

➤ **博士眼镜是国内眼镜零售行业龙头。**公司成立于1993年，是国内眼镜零售行业首家上市公司，2010年起品牌扩张加速，借助“博士眼镜”、“总统眼镜”、“zele”、“砦”、“ZORRO”、“Boojing”等品牌实现多元化布局。公司业务以光学眼镜及验配服务为主，21年营收占比为69.56%。公司核心管理层从业经验丰富且团队稳定性高，截至23年3月，实控人ALEXANDER LIU先生与LOUISA FAN女士合计持股42.86%，股权结构相对集中。

➤ **持续丰富产品结构，布局抖音本地生活，主业加速发展。**公司门店以直营模式为主，截至22年，公司拥有直营门店492家，加盟店21家，总门店中，优势区域华南与华东区域门店占比~62%。公司渠道合作深化，与多家大型商超及购物中心建立稳固的合作关系，同时携手多家公立医院推进综合视光服务模式，与医疗机构进行视光项目合作。22年5月公司与雷鸟创新达成合作，进军智能眼镜产品，此外，公司还积极布局青少年离焦镜、成人渐进多焦点镜片等产品，持续丰富产品结构，并通过一站式服务机医疗场景下的视光服务，助力客户粘性与客单价双升。22年底，公司开始布局抖音本地生活，享受首轮流量红利时也进一步提升公司的主动获客能力，优化公司线下门店销量增长的辅助效应。

➤ **收购数字化平台，拓展体系加盟，份额提升势在必行。**23年2月，公司公告将收购汉高信息68%的股权，并认购镜联易购新增注册资本，对应51.06%的股权，汉高信息是中国眼镜零售行业数字化整体解决方案提供商，拥有超过千家眼镜行业企业客户，覆盖中国约万家眼镜门店，其ERP系统能解决眼镜行业编码难点，提升门店运营效率；镜联易购是交易及服务平台，通过打通供应链上下游数据通路，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。依托汉高信息数字化平台，公司制定一站式开店方案和极具吸引力的加盟政策吸引夫妻老婆店、非连锁小店主动寻求加盟合作，在国内眼镜零售行业高度分散的背景下，截至22H1，公司市占率约1%（仅次于宝岛眼镜），中长期来看，随着公司放开加盟模式，跑马圈地有望加速，市场份额提升势在必行。

➤ **按照收购协议约定，公司3年将拓展超万家门店，打造新增长极未来可期。**在此次收购事件中，镜联易购向博士眼镜承诺，23-25年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》签署的门店总家数分别不低于4000、7000、10000家；24年、25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分别不低于1.5、3亿元，高开店目标和业绩目标彰显长期发展信心。

➤ **投资建议：**考虑公司是眼镜零售行业龙头，短期受益于消费需求回补，中长期看好抖音渠道本地生活业务和加盟渠道的开展，预计23-25年公司归母净利润分别为1.31/1.95/2.83亿元，同比增速分别为+73.8%/+49.6%/+44.6%，对应PE分别为32X/22X/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**加盟体系拓展不及预期；行业竞争加剧；线上渠道冲击风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	962	1,254	1,649	2,117
增长率(%)	8.4	30.4	31.5	28.4
归属母公司股东净利润(百万元)	75	131	195	283
增长率(%)	-20.7	73.8	49.6	44.6
每股收益(元)	0.43	0.75	1.13	1.63
PE	56	32	22	15
PB	6.2	5.6	5.1	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年5月11日收盘价）

推荐

首次评级
当前价格：
24.27元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

目录

1 博士眼镜：国内眼镜零售行业龙头	3
1.1 公司简介：国内眼镜零售行业龙头，门店品牌差异化定位满足消费者多元需求	3
1.2 股权结构：股权结构集中，核心管理团队经验丰富	4
1.3 业务结构：光学眼镜及验配服务贡献主要营收，盈利能力持续增强	6
2 主业提效：多项业务并举进一步夯实竞争优势，布局抖音渠道带动主业销售	8
2.1 直营业态加速扩张，直营门店数持续增长	8
2.2 乘抖音加码本地生活之风，主业加速发展	10
2.3 疫后大量配镜消费需求回补，拉动行业恢复快速增长	12
2.4 配镜需求向多样化、专业化转变，博士眼镜等大型连锁眼镜零售店优势凸显	14
2.5 多品牌矩阵扩大覆盖面，视光中心等业务布局助力进一步布局视觉健康解决方案	15
3 基于产业互联网平台放开加盟渠道，公司成长曲线从“破界”到“无界”，市占率提升势在必行	19
3.1 收购软件开发企业，推动数字化平台建设	19
3.2 眼镜行业市场格局较为分散，产品编码复杂多样，行业困境待破局	21
3.3 放开加盟渠道，有望进一步打开利润成长空间	22
4 财务分析：营收彰显较高经营韧性，23Q1 归母净利率~12%	23
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测假设与业务拆分	26
5.2 估值分析与投资建议	27
6 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

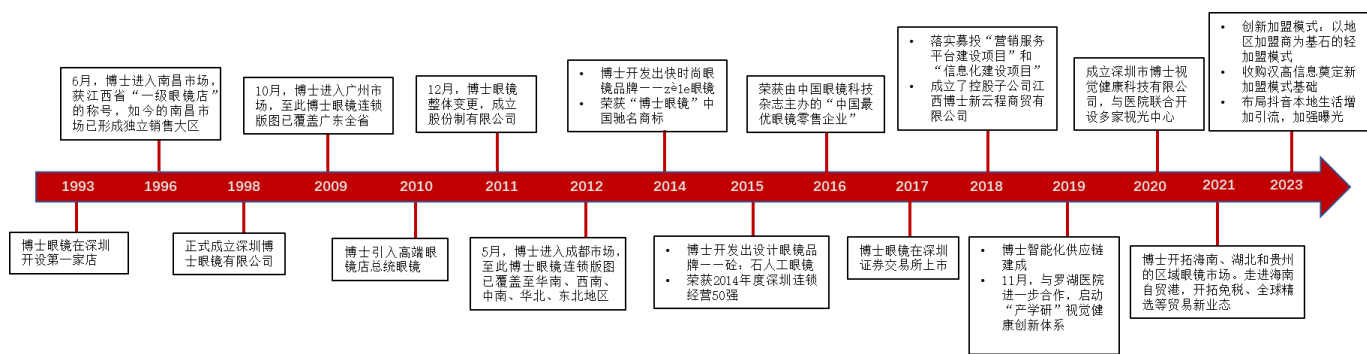
1 博士眼镜：国内眼镜零售行业龙头

1.1 公司简介：国内眼镜零售行业龙头，门店品牌差异化定

位满足消费者多元需求

潜心耕耘二十余载，博士眼镜为国内眼镜零售行业龙头。1993年，博士眼镜成立并在深圳开设第一家店；1996-1998年，公司先后布局江西南昌、广东东莞市场，并以两地为中心向周边地区拓展，至今已形成两大独立销售片区。2010年后，公司布局高端眼镜店“总统眼镜”；2012年起，公司进入成都市场，至此，连锁版图覆盖至华南、西南、中南、华北、东北地区；2014年，公司创立市场眼镜品牌“zèle”，2015年推出“砦”，进一步扩大公司门店品牌版图；2017年3月15日，博士眼镜在深交所创业板上市，成为国内眼镜零售行业首家上市公司；截至23年4月，公司拥有包括“President optical”、“博士眼镜”、“Boojing 博镜”、“zèle”、“砦”、“ZORRO”等六大门店品牌，多元化品牌定位可较好满足消费者的多元化需求。2023年，公司拟收购汉高信息及镜联易购控股权，布局与公司现有业务具有一定协同性和发展潜力的数字化平台项目，赋能公司加盟渠道拓展，提升公司的市场覆盖率。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

旗下门店品牌差异化定位，满足消费者多元需求。公司旗下共有四大主要眼镜门店品牌，分别为博士眼镜、总统眼镜、Zèle 与砦，其中：**1) 博士眼镜**：为眼镜集合店，提供专业验光与配镜服务，所售品牌包含博士眼镜自由品牌和 BURBERRY、BVLGARI、DIOR、EMPORIO ARMANI、GUCCI、PRADA、MIUMIU 等国际一线品牌眼镜；**2) 总统眼镜**：定位高端，合作品牌有 PRADA、TOM FORD、GUCC、诗乐 (Silhouette)、卡地亚 (Cartier)、LINDBERG 等高端品牌；**3) Zèle**：定位快时尚，坚持“佩戴舒适、款式舒服、性价比高”三大核心理念，满足追求快速时尚人群的需求；**4) 砦**：定位时尚潮牌，专注丰富眼镜的时尚感和设计感，满足追求独特、时尚人群的消费需求。此外，公司还布局了“ZORRO”品牌和“Boojing”品牌，分别定位于“复古文化主题”和“新消费零售”，进一步丰富公司旗下眼镜店业态布局，满足更多消费者的多元化多场景需求。

