上海视丽光学眼镜有限公司总经理；2015年1月至2019年10月，任明月光电副总经理；2019年11月至今任明月镜片董事、副总经理、董事会秘书、财务总监。
王雪平	副总经理	47岁，本科学历。2000年12月至2002年8月，任明月实业仓储部经理；2002年9月至2010年1月，历任明月光电行政人事部经理、总经理助理、副总经理；2010年2月至2015年1月，任江苏视博光学眼镜有限公司副总经理；2015年2月至2019年10月，任明月光电副总经理；2019年11月至今，任明月镜片副总经理。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.3 主营业务链条齐全，直销经销结合

镜片业务是公司主要收入来源，成镜业务增长迅速。公司主营业务主要是镜片、原料、成镜和镜架。具体分拆来看：（1）**镜片**：2017-2021年收入从3.62亿元增长至4.52亿元，CAGR为5.72%，收入占比近80%；毛利率逐年抬升从43.73%增长至57.07%，贡献主要收入利润。（2）**原料**：2017-2021年收入从0.45亿元增长至0.62亿元，CAGR为8.28%，收入占比近10%；毛利率从25.32%增长至29.67%。（3）**成镜**：2017-2021年收入从0.06亿元增长至0.56亿元，CAGR为74.93%，收入占比从1.39%提升至9.65%。

表2：分业务财务拆分

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1	2021A	2022H1
营业收入	426.27	509.42	552.50	539.68	271.86	575.57	286.39
YOY		19.51%	8.46%	-2.32%	10.11%	6.65%	5.34%
毛利率	39.01%	44.34%	50.88%	54.95%	56.36%	54.69%	53.45%
按产品分类							
镜片	362.09	429.7	447.83	436.12	216.08	452.34	212.78
YOY		18.67%	4.22%	-2.61%		3.72%	-1.53%
占比	84.94%	84.35%	81.06%	80.81%	79.48%	78.59%	74.30%
毛利率	43.73%	47.90%	53.76%	56.63%	58.24%	57.07%	59.42%
销量(百万片)	35.44	38.51	33.21	27.86	11.71		
单价(元/片)	10.22	11.16	13.48	15.65	18.45		
非自有品牌收入	136.39	161.48	136.35	115.35	55.12		
自有品牌收入	225.69	268.12	311.47	320.77	160.96		
占比	62.33%	62.40%	69.55%	73.55%	74.49%		
其中：自有品牌常规片收入	141.67	147.72	145.63	122.47	60.27		
自有品牌功能片收入	84.02	120.5	165.84	198.3	100.69		
占比	37.23%	44.94%	53.24%	61.82%	62.56%		
原料	44.75	57.35	61.88	48.55	26.61	61.51	46.8
YOY		28.16%	7.90%	-21.54%		26.69%	75.87%
占比	10.50%	11.26%	11.20%	9.00%	9.79%	10.69%	16.34%
毛利率	25.32%	28.63%	34.74%	35.65%	33.87%	29.67%	21.63%
销量(吨)	1500	2527	2309	1770	899		
单价(元/公斤)	29.83	22.69	26.80	27.43	29.60		
成镜	5.93	8.51	30.76	49.56	26.03	55.53	22.6
YOY		43.51%	261.46%	61.12%		12.05%	-13.19%
占比	1.39%	1.67%	5.57%	9.18%	9.57%	9.65%	7.89%
毛利率	-27.15%	21.74%	55.49%	64.65%	67.61%		
销量(万副)	4.35	8.13	24.46	26.88	15.54		
单价(元/副)	136.32	104.67	125.76	184.38	167.50		
镜架	4.57	6.08	9.74	3.62	1.71	3.44	1.45
YOY		33.04%	60.20%	-62.83%		-4.97%	-15.20%
占比	1.07%	1.19%	1.76%	0.67%	0.63%	0.60%	0.51%
毛利率	15.54%	17.27%	28.23%	44.48%	35.59%		
销量(万副)	21.44	21.76	33.40	7.61	2.92		
单价(元/副)	21.32	27.94	29.16	47.57	58.56		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

分销售模式来看，公司**直销、经销模式相结合**。其中镜片业务有直销、经销两种方式，原料、镜架和成镜业务仅采用直销模式。公司以直销模式为主，2021年直销收入达4.01亿元，占比69.67%；经销收入1.75亿元，占比30.33%。

图6：公司销售模式

销售模式	销售产品及方式			
	镜片	镜架	成镜	镜片原材料
直销	公司销售镜片产品给终端眼镜门店、眼镜连锁企业、电商企业等，后者再销售给消费者；公司在丹阳国际眼镜城开设了线下体验店，向消费者销售镜片。	公司销售镜架产品给终端眼镜门店、眼镜连锁企业、电商企业等，后者再销售给消费者；公司在丹阳国际眼镜城开设了线下体验店，向消费者销售镜架。	公司在天猫、京东、小米有品等平台开设电商旗舰店，直接销售成镜	公司直接销售镜片原料给各镜片生产厂商
经销	公司销售镜片产品给经销商，经销商销售给终端眼镜门店或电商企业	-	-	-
代销	公司将镜片产品交给个别代销商进行代理销售	-	-	-

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表3: 公司分销售模式收入

项目	2017		2018		2019		2020		2021	
	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比
直销	321.54	75.43%	375.49	73.71%	392.33	71.01%	370.96	68.74%	401.00	69.67%
经销	92.30	21.65%	119.28	23.41%	148.55	26.89%	164.57	30.49%	174.57	30.33%
代销	12.43	2.92%	14.65	2.88%	11.62	2.10%	4.15	0.77%	0.00	0.00%
合计	426.27	100.00%	509.42	100.00%	552.50	100.00%	539.68	100.00%	575.57	100.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 募投项目升级产品结构, 打开成长空间

募投项目满足高端产品需求, 产能扩张打开成长空间。公司拟募集资金 5.68 亿元, 分高端树脂镜片扩产、常规树脂镜片扩产及技术升级、研发中心建设、营销网络及产品展示中心建设四大项目。公司现有镜片产能 3191 万片/年, 除 2020 年受疫情影响外, 镜片产能利用率始终保持高位。此次募投项目公司将加大树脂镜片尤其是高端树脂镜片产能供给, 提升产品结构, 募投项目达产后镜片产能将达到 5691 万片/年, 其中高端树脂镜片扩产 1650 万片/年。

图7: 募投项目情况

项目	项目投资	产品	新增产能
高端树脂镜片扩产项目	3.2 亿元	1.71 折射率镜片、超韧非球面镜片、定制片等高端树脂镜片	1,650 万片/年
常规树脂镜片扩产及技术升级项目	1.5 亿元	1.60、1.67 等折射率的常规树脂镜片	850 万片/年
研发中心建设项目	0.62 亿元		
营销网络及产品展示中心建设项目	0.65 亿元		

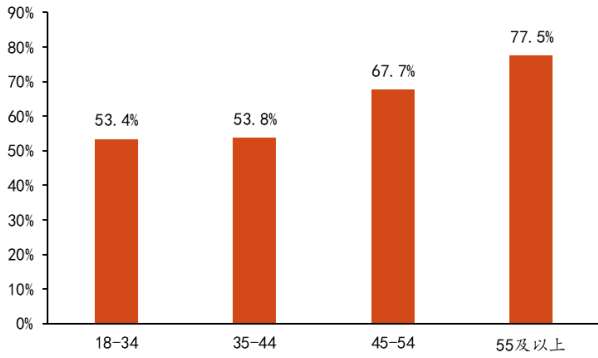
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2 近视防控大赛道, 需求景气、长坡厚雪

2.1 青少年高发视力问题奠定需求基础, 近视防控方兴未艾

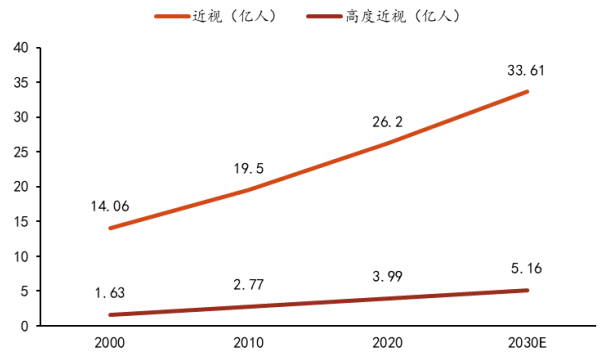
视力问题高发, 奠定眼镜需求基础。视力问题在不同年龄段人群中普遍存在, 12 岁以下儿童需要对假性近视、远视、散光等视力问题进行预防和矫正, 12-18 岁青少年需要防控近视度数的发展, 40 岁以上成人随着年龄增长视力减弱或产生老花、青光眼等眼部病变, 催生不同类型和功能的眼镜需求。其中近视是主要视力问题之一。世界卫生组织发布的《World Report on Vision》显示, 2000-2020 年全球近视人数从 14.06 亿人增长至 26.20 亿人, CAGR 为 3.16%, 高度近视人数从 1.63 亿人增加至 3.99 亿人, CAGR 为 4.58%。预计到 2030 年, 近视人数、高度近视人数将分别达到 33.61 亿人和 5.16 亿人, 2020-2030 年 CAGR 分别达到 2.52%、2.60%。

图8: 不同年龄段美国消费者佩戴眼镜比例



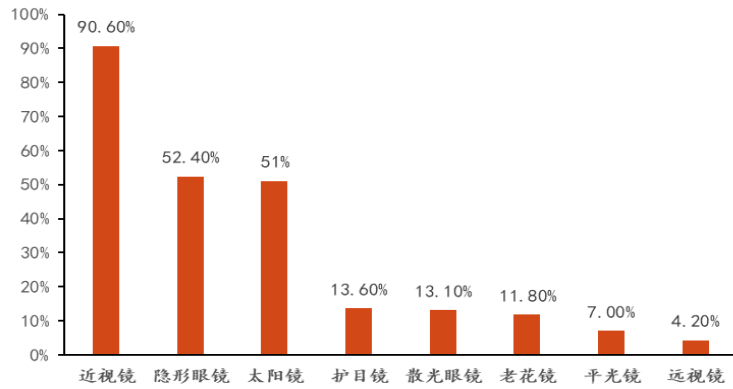
资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图9: 2000-2030年 全球每十年近视和高度近视人数的预测



资料来源: 世界卫生组织, 浙商证券研究所

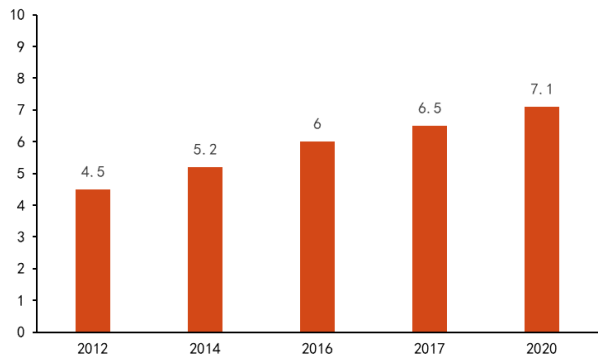
图10: 消费者购买的眼镜类型



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

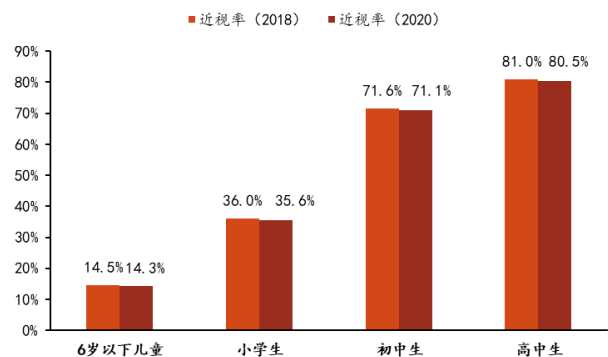
我国近视人口持续增长, 青少年近视率整体偏高且有低龄化发展趋势。据 Statista 数据, 2012-2020 年我国近视人数从 4.5 亿增加至 7.1 亿人, CAGR 为 5.9%。其中我国青少年近视率偏高且呈现低龄化发展趋势。据卫健委, 2020 年我国儿童及青少年近视率 52.7%, 其中

图11: 2012-2020年中国近视人群数量(亿人)



