

➤ **明月镜片是国产镜片龙头，技术先进，全国销量领先。**公司成立于2002年，是国内领先的综合类眼镜镜片生产商，以镜片业务为核心，产业链布局完善，历经20余年发展已成为国产镜片绝对龙头。公司实控人持股61.2%，员工持股平台占2.9%。核心管理团队经验丰富且团队稳定性强，赋能公司长期发展。公司IPO募集资金主要用于产能扩张、技术升级、研发中心建设、营销网络建设。

➤ **常规镜片业务（被低估的隐形增长抓手）：战略转型卡位中高端蓝海价格带，大单放量，产品结构改善，产品、渠道与品牌力构筑长期发展壁垒。**2018年起进行战略调整聚焦中高端市场，产品结构优化并与外资形成错位竞争。在消费者对国产镜片品牌认可度逐步提升、重视镜片功能性的同时也考虑性价比的背景下，明月镜片可较好承接白牌用户功能性需求升级+考虑性价比后从外资品牌回流来的客户需求，23Q3常规镜片收入增速同比超20%，增速亮眼。常规镜片中产品力优异、客单价更高的三大明星单品PMC、1.71及防蓝光系列放量更为迅速，推动常规镜片产品结构持续改善，截至23Q3三大单品占常规镜片收入比例已过半，大单品的亮眼销售带动公司收入利润稳步提升，同时亦彰显“明月”品牌力不断提升。公司持续投入研发保障技术长期的领先性，相关新品储备丰富，会在实际成熟时陆续推出始终保持产品的市场领先性。公司线下零售渠道布局广泛深入，23年起加大全国性及地方性头部大客户的开拓，渠道边际优化空间可期；公司较早布局多渠道广宣，高品质国产镜片品牌形象深入人心。中长期来看，公司有望从“制造的明月”逐步升级为“品牌的明月”与“科技的明月”，常规镜片业务处于收入利润稳步增长通道。

➤ **近视防控业务（高景气的第二成长曲线）：青控赛道景气度高，轻松控具备极强比较优势，第二成长曲线未来可期。**国内青少年近视形势严峻，社会关注度提升，青少年近视防控需求空间广阔，离焦镜与低浓度阿托品、角膜塑形镜等其他近视防控手段相比，能在实现相对较优的防控效果的同时，兼具佩戴便捷、可销售渠道广泛、高性价比等比较优势，我们看好离焦镜未来渗透率的提升空间，根据S曲线理论，离焦镜目前约5%的渗透率仍处于快速增长节点（10%）的左侧，未来增长可期。与外资竞对相比，明月离焦镜产品近视防控效果优异、产品矩阵完善、更具性价比、产品依从性更高、交付速度更快，差异化优势显著，轻松控系列产品放量迅速。公司积极投入资源进行产品宣传、消费者教育与终端赋能，轻松控品牌势能稳步提升。中长期来看，青控赛道景气度高，轻松控系列竞争优势显著，考虑到公司在线下数万家终端门店布局的基础上开拓零售渠道头部大客户并积极补充医疗渠道版图，轻松控系列产品有望持续快速放量，经测算，我们预计行业发展至中期（~2030年），在明月镜片轻松控市占率14%的假设下，离焦镜在近视青少年中渗透率10%/20%/30%对应的明月镜片离焦镜产品销售额分别为4.3/8.7/13.0亿元（出厂口径），较22年仍有非常大的增长空间。

➤ **投资建议：**放眼全球，海外已成功跑出全球眼镜行业龙头依视路-陆逊迪卡，镜片细分赛道亦有依视路、蔡司等全球知名品牌，镜片行业长坡厚雪，行业未来发展可期。考虑到公司是国产镜片龙头，常规镜片业务收入利润有望稳步增长成为隐性增长抓手，积极布局近视防控赛道，构筑高增速的第二增长曲线，具备较强稀缺性。我们预计2023-2025年公司归母净利润为1.65亿元、2.03亿元和2.85亿元，当前股价对应PE为51x、42x和30x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动、近视防控市场竞争加剧的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	623	753	950	1,209
增长率（%）	8.3	20.8	26.1	27.3
归属母公司股东净利润（百万元）	136	165	203	285
增长率（%）	65.9	21.3	22.9	40.2
每股收益（元）	0.68	0.82	1.01	1.41
PE	62	51	42	30
PB	5.7	5.4	5.0	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月29日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

41.86元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 1.明月镜片 (301101.SZ) 事件点评：拟回购股份用于员工持股或股权激励，进一步彰显长期发展信心-2023/10/27
- 2.明月镜片 (301101.SZ) 2023年三季报点评：常规镜片大单品销售亮眼、离焦镜持续快速放量，品牌实力凸显-2023/10/24
- 3.明月镜片 (301101.SZ) 2023年中报点评：Q2淡季不淡，看好Q3暑假旺季放量及全年高增长-2023/08/08
- 4.明月镜片 (301101) 事件点评：12个月临床结果表现亮眼，看好长期高品质发展潜力-2023/05/17
- 5.明月镜片 (301101.SZ) 2023年一季报点评：23Q1开门红，坚定看好中长期成长空间-2023/04/24

目录

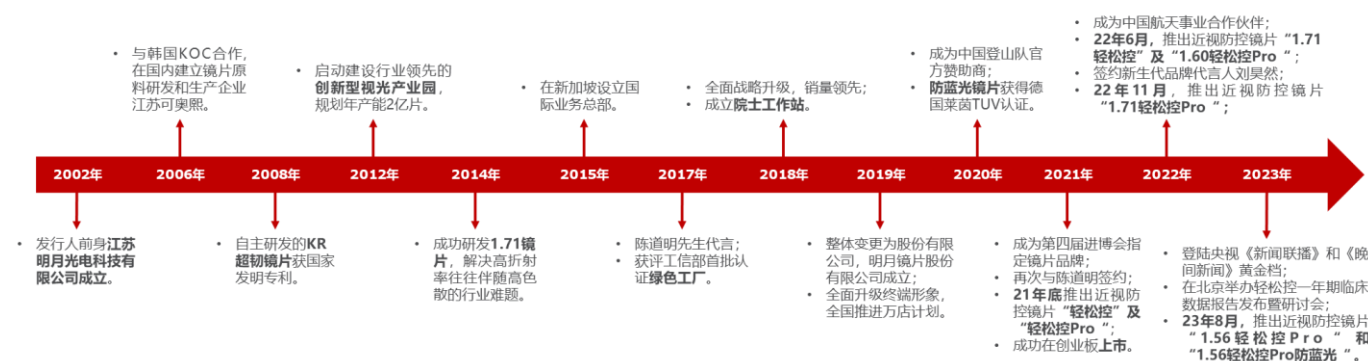
1 明月镜片	3
1.1 公司简介：国产镜片龙头，技术先进，全国销量领先	3
1.2 股权结构：实控人持股超 60%，员工持股平台占 2.94%	3
1.3 管理团队：实操经验丰富，核心团队稳定	4
1.4 募资用途：用于产能扩张、技术升级、研发中心建设、营销网络建设	5
1.5 业务简介：专注眼视光领域，镜片为核心业务	6
2 常规镜片：战略转型卡位中高端蓝海价格带，大单品放量、产品结构改善，产品、渠道与品牌力构筑长期发展壁垒	8
3 近视防控业务：青控赛道景气度高，轻松控具备较强比较优势，第二成长曲线未来可期	15
4 财务分析	24
5 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测假设与业务拆分	29
5.2 估值分析	31
5.3 投资建议	31
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

1 明月镜片

1.1 公司简介：国产镜片龙头，技术先进，全国销量领先

明月镜片是国产镜片龙头，技术先进，全国销量领先。公司前身为成立于 2002 年的江苏明月光电科技有限公司；2006 年，公司与韩国 KOC 合作，在国内建立镜片原料研发和生产企业江苏可奥熙；2008 年公司研发出韧性好、耐冲击的 KR 超韧镜片；2014 年公司成功研发推出 1.71 镜片，突破高折射率伴随高色散的行业技术难题，广受市场认可；2021 年公司联合中国工程院庄松林院士团队共同推出近视防控镜片“轻松控”，同年 12 月成功在创业板上市；2022 年公司蝉联第五届进博会唯一指定镜片品牌，并于 10 月官宣品牌另一代言人刘昊然，“一老一少”双代言人的规划助力公司触达更多消费者，进一步打开市场知名度。历经二十余年发展，明月镜片已成为中国镜片技术先进，全国销量领先的领导品牌，根据欧睿数据，明月镜片于 2016-2020 年连续五年中国大陆范围内销售量第一。

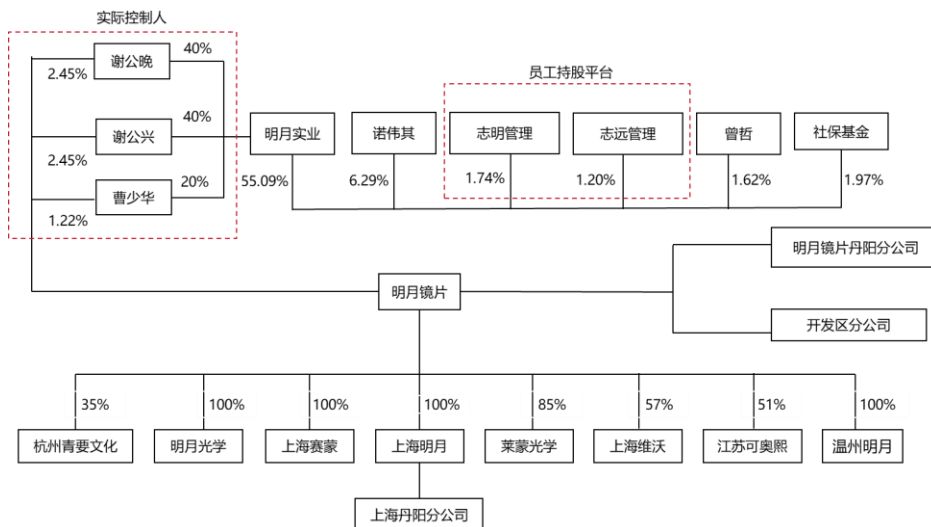
图1：明月镜片发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，人民资讯，中国网，民生证券研究院

1.2 股权结构：实控人持股超 60%，员工持股平台占 2.94%

公司股权结构较为集中，实控人持股超 60%。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人谢公晚、谢公兴（谢公晚的兄弟）及曾少华（谢公晚妹妹的配偶）合计直接或间接持股 61.2%。此外，员工持股平台志明管理与志远管理合计持股 2.94%，投资机构诺伟其持股 6.29%，董秘曾哲持股 1.62%。

图2：明月镜片股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 管理团队：实操经验丰富，核心团队稳定

公司核心管理团队经验丰富，团队成员稳定。公司创始人谢公晚先生早年从事眼镜批发零售业务，1989 年在南京开设经营眼镜店，1997 年谢公晚先生决心转型“要为中国人做出一块自己的镜片”，2002 年谢公晚放弃镜片零售转型生产镜片，开始陆续创办江苏明月光电有限公司（明月镜片前身）、江苏新大精细化工有限公司、上海嘉定明月光学有限公司，正式进军树脂镜片制造领域。此外，公司其他核心管理团队也已加入公司多年，拥有丰富的行业相关经验，能够支持引领公司走向长远发展。

表1：明月镜片核心管理团队简介

姓名	职位	年龄	加入公司时间	个人简介
谢公晚	董事长	55 岁	2002 年	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	董事、总经理	49 岁	2002 年	谢公晚先生之弟，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	41 岁	2015 年 1 月	本科学历。历任上海天强管理咨询有限公司项目经理、上海靓视丽光学眼镜有限公司总经理、明月光电副总经理；2019 年 11 月起担任明月镜片董事、副总经理、董事会秘书。
王雪平	副总经理	47 岁	2002 年 9 月	本科学历。历任明月实业仓储部经理，明月光电行政人事部经理、总经理助理、副总经理，江苏视博光学眼镜有限公司副总经理，明月光电副总经理。2019 年 11 月至今，任明月镜片副总经理。
朱海峰	研发中心总监，监事会主席	39 岁	2003 年 1 月	高中学历，自 2003 年 1 月起，历任明月光电技术部工程师、经理，明月光电研发部经理、研发中心总监，2019 年 11 月起担任明月镜片研发中心总监。
尉静妮	财务总监	40 岁	2022 年 7 月	香港中文大学应用会计学硕士。历任安永华明会计师事务所审计经理、聚信国际租赁有限公司财务部高级经理、国药控股（中国）融资租赁有限公司资金部副部长；2021 年至今，明月镜片股份有限公司财务中心总监。

资料来源：公司公告，公司招股书，民生证券研究院

1.4 募资用途：用于产能扩张、技术升级、研发中心建设、营销网络建设

募集资金主要用于树脂镜片的产能扩张、技术升级、研发中心建设及营销网络建设。公司 21 年 IPO 所募集资金将有：(1) 52.9%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、定制片等高端树脂镜片产品，通过该项目的推进，公司将新增高端树脂镜片产能 1650 万片/年，能够更好的满足市场对高端树脂镜片产品的需求。(2) 24.8%用于常规树脂镜片扩产及技术升级项目，项目主要产品为 1.60、1.67 等折射率的常规树脂镜片产品。通过该项目的推进，公司将新增常规树脂镜片产能 850 万片/年，能更好地满足市场对树脂镜片产品的需求。(3) 10.9%用于研发中心建设项目，公司计划通过新建研发实验室等基础设施、引进一系列国内外先进研发设备和器具，并配备相应的技术研发人员等措施进一步提高公司产品的技术水平和利润水平。(4) 11.4%用于营销网络及产品展示中心建设项目，公司计划在上海、北京等多个城市租赁办公场所建立全国营销总部、品牌体验店及产品展示中心，并定制或采购一批验光及办公设备，同时扩充人员并进行统一业务培训，以实现品牌服务的升级，提高营销服务能力，强化市场及客户对公司的品牌认知度，进一步完善的市场、销售和服务支持体系。