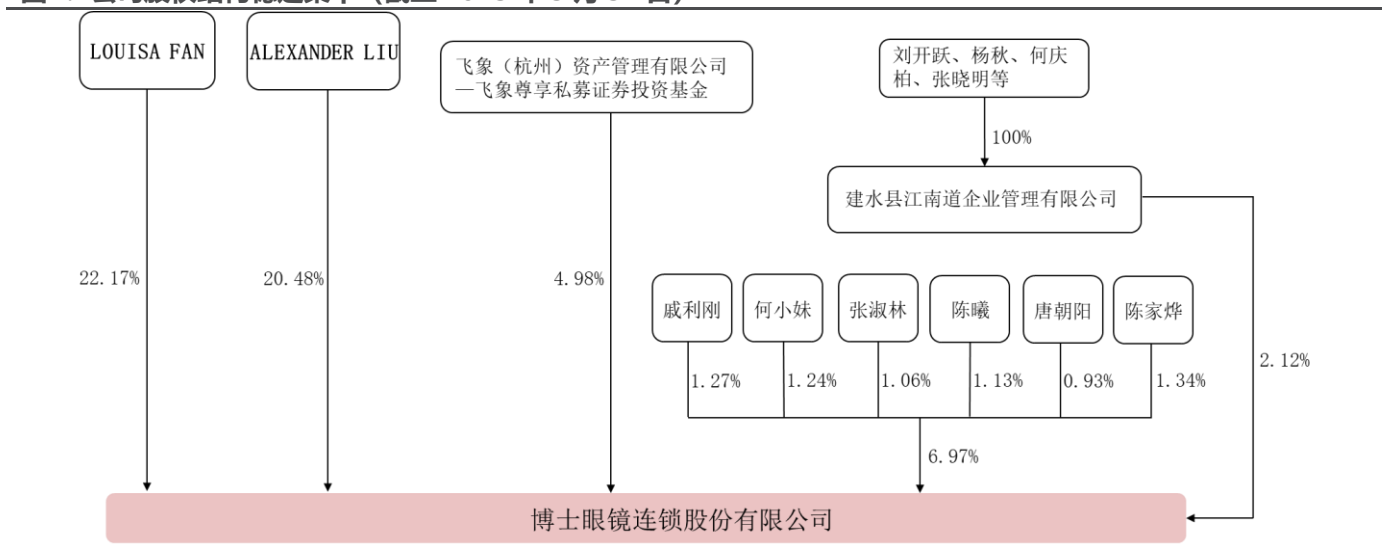
表1：公司旗下品牌及门店情况（门店数量截至 2022 年 12 月 31 日）

品牌	定位	经营模式	门店数量		门店特色	门店图片
			直营	加盟		
总统眼镜 (President optical)	高端定制	直营	74	-	倡导“每位客户都是传奇”的价值理念，并以“见证传奇、服务传奇”为宗旨。	
博士眼镜	专业视光	直营	349	-	眼镜集合店，销售博士眼镜自有品牌产品以及 BURBERRY、BVLGARI、CARTIER、DIOR、GUCCI、PRADA、MIUMIU 等国际一线品牌眼镜。	
Zele	时尚快消	直营+加盟	4	8	以个性前卫的商品、简约时尚的风格、独特鲜明的色彩、开放式的陈列营造充满活力环境和轻松惬意的气氛。	
砣	个性潮牌	直营+加盟 (未来将转为加盟品牌)	7	13	是一家汇集快时尚眼镜、潮牌眼镜的集合店品牌，通过新锐的时尚概念、设计感十足的产品赢得顾客的青睐。	
ZORRO	复古文化	直营	2	-	-	
Boojing	新消费零售	直营	2	-	-	

资料来源：公司公告、博士眼镜官网，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权结构集中，核心管理团队经验丰富

公司实控人夫妇合计持股 42.65%，股权结构相对集中。截至 2023 年 3 月 31 日，LOUISA FAN 女士与 ALEXANDER LIU 先生为公司实控人，系夫妻关系，分别持有公司 22.17%、20.48% 的股份，公司股权结构较为集中。公司管理层刘开跃先生、杨秋女士、何庆柏先生和张晓明先生通过建水县江南道企业管理有限公司合计间接持有公司 2.12% 的股份，整体股权结构相对集中。

图2：公司股权结构稳定集中（截至 2023 年 3 月 31 日）


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

核心管理层均在公司任职超 20 年，从业经验丰富且管理团队稳定。董事长 ALEXANDER LIU 先生与总经理 LOUISA FAN 女士自 1993 年 3 月起便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，眼镜零售行业从业经验丰富，市场理解度和敏锐度较高。副总经理、董秘杨秋女士、副总经理刘开跃、刘之明等管理人员均在公司任职超 20 年，公司核心管理团队经验丰富且稳定，能更好地助力公司战略的落地推行。

表2：公司管理层结构清晰稳定

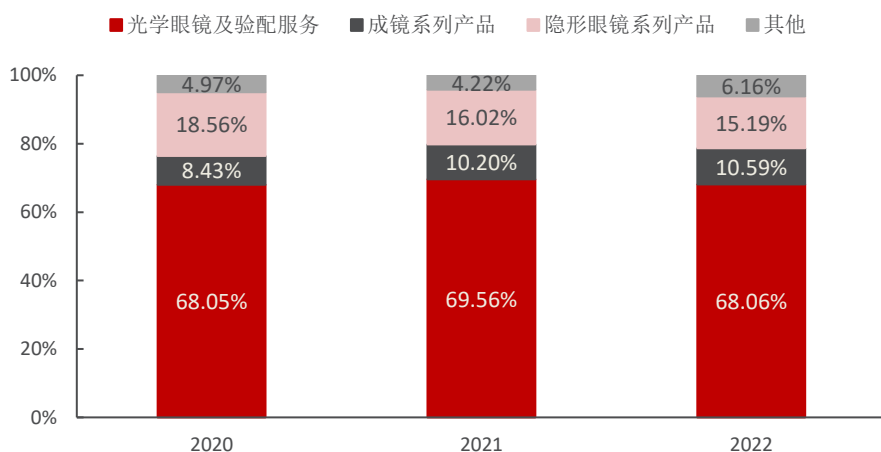
姓名	职位	履历
ALEXANDER LIU	董事长、董事	1962 年出生，澳大利亚国籍，自 1993 年 3 月起，与 LOUISA FAN 女士以个体工商户形式开始经营管理博士眼镜品牌和 President optical 品牌的眼镜连锁零售门店，并于 1997 年 4 月与 LOUISA FAN 女士创立公司，现任博士眼镜连锁股份有限公司董事长。
LOUISA FAN	总经理、董事	1969 年出生，澳大利亚国籍，自 1993 年 3 月起，与 ALEXANDER LIU 先生以个体工商户形式开始经营管理博士眼镜品牌和 President optical 品牌的眼镜连锁零售门店，并于 1997 年 4 月与 ALEXANDER LIU 先生创立公司，现任博士眼镜连锁股份有限公司董事、总经理。
杨秋	副总经理、董事会秘书、董事	1969 年出生，中国国籍，2003 年入职公司，博士眼镜连锁股份有限公司财务部经理、财务总监，现任博士眼镜连锁股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
刘开跃	副总经理、董事	1963 年出生，中国国籍，2001 年入职公司，历任公司人事经理，现任公司董事、副总经理。
刘之明	投资发展部总监、副总经理、董事	1972 年出生，中国国籍，1997 年入职公司，历任公司人力资源部经理、总经办主任、工程部经理，现任公司董事、副总经理、投资发展部总监。
张晓明	财务总监、副总经理	1973 年出生，中国国籍，曾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；2013 年 4 月入职公司，现任博士眼镜连锁股份有限公司副总经理、财务总监。
何庆柏	外区营运事业部总经理、副总经理	1976 年出生，中国国籍，2000 年 2 月入职公司，历任公司南昌区营业部经理、区域营运高级总监、监事会主席，现任公司副总经理、外区营运事业部总经理。
郑庆秋	商品部总监、副总经理	1973 年出生，中国国籍，1997 年 5 月入职公司，历任公司质检部经理、采购部经理、监事；现任公司副总经理、商品部总监。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 业务结构：光学眼镜及验配服务贡献主要营收，盈利能力持续增强

光学眼镜及验配服务贡献主要营收，22 年营收占比为 68.06%。公司业务涵盖光学眼镜及验配服务、成镜系列产品、隐形眼镜系列产品和其他四大板块，其中光学眼镜及验配业务包括镜架和镜片，为公司核心业务，22 年营收占比为 68.06%，yoy-1.5pct；成镜系列产品包含太阳镜和老花镜，22 年营收占比为 10.59%，yoy+0.39pct；隐形眼镜系列产品包含隐形眼镜和隐形护理液，22 年营收占比为 15.19%，yoy-0.83pct。

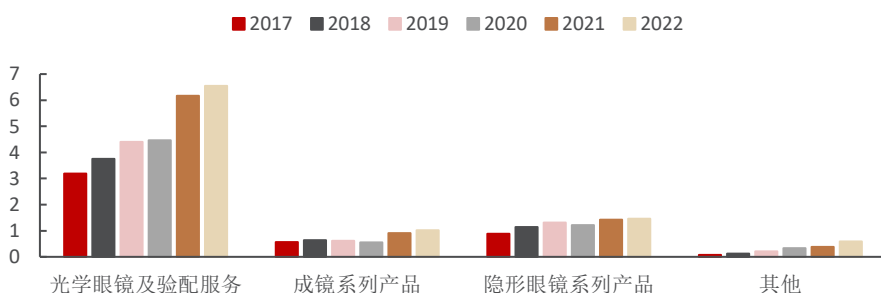
图3：2020-2022 年公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

