

博士眼镜 (300622.SZ)

自营修复弹性高，轻资产整合壁垒逐步形成

眼镜零售行业龙头，轻加盟模式下行业整合趋势确定，市占率提升有望，我们预计公司 2023 年~2025 年归母净利润分别为 1.30 亿元、1.91 亿元、2.30 亿元，同比分别增长 73%、47%、21%，对应 PE 分别为 33X、23X、19X，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级

□ **博士眼镜：深耕行业三十载，眼镜零售行业龙头。**公司为我国眼镜零售行业龙头企业，自 1993 年创立以来，稳步推进品牌与渠道建设，截至 2022 年底，公司共有 513 家门店，包括六大眼镜零售品牌、渠道合作配镜中心与视光中心。疫情影响下公司业绩承压，23 年改善趋势明显。2022 年公司实现营业收入 9.62 亿元 (+8.42%)，归母净利润 0.74 亿元 (-21.91%)；2023 年 Q1 实现营业收入 3.10 亿元 (+40.06%)，归母净利润 0.37 亿元 (+440.97%)。

□ **行业：中游镜片行业 23 年销售额预计突破三百亿元，下游眼镜零售行业整合空间较大。**1) **镜片：**疫情短暂抑制需求释放，疫情影响消退后预计需求迅速反弹，2022 年我国眼镜行业零售额为 797.4 亿元，其中镜片零售额为 299.3 亿元，2023 年预计突破三百亿元。行业集中程度较高，2021 年我国镜片销售额 CR5 为 68.6%，销售量 CR5 为 49.9%。各年龄层次对眼镜的需求均呈现上升趋势，未来行业空间广阔：近视低龄化的趋势及各类防控政策的落地助推青少年近视防控产品需求的增长；伴随着收入水平和工作压力的双重提升，成人对于功能性眼镜的需求愈加旺盛；老龄化社会进程的加速及银发网民数量的上升也使老花镜需求进入快速增长期。2) **零售：**下游零售行业准入门槛较低，竞争格局高度分散，从外部看，眼科医院数量逐年攀升，中游厂商切入赛道，从内部看，眼镜零售行业参与者较多，主要由传统零售品牌、新零售品牌和大量个体工商户构成，据测算，博士眼镜门店市占率约为 0.5%，销售规模占比约为 1%，行业整合空间较大。未来零售企业或将朝着专业化方向转型，提高验光和售后服务质量；或是利用渠道和供应链优势提升门店覆盖率，以增强核心竞争力。

□ **公司：线上引流+门店扩张+优质产品服务的供给，构建 O2O 模式的循环。**公司为眼镜零售的龙头企业，将互联网模式融入公司经营理念，通过 O2O 的运营模式以实现线上线下的相互促进、协同发展。公司从引流到获客、转化、提效的流程中发力，层层变革，致力于实现提质增效、行业整合的目标。1) **引流：**入驻本地生活平台，汇聚线上流量，实现高效引流；2) **获客：**通过收购实现供应链的延伸，对赌协议为门店覆盖率的提升提供保障，强化公司的履约能力；3) **转化与提效：**多样化的产品和服务有助于提升消费者满意度，促进 O2O 模式闭环的形成，此外公司还通过精益化的会员运营将公域获取的用户引导到私域，实现消费者的留存，为提升复购率奠定基础。

强烈推荐 (首次)

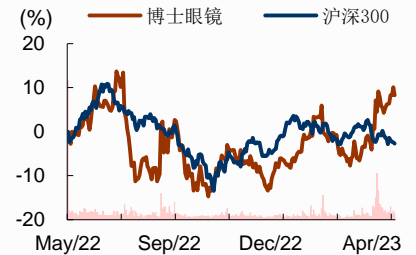
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：24.75 元

基础数据

总股本 (万股)	17327
已上市流通股 (万)	11443
总市值 (亿元)	43
流通市值 (亿元)	28
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	14.6
资产负债率	31.5%
主要股东	LOUISA FAN
主要股东持股比例	22.17%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	13	10
相对表现	14	9	11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn

□ 风险提示：门店扩张进度不及预期、行业竞争加剧、估值结果不准确。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	887	962	1200	1570	2062
同比增长	35%	8%	25%	31%	31%
营业利润(百万元)	121	91	160	237	286
同比增长	39%	-25%	76%	48%	21%
归母净利润(百万元)	95	75	130	191	230
同比增长	37%	-21%	73%	47%	21%
每股收益(元)	0.55	0.43	0.75	1.10	1.33
PE	45.2	57.1	33.0	22.5	18.6
PB	6.5	6.3	5.6	4.7	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、博士眼镜：眼镜零售行业龙头，业绩稳健扩张提速	6
1、历史沿革：深耕行业三十载，立足深圳辐射全国	6
2、股权结构：股权集中程度高，新股东带来新机遇	6
3、管理团队：董监高行业经验丰富，激励计划增强团队稳定性	7
(1) 管理团队经验丰富，长期参与公司经营	7
(2) 股权激励充分，赋能企业发展	7
4、财务状况：业绩稳健增长，结构升级导致毛利略微下滑	8
(1) 营业收入稳定增长，具有一定抗周期能力	8
(2) 产品结构变化致使毛利率下滑，但盈利能力保持稳健	9
二、行业：后疫情时代配镜需求有望回补，下游零售行业整合空间较大	9
1、产业链：上游厂商提供原材料和设备，中游制作加工后交付下游零售服务	9
2、镜片：头部聚集现象明显，刚性需求支撑销量持续走高	10
(1) 市场规模：疫情暂时抑制需求释放，刚需属性将带来后疫情时代的需求回补	10
(2) 现状：行业集中程度较高，头部聚集现象较为明显	10
(3) 未来：我国近视人口基数庞大但眼镜更换频次偏低，未来行业增长空间广阔	11
3、零售：竞争格局高度分散，未来行业集中度有望提升	13
(1) 竞争格局：准入门槛较低吸引众多参与者，竞争格局高度分散	13
(2) 外部：中国市场眼科医院数量逐年上升，中游镜片厂商入局零售赛道	13
(3) 内部：传统连锁、新零售和个体工商户共同组成眼镜零售业态，市占率提升空间较大	14
(4) 未来趋势：龙头企业通过专业性或供应链优势打造核心竞争力，行业集中度有望提升	14
三、公司竞争力：线上引流+门店扩张+优质产品服务的供给，构建 O2O 模式的循环	15
1、引流：入驻本地生活平台，汇聚线上流量为门店引流	15
2、获客：通过收购实现供应链的延伸，提升门店覆盖率以承接线上流量	16
3、转化与提效：提供多样化的产品及专业化的服务，形成 O2O 模式的闭环	17
4、轻加盟模式顺利推进，行业整合趋势确定	19
四、盈利预测	20
五、风险提示	21

图表目录

图 1: 博士眼镜发展历程	6
图 2: 博士眼镜股权结构	7
图 3: 总体营收情况	8
图 4: 分产品营收情况	8
图 5: 线上、线下渠道销售情况	9
图 6: 在线团购券交易情况	9
图 7: 毛利率下滑、净利率稳定	9
图 8: 期间费用率整体下降	9
图 9: 眼镜行业产业链及产业链图谱	10
图 10: 2014-2027 年我国眼镜行业销售额 (亿元)	10
图 11: 2014-2027 年我国镜片销售额 (亿元)	10
图 12: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)	11
图 13: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售量划分)	11
图 14: 2020 年全球各地区近视率分布	11
图 15: 消费者更换或新购入眼镜的频率	12
图 16: 消费者拥有眼镜数量的情况	12
图 17: 2010-2020 年青少年近视率变化及防控要求	12
图 18: 2010-2020 年全国中小学近视人数	12
图 19: 2030 年预计中国人口结构分布	13
图 20: 2021 年中国眼镜市场产品构成	13
图 21: 2014-2021 年中国眼科医院数量及增速	14
图 22: 明月镜片网上旗舰店与线下体验店	14
图 23: O2O 模式的四个环节	15
图 24: 大众点评上的用户好评为团购券的售卖增加吸引力	16
图 25: 在抖音则通过同城推送及直播间向用户推送团购券	16
图 26: 公司原本的传统加盟模式	17
图 27: 公司目前推行的轻量化加盟方式	17
图 28: 公司为华为智能眼镜提供线上配镜服务	18
图 29: 公司为 Rokid 提供线上配镜服务	18
图 30: 公司开设的部分视光中心	19