根据公司公告，截至 23H1，公司已使用募资资金 6098.8 万元，其中用于高端树脂镜片扩产项目 1952.8 亿元，已用金额占计划金额约 6.50%；用于常规树脂镜片扩产及技术升级项目 2673.5 亿元，已用金额占计划金额约 18.98%；用于研发中心建设项目 1189.4 亿元，已用金额占计划金额约 19.15%；用于营销网络及产品展示中心建设项目 283.2，已用金额占计划金额约 4.39%。

表2：公司 IPO 募资用途及资金使用进展

项目名称	募集资金使用金额 (万元)	资金占比	截至 23H1 已投入金额 (万元)	截至 23H1 投资进度	项目概况
高端树脂镜片扩产项目	30042.8	52.90%	1952.8	6.50%	项目规划总建筑面积 37415.24 m ² ，主要建设内容包括生产车间、配套车间等其他配套工程设施。项目主要产品为 1.71 折射率镜片、超韧非球面镜片、定制片等高端树脂镜片产品。通过本项目的实施，公司将新增高端树脂镜片产能 1650 万片/年，以更好地满足市场对高端树脂镜片产品的需求。
常规树脂镜片扩产及技术升级项目	14086.43	24.80%	2673.5	18.98%	项目规划总建筑面积 27074.71 m ² ，主要建设内容包括生产车间、配套车间等其他配套工程设施。项目主要产品为 1.60、1.67 等折射率的常规树脂镜片产品。通过本项目的实施，公司将新增常规树脂镜片产能 850 万片/年，以更好地满足市场对树脂镜片产品的需求。
研发中心建设项目	6210.47	10.90%	1189.4	19.15%	项目规划建筑面积 5013.06 m ² ，通过新建研发实验室等基础设施、引进一系列国内外先进研发设备和器具，并配备相应的技术研发人员。本项目将实现公司技术研发及

试验检测能力的进一步提升，为新技术与新产品的开发提供研发平台，缩短产品研发周期，提升产品质量，进一步提高公司产品的技术水平和利润水平。

计划通过租赁办公场所的方式在上海、北京、深圳、南京、杭州、成都、丹阳等城市建立全国营销总部、品牌体验店及产品展示中心，并定制或采购一批验光及办公设备，同时扩充人员并进行统一业务培训，以实现品牌服务的升级，提高营销服务能力，强化市场及客户对公司的品牌认知度，进一步完善的市场、销售和服务支持体系。

营销网络及产品展示中心建设项目

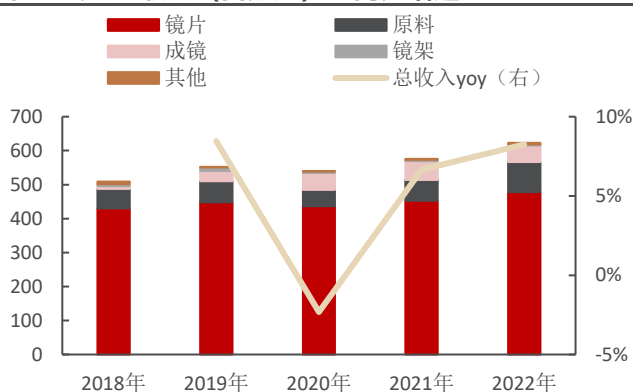
6456.34 11.40% 283.2 4.39%

资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

1.5 业务简介：专注眼视光领域，镜片为核心业务

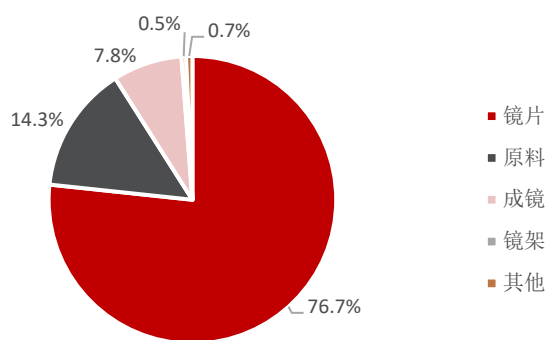
明月镜片专注眼视光领域，镜片是核心业务，22 年收入占比~76.7%。明月镜片业务涵盖镜片、镜片原料、成镜、镜架等产品的研发、设计、生产和销售。1) **镜片 (22 年收入占比~76.7%)**：公司核心业务，公司根据市场和消费者需求的变化，基于自身具有的镜片基础材料、光学设计能力或镜片膜层，设计和生产日常通用镜片以及近视管理、PMC 超亮、智能变色等功能性镜片；2) **镜片原料 (22 年收入占比~14.3%)**：公司与日本三井、韩国 KOC 合作建立全球领先的镜片原料研发生产中心，自主研发和生产 1.71、KR 树脂、KR 超韧、PMC 超亮等优质原料，用于自身镜片生产和供给同行；3) **成镜及镜架 (22 年合计收入占比~8.3%)**：公司成镜产品主要为框架眼镜，主要通过终端门店以及天猫、京东等平台的线上自营旗舰店销售。

图3：公司总收入（百万元）与同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2022 年公司分业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前镜片产品主要包含日常通用镜片和功能性镜片两大类。1) 日常通用镜片：指各种折射率的普通镜片，目前公司产品覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71、1.74 全部常用折射率。2) 功能性镜片：指在日常普通镜片的基础上，根据应用场景和人群特点不同，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多种功能特性，目前公司功能性镜片产品包含近视管理、PMC 超亮、KR 超韧、双重防蓝光、智能变色、偏光、渐进多焦点等。

图5：公司镜片产品矩阵

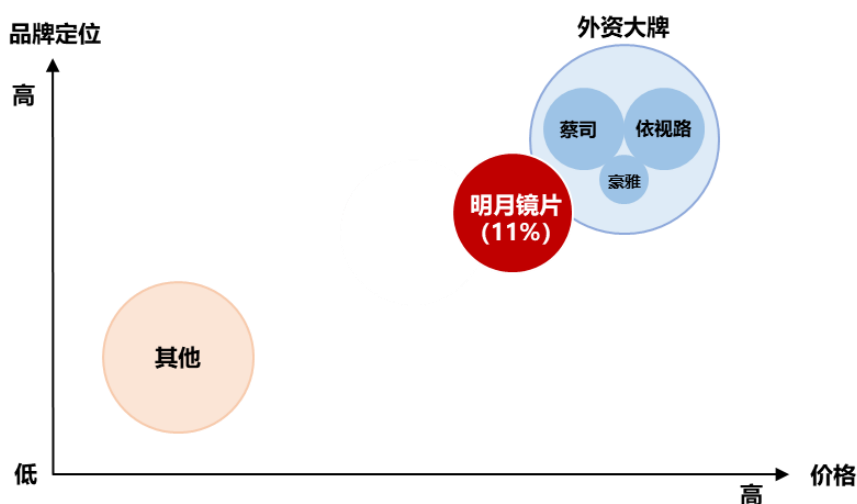


资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 常规镜片：战略转型卡位中高端蓝海价格带，大单品放量、产品结构改善，产品、渠道与品牌力构筑长期发展壁垒

明月镜片积极调整聚焦中高端镜片市场，卡位蓝海价格带。从国内镜片市场不同价格带的竞争格局来看，1.50、1.56 等低折射率的常规片产品生产门槛较低，国内生产厂商较多，下游市场价格竞争激烈，是镜片行业的红海市场，而超高折射率、高溢价的高端化镜片已被外资品牌较早卡位，因此，凭借着对行业的深刻洞察与敏锐前瞻性，明月镜片在 2018 年起便主动退出部分低折射率低端产品业务，转型聚焦中高端镜片市场，重点研发并推广中高折射率、功能性镜片等具备差异化竞争优势的镜片产品。

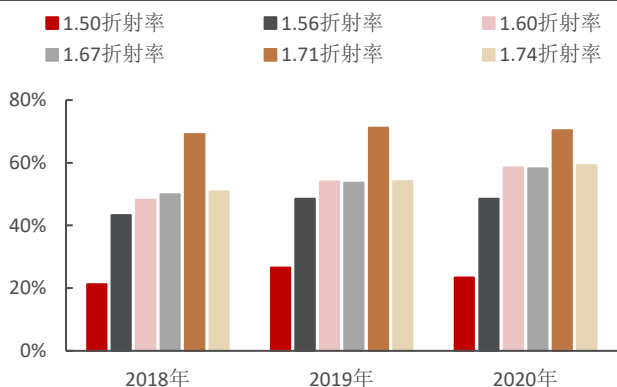
图6：明月镜片卡位中高端蓝海价格带（2022 年）



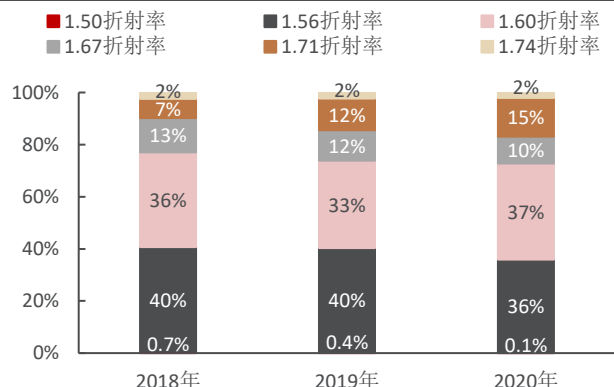
资料来源：公司招股书，沙利文，民生证券研究院绘制；

注：图中标注数据为 22 年以销售量计算的市占率

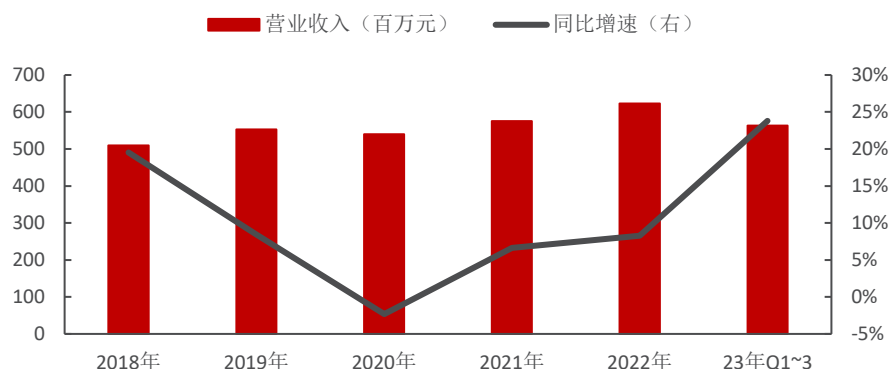
21 年战略调整基本完毕，产品结构改善，营收增速触底回升，镜片均价与整体净利率提升显著。2018 年起，公司主动削减了部分低折射率、低端镜片的产能，镜片销量从 2018 年的 3851 万片下滑至 2020 年的 2793 万片，但对应镜片均价从 2018 年的 11.16 元/片提升至 2020 年的 15.61 元/片。利润率方面，生产门槛更高的中高折射率产品毛利率远高于低折射率产品（明月镜片 1.71 折射率镜片毛利率~70% VS 1.50 折射率镜片毛利率~20%），通过战略调整聚焦中高端市场，公司 1.50 系列产品收入占比从 2018 年的 0.67% 下滑至 2020 年的 0.08%，1.56 系列产品收入占比从 2018 年的 39.97% 减少至 2020 年的 35.86%，中高端产品系列 1.67 及 1.71 收入占比从 2018 年的 20.45% 提升至 2020 年的 25.26%，在常规镜片产品结构优化拉动下，公司整体毛利率从 2018 年的 44.34% 提升至 2020 年的 54.95%，同期归母净利润率从 6.45% 提升至 12.97%。

图7：公司镜片产品毛利率水平


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：公司镜片产品收入占比


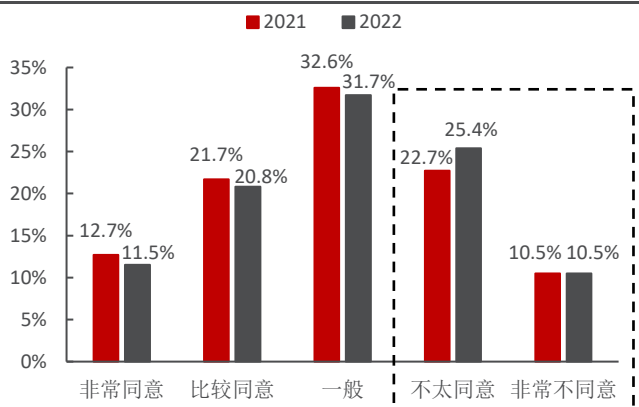
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司营业收入及同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

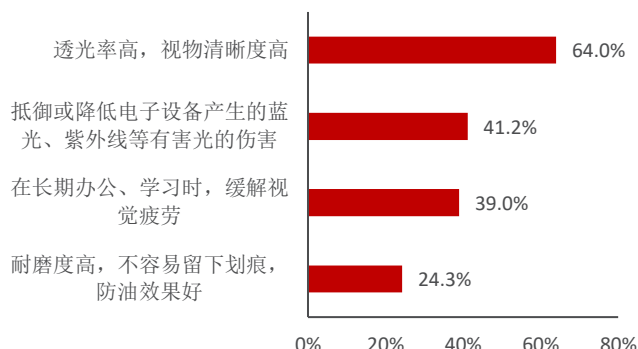
消费者对国产镜片品牌认可度逐步提升、重视镜片功能性的同时亦考虑性价比。消费者对国产镜片的认可度不断提升，根据艾瑞咨询数据，不同意“进口镜片质量优于国产镜片质量”的消费者比例从21年的33.2%提升至22年的35.9%；此外，随着工作办公及休闲娱乐时面对电子设备时间较长，消费者对镜片防蓝光与缓解视觉疲劳等功能的需求高企，根据艾瑞咨询数据，消费者在选择镜片时高度看重物成像清晰度、防蓝光及缓解视觉疲劳等功能性，对应功能的关注度分别为64.0%、41.2%、39.0%，消费者对功能性镜片的需求持续提升。价格方面，根据艾瑞咨询数据，消费者在选购镜片时除了考虑功能性，还会对价格因素进行考虑，因此，我们可以发现，在目前消费环境下，消费者在更加重视镜片功能性的同时也会对产品的性价比投入更多考虑，着力在一定预算范围内寻求满足特定功能需求的“最优解”。