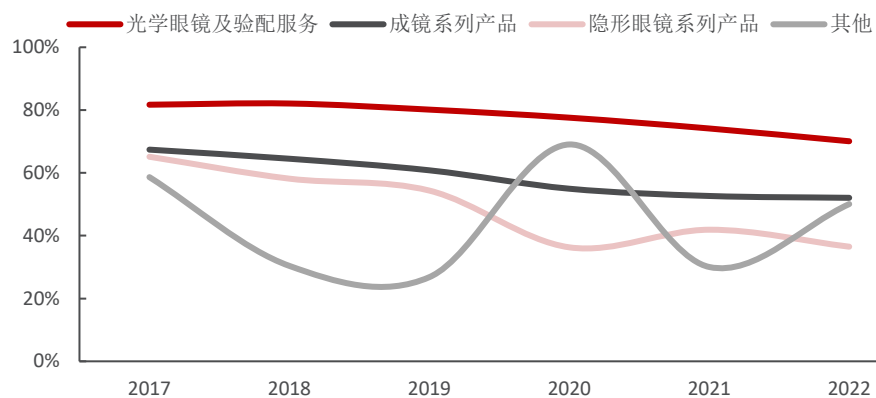
光学眼镜及验配业务增速较快，盈利能力较强。2017-2022 年，公司光学眼镜及验配业务收入从 3.19 亿元增至 6.55 亿元，对应 CAGR 为 15.47%；成镜系列产品/隐形眼镜系列产品/其他业务营业收入 17-22 年 CAGR 分别为 12.49%/10.54%/52.40%，光学眼镜及验配业务和其他业务收入快速增长。毛利率方面，公司光学眼镜及验配业务毛利率水平较高，17-22 年均高于 70%，其中 22 年毛利率为 70.08%；成镜系列产品、隐形眼镜系列产品毛利率相对较低，22 年毛利率分别为 52.07%、36.50%。

图4：2017-2022 年公司各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2017-2022 年公司各业务毛利率



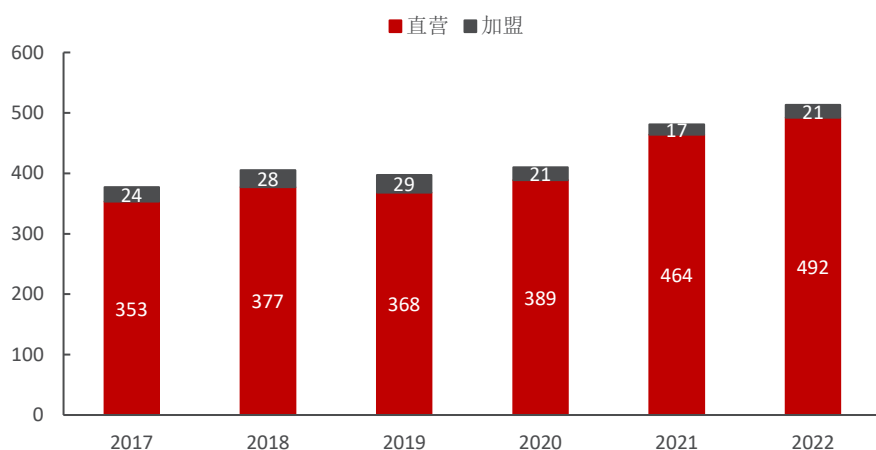
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 主业提效：多项业务并举进一步夯实竞争优势，布局抖音渠道带动主业销售

2.1 直营业态加速扩张，直营门店数持续增长

直营为主，以可复制的发展模式稳健扩张。多年来，公司始终坚定执行“区域优先、稳健扩张”的发展战略，在区域市场谋求进一步发展核心竞争力，以已打造的深圳市场、南昌市场为标杆，在全国范围内进行营销网络布局与商业模式复制。公司以直营店为门店扩张主要方式，所有门店统一管理、采购、配送，并采用同样的门店形象和装修风格，有效发挥门店规模效应，提升市场竞争力。截至 2022 年，公司已有直营门店 492 家，加盟店 21 家，已经成为国内眼镜零售行业规模较大、直营门店数量领先的跨区域经营企业之一。

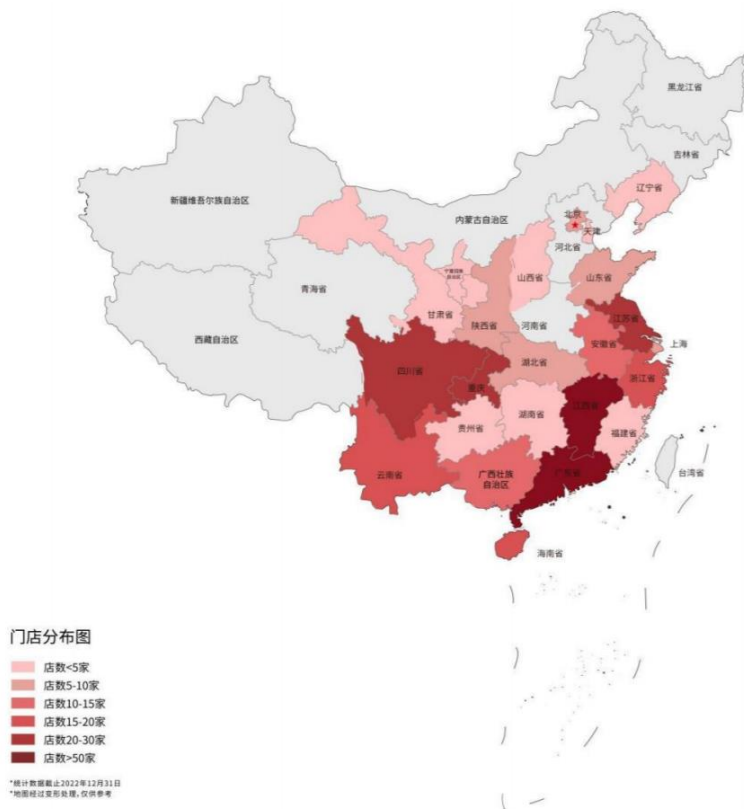
图6：2017-2022 年公司门店数量变化（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

分区域看，门店主要分布在华南、华东、西南地区。截至 2022 年，公司在华南/华东/西南/西北/华北/华中/东北的直营门店数量分别为 206/100/66/7/7/6/5 家，加盟门店数量分别为 5/6/-/2/3/3/-家，经营网点已遍布广东、江西、四川、重庆、江苏、云南、安徽、浙江等 23 个省、自治区、直辖市。

图7：公司门店分布情况（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

重点布局商超及医疗机构，以“自营+联营”的方式构建直营网络。公司通过子公司与出租方签署租赁协议或与联营方签署联营合同两种方式来开设直营门店，门店开设在百货、超市、购物中心、街铺、医疗机构等终端渠道，例如山姆、华润、天虹、奥特莱斯等。截至 2022 年，公司共拥有 492 家直营店，其中 397 家直营店位于商超场所及医疗机构，合计经营面积 2.56 万平方米；95 家直营店位于独立街铺，合计经营面积 0.82 万平方米。

表3：博士眼镜直营渠道经营模式

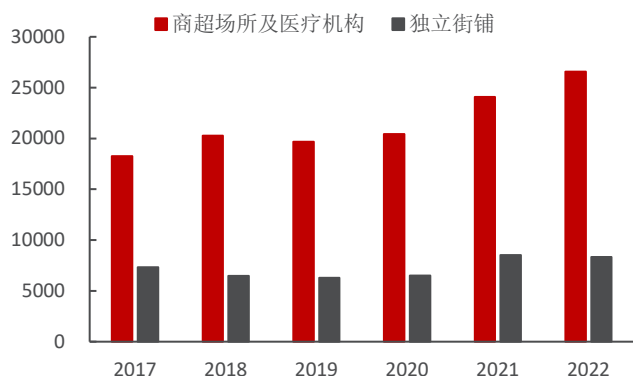
	自营	联营
门店开设方式	子公司与出租方签署租赁协议的形式来开设门店	公司与联营方签署联营合同，联营方提供场地
收款方式	以现金、POS 机刷卡、微信、支付宝、团购券等方式自行收款或由商场作为出租方代为收款	联营方提供收款服务，并按联营合同约定零售额的一定比例扣取应得部分后，将销售款净额汇入公司账户

资料来源：公司公告，民生证券研究院

门店坪效稳步提升，商超场所及医疗机构实现较快增长，独立街铺新开门店短期拖累整体坪效。17-22 年，公司直营门店坪效从 2.12 万元/平米提升至 2.43 万元/平米，主要系 1) 公司优化产品品类结构和渠道，中高端消费客群占比上升，客单量和客单价提升；2) 线上线下融合发展，门店客流量提升。分经营业态看，由于商超及医疗机构客流量多，门店运营能力强，客流转化率高，商超场所及医疗机构坪效提升较快，从 17 年的 2.00 万元/平米提升至 22 年的 2.75 万元/平米；独立街铺坪效从 17 年的 1.66 万元/平米下降至 22 年的 1.49 万元/平米，19 年后独立街铺坪效有所下滑主要系 1) 新开门店尚在爬坡期，短期拖累独立街铺整体坪

