

博士眼镜 (300622.SZ)

直营稳健成长，加盟扬帆起航、行业整合加速

眼镜零售行业龙头，直营连锁扩张全国。公司是国内眼镜零售行业首家上市公司，截至2022H1在全国23个省市自治区共开设490家连锁门店（其中直营/加盟分别为472/18家），代理销售全球100多个知名品牌。2016-2021年公司收入/归母净利润CAGR分别为16.2%/20.1%，光学眼镜及验配服务贡献主要收入，品牌矩阵拓宽及渠道扩张带动收入及利润稳健增长，毛利率呈现稳定下降主要系公司主动调整产品结构和销售策略，国际品牌及功能性镜片销售占比提升带动客单值增长，净利率保持相对稳定。

眼镜行业：空间广阔、稳健成长，集中趋势提速。1) **规模：**2015-2021年我国眼镜市场规模CAGR为4.3%，规模增速超过全球，然而与发达国家相比在人均支出方面仍有较大提升空间，近视化率提升以及消费者对功能性及更新频次要求提高提振我国眼镜需求。2) **格局：**目前我国眼镜零售商格局分散，博士眼镜门店市占率仅不足1%，而美国头部公司通过收购整合行业，2021年CR10高达39.6%。我们认为目前国内眼镜零售仍处于整合早期，伴随龙头连锁品牌门店数量快速扩张、供应链&品牌势能逐步放大，且通过资本化手段加速渠道加盟转型，市场集中趋势有望加速。

产品矩阵多元，渠道数量&坪效稳步提升。公司渠道扩张路径清晰，从华南、华东等优势区域逐步走向全国，开设配镜中心、视光中心等提升渠道专业度，2016-2022H1公司门店数量从318家增长至490家，其中直营/加盟门店数量分别从304/14家增长至472/18家。此外，公司积极拓展离焦镜、多焦点渐进镜等功能眼镜，合作华为与雷鸟创新进军智能眼镜市场，产品结构优化带动客单价增长，同时线上+线下联动、公域+私域运营丰富门店流量结构，通过培育会员体系等促进客流转转化率提升，2017-2021年门店坪效从1.92万元/平提升至2.79万元/平。

加盟新模式起航，核心优势明确。2023年公司提出大力发展以地区服务商为基石的轻加盟思路，从**供应链**（代理全球100+知名品牌、具备高效运营中心及存货管理系统）、**品牌**（六大自有品牌具备影响力、渠道专业度高）、**流量**（抖音本地生活平台引流、中心化运营提高ROI）、**资本**（服务商入股获得资本增值）及**信息化**（收购汉高信息充分利用垂直ERP系统）五个维度赋能加盟商，有望提升市占率和店效的同时促进行业生态繁荣发展。

盈利预测与投资建议：公司直营连锁稳健扩张、产品结构丰富、坪效进一步优化；此外轻加盟模式优势明确，有望贡献增量。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.53亿元/1.24亿元/1.70亿元，对应2023-2024年PE分别为31.5X/23.2X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观环境波动风险；行业竞争加剧；加盟拓展不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	656	887	918	1,199	1,564
增长率 yoy (%)	0.2	35.2	3.4	30.7	30.5
归母净利润(百万元)	69	95	53	124	170
增长率 yoy (%)	10.9	37.0	-44.2	135.2	36.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.40	0.55	0.31	0.72	0.98
净资产收益率(%)	11.1	14.2	8.3	18.1	21.4
P/E(倍)	56.8	41.4	74.2	31.5	23.2
P/B(倍)	6.4	6.0	6.3	5.8	5.0

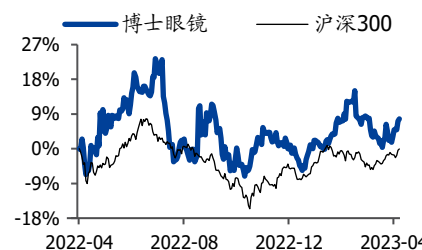
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年4月18日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	专业连锁
4月18日收盘价(元)	22.67
总市值(百万元)	3,925.66
总股本(百万股)	173.17
其中自由流通股(%)	62.18
30日日均成交量(百万股)	1.20

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 姜春波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文钰

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	606	543	446	578	722
现金	414	265	188	184	239
应收票据及应收账款	37	46	40	73	74
其他应收款	43	47	46	76	83
预付账款	18	28	19	43	38
存货	92	133	130	181	265
其他流动资产	2	22	22	22	22
非流动资产	133	445	425	416	427
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	24	28	27	39	53
无形资产	8	9	8	6	3
其他非流动资产	101	408	390	370	371
资产总计	738	988	871	994	1150
流动负债	121	214	130	201	256
短期借款	20	0	0	62	52
应付票据及应付账款	51	43	67	63	123
其他流动负债	50	171	64	76	81
非流动负债	4	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	108	108	108	108
负债合计	125	322	238	309	364
少数股东权益	5	8	7	7	5
股本	171	172	173	173	173
资本公积	199	222	222	222	222
留存收益	246	281	292	319	347
归属母公司股东权益	609	658	626	679	781
负债和股东权益	738	988	871	994	1150

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	102	214	123	41	177
净利润	68	95	53	124	168
折旧摊销	33	36	30	34	15
财务费用	0	8	9	16	23
投资损失	-6	-5	-6	-5	-6
营运资金变动	0	-58	37	-128	-23
其他经营现金流	7	139	0	0	0
投资活动现金流	8	-159	-4	-20	-21
资本支出	26	44	-20	-9	11
长期投资	28	-120	0	0	0
其他投资现金流	62	-236	-24	-29	-9
筹资活动现金流	-15	-202	-196	-88	-91
短期借款	20	-20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	49	1	1	0	0
资本公积增加	-46	23	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-206	-197	-88	-91
现金净增加额	92	-148	-77	-66	66

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	656	887	918	1199	1564
营业成本	213	311	364	430	616
营业税金及附加	2	3	4	4	6
营业费用	308	377	395	492	579
管理费用	61	79	83	102	130
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	8	9	16	23
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	9	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	6	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	87	121	69	160	216
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	86	121	69	160	216
所得税	18	27	16	37	48
净利润	68	95	53	124	168
少数股东损益	-1	0	0	-1	-1
归属母公司净利润	69	95	53	124	170
EBITDA	108	149	92	191	228
EPS (元/股)	0.40	0.55	0.31	0.72	0.98

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	0.2	35.2	3.4	30.7	30.5
营业利润 (%)	5.3	39.3	-43.0	133.2	35.1
归属母公司净利润 (%)	10.9	37.0	-44.2	135.2	36.2
获利能力					
毛利率 (%)	67.6	64.9	60.4	64.2	60.6
净利率 (%)	10.5	10.7	5.8	10.4	10.8
ROE (%)	11.1	14.2	8.3	18.1	21.4
ROIC (%)	9.4	10.2	6.5	14.3	17.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.9	32.6	27.4	31.1	31.7
净负债比率 (%)	-64.1	-9.2	-13.5	-2.7	-10.8
流动比率	5.0	2.5	3.4	2.9	2.8
速动比率	4.1	1.7	2.1	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.3	1.5
应收账款周转率	20.2	21.3	21.3	21.3	21.3
应付账款周转率	4.7	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.55	0.31	0.72	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	1.24	0.71	0.24	1.02
每股净资产 (最新摊薄)	3.52	3.80	3.61	3.91	4.50
估值比率					
P/E	56.8	41.4	74.2	31.5	23.2
P/B	6.4	6.0	6.3	5.8	5.0
EV/EBITDA	32.7	25.9	41.8	20.5	16.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

内容目录

1.眼镜零售龙头，直营连锁扩张全国	6
1.1 连锁经营辐射全国，品牌矩阵齐全	6
1.2 光学眼镜及验配服务为核心，直营渠道扩张稳健	7
1.3 管理团队经验丰富，员工激励机制完善	9
2.眼镜行业：空间广阔、稳健成长，集中趋势提速	11
2.1 近视人群扩张、产品功能化，空间广阔、稳健成长	11
2.2 零售格局分散，渠道整合进行时	16
3.产品矩阵多元，渠道数量&坪效稳步提升	21
3.1 立足功能眼镜基本盘，开拓科技时尚新产品	21
3.2 渠道扩张路径清晰，坪效提升空间较大	24
4.加盟新模式起航，核心优势明确	27
4.1 创新加盟模式：地区服务商为基石，轻加盟扬帆起航	27
4.2 公司核心优势：行业资源沉淀，积极拥抱科技化	29
5.盈利预测与估值	34
5.1 核心假设与盈利预测	34
5.2 估值分析与投资建议	36
风险提示	36

图表目录

图表 1: 公司主要财务数据	6
图表 2: 博士眼镜发展历程	7
图表 3: 公司收入分品类拆分	8
图表 4: 公司收入分渠道拆分	9
图表 5: 公司主要业务渠道及业务流程	9
图表 6: 博士眼镜股权结构（截至 2022Q3）	10
图表 7: 公司董事及高管履历	10
图表 8: 公司股权激励梳理	11
图表 9: 全球眼镜产品市场规模及增速（亿美元）	11
图表 10: 中国眼镜产品市场规模（亿元，%）	12
图表 11: 眼镜产品平均零售价格（元）	12
图表 12: 2014-2019 年我国镜片人均支出额（美元/人）	12
图表 13: 我国近视人口数及近视发生率	13
图表 14: 儿童青少年近视率（%）	13
图表 15: 近视防控相关政策文件	13
图表 16: 不同年龄段面临的用眼健康问题	14
图表 17: 2021 年中国消费者更换或新购入眼镜频率	14
图表 18: 镜片厂商功能性产品布局	14
图表 19: 消费者对眼镜功能的需求（2020 年）	14
图表 20: 近视防控主要手段对比	15
图表 21: 离焦镜市场空间测算	15
图表 22: 离焦镜片产品对比	15
图表 23: 2021 年我国老花镜在眼镜市场中占比较小	16
图表 24: 我国老龄化趋势持续提升	16

图表 25: 镜片行业产业链	16
图表 26: 眼镜零售商价值链拆分	17
图表 27: 博士眼镜毛利率及净利率比较 (%)	17
图表 28: 博士眼镜销售费用率较高 (%)	17
图表 29: 消费者购买眼镜及镜片的主要渠道	18
图表 30: 消费者对眼镜店品牌的认知情况	18
图表 31: 我国主流眼镜零售商梳理	18
图表 32: 中国镜片市场分渠道零售额 (%)	19
图表 33: 美国眼镜行业前十及前五公司市场份额变化 (百万美元, %)	20
图表 34: 2021 年美国眼镜零售行业头部公司	20
图表 35: 博士眼镜功能镜片产品矩阵	21
图表 36: 博士眼镜代理的知名品牌	22
图表 37: 不同年龄段非近视消费者出于美观考量选择美瞳的比例 (%)	22
图表 38: 消费者最常倾向购买的隐形眼镜抛期类型 (%)	22
图表 39: 博士眼镜历年隐形眼镜销售量及同增情况 (万副, %)	22
图表 40: 镜架、太阳镜厂商及品牌代言人列举	23
图表 41: 博士眼镜目前销售及验配的智能眼镜	23
图表 42: 博士眼镜各产品均价变化 (元)	24
图表 43: 博士眼镜各产品营收变化 (百万元)	24
图表 44: 博士眼镜门店分布图 (截至 2022 年 6 月 30 日)	24
图表 45: 博士眼镜历年各地区门店拓展情况 (间)	24
图表 46: 博士眼镜直营和加盟门店占比	25
图表 47: 博士眼镜各品牌门店直营和加盟情况 (截至 2022 年 6 月 30 日)	25
图表 48: 博士眼镜不同类型门店坪效对比 (万元/平方米·年)	25
图表 49: 博士眼镜不同区域门店坪效对比 (万元/平方米·年)	25
图表 50: 公司 2021 年各平台线上 GMV (万元/%)	26
图表 51: 抖音历年月活用户数量 (亿)	26
图表 52: 博士眼镜历年线下营收与线上营收对比	26
图表 53: 博士眼镜流量平台销售情况 (百万元)	26
图表 54: 博士眼镜线上营收变化及同增情况 (百万元, %)	27
图表 55: 博士眼镜会员权益	27
图表 56: 博士眼镜直营与加盟门店数量及加盟门店占比 (间, %)	27
图表 57: 博士眼镜历年直营门店与加盟门店数量净增情况 (间)	27
图表 58: 《汉高信息股权转让协议》及《镜联易购增资协议》对赌协议细则表	28
图表 59: 汉高信息及镜联易购股权结构图	29
图表 60: 博士眼镜镜架/太阳镜及镜片的部分合作品牌	29
图表 61: 博士眼镜历年存货周转率与同比增幅 (次/年, %)	30
图表 62: 博士眼镜各类型实物产品销量 (万件)	30
图表 63: 博士眼镜自有品牌矩阵: 品牌名称及品牌定位介绍	31
图表 64: 消费者购买眼镜的考虑因素	31
图表 65: 博士眼镜合作医院	32
图表 66: 深圳市萨米医疗中心眼视光中心暨儿童青少年近视防控基地	32
图表 67: 视光中心服务项目	32
图表 68: 抖音本地生活平台商业模式	33
图表 69: 镜联企业管理合伙企业合伙人出资情况	33
图表 70: 企业资源规划 (ERP) 系统业务流程	34
图表 71: 公司收入拆分预测	35

图表 72: 公司盈利预测.....	36
图表 73: 可比公司估值.....	36

1. 眼镜零售龙头，直营连锁扩张全国

1.1 连锁经营辐射全国，品牌矩阵齐全

连锁眼镜零售龙头，渠道、品牌稳健扩张。博士眼镜成立于1993年，是国内眼镜零售行业首家上市公司，截至2022H1，在全国23个省市自治区共开设490家连锁门店（其中直营/加盟分别为472/18家），主要分布在一二线城市，代理销售全球100多个知名品牌。2016-2021年公司营业总收入由4.2亿元上升至8.9亿元（CAGR为16.2%），归母净利润由0.38亿元上升至0.95亿元（CAGR为20.1%）；2022Q1-3实现收入7.3亿元（同比+10.3%），归母净利润0.49亿元（同比-25.4%），主要系宏观环境影响门店经营。毛利率呈现稳定下降，主要系公司主动调整产品结构和销售策略，国际品牌及功能性镜片销售占比提升，拉动客单值提升但其毛利率较低，整体净利率保持相对稳定。

图表1：公司主要财务数据

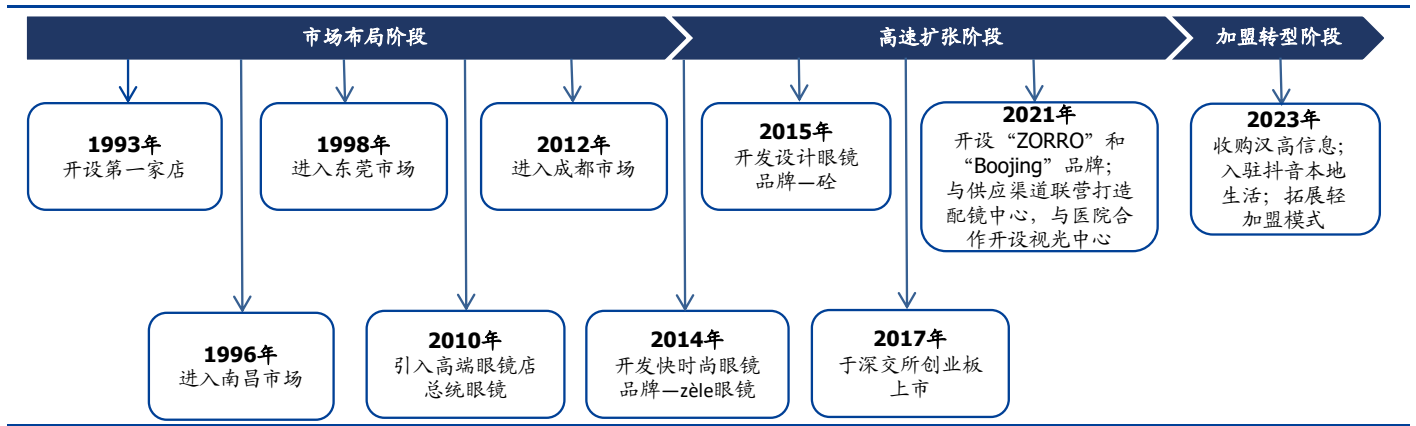
单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1-3
营业总收入	375.68	415.96	471.32	566.06	655.03	656.31	887.47	731.08
YOY	4.03%	10.72%	13.31%	20.10%	15.72%	0.20%	35.22%	10.32%
归母净利润	35.29	37.78	52.20	59.32	62.36	69.17	94.78	48.51
YOY	4.07%	7.06%	38.14%	13.64%	5.13%	10.93%	37.02%	-25.44%
扣非归母净利润	32.65	36.70	45.76	48.38	54.05	59.02	85.13	40.98
YOY	-3.10%	12.40%	24.67%	5.73%	11.72%	9.20%	44.22%	-28.94%
毛利率	75.78%	75.74%	76.47%	74.12%	71.17%	67.59%	64.93%	59.65%
期间费用率	61.96%	61.65%	61.63%	61.16%	59.52%	56.08%	52.28%	52.43%
销售费用率	53.84%	53.88%	52.97%	50.96%	49.04%	46.89%	42.52%	42.65%
管理+研发费用率	7.74%	7.31%	8.59%	10.04%	10.55%	9.22%	8.87%	8.80%
财务费用率	0.38%	0.47%	0.08%	0.17%	-0.08%	-0.04%	0.88%	0.98%
归母净利率	9.39%	9.08%	11.07%	10.48%	9.52%	10.54%	10.68%	6.64%
存货周转天数	299.78	249.13	223.60	188.62	162.53	153.75	130.34	153.42
较上年同期增减	1.32	-50.64	-25.53	-34.98	-26.09	-8.77	-23.42	21.54
应收账款周转天数	12.46	13.33	12.98	14.11	14.68	17.85	16.87	19.30
较上年同期增减	1.48	0.86	-0.35	1.13	0.57	3.17	-0.98	2.31
应付账款周转天数	90.66	80.22	91.60	82.28	68.82	76.77	54.46	59.82
较上年同期增减	15.46	-10.44	11.38	-9.32	-13.46	7.95	-22.32	-14.70
合同负债	5.67	5.08	6.42	419.54	968.08	11.37	16.55	15.27
较上年同期增减	1.25	-0.59	1.34	0.52	2.74	1.69	5.18	3.34
经营性现金流净额	48.01	67.11	61.71	36.96	98.07	102.20	214.33	153.50
较上年同期增减	-9.39	19.10	-5.41	-24.75	61.11	4.13	112.13	-22.02
资本开支	9.47	17.34	20.69	40.74	55.55	25.80	43.50	19.61
较上年同期增减	-12.36	7.87	3.35	20.05	14.81	-29.76	17.71	-10.28
ROE	15.12%	15.40%	11.52%	11.78%	10.99%	11.36%	14.41%	7.40%
YOY (±)	0.87%	0.28%	-3.88%	0.26%	-0.79%	0.37%	3.05%	-3.03%
资产负债率	17.51%	17.85%	13.50%	14.00%	14.47%	16.87%	32.63%	32.49%
YOY (±)	1.10%	0.34%	-4.34%	0.50%	0.47%	2.40%	15.77%	-3.08%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