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

图12: 2018、2020年全国儿童青少年近视发生率



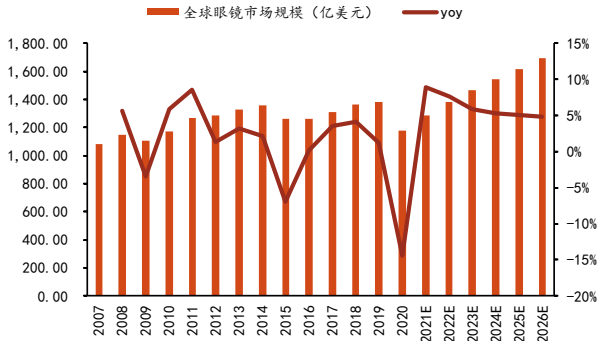
资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

6岁以下儿童近视率为 14.3%, 高中生近视率高达 80.5%, 大学生近视率超过 90%。

全球眼镜市场稳定成长, 中国市场增速较高。根据 Euromonitor 数据, (1) 全球: 2007-2019 年眼镜产品市场规模由 1084 亿美元增至 1380 亿美元, CAGR 为 2.03%; 且伴随眼镜产品人均支出的提升, 预计 2026 年全球规模有望增长至 1697 亿美元 (CAGR 21-26 为

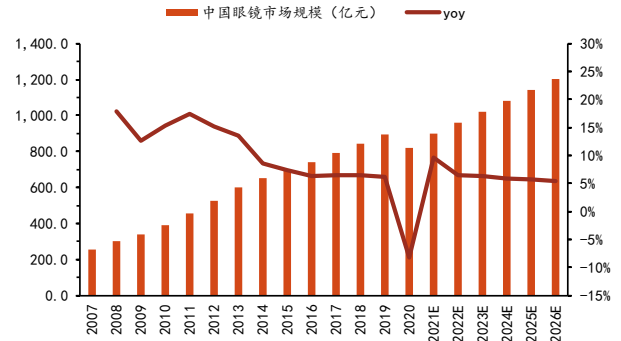
5.71%); (2) 中国: 2007-2019 年眼镜产品市场规模由 225 亿元增至 894.5 亿元, CAGR 为 12.18%; 预计 2026 年国内市场将突破 1204 亿元 (CAGR21-26 为 5.99%)。

图13: 全球眼镜市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图14: 中国眼镜市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

中国眼镜市场格局分散, 国际品牌商表现强势。根据 Euromonitor 数据, 2020 年中国眼镜市场前三品牌均为国际品牌, 分别是依视路陆逊梯卡、VSP Global、卡尔蔡司, 市占率分别为 16.3%、2.7%、2.3%, CR3 为 21.3%, 格局仍较为分散。其中作为本土公司代表的明月市占率为 2.1%, 位列第四。

表4: 中国眼镜行业销售额市占率表现

市占率%	公司名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	依视路陆逊梯卡	-	-	-	-	-	-	-	-	15	16.3
2	VSP Global	2.4	2.6	2.6	2.7	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7
3	卡尔蔡司	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.6	1.8	2.3
4	佐藤国际	2	2	2.2	2.2	2.2	2.1	1.9	2	2.1	2.1
5	上海明月	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.7	2	2.3	2.1
6	博士伦健康	-	-	-	-	-	-	-	1.6	1.7	1.8
7	强生	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
8	新天鸿	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
9	云开集团	-	-	-	-	0.2	0.2	0.6	0.9	1.1	1.2
10	豪雅卡姆伊	0.6	0.7	0.8	1	1	1	0.9	0.9	0.9	1.1

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

线下渠道占主导, 线上渠道加速兴起。由于线下门店可以为消费者提供验光、调校、加工与试戴服务, 因此线下渠道仍是眼镜行业尤其是视力矫正眼镜的首选渠道。但随着线上销售渠道发展, 租金、人工等成本节约带来的线上产品售价明显低于线下, 对眼镜行业尤其是隐形眼镜、太阳眼镜等普适性产品也形成了一定冲击, 2007-2021 年我国线上销售渠道占比从 1.3% 升高至 17.0%。

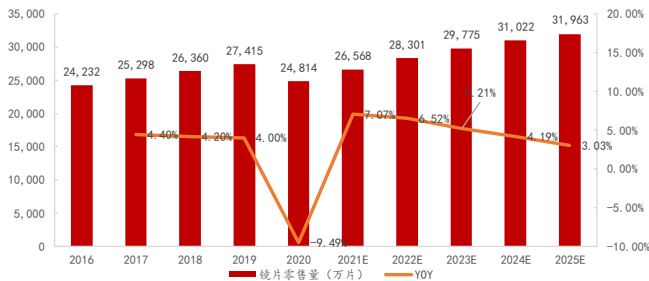
表5: 中国眼镜行业渠道占比

市占率%	2021	2007
线下渠道	83	98.7
非杂货渠道	77.6	84.4
健康用品&美妆专门店	74.1	81.2
其他	3.5	3.2
混合渠道	5.4	14.3
线上渠道	17	1.3
电商	16.6	0.9
其他	0.4	0.4

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

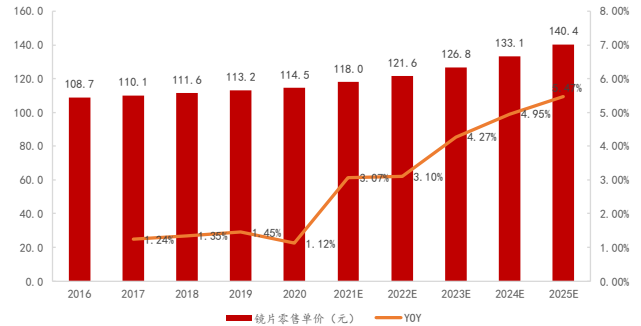
细分赛道来看, 镜片是眼镜行业核心产品, 市场规模稳定增长。镜片是眼镜功能属性的核心载体, 根据艾瑞咨询数据显示 2020 年镜片占国内眼镜市场销售额的比重为 38.4%。具体到镜片市场来看, 根据 Euromonitor 数据显示, 2016-2019 年我国眼镜镜片零售市场规模由 263.5 亿元增长至 310.3 亿元, CAGR 为 5.60%, 销售量由 2.42 亿片增加至 2.74 亿片, CAGR 为 4.20%, 对应单价从 108.7 元增长至 113.2 元, CAGR 为 1.36%。预计 2021-2025 年, 我国眼镜镜片市场规模有望从 313.4 亿元增长至 448.7 亿元, CAGR 为 9.39%, 销售量有望从 2.66 亿片增长至 3.20 亿片, CAGR 为 4.73%, 销售单价有望从 118 元增长至 140.4 元, CAGR 为 4.44%。

图17: 中国眼镜镜片零售量市场规模(万片)及增速



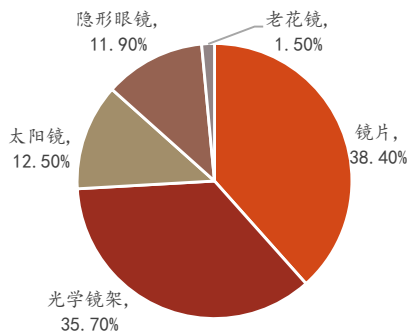
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图18: 中国眼镜镜片零售单价(元)及增速



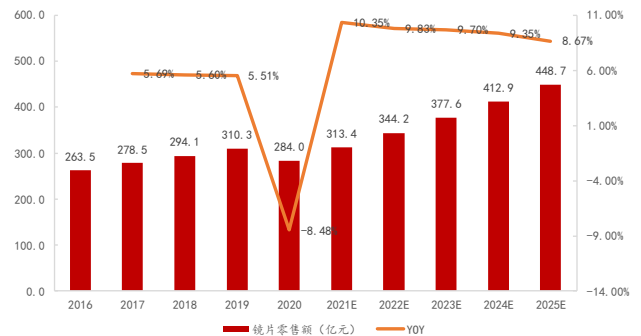
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图15: 2020年中国眼镜市场产品构成



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

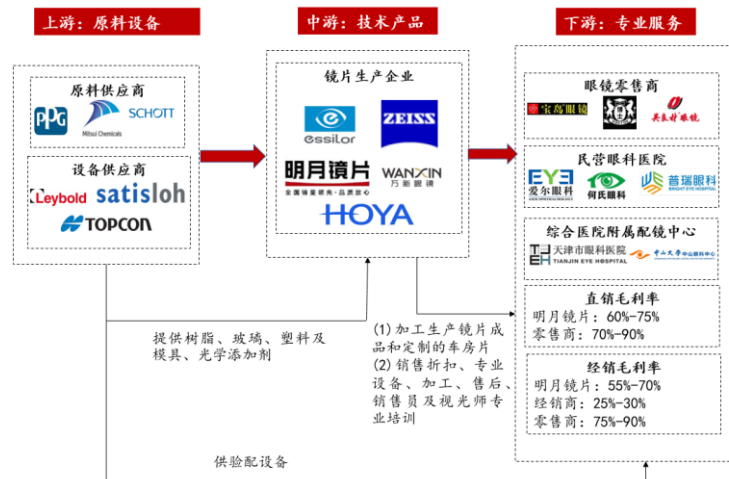
图16: 中国眼镜镜片零售额市场规模(亿元)及增速



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

镜片生产商处于产业链中游，下游零售商毛利水平高。镜片行业产业链主要由上游的原材料和辅料、设备供应商，中游的镜片生产厂商以及下游的代理商、经销商和零售商组成。各环节毛利率存在差异，明月作为中游镜片商不同参数镜片毛利率约为 55%-75%，下游经销商毛利率为 25%-30%，零售商毛利率则为 70%-90%。

图19: 镜片行业产业链

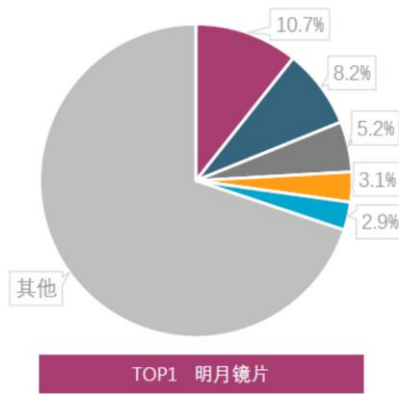


资料来源: 招股说明书, 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

我国镜片行业市场集中度低。我国是全球最大的镜片制造国，镜片生产企业众多，目前已形成以江苏丹阳、浙江温州、福建厦门等为主要生产基地的产业格局，其中丹阳是我国乃至全球最大的镜片生产基地。众多中小型生产企业及配套厂家聚集形成产业集群，但企业规模普遍较小。近年来，瞄准中国眼镜市场发展机遇和制造成本优势，国际品牌持续加码中国市场，不断收购兼并本土镜片制造企业或渠道企业，凭借强劲品牌力和深厚历史积淀打开市场，消费者对国际镜片品牌认知更强。

本土品牌销售量份额领先，明月排名第一。从销售量角度看，根据 Euromonitor，明月 2016-2020 年连续 5 年国内整体框架眼镜镜片（不包含隐形眼镜镜片）销售量第一，2020 年明月镜片市场份额为 10.7%。

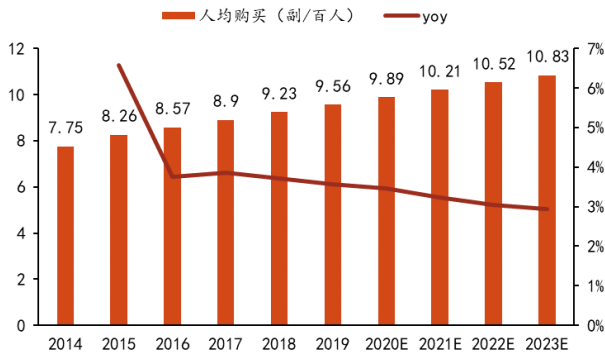
图20: 2020年中国镜片行业市场份额情况(按销售量划分)