图10: 消费者对“进口镜片质量优于国产镜片质量”观点的认同情况



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院;
注: 样本量为 2063, 调研时间为 2022 年

图11: 消费者对镜片的的需求



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

国产镜片龙头明月镜片产品布局完善且产品力优异, 卡位中高端, 市占率有望持续提升。在产品线布局方面, 明月镜片分为日常通用、数码场景、户外防护、高端定制四大系列, 可以满足不同消费者不同使用场景的差异化需求, 同时拥有 PMC 超亮 (透光率高达 98.6%, 人眼可辨的纯净透亮), 1.71 系列 (更薄、阿贝数更高、更清晰, 性价比更高) 以及防蓝光等兼具产品力与性价比的大单品; 价格方面, 在产品力不弱于外资品牌的基础上, 明月镜片核心产品较外资具备更强性价比, 能为消费者在有限预算下提供更优选择。根据沙利文《2022 年中国眼镜镜片行业白皮书》, 2022 年, 按零售量计算, 明月镜片以 11% 的市占率位列行业第一, 考虑到明月镜片完善的产品矩阵, 差异化的产品实力以及较强的性价比, 在消费者对国产镜片认可度不断提升同时注重功能与性价比的背景下, 有望攫取更多市场份额, 市占率有望持续提升。

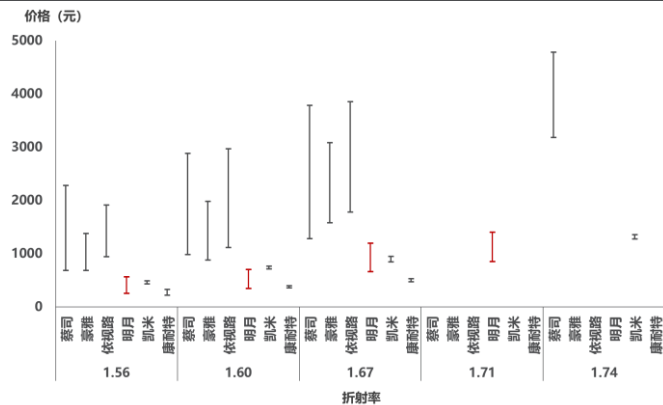
表3: 明月镜片常规镜片产品梳理

场景	系列	特点	宣传图
	1.71 系列	更薄 (在相同度数、直径下, 1.71 的边缘厚度比 1.60 薄 11%)、更轻 (在相同度数、直径下, 1.71 的重量比 1.60 轻 7%)、更清晰 (1.71 镜片的阿贝数远高于相近折射率的镜片)。	
日常通用	PMC 超亮系列	采用 KR 树脂高度提纯加工的新型镜片材料, 该材料透光率可高达 98.6%, PMC 超亮抗氧化性能强, 镜片净白透亮。	
	KR 超韧系列	KR 超韧材料为网状交联分子结构, 镜片不易碎, 更安全; 镜片阿贝数高达 43, 不易产生彩色边缘, 视物更清晰。	
	日常通用系列	使用与日本三井、韩国 KOC 合作研发并生产的 KR 树脂镜片材料, 品质更放心; 基于亚洲人独特的眼球结构, 对光学设计进行升级, 开阔视野、提升视觉效果、增强佩戴舒适感	

数码场景	双重防蓝光系列	基材吸收+膜层反射双重技术防蓝光，效果更好，获得德国莱茵 TUV 认证。	
	近视太阳镜片 Pro 系列	可根据个人需要现片配镜，告别传统冗长的定制周期；采用“一体融成技术”有效解决度数不佳、镜片过厚等问题，偏光膜更牢固、更均匀。	
户外防护	智能变色系列	随紫外线强弱智能变色，一镜多用，方便实用；采用 SPC 旋涂技术，变色后颜色更均匀稳定；智能变色因子呈剪式结构分布，对光线变化快速反应，更高效。	
	近视管理系列	▲轻松控：周边离焦眼轴控制技术，有效控制眼轴增长；鼻侧视近区扩大技术，符合中国孩子用眼习惯；Inner Carving 内雕工艺，让视野更开阔。 ▲轻松控 PRO：多点近视离焦眼轴控制技术，更有效控制眼轴过快增长；“贝壳形”视像区，提升佩戴舒适感；“满天星”多点微透镜，近视防控更有效；3D 内雕工艺，有效保护微透镜，更耐用。	
高端定制	学生读写系列	一镜多焦，远近切换不易累。	
	抗疲劳系列	在渐进多焦点镜片中，远距离视野更宽广，中距离视野更聚集，近距离视野更清晰。	
	维适系列	自由曲面设计，根据老视度数以及镜框选择等因素，合理设计下加光、渐变焦速率、通道长度等参数，既满足老视人群中近距离清晰视物的需求，也能使眼睛在不同距离视物切换时过渡更自然，更舒适。	

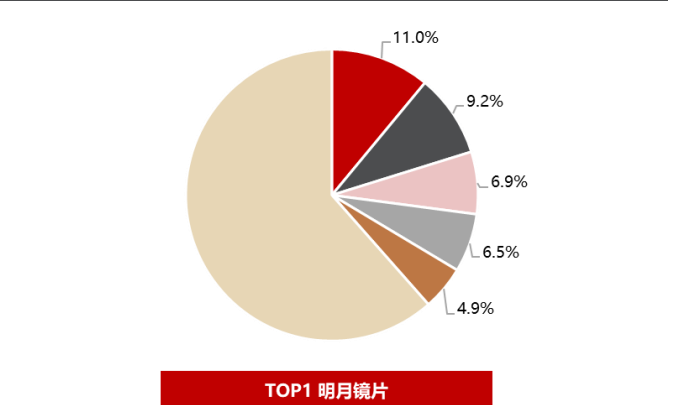
资料来源：明月镜片官网，民生证券研究院

图12：明月镜片产品较外资品牌更具性价比，较其他国产品牌有品牌溢价



资料来源：天猫、京东，民生证券研究院；注：价格时间为 12 月 24 日

图13：2022 年中国镜片行业竞争格局（以零售量计）



资料来源：沙利文《2022 年中国眼镜镜片行业白皮书》，民生证券研究院

三大明星单品 PMC、1.71 及防蓝光系列快速放量，产品结构进一步优化，“明月”品牌力不断凸显。目前，公司旗下常规镜片有三大明星单品，分别是：**1) PMC 超亮系列**，采用 KR 树脂材料，镀膜后透光率高达 98.6%，纯净透亮，视物清晰真实，价格在 568-1528 元/副区间；**2) 1.71 系列**，更薄（同样的度数、直径下，1.71 的边缘厚度比 1.60 薄 11%）、更轻（同样的度数、直径下，1.71 的重量比 1.60 轻 7%）、更清晰（阿贝数远高于折射率相近的镜片，实现高折射率镜片低色散，佩戴视物更清晰），价格在 1168-1528 元/副区间；**3) 双重防蓝光系列**，可以有效保护眼睛少受蓝光伤害，价格在 468-1498 元/副区间。

根据公司公告，2023 年单三季度，其中 PMC 超亮系列单 Q3 收入同比+77%，1.71 系列单 Q3 收入同比+27%，公司三大明星单品占常规镜片收入比例已过半，大单品策略作用下公司常规镜片业务产品结构持续优化。分析原因，产品力优异、客单价更高（PMC 超亮系列价格中枢~700-800 元/副，双重防蓝光系列价格中枢~800 元/副，1.71 系列价格中枢~1200 元）的明星单品快速放量，主要系：1) 在消费者对镜片功能与品质认知度、品牌认可度不断提升的背景下，部分消费者逐渐从白牌低价低质镜片转向品质更优的品牌镜片，明月镜片是国产镜片龙头，常规镜片产品尤其是三大核心单品的产品力优异，可较好满足消费者对镜片的功能性需求，承接一部分消费者结构性切换的订单；2) 在消费承压的背景下，消费降级趋势逐渐凸显，与外资品牌相比，明月镜片的产品力大多不弱于外资品牌，但整体售价较外资便宜 1/3，更具性价比，随着明月镜片品牌力的逐步凸显，在消费降级趋势背景下，明月较好承接部分从外资品牌回流来的客户。与此同时，客单价更高、毛利率更高的大单品持续放量，带动公司常规镜片业务收入结构与利润的稳步提升的同时亦反应了“明月镜片”作为国产镜片第一品牌的品牌力的持续提升。

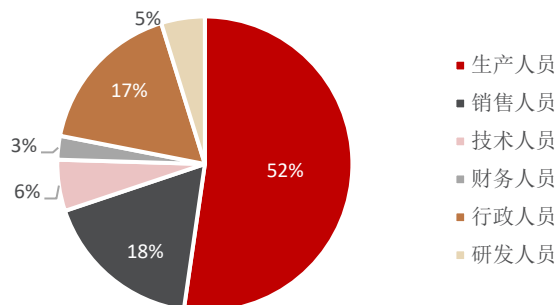
重视研发投入，产品储备充足，始终保障产品的市场领先性。公司始终强调自主创新，坚持提升自产原料能力，与国内多家院校、行业知名专家、顶尖学术机构建立产学研合作，掌握自主研发领域资源布局与投入，同时积极推进合作研发，例如公司与上海理工大学及庄松林院士团队、南京工业大学等知名高校及团队达成产学研用合作，分别成立了“上海理工-明月镜片眼镜光学工程技术研究中心”、“院士工作站”以及“南京工业大学-明月光电新材料新技术产业研究所”，持续保障技术的行业领先性。研发人员数量储备方面，根据公司公告，截至 22 年底，公司研发人员共有 46 人，占总员工数量的比例从 21 年的 3.93%提升至 22 年的 4.78%；专利方面，截至 22 年底，公司共拥有 152 项专利，其中 21 项发明专利、110 项实用新型专利、21 项外观设计专利。稳定的高研发投入较好的保障了公司产品技术的市场领先性，根据公司公告，公司常规镜片新品储备充足，后续将在时机成熟时推向市场，接力目前大单品的增长。

图14: 明月镜片研发合作对象

开始时间	合作对象	合作内容
2017年	上海理工大学	联合成立“上海理工-明月镜片眼镜光学工程技术研究中心”，上海理工大学提供科研指导和人才培养，并为公司申报科技计划项目提供技术、成果和人才支撑，促进公司在工艺优化、自动化生产线、新品种开发、镜片设计的研发，加工检测设备的设计研发等方面实现技术革新或技术突破等。
2018年	光学专家庄松林院士及其团队	与庄松林院士及其团队合作，建立眼镜行业第一个“院士工作站”，主要通过对视光学中光学部分的研究，研制出符合国人配戴的光学矫正镜片，并对验光、定制、镜片参数检验等多环节进行深度优化；2021年根据中国孩子的眼球结构和用眼习惯推出了更适合中国孩子佩戴的两代近视管理镜片产品——“轻松控”及“轻松控Pro”。
2019年	南京工业大学	联合成立“南京工业大学-明月光电新材料新技术产业研究所”主要专注于视光学及其新材料技术、光电新材料和激光防护材料与装备等方面的科学研究和应用等。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2022年明月镜片员工结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

镜片产品区分度低, 需要投入一定品牌营销建立 TO C 端心智进而提升用户粘性。 镜片产品相对特殊, 产品区分度较低, 消费者在购买时仅凭肉眼较难识别, 只有在后续正式验配佩戴过程中才能体会到镜片的差异, 因此对于消费者区分度低、感知力较弱的消费品 (例如奶粉、饮用水等), 更需要投入营销打造产品的品牌力, 从而抢占消费者心智, 凭借着对产品以及消费模式的深入敏锐洞察, 明月镜片是国产镜片里较早投入多渠道广宣资源强化品牌建设、提升品牌知名度的镜片品牌。

图16: 奶粉品牌广告



资料来源: 爱他美, 飞鹤, 民生证券研究院

图17: 饮用水品牌广告



资料来源: 农夫山泉, 百岁山, 民生证券研究院

明月镜片较早布局投入多渠道广宣, “国产镜片第一品牌” 形象深入人心。1) 聘请陈道明先生为代言人, 同时搭配多渠道广宣活动, 国产镜片龙头品牌形象成功突围。 2017年, 明月镜片签约陈道明先生为代言人, 并在2020年再次续约, 陈道明先生在表演艺术事业上不断进取、突破创新、追求完美的精神与明月镜片始终坚守产品品质、对工艺技术的创新不谋而合; 在签约代言人的同时, 公司布局多渠道广宣投入, 伺候相继赞助多档热播综艺如《非诚勿扰》、《最强大脑》等、2018-2022年连续赞助江苏卫视跨年晚会、并在全国多个公交站高铁站飞机场等客流量较大地标进行品牌露出, 明月镜片品牌的知名度不断提升。**2) 赞助多项国家级专业活动, 着力打造明月镜片技术领先、品质过硬的品牌形象。** 2020年及2021年明月镜片均赞助国家登山队登顶珠峰, 为登山队员赞助墨镜/雪镜以抵御高原地区强烈的阳光以及冰雪反射的光线; 2020年明月镜片助力“奋斗者”号载人潜水器在马里纳海沟成功坐底, 为工作人员提供更全面更细致的视物保障; 2023年, 明月镜片助力神州十六号发射, 桂海潮成为首位戴眼镜上太空的宇航员, 其佩戴的便

是明月镜片产品，此次活动进一步向国人彰显了明月镜片的航天好品质。3) 设立线下体验专区，提升消费者对明月镜片产品的感知度。在合作的门店中，明月镜片还多设立线下体验专区，通过实际的小道具来让消费者对本感知度较低、区分难度的镜片的功能，如抗冲击性、更防污、透光率更高等有更为直观的感知，有望进一步抢占消费者心智。通过多渠道、多种方式的广宣活动，明月镜片持续提升口碑与认知，打破消费者对镜片品类认知不足、有品类无品牌的局面，使“明月=镜片”的概念深入人心，助力品牌建设迈入新阶段。

