



抖音等兴趣电商平台提升到店率和转化率，带动博士眼镜门店效率提升 — 博士眼镜（300622.SZ）投资价值分析报告

● 视力问题人口持续增加，眼镜作为刚需产品需求稳定

电子产品的使用频率、时长增加以及消费者学习、办公时间较长，导致我国近视人群呈现高发化、低龄化、重度化的趋势，随着消费者对近视防控、缓解眼疲劳等功能关注度提升，青少年近视防控镜片及防蓝光等功能性镜片需求逐步增长。同时“眼镜配饰化”趋势下，眼镜购买量及更换频次稳步提升，根据艾瑞咨询数据，预计 2023 年，我国眼镜市场规模有望达到 895 亿元，同比增长 15.1%。

● 抖音等兴趣电商平台提升到店率和转化率，直营门店效率提升

公司 2023 年 1 月正式上线抖音本地生活，成为第一批与抖音本地生活达成合作的眼镜零售企业。抖音本地生活是基于“货找人”的逻辑，能更精准地进行流量运营，通过促销内容和短视频的推送，激发了消费者潜在的眼镜更换需求，促使消费者在线上完成优惠券的购买，在线下核销优惠券及体验选品配镜服务，提升直营门店运营效率，目前线上零售增长良好，且毛利率处于稳步提升中。

● 数字化加盟模式拓展下沉市场，逐步提升市场占有率

公司的直营门店集中于一二线城市的核心商圈，在中高端消费者市场的认可度较高，公司计划依托公司数字化加盟新模式和灵活高效的加盟平台积极拓展下沉市场。下沉市场单体眼镜店受经济下行等因素影响，公司加盟业务能够为其提供供应链、流量赋能、信息化管理工具等支撑，目前公司镜联易购平台处于稳步拓展中，有望逐步提升市场占有率。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 12.28、15.35、19.25 亿元，YOY 分别为 27.64%、25%、25.41%；EPS 分别为 0.77、1.08、1.46 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 23.10 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

宏观经济波动的风险、市场竞争加剧的风险、渠道依赖的风险、加盟业务的风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	962.24	1227.90	1534.87	1924.84
YOY	8.42%	27.64%	25.00%	25.41%
归母净利润	75.16	133.43	188.01	254.52
EPS	0.43	0.77	1.08	1.46
P/E	42.62	24.01	17.04	12.59

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

商贸零售行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.10.23

收盘价（元）	18.16
一年中最低/最高（元）	18.16/26.60
总市值（亿元）	32.04
ROE（加权）	9.36%
PE（TTM）	26.36

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	5
1.1 行业基本信息	5
1.2 行业竞争格局	7
1.3 行业成长空间	8
二、公司主要业务板块经营情况分析	10
2.1 公司主营业务及产品介绍	10
2.2 公司经营业绩情况	12
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	13
2.3.1 直营门店效率提升	13
2.3.2 数字化加盟业务拓展下沉市场	15
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	15
三、2023-2025 年公司整体业绩预测.....	18
四、公司估值分析.....	19
4.1 P/E 模型估值.....	19
4.2 DCF 模型.....	19
五、公司未来六个月内投资建议.....	20
5.1 公司股价催化剂分析	20
5.2 公司六个月内的目标价	20
六、公司投资评级.....	21
七、风险提示	21



图表目录

图 1: 2022 年中国眼镜市场规模结构.....	5
图 2: 儿童青少年群体近视率.....	6
图 3: 眼镜零售企业品牌知名度.....	7
图 4: 中国青少年近视管理离焦镜片市场规模及增速.....	9
图 5: 中国镜架产品零售市场规模及增速.....	9
图 6: 消费者换镜周期.....	10
图 7: 中国眼镜产品零售市场规模及增速.....	10
图 8: 公司营收及增速.....	12
图 9: 公司归母净利润及增速.....	12
图 10: 毛利率及净利率走势.....	13
图 11: 各项费用率情况.....	13
图 12: 营收构成按销售模式划分.....	13
图 13: 毛利率按销售模式划分.....	13
图 14: 可比公司存货周转率对比.....	16
图 15: 可比公司应收账款周转率对比.....	16
图 16: 可比公司总资产周转率对比.....	16
图 17: 可比公司销售费用率对比.....	17
图 18: 可比公司管理费用率对比.....	17
图 19: 可比公司财务费用率对比.....	17
图 20: 可比公司毛利率对比.....	17
图 21: 可比公司净利率对比.....	17
图 22: 可比公司 ROE 对比.....	18
图 23: 可比公司 PE(TTM)对比.....	19
表 1: 不同年龄段换镜周期.....	5
表 2: 镜片产品分类.....	6
表 3: 青少年近视管理离焦镜片主流产品有效性分析.....	8
表 4: 线下门店品牌建设.....	11
表 5: 分区域门店情况.....	14
表 6: 各线上平台销售情况.....	14
表 7: 2023-2025 年公司收入预测.....	18



表 8: 可比公司估值表 (截止 2023 年 10 月 20 日)	19
表 9: DCF 模型估值	20



一、公司所属主要行业情况分析

1.1 行业基本信息

视觉功能作为人体机能的一种，随着年龄增长，不同人群面临的眼健康问题有所变化。在 0-18 岁的儿童青少年时期，视觉功能仍处于生长发育阶段，遗传因素、外部因素等易造成儿童远视、近视、弱视等视觉问题；在 18-45 岁的青年时期，视觉功能基本发育成熟，容易因工作等原因造成视觉疲劳、结膜炎等问题；在 45 岁以后，中老年人群易出现老花眼等常见问题，据艾瑞咨询数据，老花眼通常在 38 岁左右出现，42—44 岁是发病高峰，52 岁后发病率接近 100%。

随着消费者年龄及视力变化，不同年龄段消费者换镜周期存在差别，据弗若斯特沙利文数据，儿童青少年时期的换镜周期约在 1 年，青年时期由于近视度数相对稳定，换镜周期约在 1-2 年之间，而在 45 岁之后，老花的度数有一定变化，但相较于青年人，对功能性镜片的需求性相对较小，其换镜周期为 2-3 年。

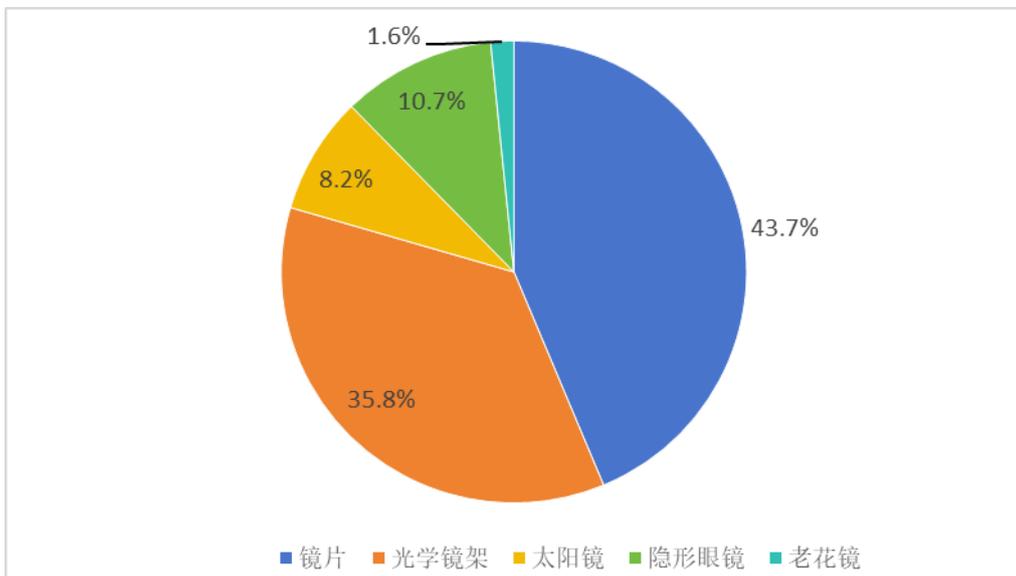
表 1：不同年龄段换镜周期

年龄段	视力变化情况	换镜周期	建议换镜原因
0-18 岁	近视度数变化大	1 年	身体成长与视力变化
18-45 岁	近视度数相对稳定	1-2 年	产品品质损耗
45 岁以后	老花度数变化	2-3 年	视力变化