图 31: 公司部分合作医院	19
图 32: 公司将会员划分成三个等级.....	19
图 33: 不同等级的会员能享受到的权益也有差异.....	19
图 34: 各大眼镜零售品牌均入驻抖音本地生活	20
图 35: 各本地生活平台的团购券交易金额 (万元)	20
图 36: 公司各线上平台的 GMV (万元)	20
表 1: 公司现任管理团队情况.....	7
表 2: 公司股权激励情况	8
表 3: 功能性镜片的主要类型	12
表 4: 功能性镜片代表品牌和产品.....	12
表 5: 眼镜零售企业内部业态与门店覆盖率	14
表 6: 汉高信息与镜连易购介绍	16
表 7: 公司主要的近视防控产品	17
表 8: 公司主要的功能性眼镜产品.....	18
表 9: 收入分拆与预测表	20
附: 财务预测表	22

一、博士眼镜：眼镜零售行业龙头，业绩稳健扩张提速

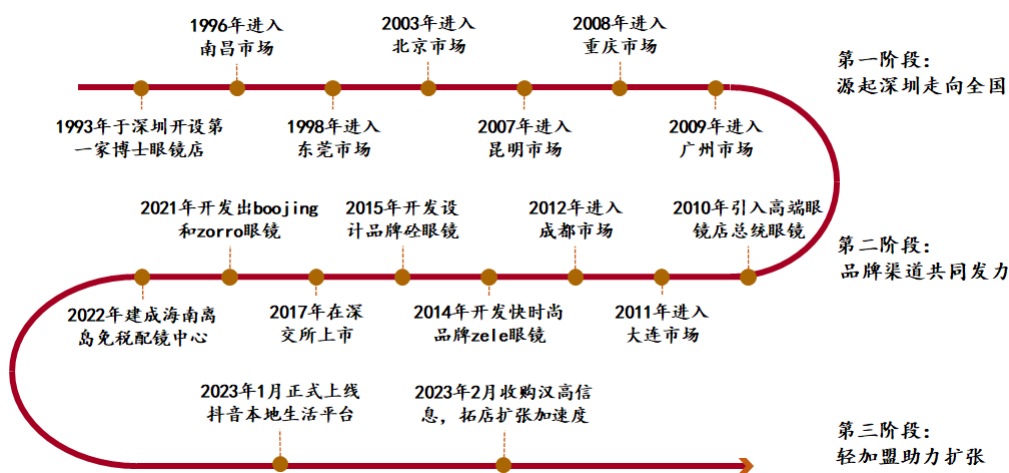
1、历史沿革：深耕行业三十载，立足深圳辐射全国

1993-2009 年，从深圳走向全国市场。自 1993 年于深圳创立第一家博士眼镜门店起，公司先后进入南昌、东莞、北京、昆明、重庆、广州、成都等地，立足华南、华东两个优势地区，逐步将连锁版图扩大至西南、华北、东北、华中、西北等地，搭建起广泛销售网络。

2010-2022 年，品牌、渠道共同发力。在品牌打造方面，自 2011 年引入定位于品质高端的品牌店“President optical”（总统眼镜）起，公司先后打造了定位于时尚快消的“zèle”眼镜、定位于加盟服务的“砦”石人工眼镜、定位于新消费零售的“Boojing”博镜、定位于复古文化的“ZORRO”眼镜，加上原有定位于“专业视光”的博士眼镜，现有六大眼镜品牌，布局多层次市场，打造差异化的品牌矩阵。在渠道建设方面，公司深化渠道合作，与山姆等大型商超联合打造配镜中心，依托海南自贸港建成离岛免税配镜中心，同时深化院端医疗渠道合作，布局视光中心，提升品牌专业度与消费者信任度。品牌拓宽与渠道扩张双双发力，助力公司加速成长。

2023 年以后，轻加盟助力整合扩张。2023 年，公司收购汉高信息及镜联易购控股权，并入驻本地生活平台，借助信息化平台提升供应链效率，借助线上流量为门店引流，为加盟拓店夯实基础，加快实现构建全国领先眼镜零售销售网络的目標，行业整合步伐有望加速。

图 1：博士眼镜发展历程

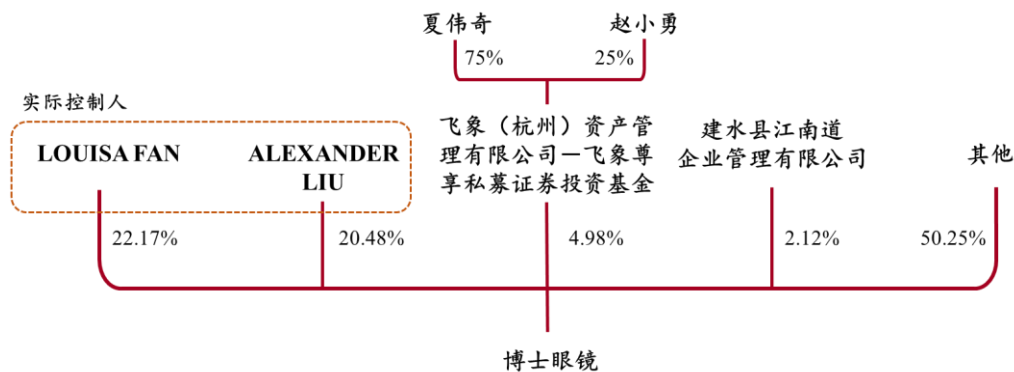


资料来源：公司公告，招商证券

2、股权结构：股权集中程度高，新股东带来新机遇

截至 23Q1，公司创始人刘晓（ALEXANDER LIU）与妻子范勤（LOUISA FAN）为博士眼镜的实际控制人，双方直接持有 42.65%的股权，员工持股平台建水县江南道企业管理有限公司持有 2.12%的股权。2022 年 5 月，刘晓先生将其 5%股权转让给飞象资产管理的飞象尊享私募证券投资基金。飞象资产的股东夏伟奇拥有多年金融从业经验，担任多家投资公司的股东或法人，新股东的加入有望赋能公司战略升级。

图 2: 博士眼镜股权结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

3、管理团队: 董监高行业经验丰富, 激励计划增强团队稳定性

(1) 管理团队经验丰富, 长期参与公司经营

创始人刘晓夫妇自 1993 年创立第一家眼镜店起, 深耕眼镜行业三十载, 具备丰富的行业经验。管理团队其他成员均为专业背景出身, 有丰富的管理、研发、销售经验。管理团队其他成员长期参与公司经营, 董事兼副总经理刘开跃先生于 2001 年入职公司, 董事兼副总经理刘之明先生于 1997 年入职公司, 董事、副总经理兼董秘杨秋女士于 2003 年入职公司, 管理团队稳定, 助力公司长期稳定发展。

表 1: 公司现任管理团队情况

姓名	职务	简介
ALEXANDER LIU	董事长	男, 61 岁, 中专学历。1993 年 3 月起, 与 LOUISA FAN 女士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, 并于 1997 年 4 月与 LOUISA FAN 女士创立公司, 现任博士眼镜连锁股份有限公司董事长。
LOUISA FAN	董事、总经理	女, 53 岁, 研究生学历, 毕业于长江商学院。自 1993 年 3 月起, 与 ALEXANDER LIU 先生以个体工商户形式开始经营管理博士眼镜品牌和 President Optical 品牌的眼镜零售连锁门店, 并于 1997 年 4 月与 ALEXANDER LIU 先生创立公司, 现任公司董事、总经理。
刘开跃	董事、副总经理	男, 59 岁, 中专学历, 2001 年开始就职于本公司, 历任公司人事经理、行政总监、监事会主席, 现任公司董事、副总经理。
杨秋	董事、副总经理、董事会秘书	女, 53 岁, 研究生学历, 2003 年开始就职于本公司, 历任公司财务经理、财务总监, 现任任公司董事、副总经理、董事会秘书。
刘之明	董事、副总经理	男, 50 岁, 大专学历, 1997 年开始就职于本公司, 历任公司人力资源部经理、总经办主任、工程部经理, 现任本公司董事、副总经理、开发部总监。
曾骏文	董事	男, 61 岁, 博士学位, 毕业于美国 Meharry 医学院。1998 年至今历任中山大学中山眼科中心主任助理、教授、验光配镜中心主任、眼科与视光学系主任等职, 现任屈光与低视力专科主任、广东省视光学协会屈光与视觉专业委员会主任委员等。曾任公司独立董事, 现任公司董事。

资料来源: 公司公告, 招商证券

(2) 股权激励充分, 赋能企业发展

公司的股权激励计划充分调动各级员工积极性, 赋能企业发展。2021 年, 公司股权激励计划首次授予激励对象总人数共计 347 人, 合计限制性股票 172 万股、股票期权 446 万份。预留部分授予激励对象总人数共计 57 人, 合计限制性股票 15 万份, 股票期权 50 万份。目前, 首次授予和预留部分的限制性股票第一个解除限售条件和股票期权第