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

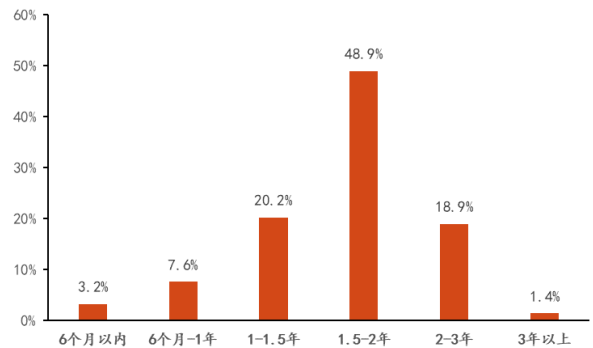
随着我国多样化眼镜市场需求的提升、定期更换镜片观念的不断深入。Euromonitor 数据显示, 2014 年以来至今我国镜片人均购买量稳步增长, 从 2014 年的 7.75 副/百人增加至 2018 年的 9.23 副/百人。据艾瑞咨询, 目前国内消费者平均更换眼镜的频率为 1.7 年/次, 随着我国居民收入增长和消费观念转变, 对镜片功能性追求增强、定期更换镜片观念深化, 预计未来镜片更换频率将继续加快, 不同场景的镜片需求也将促进人均眼镜保有量与消费额的提升, 镜片需求将持续扩容。

图21: 2014-2023 年我国镜片人均购买量



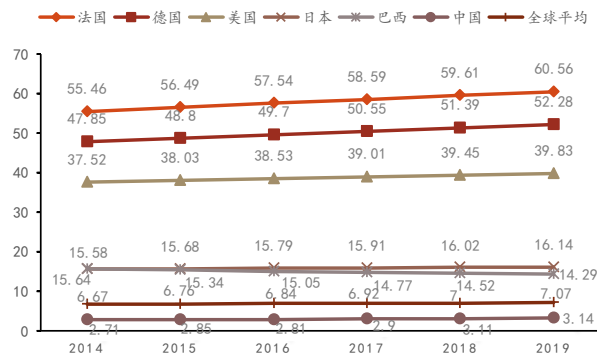
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图22: 国内消费者眼镜更换频率



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图23: 2014-2019 年我国眼镜片人均支出额 (美元/人) 与全球主要发达国家对比






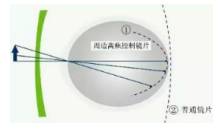
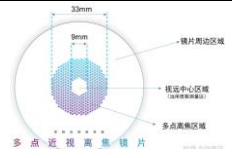
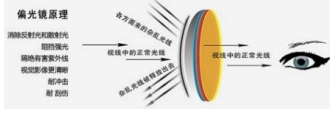

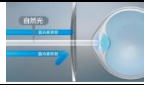
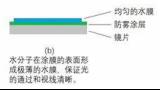
资料来源: Statista, Euromonitor, 浙商证券研究所

2.2 功能性镜片成未来趋势，近视防控市场大有可为

2.2.1 功能性镜片成未来趋势，青少年近视防控需求渐起

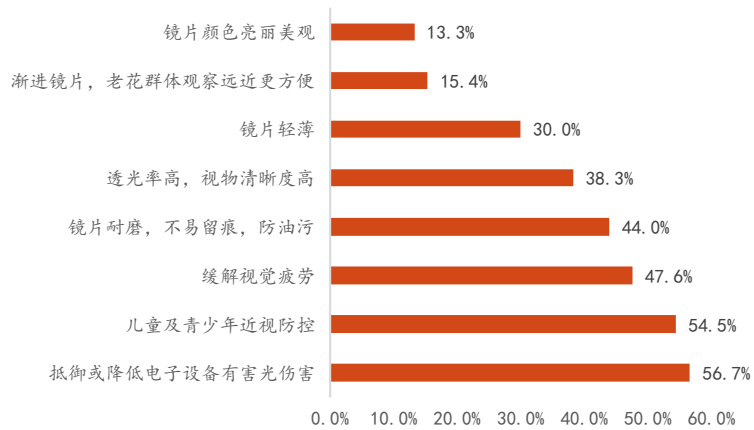
消费者需求多样化，功能性镜片成未来趋势。按照镜片功能的不同，镜片产品可分为普通镜片和功能性镜片。随着消费者消费能力提升和视力保护意识增强，镜片消费需求逐步多样化，对功能性镜片需求逐步提升。目前功能性镜片主要功能包括儿童及青少年近视防控、有害光防护、舒缓视疲劳等。

表6: 镜片分类

镜片分类	产品细分	功能特性	原理图
普通镜片	单焦点镜片	一个光学中心，仅能用于看近或看远。	
	双焦点镜片	由两片焦距不同的透镜合起来，上半片看远处，下半片看近处。	
功能性镜片	渐进多焦点镜片	3个视觉区域，分远用视力区、中间视力区、近用视力区，可用于近视防控、舒缓视疲劳、老花镜	
	周边离焦镜片	周边镜片度数比中心区域低，使得中心部位投射到视网膜上，周边部位投射到视网膜前，抑制眼轴变长，延缓近视发展。	
	多点近视离焦镜片	镜片分为中心区域和多点离焦区域，多点离焦区域分布多个微透镜形成近视离焦，使得周边区域成像在视网膜前，抑制眼轴变长，延缓近视发展。	
	近视太阳眼镜	兼具近视镜与太阳镜功能	
	智能变色眼镜	在阳光下经紫外线和短波可见光照射，颜色变深，光透过率降低；在室内或暗处镜片光透过率提高，退色复明。	
防蓝光眼镜	通过特殊材料的镜片阻隔、反射高能短波蓝光。		
防雾镜片	在镜片上附一层具有防雾功能的顶膜，防止雾气的产生。		

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图24: 消费者对镜片功能性需求提升



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

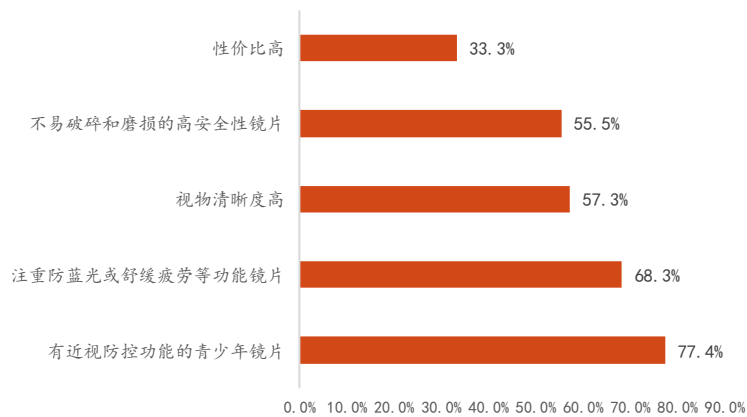
儿童青少年近视问题突出, 政府、家长高度重视, 催生近视防控镜片需求。政策端角度, 2018年教育部、国家卫生健康委员会等8部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 提出到2023年, 力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上, 近视高发省份每年降低1个百分点以上。2021年10月, 国家卫健委发布《儿童青少年近视防控适宜技术指南(更新版)》, 指导科学规范开展近视防控工作, 提高防控技术能力。政府对近视防控的重视将推动社会加强儿童青少年近视防控意识此外, 父母在为孩子选购眼镜时, 也将近视防控作为首要考虑因素, 据艾瑞咨询, 消费者在为子女购买镜片时最注重的因素是近视防控功能, 占比高达77.4%, 推动近视防控功能性镜片需求持续提升。目前近视防控主要手段包括近视防控眼镜、阿托品、角膜塑形镜(OK镜)等, 其中近视眼镜由于使用方便、价格适中、配镜便捷、无副作用, 且具备较好的近视防控效果, 越来越多地成为消费者的选择。

表7: 近视防控政策梳理

时间	部门	政策	内容
2018年6月	国家卫健委	《近视防控指南》	对近视定义、分类、检查、矫正措施等方面进行阐述说明
2018年8月	教育部等8部门联合印发	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	要求增加孩子户外活动和锻炼、减轻学生学业负担、提高医疗卫生机构眼保健和视力检查覆盖率、建立儿童青少年视力健康电子档案
2018年12月	市场监管总局	《贯彻落实<综合防控儿童青少年近视实施方案>行动方案》	1、严格监管验光配镜行业, 不断加强眼视光产品监管和计量监管, 整顿配镜行业秩序。 2、加大对眼镜和眼镜片的生产、流通和销售等执法检查力度。 3、规范眼镜片市场, 杜绝不合格眼镜片流入市场。 4、加强广告监管, 依法查处虚假违法近视防控产品广告。 5、将违法违规的验光配镜等相关行业企业纳入国家企业信用信息公示系统, 向社会予以公示。 6、研究建立与眼镜相关的认证制度, 严格眼视光产品检测机构资质认定。 7、严格相关领域知识产权保护。
2019年10月	国家卫健委	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	普及近视防控核心知识、强调视力健康筛查与视力健康管理、对防控技术和要求进行了阐述说明
2021年4月	教育部办公厅等十五部门	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025年)》	针对儿童青少年视力健康, 从落实视力健康监测、提高近视防控专业指导和矫正质量等方面提出建议
2022年1月	国家卫健委	《“十四五”全国眼健康规划(2021—2025年)》	1、加强眼科医疗服务体系建设 2、加强眼科医疗服务能力建设 3、加强眼科专业人才培养 4、加强眼科医疗质量管理

资料来源: 政府官网, 浙商证券研究所

图25： 消费者为子女购买镜片的主要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

表8： 近视防控手段对比

	离焦眼镜		阿托品滴眼液	角膜塑形镜 (OK镜)
	周边离焦镜片	多点近视离焦镜片		
原理	使周边区域成像在视网膜前形成离焦，抑制眼轴变长，延缓近视发展		化学手段，麻痹睫状肌，防控原理尚不明确	利用镜片和泪液的压力，改变角膜曲率，从而提高裸眼视力，控制近视增加
适用人群	4-18周岁	18周岁以下	4-18周岁，75-600度之间	8-40周岁，600度以内
安全性	高	高	中等	中等
价格	1000-2500元/副，视品牌而定	2000-5000元/副，视品牌而定	一盒30支，298元/盒	进口：10000-15000元/副；国产：4000-7000元/副
销售渠道	眼镜零售店/医院		医院（处方药）	医院（需医疗资质）
优势	佩戴简单	①佩戴简单；②远用矫正度数和近视离焦度数面积比例稳定	每晚睡前使用1次，便捷，价格低廉	①夜间配戴即可②个性化定制
劣势	视远时会使用周边清晰度受到影响	视物对比度有所降低	①在高浓度使用的情况下停药后近视回退明显；②会出现不良反应	价格较贵，护理操作要求高，配戴不当存在并发症风险
效果	25%-50%	40%-60%	27%-51%（主流使用0.01%低浓度阿托品）	35%-60%

资料来源：眼镜管理白皮书，浙商证券研究所

2.2.2 国内近视防控眼镜市场规模测算：高增赛道，预计2030年零售规模达900亿

当前国内近视防控市场渗透率低，预计未来增速高、空间大。据爱博医疗公司公告，当前近视防控眼镜批发市场规模约为20亿元，假设眼镜出厂和零售环节市场平均加价倍率为4倍，据此可得当前我国近视防控眼镜渗透率约为2.0%，当前渗透率仍较低。假设（1）近视人数：考虑到教育部等八部门印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》对儿童青少年近视率提出了防控目标，加上家长对近视防控重视程度提高，保守假设18岁以下人口近视率以0.2pct/年的速度降低；（2）渗透率增速：据中国医疗器械行业协会，OK镜在渗透初期渗透率复合增速为43.58%，考虑到近视防控眼镜推广渠道主要为眼镜店，相对通过医院渠道进行推广的OK镜放量更快，保守假设2022-2025年渗透率增速为40%，2026-2030年渗透率增速为20%；（3）参考当前主流近视防控眼镜单价介于1000-4000元之间，假设当前近视防控眼镜单价为2500元，考虑到产品提价和新品推出，假设单价以每年2%的增速小幅增长。预计2030年近视防控眼镜销量达到3007.6万副，市场规模达到898.6亿元。

表9: 近视防控眼镜市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
18岁以下近视人数(亿人)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
18岁以下人口(亿人)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
18岁以下近视率	52.5%	52.3%	52.1%	51.9%	51.7%	51.5%	51.3%	51.1%	50.9%	50.7%
近视防控眼镜销量(万副)	320.0	447.2	624.9	873.3	1220.3	1461.6	1750.6	2096.7	2511.2	3007.6
近视防控眼镜渗透率	2.0%	2.9%	4.0%	5.6%	7.9%	9.4%	11.3%	13.6%	16.3%	19.6%
近视防控眼镜单价(元)	2500	2550	2601	2653	2706	2760	2815	2872	2929	2988
近视防控眼镜零售市场规模(亿元)	80.0	114.0	162.5	231.7	330.2	403.4	492.9	602.1	735.6	898.6
yoy		42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%

