

核心单品增长亮眼，产品结构持续优化

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报及2024年一季度报，2023年公司实现营收7.5亿元(同比+20.2%)；实现归母净利润1.6亿元(同比+15.7%)；实现扣非净利润1.4亿元(同比+47%)。单季度来看，2023Q4公司实现营收1.9亿元(同比+10.4%)；实现归母净利润0.4亿元(同比-28.3%)；实现扣非后归母净利润0.3亿元(同比+9.4%)。2024Q1公司实现营收1.9亿元(同比+11.9%)；实现归母净利润0.4亿元(同比+20.4%)；实现扣非后归母净利润0.3亿元(同比+15%)。收入稳步增长，彰显品牌韧性。
- 产品结构持续优化，毛利率持续提升。** 报告期内，公司整体毛利率为57.6%，同比+3.6pp；2023Q4毛利率为56.6%，同比+3.2pp。分产品看，镜片/原料毛利率分别为62.1%(+2.0pp)/26.4%(+4.4pp)，公司坚持品牌化战略，产品结构优化，毛利率较高的近视防控产品轻松控系列及PMC超亮、防蓝光等高端镜片占比持续提升。费用率方面，公司总费用率为33.9%，同比+3.2pp，主要是公司增加了央视广告、航天合作等高势能品牌推广活动，广告费用投入增加所致，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为19.7%/10.5%/-0.1%/3.7%，同比+3.5pp/-0.7pp/+0.3pp/+0.1pp。综合来看，公司净利率为21%，同比-0.8pp；2023Q4净利率为18.9%，同比-10.2pp。2024年Q1来看，2024Q1毛利率为58.1%，同比+1.9pp；总费用率为34.7%，同比+4.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.6pp/+2.2pp/+2pp/+0.5pp，在下游需求偏弱背景下公司对营销活动投入较为谨慎，销售费用率回落；信息咨询费和办公楼计提折旧导致管理费用率有所增加；财务费用率增长主要由于自有资金理财产品期限的调整，3个月以上到期的理财产品收益计入投资收益。2024Q1净利率为22%，同比+1.5pp，盈利能力同比仍在改善趋势中。
- 聚焦“1+3”大单品策略，核心单品增长靓丽。** 在近视防控镜片和明星产品拉动下，公司2023年公司镜片收入6亿元，同比+24.6%，2024Q1剔除海外业务后，镜片业务保持20%增长。近视防控镜片方面，“轻松控”系列产品2023年实现销售收入1.3亿元，同比增长70%；2024Q1实现收入4108万元，同比增长50%。随着近视防控产品渗透率提升，公司产品线齐全，性价比优势突出，在市场竞争中保持高增长态势。2023年公司离焦镜产品SKU扩充至24个(零售渠道12款，医疗渠道12款)，在产品线丰富度方面继续保持领先，价格带进一步延伸。大单品方面，2023年PMC超亮系列产品收入同比增长近80%，1.71系列产品同比增长30%，明星产品的收入在常规镜片收入中占比为52.3%。2023年原料/成镜/镜架营收分别达到0.9亿元(+1.4%)/0.5亿元(+10.4%)/474.6万元(+50.1%)。展望后续来看，公司持续提升产品实力，扩大品牌影响力，镜片业务有望延续良好增长态势。
- 渠道端深耕零售+布局医疗，品牌势能进一步提升。** 2023年直销/经销/直营电商/样板体验店营收分别为4.5亿元(+14.6%)/2.3亿元(+31.2%)/0.6亿元(+18.9%)/532.8万元(+170.4%)。零售渠道方面，2023年公司成立了客户成功中心，以助力客户成功为导向，在战略规划、视光升级、经营管理、品牌赋能、销售技巧服务水平等方面为客户提供支持。医疗渠道方面，截至2023

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.02
流通A股(亿股)	0.71
52周内股价区间(元)	24.61-70.9
总市值(亿元)	53.34
总资产(亿元)	18.15
每股净资产(元)	7.93

相关研究

- 明月镜片(301101): 核心单品延续高增趋势，产品结构进一步优化(2023-10-26)



年底，公司医院类客户达到 194 家，目前已与爱尔眼科、温州医科大学附属第一医院、浙江大学第二医院等医疗渠道展开合作，医疗机构渠道的开拓有利于提升品牌的专业性及产品信任感。在积极发展线下渠道的同时，公司也在天猫、京东、得物、小米等平台开设了线上自营旗舰店，并通过小红书、抖音、B 站新媒体渠道输出种草及科普内容，通过优质内容和精准有效的媒体合作触达终端消费者，品牌力进一步扩张。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.97 元、1.19 元、1.43 元，对应 PE 分别为 26 倍、22 倍、18 倍。考虑到公司核心单品增长较快，品牌力持续提升，维持“持有”评级。
- **风险提示：** 行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；渠道扩张进展不及预期的风险；新品推广不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	748.74	882.05	1040.80	1200.90
增长率	20.17%	17.80%	18.00%	15.38%
归属母公司净利润（百万元）	157.54	195.95	239.90	287.52
增长率	15.68%	24.38%	22.43%	19.85%
每股收益 EPS（元）	0.78	0.97	1.19	1.43
净资产收益率 ROE	10.78%	12.36%	13.71%	14.78%
PE	33	26	22	18
PB	3.33	3.08	2.83	2.57

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：近视防控系列产品保持较高增长，2024-2026 年收入增速分别为 50%，40%，30%；普通镜片收入增长稳健，2024-2026 年收入增速分别为 14%、12%、10%；