图18: 明月镜片代言人及节目冠名海报



资料来源: 荔枝网, 新浪网, 民生证券研究院

图19: 明月镜片线下体验店



资料来源: 明月镜片官网, 民生证券研究院

线下零售渠道布局广泛深入，成为公司长期发展基石，23H2 起重视头部大客户开拓，贡献渠道边际增量。公司高度重视对线下零售渠道的赋能与支持，2019年，明月镜片启动“万店计划”，支持经销商建设专卖店、镜片专区、镜片专柜以及提供镜片体验道具等方式，在2019年完成超过10000家零售店的体验升级，为终端渠道的销售提供更多动能支持，提升渠道合作深度与质量；根据公司公告，截至23H1公司直接和间接合作的线下终端门店数量达到数万家，整体渠道结构较为稳定，同时基于与下游终端眼镜门店、连锁企业和经销商客户的多年合作，持续召开新品品鉴会、客户沙龙等活动，加强对渠道客户的管理服务，提升客户对公司产品的粘性，明月镜片多年来培育的广泛深入且稳定的渠道成为公司产品线下渠道推广的核心动力之一。根据公司公告，23H2起在有意地推动全国领先及地区领先的大客户开拓，整体效果较为明显，头部大客户的合作一方面可以进一步助推公司产品销售，另一方面依托头部渠道本身的品牌背书效应也有望进一步提升明月镜片的品牌势能。

图20: 明月镜片启动“万店计划”



资料来源: 中国日报网, 民生证券研究院

图21: 明月镜片河南客户交流沙龙

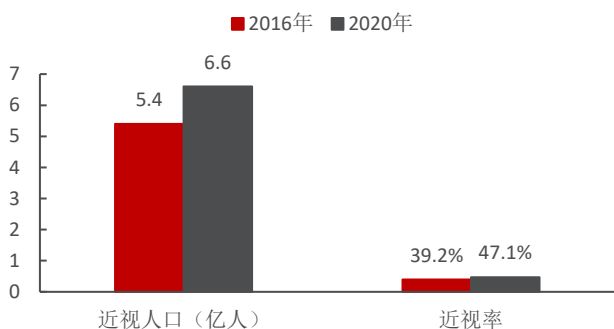


资料来源: 同明眼科, 民生证券研究院

3 近视防控业务：青控赛道景气度高，轻松控具备较强比较优势，第二成长曲线未来可期

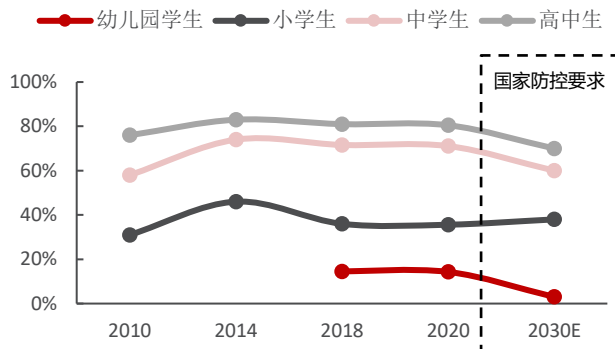
国内近视情况严峻，且呈现低龄化、重度化趋势。根据《中国眼健康白皮书》披露数据，2016-2020年，我国近视人口从5.4亿人增至6.6亿人，全国视力问题人口占比从39.2%升至47.1%，近视情况严峻。此外，我国近视低龄化问题突出，根据国家卫健委调查数据，2020年全国儿童青少年总体近视率为52.7%，其中6岁儿童为14.3%、小学生为35.6%、初中生为71.1%、高中生为80.5%。较高的近视患病率以及庞大的人口成为国内眼镜行业市场规模增长的基础。

图22：中国近视人口及近视率



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

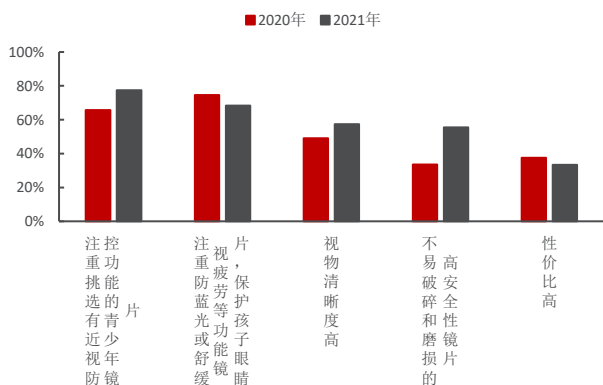
图23：2010-2020年中国儿童青少年近视率变化



资料来源：艾瑞咨询，国家卫健委，民生证券研究院

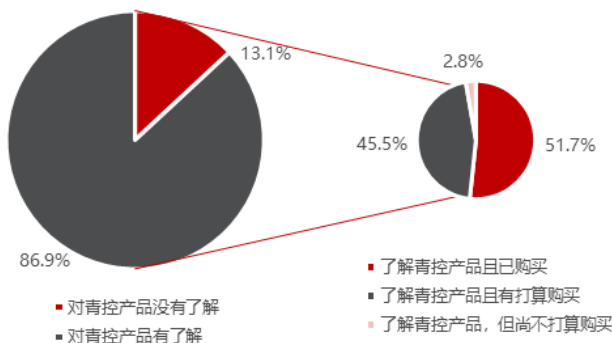
消费者的近视防控意识逐步提升。随着国家相关政策的持续出台及落地执行，以及青少年近视危害性相关理念逐步深入人心，我国消费者对青少年近视防控的认知度和需求提升。根据艾瑞咨询消费者调研数据，2021年，消费者为子女购买镜片时“镜片是否具有近视防控功能”为首要考虑因素，占比从2020年的65.5%提升至77.4%；2022年，为子女购买眼镜的消费者中对青控产品有了解的占87%，其中已经购买的约占52%，有意愿购买的约占45%。

图24：消费者为子女购买镜片时的主要考虑因素占比



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图25：为子女购买眼镜的家长对青控产品的认知度



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院；
注：总样本量为612，调研时间为2022年

国家出台多项政策推动近视防控相关工作落地。近年来，国家对青少年近视防

控的政策指导持续加码,2016-2023 年间出台多项儿童青少年近视防控政策条例,其中多数政策为 2020 年后颁布。2018 年 8 月,教育部会同卫健委等八部门联合制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》,将近视防控提升至国家战略层面,提出近视防控基本目标,力争到 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,6 岁儿童近视率控制在 3%左右,小学生近视率下降到 38%以下,初中生近视率下降到 60%以下,高中阶段学生近视率下降到 70%以下;同时提出将儿童青少年近视防控工作纳入政府绩效考核,从 2019 年开始每年开展评议考核。

表4: 国家发布多项方案文件强调青少年近视防控

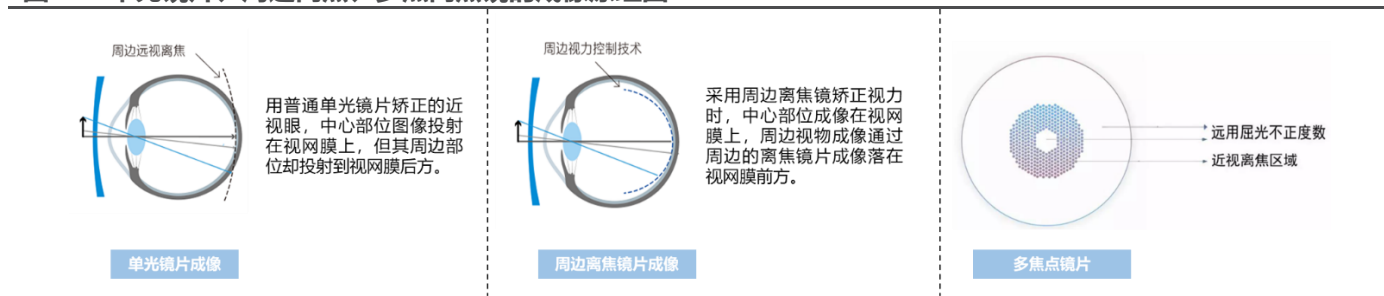
政策	制定机构/部门	发布时间	目标
《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、国家卫生健康委员会等八部门	2018 年 8 月	1.儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上,近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。 2.小学生、初中生、高中生近视率下降到 38%、60%、70%以下,国家学生体质健康标准达标优秀率达 25%以上。
《儿童青少年近视防控适宜技术指南》	国家卫健委	2019 年 10 月	对近视防控基本知识进行普及,从筛查视力不良与近视、建立视力健康档案、培养健康用眼行为、科学诊疗与矫治几个方向指导近视防控适宜技术。
《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021-2025 年)》	教育部办公厅等十五部门	2021 年 4 月	1.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。 2.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。
《学前、小学、中学等不同学段近视防控指引》	教育部	2021 年 5 月	1.提高儿童青少年用眼行为改进率和近视防控知识知晓率。 2.从多方面有针对性指导 0-6 周岁学前幼儿和家长科学有效防控近视。
《儿童青少年近视防控适宜技术指南(更新版)》	国家卫健委	2021 年 10 月	1.完善近视防控基本知识内容; 2.完善近视防控适宜技术要求,更新筛查频率为每学年不少于 2 次,补充学龄前儿童远视储备不足筛查方法及中小學生裸眼视力下降(≥ 4.9)筛查技术流程。
《“十四五”全国眼健康规划(2021-2025 年)》	国家卫健委	2022 年 1 月	1.0-6 岁儿童每年眼保健和视力检查覆盖率达到 90%以上。 2.有效屈光不正矫正覆盖率不断提高,高度近视导致的视觉损伤人数逐步减少。
《防控儿童青少年近视核心知识十条》	国家卫健委	2023 年 7 月	强调我国儿童青少年近视呈早发、高发态势,已成为影响儿童健康和全面发展的突出问题。从 10 个方面尽量做到早预防、早发现、早干预。
《儿童青少年近视防控公共卫生综合干预技术指南》	国家疾控局	2023 年 8 月	1.坚持三级预防策略:加强一级预防,围绕近视病因理论的进展以及近视相关的环境与行为风险因素开展近视防控干预;推进二级预防,注重视力健康筛查,加强近视分级管理,特别要关注学龄前儿童和小学生的屈光状况及远视储备量;落实三级预防,做好近视分级与矫正,科学配戴眼镜。 2.全生命周期干预,近视防控从生命孕育开始,实施视力健康管理关口前移。全人群与重点人群干预结合,开展全人群一级防控干预,结合重点人群策略,根据近视分期开展相应干预。

资料来源:国家卫健委,教育部,教育部办公厅等,艾瑞咨询,民生证券研究院

离焦镜产品技术逐渐从一代周边离焦向二代多点离焦转换,近视防控有效性提升。佩戴普通单光镜片时,中心视力处的物品成像会落在视网膜上,但周边视物成像落在视网膜后方,产生远视离焦,由于人眼有“看清物体”的自制机制,会倾向于不断拉长眼轴实现清晰实物,处于生长发育期的孩子眼球亦在生长发育,变化相对更加敏感,更易导致近视度数的过快加深,基于此,离焦技术应运而生,一代离焦技术为周边离焦技术,代表产品为 2010 年蔡司推出的成长乐(有效率~30%),采用周边离焦镜片进行视力矫正时,中心部位成像在视网膜上,周边视物成像通过周边的离焦镜片成像落在视网膜前方,从而达到延缓青少年眼轴过快增长、延缓近

视度数加深的效果；二代技术为多点离焦技术，2018年豪雅推出新乐学镜片标志着二代多点离焦技术的诞生（有效率~60%），多点离焦镜片由两块区域组成，一块是用于矫正屈光不正的中心光学区，保证佩戴者看事物的清晰度，另一块是由多个透镜组成的离焦区，让周边视物的光线在这个区域内形成近视离焦，从而达到减缓配戴者近视度数加深的目的，二代多点离焦镜较一代周边离焦镜而言，通过对光线更为精准的控制，在近视防控有效性方面得到显著提升。

图26：单光镜片、周边离焦、多点离焦镜的成像原理图



资料来源：蔡司官网，官方微信公众号，民生证券研究院

离焦镜具备较好的佩戴便利性、可铺渠道空间广、性价比高比较优势，有望成为主流近视防控手段。根据《近视管理白皮书》，近视防控主要有三种方式：角膜塑形镜、低浓度阿托品与离焦镜：1) 角膜塑形镜：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正治疗手段；2) 低浓度阿托品：泛指浓度低于 1% 的阿托品滴眼液，每晚睡前使用 1 次，使用简单，价格低廉，但目前单独使用低浓度阿托品滴眼液对 6~12 岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定且存在畏光、视近模糊和过敏性结膜炎等不良反应；3) 离焦镜：包括周边离焦镜与多点离焦镜两类。从近视防控效果来看，0.01%阿托品滴眼液能使 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 0.15 mm/年；角膜塑形镜能够延缓 35%~60%近视进展，减缓量约为 0.15mm/年，近视降低约 0.25~0.50D/年，多点离焦镜片的眼轴延缓量平均为 0.16mm/年，近视程度延缓量平均为 0.28D/年；周边离焦镜片的眼轴延缓量平均为 0.05mm/年，近视程度延缓量平均为 0.12D/年。综合来看，离焦镜防控效果相对较优，且具备多重比较优势。

考虑到国内青少年近视防控需求空间广阔，离焦镜作为近视防控的有效手段之一，在佩戴、渠道铺设、价格等方面具备极高的比较优势，我们看好离焦镜产品未来渗透率提升空间：1) **佩戴方面**，区别于角膜塑形镜夜间佩戴（且停止佩戴后角膜会逐步恢复到戴镜之前的状态，已有近视度数逐步回弹）且相对高昂与繁琐的护理成本，离焦镜的使用与配戴正常眼镜无明显差异，佩戴便利性高；2) **渠道方面**，角膜塑形镜只能在取得角膜塑形镜零售许可证的医院、眼科诊所、视光中心等专业渠道售卖，阿托品作为院内制剂尚未正式上市，目前作为院内制剂仅能在部分医院售卖，而离焦镜在公立医院、民营医院、视光中心、眼镜零售店等渠道均可售卖，验配渠道的便捷性高、网点数量更多可触达更多目标用户，助力离焦镜产品未来渗透率的快速提升；3) **价格方面**，角膜塑形镜终端销售价格约 6000-15000 元