资料来源: 国家卫健委, Statista, 浙商证券研究所

3 观海外: 品牌、渠道、技术为基, 并购开启全球化进程

3.1 全球龙头依视路陆逊梯卡: 布局全球, 品牌、渠道、技术齐发力

全球眼镜龙头依视路陆逊梯卡, 底蕴深厚业务多元, 多次并购补齐产业链环节。依视路陆逊梯卡由依视路和陆逊梯卡合并成立于2018年, 是镜片、镜架和太阳镜的设计、制造、分销领域的全球领导者。其中依视路由 Essel (1849年成立于法国的眼镜制造公司, 生产了世界上首款渐进式镜片) 和 Silor (1930年于法国成立的镜框、镜片制造商) 于1972年合并成立, 是全球镜片行业领导者; 陆逊梯卡于1961年在意大利成立, 是全球最大的成镜制造商, 旗下知名品牌包括雷朋(Ray-Ban)、Oakley, 以及包括Prada、香奈儿等在内的众多奢侈品牌眼镜特许经营权。依视路陆逊梯卡汇集了两个行业先驱的互补专业知识, 通过产业垂直整合补齐了公司在眼镜产业链上的各环节业务, 包括镜片技术、镜片供应、眼镜设计、眼镜生产、眼镜渠道, 促进上下游业务协同发展。2020年, 依视路陆逊梯卡拥有超过14万员工, 合并收入为144.29亿欧元。

表10: 分业务财务拆分

单位: 百万欧元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营收	5065.00	5670.00	6716.00	7115.00	9184.00	10833.00	17390.00	14429.00
YOY		11.94%	18.45%	5.94%	29.08%	17.96%	60.53%	-17.03%
EBITDA	1090.00	1672.99	1563.00	1590.00	1888.00	2618.00	3798.99	2588.00
YOY		53.49%	-6.57%	1.73%	18.74%	38.67%	45.11%	-31.88%
净利润	593.00	929.00	757.00	813.00	1040.00	1083.00	1077.00	85.00
YOY		56.66%	-18.51%	7.40%	27.92%	4.13%	-0.55%	-92.11%
调整后净利润	625.80	437.60	796.80	815.60	1109.90	1163.70	1304.20	1008.00
YOY		-30.07%	82.08%	2.36%	36.08%	4.85%	12.07%	-22.71%
毛利	2838.00	3315.00	4012.00	4181.00	5962.00	6872.00	10825.00	8493.00
毛利率	56.03%	58.47%	59.74%	58.76%	64.92%	63.44%	62.25%	58.86%
期间费用率	26.00%	27.97%	28.98%	28.36%	49.86%	49.95%	50.32%	54.13%
销售费用率	22.61%	24.11%	24.99%	24.60%	40.29%	38.16%	35.76%	37.44%
管理费用率					8.04%	9.11%	10.73%	12.09%
研发费用率	3.24%	3.32%	3.19%	3.01%	0.65%	1.75%	3.15%	3.77%
财务费用率	0.16%	0.55%	0.80%	0.76%	0.88%	0.92%	0.68%	0.82%
BBITDA利润率	21.52%	29.51%	23.27%	22.35%	20.56%	24.17%	21.85%	17.94%
其他业务利润/营收	-12.64%	-23.02%	-13.12%	-13.82%	0.77%	-0.41%	-1.08%	-0.86%
税/营收	3.93%	3.40%	4.59%	4.01%	2.34%	1.28%	2.01%	1.14%
净利率	11.71%	16.38%	11.27%	11.43%	11.32%	10.00%	6.19%	0.59%
调整后净利率	12.36%	7.72%	11.86%	11.46%	12.09%	10.74%	7.50%	6.99%
经营活动现金流	843.00	1032.00	1194.00	1194.00	1603.00	2359.00	3300.00	2953.00
较上年同期增减		189.00	162.00	0.00	409.00	756.00	941.00	-347.00
资本支出	297.00	232.00	327.00	294.00	664.00	710.00	903.00	650.00
较上年同期增减		-65.00	95.00	-33.00	370.00	46.00	193.00	-253.00
资产负债率	46.67%	51.25%	49.11%	46.41%	42.23%	30.98%	32.81%	37.31%
市值	16591.98	19641.91	24574.26	23237.15	55752.59	47137.54	59421.25	55595.07
PB	27.40	21.02	32.23	28.32	24.35	26.55	54.76	671.32
PB	4.42	4.00	4.31	3.47	9.60	1.43	1.71	1.72

资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

注: 2019-2020年为依视路陆逊梯卡合并收入, 2013-2018年为依视路收入

依视路陆逊梯卡拥有广泛的全渠道批发、零售网络，并拥有多家知名眼镜品牌，旗下产品遍布全球。依视路陆逊梯卡旗下拥有大量眼镜零售品牌连锁店，如亮视点、Pearle Vision、Target Optical、OPSM, Óticas Carol 等，遍布中国、美国、法国、英国、意大利、澳洲、巴西等全球各国；同时拥有 Coastal、EyeBuyDirect、FramesDirect、Vision Direct 等电子商务平台。依视路陆逊梯卡扩张之初在各个主要市场开拓线下实体零售渠道，销售网络遍布全球 115 个国家，随着电商平台崛起，公司电子商务版图迅速扩张，拓展为线上线下一全渠道营销。依视路陆逊梯卡不仅持续发展矫正视力的普通眼镜，也进一步拓展眼镜的时尚属性，旗下拥有多家知名眼镜品牌，包括雷朋、欧克利、全视线、科斯塔、时尚眼镜、Persol、Oliver Peoples 等，并为知名奢侈品牌如香奈儿、普拉达、亚曼尼、巴宝莉、凡赛斯代理太阳镜业务。

图26: 集团主要销售平台

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表11: 依视路陆逊梯卡集团销售点全球分布 (截至 2020 年 12 月 31 日)

	北美	欧洲	亚洲, 大洋洲, 非洲	拉丁美洲	总门店
Sunglass Hut	1728	479	442	395	3239
LensCrafters	1000		92		1094
Óticas Carol				24	1402
Pearle Vision	106				548
Target Optical	536				536
GMO				447	447
Salmotraghi & Viganò		360			389
Oakley 零售点	190	10	66	15	384
OPSM			340		376
Ray-Ban	20	40	159	29	248
David Clulow Opticians		122			123
奢侈品牌	33	9	7		57
所有其他陆逊梯卡	4		82		96
陆逊梯卡	3617	1020	1188	810	8939
Mujosh			120		620
Aojo			60		396
Optical House		196			196
Óticas Visión				156	156
Bolon			38		154
Óticas Place Vendôme				69	69
Optical Center				62	62
MJS			9		43
所有其他依视路	4		64	15	104
依视路	4	196	300	302	1800
总门店	3621	1216	1488	1212	10739

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图27: 集团主要自有及合作镜片品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图28: 集团主要自有及合作眼镜品牌



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

依视路研发实力雄厚, 支撑高质量产品持续推出开拓市场。依视路在全球范围内设有五大研发中心、超过 500 名科研人员, 持续保证研发投入, 迄今为止已拥有超过 9500 多项专利(含申请中专利)。2011-2018 年, 依视路连续八年被福布斯评为“全球最具创新力的 100 家公司”之一。持续的研发投入和雄厚的研发实力保证依视路拥有完备的产品矩阵并能不断推出新品开拓市场。

表12: 依视路镜片产品矩阵

产品类型	品牌名称	产品名称	产品介绍	价格/(元/副)	
单光镜片	CRIZAL 钻晶	钻晶A+系列	基础款, 防水、防磨损、耐污、减少反光、双面防紫外线	680	
		钻晶A3系列	主打产品, 防水、防磨损、耐污、减少反光、双面防紫外线、防尘	780	
		钻晶A4系列	防水、防磨损、耐污、减少反光、双面防紫外线、防尘、防蓝光	980	
青少年应用	膜岩	膜岩	超高耐受, 耐刮、耐污提升	1280	
	STELLEST™LENS 星趣控	/	采用H. A. L.T. 高非球微透镜控技术, 延缓近视加深	1980	
	EssiJunior 视满分	/	缓解学生视疲劳, 佩戴后易于适应, 成像真实控制近视, 依据儿童生理特点设计近用视觉区域, 精度高	980	
	myopilux 依视路好学生	标准型	标准型	控制近视, 依据亚洲儿童生理特点进行优化设计, 视觉敏锐度强	1230
		绿宝贝	绿宝贝	控制近视, 近用区域宽阔, 镜片设计恢复调节和轴位的自然平衡	1580
抗疲劳设计	EYEZEN 爱赞	高清视界镜片	防蓝光, 色偏少, 不反光, 成像高清	1180	
		数码生活镜片	选择性过滤蓝光, 防磨损、防眩光	790	
	适赞	数码生活防护镜	为无视力矫正需求人群设计, 选择性过滤蓝光, 防磨损、防眩光	399	
	Anti-Fatigue	抗疲劳镜片	分上下区域, 下部放松区; 考虑人眼“微波动”, 缓解视疲劳	/	
渐进型	CRIZAL 钻晶	钻晶X系列	防有害蓝紫光, 透过有益蓝绿光, 色偏少, 不反光	1080	
		Varilux 万里路	睿视3.0	轻松聚焦, 动态平衡, 快速适应	3990
	舒适型3.0		2290		
	舒适型DF8		1490		
	自由视		1290		
	新程	轻松聚焦, 防紫外线	/		
万里路电脑片	轻松聚焦, 动态平衡, 快速适应	2290			
驾驶型/阳光防护	GRIZAL 钻晶	钻晶锐驰	减反射, 提高驾驶体验	2380	
	Transitions 钻晶全视线变色镜	XTRActive 车内变色镜片	减反射, 提高驾驶体验, 迅速变色, 防紫外线	3080	
		全视线第八代变色镜片	迅速变色, 防紫外线	2980	
	适赞变色眼镜	/	迅速变色, 防紫外线	699	
	X-动力	/	消除眩光, 增强色彩对比度, 防紫外线	896	
防雾片	/	/	镜片不起雾, 防眩光、防磨损、易清洁	980	

资料来源: 依视路官网, 浙商证券研究所

在全球市场不断兼并收购, 快速提高市场份额。依视路坚持内生增长与外延并购双轮驱动的发展模式, 通过外延并购迅速扩大新进入市场的市场份额。依视路并购主要有以下特点: 强调沿产业链寻找并购标的, 从实验室、制造商到经销商, 以实现全产业链覆盖,

发挥产业协同效应。依视路注重收购实验室，密切接触消费者，挖掘市场潜力。例如 2019 年，依视路收购阿根廷医学实验室 Metalizado、厄瓜多尔医学实验室 Indulentes、希腊光学器械及医学实验室 Union Optic，拓展高潜眼镜市场，提升品牌竞争力。**同时，依视路在进军新市场早期注重收购当地领先视光学公司扩张业务布局。**在中国市场早期扩张时，依视路接连收购 7 家中国视光学头部公司，扩大生产端布局。**依视路积极推进零售端投资布局，同时利用电子商务拓宽销售链条，实现全球快速配货销售。**2021 年，公司成功收购荷兰知名眼镜零售商 GrandVision，补足公司在欧洲的零售短板，GrandVision 目前已由专注线下门店推广转为着力推广全渠道营销，将消费者数据无缝对接至每个获客渠道。

表13：集团分地区业务

单位：百万欧元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	6716.00	7115.00	9184.00	10833.00	17390.00	14429.00
YOY		5.94%	29.08%	17.96%	60.53%	-17.03%
净利润	757.00	813.00	1040.00	1083.00	1077.00	85.00
YOY		7.40%	27.92%	4.13%	-0.55%	-92.11%
净利率	11.27%	11.43%	11.32%	10.00%	6.19%	0.59%
分地区						
北美洲		3328.00	8556.00	8433.00	9146.00	7901.00
YOY			157.09%	-1.44%	8.45%	-13.61%
欧洲/中东/非洲					4519.00	3657.00
YOY						-19.08%
欧洲		1998.00	4063.00	4038.00		
YOY			103.35%	-0.62%		
拉丁美洲		481.00	1092.00	1028.00	1114.00	715.00
YOY			127.03%	-5.86%	8.37%	-35.82%
亚洲/大洋洲/非洲				2694.00		
亚洲/太平洋/中东	1071.00	1308.00				
YOY		22.13%				
亚太			2638.00		2611.00	2156.00
YOY						-17.43%