假设 2：随着公司产品结构优化核心中高端单品销售占比提升，镜片业务毛利率稳步提升 2024-2026 年分别为 63%、64%、65%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	748.7	882.0	1040.8	1200.9
yoy	20.2%	17.8%	18.0%	15.4%
营业成本	317.6	361.0	414.5	466.0
毛利率	57.6%	59.1%	60.2%	61.2%
镜片				
收入	595.3	726.7	869.9	1012.9
yoy	24.6%	22.1%	19.7%	16.4%
成本	225.77	268.9	313.2	354.5
毛利率	62.1%	63.0%	64.0%	65.0%
原料				
收入	90.42	93.6	103.0	113.3
yoy	1.4%	5%	10%	10%
成本	66.55	67.4	74.1	81.6
毛利率	26.4%	28.0%	28.0%	28.0%
成镜、镜架及其他				
收入	63.0	61.8	67.9	74.7
yoy	12.2%	10%	10%	10%
成本	25.3	24.7	27.2	29.9
毛利率	59.9%	60%	60%	60%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	748.74	882.05	1040.80	1200.90	净利润	172.82	216.40	263.85	316.07
营业成本	317.59	360.97	414.48	465.96	折旧与摊销	49.80	33.27	33.27	33.27
营业税金及附加	8.58	9.47	11.18	8.29	财务费用	-0.39	-3.29	-3.61	-4.05
销售费用	147.42	171.12	200.88	234.18	资产减值损失	-6.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	78.83	112.90	131.14	150.11	经营营运资本变动	-96.18	-62.01	-52.27	-59.41
财务费用	-0.39	-3.29	-3.61	-4.05	其他	89.12	-6.91	-11.99	-10.38
资产减值损失	-6.07	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	209.09	177.46	229.26	275.51
投资收益	16.41	5.00	5.00	5.00	资本支出	-39.49	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	15.09	10.00	10.00	10.00	其他	-329.88	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-369.37	-35.00	-35.00	-35.00
营业利润	200.12	245.88	301.74	361.41	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.07	1.91	2.06	1.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	201.19	247.80	303.80	363.26	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	28.38	31.40	39.95	47.19	支付股利	-40.30	-68.86	-90.48	-102.17
净利润	172.82	216.40	263.85	316.07	其他	-45.09	-0.21	3.61	4.05
少数股东损益	15.28	20.44	23.95	28.56	筹资活动现金流净额	-85.39	-69.06	-86.87	-98.12
归属母公司股东净利润	157.54	195.95	239.90	287.52	现金流量净额	-245.83	73.40	107.39	142.39
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	953.31	1026.71	1134.09	1276.48	成长能力				
应收和预付款项	147.67	181.13	211.25	242.06	销售收入增长率	20.17%	17.80%	18.00%	15.38%
存货	75.88	95.77	106.56	121.44	营业利润增长率	25.36%	22.86%	22.72%	19.78%
其他流动资产	259.08	283.40	312.36	341.57	净利润增长率	16.73%	25.22%	21.93%	19.79%
长期股权投资	0.59	0.59	0.59	0.59	EBITDA 增长率	28.18%	10.55%	20.13%	17.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	232.25	256.01	279.76	303.52	毛利率	57.58%	59.08%	60.18%	61.20%
无形资产和开发支出	39.81	34.41	29.00	23.60	三费率	30.17%	31.83%	31.55%	31.66%
其他非流动资产	44.16	42.54	40.92	39.29	净利率	23.08%	24.53%	25.35%	26.32%
资产总计	1752.74	1920.54	2114.52	2348.54	ROE	10.78%	12.36%	13.71%	14.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.86%	11.27%	12.48%	13.46%
应付和预收款项	86.40	112.01	126.62	140.95	ROIC	30.70%	30.90%	33.12%	35.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.33%	31.28%	31.84%	32.53%
其他负债	62.80	57.45	63.45	69.23	营运能力				
负债合计	149.21	169.46	190.07	210.18	总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.54
股本	201.51	201.51	201.51	201.51	固定资产周转率	4.01	4.13	5.55	7.45
资本公积	969.66	969.66	969.66	969.66	应收账款周转率	5.44	5.48	5.37	5.35
留存收益	415.36	542.45	691.87	877.22	存货周转率	3.68	4.15	4.02	4.03
归属母公司股东权益	1556.53	1683.63	1833.05	2018.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.77%	—	—	—
少数股东权益	47.01	67.45	91.41	119.96	资本结构				
股东权益合计	1603.54	1751.08	1924.45	2138.36	资产负债率	8.51%	8.82%	8.99%	8.95%
负债和股东权益合计	1752.74	1920.54	2114.52	2348.54	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.86	10.41	10.19	10.25
					速动比率	10.28	9.78	9.58	9.63
					股利支付率	25.58%	35.14%	37.71%	35.53%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	249.53	275.86	331.40	390.64	每股收益	0.78	0.97	1.19	1.43
PE	32.91	26.46	21.61	18.03	每股净资产	7.72	8.35	9.10	10.02
PB	3.33	3.08	2.83	2.57	每股经营现金	1.04	0.88	1.14	1.37
PS	6.92	5.88	4.98	4.32	每股股利	0.20	0.34	0.45	0.51
EV/EBITDA	16.37	14.53	11.77	9.62					
股息率	0.78%	1.33%	1.75%	1.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