/副，且建议 1-1.5 年更换一次，整体预计开支较高，角膜塑形镜自 1997 年被引入中国市场，受限于较为高昂的价格与相对有限的可铺设渠道数量，根据爱博医疗招股书披露，2020 年角膜塑形镜在国内 8-18 近视青少年中渗透率仅约 1.26%；离焦镜价格约 2000-4000 元/副，建议 1-1.5 年更换一次，整体支出与角膜塑形镜相比更具性价比，在当前整体消费承压偏环境下，离焦镜高性价比的优势进一步凸显，根据爱博医疗公告，23 年以来角膜塑形镜销售增长低于预期，原因之一系整体消费承压态势下，角膜塑形镜产品的销售进一步受到离焦镜的冲击。此外，整体来看，角膜塑形镜与阿托品对离焦镜也无完全替代效应，根据爱博医疗公告，目前角膜塑形镜和离焦镜联合低浓度阿托品的应用提升近视防控的有效性在临床和学术上已有共识。基于上述分析，我们看好离焦镜佩戴便捷、可铺设渠道空间广阔、以及作为极具性价比的较为有效的近视防控手段未来渗透率的提升空间。

与此同时，根据渗透率 S 曲线模型，当一个产品的渗透率跨过 10% 的关键点后，将会呈现出快速放量的趋势，从而带动相关企业进入戴维斯双击阶段，青少年近视防控需求空间广阔，离焦镜产品比较优势显著，未来渗透率提升空间较大，目前离焦镜 5% 左右的渗透率仍处于 S 曲线增长关键点左侧，未来增长可期。

表5：离焦镜作为一个比较好的近视防控手段，具备比较好的比较优势

类别	产品	防控效果	优缺点	产品价格	销售渠道
药物类	低浓度阿托品	0.01%阿托品滴眼液的近视防控效果达 27%~83%。	优点： 每晚睡前使用 1 次，使用简单，价格低廉。 缺点： 单独使用低浓度阿托品滴眼液对 6~12 岁儿童青少年的近视防控原理尚不确定，在高浓度使用的情况下停药后近视回退明显。	3000-4000 元/年	以院内制剂的方式在医院销售
	高浓度阿托品	近视控制效果达 60%~96%。	优点： 近视防控效果好于低浓度阿托品。 缺点： 出现畏光和视近模糊的症状。		
接触镜类	多焦点软性角膜接触镜	延缓近视进展约 0.21D/年，能控制 25%~50%的眼轴增长(约 0.11mm/年)。	优点： ①年龄无限制；②无法接受角膜塑形镜者可使用；③日抛镜片可减少并发症的发生。 缺点： 屈光度数太高不适用；多焦影响视觉质量。	750-1050 元/盒 (~18000/年)	医院眼科、眼科诊所、专业视光中心
	角膜塑形镜	减缓量约为 0.15mm/年，近视程度延缓量 0.25~0.50 D/年，延缓 35%~60%近视进展。	优点： 白天不需配戴框架镜或角膜接触镜。 缺点： 价格较贵，护理操作要求高，配戴不当存在并发症风险。	6000-15000 元/副	医院眼科、眼科诊所、专业视光中心
框架镜类	渐进多焦框架镜	亚洲儿童青少年配戴渐进多焦框架镜后，眼轴延缓量平均为 0.05mm/年，屈光度数延缓量平均为 0.17D/年。	优点： 患者配戴时依从性较好。 缺点： ①视近时会增加正融像性集合需求；②向下注视的位置偏差影响近视控制疗效；③调节力正常的患者可能会使用渐进多焦框架镜通道内任意位置视近，从而不能有效利用近附加。	300-800 元	医院眼科、眼科诊所、专业视光中心、眼镜零售店、电商平台
	周边离焦	亚洲儿童青少年配戴周边离焦设计框架眼镜后，眼轴延缓量平均为 0.05mm/年，近视程度延缓量平均为 0.12D/年。	优点： 患者配戴时依从性较好。 缺点： 若视远时，不改变头位，仅转动眼球，此时产生的注视偏差会使中心视力清晰度受到影响，视网膜周边的离焦效应会发生未知的变化影响近视控制效果。	1200-4000 元	医院眼科、眼科诊所、专业视光中心、眼镜零售店、电商平台
	多点离焦	亚洲儿童青少年配戴多点近视离焦框架眼镜后，眼轴延缓量平均为 0.16mm/年，近视程度延缓量平均为 0.28D/年。	优点： ①镜片外观与常规单焦框架眼镜无差别；②瞳孔范围内，远用矫正度数和近视离焦度数面积比例稳定，不因镜片位置改变而发生变化。 缺点： 光线经过镜片中央离焦区后，分解为远用矫正部分和近视离焦部分，对比度有所降低。	2500-4500 元	医院眼科、眼科诊所、专业视光中心、眼镜零售店、电商平台

资料来源：近视管理白皮书，艾瑞咨询，天猫，京东等，民生证券研究院

明月镜片现有 20 款离焦镜 SKU，拥有市场最全面的产品矩阵，积极布局青少年近视管理市场。2021 年 6 月，明月镜片联合庄松林院士团队推出第一代青少年近视管理镜片“轻松控”，产品系基于周边离焦技术的折射率 1.60 的镜片；2021 年 12 月，公司推出“轻松控 Pro”系列，产品采用多点离焦技术，此后，公司多次扩充零售渠道产品线，截至 23 年 12 月，公司零售渠道拥有 12 款 SKU，其中一代（“轻松控”系列，采用周边离焦技术）有 4 款 SKU，二代（“轻松控 Pro”系列，采用多点离焦技术）拥有 8 款 SKU，此外，22 年 9 月起，公司还针对医疗渠道发布了专门的医院版轻松控和轻松控 Pro，简称 H 版（Hospital），H 版相关产品在在膜层美观度和产品参数性能上较零售渠道产品均有进一步提升，呈现肉眼可见的差异，截至 23 年 12 月，公司医疗渠道有 8 款 SKU，全部产品线合计共有 20 款 SKU，覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71 四个折射率，包括日常使用和防蓝光两个类别，离焦镜核心技术专利权均为公司所有。

表6：明月镜片离焦镜产品

技术原理	型号	产品名	原料	阿贝数	折射率	膜层	功能	售价	推出时间	
零售渠道产品										
周边离焦	D60MF	1.60 轻松控	PMC 超亮	40	1.603		近视管理	1598 元	2021.6	
	D71MF	1.71 轻松控		37	1.701			2298 元	2022.6.1	
	D60MFL	1.60 轻松控防蓝光		40	1.603		近视管理+双重	1798 元	2022Q1	
	D71MFL	1.71 轻松控防蓝光		37	1.701		防蓝光	2598 元	2022.6.1	
多点离焦	D56TF	1.56 轻松控 Pro	PMC 超亮	43	1.558	天视 A6 膜 (可以减少 镜片表面的 广反射、防 水、指纹和 油污、减少 镜片表面灰 尘吸附)	近视管理	1998 元	2023.7.22	
	D60TF	1.60 轻松控 Pro	PMC 超亮	40	1.603			2398 元	2022.6.1	
	D67F	1.67 轻松控 Pro	KR 树脂	32	1.665			2798 元	2021.12	
	D71TF	1.71 轻松控 Pro	PMC 超亮	37	1.701			3398 元	2022.11.25	
	D56TFL	1.56 轻松控 Pro 防蓝光	PMC 超亮	43	1.558			2298 元	2023.8.1	
	D60TFL	1.60 轻松控 Pro 防蓝光	PMC 超亮	40	1.603			近视管理+双重	2698 元	2022.6.1
	D67TFL	1.67 轻松控 Pro 防蓝光	KR 树脂	32	1.665			防蓝光	3098 元	2022Q1
	D71TFL	1.71 轻松控 Pro 防蓝光	PMC 超亮	37	1.701				3698 元	2022.11.25
医疗渠道产品										
周边离焦	HD60MF	1.60 轻松控	PMC 超亮	40	1.603		延缓近视加深 过快	1798 元	2022.12	
	HD71MF	1.67 轻松控	/	32	1.665			2898 元	2022.12	
	HD60MFL	1.60 轻松控防蓝光	PMC 超亮	40	1.603		延缓近视加深	2098 元	2022.12	
	HD67TFL	1.67 轻松控防蓝光	/	32	1.665		淡橙色 A6L	过快+防蓝光	3198 元	2022.12
多点离焦	HD60TFL	1.60 轻松控 Pro	PMC 超亮	40	1.603	膜层，镜片 透光率提升 0.5%	延缓近视加深 过快	2798 元	2022.12	
	HD67TFL	1.67 轻松控 Pro	KR 树脂	32	1.665			3498 元	2022.12	
	HD60TF	1.60 轻松控 Pro 防蓝光	PMC 超亮	40	1.603			延缓近视加深	3298 元	2022.12
	HD67TF	1.67 轻松控 Pro 防蓝光	KR 树脂	32	1.665			过快+防蓝光	3998 元	2022.12

资料来源：明月镜片官网，公司公告，明月镜片天猫旗舰店，民生证券研究院

与竞对相比，“轻松控”系列产品防控效果优异、产品矩阵丰富完善、价格带覆盖范围更广、产品依从性更高、产品交付速度更快，市场拓展前景可期。1) 防控效果优异，有效性不弱于外资竞对。根据 23 年 5 月明月镜片一年期临床数据发布会披露，最近一季度轻松控 Pro 延缓近视加深有效率达 82%，戴镜 12 个月轻松控 Pro 延缓近视加深有效率为 60%，97%受试者能在 1 天内适应镜片；与竞对相比，蔡司小乐园第三个半年对近视度数进展的半年控制率 54.8%、豪雅新乐学 2 年临床结果显示产品科使近视加深减慢 59%，眼轴增长速度减慢 60%、依视路星趣控 2 年临床结果显示每日戴镜时间超过 12 小时，延缓近视加深 67%，延缓眼轴增加至 60%，从近视防控效果来看，明月镜片轻松控 Pro 位列市场第一梯队。

2) 产品矩阵丰富完善，可满足不同消费者需求。明月镜片现拥有市场中较为完备的青控产品矩阵，目前“轻松控”系列零售渠道一代有 4 款 SKU，二代有 8 款 SKU；医疗渠道有 8 款 SKU，全部产品线合计共有 20 款 SKU，对比外资多采用 PC 材料，明月凭借自研的树脂材料，轻松控系列产品在满足高透光率、高阿贝数的同时可以实现折射率的梯度变化，现有产品覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71 四个折射率，可以更好满足不同近视情况的人群需求；价格方面，明月轻松控系列价格带覆盖 1500-3000 元，较外资品牌价格便宜 1/4-1/3，产品力不输外资品牌的同时更具性价比，为消费者提供更优选择。3) 产品设计更适合中国孩子用眼习惯，佩戴者依从性更高，交付速度行业更快，进一步提升用户验配体验。区别于传统镜在外表面的挤压成型工艺，轻松控 Pro 采用独家 3D 内雕工艺，将 1,295 个立体微透镜雕刻在镜片内部，保证了度数的稳定，与此同时，考虑到中国孩子“水平视野切换多，上下视野切换少”的用眼习惯，明月轻松控 Pro 采用光纤追踪技术，通过捕捉中国孩子的眼球运动轨迹，镜片采用具有非对称设计的贝壳形视像区，提升了配戴舒适感，让孩子更快适应且愿意长时间佩戴，依从性大幅提升；在交付速度方面，明月轻松控系列交付速度快，97%以上单光镜片可以在 5 个小时内交付，大幅缩短用户验光→取镜的等待时间，进一步优化用户的验配体验。基于上述优势，考虑到国内近视防控需求大，离焦镜作为近视防控有效手段之一具备较强比较优势，明月镜片较早布局青控产品，产品力优异且较外资品牌更具性价比，先发优势显著，我们高度看好明月镜片轻松控系列持续快速放量带来的第二成长曲线。

表7：明月镜片与外资品牌离焦镜产品对比

技术原理	产品名称	推出时间	材料	折射率	阿贝数	微透镜数	防控效果	终端零售价格(元/副)
周边离焦	蔡司成长乐	2010.08	树脂	1.50/1.60 /1.67	58	/	1年临床结果：屈光度增长减缓0.29D/年，平均减缓30%，眼轴维度无显著差异	1380-1880/ 1980-2580/3580-3680
	明月轻松控	2021.06	树脂	1.60/1.71	40/37	/	/	1598 (防蓝光 1798) 2298 (防蓝光 2598)
	蔡司成长乐加强版	2021.08	树脂	1.50/1.60 /1.67	/	/	/	2380/3380/4580
	爱尔思问	2022.06	树脂 /PC	1.56/1.60 /1.67	/	/	6个月临床结果：延缓近视度数增长的有效性为68%，延缓眼轴长度增长的有效性为50%。	定制款
多点离焦	豪雅新乐学	2018.07	PC	1.6	30	396	2年临床结果：近视加深减慢59%，眼轴增长速度减慢60%	3980
	依视路星趣控	2020.11	PC	1.6	31	1021	2年临床结果：每日戴镜时间超过12小时，延缓近视加深67% (0.99±0.12D)，延缓眼轴增加至60% (0.41±0.05mm)	3680/4580
	伟星星乐视	2020年底	树脂	1.56	39	407	/	2980
	爱博医疗普诺瞳	2021.1	树脂	1.56/1.60 /1.67	34.7/32/3 2	/	6个月临床结果：延缓屈光度进展约67.57%，延缓眼轴长度增长约68.75%	2980/3580/4580
	明月轻松控Pro	2021.12	树脂	1.60/1.67	40/32	1295	3个月临床结果：屈光度控制待观察，眼轴长度增加0.06mm，比佩戴普通单光镜眼轴长度增加少了0.03mm。 临床试验的结果显示，接受试验的近视者佩戴不同年龄段超过12个小时之后，平均结果显示可以延缓眼轴增长达到64%；有效减缓受试者屈光度达到54%，超过12个小时后，抑制眼轴增长的速度会更显著。	2298 (防蓝光 2598) 2698 (防蓝光 2998)
	伟星星乐视医疗版	2023.06	树脂	1.553	39	1040	12个月临床结果：延缓眼轴增长达到64%；有效减缓受试者屈光度达到54%，超过12个小时后，抑制眼轴增长的速度会更显著。	/
	伟星星博士	2023.12	PC	/	/	781	/	/
同心环带微柱镜技术	蔡司小乐园	2022.05	PC	1.59	/	/	18个月预临床结果：第三个半年对近视度数进展的半年控制率54.8%	3980