一个行权条件已成就，已解锁的限制性股票数量合计 67.58 万股，可行权的股票期权合计 155.8 万份。

表2: 公司股权激励情况

解锁限售安排	公司层面业绩考核目标	解除限售/行权比例	个人层面绩效考核要求
首次授予			
第一个解除限售/行权期	以 2020 年为基数，2021 年营业收入增长率不低于 18%，或 2021 年净利润增长率不低于 18%，满足二者之一	40%	激励对象个人绩效评价结果分为“A”、“B”、“C”、“D”四个等级，分别对应解除限售/行权比例为 A(100%)、B(80%)、C(60%)、D(0%)
第二个解除限售/行权期	以 2020 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 32%，或 2022 年净利润增长率不低于 36%，满足二者之一	30%	
第三个解除限售/行权期	以 2020 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 48%，或 2023 年净利润增长率不低于 56%，满足二者之一	30%	
预留授予			
第一个解除限售/行权期	以 2020 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 32%，或 2022 年净利润增长率不低于 36%，满足二者之一	50%	
第二个解除限售/行权期	以 2020 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 48%，或 2023 年净利润增长率不低于 56%，满足二者之一	50%	

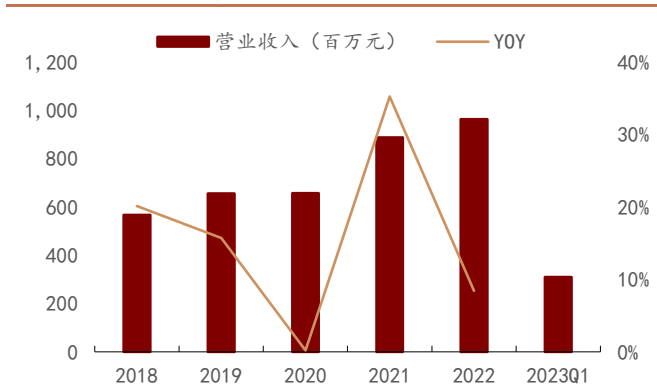
资料来源：公司公告、招商证券

4、财务状况：业绩稳健增长，结构升级导致毛利略微下滑

(1) 营业收入稳定增长，具有一定抗周期能力

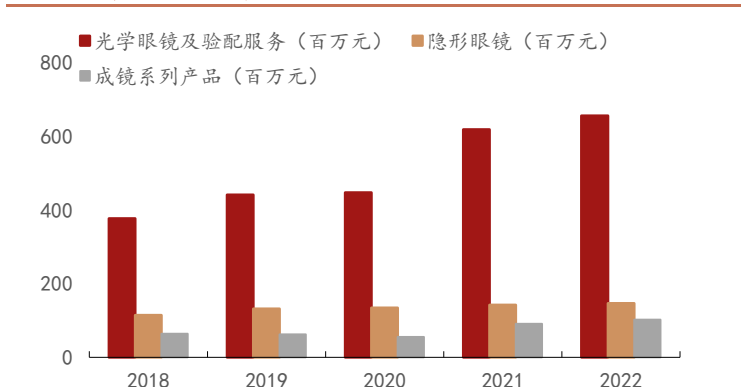
公司营业收入总体稳健增长，光学眼镜及验配服务为营收增长主要动力。2018-2022 年，公司营收从 5.66 亿元增至 9.62 亿元，对应 CAGR 为 14.18%；归母净利润从 0.59 亿元增至 0.75 亿元，对应 CAGR 为 6.10%。受疫情影响 2020 和 2022 年营收增速放缓，23 年 Q1 疫情影响消退后营收即恢复快速增长，同比增速达 40.06%。分产品看，公司产品可分为光学眼镜及验配服务、隐形眼镜系列产品和成镜系列产品，2022 年分别贡献营收 6.55/1.46/1.02 亿元，占比 72.53%/16.19%/11.28%，2018-2022 年的 CAGR 分别为 14.89%/6.38%/12.42%，光学眼镜及验配服务为公司营收主要来源。

图 3: 总体营收情况



资料来源：ifind、招商证券

图 4: 分产品营收情况



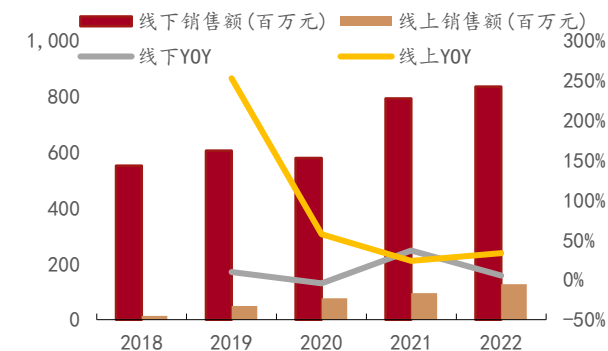
资料来源：ifind、招商证券

线上线下一体化融合布局，线上渠道增速强劲并为线下门店引流。2018-2022 年，公司的线下销售额从 5.52 亿元增长到 8.35 亿元，CAGR 为 10.89%，线上销售额从 0.14 亿元增长到 1.27 亿元，CAGR 为 74.03%。线上渠道销售

敬请阅读末页的重要说明

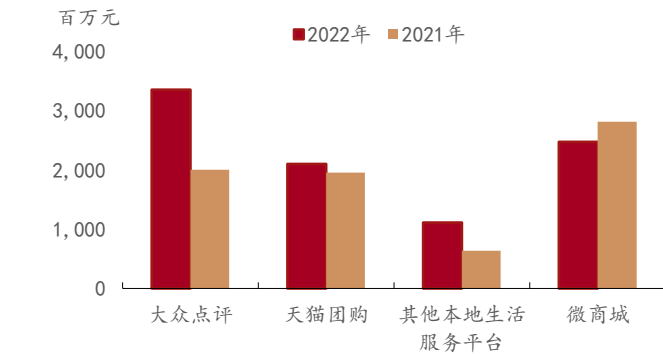
份额从 2018 年的 2.45% 增长到 2022 年的 13.21%，2022 年线上交易总额（GMV）达 14,360.22 万元。此外，公司在抖音、美团等本地生活服务平台开设官方账号，利用内容营销与团购券互为补充引流顾客到店，推进线上线下一体化融合布局。2022 年公司线上团购券交易合计金额为 0.90 亿元，同比增长 22.00%，与团购券相关的线下订单 GMV 为 1.15 亿元，实现了对线下门店的高效赋能。

图 5：线上、线下渠道销售情况



资料来源：ifind、招商证券

图 6：在线团购券交易情况

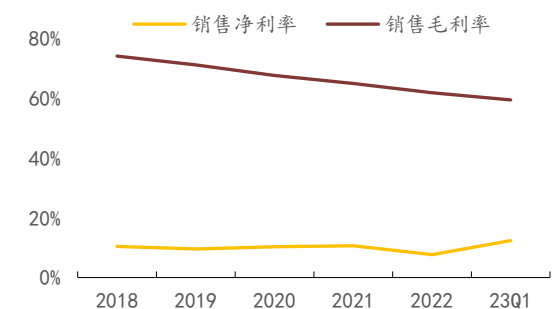


资料来源：ifind、招商证券

（2）产品结构变化致使毛利率下滑，但盈利能力保持稳健

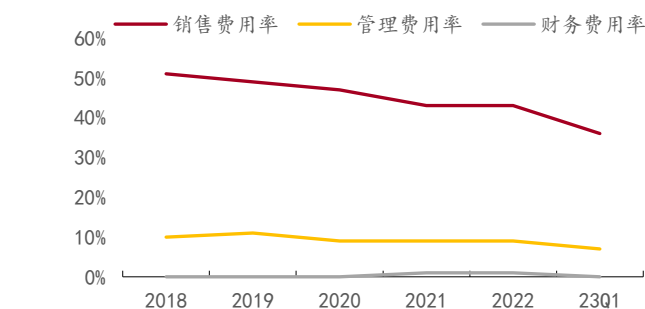
产品结构变化使毛利率下滑，费用管控能力强使净利率保持稳定。2018 年-2023Q1 公司销售毛利率从 74% 下降至 59%，主要是公司产品结构和销售策略调整所致，定位高端的国际品牌及功能性镜片销售占比提升，其低毛利特点导致公司总体销售毛利率下滑。但公司费用管控能力较优，2018 年至 2023Q1，公司的销售费用率、管理费用率分别下降 14.58% 至 36.38%、下降 3.12% 至 6.92%。在优异的费用管控能力下，公司净利率保持稳定，2018 年-2023Q1 均维持在 10% 左右的水平。

图 7：毛利率下滑、净利率稳定



资料来源：iFind、招商证券

图 8：期间费用率整体下降



资料来源：iFind、招商证券

二、行业：后疫情时代配镜需求有望回补，下游零售行业整合空间较大

1、产业链：上游厂商提供原材料和设备，中游制作加工后交付下游零售服务

产业链上游玩家主要为生产橡胶、树脂、玻璃等原材料及辅料和模具、光学添加剂等用于镜片加工的设备供应商。中游的镜片生产商主要负责加工生产镜片成品、定制车房片和设计研发材料薄膜、光学与工艺技术等相关工作。下游玩家主要由连锁眼镜零售商和零售门店、民营眼科医院和综合医院附属配镜中心等构成，直接为终端消费者提供验光、配镜、镜片镜架装配和试戴体验等服务。