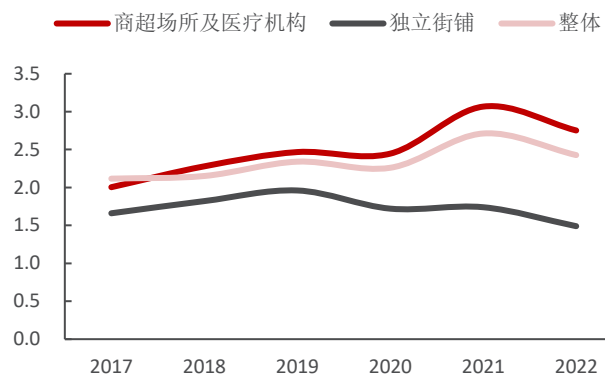
效；2) 疫情影响门店经营。

图8：公司分经营业态门店面积（平方米）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司分经营业态门店坪效（万元/平米，年）

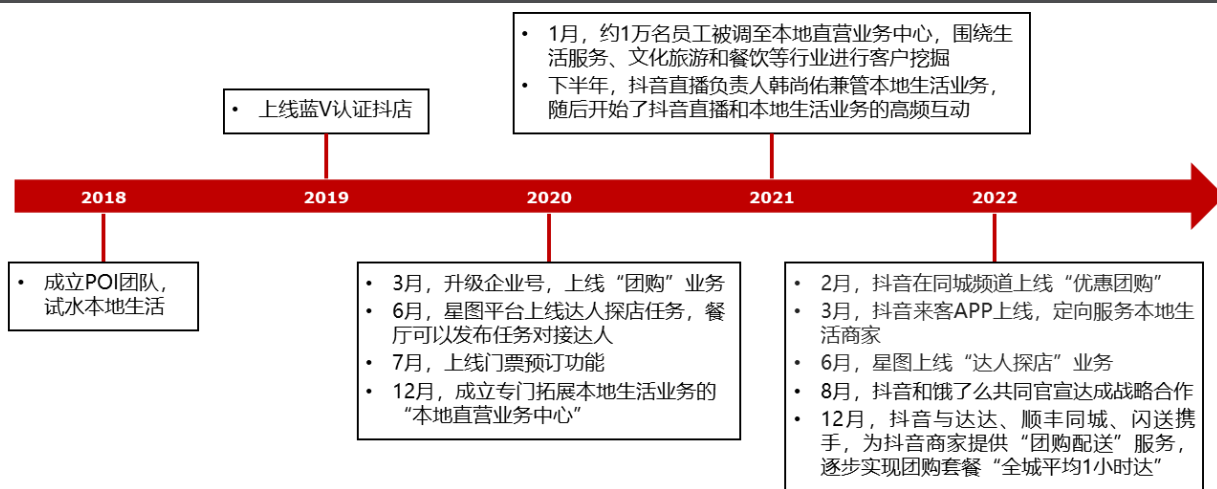


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 乘抖音加码本地生活之风，主业加速发展

抖音加码本地生活服务，2023年GMV目标为1500亿元。2018年起，抖音开始对本地生活进行初步探索，推出POI (Point Of Interest)，为同城商户引流。2019年，抖音开放企业号商家页面，并于2020年疫情来袭、各大商家转向线上渠道时，抓住机会对企业号功能进行持续更新，开通了门票预订、酒店预订等功能。2020年下半年开始，抖音开始加码布局本地生活，本地生活业务逐渐步入快速发展期。根据36氪数据，从2022年10月开始，抖音本地生活服务的单月GMV基本能够超过100亿，2022全年GMV约770亿元，超额完成2022年初制定的500亿元目标，2023年，抖音将持续加码本地生活服务布局，计划实现GMV1500亿元，为2022年实际完成GMV的两倍。

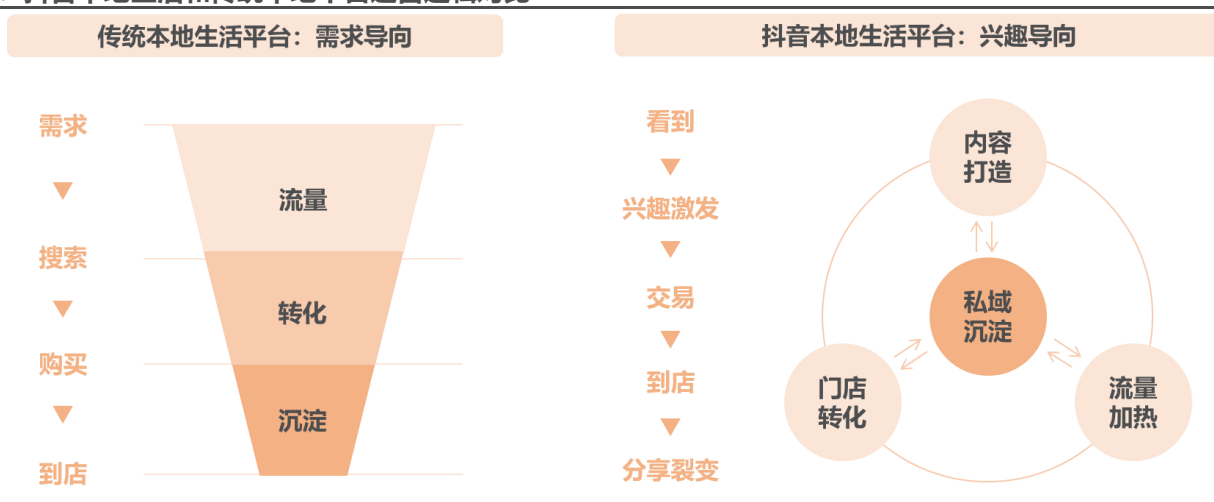
图10：抖音本地生活发展历程



资料来源：36氪、蓝海圈，民生证券研究院

抖音本地生活服务扭转“人找货”逻辑，眼镜业态天然高度适配电商本地生活服务。美团、淘宝等传统本地生活平台通常为明确消费需求带来消费行为，运营逻辑为“产生消费意识-进行门店搜索-货比三家后购买产品-到店消费”，而抖音本地生活以短视频、直播等内容激发消费者需求，运营逻辑为“看到产品-刺激消费需求-下单-到店消费”，产生的更多是随机消费行为。对于眼镜终端零售，传统本地生活平台商家遵循“人找货”模式，即消费者有需求再找产品和门店进行购买行为，单个眼镜店的辐射范围和客流吸引能力较为有限。抖音本地生活平台的出现将流量进行了再分配，入驻抖音本地生活的商家或能在平台的助力下获得更多的曝光度，进而夺得其他门店固有流量，实现门店配镜量和销售额的提升。

图11：抖音本地生活和传统本地平台运营逻辑对比



资料来源：知乎，民生证券研究院

博士眼镜为眼镜行业龙头，抖音积极欢迎入驻合作。在布局新业务时，通过打造头部商家为标杆商家，吸引中小企业入驻，实现平台商家的快速复制、裂变是较为高效的平台拓展策略，因此抖音也选择了该方法开拓本地生活业务，2022年11月1日单日销售额超1000万元的麦当劳抖金店成为本地生活招商案例之一。

飞瓜数据显示，截至23年3月9日，博士眼镜品牌在抖音共进行了7场直播，累计销量为5000-7500件，对应销售额250-500万元，分钟销量产出为1-25件，对应销售额5000-7500元；博士眼镜品牌于22年11月9日-23年5月7日间在抖音进行了144场直播，累计销量为2500-5000件，对应销售额750-1000万元，平均客单价为2074元/人，公司旗下品牌已在抖音直播平台展示出较好的销售表现，积累了一定的客户基础。叠加公司处于眼镜行业龙头地位，品牌影响力较大，在23年抖音本地生活新增眼镜类目时，博士眼镜即成为抖音眼镜品类首批白名单商家，率先入驻抖音本地生活平台。未来随着博士眼镜品牌力提升、抖音本地生活平台快速发展，公司旗下品牌有望通过抖音本地生活平台获得更多的曝光度，进而提升线下门店客流量，实现收入快速增长。

表4：博士眼镜品牌各场次直播销售情况

	日期	直播时长	预估销量 (件)	预估销售额 (万元)	客单价 (元/人)
抖音首播·情人节专场	2月11日-1	5时58分	1000-2500	50-75	314.7
	2月11日-2	5时32分	1000-2500	25-50	328.7
	2月12日	11时58分	1000-2500	75-100	415
	2月13日-1	9时49分	500-750	25-50	377
	2月13日-2	1时53分	100-250	7.5-10	365.7
	2月14日	11时58分	500-750	25-50	403.1
春日元气生活局	3月9日	6时44秒	100-250	5-7.5	483.6

资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图12：博镜品牌直播销售额和销售量 (2022年9月25日-2023年3月23日)