资料来源：各产品官网，各品牌公众号，艾瑞咨询，小红书，天猫，京东，民生证券研究院

品牌建设方面，重视品牌广告投入，消费者教育与终端赋能并举，品牌势能稳步提升。考虑到近视防控概念还在市场教育阶段，离焦镜品类概念亦较新，产品目前仍在市场导入阶段，明月镜片倾斜较多销售费用在品牌广告，22年10月，明月镜片在此前陈道明先生代言的基础上，“官宣”刘昊然为品牌形象代言人，同时配合各地机场、火车站的大屏宣传，以及小红书、抖音、B站以及网易新闻、丁香医生等多种类型线上媒体营销，以专业平台背书组合的方式进行推广进一步打开产品的市场知名度；与央视、人民日报等权威媒介合作，提升产品在消费者心中的

认可度；23年以来启动“筑梦巅峰进百校”校园工艺宣讲活动，携手清北学子走进校园宣讲学习方法与近视防控科普知识，活动参与度高且精准面向目标用户人群；此外，明月镜片还联合国内眼视光多名权威医生举办近视防控研讨会，普及近视防控专业知识以及轻松控产品解读，提升轻松控品牌在消费者心中专业认知的同时也有望提升产品在专业眼科医生中的认可度。与此同时，公司亦注重赋能终端零售店，运用社交新媒体如抖音、小红书等为线下渠道客户赋能引流，助力客户卖的更多轻松控系列产品。

图27：明月镜片轻松控公益片亮相央视


资料来源：中国眼镜科技杂志，民生证券研究院

图28：明月镜片“大咖说”


资料来源：明月镜片商户服务中心，民生证券研究院

渠道铺设方面，依托常规镜片深厚渠道布局的同时积极开拓零售头部大客户，进一步加码医疗渠道布局打开新增量。1) **零售渠道方面**，借助公司常规镜片业务销售时培育的深厚渠道基础，轻松控系列产品推出后迅速实现线下高质量渠道合作销售，22年7月时在直接和间接合作的数万家线下终端门店中，有七成客户已开始销售明月的离焦镜产品；23H2，公司着重推动头部连锁眼镜零售店大客户的开拓，23Q3与国内眼镜零售渠道龙头博士眼镜等达成深度战略合作关系，助力公司离焦镜产品销售的同时也有望凭借头部连锁渠道本身的品牌效应进一步提升轻松控产品的知名度。2) **医疗渠道方面**，22Q3公司成立专门的医疗渠道销售团队并推出针对医疗渠道的专供产品轻松控H版，公司将医疗渠道客户主要分为三类：全国有影响力的公立医院、大型连锁医院、地方性公立医院（三甲医院或视光中心等），并针对不同渠道关注点的不同进行针对性开发。公司坚守医疗渠道为长期战略的意识不变，根据公司公告，截至23年10月，公司已与部分地区的知名眼科大医院和连锁诊所开始或加深合作，此外，历经一年的渠道开拓探索，公司积累了较多的医疗渠道开拓经验，并不断加强医疗团队力量，积极引入资深人才助力公司医疗渠道开拓。考虑到医疗渠道前期导入周期久，铺设周期相对较长，但目前医疗渠道已处于上升通道中，整体势头积极向好，期待24年开始医疗渠道稳步开拓后给离焦镜销售带来的新增量。

明月镜片轻松控系列增速亮眼，轻松控系列产品未来约有10倍增长空间。根据公司公告，23前三季度，公司轻松控系列产品单季度分别录得销售额2575.0万元、2724.2万元、4489.8万元，对应同比增速分别为80.0%、72.1%及71.6%，对22Q1至今单季度销售情况进行分析，我们发现，在22Q2及22Q4不可控因

素影响，以及 22Q3 大量需求回补导致高基数的影响下，公司轻松控系列依旧录得亮眼增速，彰显了公司强劲的渠道推力、以及消费者对产品较高的认可度。**中长期来看，通过测算，我们认为轻松控系列产品未来有非常大的增长空间，核心假设：**

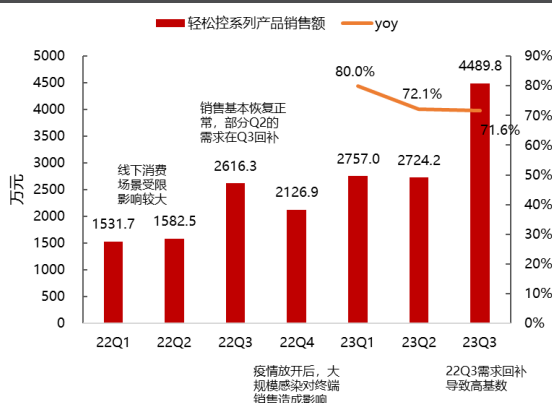
1) 根据爱博医疗招股书，2020 年我国 8-18 岁青少年近视人口约 1.0 亿人，考虑到我国整体近视率仍处于高位，且青少年近视情况形势严峻，我们仍假设中期时近视青少年人群基数约 1.0 亿人；实际使用方面，我们假设离焦镜产品 1 年一换；

2) 平均出厂价格方面，我们预计中期时轻松控系列产品平均出厂价约 310 元/副（已综合考虑低线市场布局、医疗渠道开拓及产品矩阵扩充）；

3) 渗透率与市场份额方面，2021 年离焦框架镜在青少年人群中的渗透率仅约 3.5%，我们看好离焦镜产品作为近视防控有效手段之一，在佩戴便利性、渠道扩展及价格方面的比较优势带来的渗透率提升空间；市场份额方面，考虑到明月镜片在常规镜片红海市场中按销售量计算市占率~11%（沙利文 2022 年数据口径），而离焦镜产品不仅具备可以常规镜片的基本属性，还具备功能性属性，且在产品、渠道与品牌方面进入壁垒相对更高，轻松控具备较强先发优势，我们预计轻松控系列产品中期市占率将高于 11%。

我们预计行业发展至中期（~2030 年），在明月镜片轻松控市占率 14% 的假设下，离焦镜在近视青少年中渗透率 10%/20%/30% 对应的明月镜片离焦镜产品销售额分别为 4.3/8.7/13.0 亿元（出厂口径），较 22 年的 7857 万元仍有非常大的增长空间。

图29：明月镜片轻松控系列产品销售额及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：明月镜片离焦镜产品销售额测算（2030 年）

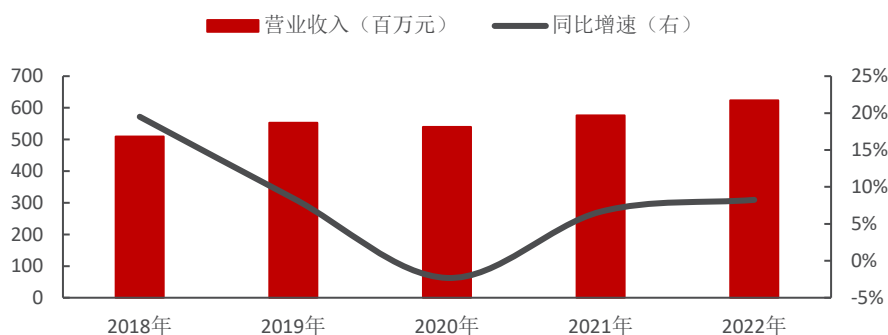
轻松控系列产品 销售额 (亿元, 出厂口径)	渗透率							
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	
轻松控的 市占率	8%	1.2	2.5	3.7	5.0	6.2	7.4	8.7
	10%	1.6	3.1	4.7	5.0	7.8	9.3	10.9
	12%	1.9	3.7	5.6	7.4	9.3	11.2	13.0
	14%	2.2	4.3	6.5	8.7	10.9	13.0	15.2
	16%	2.5	5.0	7.4	9.9	12.4	14.9	17.4
	18%	2.8	5.6	8.4	11.2	14.0	16.7	19.5
	20%	3.1	6.2	9.3	12.4	15.5	18.6	21.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

4 财务分析

23 年前三季度营收同比+23.8%至 5.6 亿元。2019 年公司营收为 5.53 亿元，同比+8.5%；2020 年公司营收为 5.40 亿元，同比-2.3%，主要系疫情影响及公司主动调整产品结构所致；2021 年公司营收为 5.76 亿元，同比+6.6%，主要系公司中高端战略调整基本落地，相关影响减弱，公司营收恢复正增长；2022 年公司营收为 6.23 亿元，同比+8.3%，主要系公司持续优化客户结构和产品结构，常规镜片表现亮眼的同时近视管理镜片“轻松控”系列产品亦快速增长。

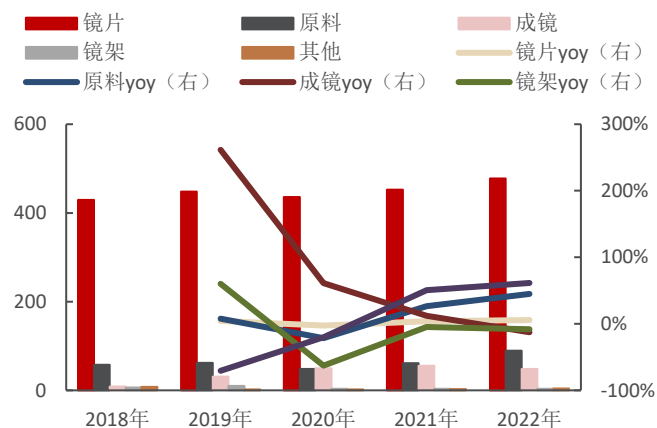
图31：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

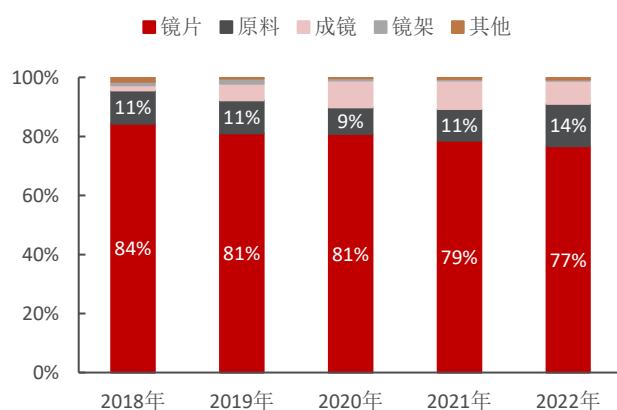
分业务看，原料业务高速增长，镜片业务规模稳健提升。2018-2021 年，公司镜片业务分别实现收入 4.30 亿元、4.48 亿元、4.36 亿元和 4.52 亿元；2022 年，公司镜片业务收入为 4.78 亿元，同比提升 5.63%，主要系近视管理镜片“轻松控”系列产品快速增长，1.71、双重防蓝光、PMC 超亮系列等明星产品销售稳步提升。2018-2021 年，公司原料业务分别实现收入 0.57 亿元、0.62 亿元、0.49 亿元和 0.62 亿元；2022 年，公司原料业务收入为 0.89 亿元，同比提升 44.93%，主要系疫情影响下海外原料供给紧张，国内同行采购原料业务增加。

图32：公司分业务营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

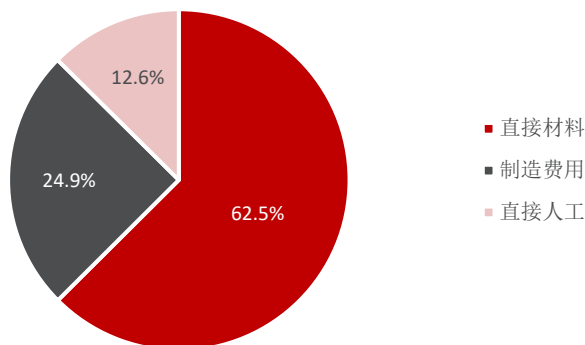
图33：公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司成本主要包括直接材料与制造费用。成本方面，公司的成本开支主要包括直接材料、制造费用与直接人工开支。其中，直接材料主要为生产镜片过程中领用的外购镜片原料，以及自产镜片原料领用的丙烯醇、DMT 等化工原料；制造费用主要包括管理人员薪酬、水电费、折旧费和模具费用等。2022 年直接材料与制造费用占营业成本的比例分别为 62.5%和 24.9%。

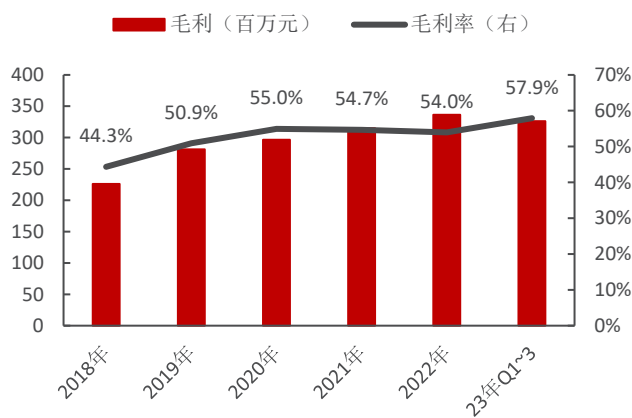
图34：公司 2022 年成本拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