纵观公司发展历程，可分为三个阶段：

- **市场布局阶段（1993年-2013年）：起于深圳，扩张全国。**公司于1993年成立于深圳，以博士眼镜和President optical品牌为核心，门店逐渐覆盖广东全省，2012年以成都为切入点进军西南，连锁版图覆盖华南、西南、中南、华北及东北地区。
- **成长加速阶段（2014年-2022年）：品牌拓宽，渠道扩张。**2014年公司创立时尚快消品牌zèle和个性潮牌砵，2017年于深交所创业板上市，逐渐合作医院开设视光中心等多元渠道，品牌矩阵拓宽及渠道扩张带动收入及利润稳健增长，2016-2021年收入/利润CAGR分别为16.2%/20.1%。
- **加盟转型阶段（2023年以来）：收购汉高，加盟起航。**2023年公司拟收购汉高信息及镜联易购控股权，计划以服务商团队快速拓展全国加盟门店、提升市场份额，轻加盟模式扬帆起航，预计行业整合有望提速。

图表 2: 博士眼镜发展历程



资料来源: 公司年报, 公司官网, Wind, 国盛证券研究所

1.2 光学眼镜及验配服务为核心，直营渠道扩张稳健

分品类：光学眼镜及验配贡献主要收入来源，覆盖各类用镜需求。

1) 光学眼镜及验配服务 (镜片+镜架及验配服务): 2016-2021 年收入从 2.76 亿元提升至 6.17 亿元 (CAGR 为 17.5%)，收入占比从 66.3% 提升至 69.6%，贡献主要收入来源，得益于品牌、渠道扩张动力充足及功能性产品占比提升，镜片及镜架销量及单价均稳步向上。

2) 隐形眼镜系列 (隐形眼镜+护理液): 2016-2021 年收入从 0.78 亿元提升至 1.42 亿元 (CAGR 为 12.8%)，线上渠道发展及具备医疗器械经营许可的门店数提升驱动收入增长；

3) 成镜产品 (太阳镜+老花镜): 2016-2021 年收入从 0.56 亿元提升至 0.90 亿元 (CAGR 为 10.2%)，收入占比稳定在 10% 左右，成镜系列伴随电商渠道发展而实现稳定增长。

图表3: 公司收入分品类拆分

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	415.96	471.32	566.06	655.03	656.31	887.47	457.23
YoY	10.72%	13.31%	20.10%	15.72%	0.20%	35.22%	8.40%
分产品							
光学眼镜及验配服务	275.70	318.97	375.86	440.51	446.47	617.36	312.38
YOY	13.70%	15.69%	17.84%	17.20%	1.35%	38.28%	10.40%
占比	66.28%	67.68%	66.40%	67.25%	68.03%	69.56%	68.32%
毛利率	81.81%	81.71%	82.10%	80.14%	77.58%	74.15%	68.57%
镜片	153.05	178.66	211.10	252.29	236.09		
YOY	13.84%	16.73%	18.16%	19.51%	-6.42%		
占比	36.79%	37.91%	37.29%	38.52%	35.97%		
毛利率	86.21%	84.95%	85.58%	84.40%	81.52%		
镜架	122.65	140.31	164.76	188.22	210.38		
YOY	14.68%	14.40%	17.43%	14.24%	11.77%		
占比	29.49%	29.77%	29.11%	28.73%	32.05%		
毛利率	76.33%	77.59%	77.64%	74.44%	73.16%		
成镜系列产品	55.63	56.55	63.76	61.88	55.36	90.49	53.68
YOY	-9.94%	1.65%	12.75%	-2.95%	-10.54%	63.46%	4.21%
占比	13.37%	12.00%	11.26%	9.45%	8.44%	10.20%	11.74%
毛利率	65.52%	67.41%	64.51%	60.83%	55.00%	52.65%	48.60%
太阳镜	50.68	50.82	57.92	54.78	48.44		
YOY	-10.70%	0.28%	13.97%	-5.42%	-11.57%		
占比	12.18%	10.78%	10.23%	8.36%	7.38%		
毛利率	64.78%	66.78%	63.14%	59.55%	52.66%		
老花镜	4.95	5.73	5.84	7.10	6.92		
YOY	-1.39%	15.76%	1.92%	21.58%	-2.54%		
占比	1.19%	1.22%	1.03%	1.08%	1.05%		
毛利率	3.62%	4.18%	4.56%	5.01%	4.94%		
隐形眼镜系列产品	77.88	88.58	114.14	131.52	134.34	142.13	68.06
YOY	18.11%	13.74%	28.86%	15.23%	2.14%	5.80%	-4.88%
占比	18.72%	18.79%	20.16%	20.08%	20.47%	16.02%	14.89%
毛利率	48.45%	57.69%	66.39%	71.50%	56.74%	41.91%	26.88%
隐形眼镜	65.01	74.75	94.89	104.01	94.45		
YOY	18.37%	14.98%	26.94%	9.61%	-9.19%		
占比	15.63%	15.86%	16.76%	15.88%	14.39%		
毛利率	63.64%	66.26%	57.74%	55.50%	40.97%		
隐形眼镜护理液	12.87	13.83	19.25	27.51	39.89		
YOY	16.79%	7.46%	39.19%	42.91%	45.00%		
占比	3.09%	2.93%	3.40%	4.20%	6.08%		
毛利率	55.03%	59.04%	60.27%	50.08%	45.25%		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分渠道: 直营为主, 电商持续赋能。

1) **直营:** 公司门店覆盖百货、超市、购物中心、街铺及医疗机构等线下终端, 渠道布局以东部、南部地区一二线城市为主, 并且持续深化渠道合作、提升单店效率, 2016-2021 年收入从 4.06 亿元提升至 7.60 亿元 (CAGR 为 13.4%), 门店数从 304 家扩张至 464 家, 单店收入 CAGR 为 4.2%;

2) **批发:** 过去公司采取重加盟策略, 加盟流程繁琐且前期投入大、利润率较低, 近年来加盟门店调整收缩, 2016-2021 年门店数从 52 家缩减至 30 家, 相应收入从 725 万元下降至 511 万元;

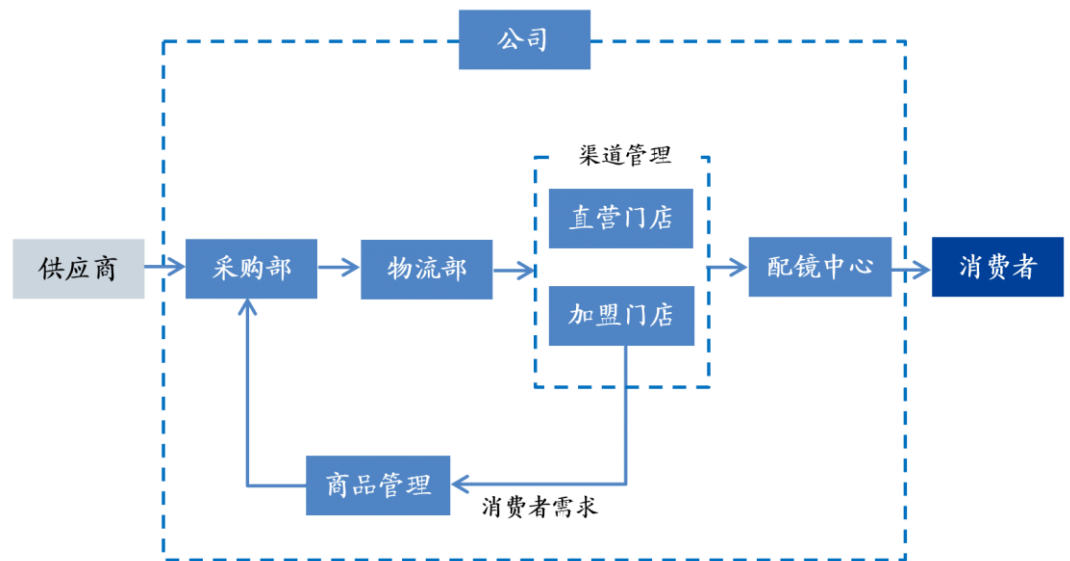
3) **电商:** 公司重视线上渠道引流, 在多个电商平台开设官方旗舰店、微商城、抖音店铺等, 加强公域+私域流量转换, 2016-2021 年收入从 116 万元提升至 9512 万元, 2022H1 电商收入占比提升至 12.2%, 公司开启抖音本地生活引流, 线上+线下融合有望提速。

图表 4: 公司收入分渠道拆分

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	415.96	471.32	566.06	655.03	656.31	887.47	457.23
YoY	10.72%	13.31%	20.10%	15.72%	0.20%	35.22%	8.40%
分渠道							
单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
直营	405.87	461.36	527.38	578.88	553.54	760.02	372.87
YOY	9.38%	13.67%	14.31%	9.77%	-4.38%	37.30%	
占比	97.58%	97.89%	93.17%	88.37%	84.34%	85.64%	81.55%
毛利率					74.80%	71.50%	
门店数	304	353	377	368	389	464	472
单店收入 (万元)	134	131	140	157	142	164	79
YOY		-2.1%	7.0%	12.4%	-9.5%	15.1%	
批发	7.25	4.12	4.87	3.83	2.62	5.11	1.74
YOY		-43.15%	18.07%	-21.35%	-31.57%	95.05%	
占比	1.74%	0.87%	0.86%	0.58%	0.40%	0.58%	0.38%
毛利率					11.36%	11.89%	
门店数	14	24	28	29	21	17	18
单店收入 (万元)	52	17	17	13	12	30	10
YOY						140.9%	
电商	1.16	1.76	13.86	48.90	76.86	95.12	55.87
YOY	110.91%	51.72%	687.39%	252.87%	57.18%	23.76%	
占比	0.27%	0.37%	2.45%	7.47%	11.71%	10.72%	12.22%
毛利率				44.99%	19.37%	29.41%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司主要业务渠道及业务流程

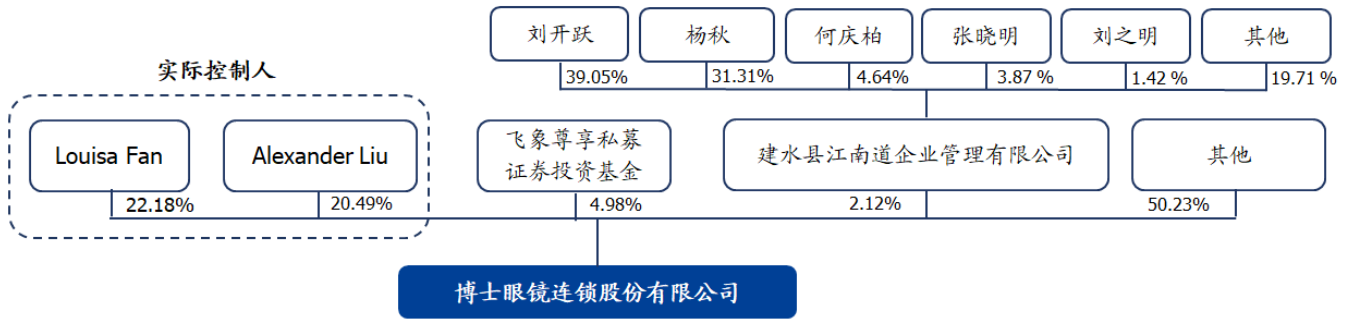


资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

1.3 管理团队经验丰富, 员工激励机制完善

创始人深耕眼镜行业, 管理团队稳定且经验丰富。截止 2022Q3 末, 公司创始人 Alexander Liu 与妻子 Louisa Fan 为公司实际控制人, 合计持股比例达到 42.67%; 飞象 (杭州) 资产管理有限公司持股 4.98% (为 2022 年实控人转让), 员工持股平台建水县江南道企业管理有限公司持股 2.12%。创始人夫妻从眼镜门店个体商户起家, 积累丰富的眼镜销售及渠道资源, 此外高管大多数任职公司超过 20 年, 团队具备稳定性, 且高管丰富的零售管理、市场运作经验助力公司稳定发展。

图表 6: 博士眼镜股权结构 (截至 2022Q3)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司董事及高管履历

姓名	职务	出生年份	入职年份	简历
Alexander Liu	董事长	1962年	1997年	自1993年3月起, ALEXANDER LIU与LOUISA FAN以个体工商户形式开始经营管理博士眼镜品牌和President optical品牌的眼镜连锁零售门店。
Louisa Fan	董事、总经理	1969年	1997年	
杨秋	董事、副总经理、董事会秘书	1969年	2003年	历任公司财务部经理、财务总监。
刘开跃	董事、副总经理	1963年	2001年	历任公司人事经理。
刘之明	董事、副总经理	1972年	1997年	历任公司人力资源部经理、总经办主任、工程部经理。
何庆柏	副总经理	1976年	2000年	历任公司南昌区营业部经理, 公司监事会主席; 现任公司区域营运高级总监。
郑庆秋	副总经理	1973年	1997年	历任公司质检部经理, 采购部经理, 公司监事; 现任公司采购部总监。
张晓明	副总经理、财务总监	1973年	2013年	历任职于深圳力诚会计师事务所, 深圳天华会计师事务所, 深圳诚信会计师事务所。
曾骏文	董事	1961年	2018年	1998年3月至今历任中山大学中山眼科中心主任助理、教授、副主任、医院副院长等职; 现任中华眼视光学与视觉科学杂志编委、全国卫生产业企业管理协会视光产业分会副会长、中残联康复工程与辅助技术专业委员会副主任、广东省视光学协会视觉与屈光专业委员会主任委员、中华眼科医师协会临床视光与眼保健专业委员会主任中山康方生物医药有限公司独立非执行董事、薪酬委员会主席、审核委员会委员、提名委员会委员; 2018年1月至今担任公司独立董事; 2021年2月担任公司董事。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

人才培养机制完善, 员工激励充分。公司建立健全长效员工培训、激励机制, 有利于充分激发员工活力: **1) 员工培训:** 通过内外训相结合的方式提升业务水平和专业能力, 2022H1 合计开展内部培训 340 场、累计培训员工数量达到 1.44 万人次, 并成功入选深圳市罗湖区首批企业新型学徒制培训企业, 获得新型学徒制名额 80 个; 截至 2022H1, 公司完成初级眼镜验光员认证考核的人才合计 165 个, 仅 2022H1 新增初级眼镜验光员/定配工 35 个/43 个, 员工专业化水平能力持续提升。**2) 股权激励:** 公司 2018 年以来共实施两次股权激励计划, 2021 年新计划拟向合计 401 名董事、高管、中层管理人员及核心业务人员等授予限制性股票 172 万股、股票期权 449 万份, 考核 2020-2023 年收入/利润复合增速分别为 14%/16%, 此次激励对象覆盖至区域负责人及门店经理, 有利于充分调动各层级员工积极性。

图表 8: 公司股权激励梳理

首次授予的限制性股票/股票期权解除限售要求				解除限售行权比例
2021年限制性股票激励计划				
	2021	2022	2023	
营业收入(亿元)	7.74	8.66	9.71	个人考核结果A(100%); B(80%); C(60%); D(0%)。
比2020年增长	18%	32%	48%	
净利润(亿元)	0.80	0.92	1.06	
比2020年增长	18%	36%	56%	
2018年限制性股票激励计划				
	2018	2019	2020	
营业收入(亿元)	5.28	5.89	6.59	个人考核结果90分以上, 含90分(100%); 80-90分, 含80分(80%); 70-80分, 含70分(60%); 60-70分, 含60分(20%)。
比2017年增长	12%	25%	40%	
净利润(亿元)	0.58	0.65	0.73	
比2017年增长	12%	25%	40%	

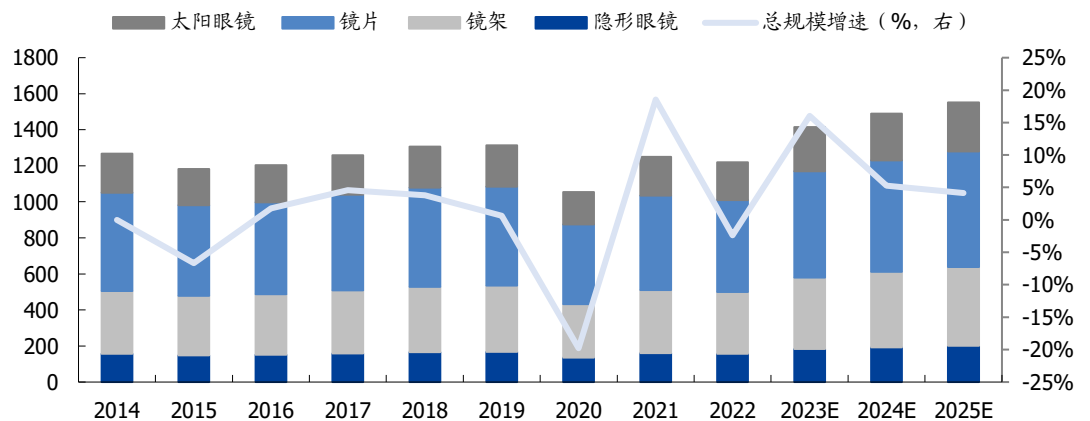
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 眼镜行业: 空间广阔、稳健成长, 集中趋势提速