数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

镜片和光学镜架是眼镜市场的核心产品，2022 年两者分别占眼镜市场规模 43.7%、35.8%。老花镜产品占比 1.6%，市场规模较小，但受益于 60 后、70 后老花镜需求增加，以及该年龄段对专业配镜认可度较高等因素，老花镜零售规模占比有所提升。

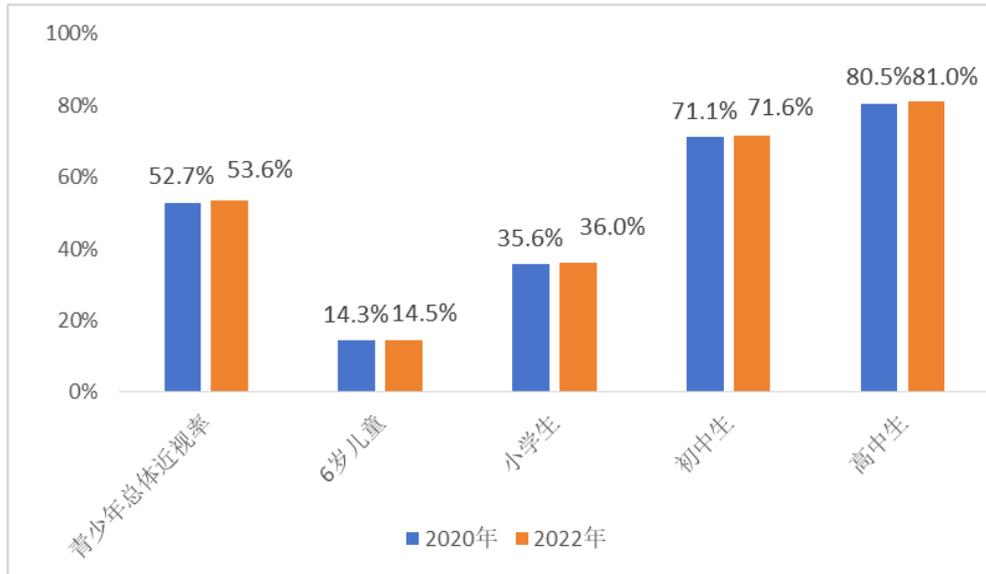
图 1：2022 年中国眼镜市场规模结构



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

从问题分类上来看，视力健康问题主要分为功能性眼病与器质性眼病，其中 95% 的问题集中在功能性眼病中，包括屈光不正引起的近视、远视、散光，老花、斜视、弱视等。随着生活方式和用眼环境的改变，线上办公、线上教学等日趋常态化，电子产品的使用频率、时长提升以及人们日常用眼场景的增多加剧了用眼负荷，我国视力问题人口基数不断扩大。根据国家卫健委的数据，2022 年我国儿童青少年总体近视率为 53.6%，比 2021 年同比上升 0.9 个百分点，其中 6 岁儿童为 14.5%，小学生为 36%，初中生为 71.6%，高中生为 81%。

图 2：儿童青少年群体近视率



数据来源：国家卫健委，华通证券国际有限公司研究部

随着人们生活水平改善以及对眼镜功能需求多样化，人们对镜片的选择从最初的单光镜片逐步转向功能性镜片，据艾瑞咨询《2023 年中国眼镜行业白皮书》数据显示，在已购眼睛中，功能性眼镜占比已达到 73.5%。功能性镜片是通过调整镜片的基础材料、调节配方、光学设计或镜片膜层等方法使得普通镜片拥有一种或多种功能特性的镜片，它适用于更多人群，技术含量和产品价值更高。市场常见的功能性镜片包括可满足眼健康管理的近视管理类、运用渐进多焦点技术的成人渐进类、缓解眼疲劳症状的抗疲劳类、保护眼睛免受有害光影响或伤害的光敏感防护类。

表 2：镜片产品分类

镜片分类		使用人群/场景	特征
单光镜片		-	未加功能特性的镜片。功能性镜片逐渐兴起后，未加功能性的镜片一般会被成为普通镜片或单光镜片。
功能性镜片	防蓝光镜片	职场群体	防蓝光镜片通过镜片表面镀膜能够有效的隔离紫外线与辐射而且能够将有害蓝光吸收。适合长时间看电脑、手机或者电视的人群使用，已经成为非常常见的单光升级功能性镜片。
	抗疲劳镜片	职场群体	一般指防辐射抗疲劳镜片，专为使用电脑、玩游戏和上网一族特制的功能性镜片，具有防电磁波辐射和防止长期看电脑引起的视觉疲劳等功能。



多点近视离焦镜片	学生群体	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，可延缓眼轴变长，延缓近视发展。
渐进多焦点镜片	老年群体	镜片上有多个焦点，屈光力从位于镜片上部的远用区连续地增加到底部的近用区，一副眼镜既可以看清远处，又可以看清近处，还可以看清中距离物体。
其他功能性镜片	生活场景	变色镜片： 紫外线照射下可迅速变暗，阻挡强光并吸收紫外线。 运动镜片： 运动安全防护眼镜，有不易碎裂的特征。 夜视镜片： 有助于缓解驾车时晴天阳光刺眼、夜间远光灯刺眼。

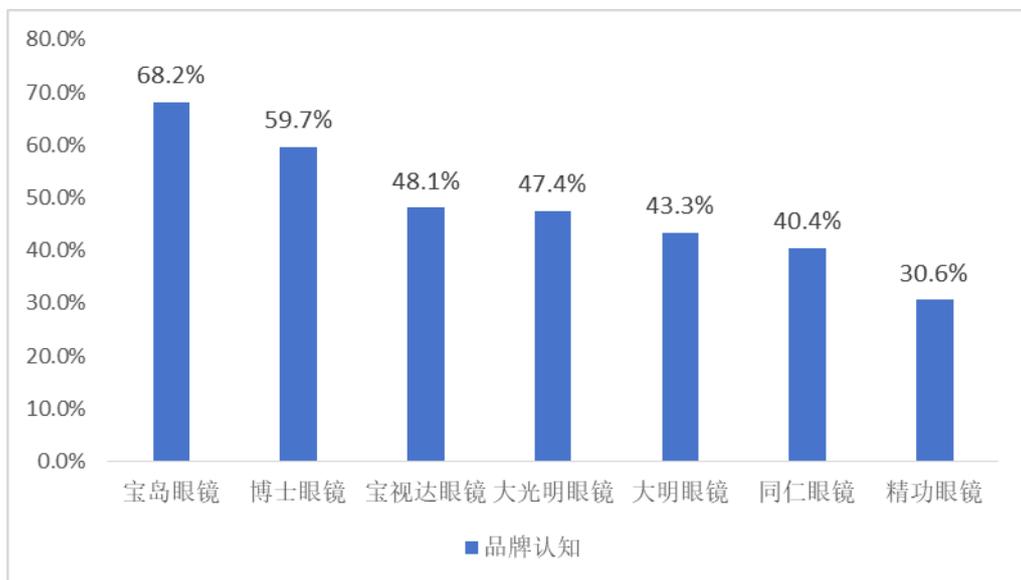
资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

