

明星产品收入高增, AI 眼镜 镜片毛利率亮眼

核心观点

25Q1-3 公司实现营收 6.26 亿元/+7.39%，归母净利润 1.49 亿元/+8.83%；25Q3 公司实现营收 2.27 亿元/+14.59%，归母净利润 0.54 亿元/+11.56%。在消费环境承压背景下，公司保持战略定力、赋能渠道，践行产品聚焦策略、推动产品迭代升级，取得高质量增长，25Q3 三大明星产品收入占常规镜片比重达 56.3%，PMC 超亮系列、1.71 系列、1.74 系列收入同比+53.7%、+13.7%、+112.4%，轻松控收入 4496 万元/+10.5%。25 年 6 月小米 AI 眼镜官宣明月镜片为独家光学合作伙伴，截至 25Q3 末，公司累计合作的小米 AI 眼镜业务收入 651 万元，智能眼镜镜片毛利率高达 78.6%。本季度公司推出高端镜片——明月天玑系列，强化高端市场布局。25Q3 公司研发费用同比+60.3%，重点投向 AI 眼镜镜片技术、高折射率材料开发等前沿领域，为长期竞争壁垒的构建奠定基础。

事件

公司发布 2025 年三季报。25Q1-3 公司实现营收 6.26 亿元/+7.39%，归母净利润 1.49 亿元/+8.83%，扣非归母净利润 1.30 亿元/+10.99%，基本 EPS 为 0.74 元/+9.25%，ROE（加权）为 8.77%/+0.20pct。

单季度看，25Q3 公司实现营收 2.27 亿元/+14.59%，归母净利润 0.54 亿元/+11.56%，扣非归母净利润 0.48 亿元/+13.55%。

简评

践行产品聚焦策略，大单品依然稳定增长。25Q3 三大明星产品（PMC、1.71、防蓝光）收入在常规镜片中占比 56.3%，其中 PMC 超亮系列产品收入同比+53.7%，1.71 系列产品收入同比+13.7%。近视防控“轻松控”产品 25Q3 销售额 5080 万元/+10.5%、收入 4496 万元/+10.5%。今年全新升级的 1.74 系列产品获得市场热烈反馈，25Q3 销售收入同比+112.4%。

小米 AI 眼镜官方独家光学合作伙伴，智能眼镜镜片毛利率高达 78.6%。小米 AI 眼镜 2025 年 6 月下旬发布，同步官宣明月镜片官方独家光学合作伙伴。小米 AI 眼镜作为人车家全生态战略中的核心终端之一，经过初期爆发式增长后，目前市场表现趋于稳定，截至 25Q3 末，公司累计合作的小米 AI 眼镜业务收入 651 万元，智能眼镜镜片毛利率高达 78.6%。

明月镜片 (301101.SZ)

维持

买入

叶乐

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

SAC 编号:S1440523070004

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘慧彬

SAC 编号:S1440523050001

发布日期： 2025 年 11 月 17 日

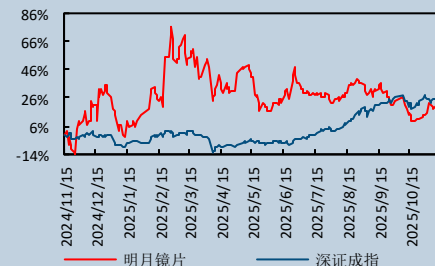
当前股价： 40.97 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.68/-5.28	-9.58/-17.91	36.70/20.68
12 月最高/最低价 (元)		63.70/30.28
总股本 (万股)		20,151.21
流通 A 股 (万股)		19,091.69
总市值 (亿元)		82.56
流通市值 (亿元)		78.22
近 3 月日均成交量 (万)		461.18
主要股东		
上海明月实业有限公司		55.09%

股价表现



首发全新高端镜片——天玑系列，强化高端镜片市场布局。公司于 2024 年与全球光学巨头德国徕卡公司达成镜片领域的独家合作协议，高端镜片徕卡镜片由明月引入中国市场，小米 AI 眼镜的消费者也可以选择徕卡镜片。此外，公司于 25Q3 首发全新高端镜片——天玑系列产品，结合中国消费者需求，联合德国顶尖实验室完成精准的光学设计，以前沿技术升级用户体验，强化了明月在高端镜片市场的布局。

医疗渠道持续开拓，与爱尔眼科达成全面战略合作。2025 年 8 月，公司与爱尔眼科签署全面战略合作协议，整合双方在品牌、业务、科技、制造、资本等领域的优势资源，开启多维度、深层次的合作。明月镜片以“定点突破、定向深耕”为策略，锁定全国大中规模及连锁型医疗机构进行开发，目前已初见成效，截至 2024 年底，医院类客户为 171 家，目前已与爱尔眼科、温州医科大学附属眼视光医院、浙江大学医学院第二附属医院等医疗渠道，华夏眼科、中山眼科等医疗机构展开合作，并针对医疗渠道推出专属 SKU。