资料来源：彭博，浙商证券研究所

表14：依视路部分并购情况

年份	投资/并购标的	所在地	标的介绍
2009	奥尔帝光学	中国	树脂镜片制造商
2010	万新光学	中国	树脂镜片制造商
2010	FGX International	美国	北美地区领先的老花镜制造企业
2011	尊龙光学	中国	树脂镜片制造商
2011	Stylemark	美国	美国老花镜和太阳镜制造商、经销商
2011	Shamir Optical	以色列	中档光学镜片制造商
2011	视悦光学	中国	树脂镜片制造商
2012	天鸿光学	中国	树脂镜片制造商
2012	雅瑞光学	中国	太阳镜制造商
2013	全视线光学	美国	变色镜片制造商
2013	Megalux	智利	智利眼镜行业龙头，占有智利20%市场份额
2013	Humanware	加拿大	全球领先的近视电子辅助设备和经销企业
2013	Polycore	新加坡	太阳镜制造商
2013	Onbitt	韩国	偏振片制造商
2014	Coastal Contacts	美国	零售电商
2016	香港光合作用	中国	太阳镜制造商
2016	创天光学	中国	树脂镜片制造商
2016	MyOptique	英国	欧洲最大的眼镜零售电商
2019	Brille24 GmbH	德国	世界第五大光学产品线上经销商
2019	Metalizado Optico Argentino S.A.	阿根廷	医学实验室
2019	Indulentes	厄瓜多尔	医学实验室
2021	SightGlass Vision	美国	专注开发防控儿童近视的创新型镜片
2021	Walman	美国	拥有多个镜片加工实验室
2021	Lenstec	美国	世界最大的人工晶体生产商之一
2021	GrandVision	荷兰	欧洲最大眼镜连锁零售集团

资料来源：依视路官网，浙商证券研究所

图29: 依视路全球工厂

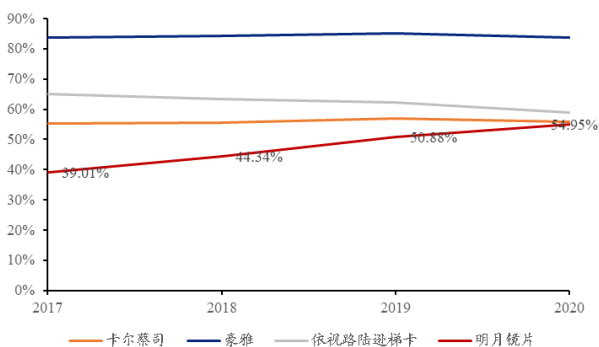


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2 财务对比: 明月镜片财务表现持续向好, 盈利能力不落下风

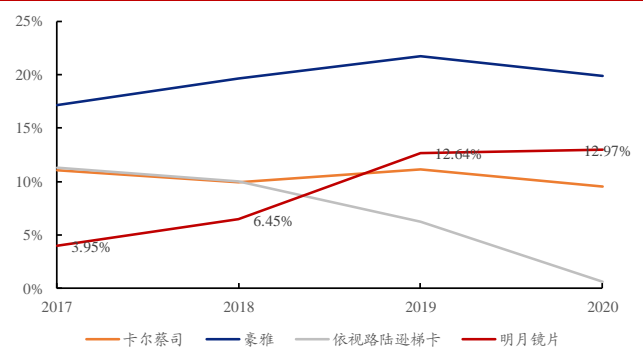
公司盈利能力持续增强, 与国际龙头毛利率差距逐步收窄, 净利率表现不落下风。将明月镜片与全球眼镜龙头公司卡尔蔡司、豪雅、依视路陆逊梯卡进行对比, 虽然公司在收入体量上与国际龙头存在较大差距, 但盈利能力持续提升, 主要由于2018年以来公司开启品牌战略, 通过提价手段调整镜片产品结构, 聚焦中高端市场, 发力功能性镜片、高折镜片等高毛利产品。公司毛利率由2017年的39.01%增长到2020年的54.95%, 与龙头公司差距逐步缩小; 公司净利率由2017年的3.95%提升至2020年的12.97%, 2020年净利率水平高于卡尔蔡司和依视路陆逊梯卡。

图30: 2017-2020年明月与国际龙头公司毛利率对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

图31: 2017-2020年明月与国际龙头公司净利率对比



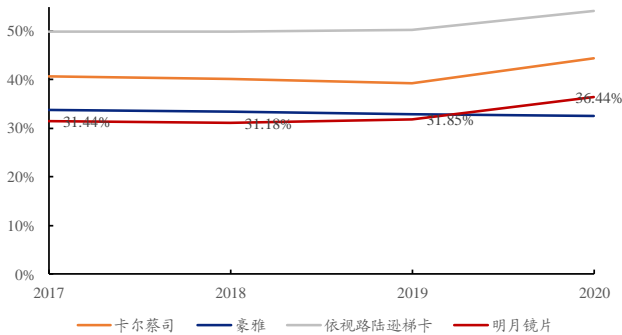
资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

注: 各公司数据为对应财年数据; 依视路陆逊梯卡2017-2018年为依视路数据, 2019-2020年为依视路、陆逊梯卡合并数据; 下同

公司期间费用率稳中向上, 营销投入持续增长。2017-2019年, 公司期间费用率相对稳定, 2020年受疫情影响及营销投入持续加大, 期间费用率增长至36.44%。公司着力进行自主品牌建设, 通过多种手段、渠道持续加大产品和品牌宣传推广, 具体包括设立线下体验店、聘请代言人、电视广告植入、线下投放广告等方式, 销售费用率持续提升。对比来看, 2020年公司期间费用率为36.44%, 与国际龙头相比处于较低水平; 在销售费用率方面,

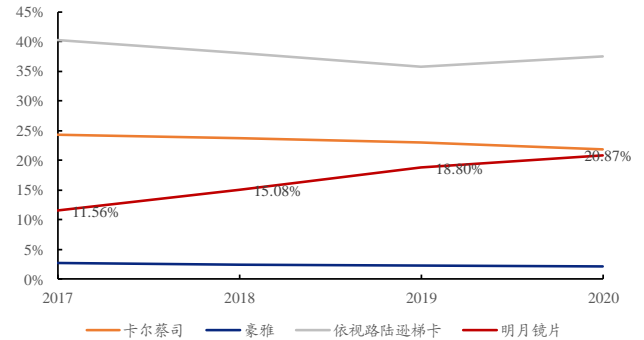
2020年公司销售费用率为20.87%，已接近卡尔蔡司，但显著低于依视路陆逊梯卡；在研发费用率方面，公司研发费用率保持稳定，2020年为3.26%，与依视路陆逊梯卡较为接近，但低于卡尔蔡司和豪雅；管理费用率方面，公司管理费用率稳中有降，2020年公司管理费用率为12.31%，与依视路陆逊梯卡较为接近，但高于卡尔蔡司。

图32: 2017-2020年明月与国际龙头公司期间费用率对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

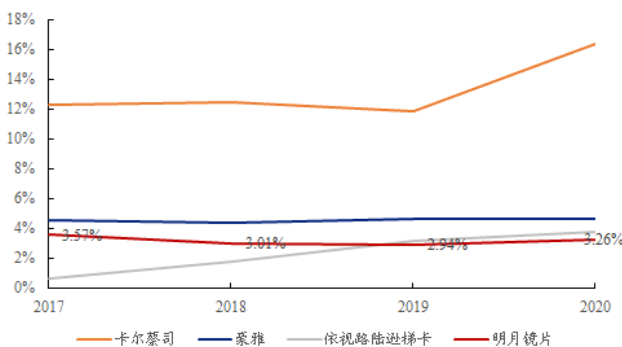
图33: 2017-2020年明月与国际龙头公司销售费用率对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

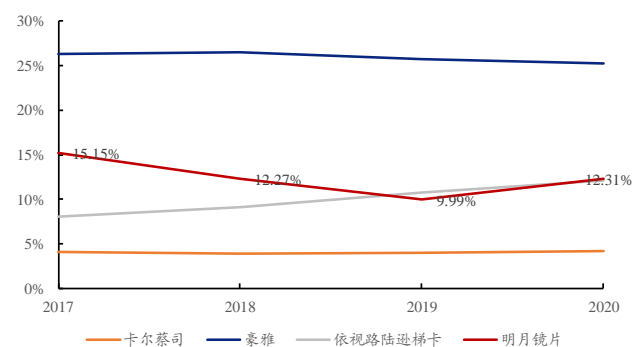
注: 各公司数据为对应财年数据; 依视路陆逊梯卡 2017-2018 年为依视路数据, 2019-2020 年为依视路、陆逊梯卡合并数据; 下同

图34: 2017-2020年明月与国际龙头公司研发费用率对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

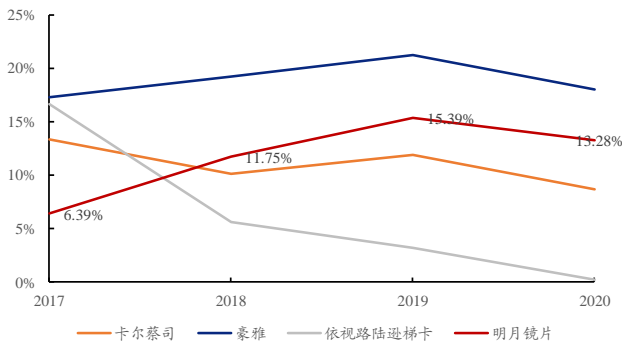
图35: 2017-2020年明月与国际龙头公司管理费用率对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

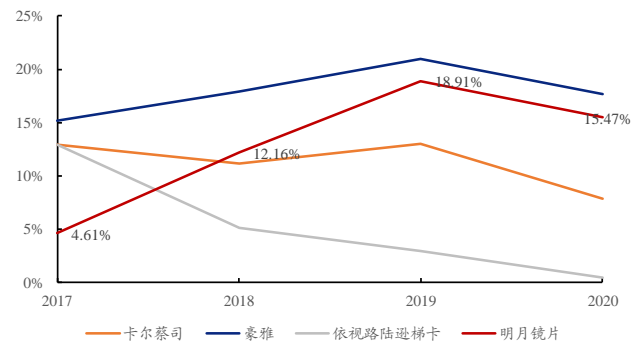
公司处于快速成长期，盈利能力持续提升。2017-2019年，公司ROE和ROIC稳步提升，2020年受疫情影响，行业盈利表现均有所下滑，未来随着疫情恢复、公司在中高端市场的扩张以及品牌影响力的提升，公司ROE和ROIC有望进一步提升。对比来看，2020年公司ROE和ROIC分别为13.28%和15.47%，仅低于豪雅，高于卡尔蔡司和依视路陆逊梯卡。

图36: 2017-2020年明月与国际龙头公司 ROE 对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

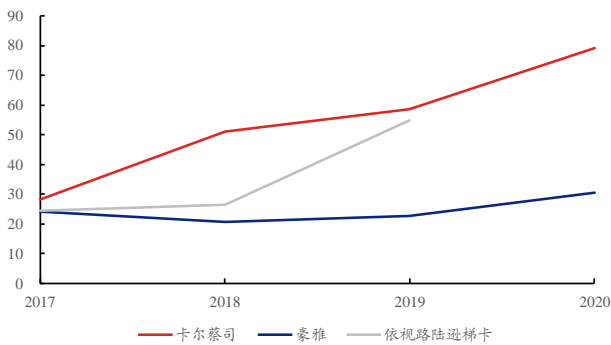
图37: 2017-2020年明月与国际龙头公司 ROIC 对比



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

估值: 中枢 PE 40X, PB 4.5X。参考国际龙头公司估值, 总体呈现上行趋势, 其中依视路陆逊梯卡由依视路和陆逊梯卡于 2018 年合并, PB 受影响。