图 9：眼镜行业产业链及产业链图谱



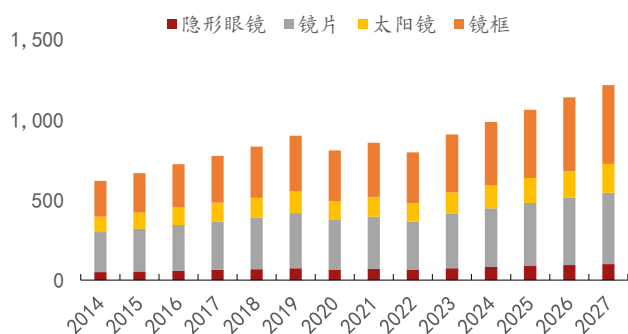
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

2、镜片：头部聚集现象明显，刚性需求支撑销量持续走高

(1) 市场规模：疫情暂时抑制需求释放，刚需属性将带来后疫情时代的需求回补

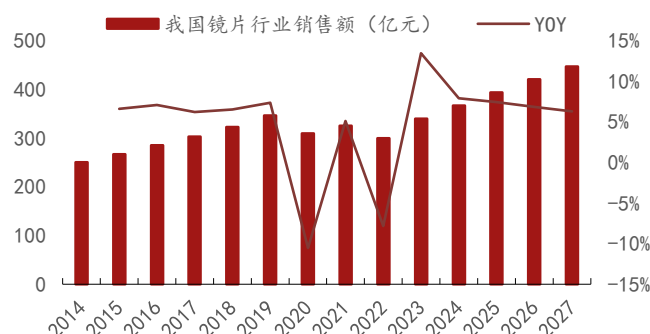
疫情短暂抑制配镜需求的释放，疫情影响消退后将实现反弹，预计 2023 年我国镜片行业零售额预计突破三百亿。根据 Statista，眼镜行业较依赖线下消费场景，整体销售额与疫情形势关系紧密，2020-2022 年我国眼镜行业零售额分别-10%/+6%/-7%，2022 年销售额为 797.40 亿元。近年来镜片在全眼镜行业中的占比维持在 40%左右的水平，2022 年镜片行业销售额为 299.3 亿元。但我们认为疫情只是短暂抑制配镜需求的释放，预计疫情影响消退后销售额将实现反弹，2023 年全行业销售额有望达到 908.5 亿元，镜片行业销售额有望达到 339.4 亿元，超过疫情前的水平。

图 10：2014-2027 年我国眼镜行业销售额（亿元）



资料来源：Statista、招商证券

图 11：2014-2027 年我国镜片销售额（亿元）

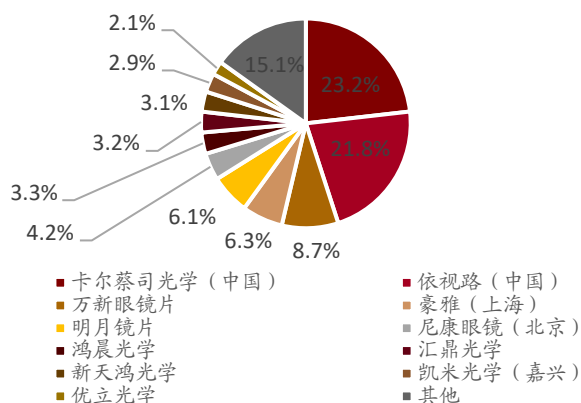


资料来源：Statista、招商证券

(2) 现状：行业集中程度较高，头部聚集现象较为明显

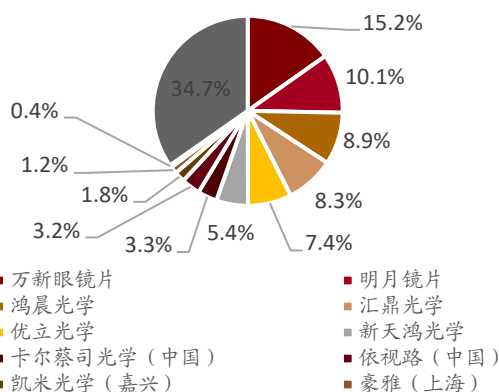
从销售额的分布角度看，中国镜片市场集中程度较高，CR5 占比近七成。2021 年国内镜片行业市场份额前五名分别为卡尔蔡司、依视路、万新眼镜、豪雅和明月镜片，CR5 为 68.6%，其中卡尔蔡司和依视路占比均超过 20%。从销售量的分布角度看，头部企业市场份额占据半壁江山。2021 年国内镜片市场 CR5 为 49.9%，其中万新眼镜以超过 15%的销售量占据榜首，明月镜片以 10.1%的份额位列第二，鸿晨光学、汇鼎光学、优立光学、新天鸿光学分别位列三至六名，市场份额分别为 8.9%、8.3%、7.4%及 5.4%。

图 12: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

图 13: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售量划分)

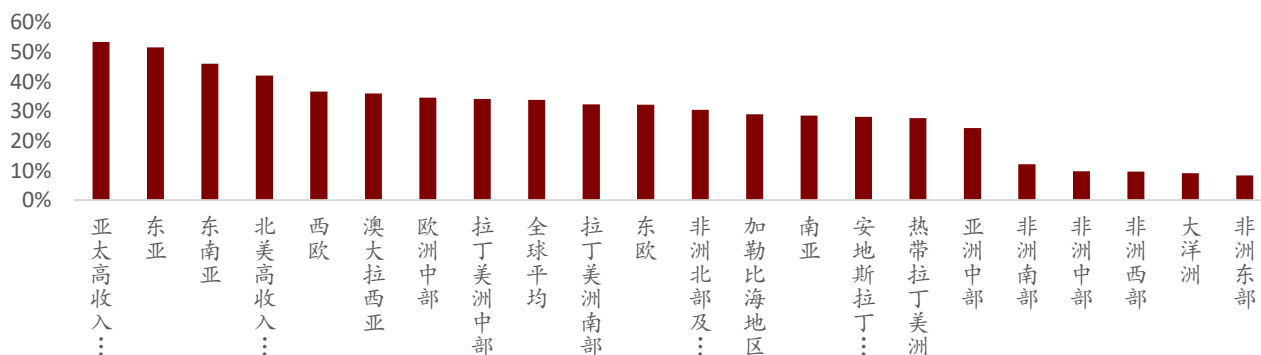


资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

(3) 未来: 我国近视人口基数庞大但眼镜更换频次偏低, 未来行业增长空间广阔

根据美国眼科协会数据显示, 2020 年亚太高收入地区近视率远超全球平均值, 2020 年近视人数占比 53.4%, 已经超过半数并远高于全球平均水平, 相比之下, 非洲东部、中部、西部、大洋洲近视率仅占 10%-15%左右, 为全球近视率较低水平。

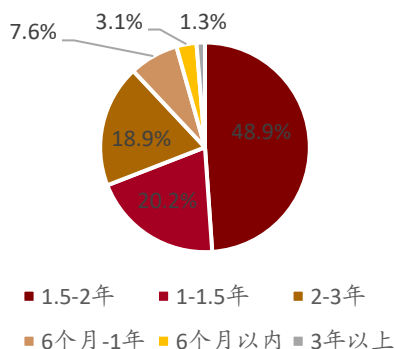
图 14: 2020 年全球各地区近视率分布



资料来源: 美国眼科学会 (AAO, American Academy of Ophthalmology): 《Global Prevalence of Myopia and High Myopia and Temporal Trends from 2000 through 2050》、招商证券

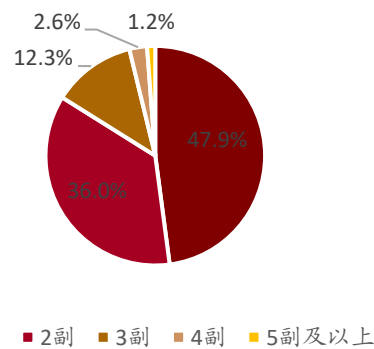
国内市场超半数消费者拥有多副眼镜, 但更换频率普遍较低, 眼镜行业增长前景广阔。根据艾瑞咨询数据显示, 2021 年起 69.2% 的国内消费者更换或新购入眼镜频率超 1.5 年, 其中 48.9% 的消费者换镜频率集中在 1.5-2 年, 而换镜频率低于 1 年以内的消费者仅占 10.7%。当前, 随着消费观念的改善和消费能力的提升, “一人多镜” 愈发普遍, 根据艾瑞咨询数据统计, 约 52.1% 的消费者拥有 2 副及以上的眼镜。未来国内消费者换镜频率将进一步提高, 眼镜行业拥有广阔的增长前景。