资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

抖音加码本地生活，传统线下非连锁小店的自然流量面临冲击，转型迫在眉睫。

对于传统眼镜行业，门店客流辐射范围多为距离门店半小时路程的区域，区域内客流量有限。在抖音发展本地生活平台之前，眼镜行业稳定的客流量或能满足非连锁夫妻老婆店的日常经营和盈利水平，但流量经抖音平台再次分发后，连锁大店依托平台力量或将获得更多的客流，而非连锁、夫妻老婆店等传统线下零散眼镜店或因缺乏曝光度被夺走存量客户，积极拥抱渠道变化，寻求转变。在这样的背景下，博士眼镜放开加盟渠道，有望吸引众多中小眼镜店前来合作，帮助他们解决缺乏优质供应链、门店运营效率较低、专业验光设施不足、品牌特色不明显等一系列的问题。

2.3 疫后大量配镜消费需求回补，拉动行业恢复快速增长

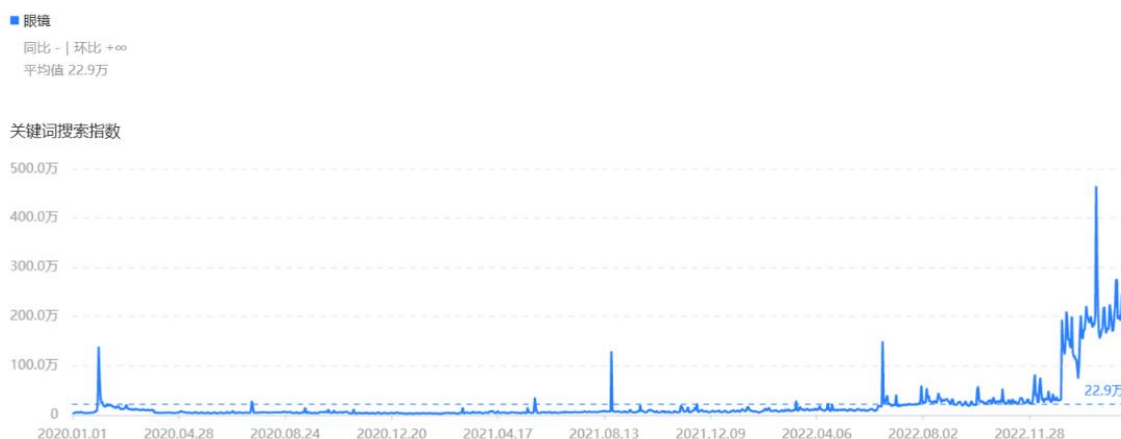
配镜环节线下渠道依赖性强，疫情扰动下消费者大量配镜需求延后。眼镜行业高度依赖线下渠道，配镜中的验光、镜架试戴等环节无法在线上渠道完成，近年来受疫情反复影响，一方面门店无法正常开门运营，另一方面消费者无法正常前往线下门店配镜消费，因此大量刚需配镜需求被延后，同时受出行不便等因素影响，大量墨镜等时尚潮流配镜需求亦被滞后。

图13: 2022年2-5月疫情对中国眼镜店的影响



疫后大量延后需求逐步回补，广东、江苏等地需求较高。2022年年底开始，国内疫情管控逐步有序放开，线下门店恢复正常运营，消费者出行频次提升，由此消费者被滞后的配镜需求有望逐步得到回补，同时旅游、社交等需求的提升或将带动墨镜等潮流风眼镜需求的增加。根据巨量算数数据，2023年1月后，“眼镜”的抖音关键词搜索指数快速增长，抖音渠道消费者对眼镜的关注度和需求提升；同时，对在23年1月1日至23年3月21日间搜索“眼镜”的用户进行分析发现，广东和江苏的抖音用户对眼镜的关注度较高，用户占比分别为10.57%、7.79%。

图14: “眼镜”一词的抖音搜索指数 (2022年1月1日-2023年3月21日)

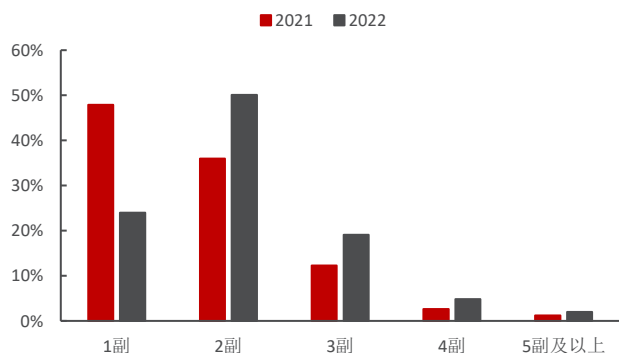


2.4 配镜需求向多样化、专业化转变，博士眼镜等大型连锁

眼镜零售店优势凸显

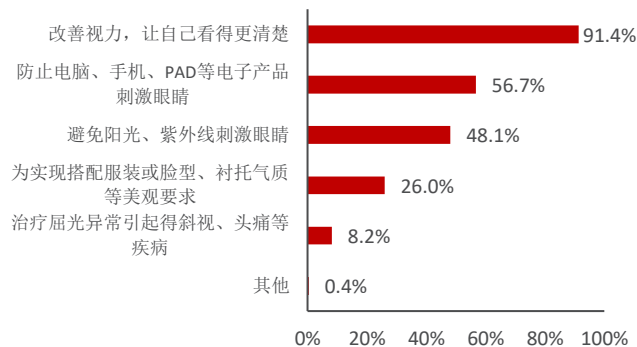
消费者眼镜需求多样化，大型连锁眼镜店具有品类优势。大部分成年人的眼镜度数相对稳定，更换眼镜频次较低。但随着个性化消费理念的逐渐渗透，消费者对视力矫正、延缓近视加深、抵御光损伤、运动防护、时尚美观等功能性眼镜产品的需求增加。艾瑞咨询数据显示，2022年，除改善视力外，防蓝光、防紫外线、时尚美观为消费者对眼镜的三大核心需求，多数消费者已形成“一人多镜”的习惯，单人拥有三幅及以上眼镜的消费者占比显著增加。在消费者需求快速发展的情况下，中小非连锁眼镜店或受限于门店规模和产品获取渠道，无法充分满足消费者需求；而大型连锁眼镜店既可以借助供应链优势实现产品快速上新，同时依托大面积门店展示丰富的产品，快速响应消费者多样化、时尚化的配镜需求，具有较大发展潜力。

图15：消费者拥有眼镜数量分布情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图16：2022年消费者对眼镜的核心需求



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

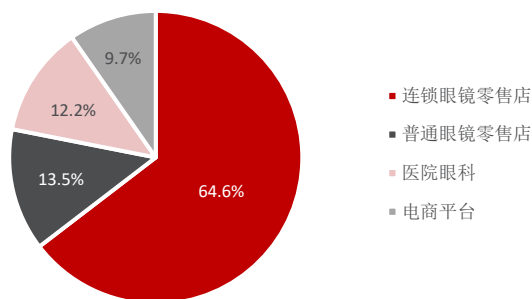
消费者专业配镜服务需求增加，大型眼镜连锁店开设视光中心提升竞争力。根据艾瑞咨询数据，消费者在选择购买眼镜和镜片的线下渠道时，首要考量因素为是否具有专业的验光、配镜服务。博士眼镜、宝岛眼镜等国内大型眼镜连锁店均已开设视光中心，配备专业验光师和检测设备，提供医学验光配镜、双眼视功能检查、斜弱视诊断治疗等专业眼健康服务；而非连锁的中小眼镜店多由于资金、人才等资源短缺，只能提供较为简单的验光和配镜服务，服务质量较低，市场竞争力较弱。

图17：视光中心、眼科诊所服务内容及人员设备需求

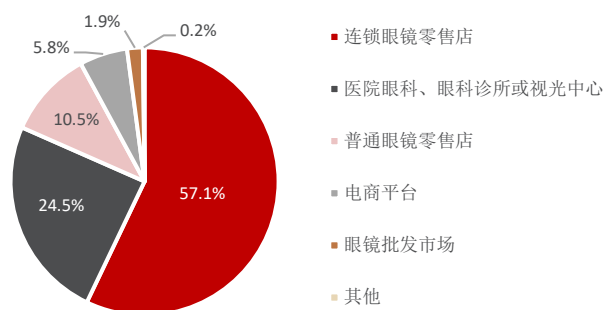
典型服务内容	医学验光配镜	视功能检查及异常处理	
	斜弱视诊断治疗	青少年近视解决方案	
设备需求	验光设备	加工设备	
	斜弱视训练设备	视觉训练设备	
人员配备	视光师	视光师助理	康复师
	理疗师	眼镜定佩师	导诊/导购

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

线上零售渠道兴起抢占线下客流，中小眼镜店受冲击较明显。近年来，眼镜产品线上销售发展迅速，特别是在疫情的催化下，消费者线上购买趋势更加明显。眼镜产品中，隐形眼镜、彩瞳、平光镜等不需要现场验光试戴的产品在线上渠道的销售情况较好，视力矫正类眼镜因需要较高的验配技术，对专业的线下服务有强依赖，主要在线下门店售卖。为应对线上渠道冲击，大型连锁眼镜店已开始布局线上零售平台，同时开设视光中心抢占专业配镜市场；而非连锁的中小眼镜店因缺乏品牌力和专业运作能力，市场份额被逐步瓜分。根据艾瑞咨询数据，选择在普通眼镜零售店购买眼镜的消费者占比已从 2020 年的 13.5% 下滑至 2022 年的 10.5%，普通眼镜零售店亟需转型升级以提升市场竞争力。