2.1 近视人群扩张、产品功能化, 空间广阔、稳健成长

全球眼镜市场规模增长稳健, 镜片为核心品类。根据 Statista, 2015-2025 年全球眼镜市场规模从 1183 亿美元提升至 1552 亿美元 (CAGR 为 2.8%), 其中镜片作为眼镜功能核心载体, 在眼镜市场中规模占比超 40%。根据世界卫生组织发布的《世界视力报告》, 全球至少有 22 亿人视力受损或失明, 其中 10 亿人的视力损伤问题本可预防或尚待解决; 伴随全球老龄化趋势、互联网设备渗透率提升, 全球眼镜市场规模预计稳健增长。

图表 9: 全球眼镜产品市场规模及增速 (亿美元)

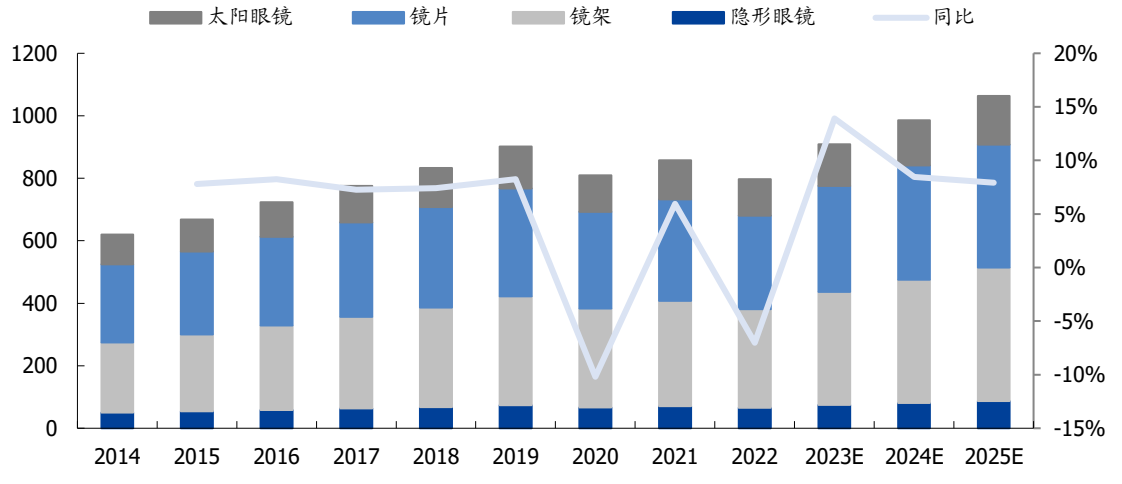


资料来源: statista, 国盛证券研究所

中国市场增速超全球, 人均支出提升空间较大。根据 Statista, 2015-2021 年中国眼镜市场规模从 668 亿元提升至 858 亿元 (CAGR 为 4.3%), 增速高于全球; 其中, 镜片市场规模从 266 提升至 325 亿元 (CAGR 为 3.4%), 镜片零售均价从 266 元/片提升至 325 元/片 (CAGR 为 3.4%)。根据明月镜片招股书, 2019 年我国镜片人均支出仅为 3.14 美元/人, 远低于发达国家水平 (法国 60.56 美元/人、德国 52.28 美元/人、美国 39.83 美元/人)。

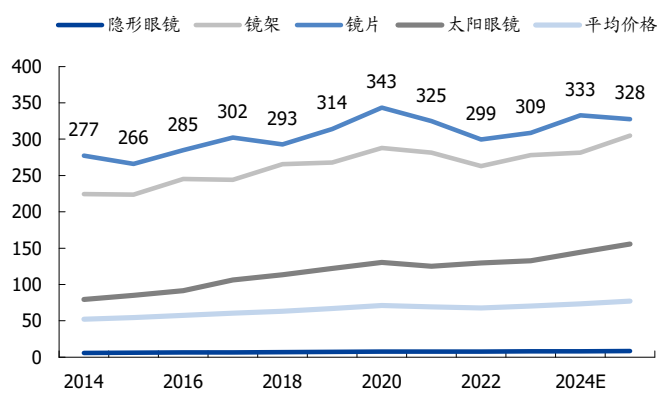
元/人),我国镜片市场在销量及人均支出方面均有较大提升空间,预计2025年市场规模达到393.2亿元(CAGR为4.9%)。

图表 10: 中国眼镜产品市场规模(亿元, %)



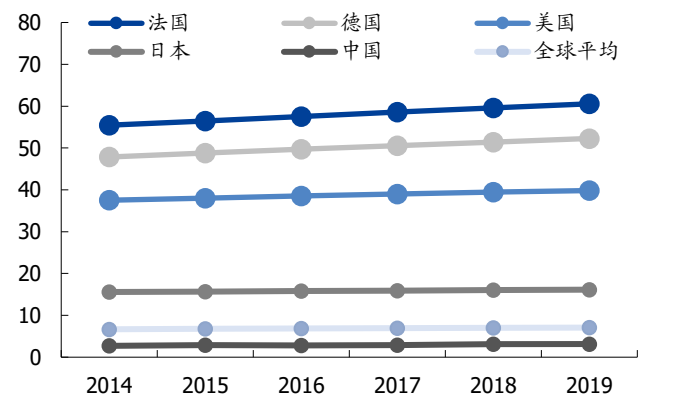
资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 11: 眼镜产品平均零售价格(元)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

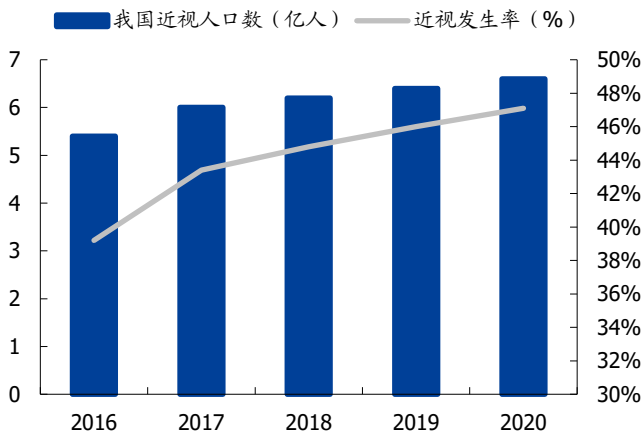
图表 12: 2014-2019 年我国镜片人均支出额(美元/人)



资料来源: 明月镜片招股说明书, 国盛证券研究所

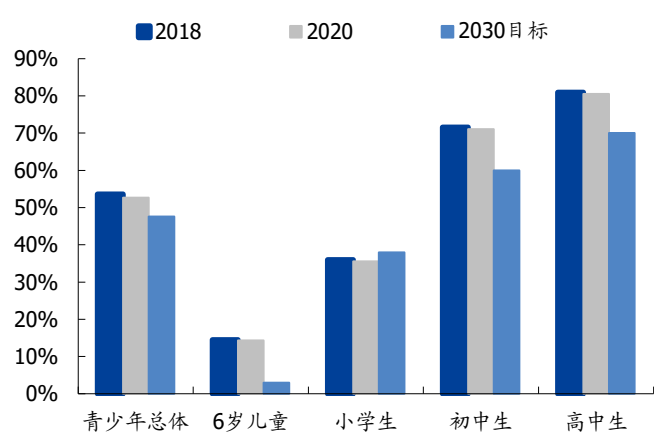
行业增长驱动力一: 青少年近视化率提高。据中国卫健委发布的《中国眼健康白皮书》,2020年我国近视人口为6.6亿人,2016-2020年我国人口近视化率从39.2%提升至47.1%;2018-2020年我国儿童青少年近视率分别为53.6%、50.2%、52.7%,其中2020年6岁儿童近视率为14.3%、小学生为35.6%、初中生为71.1%、高中生为80.5%,我国儿童青少年近视化率普遍较高。为此教育部、国家卫健委等发布多条政策文件加强近视防控,并提出力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上的目标。

图表 13: 我国近视人口数及近视发生率



资料来源:《镜片行业白皮书》, 国盛证券研究所

图表 14: 儿童青少年近视率 (%)



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

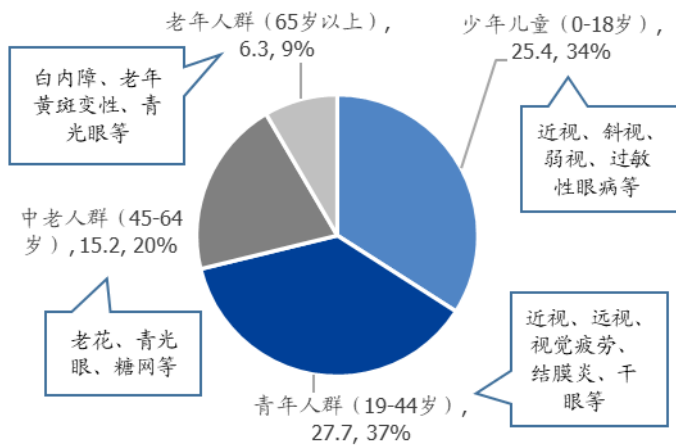
图表 15: 近视防控相关政策文件

时间	部门	政策文件
2016	国卫办妇幼发	《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》
2018.6	国家卫健委	《近视防治指南》
2018.8	教育部等 8 部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》
2018.12	市场监管总局	《贯彻落实〈综合防控儿童青少年近视实施方案〉行动方案》
2019.10	国家卫健委疾控局	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》
2021	教育部	《关于加强中小手机管理工作的通知》
2021	教育部	《关于进一步加强中小学生睡眠管理的通知》
2021	教育部办公厅等十五部门	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案 (2021—2025 年)》

资料来源: 教育部, 国家卫健委, 国盛证券研究所

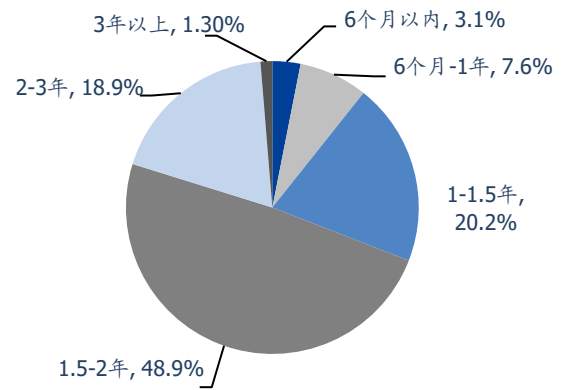
行业增长驱动力二: 眼镜功能化需求增加, 且更新频率提升。过去的眼镜往往满足于矫正视力, 但不同年龄层面临不同的眼部健康风险, 伴随消费水平及健康意识提升, 消费者对镜片功能化需求日益增强, 镜片厂商相继推出防紫外线、防蓝光、渐进多焦、智能变色、近视防控等功能性产品。其中, 离焦镜及老花镜分别针对青少年近视防控及老年需求提升, 均有望实现较高增长。此外, 根据艾瑞咨询统计, 我国平均更换或新购入眼镜的频率为 1.7 年/次, 近年来伴随消费者对不同场景功能性需求的追求、定期更换眼镜意识提升使眼镜逐渐从耐用品蜕变为消费品, 推动眼镜市场扩容。

图表 16: 不同年龄段面临的用眼健康问题



资料来源:《镜片行业白皮书》, 国盛证券研究所

图表 17: 2021年中国消费者更换或新购入眼镜频率



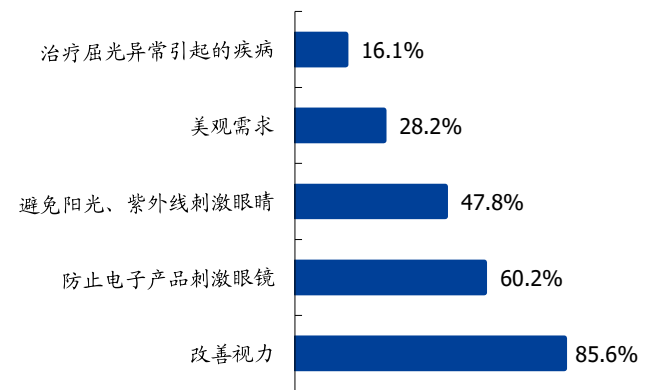
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 18: 镜片厂商功能性产品布局

品牌	功能产品系列	功能一览
HOYA	变色片光智X系列	倍速变色技术, 自研新一代紫外线高敏感涂层, 显著提升光智X变色镜片的上色与褪色速度。 光稳定技术, 在各种气候、光环境下提供持续稳定的体验紫外线防护。 99%+UV防护, 过量紫外线辐射对眼睛的急性影响包括角膜炎和光结膜炎, 慢性影响包括白内障, 豪雅光智X变色镜片提供99%+的UVA/UVB防护, 让眼睛远离紫外线伤害。 旋转涂层, 相较于传统的浸渍式工艺, 旋转涂层工艺可以获得更精细且均匀的涂层, 具备更稳定的变色性能。
ZEISS	佳锐数码系列	纳米科技莲花镀膜LotuTec, 在镜片表面加了一层保护层, 使眼镜片清洁的更简便、快速、持久, 运用淡色视界TM变色技术打造, 迅速对各种光线作出反应。 配合眼睛晶体聚焦, 拥有宽大的运用视区, 有针对性地支持0.5至1.25屈光度的近视距离, 适合不同消费者的各种视觉需求与用眼习惯。
ESSILOR	爱赞数码生活系列	双核智能成像技术, 成像更精准, 视觉更清晰, 在视远区域减少60%的度数误差和散光。 智能防蓝光系统, 区分防护蓝光, 符合国标要求。 360°全角度减反射技术, 全方位减少镜片前后表面反光干扰, 不反光更清澈。
明月镜片	智能变色系列	智能变色, 方便实用, 智能变色镜片随紫外线强弱变化, 自动调节颜色深浅, 一镜多用, 无切换烦恼, 出入室内外更方便、更护眼。 SPC喷涂技术, 均匀稳定, 采用Spin Coating技术在镜片外表面均匀喷涂变色因子, 使变色后颜色更均匀稳定, 能在短时间内对光线产生开闭反应, 保护眼睛不易受强光伤害。 剪式结构, 快速反应, 明月智能变色因子呈剪式结构分布, 当受到紫外线照射时, 分子自动闭合阻挡光线进入, 利用其良好的光响应性和着色性, 对光线变化快速反应, 更高效。

资料来源: 天猫, OJO 眼镜网, 各品牌官网, 国盛证券研究所

图表 19: 消费者对眼镜功能的需求 (2020年)



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

离焦镜: 兼具高性价比、高便利性, 渗透率有望快速提升。近年来受网课及电子产品使用频率增加影响, 我国儿童及青少年近视防控需求增加, 根据教育部及中国卫健委, 2020年我国在校人数(非高等教育)为2.47亿人, 全国儿童青少年总体近视率52.7%, 共约1.3亿适龄儿童需要进行近视管理。根据明月镜片公开调研纪要, 2021年离焦框架镜在此类人群中的渗透率仅约3.5%; 得益于离焦镜兼具高性价比、高便利性, 有望成为近视防控主流方式。根据我们测算, 考虑新增需求及更新需求, 至2030年我国离焦镜总需求量超过3000万副, 市场规模达到950亿元(2021-2030年CAGR为28%)。

图表 20: 近视防控主要手段对比

分类	产品	原理	特点	主要产品和价格	等效球镜度减缓量 (D/年)	眼轴减缓量 (mm/年)
药物类	低浓度阿托品	扩张瞳孔、麻痹睫状肌、放松睫状肌、避免睫状肌痉挛。	优点: 使用方便, 每晚一次; 价格低廉 缺点: 对眼轴增长的控制作用原理尚不确定; 存在散瞳、怕光、停药反弹等副作用	尚无获批上市产品, 仅限临床辅助治疗, 100元左右	0.53	0.15
	高浓度阿托品				0.68	0.21
接触镜类	多焦点接触镜	一个镜片中包含用于观察不同距离的处方, 利用周边离焦延缓眼轴增长。	优点: 适用于无法接受OK镜者; 日抛型镜片可减少并发症的发生 缺点: 不适用屈光度数太高者	安视美日抛 800元/30片	0.21	0.11
	角膜塑形镜 (OK镜)	重塑角膜形态, 暂时性降低近视屈光度数。	优点: 夜间配戴 缺点: 价格高昂; 维护成本高; 医疗器械, 对验配要求高	欧普康视“梦戴维” 4800-12800元/副+护理液+润滑液	0.25-0.5	0.15
框架镜类	周边离焦	使周边区域成像在视网膜前, 从而抑制眼轴增长。	优点: 验配相对简单; 价格适中 缺点: 仅转动眼球影响中心视力清晰度, 近视防控效果有限	明月镜片“轻松控” 1400元 蔡司“成长乐” 1380-3580元	0.12	0.05
	多点近视离焦	镜片中央赋予离焦度数, 光线聚焦在视网膜前, 减缓眼轴增长。	优点: 远用矫正度数和近视高焦度数面积比例稳定, 不因镜片位置改变而发生变化 缺点: 分解后光线对比度有所降低	明月镜片“轻松控Pro”2698元 豪雅“新乐学” 3980元 依视路“星趣控”3680-4280元	0.28	0.16

资料来源: 《近视管理白皮书 2019》, 京东, 国盛证券研究所

图表 21: 离焦镜市场空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
青少年人数 (亿人)		2.42	2.47	2.48	2.49	2.50	2.52	2.52	2.53	2.54	2.55	2.55	2.56
青少年近视率 (%)	53.6%	50.2%	52.7%	52.2%	51.7%	51.2%	50.7%	50.2%	49.7%	49.2%	48.7%	48.2%	47.7%
近视管理需求人数 (亿人)		1.21	1.30	1.29	1.29	1.28	1.28	1.27	1.26	1.25	1.24	1.23	1.22
离焦镜渗透率		0.50%	2.0%	3.5%	5.3%	7.4%	10.3%	12.9%	16.1%	19.3%	23.2%	26.6%	30.1%
离焦镜行业保有量 (百万副)		0.61	2.61	4.53	6.76	9.43	13.13	16.30	20.24	24.11	28.73	32.76	36.71
离焦镜新增需求 (百万副)			2.00	1.93	2.23	2.66	3.71	3.17	3.93	3.88	4.61	4.04	3.95
更新频率 (年)			1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
离焦镜更新需求 (百万副)			0.40	1.75	3.11	4.74	6.74	9.59	12.15	15.38	18.70	22.74	26.46
离焦镜总需求 (百万副)			2.40	3.68	5.35	7.40	10.45	12.76	16.08	19.26	23.32	26.77	30.41
离焦镜市场均价 (元/副)		2258.16	2328	2400	2472	2546	2623	2701	2782	2866	2952	3040	3131
零售市场规模 (亿元)			55.94	88.32	132.19	188.54	274.09	344.64	447.36	551.91	688.27	813.96	952.25
yoy (%)				57.9%	49.7%	42.6%	45.4%	25.7%	29.8%	23.4%	24.7%	18.3%	17.0%

资料来源: 教育部, 中国卫健委, 立鼎产业研究网, Wind, 中央人民政府网, 国盛证券研究所测算

图表 22: 离焦镜片产品对比

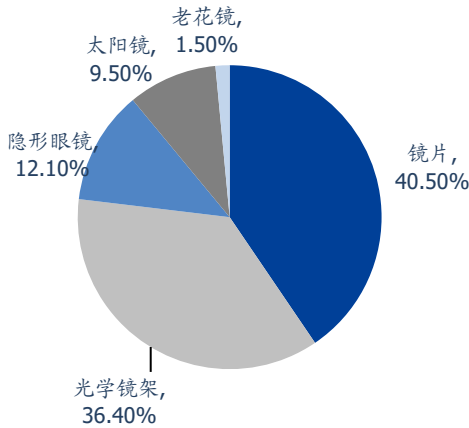
分类	描述	优点/缺点	产品	厂家	推出时间	材料	阿贝数	折射率	透镜数	原理	近视控制率
周边离焦	减少旁中心离焦, 不但矫正敏锐的中心视力, 而且将周边视觉影像清晰展现在周边视网膜前方, 抑制眼轴边长	优点: 框架眼镜, 患者佩戴时依从性较好。 缺点: 仅转动眼球, 此时产生的注视偏差会使中心视力清晰度受到影响, 近视控制效力弱。	成长乐	德国蔡司	2010	树脂镜片	58.0-32.0	1.5/1.6/1.67	-	周边视力控制技术	30%
			易百分	中国万新眼镜片	2021	树脂镜片	40.0-32.0	1.55/1.6/1.67	-	隐形周边离焦技术	-
			轻松控	中国明月镜片	2021	PMC超亮/KR树脂	40.0-37.0	1.6/1.71	-	周边离焦眼轴控制技术	-
多点近视离焦	分布在镜片上的微透镜使光线聚焦在视网膜前方, 产生延缓眼轴增长信号区	优点: 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: 分解后对比度降低。	新乐学	日本豪雅	2018	PC材料	30.3	1.591	396	多区正向光学离焦设计	59%
			星趣控	法国依视路	2020	PC材料	31.3	1.591	1021	H.A.L.T高非球微透镜控技术	67%
			轻松控pro	中国明月镜片	2021	PMC超亮/KR树脂	40.0-32.0	1.6/1.67/1.71	1295	多点近视离焦眼轴控制技术	68%
			小乐园	德国蔡司	2022	PC材料	58.0-32.0	1.5/1.6/1.67	-	C.A.R.E.同心环带微柱镜技术	60%

资料来源: 各产品官网, 艾瑞咨询, 京东, 天猫, 台州市人民医院眼科公众号, 荔枝新闻网, 国盛证券研究所

老花镜: 老龄化及消费升级驱动需求提升。通常 40 岁成年人开始面临眼睛晶状体弹性降低、睫状肌收缩力减弱的现象, 且无有效药物预防及治疗, 因此老花镜为刚性需求。

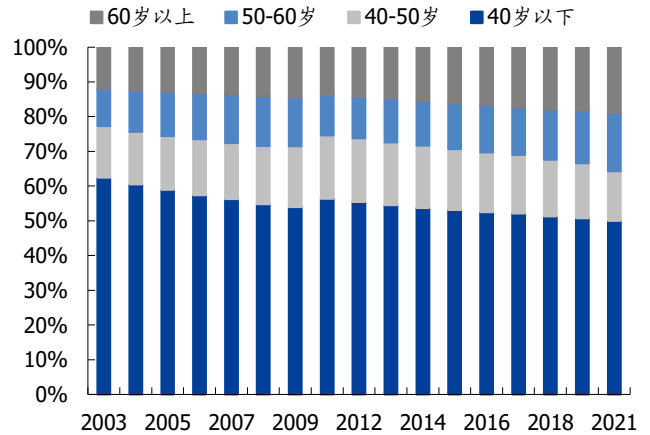
根据上海老花镜眼镜协会，我国老花镜年需求量约 4000 万副，根据艾瑞咨询统计，2021 年我国老花镜零售规模占比仅为 1.5%，低于太阳镜（9.5%）及隐形眼镜（12.1%）。一方面，未来人口老龄化趋势进一步催化老花镜需求，2021 年我国 40-60 岁/60 岁及以上人口占比分别为 31.1%/18.9%（分别较 2011 年提升 1.2pct/5.2pct）；另一方面，消费升级带动老花镜市场规模持续提升，据 AgeClub 调研统计，全国或地方连锁眼镜门店老花镜产品价格仅为 100-300 元，市场仍以低价竞争为主，伴随消费能力强的 70-80 后及其子女逐渐被纳入购买人群，高端需求有望提升。

图表 23: 2021 年我国老花镜在眼镜市场中占比较小



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

图表 24: 我国老龄化趋势持续提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2 零售格局分散，渠道整合进行时

我国镜片行业产业链由上游原材料(化工原料合成的树脂单体)及辅料(胶带、加硬液)、设备供应商，中游镜片生产企业(明月镜片、万新眼镜等)和下游销售商(经销商、医院和眼视光中心、大型眼镜连锁店、终端眼镜门店、电商)构成。

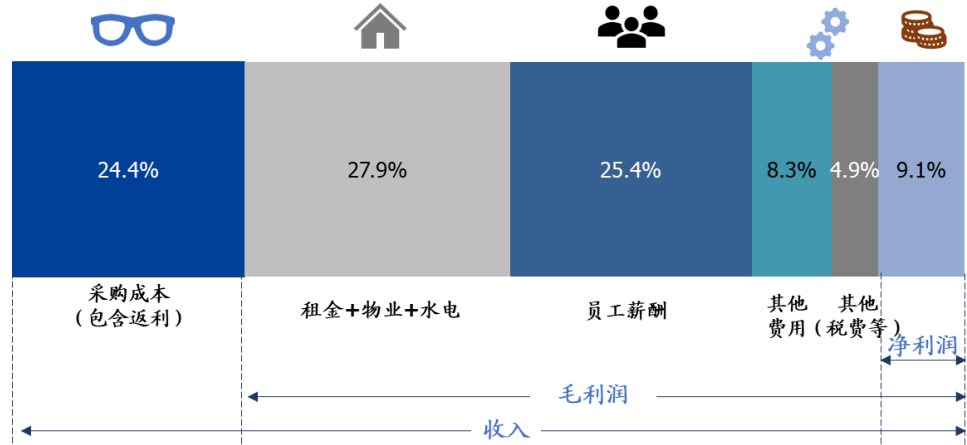
图表 25: 镜片行业产业链



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

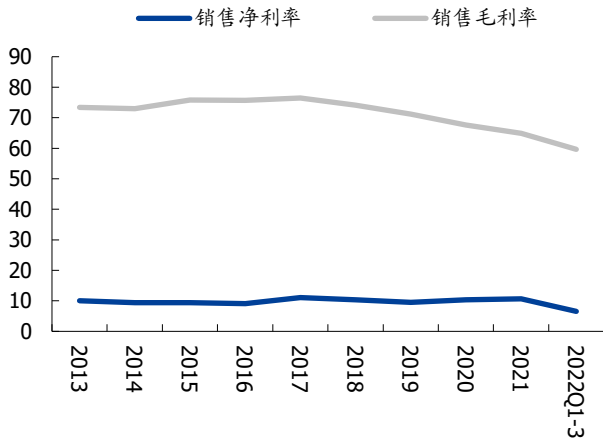
眼镜零售商高毛利、低净利，渠道链条长，较难集中。眼镜零售价值链中头部零售商凭借规模效应及品牌口碑获得一定采购优势，供应商通常给予较高折扣，根据博士眼镜招股书，公司单幅框架镜采购价格平均低于150元，返利占收入比重为5%-7%，此外由于眼视光服务具备专业及定制化属性且知名零售品牌具备一定溢价空间，对应镜片及镜架产品毛利率（含供应商返利）可达70%-90%；然而房租和人工固定开支分别占营业收入的20-30%，且客户消费频次较低，导致行业净利率仅约10%。由于渠道服务属性重于产品属性，渠道较高毛利率给予不同形式门店生存空间，因此渠道较难集中。

图表 26: 眼镜零售商价值链拆分



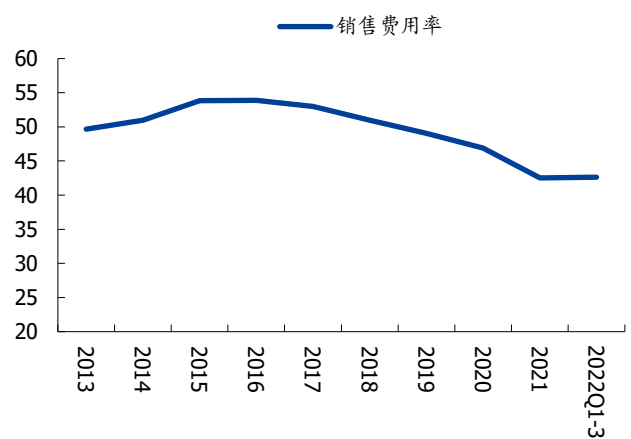
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 博士眼镜毛利率及净利率比较 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

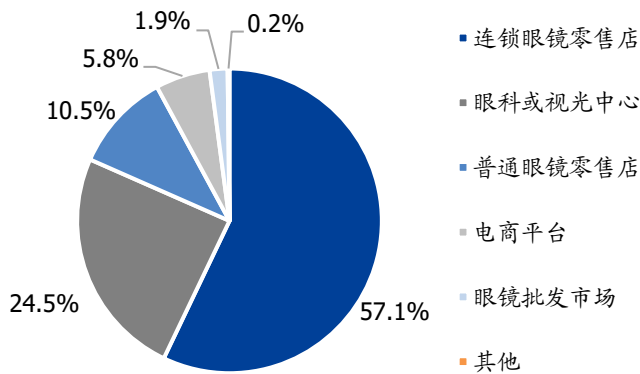
图表 28: 博士眼镜销售费用率较高 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

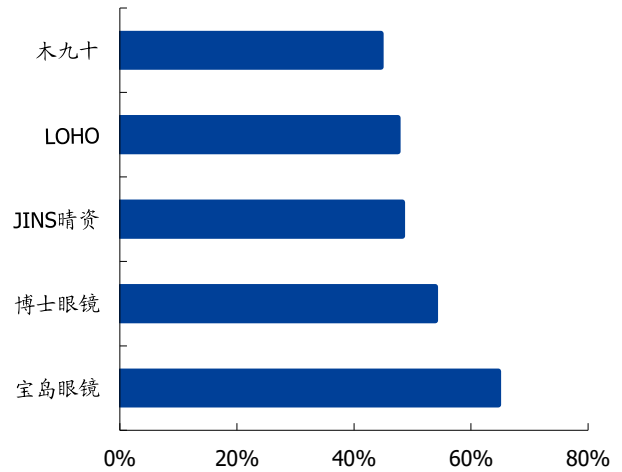
眼镜零售商格局分散，博士眼镜市占率低于1%。由于配镜过程中验光、配镜、试戴等步骤依托于线下设备及专业人员服务使得线下门店成为消费者的主要选择，根据艾瑞咨询，2021年68%的消费者选择在零售店购买眼镜。根据我们渠道调研，2022年我国眼镜零售门店数量约为12万家，截至2022上半年末博士门店数量490家（其中直营472家），市占率不足1%，在专业连锁眼镜店中仅次于宝岛眼镜（约1200家门店），眼镜零售格局呈现分散化特点。

图表 29: 消费者购买眼镜及镜片的主要渠道



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 30: 消费者对眼镜店品牌的认知情况



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

连锁零售商整合加速, 快时尚眼镜店快速扩张。目前我国眼镜零售店包括全国性连锁零售商(宝岛眼镜、博士眼镜等)、地方性零售商(宝视达等)和个体经营眼镜店, 其中连锁零售商包括宝岛眼镜、博士眼镜等专业零售商以及近年来兴起的木九十、LOHO 等快时尚眼镜店。其中, 全国连锁眼镜店具备较强品牌效应, 根据艾瑞咨询, 消费者对于宝岛眼镜、博士眼镜的认知度均超过 50%, 近年来宏观环境波动对中小零售店经营产生冲击, 头部连锁品牌凭借良好的信用条件、筹资能力逆势扩张, 2020-2021 年博士眼镜扩张近 100 家直营门店, 同时 2023 年收购汉高信息、正式开放加盟, 市场份额有望持续提升。此外, 近年来快时尚眼镜店以潮流风格、开放式陈列、独特品牌文化等吸引更多年轻消费者, 国潮品牌快速崛起, 木九十近十年期间快速覆盖国内一二线城市核心商圈及海外市场、门店数突破 800 家。

图表 31: 我国主流眼镜零售商梳理

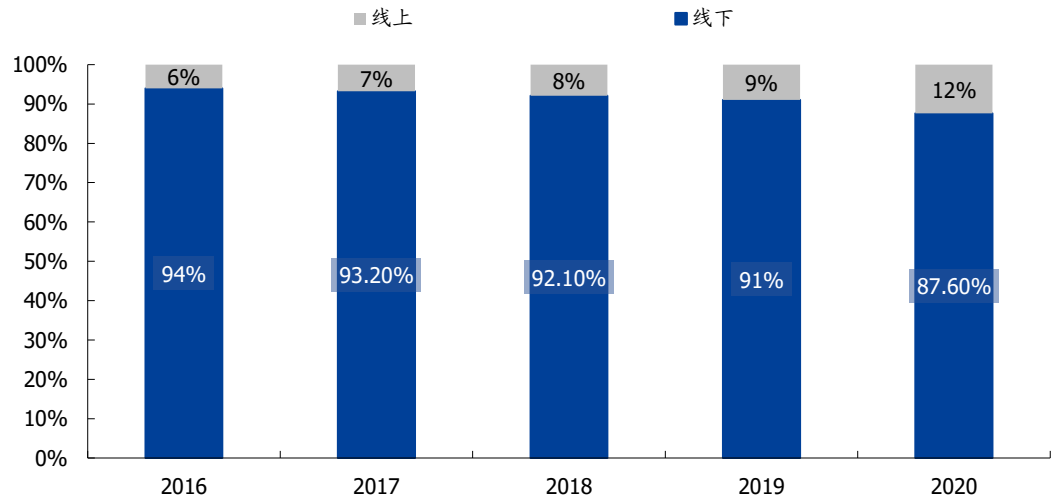
分类	品牌	门店数量	销售额	简介
全国连锁	宝岛眼镜	宝岛眼镜 1200家	-	成立于1956年台湾, 1997年进入中国大陆, 在武汉开设了首家大陆分公司。在专业化+数字化战略下, 不断引进国际级视光高科技产品及设备, 和国家级重点高校合作, 培养专业人才, 同时不断引进专业设备、筛选专业商品、为消费者提供视健康专业服务。
	博士眼镜	直营近490家, 目前开放加盟	8.87亿元	成立于1993年, 是国内眼镜零售行业首家上市公司, 经营网点已遍布23个省份, 代理销售全球100多个知名品牌, 与全球许多知名眼镜企业建立了长期战略合作关系与众多信誉卓著的国内外大型连锁商业机构合作, 建立广泛的销售和服务网络。
	GBV大光明眼镜	大光明眼镜 500+	-	成立于2005年, 定位为大众信赖的专业视光验配中心, 以注重眼健康为导向, 把GBV大光明眼镜打造为集眼视光医疗、眼视光教育、眼镜文化、眼镜设计、眼镜连锁于一体的视光综合品牌。
	木九十	木九十 800+	10亿+	成立于2010年, 是为全球年轻人而生的新锐造型眼镜品牌。木(材质源于竹木)九(持久品质)十(完美的制造工艺)以做中国最好的潮流眼镜品牌为宗旨, 赋予眼镜新主张, 用佩戴彰显自我, 2022年启动明星代言项目, 聘请龚俊为代言人转化粉丝客群。
	LOHO	LOHO 近1000家	-	成立于2012年, LOHO首创的M2C新模式, 依托柔性供应链数字化管理, 预测市场趋势, 打破行业垄断, 从工厂制造直接对接销售终端; 合作全球知名设计师, 紧跟时尚趋势, 赋予眼镜更高性价比的品牌体验。
区域连锁	Best 宝视达	宝视达 400+家	-	成立于1987年, 目前占据河南眼镜零售业的半壁江山。公司始终坚持“以质量为前提, 靠质量求生存, 以管理促发展”的战略指导思想, 以时尚、健康、专业为服务理念, 本着与供货商、企业及消费者实现多赢、共赢的战略方针, 与国际一线品牌建立战略合作关系。

资料来源: 各品牌官网, 公司公告, 国盛证券研究所

抢占流量入口, 线上+线下融合趋势显著。近年来受到电商普及、宏观环境冲击线下场景式消费等因素影响, 龙头零售品牌多维度拓展线上流量入口, 2016-2020 年眼镜零售行业线上销售占比从 6%快速提升至 12%。1) 线上引流+线上消费: 头部厂商及零售商通过入驻电商平台开展促销活动, 引导隐形眼镜、太阳镜等线下依赖度较低的品类进行

销售转化；2) 线上引流+线下消费：头部零售商通过线上直播、知识推送等方式转化公域+私域流量，引导顾客进行现场体验，建立线上线下协同的顾客专业化服务场景。如宝岛眼镜 2015 年推进数字化战略，目前在大众点评、小红书、知乎、抖音等平台运营 8000+账号、在微信公众号和企业微信累积会员超过 1000 万人，线上运营实力突出。

图表 32: 中国镜片市场分渠道零售额 (%)

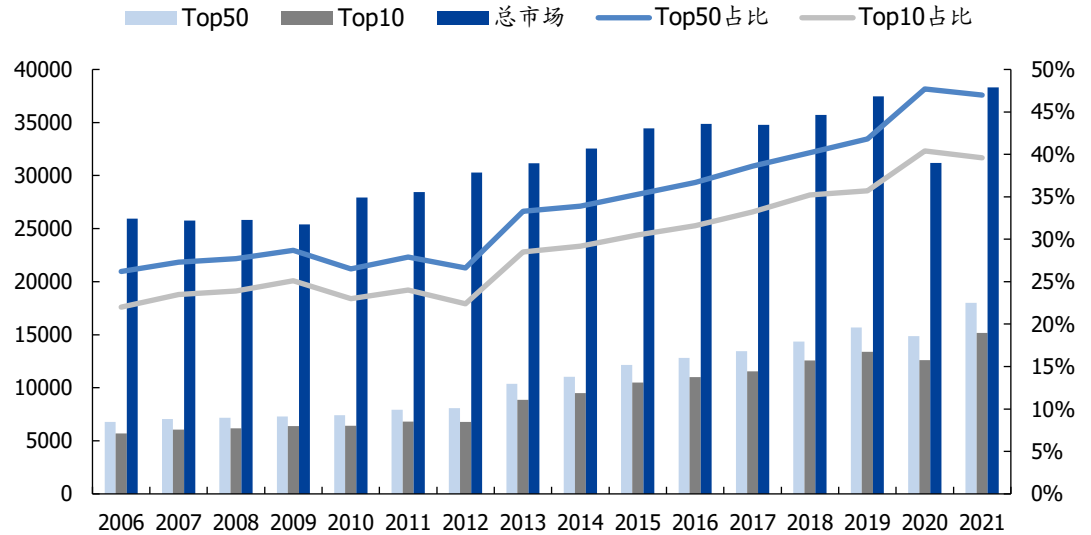


资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

以美国为例，海外眼镜行业市场份额集中度较高。2006-2021，美国眼镜行业前 50 的公司市场份额占比从 26.2% 上升至 47.0%，头部 10 家公司的占比从 22.0% 提升至 39.6%，市场集中度持续提升。近五年来行业头部公司基本保持稳定，其中 Vision Source L.P. 是 2013 年由美国数千家独立验光师诊所签订合同成立的责任医疗组织，截至 2021 年底已有门店 3139 家，营收规模达 26.7 亿美元；Luxottica Retail 是全球最大的眼镜企业之一，2018 年与依视路正式合并，截至 2021 年底美国范围内已有门店 2043 家，营收达 24 亿美元。对比国内，海外眼镜行业独立验光诊所发达且市场资本化程度较高，头部公司持续通过收购合并方式推动行业逐步集中。

我们认为目前国内眼镜零售门店仍处于整合早期、伴随龙头连锁品牌门店数量快速扩张、供应链&品牌势能逐步放大，且通过资本化手段加速渠道加盟转型，市场集中趋势有望加速。

图表 33: 美国眼镜行业前十及前五十大公司市场份额变化 (百万美元, %)



资料来源: Vision Monday, 国盛证券研究所

图表 34: 2021 年美国眼镜零售行业头部公司

公司名称	门店数量	公司简介
Vision Source,LP	3139	成立于 1991 年, 会员数量已超过 4000 名。公司于 1997 年被 TLC Vision Corporation 收购, 又于 2015 年被依视路同意收购, 在 2006 年成立 Smile Source, 并于 2013 年加入 ACE。
Luxottica Retail	2043	成立于 1961 年, 是全球时尚、奢侈和运动眼镜领军企业。公司产品销售遍布全球 150 多个国家, 拥有约 9200 家零售门店, 通过并购收购不断扩大其在全球不同区域范围内的零售业务。
National Vision Holdings, Inc.	1278	成立于 1990 年, 是美国第二大、增长最快的眼镜零售公司之一, 拥有超过 1,300 家门店和 2200 多名验光师。公司 2011 年收购 AC Lens, 增加电商平台, 2014 年被 Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.的关联公司收购。
Walmart Inc.	3422	成立于 1962 年, 是一家全球领先的零售企业。于 2019 年 9 月推出沃尔玛健康中心, 2022 年收购 AR 光学科技技术公司, 与 Elton John 合作扩大产品品类、增加用户体验。
EyeCare Partners LLC	686	成立于 2015 年, 是一家临床一体化眼科护理领先企业, 拥有超过 1,000 名供应商, 与世界著名的视觉护理卓越中心合作。公司通过不断的收购和扩建活动收购眼科诊所和手术中心。
Costco Optical	543	成立于 1976 年, 提供各种类型的隐形眼镜、名牌设计眼镜和太阳镜及最新的高清镜片技术。公司与验光医生合作在门店内或附近设有诊所, 于 2016 年与福利公司 VBA 签订协议成为其眼健保险提供商。
Visionworks of America, Inc.	716	成立于 1984 年, 是美国第六大光学连锁店, 在全美近 40 个州和哥伦比亚特区拥有 700 多家门店, 提供多种眼镜和隐形眼镜选择, 以及为客户提供一流的眼科检查服务。
Capital Vision Services dba MyEyeDr.	817	成立于 2001 年, 管理着多家独立验光诊所, 提供全面和个性化的光学服务。公司先后进行多次收购和合作, 2014 年收购 Doctor's Vision Centers 和 Eye Care Associates, 2015 年进行资本重组, 2019 年被高盛收购, 2021 年与美国验光师协会建立合作伙伴关系。
Warby Parker	158	成立于 2010 年, 通过设计眼镜本身、直接向消费者销售, 提供比其他品牌价格更低的处方眼镜, 目前在 35 个州拥有 142 家零售店和 3 家加拿大商店。
Keplr Vision	286	成立于 2019 年, 是一家提供业务支持服务和供应链管理给私人眼科诊所的公司。公司通过合并、合作和联盟等方式扩张, 在西部地区有较强影响力。

资料来源: Vision Monday, 各公司官网, 各公司公告, 国盛证券研究所

3. 产品矩阵多元，渠道数量&坪效稳步提升

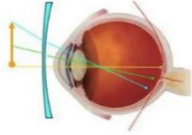
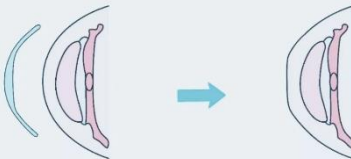

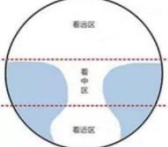
3.1 立足功能眼镜基本盘，开拓科技时尚新产品

顺应眼镜需求多元化趋势，打造全面产品矩阵。伴随生活水平提高，消费者更加重视眼镜防蓝光、抗疲劳等功能性需求及时尚、个性等多元化风格需求。公司积极打造功能眼镜产品矩阵，同时针对不同商圈和客群定位新增美妆时尚产品品类，此外合作华为与雷鸟创新提供智能眼镜产品销售及验配服务。目前公司已形成三个系列的产品与服务矩阵。

1) 功能性镜片满足多层次年龄段消费需求。功能性镜片是在普通镜片的基础上通过调整镜片的材料配方、光学设计或镜片膜层，使镜片拥有一种或多种功能特性。针对近视人群高发化、近视低龄化的发展趋势，公司推出近视防控离焦镜片、角膜塑形镜等产品，而为应对人口老龄化程度加深和中老年人视力缺陷持续加重，公司将成人渐进多焦点镜片纳入产品矩阵，并同步推出全业务线视光验配服务。

- **针对青少年近视防控：**公司执行外资代理国际一线品牌，内资发展自有 OEM 品牌的产品策略；在售产品主要以蔡司、豪雅、依视路等外资品牌为主，同时公司密切关注国产品牌的临床报告数据和专家意见，与明月、万新、伟星等有成熟技术国产品牌合作。
- **针对成人抗疲劳：**为应对消费者长时间近距离用眼或使用数码设备产生的需求，公司与豪雅、明月等镜片品牌推出豪雅锐美、明月高端定制系列等一系列抗疲劳镜片。产品利用调节引擎设计，在镜片底部设置功能区，分担长时间近距离用眼时的工作负担，使眼部聚焦更轻松，支持和放松眼内肌肉。
- **针对中老年视觉需求：**公司聚焦老年消费者近视与老花并存的状态，与蔡司、豪雅、依视路、明月等镜片品牌合作推出渐进镜片。同时公司在部分门店推出渐进体验区，帮助消费者在验配渐进镜片过程中模拟日常生活中的用镜情景。

图表 35: 博士眼镜功能镜片产品矩阵

名称	图示	功能
离焦镜片		离焦镜片能够发挥近视防控作用，通过把投射在视网膜后面的焦点移到视网膜上或前方，同时矫正视网膜中心视力和周边视力，以降低眼轴变长速度、减缓近视发展。
角膜塑形镜片		角膜塑形镜又称 OK 镜，是一种特殊设计制作的硬性高透氧隐形眼镜。这种镜片可以重塑角膜形状，即通过改变角膜的几何形态来消除眼睛屈光不正，并能提高裸眼视力。仅需在晚上睡觉时配戴，通过睡眠时眼睑的压迫来进一步促进塑形效果。
抗疲劳型镜片		抗疲劳型镜片能够缓解因长时间近距离用眼或使用数码设备出现的眼睛不适。依据类渐进片原理，在镜片加+0.50~+0.77 度的调节负荷，优化镜片的视光度，让眼球的微波动处于平常状态，调节视觉系统平衡，减少视疲劳。
成人渐进镜片		成人渐进镜片能够为中老年佩戴者提供更宽广的视觉效果与自然、方便和舒适的矫正方式。渐进镜分为近用区、远用区和渐变区，可同时用于看清远处近处和中距离物体。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2) 顺应时尚个性化消费趋势，丰富时尚美妆产品。公司与众多国际知名奢侈品牌和本

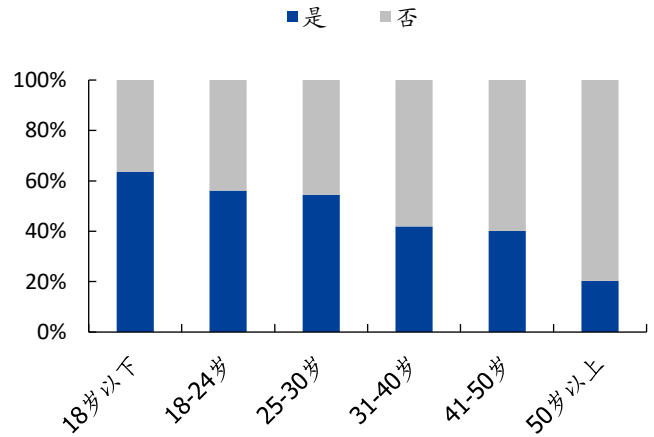
土时尚品牌合作，推出适合不同年龄段和不同使用场景的潮流太阳镜。此外，随着隐形眼镜逐渐进入潮流彩妆板块，公司积极发力美瞳与隐形眼镜市场，与多个国内外美妆隐形眼镜品牌及代理商进行深度合作，拓宽时尚美妆产品矩阵。

图表 36: 博士眼镜代理的知名品牌



资料来源: 博士眼镜微信公众号, 国盛证券研究所

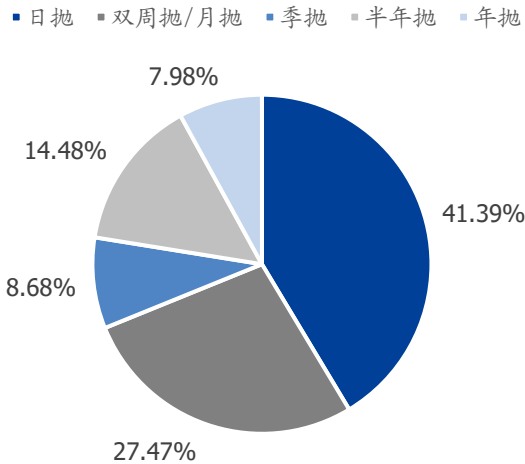
图表 37: 不同年龄段非近视消费者出于美观考量选择美瞳的比例 (%)



资料来源: 《2022 新生代隐形眼镜消费指南蓝皮书》, 国盛证券研究所

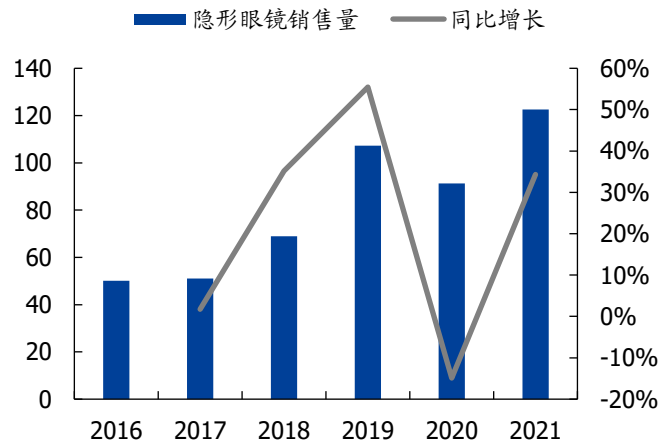
➤ **隐形眼镜:** 隐形眼镜具备美观和易佩戴的特性, 且“越短越健康”等理念深入人心, 公司短周期隐形眼镜受到消费者青睐, 促进隐形眼镜系列产品销量高增, 2016-2021 公司隐形眼镜销售量从 50.1 万副增长至 122.6 万副, 营收从 7788 万增长至 1.42 亿元。公司看好短抛型和彩色隐形眼镜需求增长, 与隐形眼镜及护理液供应商和代理商海昌、博士伦、强生、华理眼护等合作构筑完善的隐形眼镜及周边产品框架。

图表 38: 消费者最常倾向购买的隐形眼镜抛期类型 (%)



资料来源: 《2022 新生代隐形眼镜消费指南蓝皮书》, 国盛证券研究所

图表 39: 博士眼镜历年隐形眼镜销售量及同增情况 (万副, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ **太阳镜和装饰眼镜:** 太阳镜除防止太阳强光及紫外线刺激以外, 更是作为体现个人时尚品味的配饰, 公司与意大利著名的国际性高端眼镜产品设计、生产和经销商霞飞诺集团合作, 带来多品牌的太阳镜产品体系, 2017-2021 公司太阳镜销量从 9.9 万副增长至 18.6 万副。

图表 40: 镜架、太阳镜厂商及品牌代言人列举



资料来源:《2022年中国眼镜行业白皮书》, 国盛证券研究所

3) 携手华为与雷鸟创新, 进军智能眼镜市场。公司积极利用数字化赋能眼镜产品, 将数字技术与眼镜应用场景叠加; 2019年公司与华为建立合作关系, 成为其智能眼镜产品在线下眼镜零售渠道的独家合作商, 在公司部分线下门店进行华为智能眼镜销售及验配服务。2022年5月, 公司与雷鸟创新达成战略合作并成立联合实验室, 围绕人体佩戴工学、光波导 AR 眼镜的近视解决方案进行研发攻关, 探索近视镜片与光波导 AR 眼镜的最佳融合方案。

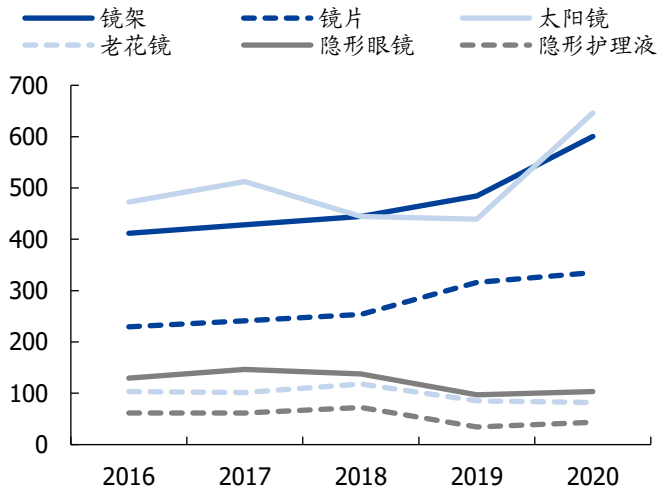
图表 41: 博士眼镜目前销售及验配的智能眼镜

名称	图示	功能
华为三代智能眼镜		华为首款搭载 HarmonyOS 的智能眼镜。基于 HarmonyOS 2 的分布式能力, 华为智能眼镜在交互、连接体验上相比前代产品实现全面升级, 不仅有可拆卸设计、全天候智慧播报、开放式聆听, 更开创性带来颈椎健康功能。
华为 Eyewear II 智能眼镜		华为 Eyewear II 智能眼镜配备多传感器交互系统, 可以 3D 触控, 滑动镜腿可以调节音量/切歌, 双击可以接听电话、暂停播放或者呼出智慧助手, 按钮左镜腿还可以进入蓝牙配对。共有四个系列, 总计 13 个型号, 满足不同场合佩戴需求。
雷鸟 Air 1S XR 智能眼镜		眼镜可覆盖观影、游戏、办公、无人机、智能座舱等多个场景, 提供 130 英寸高清巨幕。屏幕搭载新一代 Sony MicroOLED, 并在业内首发超线性单元 0.5mm 冲程, 在显示、音质、ID 设计、内容生态等多维度均有提升, 是首款获得 CGEC 音质证书的眼镜类产品。
雷鸟 Air AR 智能眼镜		采用 BirdBath+MicroOLED 技术方案, 支持 1920*1080 双目全高清显示, 实现 107% sRGB 色域全覆盖。可为用户提供相当于 4 米距离 140 英寸高清大屏的体验。同时裸机仅重 69g, 眼镜带标准前挡镜片仅重 75g, 为相同形态业内最轻。
ROKID Air 智能眼镜		业内首款消费级 AR 眼镜, 采用医疗级镁铝合金架构设计, 重量仅 83g, 双目分辨率为 1920X1080, 支持 0~500 度近视可调节, 实际佩戴体验相当于在正前方 4 米使用 120 英寸等效 4K 电视。拥有 75hz 屏幕刷新率, 2000 尼特屏幕亮度, 支持 2D/3D 无缝切换。

资料来源: 公司公告, 各公司官网, 京东, 国盛证券研究所

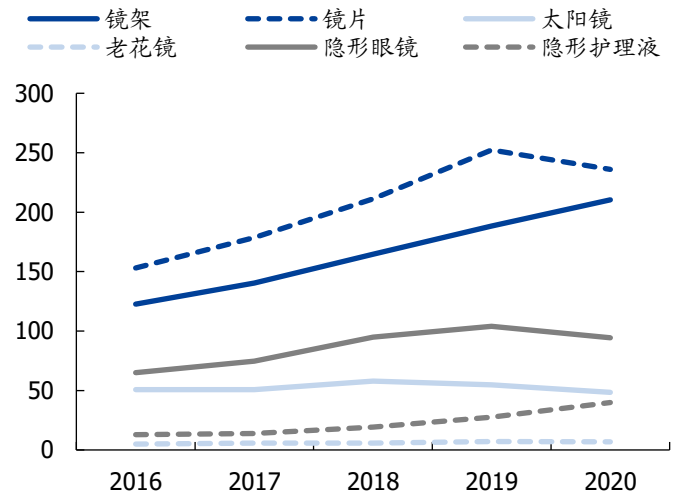
公司积极推进产品结构升级，技术&品牌赋能促进客单价提升。高端品牌赋能带来的溢价效果显著，2016-2020年公司镜架、镜片产品销售均价分别从412/229元增长至600/335元，CAGR均为10%。此外，公司积极调整产品结构，2016-2021功能性镜片等高毛利产品占营收比例从66.3%上升至69.5%，2022H1离焦镜片与渐进镜片销售量同比增长23%/53%，销售额同比增长40%/27%，带动客单值稳健增长。

图表 42: 博士眼镜各产品均价变化 (元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 博士眼镜各产品营收变化 (百万元)

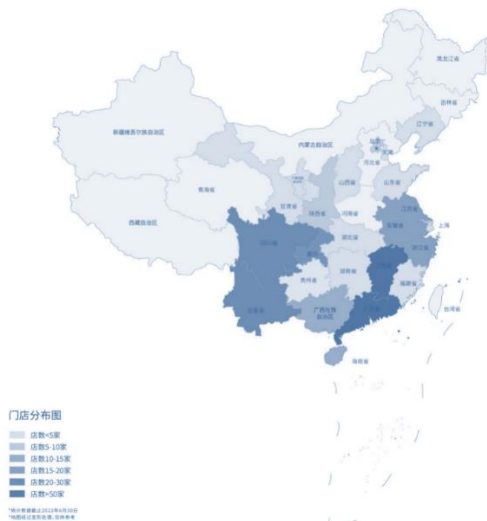


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

3.2 渠道扩张路径清晰，坪效提升空间较大

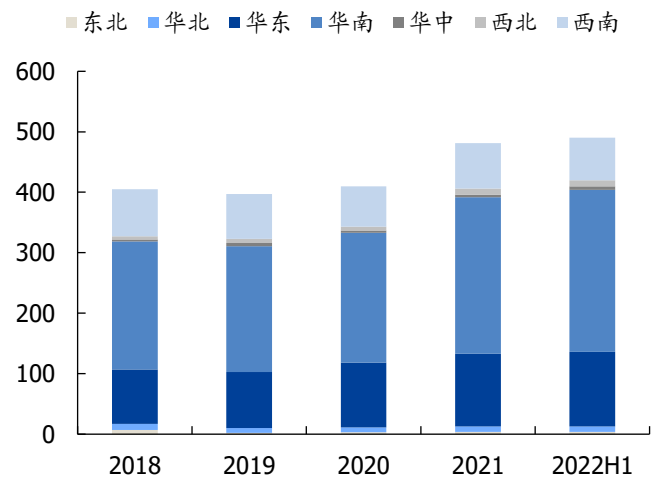
直营扩张全国，渠道密度及专业度持续提升。2016-2022H1公司门店数量从318增长至490间，直营和加盟门店数量分别从304/14增长至472/18间，经营网点遍布全国23个省、自治区、直辖市。公司扎根华南、华东、西南等优势地区，向全国扩张，2017-2022H1华南、华东、西南门店数量分别由199/98/58间增长至268/123/70间，此外分别在2019年和2020年完成华中和西北地区首家直营门店的突破。目前全国门店数量依旧处于较低水平，空白市场空间充足，同时公司不断提升渠道丰富度及专业度，2021年与商场、超市等渠道联营打造配镜中心，并与医院合作开设视光中心，未来渠道扩张路径清晰。

图表 44: 博士眼镜门店分布图 (截至 2022 年 6 月 30 日)



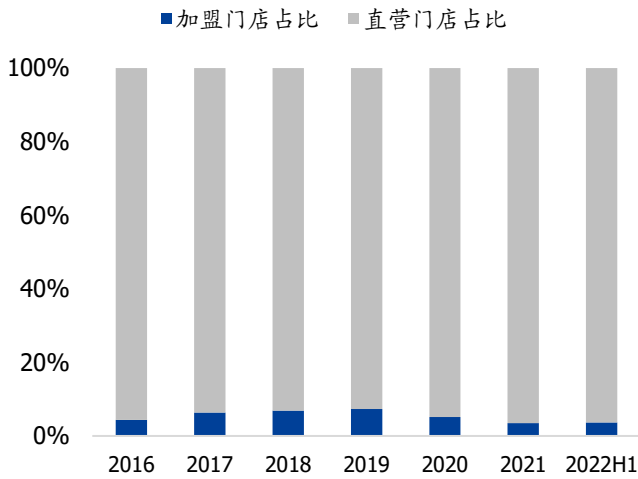
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 博士眼镜历年各地区门店拓展情况 (间)



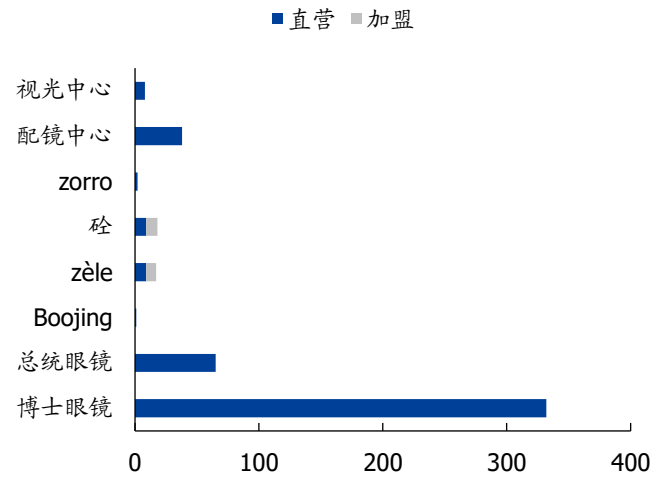
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 博士眼镜直营和加盟门店占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

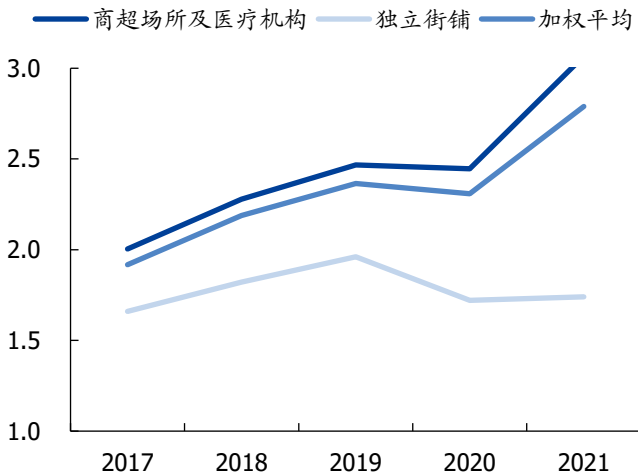
图表 47: 博士眼镜各品牌门店直营和加盟情况(截至 2022 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

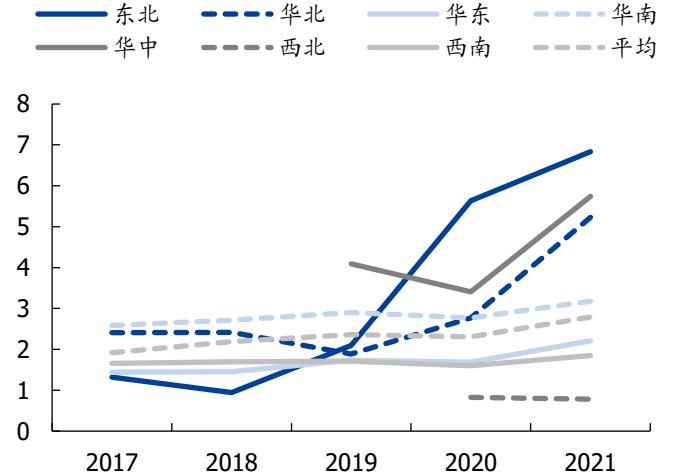
门店坪效稳健提升, 商超及医疗门店表现更为靓丽。2017-2021 公司门店坪效从 1.92 万元/平方米提升至 2.79 万元/平方米, 其中商超及医疗门店从 2.00 万元/平方米提升至 3.07 万元/平方米, 独立街铺从 1.66 万元/平方米提升至 1.74 万元/平方米, 主要系公司门店趋于成熟, 公司持续优化产品结构、中高端产品占比提高驱动客单价稳步提升, 此外公司线上线下联动获客, 客流量有所提升。2020 年后商超及医疗机构门店坪效快速恢复增长, 显现较强经营韧性; 而独立街铺门店部分新开门店尚处培育期, 坪效仍短暂承压。从门店区位来看, 全国多数地区门店坪效自 2020 年均呈上升趋势, 西北等部分地区门店以新拓展门店为主, 预计培育期过后坪效会有较大提升。

图表 48: 博士眼镜不同类型门店坪效对比 (万元/平方米·年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 博士眼镜不同区域门店坪效对比 (万元/平方米·年)

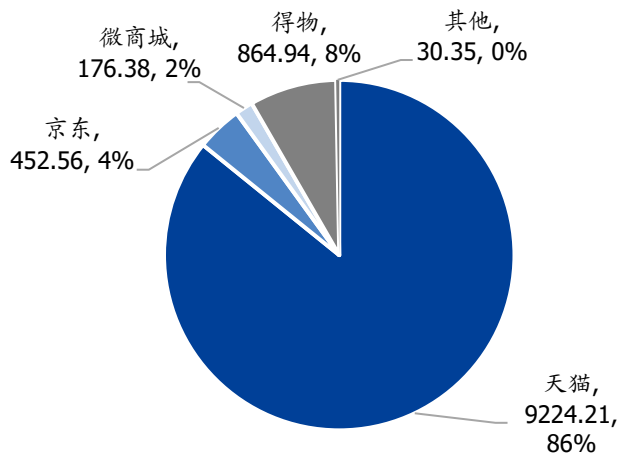


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上线下联动营销, 门店流量结构丰富。公司积极发力线上消费零售新模式, 采用线上宣传产品信息、优惠活动、门店位置、销售团购券等方式增加获客来源、线下门店专业验光服务相结合不断扩大业务覆盖面; 同时, 公司积极布局抖音等新媒体公域流量平台及微商城等私域流量平台, 加强流量抓取及粉丝互动。2022H1 公司线上营收占比为 12.22% (同比+1.5pct), 公域/私域流量平台团购券交易金额分别为 2972.9/1673.4 万元, 与该团购券相关的线下订单 GMV 分别为 3735.5/2078.9 万元 (同比+47.4%/129.6%); 线下门店员工在私域流量平台分销商品/提货券 GMV 分别为 272.7/270.5 万元 (同比

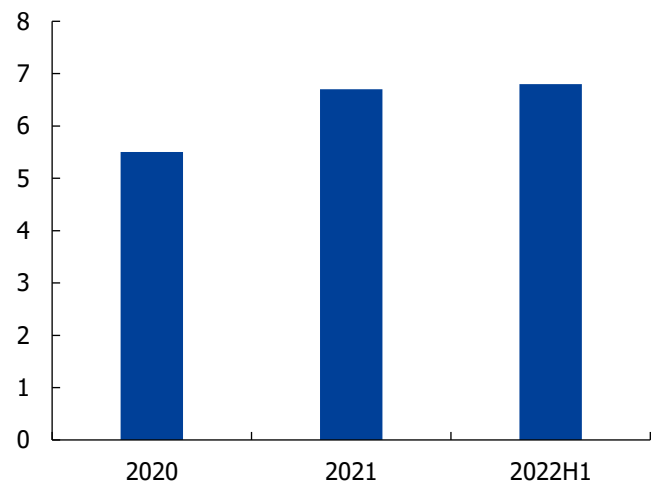
+397.8%/240.6%)。

图表 50: 公司 2021 年各平台线上 GMV (万元/%)



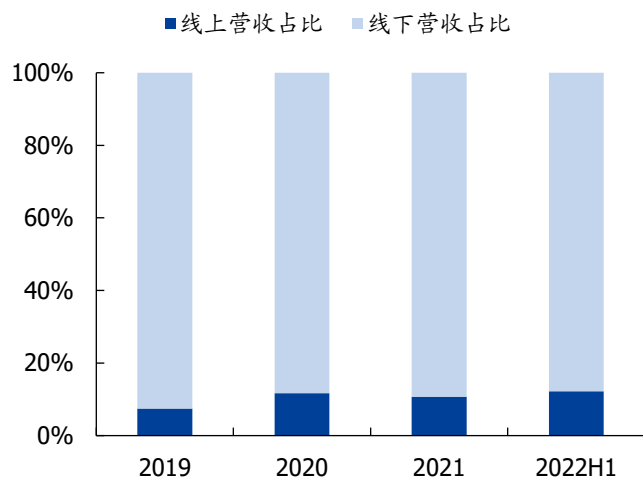
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 抖音历年月活用户数量 (亿)



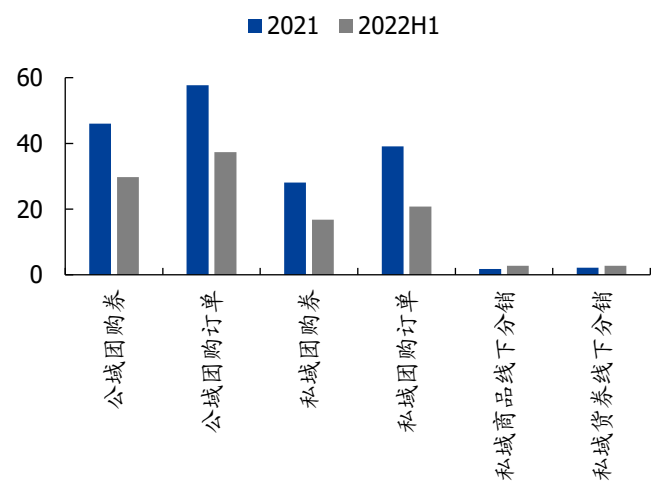
资料来源: QuestMobile, 36 氪, 国盛证券研究所

图表 52: 博士眼镜历年线下营收与线上营收对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

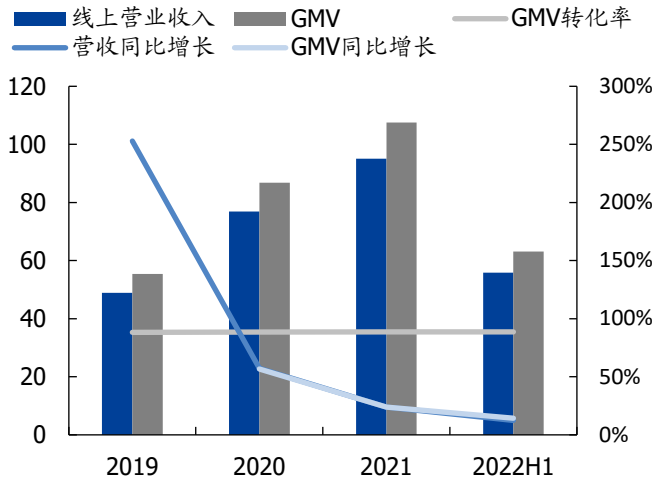
图表 53: 博士眼镜流量平台销售情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

线上销售转化率稳定, 线下积极培育会员体系。 1) 线上: 2018-2021 公司线上销售额从 1385.8 万元增长至 9511.9 万元, CAGR 超 195%, 2022 年天猫双 11 公司线上 GMV 超过木九十首次位列眼镜行业前五名, 线上 GMV 转化率长期稳定在 88% 以上。2) 线下: 公司持续推进会员营销体系的建设 and 优化, 打通企业微信、微商城与顾客沟通的渠道, 完善会员招募通道、会员积分、会员权益等体系内容, 通过为消费者提供更多增值服务增强顾客的黏性和品牌认知, 增加消费频次。同时公司通过数字化平台对单体门店的运营进行信息化监控, 提升公司的管理和工作效率, 提高门店的服务质量和客单成单率。

图表 54: 博士眼镜线上营收变化及同增情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 博士眼镜会员权益



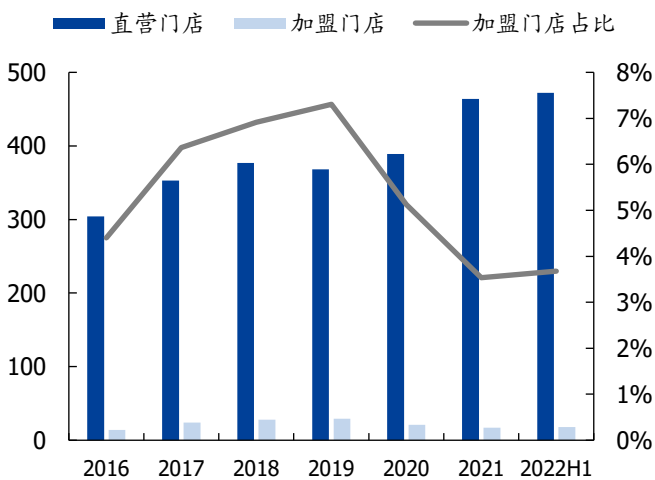
资料来源: 博士眼镜微信小程序, 国盛证券研究所

4. 加盟新模式起航, 核心优势明确

4.1 创新加盟模式: 地区服务商为基石, 轻加盟扬帆起航

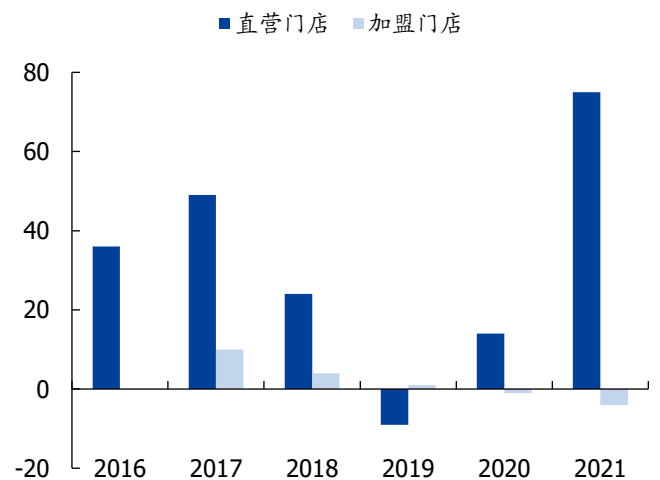
严筛选重加盟策略, 博士旧加盟模式发展坎坷。加盟模式是公司打破资源瓶颈, 实现快速扩张的重要手段; 过去公司的加盟商多集中在 zèle 和 砭 两个子品牌, 需主动申请并通过从资质到选址等一系列严格审核。加盟后从零开始筹备新门店, 流程繁琐且前期投入相对较大。自 2020 年经济下行以来, 公司加盟门店占比持续下降, 2019-2021 占比从 7.3% 降至 3.5%, 加盟门店全年净增也首次出现负增长。

图表 56: 博士眼镜直营与加盟门店数量及加盟门店占比 (间, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 博士眼镜历年直营门店与加盟门店数量净增情况 (间)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购汉高信息奠定新加盟模式数字化基础。2023年2月28日博士眼镜使用自有资金2293.95万元收购由洪良勇先生100%持有的杭州汉高信息科技有限公司68%的股权；同时，公司与杭州镜联企业管理合伙企业共同向汉高信息持有74.58%股权的镜联易购分别增资851.58万元、800万元，直接持有镜联易购增资后21.29%的股权，并通过汉高信息间接持有镜联易购29.77%的股权，合计持有镜联易购51.06%的股权。

汉高信息：中国眼镜零售行业数字化整体解决方案提供商，通过建设中国眼镜产品代码库和创新标准化核心算法，将眼镜行业上下游不固定的产品属性参数与光学属性参数进行匹配，为行业提供供应链优化再造、ERP、CRM等全方位解决方案。目前汉高信息拥有超过1000家眼镜行业企业客户，软件覆盖中国约10000家眼镜门店。

镜联易购：赋能眼镜零售行业企业客户的交易及服务平台，通过打通供应链上下游数据通路，为企业客户提供全品类一站式线上直采渠道及灵活的定制、配送服务。公司借此提高公司对单体门店的管理能力、解决配镜产业链长、灰色地带多等管理难题。

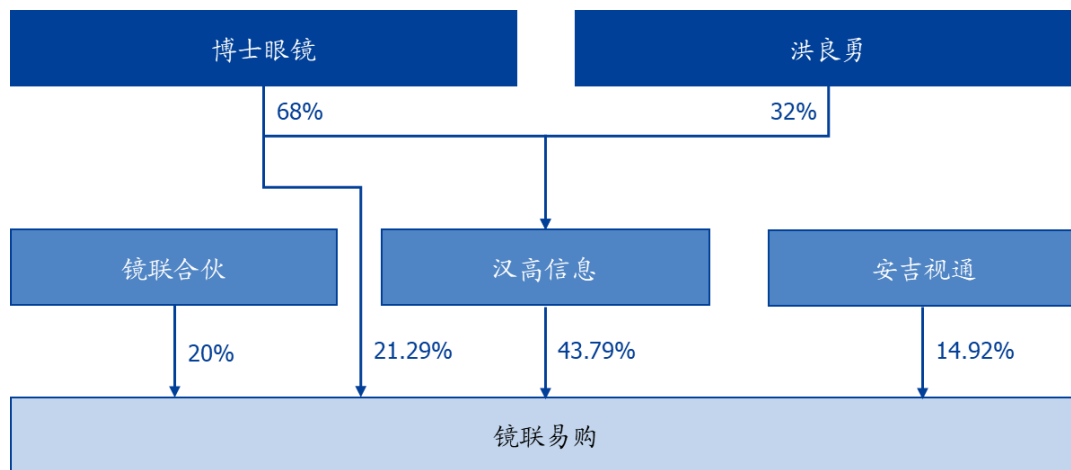
优化加盟模式，实践轻加盟理念。公司提出大力发展以地区服务商为基石的轻加盟思路，相比过去的重加盟策略，轻加盟门槛相对较低，前期投入更少，流程简便，此外结合公司自身核心优势，对加盟商有更强的吸引力，能够在提升市占率和店效的同时促进行业生态繁荣发展。

图表 58: 《汉高信息股权转让协议》及《镜联易购增资协议》对赌协议细则表

承诺期	2023年	2024年	2025年	
业绩	平台签署门店数量	4000家	7000家	10000家
承诺	平台交易额	-	1.5亿元	3亿元
若至业绩承诺期届满之日，镜联易购累计完成的业绩不足其所承诺目标累计值的80%且补偿系数大于0，则博士眼镜有权要求创始股东洪良勇以现金方式进行补偿。				
《股权转让协议》	$\text{补偿系数} = (8000 - \text{截至承诺期末累计实现的活跃眼镜零售门店数}) / 8000 * 40\% +$ $(360000000 - \text{截至承诺期末累计实现的活跃眼镜零售门店交易额}) / 360000000 * 60\%$			
补偿	$\text{现金补偿金额} = \text{补偿系数} * \text{股权转让交易对价} * (1 + 6\% \text{单利} * 3 \text{年})。$			
细则	若截至业绩承诺期届满之日，镜联易购累计完成的活跃眼镜零售门店数不足其所承诺目标累计值的50%，或累计完成的活跃眼镜零售门店交易额不足其所承诺目标累计值的50%。	经投资方要求，镜联易购的实际控制人应按照投资方的认购对价加上该认购对价按6%年单利计算的利息回购该投资方所持有的全部股权。		
《增资协议》	若截至业绩承诺期届满之日，镜联易购累计完成的活跃眼镜零售门店数不足其所承诺目标累计值的80%，或累计完成的活跃眼镜零售门店交易额不足其所承诺目标累计值的80%。	博士眼镜或其指定方有权按照镜联合伙的认购对价加上该认购对价按6%年单利计算的利息回购镜联合伙所持有的全部股权。		

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 59: 汉高信息及镜联易购股权结构图



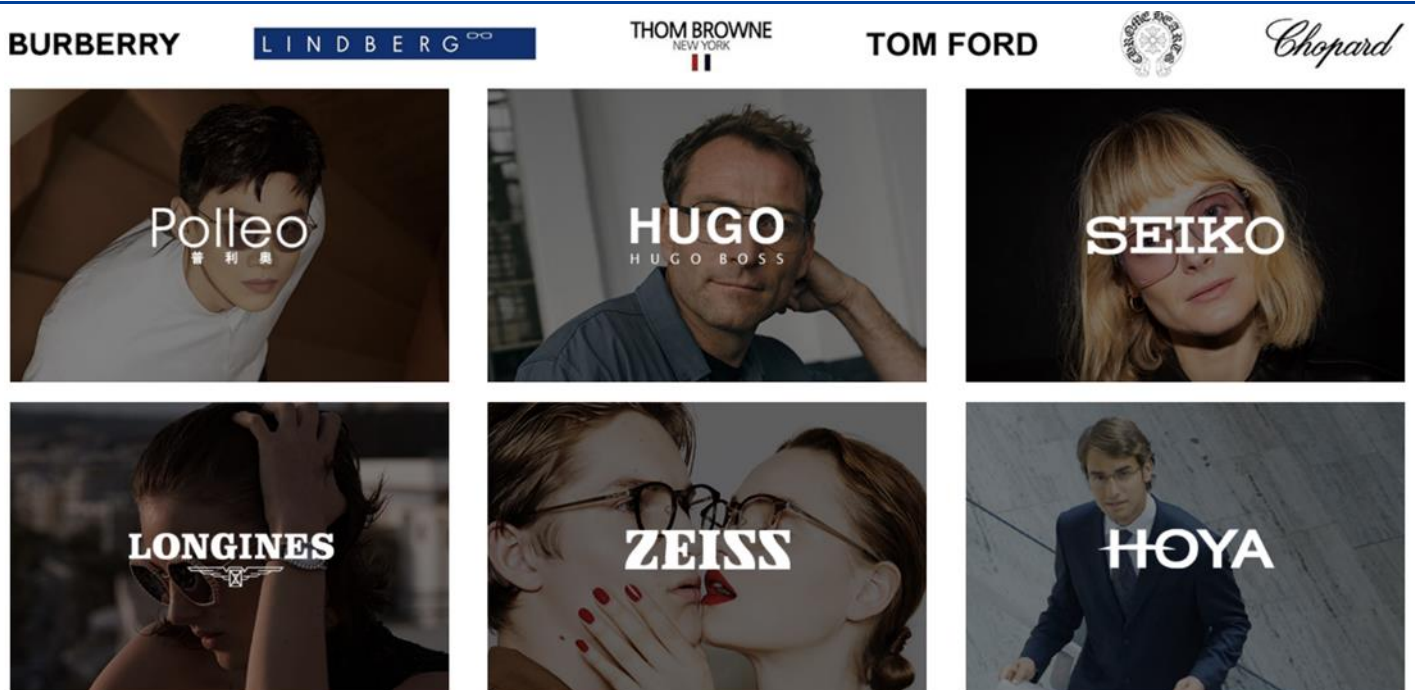
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 公司核心优势: 行业资源沉淀, 积极拥抱科技化

公司扎根行业多年, 稳步拓展直营渠道, 沉淀经营经验, 强化品牌信任, 同时前瞻性布局科技产品与数字化管理, 抖音本地生活强化渠道流量赋能, 加盟开放呈现天时地利人和。目前公司具有五大核心优势吸引加盟商的入驻:

1) 供应链赋能: 大而齐全的自有产品与国际品牌合作矩阵。公司注重产品体系化建设, 不断丰富产品内涵, 以满足不同消费者的多层次需求。博士眼镜代理销售全球 100 余个知名品牌, 与诸多国际知名眼镜企业建立长期战略合作关系, 并与众多信誉卓越的国内外大型连锁商业机构合作, 建立广泛的销售和服务网络。多样化的产品与完善的供应链体系相互促进, 完善眼镜零售门店产品销售矩阵, 有助于扩大加盟门店销售额。

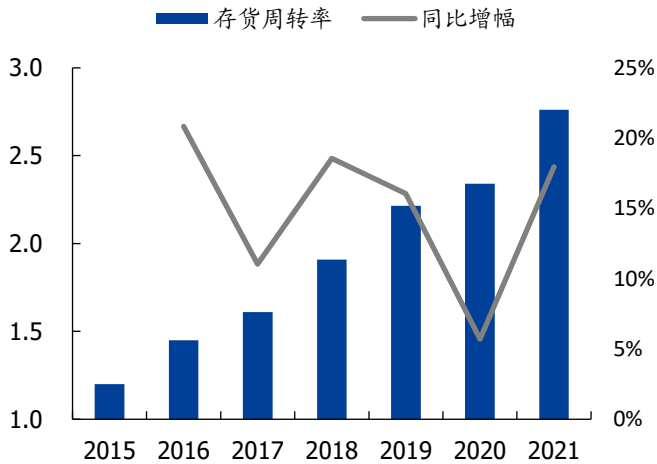
图表 60: 博士眼镜镜架/太阳镜及镜片的部分合作品牌



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

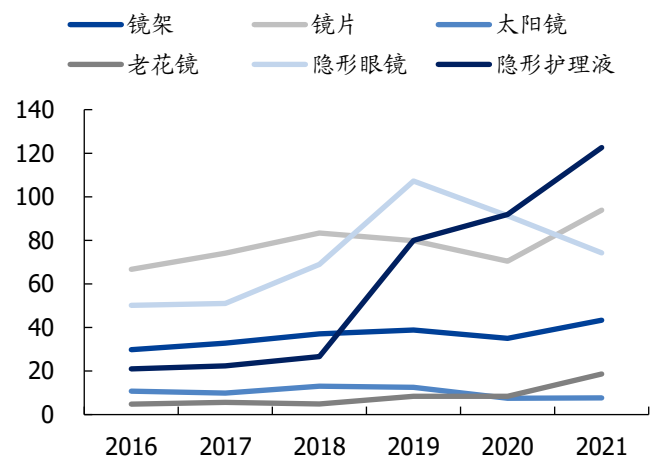
数字化赋能，高效率交付保障供应链安全。基于公司覆盖全国 23 个省、自治区、直辖市的销售网络与未来门店扩张计划，公司致力于完善敏捷、高效的销售网络与供应链体系。目前公司完成以供应链运营中心为核心，数字化存货管理系统为骨架的完整供应链系统，深入整合上下游资源，着力打造敏捷、高效的柔性供应链体系，不断提升供应链管理水平和运营效率。中小眼镜店受大环境冲击较大，而博士眼镜凭借完善的供应链和低差错率，经济下行期间销售网络依然保障高效运转，2015-2021 年公司的存货周转率从 1.2 优化至 2.8，经济下行期间依然保持正向增长，稳定供应链交付能够提高中小眼镜店的抗风险能力。

图表 61: 博士眼镜历年存货周转率与同比增幅 (次/年, %)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 博士眼镜各类型实物产品销量 (万件)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

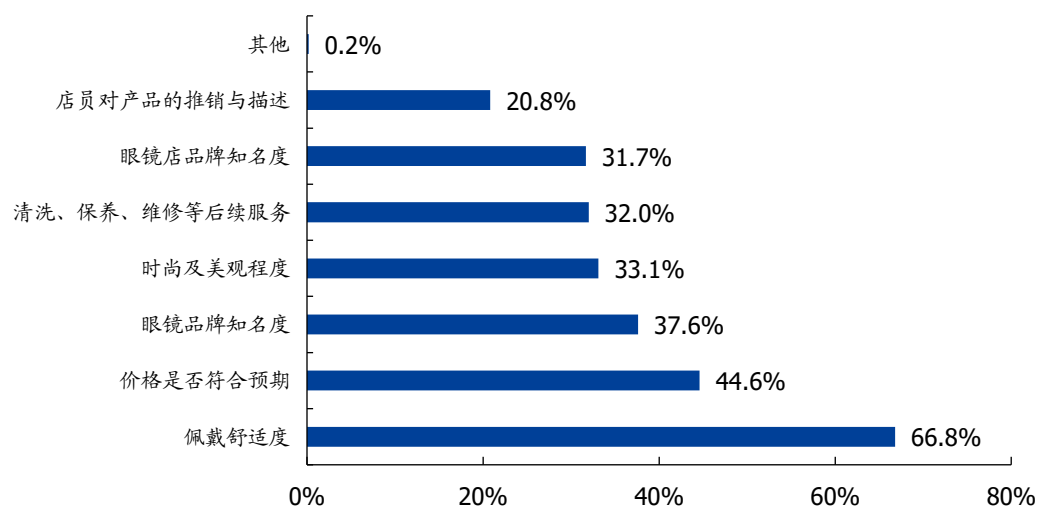
2) 品牌赋能: 全国知名品牌零售商, 品牌矩阵齐全。博士眼镜立足深圳, 逐步向全国辐射, 在全国范围内尤其是广东和江西两省有着较强的品牌影响力, 是国内销售规模、门店数量领先的眼镜连锁零售企业之一。目前, 公司旗下拥有的品牌包括: 定位于“高端定制”的眼镜连锁品牌“President optical”、定位于“专业视光”的眼镜连锁品牌“博士眼镜”、定位于“时尚快消”的眼镜连锁品牌“zèle”、定位于“个性潮牌”的眼镜连锁品牌“砵”、定位于“复古文化主题”的“ZORRO”品牌、定位于“新消费零售”的“Boojing”品牌。公司拥有较高的市场地位和影响力, 品牌形象良好, 这些目前依然是消费者购买眼镜时考虑的关键因素; 针对新加盟模式目标群体的中小眼镜门店, 公司能够为其提供品牌赋能, 解决其现有客户信任基础弱、客单价低的痛点。

图表 63: 博士眼镜自有品牌矩阵: 品牌名称及品牌定位介绍

品牌名称	品牌定位	场景图例	品牌介绍
President optical	高端定制		创立于 2010 年, 是面向全球奢侈精品眼镜的集成店。品牌面向注重品质与服务的高端消费人群, 推出高端个性化配镜服务。
博士眼镜	专业视光		主要经销国际一线品牌眼镜, 不断引进国际级视光高科技产品。品牌主要面向对视光服务较高的学生、白领、商务人士及中老年群体。
zèle	时尚快消		创立于 2014 年, 是集设计、生产、销售、服务为一体的快时尚眼镜品牌。主要面向需求佩戴舒适, 款式时尚, 性价比高的年轻消费群体。
砵	个性潮牌		创立于 2015 年, 是汇集快时尚眼镜、潮牌眼镜的集合店品牌。面向富有时尚个性、追求设计感的消费群体。
ZORRO	复古文化		创立于 2021 年, 被称为“佐罗”。是博士眼镜新打造的面向喜爱复古文化主题的“专业化”与“亲民化”眼镜品牌。
Boojing	新消费零售		创立于 2021 年, 也被称为“博镜”。作为时尚领域新消费势力的新入局者, 为消费者在全球范围内网罗和精选国际大牌潮流眼镜。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 消费者购买眼镜的考虑因素