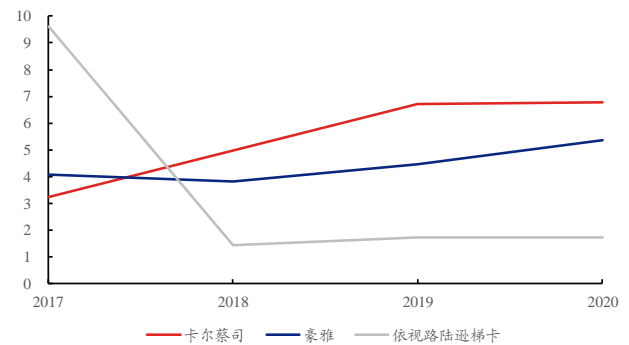
图38: 国际龙头公司历史 PE



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

注: 2020 年依视路陆逊梯卡 PE 值偏高, 为异常值, 已剔除

图39: 国际龙头公司历史 PB



资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所

4 产品和渠道力铸就民族品牌, 布局近视防控带来新增长点

4.1 产业链+技术优势打造高产品力, 发力近视防控开启第二成长曲线

4.1.1 布局原料端打通产业链上游, 提升盈利空间

积极切入原料领域, 掌握部分核心原料生产、改良工艺。预聚物的生产及后续的聚合固化工艺是镜片生产过程中最关键的环节, 公司通过持续研发投入、不断调整配方及工艺, 结合工业化生产大量数据和经验, 目前已实现了 1.56、1.60 折射率的预聚物的规模化自产和 1.67、1.71 折射率预聚物的生产工艺储备, 公司自产原料品质优良, 在实现自给的同时也对业内其他镜片厂商进行销售。同时, 公司深刻理解新型材料特性, 具备进口原材料自主改良及应用能力, 能够快速实现新材料的产业化落地, 形成自身技术壁垒。例如, 公司的 1.71 超薄高折射率镜片明星产品, 即通过聚合过程中改良聚合物分子结构, 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。

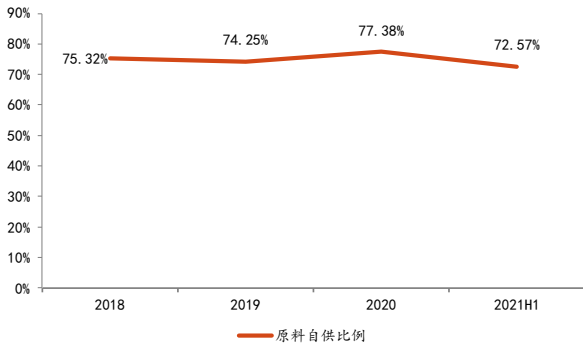
表15: 公司不同折射率原料生产情况

折射率	是否掌握配方	是否掌握生产工艺、核心技术、制备流程	应用阶段	是否申请专利
1.56	是	是	自主批量生产	是
1.60	是	是	自主批量生产	是
1.67	是	是	可以外部定制形式批量生产	是
1.71	是	是	实验室制备	否

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

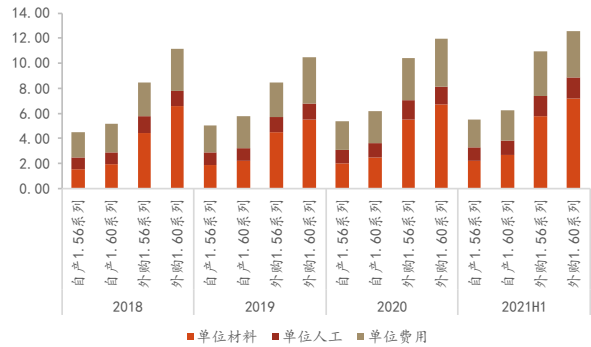
自产原材料降低生产成本, 提升盈利空间。公司原料自供比例始终保持在70%以上, 自产原料有助于提升规模效应, 降低生产成本。对比来看, 公司自产1.56和1.60系列镜片的单位成本显著低于外购1.56和1.60系列镜片的单位成本。其中, 2021H1公司自产1.56和1.60系列镜片的单位材料成本分别为2.19、2.68元/片, 远低于外购1.56和1.60系列镜片的5.77、7.16元/片。

图40: 公司原料自供比例



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图41: 自产原料镜片与外购原料镜片单位成本对比(元/片)

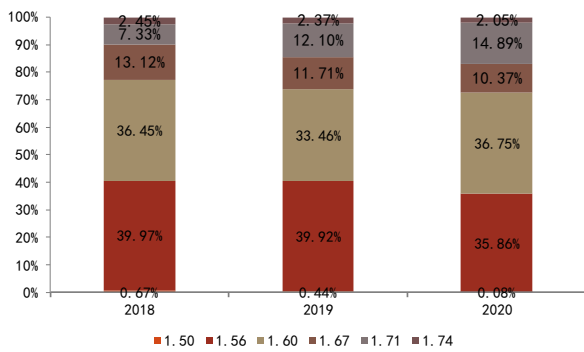


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

4.1.2 退出价格战泥潭, 优化镜片产品结构

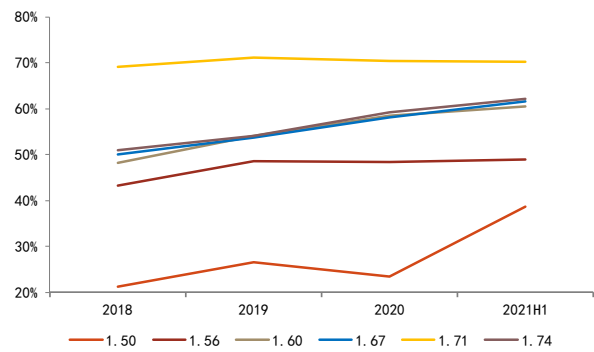
镜片产品结构持续优化, 高折射率产品、功能片占比稳步提升。镜片是公司的主要业务, 公司率先退出行业价格战, 主动调整镜片产品内部结构, 将资源聚焦在更具差异化竞争优势的产品上。一方面, 公司推进“常规产品高折化”, 顺应镜片行业“更轻、更薄、更清晰”的发展大趋势, 通过提价主动放弃门槛较低的1.56和1.60系列镜片常规片的部分业务, 聚焦高折射率产品。公司高折射率产品(1.67及以上折射率)占比持续提升, 从2018年的22.90%提升至2020年的27.31%。高折射率产品往往具有更高毛利率, 其中公司明星产品1.71系列产品在顺应行业高折化发展趋势下, 相较1.74系列产品, 在兼顾轻、薄的同时, 可以实现比1.74系列产品更高的阿贝数, 更具性价比优势, 因此竞争优势显著, 毛利率远超公司其他系列产品。另一方面, 公司秉承“低折产品功能化”, 对于低折射率产品, 根据市场需求积极拓展产品品类, 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, 实现差异化竞争, 提升产品竞争力; 同时, 针对青少年度数浅的特点, 推出低折的青少年近视防控镜片“轻松控”, 拓展高潜市场。近年来, 公司低折产品的功能片占比持续提升, 2020年1.56和1.60折射率功能片占比分别提升至59.77%、70.97%。

图42: 公司不同折射率产品占比



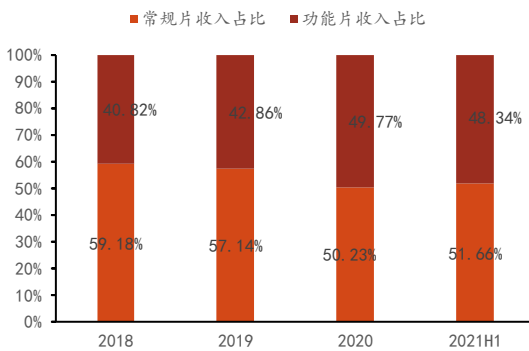
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图43: 公司不同折射率产品毛利率



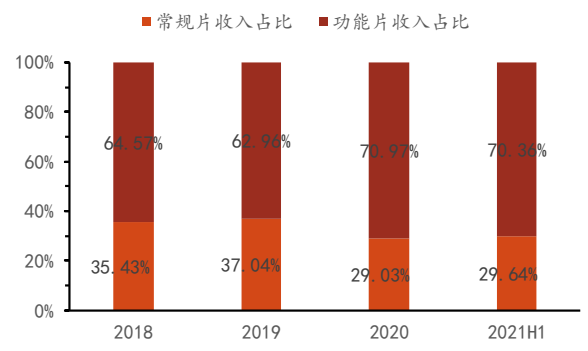
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图44: 1.56 折射率常规片以及功能片收入占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图45: 1.60 折射率常规片以及功能片收入占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

持续推出新品, 保证提价可持续性。在现有产品结构优化基础上, 公司持续加大新产品和换代产品的研发投入, 保证新品持续上市。公司既会进行前瞻性、迭代式新品的长期研发开拓, 也会针对现有产品进行性能拓展和小幅升级。公司新品迭代能力较强, 近年来每年持续保证新品面市, 包括 2018 年 1.71 高折射率防蓝光系列、2019 年防蓝光 PRO 系列、2020 年户外偏光系列、2021 年近视防控系列等, 有利于公司持续完善产品矩阵, 打开新的提价空间。

4.1.3 多年积累形成技术优势, 近视防控成为新增长点

镜片行业多年, 技术优势领先。公司多年来在镜片光学设计、膜层技术及生产工艺等方面积累了丰富的经验和技術, 持续保持行业领先。在光学设计方面, 公司充分结合材料特性、人体眼视光特征, 除了能为市场提供各种高品质的标准产品以及各种功能型镜片产品外, 还能够为复杂眼视光条件下的客户提供个性化定制生产。目前, 公司镜片产品参数与国际龙头公司较为接近, 且公司明星产品 1.71 折射率镜片兼顾高折射率与高阿贝数, 与国际龙头公司形成差异化优势。在膜层技术方面, 公司不断研究不同涂层材料及涂层机构, 改进与创新镀膜工艺。在生产工艺方面, 公司对不同材料、添加剂、环境、时间条件下的聚合、固化、镀膜过程及效果进行了研究, 不断优化与创新生产工艺细节。此外, 公司与上海理工大学及庄松林院士团队、南京工业大学等知名高校及团队达成产学研合作, 在科技难题攻关、重大产业化项目组织实施、知识产权申报、产业人才培养以及创新平台建

设等方面展开合作。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有 14 项发明专利，106 项实用新型专利，22 项外观专利。

表16: 公司与国际龙头公司产品参数对比

	阿贝数			建议零售价格(元/副)		
	明月	依视路	蔡司	明月	依视路	蔡司
1.56非球面	35.5	36.1	35	328	680	880
1.60非球面	33	30.1/40.1	40.5	498	880/1080	1280
1.67非球面	32	32.2	32	898	1680	1580
1.71非球面	37	/	/	1168	/	/
1.74非球面	33	33	33	2598	5000	3880

资料来源: 各公司官网, 淘宝, 浙商证券研究所

近视防控新品“轻松控”发布, 凸显公司技术优势。2021年7月, 公司联合中国工程院庄松林院士团队共同推出采用周边离焦技术的青少年近视防控镜片“轻松控”, 价格定位1598-2598元, 2021年底, 公司进一步推出采用多点离焦技术的近视防控镜片“轻松控 Pro”, 显现出公司的研发和产品技术迭代能力, 价格带亦有上移(2298-2998元)。公司目前是市场上唯一一家同时推出周边离焦和多点离焦产品的公司, 产品在原料、光学设计、生产工艺、面型设计等方面均具备一定优势, 目前已展现了良好的经济效益, 预计将成为公司新增长点。

(1) 原料: 公司采用 KR 树脂材料, 相比 PC 材料易加工、更耐磨、阿贝数更高。使用树脂材料可以将微透镜加工在镜片内部, 而 PC 材料仅能将微透镜加工在镜片表面, 微透镜更易被磨损。同时, 公司轻松控产品折射率为 1.60、1.71, 轻松控 Pro 产品折射率为 1.60、1.67, 相对外资龙头产品更高折、更轻薄, 可减轻孩子鼻梁和耳朵负担, 佩戴更舒适。

(2) 光学设计: 多点离焦产品方面, 增加离焦面积可有效控制眼轴增长, 轻松控 Pro 产品采用“满天星”微透镜排列方案, 通过 1295 个微透镜增加离焦面积, 高于目前市面主流产品微透镜数量, 近视防控更有效。