图18：2020年消费者购买眼镜的渠道偏好


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图19：2022年消费者购买眼镜的渠道偏好


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.5 多品牌矩阵扩大覆盖面，视光中心等业务布局助力进一步布局视觉健康解决方案

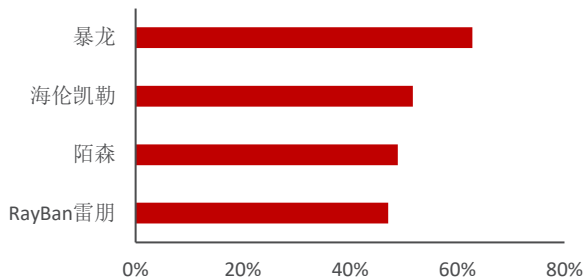
多品牌形成差异化矩阵，目标客群进一步拓宽。不同于 JINS、LOHO 等品牌专注年轻时尚赛道、宝岛眼镜定位专业视光，公司开发了六大眼镜零售品牌，分别为博士眼镜（专业视光）、总统眼镜（高端定制）、Zèle（时尚快消）、砦（个性潮流）、ZORRO（复古文化）、Boojing（新消费零售），六大品牌差异化定位有助于公司产品渗透到不同细分群体，实现收益最大化。

表5：国内主要眼镜零售品牌基本情况对比

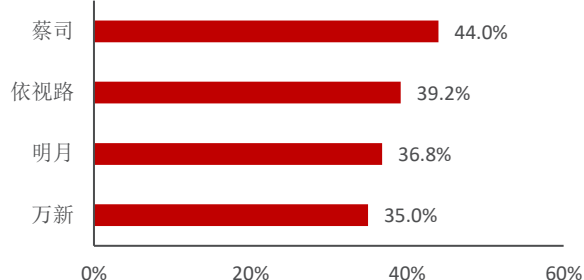
品牌	品牌定位	核心目标客群	产品价格区间（元）	门店模式	
博士眼镜	专业视光	对专业视光及服务要求较高的群体	99-2599	直营	
总统眼镜	高端定制	对生活品质追求较高或有特殊定制需求群体	700+	直营	
博士眼镜	Zèle	时尚快消	80、90 及 00 后年轻时尚群体	398-1098	直营+加盟
博士眼镜	砦	年轻潮流	追求潮流与个性，特立独行潮人群体	468-668	直营+加盟
博士眼镜	ZORRO	复古文化	追求复古潮流文化时尚群体	—	直营
博士眼镜	Boojing	新消费零售	高奢免税	镜架 880+、镜片 500+	直营
宝岛	专业视光	对专业视光及服务要求较高的群体	368-938	直营+加盟	
LOHO	时尚新零售	80、90 及 00 后年轻时尚群体	119-1199	直营+加盟	
JINS	时尚快消	80、90 及 00 后年轻时尚群体	399-969	直营+加盟	

资料来源：各品牌官网、各品牌京东旗舰店、博士眼镜公司公告、博士眼镜微信小程序，民生证券研究院

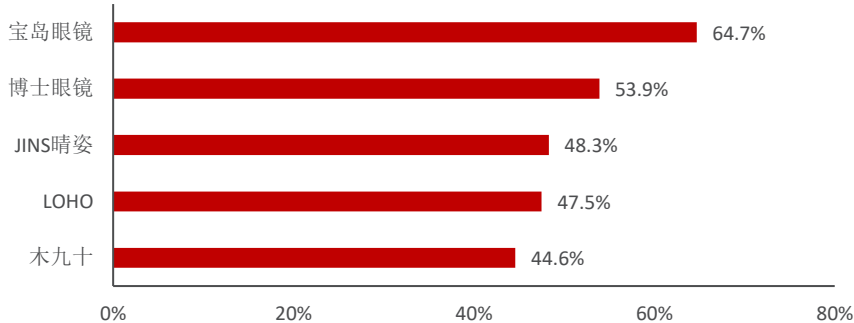
博士眼镜具备较高的消费者认知基础。根据艾瑞咨询《2021年中国眼镜镜片行业白皮书》，在消费者对眼镜店品牌的认知度调查中，博士眼镜位列第二名，仅次于宝岛眼镜，JINS、LOHO 分别位于第三名和第四名，且与消费者对眼镜品牌和镜片品牌的认知度进行比较，可以发现消费者对眼镜店的认知度更高，由此说明头部有知名度的连锁眼镜店在眼镜销售中具备更高话语权，“博士眼镜”品牌形象优质，消费者认知度高，在消费者进行眼镜选购时拥有较强影响力。

图20：消费者对眼镜品牌的认知情况


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图21：消费者对镜片品牌的认知情况


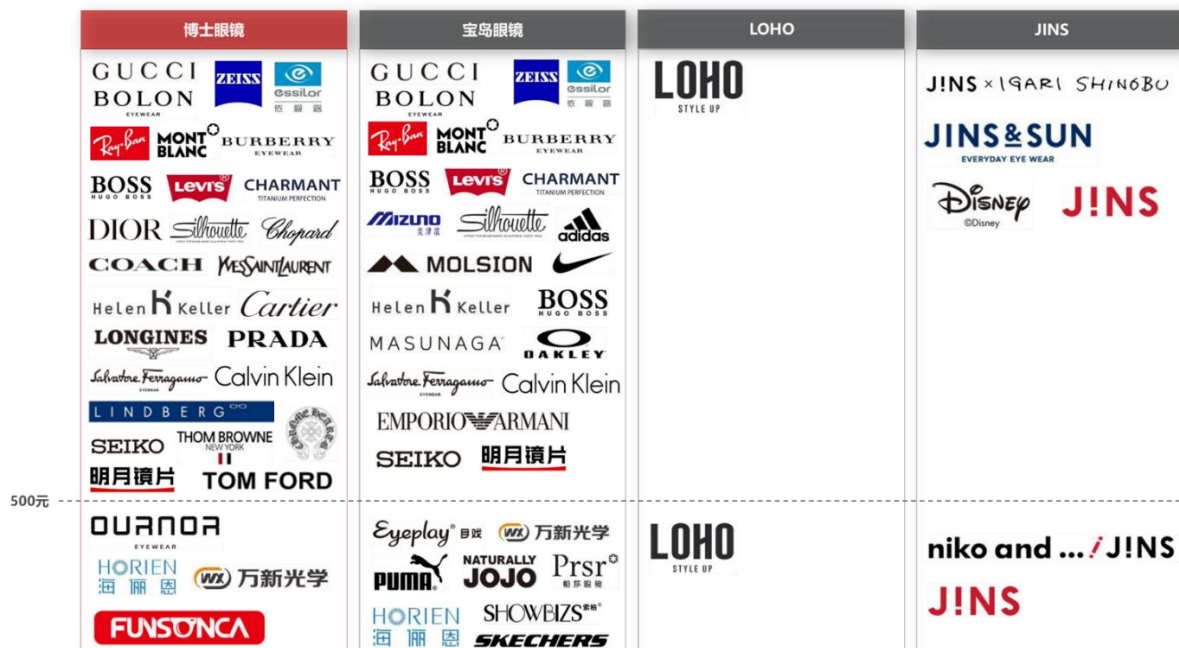
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图22：消费者对眼镜店品牌的认知情况


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

博士眼镜为国内头部零售商，拥有优质供应渠道，在售产品品质高、款式齐全新潮。艾瑞咨询《2022中国眼镜行业白皮书》显示，对于镜架市场，处于高端价格带的品牌多为陆逊梯卡（后与依视路合并，旗下为 Ray-Ban、Armani、Prada、COACH 等）、霞飞诺（旗下包括 Kate Spade、Moschino 等）、开云集团（旗下包括 GUCCI、Saint Laurent、Balenciaga 等）等国际品牌，普遍价位在 1000 元以上；国内品牌中，价位相对较高的暴龙、陌森、海伦凯勒、帕莎等品牌主要定位中高端线，普遍价位在 500 元左右，国内高端眼镜市场被国际品牌供应商所掌握。因此，与国际供货商达成良好的合作有助于获得优质品牌产品，抢占高端市场。博士眼镜与陆逊梯卡、霞飞诺、尼康等国内外知名眼镜及镜片供应商已建立长期稳定的业务合作关系，具备优先获取优质产品、独家发售产品的能力，例如 22 年独家发售尼康傲系列渐进镜片、22 年 9 月限定发售 GUCCI 全新迷链眼镜系列、22 年 11 月独家首发 DAVID BECKHAM 的 2022 秋冬款光学镜架系列、23 年 3 月发售 KENZO 独家专供商品、23 年发售多款与 CHARMANT LineArt、AnnoDomini、BOLON 等品牌合作的 30 周年联名产品。

图23：博士眼镜、宝岛眼镜、LOHO、JINS 所售品牌一览



资料来源：各品牌京东自营官方旗舰店、博士眼镜官网，民生证券研究院

与医疗机构合作开设视光中心，提供专业视光服务。2019年，为满足消费者对更加专业、全面的检查和验配服务的需求，公司与深圳大学总医院、深圳市龙华区人民医院等公立医院及医疗机构进行视光项目合作，开展验光配镜、近视防控以及近视和斜弱视康复训练等业务。截至2022年12月31日，公司已开设12家视光中心，专业视光品牌建设逐步推进。

