

明月镜片 (301101.SZ)

强烈推荐 (维持)

产品结构优化升级, 明星大单品稳健领涨

24 年及 25Q1 公司业绩稳健增长, 收入同比+2.9%/+2.6%, 归母净利润同比+12.2%/11.7%, 盈利能力持续提升。1) 产品结构优化: 明星大单品 PMC 超亮系列收入同比+45.6%/+44%, 轻松控系列销售额同比+22.7%/+22.1% (剔除回收影响后增速达 29.5%/33.8%), 高毛利产品占比提升; 2) 渠道优势深化: 经销渠道收入同比+13.3%, 医疗渠道加速渗透, 客户结构持续优化; 3) 新兴赛道布局: AI 眼镜推进技术合作, 打造“1+3+N”产品矩阵。

□ 公司发布 24 年&25Q1 业绩公告。2024 年实现收入 7.70 亿元(+2.9%), 归母净利润 1.77 亿元(+12.2%); 24Q4 实现收入 1.87 亿元(+0.7%), 归母净利润 0.40 亿元(+13.3%); 25Q1 实现收入 1.97 亿元(+2.6%), 归母净利润 0.47 亿元(+11.7%), 收入稳健增长, 盈利能力提升。

□ 收入分拆: 明星大单品持续领涨, 轻松控系列仍处于快速上升通道。

1) 分产品来看, 2024 年公司镜片收入 6.34 亿元, 同比+6.5%, 毛利率 63.37%, 同比+1.3pct; 原料收入 0.67 亿元, 同比-25.2%; 成镜收入 0.53 亿元, 同比-0.6%; 镜架收入 0.07 亿元, 同比+49.3%; 眼镜周边及其他收入 0.08 亿元, 同比+77.6%。

2) 核心产品来看, 公司凭借“明星产品”+“轻松控”实现产品结构优化和业绩提高, 剔除海外业务和原料业务不利影响后, 24 年/25Q1 公司镜片收入分别同比+8.7%/+5.0%; 其中, 24 年/25Q1 常规镜片中的 PMC 超亮系列产品收入分别同比+45.6%/+44%; “轻松控”全系列产品销售额 1.64/0.50 亿元, 分别同比+22.7%/+22.1%, 剔除产品升级回收的负面影响后, 其销售额为 1.73/0.55 亿元, 同比+29.5%/+33.8%。

□ 公司内销稳健, 经销体系强化, 客户结构持续优化。1) 按区域划分: 2024 年国内市场收入 7.41 亿元, 同比+4.6%, 维持稳健增长趋势; 海外业务受外部扰动影响, 收入降至 0.29 亿元, 同比-27.8%, 收入占比下降至 3.79%。

2) 按渠道划分: 公司持续调整销售结构, 2024 年直销收入 4.42 亿元, 同比小幅-2.3%; 经销体系表现亮眼, 实现收入 2.65 亿元, 同比大幅+13.3%; 直营电商渠道实现收入 0.57 亿元, 同比微降 0.2%; 样板体验店收入增长至 0.06 亿元, 同比+16.9%。截至 2024 年末, 公司直销客户数量 2707 家, “明月”品牌经销客户达 66 家, 其中涵盖医疗渠道, 公司的客户结构也在持续优化。

□ 费用率有所下降, 盈利能力稳步提升。毛利率方面, 2024 年公司毛利率 58.56%, 同比+0.98pct, 其中 24Q4 单季度毛利率 56.26%, 同比-0.34pct, 25Q1 公司毛利率 58.42%, 同比+0.35pct。费用率方面, 24 年/24Q4/25Q1, 公司销售费用率为 18.31%/16.36%/17.22%, 同比-1.38/-2.44/-1.46pct; 管理费用率为 11.13%/11.28%/9.53%, 同比+0.60/-1.11/-2.78pct; 研发费用率为 4.54%/6.41%/4.83%, 同比+0.80/+0.48/+1.22pct。净利率方面, 2024 年公司归母净利率为 22.95%, 同比+1.91pct, 其中 24Q4 单季度净利率为 23.03%, 同比+1.75pct。25Q1 公司归母净利率为 23.92%, 同比+1.95pct。整体上来看, 得益于费用的节降及毛利率的提升, 公司盈利能力持续增强。

□ 产品结构优化升级, 积极 AI 眼镜业务。2025 年以来, 公司围绕产品升级

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

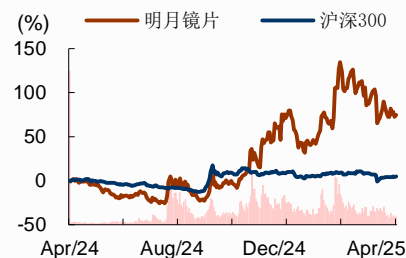
当前股价: 47.51 元

基础数据

总股本 (百万股)	202
已上市流通股 (百万股)	191
总市值 (十亿元)	9.6
流通市值 (十亿元)	9.1
每股净资产 (MRQ)	8.5
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	9.2%
主要股东	上海明月实业有限公司
主要股东持股比例	55.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	82	83
相对表现	-11	87	76



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《明月镜片 (301101) —坚持专业化升级路线, 推出轻松控 PRO2.0 产品》2024-10-24
- 《明月镜片 (301101) —24H1 收入彰显韧性, 产品结构优化带动盈利能力上行》2024-08-23
- 《明月镜片 (301101) —业绩表现靓丽, 大单品与离焦镜持续放量》2024-04-23