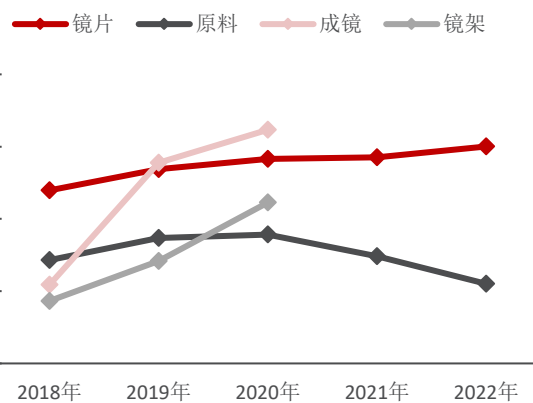
产品结构优化、生产效率提升及人效优化带动公司的整体毛利率稳中有升，23 年前三季度提升至 57.9%。2018-2022 年，公司整体分别为 44.3%、50.9%、55.0%、54.7%和 54.0%，稳步提升。分业务来看，镜片与成镜毛利率有所增加，镜片业务毛利率从 2018 年的 47.9%提升至 2022 年的 60.0%，成镜业务毛利率从 2018 年的 21.7%提升至 2020 年的 64.7%，主要系毛利率较高的中高折射率镜片产品占比提高、品牌影响力进一步提升带来的镜片单价增长、公司电商自营零售业务快速发展，零售渠道单价较高、成镜业务逐步形成规模化发展态势带来单位成本进一步降低，以及公司持续推进稳定生产，降低制造成本，如按单排产提高生产效率，促进人效、能耗方面的持续优化。

图35：公司整体毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图36：公司分业务毛利率

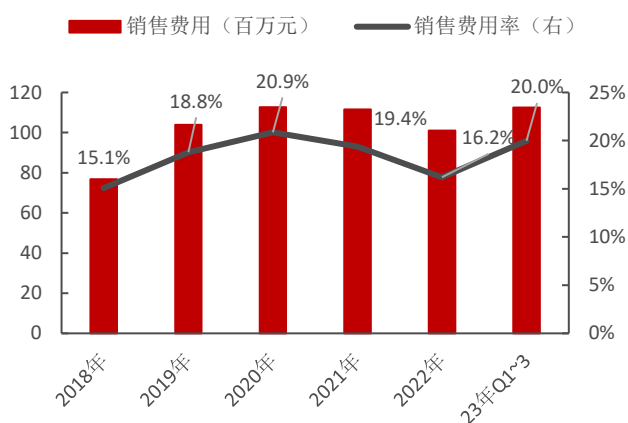


资料来源：公司公告，民生证券研究院

广宣费用投入增加, 23 年前三季度销售费用率同比+4.0pct 至 20.0%。

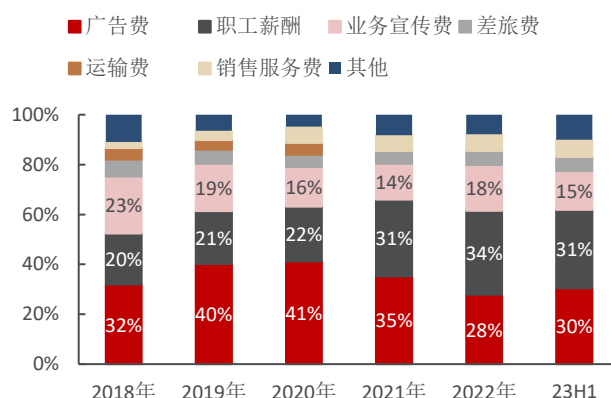
公司的销售费用主要包括广告费、职工薪酬、业务宣传费、差旅费、销售服务费和其他, 2022 年广告费、职工薪酬、业务宣传费占比分别为 27.8%、33.6%、18.4%。销售费用率方面, 2018-2022 年, 公司的销售费用率分别为 15.1%、18.8%、20.9%、19.4%和 16.2%; 23Q1~3, 公司销售费用率为 20.0%, 同比+4.0pct, 主要系市场培育与品牌建设阶段公司加大广宣费用投入。

图37: 公司销售费用及销售费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图38: 公司销售费用组成结构

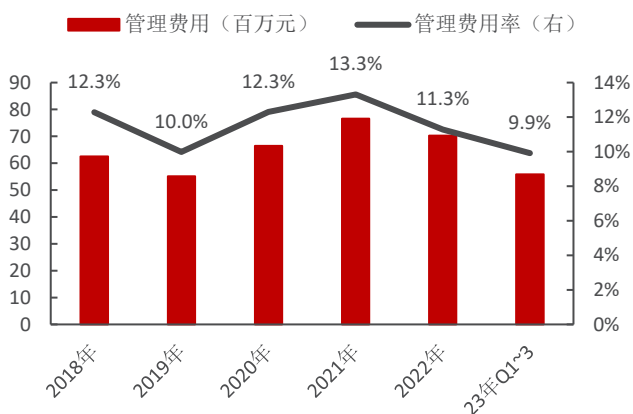


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司人效持续提升, 管理费用率优化, 23 年前三季度管理费用率同比

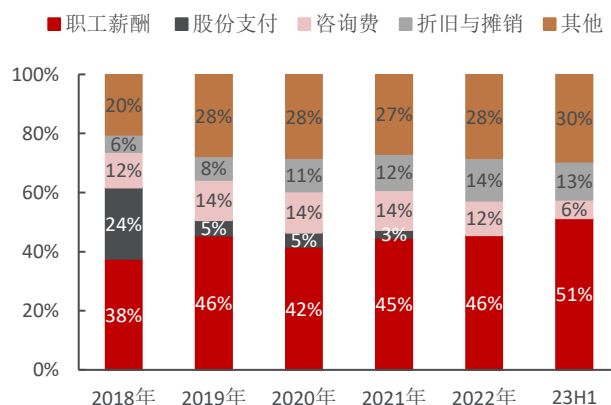
-2.5pct 至 9.9%。公司的管理费用主要包括职工薪酬、股份支付、咨询费、折旧与摊销等。2018-2021 年, 公司的管理费用率分别为 12.3%、10.0%、12.3%和 13.3%, 管理费用率小幅提升主要系公司仍处于快速发展阶段, 对高管及部分核心员工进行了股权激励, 同时公司也聘请专业机构进行了咨询服务等。公司积极推行人效提升带动管理费用率持续优化, 公司管理费用率从 2022 年的 11.3%优化至及 23Q1~3 的 9.9%。

图39: 公司管理费用及管理费用率



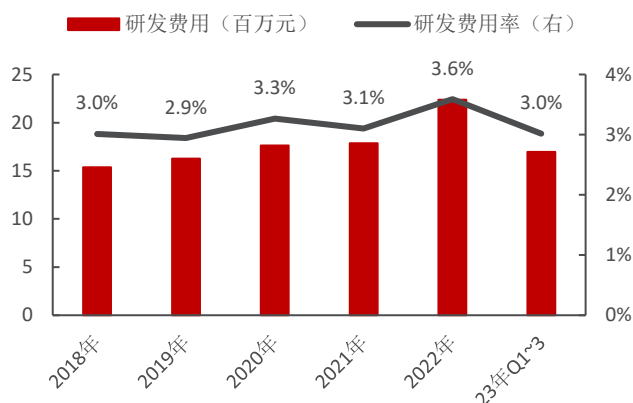
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图40: 公司管理费用组成结构

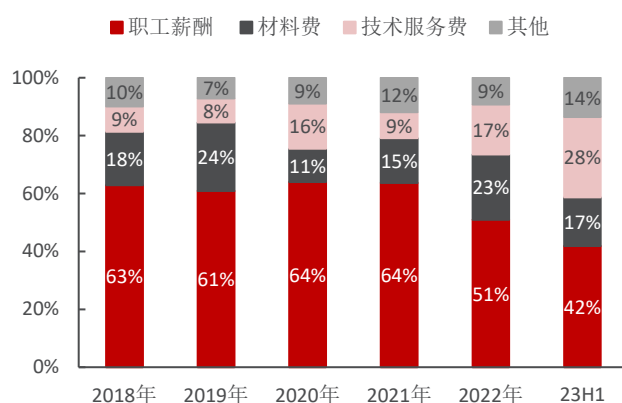


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

持续进行研发投入，公司研发费用率维持在 3% 左右。公司的研发费用主要包括职工薪酬、材料费、技术服务费、折旧与摊销等。2018-2022 年，公司的研发费用率分别为 3.0%、2.9%、3.3%、3.1% 和 3.6%，收入规模快速增长的同时，公司始终保持一定的研发投入保障技术的持续领先。

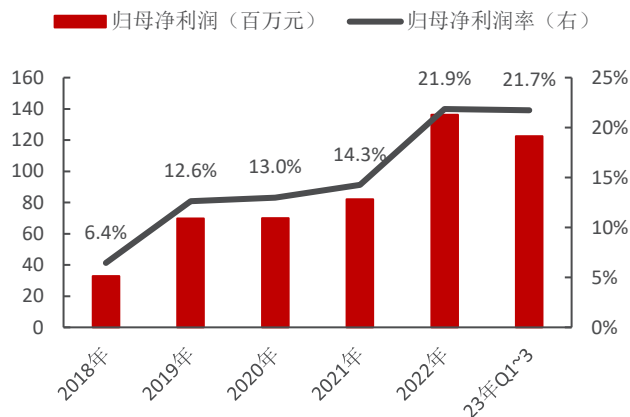
图41：公司研发费用及研发费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

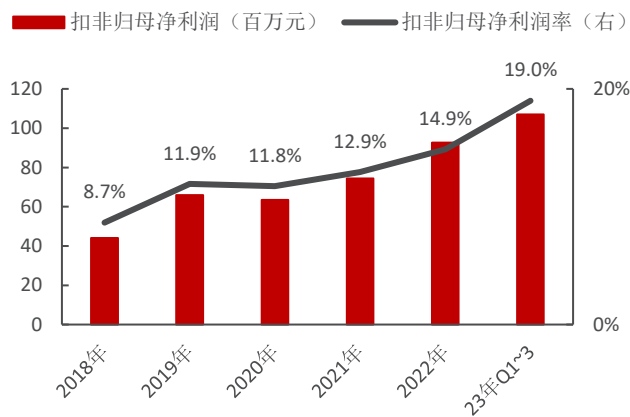
图42：公司研发费用组成结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利能力稳步提升，23 年前三季度公司归母净利润率同比+2.6pct 至 21.7%。归母净利润方面，2018-2022 年，公司归母净利润分别为 0.33 亿元、0.70 亿元、0.70 亿元、0.82 亿元和 1.36 亿元，对应归母净利润率分别为 6.4%、12.6%、13.0%、14.3% 和 21.86%；23Q1~3，公司归母净利润为 1.2 亿元，对应归母净利润率为 21.7%，同比提升 2.6pct。扣非归母净利润方面，2018-2022 年，公司扣非归母净利润分别为 0.44 亿元、0.66 亿元、0.64 亿元、0.74 亿元和 0.93 亿元，对应扣非归母净利润率分比为 8.7%、11.9%、11.8%、12.9% 和 14.9%；23Q1~3，公司扣非归母净利润为 1.1 亿元，对应归母净利润率为 19.0%，同比提升 4.5pct。

图43：公司归母净利润与归母净利润率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图44：公司扣非归母净利润与扣非归母净利润率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年公司 ROE 为 9.5%。公司销售净利率稳步提升对 ROE 的正面效用部分被资产周转率及权益乘数的下滑抵消。2018-2021 年，公司销售净利率稳步提升，从 2018 年的 8.2% 提升至 2022 年的 23.8%；公司资产周转率略有下滑，从 2018 年的 0.95 下降至 2022 年的 0.38，主要系公司营业收入增长率小于资产增长率所致。

表8：公司 ROE 分解

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	23Q1~3
销售净利率	8.2%	14.6%	15.1%	15.9%	23.8%	23.7%
资产周转率	0.95	0.95	0.82	0.50	0.38	0.33
权益乘数	1.98	1.58	1.35	1.18	1.13	1.13
ROE	12.1%	19.1%	14.3%	8.5%	9.5%	8.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

营业收入方面，我们预计 2023-2025 年，公司营收分别有望达 7.5 亿元、9.5 亿元、12.1 亿元，同比增长 20.8%、26.1%和 27.3%。毛利率方面，考虑到公司传统镜片产品战略调整，卡位中高端蓝海价格带，有利于带动毛利率水平的逐步提升，同时 2021 年开始布局的离焦镜业务毛利率丰厚，公司整体毛利率有望得到结构性改善，我们预计 2023-2025 年，公司整体毛利率为 58.4%、61.8%和 64.9%。

分业务看：

1) 镜片业务：2023-2025 年营收分别为 6.0 亿元、7.9 亿元、10.3 亿元，同比增长 25.5%、31.0%和 31.5%，其中，①常规镜片：受益于产品聚焦策略，常规镜片中大单品销售亮眼，收入占比持续提升，23Q3 三大明星产品的收入在常规镜片收入中占比已超过一半；未来随着客单价更高的明星产品占比的持续提升，常规镜片业务收入有望稳步增长，我们预计 2023-2025 年常规镜片营收为 4.5 亿元、5.0 亿元和 5.5 亿元，同比增长 13.0%、10.0 和 10.0%；毛利率方面，常规镜片业务较早主动完成中高端战略转型，卡位中高端蓝海价格带，产品矩阵完善、产品力优异，由此我们预计 2023-2025 年常规镜片毛利率将逐步提升，为 57.0%、57.3%和 57.6%；②近视防控产品：公司“轻松控”系列共有 20 款 SKU，折射率覆盖 1.56、1.60、1.67、1.71，有日常使用和防蓝光两个类别，价格带覆盖 1500~3000+元，可满足不同消费者的不同需求，23 年已连续三季度实现高增长；在青少年近视防控镜片渗透率稳步提升趋势下，明月镜片“轻松控”作为行业龙头有望获取更多市场份额，我们预计 2023-2025 年近视防控产品营收为 1.5 亿元、2.9 亿元和 4.9 亿元，同比增长 88.9%、94.7%和 68.5%；毛利率方面，效果更优价格带相对更高的二代产品占比进一步提升有望拉动近视防控业务毛利率提升，我们预计 2023-2025 年近视防控业务毛利率为 80.9%、81.2%和 81.4%。