此外，公司还于20年设立子公司深圳市博士视觉健康科技有限公司，深入布局视觉健康业务。公司同多家公立医院眼科及社康中心合作，充分利用物联网、互联网、大数据、人工智能等最新技术，为政府、医院、科室、学校、个人等提供针对性的视觉健康服务体系，服务内容包含眼健康档案、干眼、脑视觉训练、验光配镜、角膜塑形镜、儿童斜弱视、屈光不正等。

图24：深圳市博士视觉健康科技有限公司提供服务一览



资料来源：博士眼镜官网，民生证券研究院

布局离焦镜等功能性镜片业务,充分享受近视防控行业红利。随着国民对视力矫正、近视防控等功能性镜片的需求提升,公司积极调整产品结构,加快布局“近视防控离焦镜片”、“抗疲劳型镜片”、“成人渐进镜片”等功能性镜片产品。由于博士眼镜已与医疗机构达成长期而稳定的合作,能够提供消费者专业的配镜眼光服务,功能性镜片业务得到快速发展,其中,2022年,近视防控离焦镜片销售量同比增长20%,成人渐进镜片销售量同比增长22%。考虑1)现阶段我国近视人群呈现高发化、低龄化发展趋势,或将催生出巨大的近视防控离焦镜片、角膜接触镜、角膜塑形镜(OK镜)需求;2)截至23年4月,公司离焦镜片品牌已布局豪雅、蔡司、依视路、尼康等国内外优质品牌以及自有品牌德纳司,基本实现全价位段覆盖,博士眼镜离焦镜业务有望维持高速增长态势,驱动公司业绩提升。

表6: 博士眼镜功能性镜片销售额增速和销售量增速

		2021年	2022H1	2022年
近视防控离焦镜片	销售量	30%+	23%	19.96%
	销售额	-	40%	-
成人渐进镜片	销售量	40%+	53%	21.81%
	销售额	-	27%	-
抗疲劳型镜片	销售量	40%+	-	-

资料来源:公司公告,民生证券研究院

合作华为、灵伴科技、雷鸟,卡位布局智能眼镜新赛道。在人机交互、虚拟现实等技术的不断进步使具备“语音交互、音乐播放、随身巨幕”等功能的智能眼镜成为新的消费热点的背景下,公司积极开拓智能眼镜新赛道,分别于2019年、2021年、2022年与华为、杭州灵伴科技、雷鸟达成合作,成为其智能眼镜产品在线下眼镜零售渠道的独家合作商,并提供专业配镜服务,有助于提升博士眼镜品牌知名度、扩大消费客群。除此之外,公司还于2022年5月和雷鸟创新成立联合实验室,依托双方既有的研发团队,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,探索近视镜与光波导AR眼镜的最佳融合方案,彰显博士眼镜强大的眼镜自主研发能力。

图25: 华为智能眼镜



资料来源:华为商城,民生证券研究院

图26: 雷鸟创新与博士眼镜联合实验室启动仪式



资料来源:腾讯网,民生证券研究院

3 基于产业互联网平台放开加盟渠道，公司成长曲线从“破界”到“无界”，市占率提升势在必行

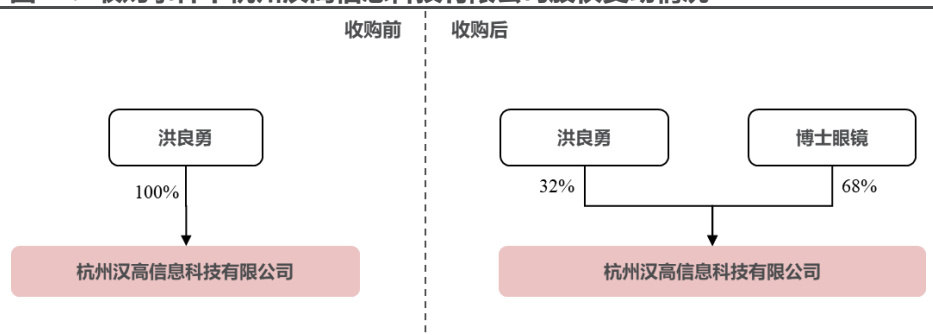
3.1 收购软件开发企业，推动数字化平台建设

收购事件一：收购汉高信息 68%的股权

公司公告显示，公司使用自有资金 0.23 亿元收购由洪良勇先生 100%持有的汉高信息 68%的股权。本次交易完成后，公司将直接持有汉高信息 68%的股权。

汉高信息是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。

图27：收购事件下杭州汉高信息科技有限公司股权变动情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

收购事件二：认购镜联易购新增注册资本，对应 51.06%的股权

公司公告显示，公司与杭州镜联企业管理合伙企业（15 位合伙人）共同对汉高信息持有 74.58%股权的控股子公司杭州镜联易购网络科技有限公司进行增资，增资总额为 0.17 亿元，其中，公司使用自有资金 851.58 万元认购镜联易购的新增注册资本 36.26 万元，对应其增资后 21.29%的股权，增资款中超过其认缴注册资本的部分计入资本公积。本次交易后，公司直接持有镜联易购 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。

镜联易购是一家高新软件企业，从成立之初即本着“扎根于眼镜行业，服务于眼镜行业”的经营宗旨，全心致力于中国眼镜行业的全面信息化建设，立志成为眼镜行业最专业的软件开发商、服务商和系统集成商。截止 2010 年底，镜联易购的用户已经遍布全国除台湾、港澳以外的所有省、市(自治区)，并已拓展到中东和非洲等地区，共计 1000 余家，受到了用户和眼镜业内人士的广泛好评。镜联易购的

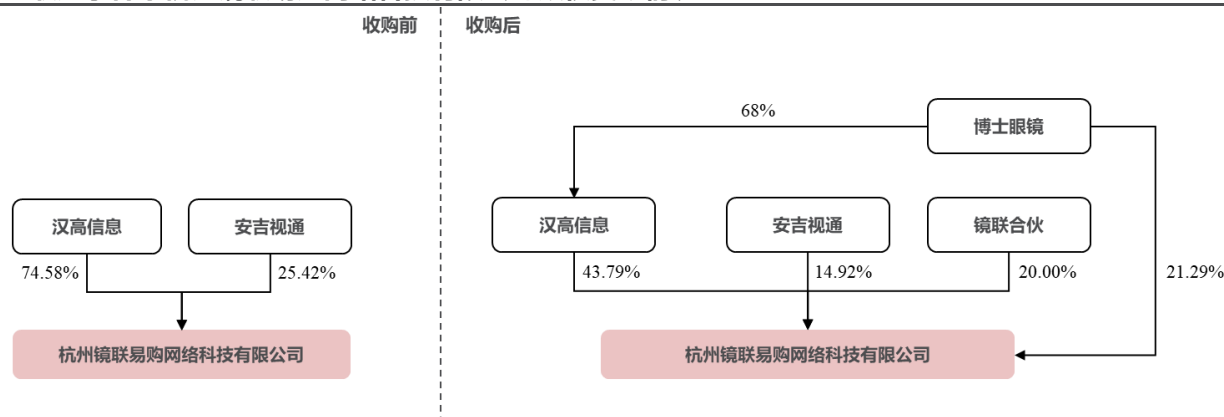
产品和服务目前在中国眼镜行业处于领先地位。在多年的信息化实践中，镜联易购逐渐摸索出了一整套信息化实施经验和规律，并将它们融入信息化建设实践中，取得了巨大的成功，在软件功能设计、售前咨询、全面系统解决方案集成、项目实施培训、售后服务等方面形成了较为完善和规范的体系，具备助力眼镜行业各类企业实施全面信息化建设项目的能力。

表7：杭州镜联企业管理合伙企业（有限合伙）合伙人出资情况

序号	合伙人	认缴出资额(万元)	出资比例 (%)
1	胡济勇	80	9.9988
2	王新锋	80	9.9988
3	林涛	80	9.9988
4	殷志军	80	9.9988
5	林宸极	80	9.9988
6	张君辉	80	9.9988
7	陈义龙	40	4.9994
8	陈玉丰	40	4.9994
9	唐利君	40	4.9994
10	张万鹏	40	4.9994
11	谭伟荣	40	4.9994
12	王建国	40	4.9994
13	付鳍	40	4.9994
14	薛光明	40	4.9994
15	洪良勇	0.1	0.0125

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：收购事件下杭州镜联易购网络科技有限公司股权变动情况



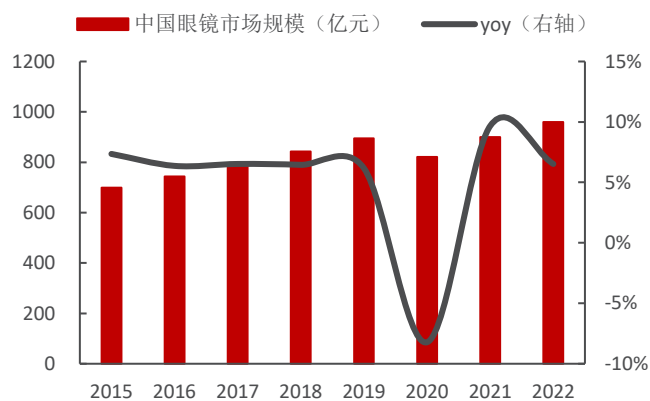
资料来源：公司公告，民生证券研究院

数字化平台赋能供应链管理，门店运营效率大幅提升。汉高信息和镜联易购均为专注于数字化平台建设的企业，其中汉高信息构建了专业的眼镜行业 ERP 管理系统，整合了上下游近 1000 家企业的产品信息，覆盖镜架、镜片、隐形眼镜等品类，零售门店下单产品后无需对订单进行编码即可将订单信息传至上游生产商，上游的定制产品也无需经过编码后再传至门店，产业链运营效率大幅提升。