图 15: 消费者更换或新购入眼镜的频率



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

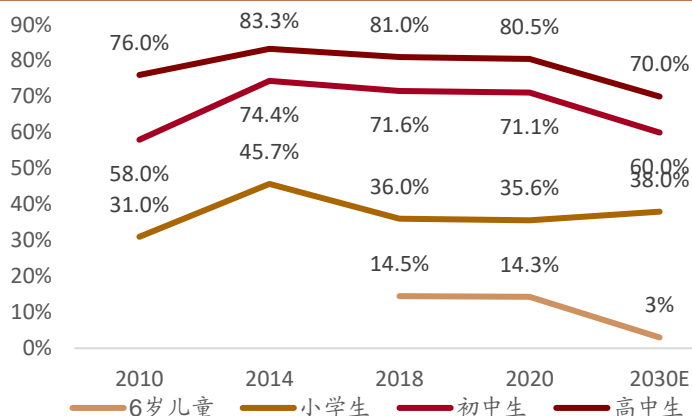
图 16: 消费者拥有眼镜数量的情况



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

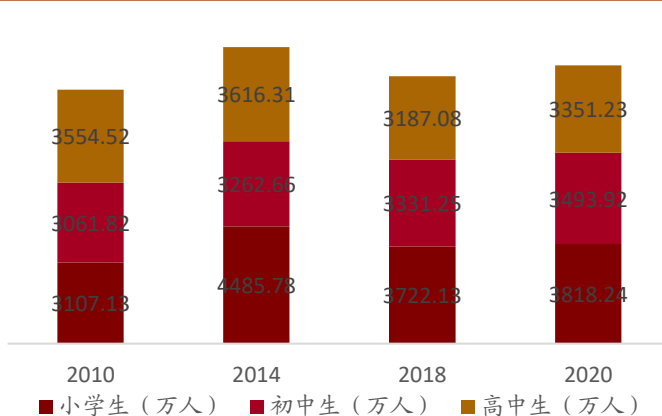
近视低龄化的趋势及各类防控政策的落地助推青少年近视防控产品需求的增长。我国青少年近视问题严峻, 根据国家卫健委统计, 2014 年全国中小学生近视总人数突破 1 亿人次, 其中小学生/初中生/高中生近视率分别为 45.7%/74.4%/ 83.3%。随着国家对儿童青少年近视防控的高度重视, 以及全国各地有关儿童青少年近视防控政策的落实, 到 2020 年全国儿童青少年各年龄层近视率均有所下滑 (6 岁儿童/小学生/初中生/高中生近视率分别为 14.3%/35.6%/ 71.1%/ 80.5%), 但仍与国家 2030 近视防控要求 (6 岁儿童/小学生/初中生/高中生近视率分别不高于 3%/38%/ 60%/ 70%) 有着一定的差距, 近视防控任务艰巨。

图 17: 2010-2020 年青少年近视率变化及防控要求



资料来源: 国家卫健委、艾瑞咨询、招商证券

图 18: 2010-2020 年全国中小学近视人数



资料来源: 国家卫健委、艾瑞咨询、招商证券

伴随着收入水平和工作压力的双重提升, 成人对于功能性眼镜的需求愈加旺盛。根据艾瑞咨询, 针对不同用眼防护应用场景, 功能性镜片可分为光敏感镜片、成人渐进镜片、抗疲劳型镜片及有害光防护镜片等。代表性的功能性眼镜品牌包括依视路、蔡司、豪雅、明月镜片和万新眼镜。

表3: 功能性镜片的主要类型

主要类型	主要功能
光敏感镜片	缓解强光、反光等刺眼光线带来的影响
成人渐进镜片	基于渐进多焦点技术让近视人群在不同距离视物时有连续清晰的视觉效果
抗疲劳型镜片	用于缓解长时间阅读和使用电子设备、近距离观看等带来的眼部疲劳的症状
有害光防护镜片	通过镜片膜层保护眼镜免受紫外线、紫蓝光等有害光线的伤害

表4: 功能性镜片代表品牌和产品

代表品牌	代表产品
依视路	钻晶系列、全视线系列、万里路系列、爱赞系列等
蔡司	蔡司菁悦镜片、蔡司新渐进镜片、蔡司数码型镜片等
豪雅	三维系列渐进镜片、锐美系列数码型镜片等
明月镜片	双重防蓝光系列、PMC 超亮、超韧、智能变色等

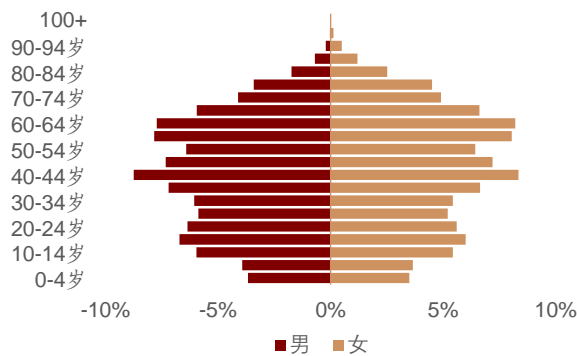
万新眼镜片 万新清晰视界系列镜片、万新有害光防护系列镜片等

资料来源：艾瑞咨询、招商证券

资料来源：品牌官网、招商证券

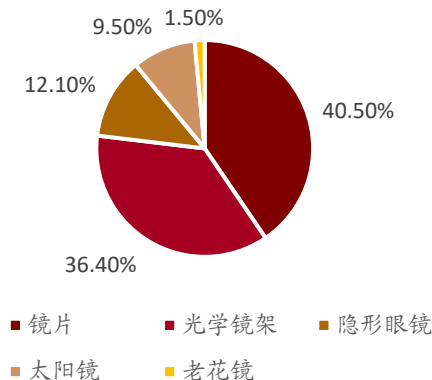
随着老龄化社会进程的加速及银发网民数量的增加，老花镜需求迎来快速增长期。根据 Population Pyramid 的统计，2000-2020 年间我国老龄化进程不断加速，60 岁以上的人口比例由 2000 年的 10.08% 上升至 2020 年的 17.84%，预计 2030 年 60 岁以上人口比例将达到 26.19%，由生理结构变化带来的视力降低问题催生银发人群对老花镜的需求不断上涨。根据艾瑞咨询的数据，2021 年我国老花镜零售占比仅 1.5%，远低于其他类型眼镜产品。随着老龄化社会进程的加速、银发网民数量的上升、老年人口消费能力的提升，对于老花镜的需求将逐渐释放。

图 19：2030 年预计中国人口结构分布



资料来源：Population Pyramid、招商证券

图 20：2021 年中国眼镜市场产品构成



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

3、零售：竞争格局高度分散，未来行业集中度有望提升

(1) 竞争格局：准入门槛较低吸引众多参与者，竞争格局高度分散

眼镜零售行业聚集了众多的连锁眼镜零售商、眼科医院、综合医院附属配镜中心、个体眼镜零售门店等，竞争格局高度分散。眼镜零售行业准入门槛较低、门店覆盖率不足以及毛利率较高的特性，吸引大量玩家布局，包括大量中小型连锁品牌和夫妻老婆店，市场格局高度分散。

(2) 外部：中国市场眼科医院数量逐年上升，中游镜片厂商入局零售赛道

眼科医院数量攀升。根据《中国卫生统计年鉴》和艾瑞咨询的数据，中国眼科医院数量由 2014 年的 403 家增长至 2021 年的 1203 家，CAGR 为 14.65%，其中 95.10% 为非公立的企事业单位或个人办医院，以各类镜片销售及验配服务为核心的视光服务业务是眼科医院与诊所的重要收入来源之一。以国内民营眼科医院龙头企业爱尔眼科为例，2022 年视光服务收入规模达 37.79 亿，占其总收入比例的 23.46%。

中游镜片厂商切入零售赛道。以明月镜片为例，截至目前，明月镜片共开设 2423 家线下品牌体验店，并在天猫、京东、抖音等平台开设线上自营旗舰店。

图 21: 2014-2021 年中国眼科医院数量及增速



资料来源:《中国卫生统计年鉴》、艾瑞咨询、招商证券

图 22: 明月镜片网上旗舰店与线下体验店



资料来源:京东、天猫、明月镜片官网

(3) 内部: 传统连锁、新零售和个体工商户共同组成眼镜零售业态, 市占率提升空间较大

根据业态, 眼镜零售企业内部可划分为传统连锁品牌、新零售品牌和大量个体工商户三大类: 1) 其中传统连锁眼镜店通常在全国范围内拥有较高的知名度和门店覆盖率, 代表企业有博士眼镜、宝岛眼镜等; 2) 新零售品牌的代表企业有木九十、LOHO 等, 大多强调产品的颜值与设计感, 以提高顾客复购率, 且通常为了节省开支, 门店面积较小; 3) 个体经营的夫妻老婆店通常以门店周边的常住居民为主要销售对象, 具有开店时间长, 客群稳定等特点。