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

五月 S1090523080003

wangyue20@cmschina.com.cn

与品类拓展持续发力，进一步优化产品结构并拓展智能眼镜新兴赛道。2025Q1 公司密集推出多款新品，如公司明星产品 PMC 超亮新增 1.67 折射率，超韧系列新增 1.67、1.71、1.74 折射率等。形成“1+3+N”的产品矩阵，由“轻松控” Pro2.0 系列产品（1），PMC 超亮、防蓝光及高折射率系列（1.67+1.71+1.74）产品（3）及更全面丰富的功能性产品（N）构成。此外，公司还积极拓展 AI 智能眼镜业务，致力于解决市场上配镜度数需求较高的难题，打造个性化、差异化方案，力争持续扩大市场优势。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司为国产镜片行业龙头，掌握镜片研产的核心技术，产品、渠道、品牌处于行业领先地位，我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 2.2/2.5/2.8 亿元，分别同比增长 24%/13%/13%，25 年 PE 为 43.6X，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：新品拓展不及预期，渠道开拓不及预期，行业竞争加剧。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	749	770	889	1007	1128
同比增长	20%	3%	15%	13%	12%
营业利润(百万元)	200	217	270	306	347
同比增长	25%	9%	24%	13%	13%
归母净利润(百万元)	158	177	219	249	281
同比增长	16%	12%	24%	13%	13%
每股收益(元)	0.78	0.88	1.09	1.23	1.40
PE	60.8	54.2	43.6	38.5	34.0
PB	6.2	5.7	5.4	5.0	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1436	1537	1678	1832	2017
现金	953	1288	1395	1513	1661
交易性投资	122	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	124	109	126	143	160
其它应收款	3	4	4	5	6
存货	76	90	100	112	124
其他	157	46	53	59	66
非流动资产	317	324	331	336	341
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	227	243	256	267	276
无形资产商誉	40	46	41	37	33
其他	49	35	33	32	31
资产总计	1753	1861	2009	2168	2358
流动负债	132	133	148	153	168
短期借款	0	0	10	5	10
应付账款	59	38	42	48	53
预收账款	7	7	8	8	9
其他	67	88	88	92	96
长期负债	17	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	12	12	12	12
负债合计	149	145	160	165	180
股本	202	202	202	202	202
资本公积金	940	939	939	939	939
留存收益	415	529	648	787	944
少数股东权益	47	47	61	77	94
归属于母公司所有者权益	1557	1670	1788	1927	2084
负债及权益合计	1753	1861	2009	2168	2358

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	209	211	205	235	270
净利润	173	188	233	264	299
折旧摊销	50	53	45	46	47
财务费用	1	1	(10)	(11)	(12)
投资收益	(16)	(9)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	4	(19)	(25)	(26)	(27)
其它	(2)	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(369)	423	(14)	(14)	(14)
资本支出	(81)	(71)	(52)	(52)	(52)
其他投资	(288)	494	38	38	38
筹资活动现金流	(85)	(75)	(84)	(103)	(107)
借款变动	(23)	(9)	7	(5)	5
普通股增加	67	0	0	0	0
资本公积增加	(97)	(1)	0	0	0
股利分配	(40)	(60)	(101)	(110)	(124)
其他	8	(5)	10	11	12
现金净增加额	(246)	560	107	118	149

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	749	770	889	1007	1128
营业成本	318	319	355	398	442
营业税金及附加	9	9	10	12	13
营业费用	147	141	163	184	206
管理费用	79	86	99	112	126
研发费用	28	35	37	42	43
财务费用	(0)	0	(10)	(11)	(12)
资产减值损失	(7)	(1)	(2)	(1)	(1)
公允价值变动收益	15	20	20	20	20
其他收益	7	8	8	8	8
投资收益	16	9	9	9	9
营业利润	200	217	270	306	347
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	201	218	271	307	348
所得税	28	30	38	43	49
少数股东损益	15	11	14	16	18
归属于母公司净利润	158	177	219	249	281

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	3%	15%	13%	12%
营业利润	25%	9%	24%	13%	13%
归母净利润	16%	12%	24%	13%	13%
获利能力					
毛利率	57.6%	58.6%	60.0%	60.4%	60.8%
净利率	21.0%	23.0%	24.7%	24.7%	24.9%
ROE	10.4%	11.0%	12.7%	13.4%	14.0%
ROIC	10.8%	11.2%	12.4%	13.1%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	8.5%	7.8%	7.9%	7.6%	7.6%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.5%	0.2%	0.4%
流动比率	10.9	11.5	11.3	12.0	12.0
速动比率	10.3	10.9	10.7	11.2	11.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.8	3.9	3.7	3.8	3.7
应收账款周转率	6.3	6.6	7.6	7.5	7.5
应付账款周转率	4.7	6.6	8.8	8.9	8.8
每股资料(元)					
EPS	0.78	0.88	1.09	1.23	1.40
每股经营净现金	1.04	1.05	1.02	1.17	1.34
每股净资产	7.72	8.28	8.87	9.56	10.34
每股股利	0.30	0.50	0.54	0.62	0.70
估值比率					
PE	60.8	54.2	43.6	38.5	34.0
PB	6.2	5.7	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	36.8	33.1	27.6	24.6	22.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。