1.2 行业竞争格局

眼镜行业产业链上游包括镜片原材料供应商、镜架原材料供应商、设备供应商，为中游生产商提供树脂、玻璃、塑料、合金等生产原材料和生产设备，还向下游零售商提供验配设备。中游包括镜片生产企业和镜架生产企业，中游厂商除了加工、生产、量产和定制产品，还会承担眼镜新品研发设计工作，并为下游提供销售专业设备、加工、售后、销售员及视光师专业培训等支持。下游销售渠道包括眼镜零售商、民营眼科医院、综合医院附属配镜中心、互联网验配销售渠道、线上新零售渠道，为消费者提供验光、配镜、镜片镜架装配、试戴体验、销售配送等专业服务。

我国眼镜零售行业市场竞争激烈，从业者众多，部分地区的进入壁垒较高，地域化特征明显，且行业规范化程度较低，产品同质化趋势严重。伴随新零售业态的快速发展和本地化营销的不断深化，部分眼镜零售龙头企业凭借企业信用良好、供应链高效完善、渠道经验丰富等综合优势快速发展，构建起相对完善的线上线下一体化销售体系，引领行业向规模化、标准化、专业化方向发展。根据艾瑞咨询数据，眼镜零售领域宝岛眼镜、博士眼镜品牌知名度较高，两者知名度分别为 68.2%、59.7%。

图 3：眼镜零售企业品牌知名度





数据来源: 艾瑞咨询, 华通证券国际有限公司研究部

相较于传统的线下眼镜门店销售方式, 抖音、美团等兴趣电商平台相继上线 POI 功能, 线下眼镜商家可以在发布内容视频时附上门店的 POI 定位信息, 从而建立起更加精准的商品推荐、优惠内容分发等店铺活动信息推送机制, 刺激消费者的到店欲望, 满足顾客不同消费诉求, 有效打通营销最短链路, 提升到店率和转化率。新零售平台的智能化、个性化推荐功能让消费者更加便捷地找到适合自己的眼镜产品和验配服务, 使新老顾客自动裂变, 形成稳定牢固的会员群体, 同时促使眼镜零售头部企业不断拓展线上服务半径, 增进线上门店客流与线下门店服务有效地优势互补、互联互通, 提升了眼镜零售连锁品牌的口碑效应和复购率。

1.3 行业成长空间

由于青少年过早且频繁接触电子产品以及课业负担沉重, 近视人群呈现出高发化、低龄化以及重度化趋势, 家长对近视防控的关注度日益提升。近视防控手段主要分为光学防控和药物防控等, 其中, 光学防控可分为离焦镜和 OK 镜, 药物防控主要以低浓度阿托品滴眼液为主。从普适性、性价比、佩戴方便程度等角度看, 离焦框架眼镜是目前最易获取、使用便捷性最高的青少年近视管理产品。据各离焦镜片主要品牌的临床实验结果, 目前主流品牌的离焦镜片 1-2 年临床结果的等效球镜度减缓率在 59%-67% 之间, 眼轴减缓率在 51%-60% 之间, 说明离焦镜片在延缓近视加深上效果显著。

表 3: 青少年近视管理离焦镜片主流产品有效性分析

主要品牌	主要产品	技术路径	临床试验结果
明月镜片	轻松控 PRO	多点近视离焦眼轴控制技术 (C.A.M.D)	1 年临床结果: 延缓等效球镜度增长的效果为 60%, 延缓眼轴增长的效果为 51%, 戴镜第四季度, 延缓近视加深有效率 82%
蔡司	成长乐	周边离焦技术	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
	小乐园	同心环带微柱镜技术 (C.A.R.E)	1 年临床结果: H 版延缓眼轴增长的相对正视眼有效率为 63%
豪雅	新乐学	多区正向光学离焦技术 (D.I.M.S)	2 年临床结果: 近视加深减慢 59%, 眼轴增长速度减慢 60%
依视路	星趣控	高非球微透镜星控技术 (H.A.L.T)	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)

数据来源: 弗若斯特沙利文, 华通证券国际有限公司研究部

近年来, 家长对近视防控的重视促使离焦镜市场认知度不断提升, 离焦镜片市场规模高速增长。据弗若斯特沙利文数据显示, 我国青少年近视管理离焦镜片市场规模从 2017 年的 16.6 亿元增长至 2022 年的 102.5 亿元, 年复合增长率约为 43.9%。预计 2023 年, 我国青少年近视管理离焦镜片市场规模将达到 130.8 亿元, 较上年增长 27.6%。

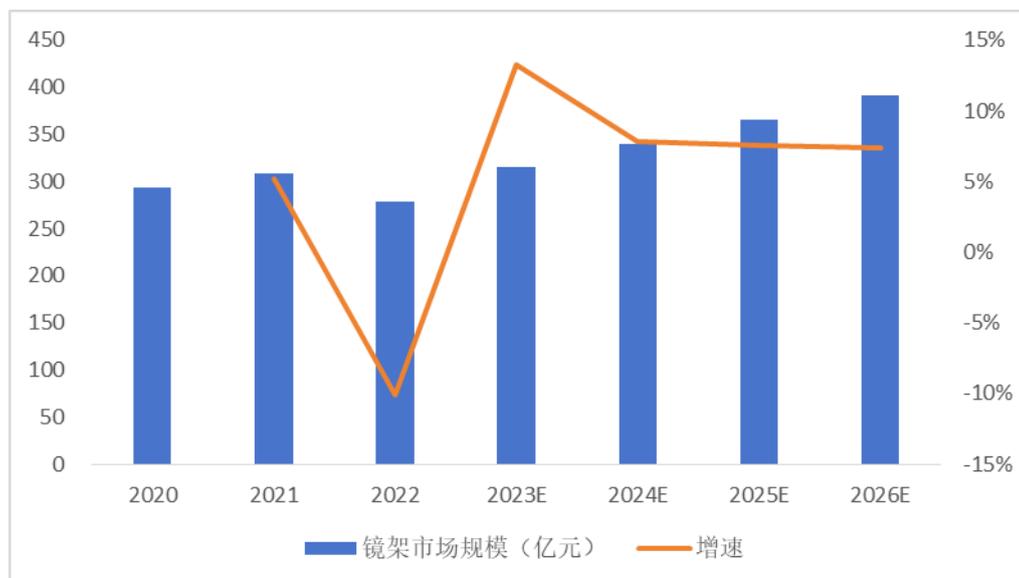
图 4：中国青少年近视管理离焦镜片市场规模及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

随着年轻消费群体的崛起，消费者对镜架的材质、轻重、舒适性、美观性、个性化等要求不断提升，镜架从最初的支撑镜片作用，也可作为个性表达的配饰作用。根据艾瑞咨询的调研数据，2022 年单人拥有 2 副及以上眼镜的消费者高达 76%，同比增长 23.9%，而单人拥有 3 副及以上眼镜的消费者同比增幅接近 10%。2022 年镜架行业市场规模 278 亿元，同比下降 10.1%。但随着防疫管控的全面放开，眼镜作为刚需产品，消费整体呈现恢复向好的态势，预计 2023 年国内镜架产品零售市场规模将达到 315 亿元，同比增长 13.3%。

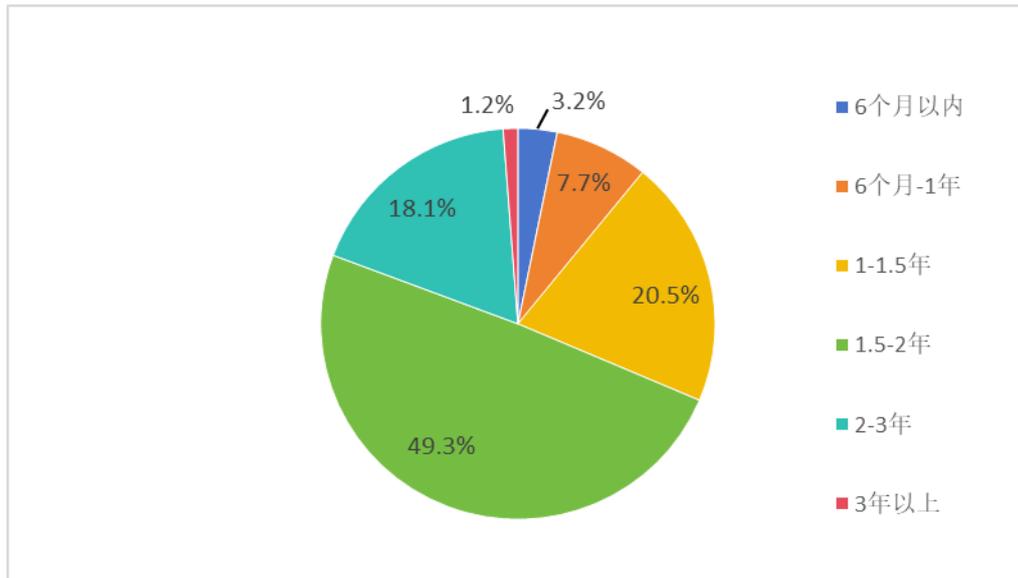
图 5：中国镜架产品零售市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

根据弗若斯特沙利文分析，2022 年中国消费者平均更换眼镜的频率为 1.7 年/次，随着人均可支配收入的增长及电子产品使用频率增多，消费者定期更换镜片需求增长，预计未来镜片更换频率的周期将逐渐缩短，镜片需求将持续扩容。

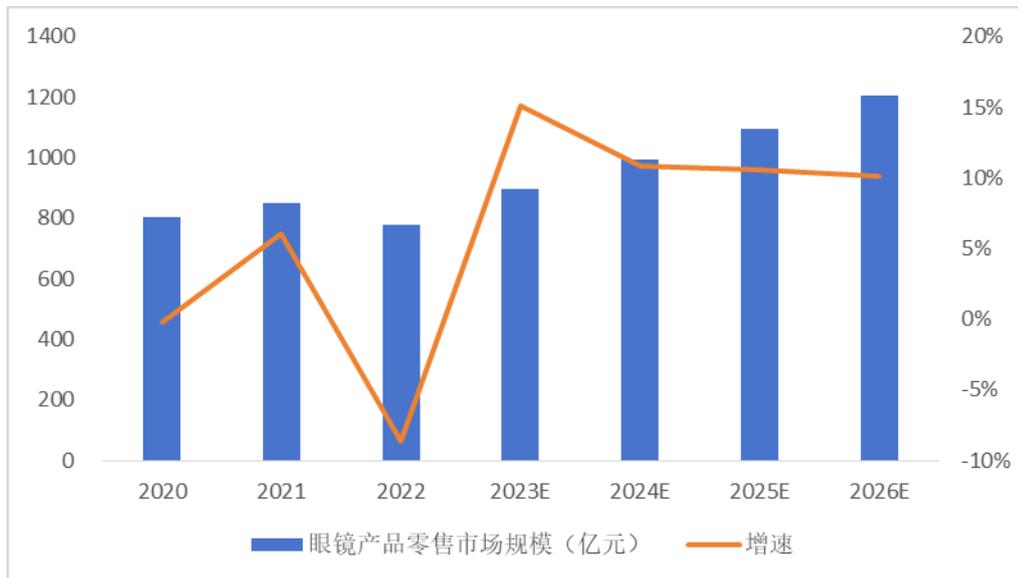
图 6：消费者换镜周期



数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

2022年，受出行减少等因素影响，镜架、太阳镜、隐形眼镜市场规模有所下降，眼镜产品零售市场规模为777亿元，同比下降8.6%。随着疫情结束带来的配镜需求回补，家长对近视防控日益重视，以及换镜频率加快等因素，据艾瑞咨询预测，2023年眼镜产品零售市场规模有望达到895亿元，同比增长15.1%。

图 7：中国眼镜产品零售市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，华通证券国际有限公司研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

博士眼镜成立于1993年，是一家专业从事眼镜零售连锁经营企业。公司产品结构丰富多样，通过线上线下一体化方式销售光学眼镜及验配服务（镜架、镜片和验配服务）、成镜系



列产品（太阳镜、老花镜等）、隐形眼镜系列产品（软、硬性隐形眼镜、护理液）及眼健康周边产品，为消费者提供从引导挑选合适的眼镜产品、验光配镜、佩戴调试、售后服务与回访的一站式服务以及医疗场景下的视光服务，为每位消费者建立视觉健康档案，持续进行循证跟踪服务。

为满足不同客群的多场景消费需求，公司积极打造六大眼镜零售品牌进行多层次市场布局，形成差异化品牌矩阵效应，包括“President optical”定位于“高端定制”、“博士眼镜”定位于“专业视光”、“Boojing”定位于“新消费零售”、“zèle”定位于“时尚快消”、“ZORRO”定位于“复古文化主题”、“砦”定位于“加盟服务”。同时，公司积极深化渠道合作，不仅与山姆、华润等大型商超机构建立稳固合作关系，而且与深免集团、海旅免税等免税集团联合打造配镜中心。此外，公司有序推进综合视光服务新模式，开展近视防控、视觉康复训练等业务，挖掘专业能力的新价值，不断提升行业地位和市场竞争力。

表 4：线下门店品牌建设

门店品牌	直营	传统加盟	合计
博士眼镜	349	0	349
President optical	72	0	72
Boojing	2	0	2
zèle	3	7	10
砦	5	14	19
ZORRO	2	0	2
渠道合作配镜中心	45	0	45
视光中心	14	0	14
总计	492	21	513

数据来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

公司作为眼镜零售行业首家上市的头部企业，经过三十年的深耕与发展，在品牌、规模、服务、渠道、供应链管理等方面形成较强的核心竞争力，目前已经成为国内眼镜零售行业中规模较大、直营门店众多、数字化水平领先的跨区域经营企业之一。多年来，公司与全球许多知名眼镜生产制造商如卡尔蔡司、开云集团、依视路等建立了长期战略合作关系，并代理销售多个国际眼镜品牌。公司通过与各大潮流品牌联名合作、独家代理、抢先发售等方式，将传统的眼镜设计成更符合当下消费审美的时尚单品，给消费者带来更个性化的选择，并从产品多样化、服务专业性、品牌传播力等多个维度对不同商圈和客群定位进行宣传。2023年上半年，公司与 BOLON、EMPORIO ARMANI、海伦·凯勒等知名品牌共联名合作眼镜产品 41 款，独家代理 LINEART 镜架产品 6 款。

同时，公司积极培育自有品牌，不断升级迭代自有品牌产品矩阵。2023年上半年，公司自有品牌镜片及镜架持续放量，其中，自有品牌镜片销量同比增长 77.75%，占 2023 年上半年总体镜片销量的 67.82%；自有品牌镜架销量同比增长 84.13%，占 2023 年上半年总体镜架



销量的 70.65%。

此外，公司功能性镜片总体销量保持稳步增长态势，同比增长 23.23%，其中，青少年近视防控型镜片（含离焦镜片）的销量同比增长 55.64%，成人渐进镜片的销量同比增长超过 13.14%。

公司主要与公立医院、社康中心合作建设视光中心。截至上半年，公司视光中心已覆盖离焦镜片品牌 5 个，角膜塑形镜品牌 6 个，护理产品品牌 5 个，视觉产品品牌 13 个，视训产品品牌 3 个。未来，公司将不断提高视光专业服务水平，依托供应链管理优势，借助所处医院及社康中心的门诊流量和医疗技术资源优势，协助开展验光配镜、近视防控以及视觉康复训练等重服务属性业务。截至 2022 年末，公司共有 12 家视光中心，全部都在广东省，有望通过积极拓展综合视光服务体系在外省实现视光业务的突破。

2.2 公司经营业绩情况

近几年，受疫情等因素影响，消费者线下配镜受阻，随着疫情放开，2023 年上半年，部分配镜需求回补带来业绩较大增长，同时受益于青少年近视防控镜片需求以及自主品牌业务的快速增长，公司实现营业收入 5.99 亿元，同比增长 30.98%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 229.74%。

图 8：公司营收及增速

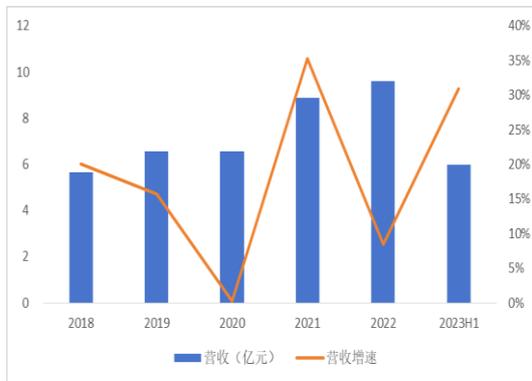


图 9：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

由于公司主动调整产品结构和销售策略，提升零售价格高但毛利率相对较低的国际品牌镜架产品及功能性镜片的销售占比，以及线上业务毛利率较低，因此公司整体毛利率有所下降。2023 年上半年，公司毛利率、净利率分别为 60.83%、11.50%。公司销售费用率有所降低，管理费用率较为平稳，2023 年上半年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 38.75%、7.50%、0.65%。

图 10：毛利率及净利率走势

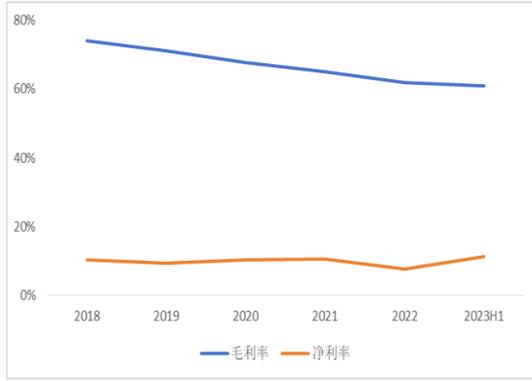
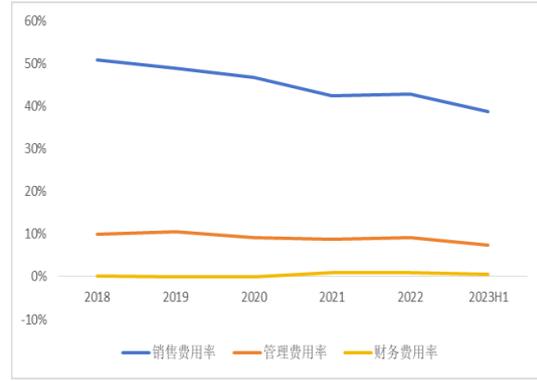


图 11：各项费用率情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

公司积极布局新零售渠道和兴趣电商平台，促进线上线下融合，2022 年，公司线下、线上零售分别实现营业收入 8.35、1.27 亿元，分别同比增长 5.40%、33.65%。线上业务毛利率相对线下业务较低，但线上业务毛利率近几年逐步增长，2022 年，线下业务、线上业务毛利率分别为 65.92%、35.04%。

图 12：营收构成按销售模式划分

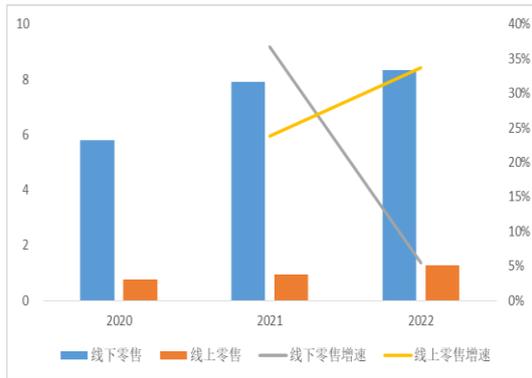
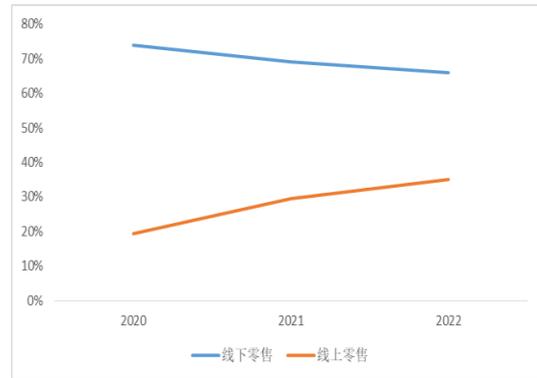


图 13：毛利率按销售模式划分



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 直营门店效率提升

截至 2023 年上半年，公司经营网点已遍布广东、江西、重庆、江苏、四川、云南、浙江、海南、安徽、广西壮族自治区、北京、上海、湖北、山东、陕西、湖南、辽宁、福建、贵州、宁夏回族自治区、天津、甘肃、山西、西藏自治区共计 24 个省、自治区、直辖市。公司共有门店 513 家，其中，直营门店 492 家，传统加盟店 21 家。

眼镜零售门店作为消费者购买眼镜及验配服务最主要的渠道，其选址至关重要。随着民众消费习惯与需求的不断改变，眼镜门店选址逐步从独立街铺向综合商超场所分化。公司不断深化销售网络布局升级，销售网络持续完善。对于直营门店，在新店及区域的拓展上，公司会谨慎地进行前期调研和评估，以达到开“优质店”的目的，将单店盈亏平衡周期减短，



提高单店的盈利水平；通过销售网络规模的有序扩大，规模效应及品牌效应得以发挥，有利于提高公司的盈利能力及行业地位。同时，公司积极打造线上线下一体化发展的销售模式，通过线上入口不断扩大业务覆盖面，实现全渠道销售业务的发展，进一步巩固全国性连锁企业的规模优势。

表 5：分区域门店情况

地区	数量 (家)	店面平效 (元/㎡.年)	营业收入 (万元)		营业收入同 比增幅 (%)	营业利润同 比增幅 (%)
			上年同期	本报告期		
东北	5	71,916.14	594.46	883.72	48.66%	26.00%
华北	7	64,463.94	1,196.98	1,806.14	50.89%	83.14%
华东	133	25,244.48	8,047.32	11,816.85	46.84%	100.40%
华南	274	30,658.40	22,098.73	27,384.62	23.92%	50.02%
华中	6	47,661.26	479.29	860.31	79.50%	74.91%
西北	7	12,029.73	267.65	276.44	3.28%	191.43%
西南	60	21,792.50	4,602.39	5,183.04	12.62%	457.82%
合计	492	28,688.79	37,286.81	48,211.11	29.30%	74.35%

数据来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

公司经过多年的经营和发展，与国内外知名镜架、镜片供应商建立了长期稳定的业务合作关系，如开云集团、依视路、卡尔蔡司，供货渠道稳定为公司经营发展提供了有力的支持。同时，规模化采购使公司获得了供应商在品牌推广、市场活动、返点让利等方面的支持，也在一定程度上降低了公司的经营成本，提高了市场竞争力。依托供应链管理和专业服务优势，公司与一些国内知名商业地产商、大型商超机构、医疗机构建立了密切的合作关系，通过与各方的资源整合、优势互补，进一步提升公司连锁经营效率和核心竞争力。

为满足数字社交时代品牌与产品宣传的需要，公司已在微博、抖音、小红书等平台均开设官方账号，并在天猫、京东、微信等平台开设官方旗舰店、官方商城，通过在平台上发布促销活动及发放优惠券，引导消费者去线下零售门店完成消费转化。随着网络直播、短视频带货的趋势兴起，公司抖音店铺开展常态化日播，在持续提升产品关注度的同时，利用直播间实现隐形眼镜、太阳镜等标准化眼镜产品在下沉市场的错位销售。2023年上半年，公司线上交易总额（GMV）为9,748.33万元，对应的营业收入（不含税）8,626.83万元，合计占公司营业收入的14.40%，同比上升54.42%。

表 6：各线上平台销售情况

线上平台店铺	GMV (万元)		GMV 占比		本年比上年增 减
	2023 年上半 年	2022 年上半 年	2023 年上半 年	2022 年上半 年	
官方旗舰店体系	6,528.29	5,440.59	66.97%	86.19%	19.99%
微商城体系	1,619.75	297.25	16.62%	4.71%	444.92%
博镜抖音直播	1,426.09	161.71	14.63%	2.56%	781.86%



间					
其他	174.20	412.79	1.79%	6.54%	-57.80%
合计	9,748.33	6,312.35	100.00%	100.00%	54.43%

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

公司持续完善本地生活服务平台的布局，通过构建门店流量分配机制、利用内容营销与团购券互为补充进行客户引流到店，创造客户边际增量的同时培育消费者对品牌的认知度和忠诚度，构建线上与线下联动发展的新局面。除了在大众点评、美团外卖等本地生活服务平台开设官方账号，公司于2023年1月正式上线抖音本地生活，成为第一批与抖音本地生活达成合作的眼镜零售企业。此先发优势让公司可以在上线平台初期较快较好地完成消费者购券到店消费转化。截至上半年，抖音本地生活平台累计新增会员164,063人次，实现平台前端GMV6,960.58万元，累计转化门店核销收入4,658.16万元。公司在抖音本地生活的销售表现受抖音平台流量扶持政策、线上商户竞争环境变化、线下门店销售承载力等多方面因素影响，目前增长速度已经趋于稳健态势。

2.3.2 数字化加盟业务拓展下沉市场

受经济下行、消费需求萎缩等因素影响，眼镜零售行业整体承压前行，单体眼镜店的停业率、撤店率上升，盈利能力、生存能力下降，单体眼镜店需要强有力的供应链、流量赋能、上市公司品牌背书及信息化管理工具来支撑。抖音通过本地生活业务逐渐改变了流量的分发逻辑，即改变了“需求在前、消费在后”的消费习惯，用短视频内容营销与销售团购券等方式刺激消费者的到店欲望和消费需求。公司在2023年正式上线本地生活业务后，已享受到了第一波流量红利，同时也看到了抖音推流对线下门店销量增长的辅助效应。

因此，公司决定大力发展数字化加盟，依托灵活高效的镜联易购平台，为单体眼镜店提供强有力的供应链赋能、流量运营支撑、上市公司品牌背书及信息化管理工具，最终提高公司品牌的市场占有率。按照公司战略规划，加盟业务的收入将主要来自于三个方面：供应链的采购差价、加盟费、信息化管理工具的使用费。

按照公司加盟业务发展规划，2023年，公司将着重统计镜联易购平台注册用户数，并重点关注平台注册用户转化为活跃用户及加盟门店用户的情况。2024年，公司将重点考察加盟门店的单店贡献，即单体门店在平台上采购的产品数量及金额。2025年，公司预计加盟业务会对财务状况产生一定影响。截至2023年上半年，镜联易购平台上完成注册流程的用户共计7,450家，完成加盟签约流程的加盟门店用户共计264家，在镜联易购平台产生的交易额共计158万元。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取专业连锁领域孩子王、爱施德、华致酒行、爱婴室为可比

公司。存货周转率方面，博士眼镜、孩子王、爱施德、华致酒行、爱婴室 2023 年上半年存货周转率依次为 1.36、3.31、12.14、1.65、1.50；应收账款周转率方面，上述公司 2023 年上半年应收账款周转率依次为 10.70、46.91、22.58、19.06、12.34；总资产周转率方面，上述公司 2023 年上半年总资产周转率依次为 0.59、0.54、3.32、0.72、0.61。

图 14: 可比公司存货周转率对比

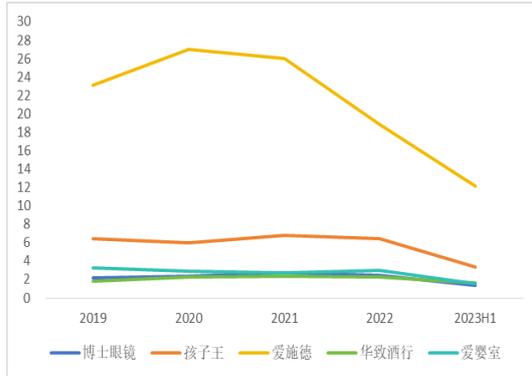


图 15: 可比公司应收账款周转率对比

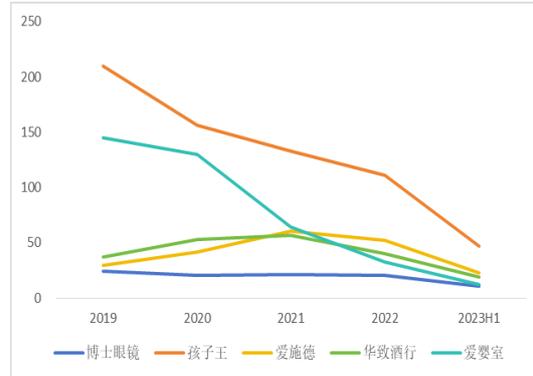
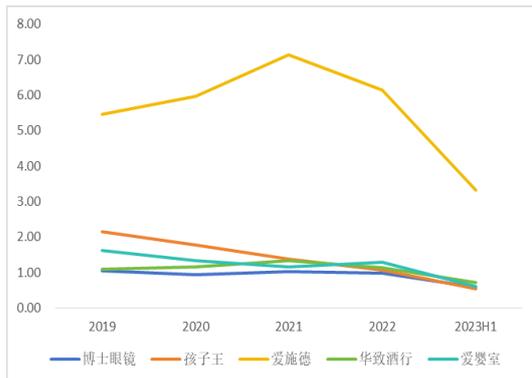


图 16: 可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，博士眼镜、孩子王、爱施德、华致酒行、爱婴室 2023 年上半年销售费用率依次为 38.75%、19.45%、1.29%、6.19%、21.01%；管理费用率方面，上述公司 2023 年上半年管理费用率依次为 7.50%、6.11%、0.33%、1.66%、3.25%；财务费用率方面，上述公司 2023 年上半年财务费用率依次为 0.65%、0.93%、0.11%、0.24%、1.09%。



图 17: 可比公司销售费用率对比

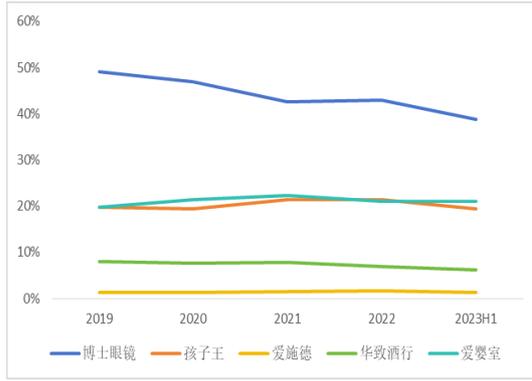


图 18: 可比公司管理费用率对比

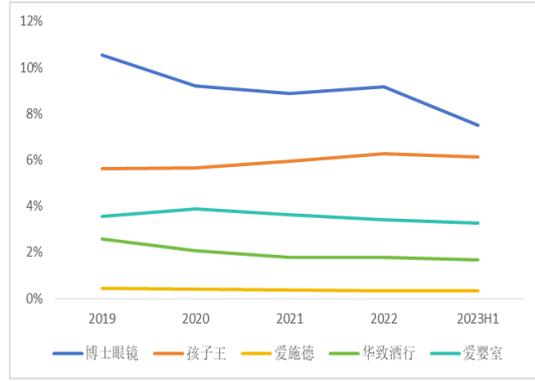
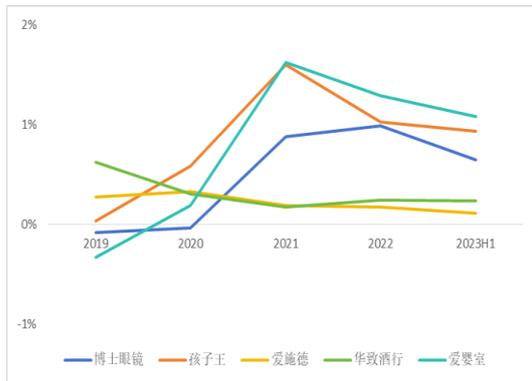