眼镜零售门店覆盖率提升空间较大。以博士眼镜和宝岛眼镜为例, 截至 2022 年底, 博士眼镜共开设 513 家门店, 根据测算, 其门店市占率约为 0.5%, 销售规模占比约为 1%, 宝岛眼镜共开设约 1200 家门店, 门店市占率约为 1.2%, 销售规模占比约为 2.3, 行业集中度较低, 未来门店数量的扩张将为市占率的提升奠定基础。

表5: 眼镜零售企业内部业态与门店覆盖率

特点	代表性门店	门店数量	门店市占率 (测算)	销售规模占比 (测算)
传统连锁性品牌	宝岛眼镜	1200 家	1.2%	2.3%
	博士眼镜	513 家, 正开放加盟	0.5%	1%
	大光明眼镜	500+	0.5%	1.0%
	宝视达	800+	0.8%	1.6%
新零售品牌	木九十	800+	0.8%	1.6%
	LOHO	近 1000 家	1.0%	1.9%
	AOJO	500+ (2018 年)	0.5%	1.0%
个体工商户	辐射周边居民, 通常开店时间长, 客群稳定 夫妻老婆店等	-	-	-

资料来源: 公司公告、各公司官网、招商证券

(4) 未来趋势: 龙头企业通过专业性或供应链优势打造核心竞争力, 行业集中度有望提升

未来眼镜零售企业将通过差异化的战略实现高质量的发展, 如提升验光专业性和售后服务质量的宝岛眼镜, 或是利用自身渠道及供应链等优势开放轻加盟模式吸引个体工商户, 提升门店覆盖率, 整合行业资源的博士眼镜, 行业集中度有望提升。

三、公司竞争力：线上引流+门店扩张+优质产品服务的供给，构建 O2O 模式的循环

公司为眼镜零售的龙头企业，将互联网模式融入公司经营理念，通过 O2O 的运营模式以实现线上线下的相互促进、协同发展。公司从引流到获客、转化、提效的流程中发力，入驻本地生活平台汇聚流量，实现高效的引流；通过轻加盟模式扩大门店覆盖率，承接线上流量，强化履约能力；多样化的产品和服务有助于提升消费者满意度，促进会员转化，并根据大数据及用户反馈辅助经营决策，助力经营效率的提升，形成 O2O 模式的闭环，并为提升复购率奠定基础。层层变革，致力于实现提质增效、行业整合的目标。

图 23：O2O 模式的四个环节

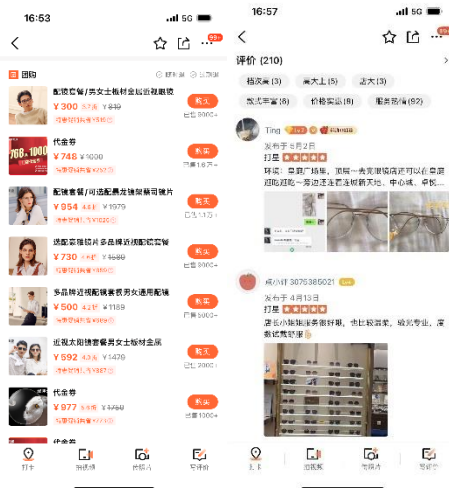


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

1、引流：入驻本地生活平台，汇聚线上流量为门店引流

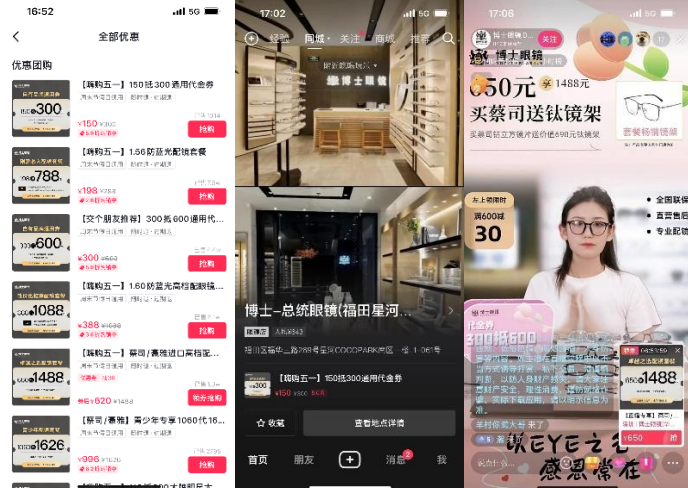
入驻本地生活平台，依据各平台的特点进行团购券的推广，提升品牌声量。2022 年，公司开始布局抖音本地生活业务，并通过同城推送、达人探店及顾客口碑视频、抢占同城搜索入口、直播间直播等方式向潜在客户推送团购券，将线上流量引到线下门店进行消费。公司入驻抖音本地生活改变了人们对于眼镜这类低频消费品的消费习惯，从原本的“有需求再选购商品”变为如今的“通过低价与高频次及精准化的推送促进需求的产生”。此外，公司在大众点评、美团等传统本地生活平台也有多年布局，积累了丰富商家数量与优质用户评价，满足已有配镜需求的消费者“根据其他用户对商家的评价购买团购券”的心智。与其余上线本地生活的眼镜商家相比，博士眼镜具有出货速度快（供应链完善）、价格较低（龙头企业的规模优势）、营销方式全面（探店视频、图文好评与“博镜”直播间结合）、好评较多（提供优质产品及服务）等优势，在各平台上的团购券均有较高销量，投流效果显著，23 年一季度博士眼镜在抖音上即获得超 1 亿次的视频曝光，通过抖音实现到店收入约 4000 万元，会员新增超 50000 人次。

图 24: 大众点评上的用户好评为团购券的售卖增加吸引力



资料来源: 美团、招商证券

图 25: 在抖音则通过同城推送及直播间向用户推送团购券



资料来源: 抖音、招商证券

2、获客: 通过收购实现供应链的延伸, 提升门店覆盖率以承接线上流量

公司通过收购打通上游, 业绩承诺又为门店扩张的进度提供了一定保障, 公司在供应链上中下游中的话语权得到提升。汉高信息为眼镜行业垂直的 ERP, 将眼镜的各种参数编制成一套统一的编码, 推动眼镜行业上下游的数字化; 镜联易购则为企业客户提供全品类一站式线上直采渠道及配送服务。公司于 2023 年 2 月 28 日签署《关于杭州汉高信息科技有限公司之股权转让协议》, 收购汉高信息 68% 的股权; 还签署了《关于杭州镜联易购网络科技有限公司之增资协议》, 增资后合计持有镜联易购 51% 的股权。镜联易购需在业绩承诺期内完成一定的注册门店数及交易额的目标, 为公司门店覆盖率及销售额的提升提供了一定保障。公司的此番收购打通了上游供应商并扩充了下游客户数量, 增强了公司在供应链上中下游中的话语权, 提升了运营效率, 为实现行业整合的目标奠定基础。

表 6: 汉高信息与镜连易购介绍

标的	主营业务	业绩承诺
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 10,000 家眼镜门店。	业绩承诺期内需完成活跃眼镜零售门店在镜联易购平台完成注册和《合作协议书》签署的门店总数家数分别不低于 4,000 家, 7,000 家, 10,000 家; 且 2024 年、2025 年需完成活跃眼镜零售门店在镜联易购平台产生的交易额 (GMV) 分别不低于壹亿伍仟万 (150,000,000.00) 元人民币、叁亿 (300,000,000.00) 元人民币。
镜联易购	以服务终端消费者为目的, 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, 为企业客户提供眼镜零售行业全品类一站式线上直采渠道及灵活的定制、配送服务。	

资料来源: 公司公告、招商证券

公司过去采取传统的加盟模式, 门店扩张步伐较慢; 而目前的轻加盟模式则采取循序渐进的原则, 门店扩张效率大幅提升, 有助于公司承接线上客流。公司原先的重加盟模式前期筹备时间较长, 且需要较多的资金投入, 门店扩张步伐收到阻碍。2016 年至 2022 年, 加盟门店数量仅由 14 家上升至 21 家。目前的轻加盟模式则分为三步: 1) 普通加盟: 加盟具有生存能力的老店, 挂公司的授权灯箱, 公司为其提供抖音运营流量支持及供应链支持, 提升到店率与转化率; 2) 加盟升级: 单店采购额达到一定标准的店铺按直营店的标准进行装修, 助力客单价的提升; 3) 兼并收购: 收购店铺部分股权, 将加盟店转变成直营店, 公司开始介入店铺经营。轻加盟模式降低了前期投入成本, 大幅提升门店扩张效率, 有助于公司承接线上客流, 提高履约、交付能力。