(3) 生产工艺: 公司采用 3D 内雕(内表面数码雕刻技术)大视野工艺, 将微透镜雕刻在基片内部, 区别于传统的透镜在外表面模具挤压成型方式, 透镜不易产生磨损, 不会因此损害光学性能, 更耐用; 外观上则不会出现明显的凹凸不平, 更美观。

(4) 面形设计: 其他公司产品视像区均为对称性排列, 公司根据中国孩子用眼特点, 设计了上下非对称的贝壳形视像区, 提升佩戴舒适性, 孩子可快速适应。

图46: 明月轻松控产品视像更舒适



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图47: 轻松控价格带

品种	1.60轻松控	1.71轻松控	1.60轻松控防蓝光	1.71轻松控防蓝光
型号	D60MF	D71MF	D60MFL	D71MFL
原料	PMC超亮			
阿贝数	40.0	37.0	40.0	37.0
折射率	1.603	1.701	1.603	1.701
透射比	UV-1	UV-1	UV-1	UV-1
比重	1.31	1.35	1.31	1.35
膜层	天视A6膜			
功能	近视管理		近视管理+双重防蓝光	
视觉效果	周边离焦			
指导价(元)	1598	2298	1798	2598

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图48: 轻松控 Pro 价格带

品类	1.60轻松控Pro	1.67轻松控Pro	1.60轻松控Pro双重防蓝光	1.67轻松控Pro双重防蓝光
型号	D60TF	D67TF	D60TFL	D67TFL
原料	PMC超亮	KR树脂	PMC超亮	KR树脂
阿贝数	40.0	32.0	40.0	32.0
折射率	1.603	1.665	1.603	1.665
透射比	UV-1	UV-1	UV-1	UV-1
比重	1.31	1.38	1.31	1.38
膜层	天视A6膜			
功能	近视管理		近视管理+双重防蓝光	
视觉效果	微透镜离焦			
指导价(元)	2298	2698	2598	2998

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表17: 近视防控产品对比

产品名称	折射率	阿贝数	价格	材料	上市时间	防控原理	防控效果	
蔡司成长乐	经典版	1.50	58	莲花膜: 1230 钻立方铂金膜: 1730	树脂	2011.5	周边离焦技术	减缓30%
	加强版	1.60	40.5	莲花膜: 1960 钻立方铂金膜: 2460				
	加强版	1.50	58	钻立方防卫膜/铂金膜: 2142	树脂	2021.7	周边离焦技术, 平均离焦量增加44%, 离焦面积增加80%	/
		1.67	33	钻立方防卫膜/铂金膜: 4122				
豪雅新乐学	1.59	30.3	MS膜: 3980 MSM膜: 4980	PC	2018.8	多点离焦技术, 396个微透镜	减缓59%	
依视路星趣控	1.59	31	A+膜层: 3680 A4膜: 4580	PC	2020.11	多点离焦技术, 1021个微透镜	减缓67%	
明月轻松控	轻松控	1.60	33	天视A6膜: 1498	KR树脂	2021.7	周边离焦技术	/
	轻松控Pro	1.67	32	天视A6膜: 2498		2021.12	多点离焦技术, 1295个微透镜	
万新易百分	经典	1.55	35	绿膜(高透低反): 880	树脂	2020.3	周边离焦技术	/
	超薄	1.60	40	绿膜(高透低反): 1280				
	特薄	1.67	32	绿膜(高透低反): 1980				
伟星星乐视	1.56	39	碳晶A5膜: 2980	树脂	2020.1	多点离焦技术, 407个微透镜	减缓30%	

资料来源: 各公司官网, 淘宝, 浙商证券研究所

离焦镜临床数据高频精细化公开, 渠道持续铺设。2022年7月22日, 公司发布轻松控3个月临床研究随访结果, 该研究与与四川大学华西医院眼视光学系主任兼眼科副主任刘陇黔教授团队合作展开。随访数据显示, 佩戴多点正向镜片的离焦组眼轴长度增加0.06mm, 比佩戴普通单光镜的少增长0.03mm, 具有较好的统计学意义; 屈光度方面, 球镜和等效球镜度的变化量上实验组与对照组差异较小, 可能系临床上测量屈光度是以0.25D为标准, 受限于三个月的临床实验周期相对较短, 期间变化小观测难。离焦镜临床数据通常以年纬度进行公布, 3个月时间较短临床数据尚不显著、6个月临床数据预计将于22年10月发布, 精细化公开彰显公司信心。渠道方面, 传统线下零售渠道持续铺设中, 目前70%以上客户已经开始销售轻松控产品; 此外, 公司还将开拓医院等专业渠道, 打造专供产品, 进一步打开成长空间、树立品牌调性。

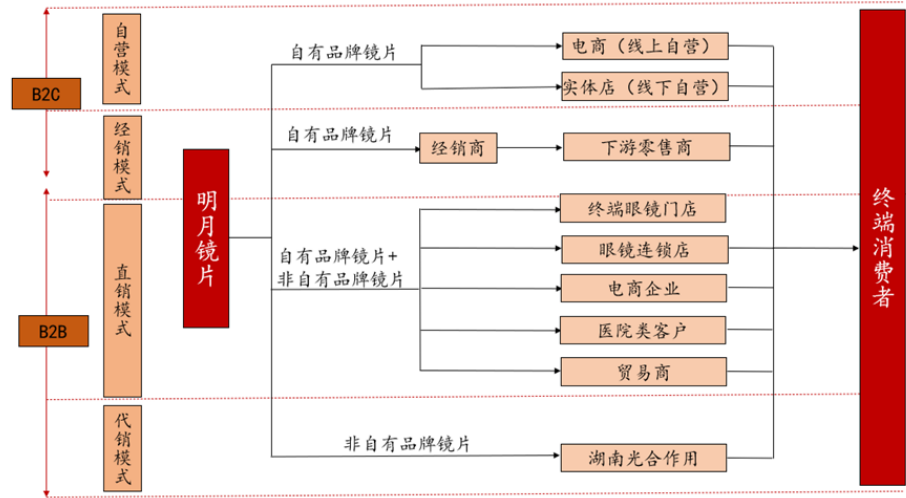
4.2 线下渠道壁垒深厚, 线上布局持续深化

4.2.1 深耕线下渠道, 渠道壁垒深厚

公司线下渠道分布广, 渠道壁垒深厚。公司在全国市场建立了良好的营销网络体系, 培养了经验丰富的营销团队, 通过直销、经销等多渠道相结合的模式, 深耕线下终端门店市场。目前公司直接和间接合作的线下终端门店数量超过万家, 分布地域覆盖全国31个省市自治区。

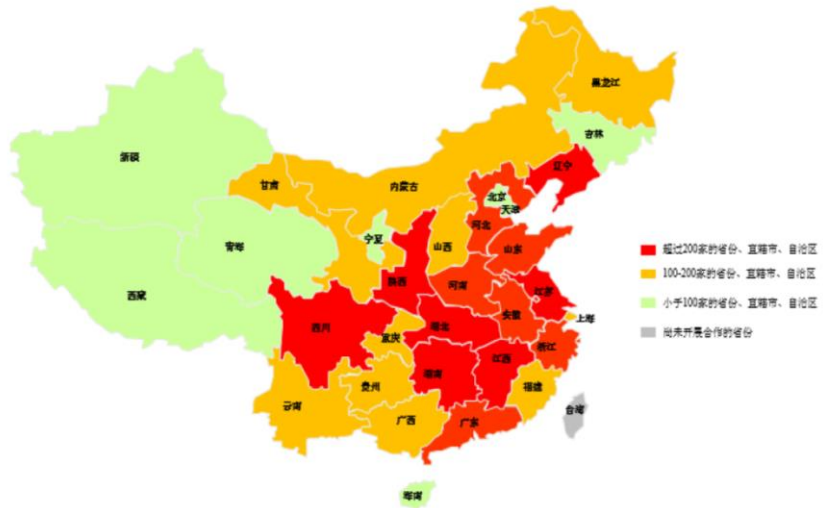
深耕线下终端门店, 终端眼镜门店是公司直销渠道主要客户。直销模式下公司客户主要包括终端眼镜门店、眼镜连锁店、电商企业、医院类客户和贸易商, 其中终端眼镜门店为公司主要直销客户, 2021年上半年终端眼镜门店收入占眼视光直销收入比重达42.59%。2020年公司终端眼镜门店客户数量达到2523家, 合作的终端门店主要分布在发达及次发达地区, 符合公司对产品中高端的定位。

图49: 各渠道客户类型



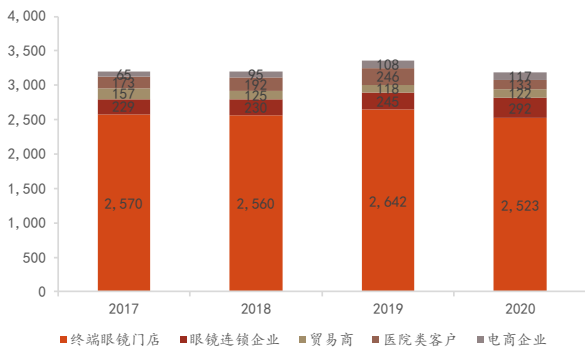
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图50: 公司合作的终端眼镜门店分布图(截至2020年末)



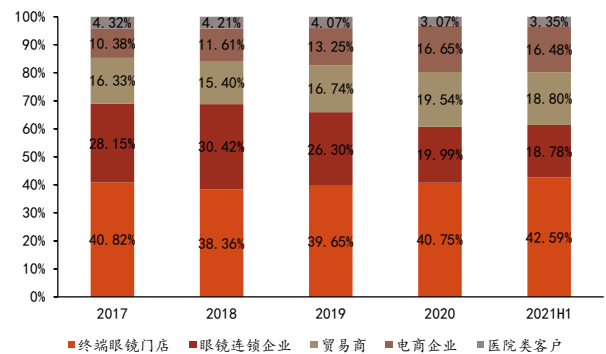
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图51: 公司直销模式客户数量



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

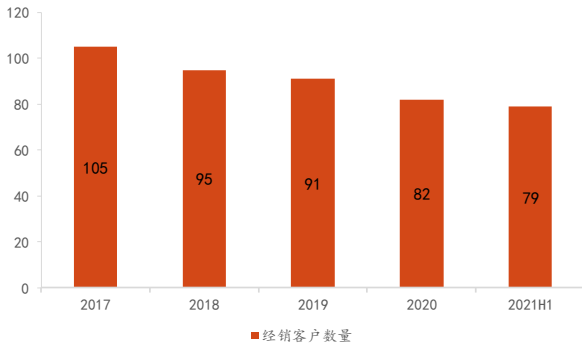
图52: 公司眼视光产品分类直销客户收入占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

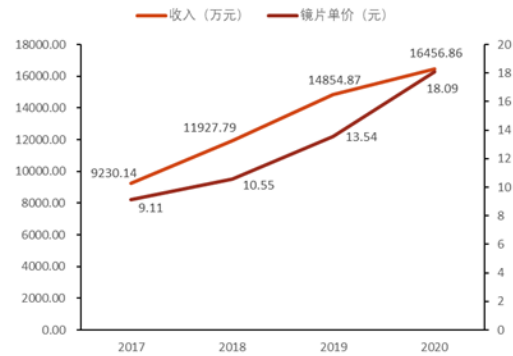
经销商结构持续优化，镜片销售价格稳步提升。公司有意识优化经销商结构，加强对经销商的考核监管，与未达成公司考核要求的客户终止合作。经销商客户稳中有降，由2017年的105家降至2020年的82家。同时，公司通过取消经销商折扣间接提升镜片销售单价，2017-2020年，镜片销售单价从9.11元上涨至18.09元，销售收入也从0.92亿元上升至1.65亿元。