资料来源: 《2022 年中国眼镜行业白皮书》, 国盛证券研究所

推进多渠道合作，协同合作经营丰富。公司推进多渠道项目合作，提升渠道密度，以获得更高的市场占有率与品牌曝光率。截至2022年6月30日，共建立38家渠道合作配镜中心和9家视光中心。高密度多维度的立体渠道网络有助于培养顾客忠诚度，反哺品牌影响力，此外公司在合作过程中积累大量协同运营经验，为未来推进加盟奠定基础。

图表 65: 博士眼镜合作医院



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 66: 深圳市萨米医疗中心眼视光中心暨儿童青少年近视防控基地



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

携手多家公立医院，共同建设视光中心。目前配镜验光服务的专业性仍是消费者最看重的考量因素之一，因此眼科或视光中心依旧是除连锁眼镜零售店外消费者购买眼镜及镜片的主要渠道。公司与医疗机构加强合作互补，优势结合取长补短，在提升渠道密度的同时提升品牌专业度与消费者信任度。在视光中心合作项目中，公司与医疗机构携手开展验光配镜、近视防控以及近视、斜弱视康复训练等工作，持续提升视光服务专业能力，将企业在供应链、配镜及档案跟踪服务等方面的优势与医疗机构在专业规范诊疗的优势结合，共同探索和创新综合视光服务发展新模式。

图表 67: 视光中心服务项目

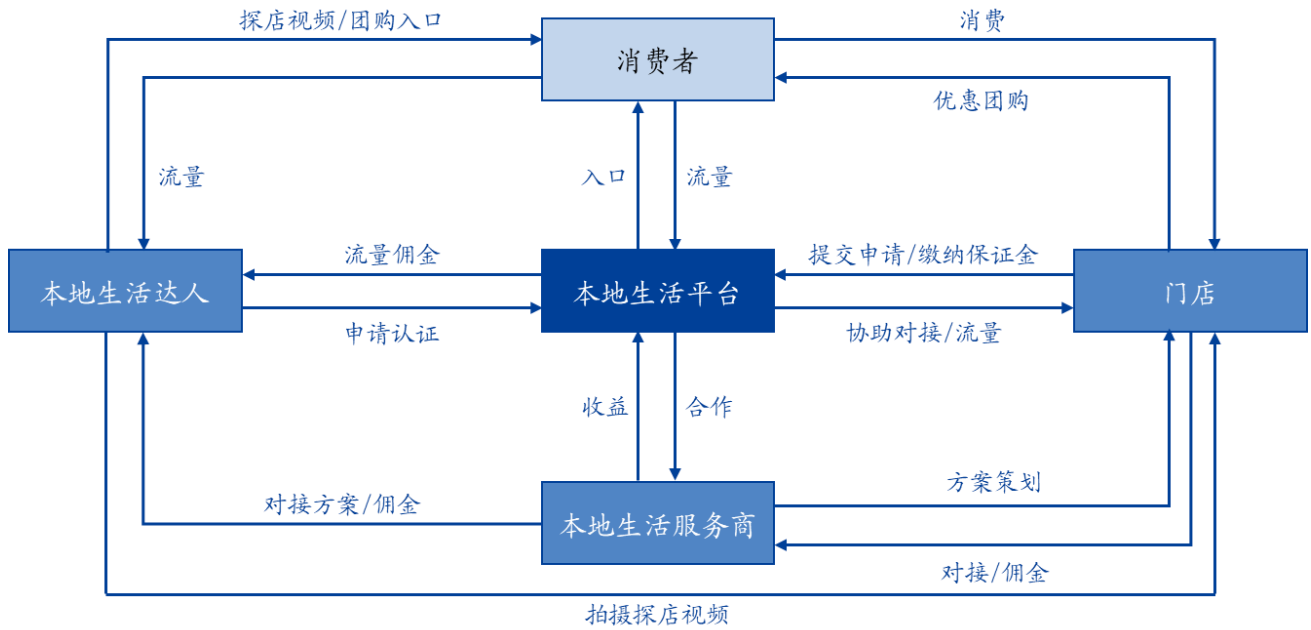


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3) 流量赋能：抖音强化门店主动获客能力。公司通过抖音本地生活平台加强线下渠道引流、增加品牌曝光率，中心化运营模式下加盟门店到店率及转化率有望快速提升，Q1

抖音流量驱动下业绩表现靓丽。抖音采取固定抽佣模式及给予 GMV 返佣奖励，预计加盟门店密度提升进一步提高线上 ROI 水平，规模效应有望显现。

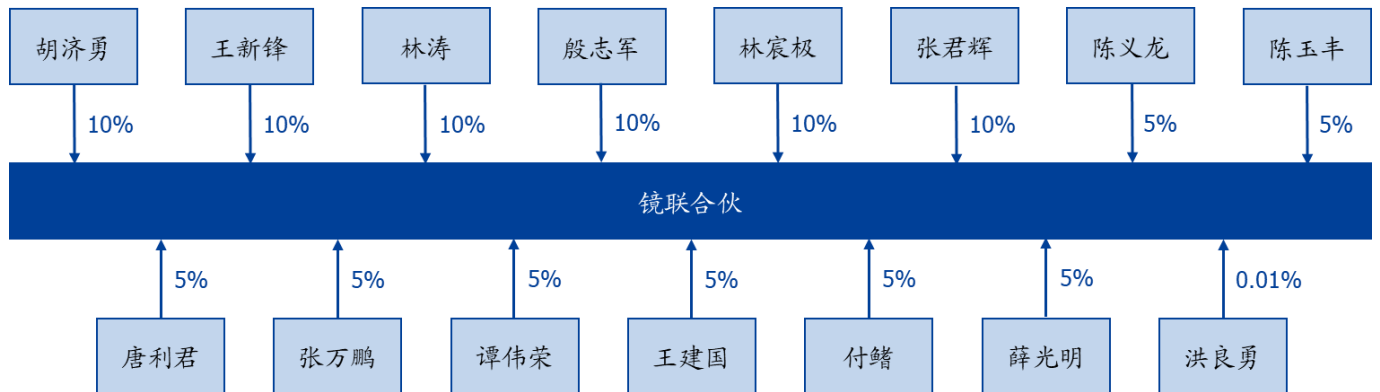
图表 68: 抖音本地生活平台商业模式



资料来源: 抖音, 国盛证券研究所

4) 资本赋能: 眼镜零售行业唯一上市公司。博士眼镜于 2017 年在深圳证券交易所上市, 目前是眼镜零售行业唯一上市公司品牌, 公司通过镜联平台绑定新加盟模式基石的服务商, 服务商入股上市公司平台获得资本增值收益, 新加盟模式参与者有望实现共赢。

图表 69: 镜联企业管理合伙企业合伙人出资情况

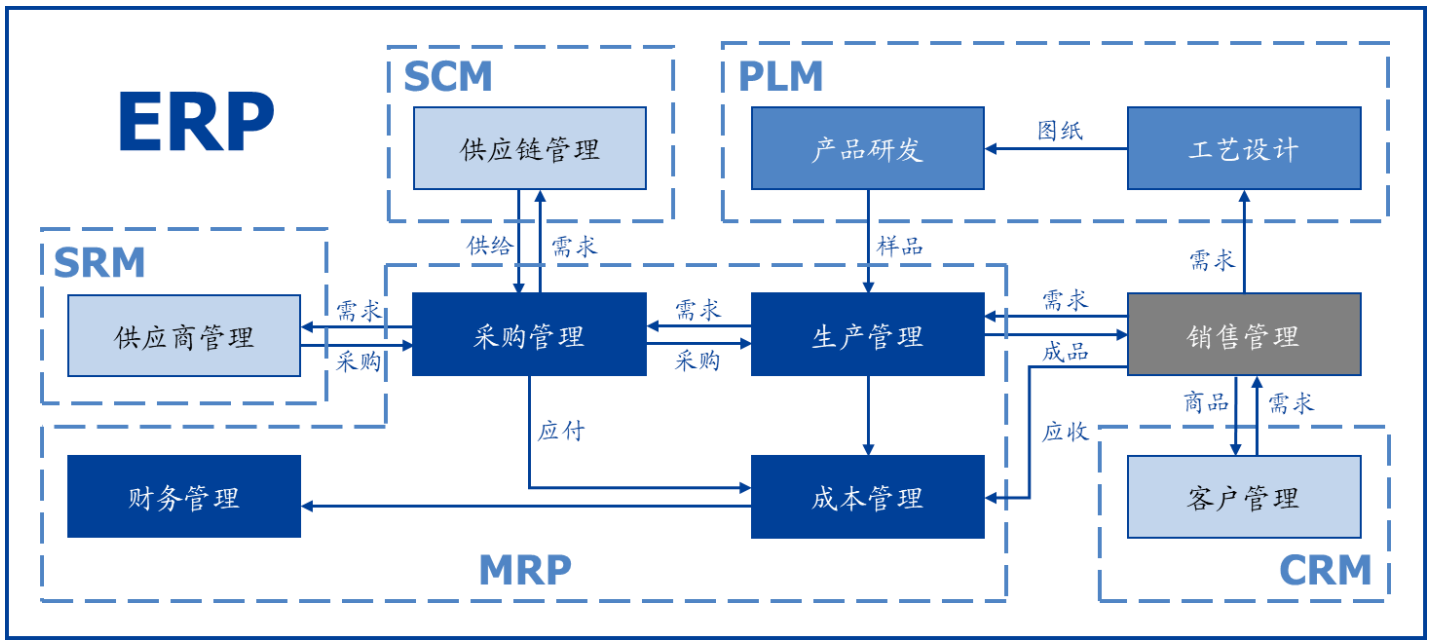


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5) 信息化赋能: 以 ERP 系统布局数字化与线上化管理平台。汉高信息是眼镜行业领先扎根行业垂直 ERP 系统的公司, 连接品牌、渠道、供应链, 打通上下游信息通路, 创造统一的产品代码标准平台, 通过数字化及供应链赋能提升加盟门店效率, 如电子价格板工具实现交易线上化、丰富采购品牌、降低采购成本、提升库存周转及保障售后服务,

预计门店成交率及客单量有望实现稳步增长。完善的 ERP 系统极大的降低公司对于加盟门店的运营管理成本，解决对中小门店价格不透明、信息不流通的难题。

图表 70: 企业资源规划 (ERP) 系统业务流程



资料来源: ORACLE, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 核心假设与盈利预测

收入方面: 公司直营连锁稳健扩张、坪效优化, 加盟模式有望快速扩大版图, 我们预计 2022-2024 年收入分别为 9.18 亿元/11.99 亿元/15.64 亿元, 分别同比增长 3.4%/30.7%/30.5%, 分渠道来看:

1) 直营渠道: 考虑到公司未来门店数量稳健扩张、空白区域覆盖力度加大, 预计 2022-2024 年直营门店数量净增 30/68/58 间至 494/562/620 间; 尽管 2022 年短期受宏观环境波动影响, 预计公司产品结构优化及消费升级带动客单值增长, 公域+私域多维度精细运营下客流量及转化率提升, 我们预计 2022-2024 年坪效分别同比 -5%/+15%/+10%, 公司直营渠道收入分别同比+6.3%/+30.8%/+21.4%至 8.08 亿元/10.57 亿元/12.82 亿元, 毛利率分别为 65%/69%/68%。

2) 新型加盟渠道: 公司 2023 年开启新加盟拓展, 综合考虑供应链、品牌、流量、资本及信息化赋能等优势, 我们预计可实现业绩承诺期目标, 即 2023-2025 年开设加盟门店数不低于 4000 家/7000 家/10000 家, 2024-2025 年活跃眼镜零售门店在镜联易购平台产生交易额不低于 1.5 亿元/3 亿元, 此外门店加盟费预计贡献部分收入。预计 2024 年新型加盟业务实现营收 1.05 亿元, 毛利率为 36.8%。

3) 电商渠道: 结合公司积极布局抖音等流量平台、大力发展会员积分制度等举措, 增

加线上消费转换及线上引流线下消费，预计 2022-2024 年电商渠道实现收入 1.05/1.36/1.70 亿元，分别同比+10.0%/30.0%/25.0%，毛利率分别为 27%/29%/29%。

图表 71: 公司收入拆分预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	655.03	656.31	887.47	917.50	1198.98	1564.18
YoY	15.72%	0.20%	35.22%	3.38%	30.68%	30.46%
分渠道						
单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
直营	578.88	553.54	760.02	807.76	1056.79	1282.44
YOY	9.77%	-4.38%	37.30%	6.28%	30.83%	21.35%
占比	88.37%	84.34%	85.64%	88.04%	88.14%	81.99%
毛利率		74.80%	71.50%	65.00%	69.00%	68.00%
门店数	368	389	464	494	562	620
直营门店坪效 (元/m ² .年)	23408	22602	27122	25765	29630	32593
YOY	8.8%	-3.4%	20.0%	-5.0%	15.0%	10.0%
传统批发	3.83	2.62	5.11	5.11	6.17	7.21
YOY	-21.35%	-31.57%	95.05%	0.00%	20.71%	16.94%
占比	0.58%	0.40%	0.58%	0.56%	0.51%	0.46%
毛利率		11.36%	11.89%	10.00%	10.00%	10.00%
门店数	29	21	17	17	19	21
单店收入 (万元)		12	30	30	32	34
YOY			140.9%	0.0%	8.0%	5.8%
电商	48.90	76.86	95.12	104.63	136.02	170.02
YOY	252.87%	57.18%	23.76%	10.00%	30.00%	25.00%
占比	7.47%	11.71%	10.72%	11.40%	11.34%	10.87%
毛利率	44.99%	19.37%	29.41%	27.00%	29.00%	29.00%
GMV	55.43	86.85	107.48	118.23	153.70	192.13
YOY		56.67%	23.76%	10.00%	30.00%	25.00%
GMV转换率	88.22%	88.50%	88.50%	88.50%	88.50%	88.50%
新型加盟						104.50
YOY						
占比						6.68%
毛利率						36.80%
其中: 加盟模式并表收入						76.5
GMV贡献						150
GMV毛利率						25.00%
其中: 加盟费收入						28.0
门店数					4000	7000
实际贡献收入比例						80.00%
单商加盟费 (元)						5000
加盟费毛利率						100.00%

资料来源: 公司招股书, 公司公告, 国盛证券研究所预测

费用方面: 公司过去直营门店规模效应逐步显现, 且轻加盟收入占比持续提升, 预计费用率呈稳步下降趋势, 2022-2024 年销售费用率分别为 43%/41%/37%、管理费用率分别为 9.0%/8.5%/8.3%。

利润方面: 伴随宏观环境影响消退, 直营门店运营效率提升, 资本化支持下加盟模式有望快速拓展, 加盟门店收入及加盟费有望贡献增量, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 0.53 亿元/1.24 亿元/1.70 亿元, 分别同比-44.2%/+135.2%/+36.2%。

图表 72: 公司盈利预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	655.03	656.31	887.47	917.50	1198.98	1564.18
YoY	15.72%	0.20%	35.22%	3.38%	30.68%	30.46%
归母净利润	62.36	69.17	94.78	52.93	124.49	169.52
YoY	5.13%	10.93%	37.02%	-44.16%	135.21%	36.17%
毛利率	71.17%	67.59%	64.93%	60.36%	64.16%	60.62%
销售费用率	49.04%	46.89%	42.52%	43.00%	41.00%	37.00%
管理费用率	10.55%	9.22%	8.87%	9.00%	8.50%	8.30%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利率	9.52%	10.54%	10.68%	5.77%	10.38%	10.84%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

5.2 估值分析与投资建议

公司是我国眼镜零售行业龙头, 直营连锁扩张路径清晰, 伴随产品结构丰富、客流量及转换率提升, 坪效有望进一步优化; 此外轻加盟模式优势明确, 公司从供应链、品牌、流量、资本及信息化多维度赋能加盟商, 行业整合提速, 有望持续贡献增量。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.53 亿元/1.24 亿元/1.70 亿元, 对应 2023-2024 年 PE 分别为 31.5X/23.2X。眼镜零售商为消费者提供镜片、镜架及成镜等相关产品, 并且为验光配镜提供专业服务与指导, 我们选取镜片行业公司进行对比, 可比公司 2023 年估值 39.5X, 公司 PE 估值明显低于行业平均水平, 具有一定安全边际, 投资价值凸显。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 73: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE	
				2022E	2023E	2024E	2023E	2024E
301101.SZ	明月镜片	76.41	56.88	0.97	1.25	1.61	45.5	35.3
688050.SH	爱博医疗	210.51	200.15	3.28	4.50	-	44.5	-
300595.SZ	欧普康视	304.78	34.06	0.93	1.20	1.47	28.4	23.1
	平均						39.5	29.2
300622.SZ	博士眼镜	39.26	22.67	0.31	0.72	0.98	31.5	23.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 估值截止 2023 年 4 月 18 日, 博士眼镜、明月镜片盈利来自我们预测, 其他来自 Wind 一致预期

风险提示

宏观环境波动风险: 公司线下门店客流量及产品销售情况取决于消费者购买能力及意愿, 宏观环境波动或将导致进店客流量下滑、客单价下降。

市场竞争加剧: 我国眼镜零售商格局较为分散, 博士眼镜为行业内唯一一家上市公司, 新参与者进入或将抢夺市场资源, 加剧竞争程度。

加盟拓展不及预期: 公司计划通过区域服务商拓展轻加盟模式, 且收购汉高信息、入驻抖音本地生活平台提升渠道效率, 若加盟商意愿较低或将影响公司增量空间。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com