加码技术研发投入，销售、管理费用率优化。25Q1-3 公司毛利率为 57.95%/-1.35pct，净利率为 23.80%/+0.31pct；单季度看，25Q3 公司毛利率为 58.08%/-1.02pct，净利率为 23.59%/-0.64pct。期间费用：25Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.93%/-2.00pct、9.22%/-1.87pct、5.30%/+1.36pct、-0.02%/-0.05pct。单季度看，25Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.86%/-1.71pct、8.97%/-1.14pct、5.85%/+1.67pct、-0.20%/-0.24pct。25Q3 研发费用 1329 万元/+60.3%，重点投向 AI 眼镜镜片技术、高折射率材料开发等前沿领域，为长期竞争壁垒的构建奠定基础。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.50、9.48、10.53 亿元，分别同比增长 10.4%、11.5%、11.1%；归母净利润分别为 2.00、2.30、2.67 亿元，分别同比增长 13.1%、15.2%、15.9%；对应最新 P/E 为 41.3x、35.9x、30.9x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **离焦镜销量不及预期风险：**近两年多款品牌的离焦镜产品集中进入市场，当前市场竞争格局尚未稳定，存在部分品牌通过低价销售抢占市场份额的风险。若公司离焦镜产品轻松控系列销售表现不及预期，将影响公司营收及业绩表现。2) **原材料价格波动风险：**公司镜片产品的主要原材料为原油化工产品，原材料价格与原油价格直接相关，若原油价格出现大幅波动，将直接影响公司的原材料成本，进而影响到毛利率水平。3) **AI 眼镜放量不及预期风险：**AI 眼镜行业尚处发展前期阶段，在轻量化、生活化等方面仍有诸多技术难点待突破，产品放量前景和时间难以预判，若 AI 眼镜放量不及预期，或导致公司远期业绩难以兑现，存在一定估值回落风险。

图 1:明月镜片核心业务营收拆分及预测

营收拆分（人民币百万元）		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入		623	749	770	850	948	1,053
	yoy	8.3%	20.2%	2.9%	10.4%	11.5%	11.1%
镜片		478	595	634	711	798	891
	yoy	5.6%	24.6%	6.5%	12.1%	12.2%	11.7%
传统近视镜片（估算）		408	477	489	553	603	651
	yoy	-4.4%	17.0%	2.5%	13.0%	9.0%	8.0%
近视防控镜片（估算）		70	118	145	158	195	240
	yoy	170.0%	68.6%	22.7%	9.1%	23.4%	23.1%
原料销售		89.2	90.4	67.6	73.0	80.3	88.4
	yoy	44.9%	1.4%	-25.2%	8.0%	10.0%	10.0%
眼镜（成镜）		48.5	53.6	53.3	53.3	55.9	58.7
	yoy	-12.6%	10.4%	-0.6%	0.0%	5.0%	5.0%
镜架		3.2	4.7	7.1	5.0	5.7	6.6
	yoy	-8.1%	50.1%	49.3%	-30.0%	15.0%	15.0%
其他业务		4.4	4.7	8.3	8.3	8.3	8.3
	yoy	61.4%	5.7%	77.6%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司公告、中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,436	1,537	1,681	1,852	2,054
现金	953	1,288	1,349	1,483	1,647
应收票据及应收账款合计	124	109	139	155	172
其他应收款	3	4	4	5	5
预付账款	21	20	23	25	28
存货	76	90	96	106	115
其他流动资产	259	26	71	79	87
非流动资产	317	324	332	330	320
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	235	247	268	278	277
无形资产	40	46	38	31	23
其他非流动资产	42	30	25	21	20
资产总计	1,753	1,861	2,014	2,182	2,374
流动负债	132	133	152	167	182
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	59	38	66	72	79
其他流动负债	74	95	86	95	103
非流动负债	17	12	12	11	11
长期借款	3	1	0	0	0
其他非流动负债	14	11	11	11	11
负债合计	149	145	164	178	193
少数股东权益	47	47	63	82	104
股本	0	0	0	0	0
资本公积	970	969	969	969	969
留存收益	587	701	818	952	1,108
归属母公司股东权益	1,557	1,670	1,786	1,921	2,077
负债和股东权益	1,753	1,861	2,014	2,182	2,374

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	209	211	184	270	315
净利润	173	188	216	249	289
折旧摊销	53	57	62	73	80
财务费用	0	0	-5	-5	-5
投资损失	-16	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	9	-3	-64	-22	-24
其他经营现金流	-9	-22	-16	-16	-16
投资活动现金流	-369	423	-45	-45	-45
资本支出	73	73	70	70	70
长期投资	-316	455	0	0	0
其他投资现金流	-126	-105	-115	-115	-115
筹资活动现金流	-85	-75	-78	-91	-106
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-3	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-83	-72	-78	-91	-105
现金净增加额	-246	559	61	134	164

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	749	770	850	948	1,053
营业成本	318	319	346	380	414
营业税金及附加	9	9	9	10	11
销售费用	147	141	153	171	184
管理费用	79	86	93	104	116
研发费用	28	35	43	40	40
财务费用	0	0	-5	-5	-5
资产减值损失	-6	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	7	8	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	200	217	245	283	328
营业外收入	3	1	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	201	218	247	285	330
所得税	28	30	31	36	41
净利润	173	188	216	249	289
少数股东损益	15	11	16	19	22
归属母公司净利润	158	177	200	230	267
EBITDA	254	275	304	353	404
EPS (元)	0.78	0.88	0.99	1.14	1.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	2.9	10.4	11.5	11.1
营业利润(%)	25.4	8.6	12.9	15.3	16.1
归属于母公司净利润(%)	15.7	12.2	13.1	15.2	15.9
获利能力					
毛利率(%)	57.6	58.6	59.3	59.9	60.7
净利率(%)	21.0	23.0	23.5	24.3	25.4
ROE(%)	10.1	10.6	11.2	12.0	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	8.5	7.8	8.1	8.2	8.1
净负债比率(%)	-59.2	-75.0	-72.9	-74.0	-75.5
流动比率	10.9	11.5	11.0	11.1	11.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.0	7.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	5.4	8.4	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	0.99	1.14	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.05	0.92	1.34	1.56
每股净资产(最新摊薄)	7.72	8.28	8.86	9.53	10.31
估值比率					
P/E	52.4	46.7	41.3	35.9	30.9
P/B	5.3	4.9	4.6	4.3	4.0
EV/EBITDA	29.4	27.2	23.2	19.7	16.9

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投证券医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk