

传统业务恢复增长，持续看好 AR+VR 业务发展 ——博士眼镜（300622）三季度点评

研究所
证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn
联系人： 郑奇 S0350122030040
zhengq@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
博士眼镜	-4.3%	-5.9%	-2.1%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	19.84
52周价格区间(元)	15.17-31.50
总市值(百万)	3,436.54
流通市值(百万)	2,136.04
总股本(万股)	17,321.28
流通股本(万股)	10,766.32
日均成交额(百万)	24.05
近一月换手(%)	0.85

《——博士眼镜（300622）公司深度研究：眼镜连锁行业龙头，布局视光中心+AR眼镜（买入）* 中小盘*杨阳》——2022-07-05

事件：

博士眼镜发布 2022 年前三季度业绩公告，2022Q1-Q3 公司实现营收 7.31 亿元，同比+10.32%，实现归母净利润 0.49 亿元，同比-25.44%；单 Q3 实现营收 2.74 亿元，同比+13.67%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比+41.71%。

投资要点：

- 产品结构变化导致毛利率下降，客单价及客户粘性有望提升。2022Q3 公司毛利率 58.14%，同比-0.49pcts，环比-2.29pcts。毛利率下降主要原因是公司国际化品牌镜架产品及功能性镜片产品客单价高、毛利率相对较低，销售占比提升，使整体毛利率下降。公司战略层面大力发展毛利率相对较低的中高端商品业务，伴随战略的持续推进，预计销售占比有望提升，有利于提高客单价和客户粘性。
- 疫情影响逐步消退费用率水平下降，门店规模整体小幅扩张，净利率水平提升。2022Q3 公司销售费率 39.06%，同比-1.94%，环比-4.99%；管理费率 7.42%，同比-1.65%，环比-2.49%。上半年受疫情影响新店拓展节奏减缓、主营产品的销量和验收服务下降，有暂停营业记录的直营门店数量超过 300 家，被迫停业时间平均 10 天以上，经营节奏放缓导致 2022H1 费率增高；二季度末以来伴随疫情影响的消退，公司门店经营逐步走出困境，经营状况持续改善，费用率水平下降并低于 2021Q3 水平，驱动净利率提升。2022Q3 公司净利率 10.35%，同比+2.77pcts，环比+4.96pcts。截至 2022 年 6 月 30 日，公司门店数量 490 家，2022 年新增门店 26 家撤店 17 家；伴随疫情影响消退，公司规模扩张节奏有望恢复，驱动业绩增长。
- 传统业务恢复，持续看好公司 AR、VR 渠道能力。2022Q3 公司实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 41.71%；扣非归母净利润 0.26 亿元，同比增长 48.33%。公司利润取得较大增长的主要原因有：较上年同期相比，1) 报告期内股权激励费用下降较大，并且限制性股票解禁和股票期权行权是本期所得税费调低；2) 政府补助及税费减免增加；3) 疫情影响下租赁减少费用降低。2022 年 5 月，公司与雷鸟创新达成战略合作围绕人体佩戴工学、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，智能穿戴设备（AR 与 VR 等）为眼镜行业带来发展机遇，

未来持续看好公司 AR、VR 领域业务拓展。

- **盈利预测和投资评级** 公司作为眼镜零售行业首家上市公司，线下销售门店遍布全国。随着公司产品结构和渠道的优化，医院与门店相结合的视光中心模式探索，AR、VR 产品“最后一公里”入口的布局，未来业绩有望保持增长。我们预计 2022-2024 年公司营业收入有望达到 8.49/12.57/14.44 亿元，同比-4%/48%/15%，归母净利润有望达到 0.79/1.49/1.78 亿元，同比-17%/89%/20%。对应 2022-2024 年 PE 分别为 43/23/19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 宏观经济波动风险；行业竞争程度加剧；出现替代线下眼镜实体店功能的新的线上销售模式；线下门店扩张不如预期；疫情影响公司门店经营。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	887	849	1257	1444
增长率（%）	35	-4	48	15
归母净利润（百万元）	95	79	149	178
增长率（%）	37	-17	89	20
摊薄每股收益（元）	0.56	0.46	0.86	1.03
ROE（%）	14	11	17	17
P/E	41.18	43.38	22.99	19.22
P/B	6.04	4.64	3.86	3.21
P/S	4.48	4.03	2.72	2.37
EV/EBITDA	13.61	17.73	11.92	14.99

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：博士眼镜盈利预测表

证券代码:	300622				股价:	19.84	投资评级:	买入		日期:	2022/10/28
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值		2021A	2022E	2023E	2024E	
盈利能力					每股指标						
ROE	14%	11%	17%	17%	EPS		0.56	0.46	0.86	1.03	
毛利率	65%	65%	67%	67%	BVPS		3.82	4.28	5.14	6.17	
期间费率	52%	55%	53%	52%	估值						
销售净利率	11%	9%	12%	12%	P/E		41.18	43.38	22.99	19.22	
成长能力					P/B		6.04	4.64	3.86	3.21	
收入增长率	35%	-4%	48%	15%	P/S		4.48	4.03	2.72	2.37	
利润增长率	37%	-17%	89%	20%							
营运能力					利润表 (百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E	
总资产周转率	0.90	0.72	0.85	0.80	营业收入		887	849	1257	1444	
应收账款周转率	19.18	18.69	18.85	18.80	营业成本		311	296	419	480	
存货周转率	6.67	6.68	6.99	7.00	营业税金及附加		3	3	4	4	
偿债能力					销售费用		377	392	568	644	
资产负债率	33%	37%	40%	41%	管理费用		79	81	116	133	
流动比	2.53	3.77	4.64	5.31	财务费用		8	-9	-16	-22	
速动比	1.78	3.07	3.82	4.45	其他费用/(-收入)		0	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润		121	101	188	227	
现金及现金等价物	265	556	850	1108	营业外净收支		1	0	0	0	
应收款项	46	45	67	77	利润总额		121	101	189	227	
存货净额	133	127	180	206	所得税费用		27	23	41	50	
其他流动资产	98	97	130	147	净利润		95	78	147	177	
流动资产合计	543	825	1227	1538	少数股东损益		0	0	-1	-1	
固定资产	28	28	17	15	归属于母公司净利润		95	79	149	178	
在建工程	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	417	328	239	243	经营活动现金流		214	193	190	165	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		95	79	149	178	
资产总计	988	1181	1483	1796	少数股东权益		0	0	-1	-1	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销		164	102	101	8	
应付款项	43	51	68	79	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动		-47	12	-62	-27	
其他流动负债	171	168	196	210	投资活动现金流		-159	-5	8	1	
流动负债合计	214	219	264	290	资本支出		-44	-9	1	-6	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		-120	0	0	0	
其他长期负债	108	218	328	438	其他		5	3	6	7	
长期负债合计	108	218	328	438	筹资活动现金流		-202	102	97	92	
负债合计	322	437	592	728	债务融资		-20	110	110	110	
股本	172	172	172	172	权益融资		17	0	0	0	
股东权益	666	744	891	1068	其它		-199	-8	-13	-18	
负债和股东权益总计	988	1181	1483	1796	现金净增加额		-148	290	295	258	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公用事业与中小盘团队介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

郑奇，北京理工大学工学硕士，现任国海证券中小盘研究员。具备七年航天单位军工电子产品研发与研发管理经验和一年买方经验。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。