图 19: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 博士眼镜在可比公司中处于第一位, 博士眼镜、孩子王、爱施德、华致酒行、爱婴室 2023 年上半年毛利率依次为 60.83%、28.11%、2.83%、11.23%、27.89%; 净利率方面, 博士眼镜在可比公司中处于第一位, 上述公司 2023 年上半年净利率依次为 11.50%、1.66%、0.80%、2.67%、2.85%; 净资产收益率方面, 博士眼镜在可比公司中处于第一位, 上述公司 2023 年上半年 ROE 依次为 9.50%、2.30%、5.52%、4.10%、3.85%。

图 20: 可比公司毛利率对比

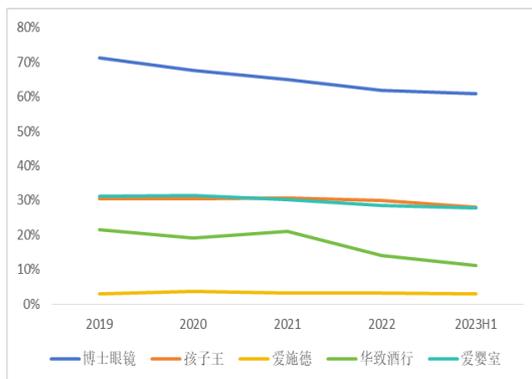


图 21: 可比公司净利率对比

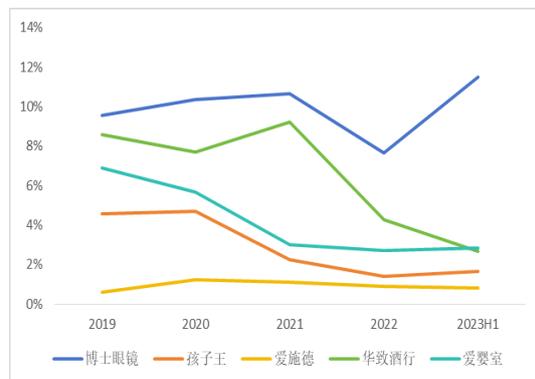
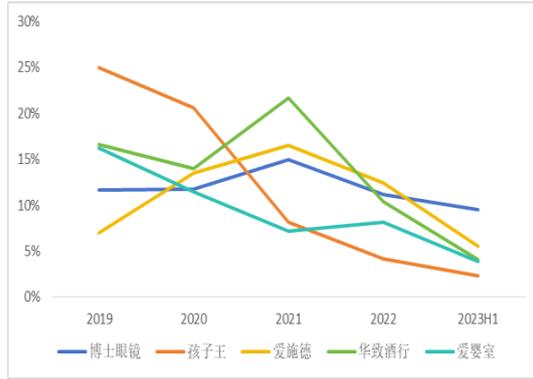




图 22: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

关键假设:

a. 公司已设立六大眼镜零售品牌进行多层次市场布局, 2023 年下半年, 在门店拓展方面, 公司将在稳固华南大本营的同时拓展长三角区域和海南免税中心。同时, 公司依托数字化加盟新模式和灵活高效的加盟平台拓展下沉市场, 有望持续提升市场占有率。门店数量的增长一方面提升公司品牌效应, 同时规模化采购一定程度上降低公司经营成本, 提高市场竞争力。

b. 公司积极布局新零售渠道和兴趣电商平台, 促进线上线下融合, 利用内容营销与团购券互为补充进行客户引流到店, 创造客户边际增量的同时培育消费者对品牌的认知度和忠诚度。近几年, 线上零售业务增长良好, 且毛利率处于稳步提升状态。

c. 结合往年数据, 将线下零售、线上零售的 2023 年收入增长预测均设为 25%、45%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 22%、42%。

d. 结合往年数据, 将线下零售、线上零售的 2023 年毛利率预测设为 66%、38%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的毛利率设定为 64%、40%。

表 7: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
线下零售	收入 (亿元)	8.35	10.44	12.73	15.54
	YOY	5.40%	25.00%	22.00%	22.00%
	成本 (亿元)	2.85	3.55	4.58	5.59
	毛利率	65.92%	66.00%	64.00%	64.00%
线上零售	收入 (亿元)	1.27	1.84	2.61	3.71
	YOY	33.65%	45.00%	42.00%	42.00%
	成本 (亿元)	0.83	1.14	1.57	2.23
	毛利率	35.04%	38.00%	40.00%	40.00%
合计	收入 (亿元)	9.62	12.28	15.35	19.25
	YOY	8.42%	27.64%	25.00%	25.41%
	成本 (亿元)	3.67	4.69	6.15	7.82
	毛利率	61.84%	61.80%	59.91%	59.37%



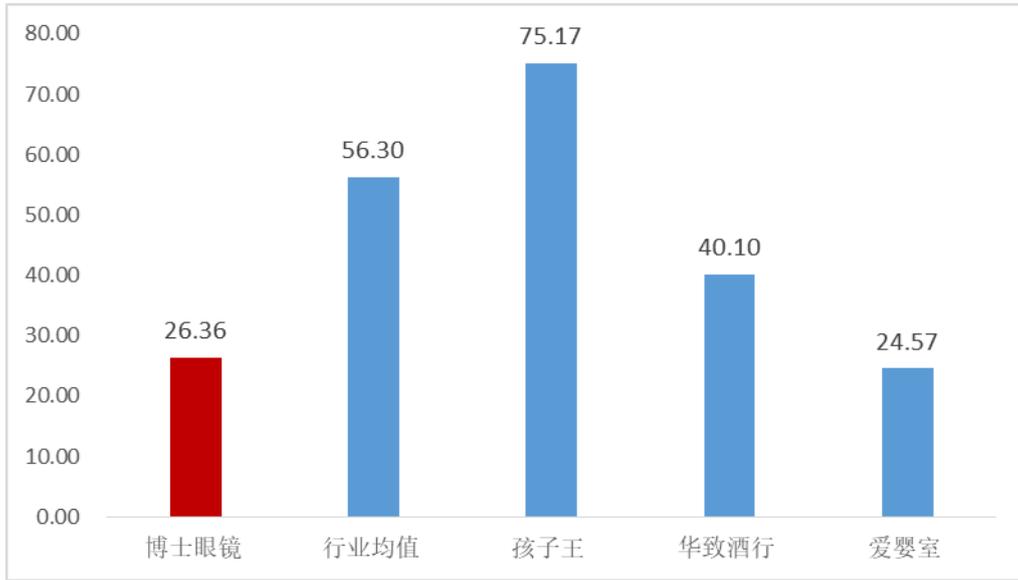
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 12.28、15.35、19.25 亿元，同比增长 27.64%、25%、25.41%，归属于母公司股东净利润分别为 1.33、1.88、2.55 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.77、1.08、1.46 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

选取专业连锁领域孩子王、华致酒行、爱婴室为可比公司，同时选取行业均值参考，以 2023 年 10 月 20 日数据为基准，可看出博士眼镜 PE (TTM) 处于较低水平。

图 23: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券国际有限公司研究部

对比华致酒行、爱婴室、孩子王估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 25X-30X，对应股价 19.25 元/股-23.10 元/股为合理估值区间。

表 8: 可比公司估值表 (截止 2023 年 10 月 20 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华致酒行	18.89	0.88	1.02	1.49	2.05	27.29	18.50	12.68	9.20
爱婴室	15.07	0.61	0.69	0.82	0.94	42.41	21.71	18.46	15.99
孩子王	8.43	0.11	0.23	0.35	0.45	71.15	36.39	23.70	18.84
平均值						46.95	25.53	18.28	14.68