图53: 公司经销客户数量



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

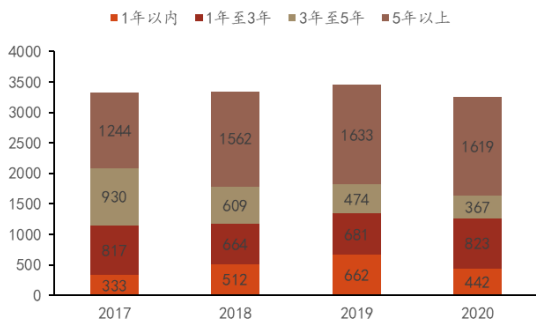
图54: 经销模式收入及镜片单价情况



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

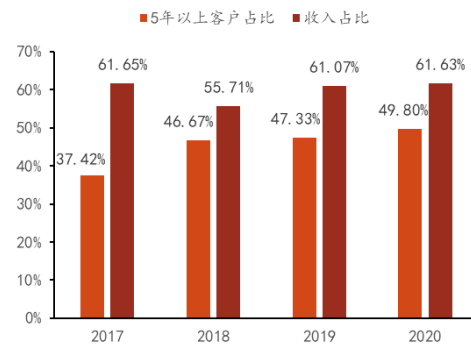
线下渠道粘性好，客户稳定性强。直销和经销客户合作年限主要集中在5年以上，直销模式下5年以上客户从2017年的1244家上升到2020年的1619家，占比也从37.42%上升到49.80%，其中5年以上的客户收入占比最高，2020年收入占比达到61.63%。经销模式下5年以上客户2020年度达到70家，占比达到85.37%，合作5年以上经销商收入占同期经销总收入的77.63%，总体占比较高。

图55: 直销模式客户合作年限



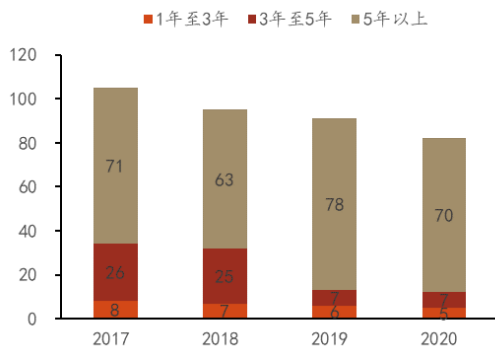
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图56: 直销模式5年以上客户及其收入占比



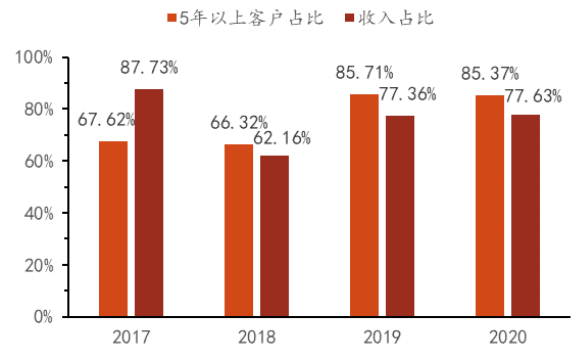
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图57: 经销模式客户合作年限



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图58: 经销模式5年以上客户及其收入占比

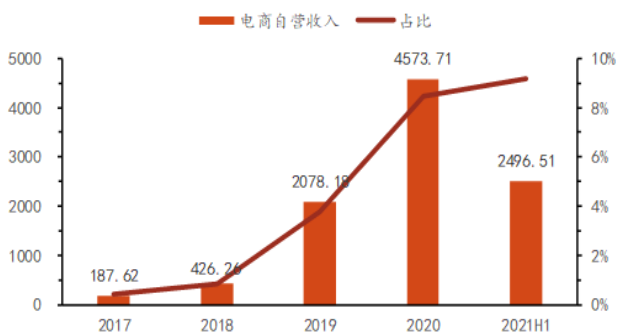


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

4.2.2 品牌影响力逐步提升, 线上渠道布局持续深化

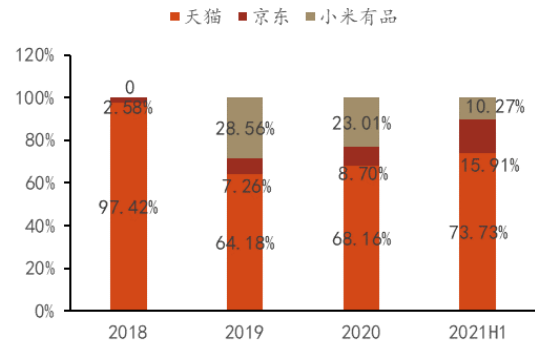
伴随着公司品牌影响力逐步提升, 线上自营渠道发展良好。随着网络销售快速发展, 公司持续深化线上渠道布局。公司主要通过天猫、京东和小米有品三家电商平台开设自营旗舰店开展线上自营零售业务, 主要销售成镜、镜片和镜架等产品。2017-2020年, 电商自营收入从187.62万元上升到4573.71万元, 2021H1已达到2496.51万元; 2017-2021H1, 电商自营收入占主营业务收入的比例也快速提升, 从0.44%上升到9.22%。

图59: 公司电商自营收入(万元)及占比(%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

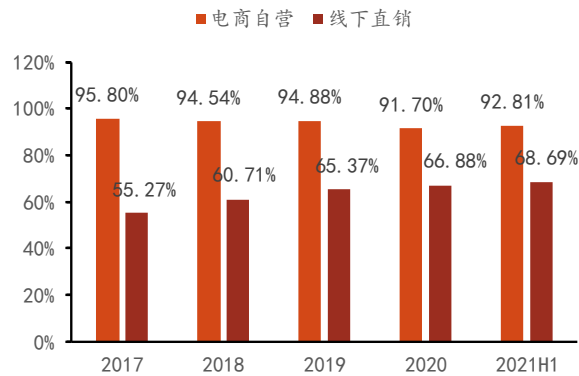
图60: 各电商平台销售占比



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

线上渠道布局带动公司毛利率上行。线上渠道相比线下渠道, 能有效减少中间经销环节, 享受终端产品溢价, 因此公司电商自营渠道毛利率高于线下直销。2021H1, 电商自营渠道的镜片毛利率为92.81%, 远高于线下直销的68.69%, 线上渠道的发展将带动公司整体毛利率上行。

图61: 公司镜片业务电商自营和线下直销毛利率



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

细分业务来看, (1) 镜片: 传统镜片渠道稳健扩张、高毛利新品贡献增量, 预计量价增长稳健, 22 年疫情影响销量表现, 预计 22-24 年量-5%、+2%、+2%, 价格受益于产品结构优化、消费升级小幅快跑式增长(高毛利离焦镜产品占比提升)。其中近视防控镜片基数、渠道加速拓张, 预计维持翻倍以上高增速。综合来看, 镜片收入同比增长 20%、26%、31%至 5.45、6.87、9.03 亿元。毛利率因产品结构优化逐年 2-3pct 上移。(2) 其他: 其他业务维持稳健发展, 原料前期受到疫情压制、疫后需求有望修复; 成镜和镜架受益于线上渠道扩展、线下配套销售, 预期增长稳健。我们预计原料复合增速 10%、成镜 10%、镜架 5%, 毛利率维持稳定。

综合来看, 2022-2024 年收入预计实现 6.95、8.53、10.85 亿元, 同比增长 20.84%、22.60%、27.22%, 毛利率 56.00%、58.52%、60.81%, 整体费用率维持稳定; 预计实现净利润 1.26、1.70、2.31 亿元, 同比增长 53.11%、35.50%、35.51%, 对应 PE 61.40、45.31、33.44X

表18: 营收拆分

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	575.57	695.50	852.71	1084.80
成本	260.80	306.01	353.67	425.15
YOY	6.65%	20.84%	22.60%	27.22%
毛利率	54.69%	56.00%	58.52%	60.81%
按产品分类				
镜片	452.34	544.61	686.88	902.55
YOY	3.72%	20.40%	26.12%	31.40%
毛利率	57.07%	60.57%	63.07%	65.07%
原料	61.51	92.265	101.4915	111.64065
YOY	26.69%	50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.67%	22.50%	24.00%	24.00%
成镜	55.53	55.53	61.08	67.19
YOY	12.05%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	-	68.00%	66.00%	66.00%
镜架	3.44	3.096	3.2508	3.41334
YOY	-4.97%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司传统主业量价稳健向上、近视防控镜片贡献增量，我们预计 2022-2024 年公司实现收入 6.95、8.53、10.85 亿元，同比+20.84%、22.60%、27.22%；归母净利润 1.26、1.70、2.31 亿元，同比+53.11%、35.50%、35.51%，对应 PE 61.40、45.31、33.44X，首次覆盖予以“增持”评级。

表19: 可比公司估值

代码	重点公司	市值/亿元	预测净利润/亿元			对应PE		
			2022E	2023E	2024E	PE (2022)	PE (2023)	PE (2024)
300595	欧普康视	369.57	6.89	9.04	11.72	53.65	40.87	31.55
300015	爱尔眼科	2019.24	29.83	39.10	50.61	67.70	51.64	39.90
	平均值					60.68	46.26	35.72
301101	明月镜片	77.18	1.26	1.70	2.31	61.40	45.31	33.44

资料来源：Wind，浙商证券研究所（可比公司盈利预测为 Wind 一致预期）

6 风险提示

- 疫情反复影响线下表现。**公司镜片及其相关业务销售较为依赖线下渠道，若疫情反复影响线下客流，或将影响业绩表现。
- 新品轻松控拓展不及预期。**公司新品轻松控产品较为高端且业内国际品牌产品上市已久形成一定品牌力，可能存在新品轻松控国产替代、渠道扩张、品牌影响不及预期的可能。
- 竞争格局加剧。**镜片市场国际品牌玩家竞争力较强，公司近年产品份额持续抬升，未来行业可能存在竞争进一步加剧的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1379	1389	1481	1732
现金	997	877	982	1056
交易性金融资产	130	130	130	130
应收账款	110	190	178	288
其它应收款	3	4	6	7
预付账款	11	16	19	22
存货	110	153	148	212
其他	20	19	19	19
非流动资产	216	320	420	499
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	143	230	314	379
无形资产	43	57	70	82
在建工程	1	1	1	1
其他	29	32	34	37
资产总计	1595	1708	1901	2231
流动负债	146	187	186	255
短期借款	0	0	0	0
应付款项	68	106	93	145
预收账款	0	2	1	2
其他	78	79	92	109
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
负债合计	150	191	190	259
少数股东权益	41	58	81	112
归属母公司股东权	1404	1459	1629	1860
负债和股东权益	1595	1708	1901	2231

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	143	77	232	182
净利润	92	143	193	262
折旧摊销	38	24	29	31
财务费用	1	0	0	0
投资损失	(3)	(2)	(3)	(4)
营运资金变动	13	(89)	12	(108)
其它	2	1	1	1
投资活动现金流	(158)	(126)	(127)	(108)
资本支出	(32)	(128)	(130)	(112)
长期投资	0	0	0	0
其他	(126)	2	3	4
筹资活动现金流	806	(71)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	806	(71)	0	0
现金净增加额	791	(120)	105	74

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	576	695	853	1,085
营业成本	261	306	354	425
营业税金及附加	6	8	10	13
营业费用	112	117	139	184
管理费用	77	83	106	135
研发费用	18	22	27	34
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	(6)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	3	2	3	4
其他经营收益	5	8	9	12
营业利润	108	169	228	309
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	107	169	228	309
所得税	16	26	35	47
净利润	92	143	193	262
少数股东损益	10	17	23	31
归属母公司净利润	82	126	170	231
EBITDA	144	192	255	337
EPS (最新摊薄)	0.61	0.94	1.27	1.72

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	6.65%	20.84%	22.60%	27.22%
营业利润	13.99%	56.51%	34.87%	35.17%
归属母公司净利润	17.27%	53.11%	35.50%	35.51%
获利能力				
毛利率	54.69%	56.00%	58.52%	60.81%
净利率	14.26%	18.07%	19.97%	21.28%
ROE	5.85%	8.62%	10.45%	12.41%
ROIC	6.24%	9.32%	11.17%	13.11%
偿债能力				
资产负债率	9.42%	11.20%	10.01%	11.62%
净负债比率	10.40%	12.62%	11.12%	13.14%
流动比率	9.45	7.42	7.97	6.80
速动比率	8.50	6.42	6.97	5.80
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.42	0.47	0.53
应收账款周转率	4.83	4.67	4.66	4.69
应付账款周转率	3.78	3.73	3.72	3.73
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.94	1.27	1.72
每股经营现金	1.06	0.57	1.73	1.35
每股净资产	10.45	10.86	12.13	13.85
估值比率				
P/E	94.01	61.40	45.31	33.44
P/B	5.50	5.29	4.74	4.15
EV/EBITDA	43.88	35.66	26.41	19.79

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>