2) 原料业务：目前公司已自主研发生产 1.71 折射率、KR 树脂、KR 超韧、PMC 超亮等优质原料，在优化自身镜片制备成本的同时实现对外销售，贡献增量收入；2022 年由于海外原料供给紧张，国内同行采购公司原料增加，公司镜片原料增速较快，预计 2023 年受基数影响增速有所放缓，2024-2025 年稳定增长。由此我们预计 2023-2025 年原料业务营收分别为 0.9 亿元、1.0 亿元和 1.1 亿元，同比增长 6.0%、6.0%和 6.0%；毛利率方面，2022 年 DMT 等化工原料以及树脂单体价格较高影响公司原料业务毛利率，我们预计 2023-2025 年原料业务毛利率有望随原材料价格回落得到改善，分别为 25.5%、25.5%和 25.5%。

3) 成镜业务：随线下配镜场景恢复以及淘宝等线上销售渠道布局，成镜业务有望稳定增长；考虑 22 年低基数，我们预计 2023-2025 年成镜业务营收分别为 0.5 亿元、0.6 亿元和 0.6 亿元，同比增长 5.0%、10.0%和 10.0%；毛利率分别为

65.0%、66.0%和 66.0%。

4) 镜架业务：镜架业务收入变动趋势基本与镜片一致，但由于基数较小，波动较大，未来有望在镜片业务稳健增长的情况下稳定发展，我们预计 2023-2025 年营收为 0.03 亿元、0.04 亿元和 0.04 亿元，同比增长 5.0%、6.0%和 6.0%；毛利率分别为 44.5%、44.5%和 44.5%。

5) 其他：包含废品收入、材料收入、租赁收入、培训收入、电商旗舰店参加电商平台促销活动的服务费收入以及其他业务收入，我们预计其他收入项变动较为稳定，2023-2025 年营收为 0.05 亿元、0.05 亿元和 0.05 亿元，同比增长 5.0%、5.0%和 5.0%；毛利率分别为 80.0%、80.0%和 80.0%。

表9：2018-2025E 明月镜片分业务收入拆分

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
镜片								
销售收入 (百万元)	429.7	447.8	436.1	452.3	477.8	599.5	785.1	1032.7
yoy	-	4.2%	-2.6%	18.1%	5.6%	25.5%	31.0%	31.5%
毛利率	47.9%	53.8%	56.6%	57.1%	60.0%	62.9%	66.1%	68.8%
常规镜片业务								
销售收入 (百万元)	429.7	447.8	436.1	437.3	399.2	451.1	496.2	545.9
yoy	-	4.2%	-2.6%	0.3%	1.00%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	47.9%	53.8%	56.6%	-	-	57.0%	57.3%	57.6%
近视防控产品								
销售收入 (百万元)	-	-	-	15.0	78.6	148.4	288.9	486.8
yoy	-	-	-	-	423.8%	88.9%	94.7%	68.5%
毛利率	-	-	-	-	-	80.9%	81.2%	81.4%
原料								
销售收入 (百万元)	57.4	61.9	48.6	61.5	89.2	94.5	100.2	106.2
yoy	-	7.9%	-21.5%	26.7%	44.9%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率	28.6%	34.7%	35.7%	29.7%	22.0%	25.5%	25.5%	25.5%
成镜								
销售收入 (百万元)	8.5	30.8	49.6	55.5	48.5	50.9	56.0	61.6
yoy	-	261.5%	61.1%	12.0%	-12.6%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.7%	55.5%	64.7%	-	-	65.0%	66.0%	66.0%
镜架								
销售收入 (百万元)	6.1	9.7	3.6	3.4	3.2	3.3	3.5	3.7
yoy	-	60.1%	-62.9%	-5.0%	-28.1%	5.0%	6.0%	6.0%
毛利率	17.3%	28.3%	44.5%	-	-	44.5%	44.5%	44.5%
其他								
销售收入 (百万元)	7.8	2.3	1.8	2.7	4.4	4.7	4.9	5.1
yoy	-	-70.6%	-20.2%	50.5%	61.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	85.8%	83.3%	93.4%	-	-	80.0%	80.0%	80.0%
合计								
总收入 (百万元)	509.4	552.5	539.7	575.6	623.1	752.9	949.7	1209.4
yoy	19.5%	8.5%	-2.3%	6.6%	8.3%	20.8%	26.1%	27.3%
毛利率	44.3%	50.9%	55.0%	54.7%	54.0%	58.4%	61.8%	64.9%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：“-”表示公司未披露该数据

期间费用率方面，随着公司持续投入品牌建设与营销推广，我们预计公司 2023-2025 年销售费用率分别为 19.5%、20.5%和 21.0%；考虑到公司管理水平的持续提升以及规模效应带来的成本优化，预计 2023-2025 年公司管理费用率分别 9.5%、9.5%和 9.5%；公司持续投入研发，预计研发费用率将总体保持较为稳定的水平，我们预计 2023-2025 年公司研发费用率将在 3.1%左右；预计公司财务费用率将处于相对稳定水平，在 0%左右。

表10：明月镜片各项费用率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	19.4%	16.2%	19.5%	20.5%	21.0%
管理费用率	13.3%	11.3%	9.5%	9.5%	9.5%
研发费用率	3.1%	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

明月镜片以常规镜片业务起家，2021 年新布局的近视防控业务，因此选取深耕近视治疗或防控的爱尔眼科、爱博医疗、兴齐眼药作为可比公司，计算得可比公司 2023-2025 年 PE 平均值分别为 59x/40x/30x，明月镜片 PE 与可比公司均值相当；考虑到公司本身作为国产镜片龙头，常规镜片业务受益于产品结构产品及大单品放量，收入与利润稳步提升，积极布局近视防控业务构筑第二成长曲线，具有较高成长性。

表11：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688050.SH	爱博医疗	172.04	2.21	3.11	4.27	5.75	104	55	40	30
300015.SZ	爱尔眼科	15.82	0.35	0.37	0.48	0.61	88	43	33	26
300573.SZ	兴齐眼药	182.32	2.39	2.28	3.78	5.33	52	80	48	34
平均值							96	59	40	30
301101.SZ	明月镜片	41.86	0.68	0.82	1.01	1.41	62	51	42	30

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 12 月 29 日

5.3 投资建议

眼镜为大品类，功能性的需求基础决定眼镜品类兼具必选消费与可选消费双重属性。放眼全球，海外已成功跑出全球眼镜行业龙头依视路-陆逊迪卡（2017 年于巴黎上市，22 年总营收 244.9 亿欧元/yoy+13.9%，营业利润 41.2 亿欧元/yoy+18.5%，22 年在全球镜片市场市占率 25.5%，市值从上市之初的 463 亿欧元提升至当前（23 年 12 月 27 日）的 823 亿欧元），镜片细分赛道有依视路、蔡

司等全球化大品牌，镜片行业赛道空间广阔，行业未来发展可期。国内镜片行业目前处于逐步从上游制造向下游品牌端延伸发展的阶段，叠加消费者对相关产品的认知度逐步提升，镜片行业长坡厚雪。明月镜片是国产镜片龙头，22 年按销售量计算在国内市占率 11%（20 年为 10.7%）市占率逐步提升，产品力优异，渠道铺设与品牌建设先发优势显著，有望攫取更多市场份额。

考虑到公司常规镜片业务收入利润有望稳步增长成为隐性增长抓手，积极布局近视防控赛道，构筑高增速的第二增长曲线，具备较强稀缺性。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.65 亿元、2.03 亿元和 2.85 亿元，当前股价对应 PE 为 51x、42x 和 30x，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 原材料价格波动风险: 若公司上游原材料行业, 如丙烯醇、DMT 等化工原料或者树脂单体价格发生大幅上涨, 将对公司产品生产成本产生不利影响。

2) 近视防控市场竞争加剧的风险: 当前行业国内外公司竞争激烈, 若未来市场竞争进一步加剧, 公司无法保持在技术工艺、新品研发、产品质量等方面的比较优势, 或将影响公司近视防控业务拓展, 进而导致业绩波动增加与收入增长受限。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	623	753	950	1,209
营业成本	287	313	363	425
营业税金及附加	6	8	9	12
销售费用	101	147	195	254
管理费用	70	72	90	115
研发费用	22	23	29	37
EBIT	128	190	263	366
财务费用	-2	-8	-6	-6
资产减值损失	-7	-2	-3	-3
投资收益	16	9	4	4
营业利润	160	216	275	386
营业外收支	5	1	-3	-6
利润总额	164	217	273	380
所得税	16	33	41	57
净利润	148	185	232	323
归属于母公司净利润	136	165	203	285
EBITDA	168	241	315	421

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	934	468	568	739
应收账款及票据	113	136	169	213
预付款项	17	17	18	22
存货	90	130	151	177
其他流动资产	212	713	713	718
流动资产合计	1,366	1,464	1,620	1,869
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	147	228	251	272
无形资产	41	57	59	64
非流动资产合计	294	341	366	392
资产合计	1,660	1,805	1,985	2,260
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	77	85	97	114
其他流动负债	60	83	97	111
流动负债合计	136	167	194	225
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	148	179	205	236
股本	134	202	202	202
少数股东权益	43	62	91	129
股东权益合计	1,512	1,626	1,780	2,024
负债和股东权益合计	1,660	1,805	1,985	2,260

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.25	20.84	26.14	27.34
EBIT 增长率	20.48	49.13	38.18	39.11
净利润增长率	65.89	21.29	22.95	40.23
盈利能力 (%)				
毛利率	53.97	58.38	61.79	64.85
净利润率	23.76	24.51	24.42	26.71
总资产收益率 ROA	8.21	9.15	10.23	12.60
净资产收益率 ROE	9.27	10.56	12.02	15.03
偿债能力				
流动比率	10.03	8.75	8.36	8.31
速动比率	9.25	7.87	7.49	7.43
现金比率	6.86	2.80	2.94	3.29
资产负债率 (%)	8.90	9.90	10.33	10.45
经营效率				
应收账款周转天数	66.33	66.00	65.00	64.00
存货周转天数	114.21	152.82	153.01	152.94
总资产周转率	0.38	0.42	0.48	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.82	1.01	1.41
每股净资产	7.29	7.76	8.38	9.40
每股经营现金流	0.73	0.96	1.28	1.65
每股股利	0.30	0.50	0.57	0.65
估值分析				
PE	62	51	42	30
PB	5.7	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	44.64	33.11	24.97	18.31
股息收益率 (%)	0.72	1.19	1.36	1.55

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	148	185	232	323
折旧和摊销	41	51	52	55
营运资金变动	-31	-36	-31	-45
经营活动现金流	147	193	257	333
资本开支	-77	-78	-60	-66
投资	-55	-498	-1	-1
投资活动现金流	-107	-587	-77	-83
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-105	-71	-80	-80
现金净流量	-63	-466	100	170

插图目录

图 1: 明月镜片发展历程.....	3
图 2: 明月镜片股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	4
图 3: 公司总收入 (百万元) 与同比增速	6
图 4: 2022 年公司分业务收入占比	6
图 5: 公司镜片产品矩阵.....	7
图 6: 明月镜片卡位中高端蓝海价格带 (2022 年)	8
图 7: 公司镜片产品毛利率水平	9
图 8: 公司镜片产品收入占比	9
图 9: 公司营业收入及同比增速	9
图 10: 消费者对“进口镜片质量优于国产镜片质量”观点的认同情况.....	10
图 11: 消费者对镜片的的需求.....	10
图 12: 明月镜片产品较外资品牌更具性价比, 较其他国产品牌有品牌溢价.....	11
图 13: 2022 年中国镜片行业竞争格局 (以零售量计)	11
图 14: 明月镜片研发合作对象.....	13
图 15: 2022 年明月镜片员工结构	13
图 16: 奶粉品牌广告	13
图 17: 饮用水品牌广告	13
图 18: 明月镜片代言人及节目冠名海报.....	14
图 19: 明月镜片线下体验店	14
图 20: 明月镜片启动“万店计划”	14
图 21: 明月镜片河南客户交流沙龙	14
图 22: 中国近视人口及近视率.....	15
图 23: 2010-2020 年中国儿童青少年近视率变化.....	15
图 24: 消费者为子女购买镜片时的主要考虑因素占比	15
图 25: 为子女购买眼镜的家长对青控产品的认知度	15
图 26: 单光镜片、周边离焦、多点离焦镜的成像原理图.....	17
图 27: 明月镜片轻松控公益片亮相央视.....	22
图 28: 明月镜片“大咖说”	22
图 29: 明月镜片轻松控系列产品销售额及同比增速	23
图 30: 明月镜片离焦镜产品销售额测算 (2030 年)	23
图 31: 公司营业收入及同比增速.....	24
图 32: 公司分业务营业收入及同比增速	24
图 33: 公司分业务营收占比	24
图 34: 公司 2022 年成本拆分	25
图 35: 公司整体毛利率	25
图 36: 公司分业务毛利率	25
图 37: 公司销售费用及销售费用率	26
图 38: 公司销售费用组成结构	26
图 39: 公司管理费用及管理费用率	26
图 40: 公司管理费用组成结构	26
图 41: 公司研发费用及研发费用率	27
图 42: 公司研发费用组成结构	27
图 43: 公司归母净利润与归母净利润率	27
图 44: 公司扣非归母净利润与扣非归母净利润率	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 明月镜片核心管理团队简介	4
表 2: 公司 IPO 募资用途及资金使用进展	5

表 3: 明月镜片常规镜片产品梳理	10
表 4: 国家发布多项方案文件强调青少年近视防控	16
表 5: 离焦镜作为一个比较好的近视防控手段, 具备比较好的比较优势	18
表 6: 明月镜片离焦镜产品	19
表 7: 明月镜片与外资品牌离焦镜产品对比	21
表 8: 公司 ROE 分解	28
表 9: 2018-2025E 明月镜片分业务收入拆分	30
表 10: 明月镜片各项费用率预测	31
表 11: 可比公司 PE 数据对比	31
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026