图 26: 公司原本的传统加盟模式



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 27: 公司目前推行的轻量化加盟方式



资料来源: 公开资料、招商证券

3、转化与提效: 提供多样化的产品及专业化的服务, 形成 O2O 模式的闭环

公司多样化的产品及专业化的服务助力消费者满意度的提升, 促进 O2O 模式闭环的形成。到店 O2O 模式中产品及服务的质量为商家的核心竞争力, 公司产品矩阵丰富, 代理逾百个国际眼镜品牌并拥有 16 个镜片、镜架自有品牌, 产品覆盖功能性镜片 (含青少年近视防控型镜片、成人抗疲劳型镜片、渐进镜片)、成镜 (太阳镜、老花镜) 及隐形眼镜等品类, 并配备专业的服务, 为消费者提供从挑选产品、到验光配镜、佩戴调试、售后服务的一站式服务。

1) 儿童功能性镜片: 近视防控产品矩阵丰富, 离焦镜片带来收入增量。在近视低龄化的背景下, 父母对青少年视力保护的重视度持续上升, 公司通过代理国际知名品牌及销售自有品牌切入近视防控赛道, 目前在售的离焦镜片品牌包括豪雅、蔡司、依视路、尼康, 以及自有品牌德纳司。近视防控镜片具有客单价及复购频次较高的特点, 在公司销售额中的占比逐年上升, 22 年离焦镜片销售额占比约为 25%。


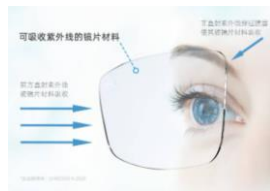
表7: 公司主要的近视防控产品

产品	特点	价位
豪雅新乐学	采用“多区正向光学离焦”(D. I. M. S)技术, 镜片上分布的 396 个微透镜“小点”将近视离焦原理融入镜片的光学设计中, 可以减慢儿童近视加深。	两片 ¥3880-¥3980
蔡司成长乐	中心部位的图像投射在视网膜上, 周边部位投射到视网膜前方 (或之上), 有助于延缓儿童眼轴变长。	根据折射率、阿贝数、镀膜的不同, 价格分布在 ¥1780-¥3880
蔡司小乐园	采用 C. A. R. E 技术 (Cylindrical Annular Refractive Element: 同心环带微柱镜技术), 以同心圆形式分布在镜片上, 为全视野提供动态光信号刺激。	两片 ¥3980
依视路星趣控	H. A. L. T. 高非球微透镜星控技术, 11 圈星环上的 1021 个微透镜, 隐形分布, 可使光线在视网膜前方形成非聚焦的光束带并产生减缓眼轴增长的信号区, 从而达到减缓近视发展的效果。	根据定制片的不同, 价格分布在 ¥3980-4580
德纳司易百分·孔雀版	易百分·孔雀版镜片的 480 个加光微透镜, 实现镜片的周边视觉成像在人眼视网膜上或视网膜前, 延缓眼轴增长; 透镜采用连续点阵设计, 有别于非连续的点状设计, 确保离焦效果。	两片装 ¥2680

资料来源: 官方小程序、招商证券

2) 成人功能性镜片：满足成年人差异化需求，向“一人多镜”的目标进发。公司的成人功能性镜片包括渐进多焦点镜片、防蓝光镜片、抗疲劳型镜片、驾驶型镜片等，在消费升级的背景下，功能性镜片的销售额提升明显，21年“抗疲劳型镜片”销量同比增长超过40%、“成人渐进镜片”销量同比增长超过40%，22年成人渐进镜片的销量同比增长21.81%。

表8: 公司主要的功能性眼镜产品

产品	特点	价位	图例
蔡司防蓝光镜片	拥有蔡司“基材+膜层”UV双重防护效果，能够阻挡波长400nm的紫外线，保护眼睛及眼周肌肤健康。	根据折射率的不同，分布在¥1580-¥4680	
卡達目酷龄渐进镜片	为解决看远看近问题的老视解决方案，与传统渐进镜片相比，酷龄系列能够提供平均3.4倍的超大中央适配区，视野更广阔清晰，且包含3款不同设计，满足消费者的多种视觉场景需求。	根据折射率及镜片类型的不同，分布在¥980-¥1980	

资料来源：官方小程序、招商证券

3) 智能眼镜：坚持“舒适的科技”的理念，赋能智能眼镜的发展。公司与华为、Roki达成深层次合作，为用户提供定制化的线上配镜服务，华为三代智能眼镜、“ROKID AIR”等智能眼镜销售额的稳健增长拓宽了公司的营收来源。此外，公司与雷鸟创新于2022年5月达成战略合作，探索近视镜与光波导AR眼镜的最佳融合方案，并在门店实现智能眼镜产品的展示及体验，在设计及销售两端对智能眼镜进行赋能。

图28: 公司为华为智能眼镜提供线上配镜服务



资料来源：京东、招商证券

图29: 公司为Rokid提供线上配镜服务



资料来源：公司官网、招商证券

4) 视光中心：提高专业化服务水平，打造三位一体眼健康服务模式。公司携手公立医院及社康机构有序推进综合视光服务新模式，合作开设视光中心，开展近视防控、视觉康复训练等业务，逐步完善近视防控和眼健康周边产品矩阵。截至2022年底，公司已建成12家视光中心，产品线已覆盖离焦镜片品牌4个，角膜塑形镜品牌6个，护理液品牌6个，视觉训练产品品牌4个，眼周边健康产品品类11个。目前视光中心检查和服务的重点群体是青少年，离焦镜片的销售额占比较高，部分视光中心门店中离焦镜片的销售额占比已达50%。

图 30：公司开设的部分视光中心



资料来源：公司官网、招商证券

图 31：公司部分合作医院



资料来源：公司官网、招商证券

5) 验光服务：系统化员工培训与先进验光仪器结合，提升验光服务的专业性与准确性。公司在人员及设备方面保持较高的投入，建立了标准化专业人才输出机制，通过开展眼镜验光员、眼镜定配工职业技能等级认定考核，为公司输送持有初级、技师眼镜验光员证书的人才，确保每家门店配备至少两名持证验光师。此外公司还引进了先进的电脑综合验光仪、裂隙灯、电脑全自动镜片加工机、磨边机等，为眼镜的验光准确和佩戴舒适提供保障，有助于提升客户满意度。

在完成 O2O 模式闭环的基础上，公司还通过精益化的会员运营将公域获取的用户引导到私域，实现消费者的留存，为提升复购率奠定基础。从抖音等公域渠道下单的客户在完成产品的购买后，会从普通消费者升级为会员。根据积分的不同，公司将会员划分为银卡、金卡、钻石卡三个等级，不同等级的会员享有差异化的优惠券、会员折扣、年度礼包、专享服务等，阶梯式的会员权益有助于吸引消费者为了更高层次的会员权益而进行复购。精益化的会员运营使公司在完成 O2O 模式闭环的基础上，将公域流量引至私域，实现消费者的留存。

图 32：公司将会员划分成三个等级



资料来源：公司小程序、招商证券

图 33：不同等级的会员能享受到的权益也有差异

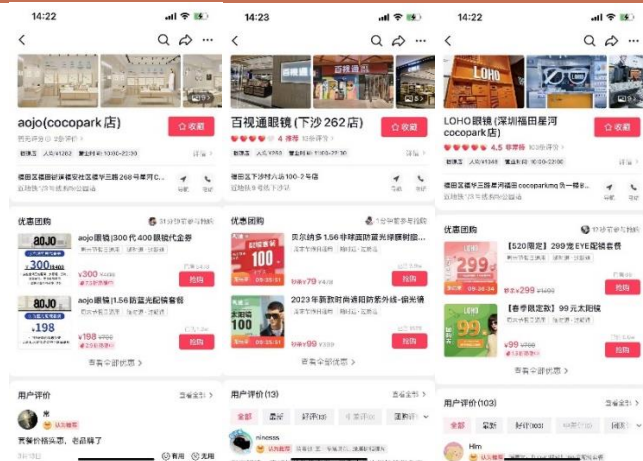


资料来源：公司小程序、招商证券

4、轻加盟模式顺利推进，行业整合趋势确定

轻加盟模式带来公司与加盟商的双赢局面，双方合作意愿强烈。对公司而言，轻加盟模式大幅提升了门店数量，且未来加盟费的收取、平台上商品的差价为公司打开了新的营收来源。对市面上的夫妻老婆店而言，轻加盟模式的吸引力在于：1) 镜联易购平台能提供较低的价格、较快的响应速度及较为丰富的产品；2) 初始成本较低，公司一年内免收加盟费；3) 加盟循序渐进，门店具备一定自主权，可选择是否进入下一阶段；4) 博士眼镜等龙头公司在本地生活的上线带来了流量的分流，眼镜零售行业内部的竞争日渐激烈，夫妻老婆店面临客流流失的风险。