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.77、1.08、1.46 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 33.18 元。



表 9: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	3.02	25.79	28.81
组合二	8.00%	4.00%	3.02	32.54	35.57
组合三	8.00%	5.00%	3.02	43.81	46.83
组合四	9.00%	3.00%	2.99	21.10	24.08
组合五	9.00%	4.00%	2.99	25.56	28.55
组合六	9.00%	5.00%	2.99	32.26	35.25
平均值					33.18

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司 2023 年 1 月正式上线抖音本地生活，成为第一批与抖音本地生活达成合作的眼镜零售企业。抖音本地生活是基于“货找人”的逻辑，能更精准地进行流量运营，通过促销内容和短视频的推送，激发了消费者潜在的眼镜更换需求，促使消费者在线上完成优惠券的购买，在线下核销优惠券及体验选品配镜服务，提升直营门店运营效率，目前线上零售增长良好，且毛利率处于稳步提升中。

公司的直营门店集中于一二线城市的核心商圈，在中高端消费者市场的认可度较高，公司计划依托公司数字化加盟新模式和灵活高效的加盟平台积极拓展下沉市场。下沉市场单体眼镜店受经济下行、消费需求萎缩等影响，公司加盟业务能够为其提供供应链、流量赋能、信息化管理工具等支撑，目前公司镜联易购平台处于稳步拓展中，有望逐步提升市场占有率。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 23.10 元/股，对应 2023 年 PE 为 30 倍。以 2023 年 10 月 20 日收盘价 18.43 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 25.34% 的上涨空间。



六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、宏观经济波动的风险

宏观经济的波动会直接影响到消费者实际可支配收入水平、消费者信心及消费倾向，导致其对未来的预期更为谨慎，从而制约消费者对公司产品和服务的市场需求，对公司的经营业绩形成不利影响。

2、市场竞争加剧的风险

当前，我国眼镜零售行业集中度较低、行业竞争激烈，且呈现出一定的区域分化，随着不同地区竞争对手的发展以及行业的新进入者和原有企业的扩张，公司所面临的市场竞争亦或逐步加剧。

3、渠道依赖的风险

截至报告期末，公司直营门店共计 492 家，大多开设于商超场所及医疗机构，存在部分门店合作到期后不能续约或续约后不能在原址经营的风险。另外，公司的线上交易对平台电商存有较大依赖。

4、加盟业务的风险

由于加盟商独立运营，在日常运营过程中的服务质量很难做到及时、有效把控，进而存在对公司整体品牌形象造成不利影响的风险。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	198.59	162.17	126.16	25.94
应收和预付款项	135.72	193.12	223.17	300.77
存货	161.76	214.78	279.17	348.64
其他流动资产	61.40	61.40	61.40	61.40
长期股权投资	0.00	5.50	11.33	17.00
投资性房地产	23.79	23.79	23.79	23.79
固定资产和在建工程	29.74	25.61	20.96	16.44
无形资产和开发支出	8.13	5.80	3.47	1.14
其他非流动资产	319.52	130.15	109.98	109.98
资产总计	938.66	822.33	859.44	905.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	58.42	82.27	93.19	121.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	187.87	18.67	18.67	19.36
负债合计	246.29	100.94	111.85	141.26
股本	173.23	173.23	173.23	173.23
资本公积	238.62	238.62	238.62	238.62
留存收益	271.92	302.71	331.08	350.99
归属母公司股东权益	683.77	714.56	742.93	762.84
少数股东权益	8.60	6.83	4.66	1.00
股东权益合计	692.37	721.39	747.58	763.84
负债和股东权益合计	938.66	822.33	859.44	905.10
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	67.87	119.18	172.78	237.74
折旧摊销	38.32	24.84	24.84	4.69
净营运资金增加	-61.18	-86.57	-83.53	-118.35
经营活动产生现金流量净额	73.02	53.71	112.35	123.69
投资活动产生现金流量净额	-48.97	6.98	7.22	7.46
融资活动产生现金流量净额	-203.35	-97.11	-155.59	-231.37
现金净增加额(减)	-173.15	-36.42	-36.01	-100.22
估值和财务指标汇总				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
EBIT	99.28	158.69	228.25	310.91
EBITDA	137.60	183.53	253.09	315.60
NOPLAT	65.96	115.91	170.76	236.32
税前经营利润	76.55	149.94	217.38	299.11
EPS	0.43	0.77	1.08	1.46
BPS	3.93	4.11	4.27	4.39
PE	42.62	24.01	17.04	12.59
PB	4.69	4.48	4.31	4.20
PS	3.33	2.61	2.09	1.66
PCF	43.88	59.65	28.51	25.90
EV/EBIT	29.24	18.53	13.04	9.90
EV/EBITDA	21.10	16.02	11.76	9.75
EV/NOPLAT	44.01	25.37	17.44	13.02
EV/IC	7.36	6.36	5.64	4.75
ROIC-WACC	9.67%	18.27%	25.80%	33.66%
股息率%	2.69	3.20	4.98	7.32

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	962.24	1,227.90	1,534.87	1,924.84
减: 营业成本	367.21	469.05	615.31	782.06
营业税金及附加	3.08	3.93	4.91	6.15
营业费用	412.78	491.16	552.55	654.44
管理费用	88.15	112.49	140.62	176.34
财务费用	9.52	-1.19	1.20	3.28
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.44	1.79	2.32	2.85
加: 投资收益	6.85	5.50	5.83	5.67
公允价值变动损益	-0.83	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-0.51	-0.74	-0.58	-0.61
营业利润	82.57	155.44	223.22	304.77
加: 其他非经营损益	10.27	8.78	9.09	9.38
利润总额	92.84	164.22	232.30	314.15
减: 所得税	19.05	32.56	46.46	63.29
净利润	73.79	131.66	185.84	250.86
减: 少数股东损益	-1.37	-1.77	-2.17	-3.66
归属母公司股东净利润	75.16	133.43	188.01	254.52
EBIT	99.28	158.69	228.25	310.91
EBITDA	137.60	183.53	253.09	315.60
主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
收益率				
毛利率	61.84%	61.80%	59.91%	59.37%
三费/营业收入	53.05%	49.06%	45.24%	43.33%
EBIT/营业收入	10.32%	12.92%	14.87%	16.15%
EBITDA/营业收入	14.30%	14.95%	16.49%	16.40%
销售净利率	7.67%	10.72%	12.11%	13.03%
资产获利率				
ROE	10.99%	18.67%	25.31%	33.36%
ROA	10.58%	16.01%	21.62%	27.72%
ROIC	20.81%	29.40%	36.93%	44.79%
增长率				
销售收入增长率	8.42%	27.61%	25.00%	25.41%
EBIT 增长率	-21.16%	59.85%	43.83%	36.22%
EBITDA 增长率	-15.00%	33.38%	37.90%	24.70%
净利润增长率	-21.91%	78.42%	41.15%	34.99%
总资产增长率	-1.23%	-12.39%	4.51%	5.31%
股东权益增长率	3.93%	4.50%	3.97%	2.68%
经营营运资本增长率	94.29%	44.05%	29.68%	32.31%
资本结构				
资产负债率	26.24%	23.08%	23.36%	25.35%
投资资本/总资产	42.00%	56.22%	61.39%	71.59%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.36	3.33	3.44	3.21
速动比率	2.38	2.20	2.05	1.69
股利支付率	114.70%	76.92%	84.91%	92.18%
收益留存率	-14.70%	23.08%	15.09%	7.82%
资产管理效率				
总资产周转率	1.02	1.39	1.83	2.18
固定资产周转率	33.62	44.92	65.91	102.94
应收账款周转率	20.27	20.27	20.27	20.27
存货周转率	2.49	2.49	2.49	2.49

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。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。
3. 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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但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。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。