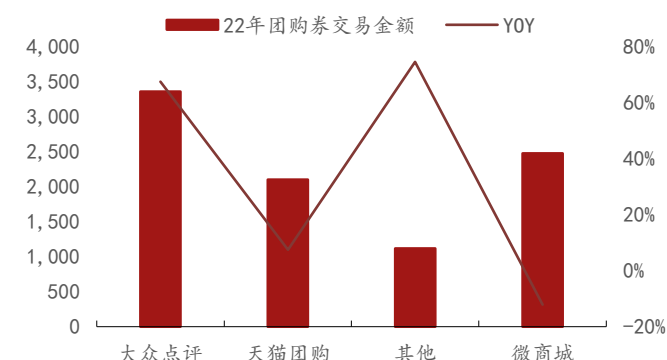
图 34: 各大眼镜零售品牌均入驻抖音本地生活



资料来源: 抖音、招商证券

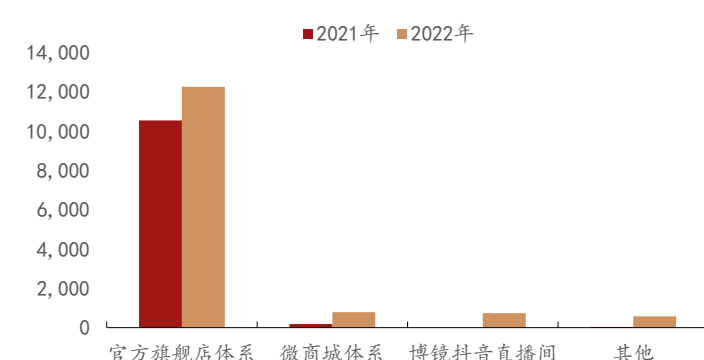
在多渠道引流的背景下，线上 GMV 及团购券销售金额快速提升，公司新战略的吸引力得到彰显，门店扩张有望稳步推进。目前公司正处于轻加盟模式推进的早期阶段，正在通过供应链及抖音流量扶持提升加盟的吸引力。从各本地生活平台的团购券交易金额来看，大众点评仍为消费者购买团购券的主要渠道，占比 37%，包括抖音在内其他本地生活平台的增速显著，同比上升 74%。此外，2022 年公司线上交易总额（GMV）为 1.4 亿元，同比上升 33.6%，其中博镜直播间上线不到一年已贡献了 742 万元的 GMV。公司投流效果显著，新战略的吸引力得到彰显，镜联易购平台的注册用户新增数量正逐步释放。虽然平台注册用户转化为活跃用户及加盟门店用户仍存在一定的不确定性，但我们对公司门店扩张、行业整合的步伐持乐观态度。

图 35: 各本地生活平台的团购券交易金额（万元）



资料来源: 公司年报、招商证券

图 36: 公司各线上平台的 GMV（万元）



资料来源: 公司年报、招商证券

四、盈利预测

公司为我国眼镜零售龙头企业，产品及渠道优势显著，行业整合目标可期。公司产品矩阵丰富，并配备专业的服务，为消费者提供从挑选产品、到验光配镜、佩戴调试、售后服务的一站式服务。此外，公司在原本供应链优势的基础上，从引流、获客、到转化与提效的流程中发力，通过轻加盟模式进行行业整合。目前公司已收购汉高信息与镜联易购，提升供应链效率，且线上平台引流与线下门店扩张相辅相成，投流效果显著，加盟顺利推进，注册门店数稳健增长。公司在疫情期间业绩仍保持增长趋势，后疫情时代逐步深化其 O2O 战略布局，营收更是迅速回补，我们预计公司 23-25 年营业收入为 12.0 / 15.7 / 20.6 元，分别同比增长 25% / 31% / 31%。

表 9: 收入拆分与预测表

营收拆分与预测 (百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	962	1200	1570	2062

敬请阅读末页的重要说明

YoY	35.2%	8.4%	24.7%	30.8%	31.3%
直营					
收入	760	755	887	1059	1262
YoY	37.0%	-0.6%	17.5%	19.3%	19.2%
毛利率	72%	71%	65%	65%	65%
占比	85.6%	78.5%	73.9%	67.4%	61.2%
传统加盟					
收入	32	80	96	110	121
YoY	57.0%	146.9%	20.0%	15.0%	10.0%
毛利率	12%	12%	15%	15%	15%
占比	3.6%	8.3%	8.0%	7.0%	5.9%
新加盟					
收入	-	-	36	152	342
YoY	-	-	-	316.4%	125.2%
毛利率	-	-	13%	13%	13%
占比	-	-	3.0%	9.7%	16.6%
线上					
收入	95	127	181	249	336
YoY	17.8%	33.7%	42.0%	38.0%	35.0%
毛利率	29%	35%	38%	38%	38%
占比	10.7%	13.2%	15.0%	15.9%	16.3%

资料来源：公司年报、招商证券

五、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。**目前眼镜零售行业整体集中度较低，市场竞争较为激烈，眼科医院逐步扩张、中游厂商切入赛道、个体工商户数量较多，若公司不能保持自身产品、渠道的优势，竞争力将被削弱。
- 2、门店扩张进度不及预期风险。**公司目前通过轻加盟模式进行门店扩张，我们预计轻加盟模式在 23-25 年将分别贡献 0.52/1.42/3.16 亿元的收入增量，但轻加盟模式尚处于起步期，若未来门店扩张进度不及预期，或为公司业绩带来不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	543	585	586	760	964
现金	265	226	173	227	255
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	46	49	43	56	74
其它应收款	47	49	61	80	105
存货	133	162	186	237	320
其他	50	99	123	159	211
非流动资产	445	391	382	375	370
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28	29	30	30	30
无形资产商誉	9	8	7	7	6
其他	408	353	345	339	334
资产总计	988	975	968	1135	1334
流动负债	214	197	114	133	163
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	43	44	53	67	91
预收账款	17	12	15	19	25
其他	154	141	46	46	47
长期负债	108	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他	108	86	86	86	86
负债合计	322	283	200	219	249
股本	172	173	173	173	173
资本公积金	208	239	239	239	239
留存收益	278	272	350	501	674
少数股东权益	8	9	6	3	(1)
归属于母公司所有者	658	684	762	913	1086
负债及权益合计	988	975	968	1135	1334

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	214	208	88	89	79
净利润	95	74	127	187	226
折旧摊销	36	38	16	14	13
财务费用	9	9	2	2	2
投资收益	(5)	(7)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	82	94	(41)	(108)	(158)
其它	(2)	0	(1)	8	12
投资活动现金流	(159)	(49)	7	7	7
资本支出	(44)	(26)	(7)	(7)	(7)
其他投资	(116)	(23)	14	14	14
筹资活动现金流	(202)	(203)	(149)	(41)	(59)
借款变动	(253)	(117)	(95)	0	0
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	14	31	0	0	0
股利分配	(60)	(86)	(52)	(39)	(57)
其他	95	(32)	(2)	(2)	(2)
现金净增加额	(147)	(44)	(53)	55	27

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	962	1200	1570	2062
营业成本	311	367	444	565	763
营业税金及附加	3	3	4	5	7
营业费用	377	413	515	674	884
管理费用	79	88	90	102	134
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	8	10	2	2	2
资产减值损失	(1)	(5)	0	0	0
公允价值变动收	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	7	8	8	8	8
投资收益	5	7	7	7	7
营业利润	121	91	160	237	286
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	121	93	162	239	288
所得税	27	19	34	51	62
少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利	95	75	130	191	230

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	35%	8%	25%	31%	31%
营业利润	39%	-25%	76%	48%	21%
归母净利润	37%	-21%	73%	47%	21%
获利能力					
毛利率	64.9%	61.8%	63.0%	64.0%	63.0%
净利率	10.7%	7.8%	10.8%	12.1%	11.2%
ROE	15.0%	11.2%	18.0%	22.8%	23.0%
ROIC	14.1%	10.1%	16.2%	22.1%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	29.0%	20.7%	19.3%	18.7%
净负债比率	10.3%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	3.0	5.1	5.7	5.9
速动比率	1.9	2.2	3.5	3.9	3.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.5	1.7
存货周转率	2.8	2.5	2.6	2.7	2.7
应收账款周转率	21.3	20.3	26.2	31.6	31.6
应付账款周转率	6.6	8.4	9.2	9.4	9.6
每股资料(元)					
EPS	0.55	0.43	0.75	1.10	1.33
每股经营净现	1.24	1.20	0.51	0.51	0.46
每股净资产	3.80	3.95	4.40	5.27	6.27
每股股利	0.50	0.30	0.22	0.33	0.40
估值比率					
PE	45.2	57.1	33.0	22.5	18.6
PB	6.5	6.3	5.6	4.7	3.9
EV/EBITDA	32.2	40.4	24.4	17.1	14.4

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。

团队介绍

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023 年就职于天风证券研究所轻工组，2023 年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

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。