3.2 眼镜行业市场格局较为分散，产品编码复杂多样，行业困境待破局

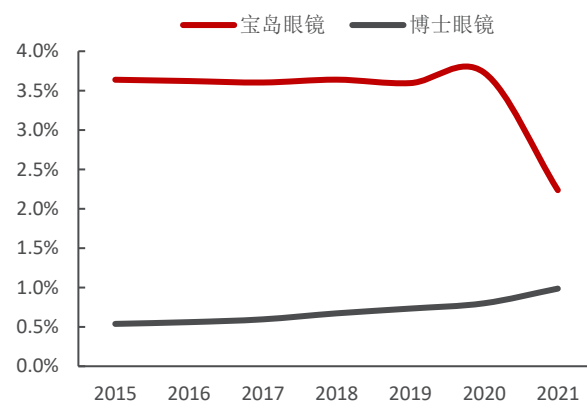
我国眼镜零售市场格局较为分散，龙头零售商持续发力下行业集中度有望提升。根据欧睿市场规模数据、公司营业收入计算得到，2021年，头部零售商宝岛眼镜的市场份额不足3%，博士眼镜的市占率约为1%，国内眼镜零售市场竞争格局较为分散。近年来，随着消费者配镜需求专业化和多样化转变，宝岛眼镜、博士眼镜等大型眼镜连锁零售商开始引进光学设备和眼科专家，提供更高质量的配镜服务；同时丰富上游供应链，充分响应消费者需求，市场竞争力持续提升，行业格局有望优化。

图29：15-22年中国眼镜市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图30：计算所得15-21年宝岛眼镜和博士眼镜市占率



资料来源：欧睿、宝岛眼镜官网、博士眼镜公司公告，民生证券研究院
注：市占率=公司营收/眼镜行业规模

行业缺乏统一的编码体系，产品信息管理效率较低。由于不同品牌、不同品类、不同花色的镜架或镜片的编码均不相同，眼镜行业编码极其丰富，特别是近年来定制镜片需求快速增加，眼镜产品sku进一步增加，零售商编码管理难度大幅提升。同时，为防止串货问题发生，各品牌商会建立自己的编码体系，眼镜编码的可识别性降低。

图31：博士眼镜旗舰店和开云眼镜旗舰店的古驰（GUCCI）迷链系列眼镜框的编号不同



资料来源：博士眼镜京东自营旗舰店、开云眼镜京东自营旗舰店，民生证券研究院

3.3 放开加盟渠道，有望进一步打开利润成长空间

按照收购协议约定，公司 3 年将拓展超万家门店。在 23 年 3 月的股权交割事件中，镜联易购承诺，23-25 年将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》签署的门店总家数分别不低于 4000 家、7000 家、10000 家，且 24 年、25 年将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 1.5 亿元、3 亿元。

公司加盟端采取数字化加盟销售模式，即公司为加盟商提供上市公司品牌背书、门店运营管理方法输出、线上流量扶持、线上加盟采购平台等，加盟商可通过便捷、透明的线上化加盟流程，利用线上加盟采购平台向公司直接采购产品并以零售价向终端消费者销售。22 年公司数字化加盟收入为 316.58 万元，营收占比为 0.33%，考虑加盟渠道 23-25 年较高的门店扩展目标和交易额目标有望逐步达成，公司利润存在较大提升空间。

表8：镜联易购向博士眼镜做出的业绩承诺

目标	对应措施
累计完成的活跃眼镜零售门店数量或交易额不足其所承诺目标累计值的 50%	镜联易购的实控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（前述利息的计算期间从投资方实际支付认购对价之日起计算至标的公司二向投资方支付全部回购价格之日止）回购该投资方所持有的全部股权。
累计完成的活跃眼镜零售门店数量及交易额均大于其所承诺目标累计值的 50%（均大于其所承诺目标累计值的 80% 的情况除外）	博士眼镜或其指定方有权按照镜联易购的认购对价加上该认购对价按 6% 年单利计算的利息（前述利息的计算期间从镜联易购实际支付认购对价之日起计算至业绩承诺期届满止）回购镜联易购所持有的全部股权。
累计完成的活跃眼镜零售门店数量及交易额均大于其所承诺目标累计值的 80%	无需执行补偿措施，且博士眼镜或其指定方有权收购业绩承诺期届满时点上镜联易购其他股东的所持有的全部公司股权。

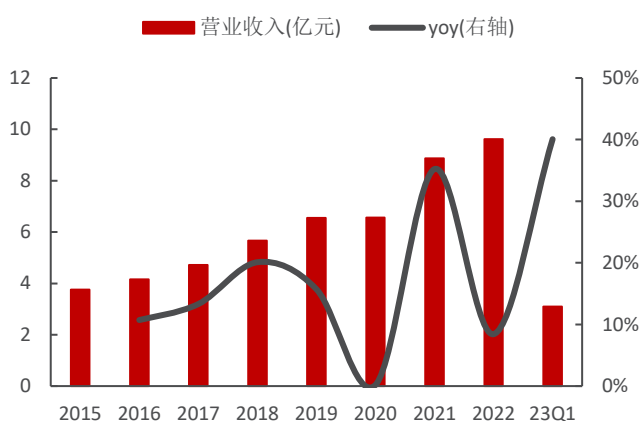
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 财务分析: 营收彰显较高经营韧性, 23Q1 归母净利润~12%

营收整体维持稳健增长态势, 23Q1 业绩表现亮眼, 归母净利润同比增 441%。

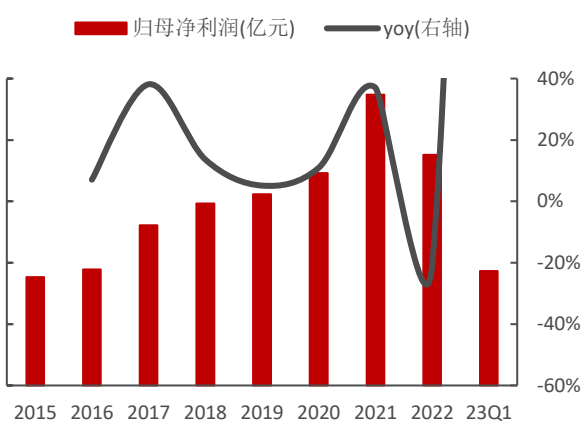
2015-2022 年, 公司营业收入从 3.76 亿元增至 9.62 亿元, 对应 CAGR 为 14.38%; 归母净利润从 0.35 亿元增至 0.75 亿元, 对应 CAGR 为 11.40%。23Q1, 公司业绩实现高速增长, 营收同比增 40.06%至 3.10 亿元, 归母净利润同比增 440.97%至 0.37 亿元, 主因 1) Q1 线下消费强劲复苏, 眼视光板块整体景气度向好; 2) 积极布局抖音本地生活, 到店客流增加。

图32: 2015-2023Q1 收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

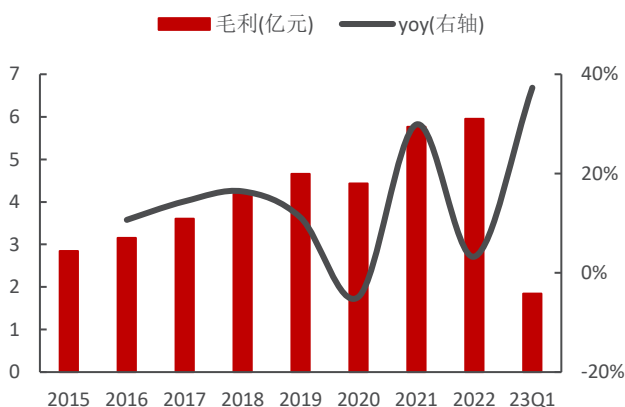
图33: 2015-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

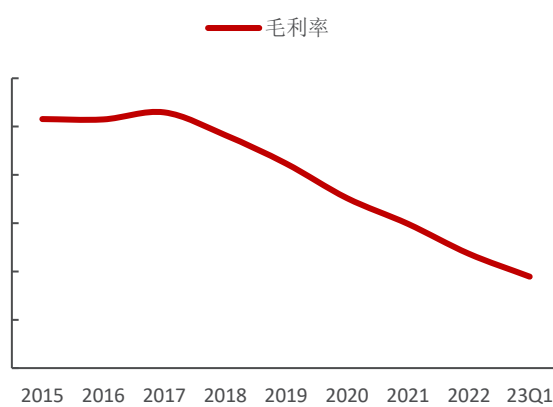
产品结构调整致毛利率下滑, 2022 年毛利率为 61.84%。2015-2017 年, 公司毛利和营收增长较为同步, 毛利率稳定在 76%左右。2017 后, 由于公司对产品品类结构进行调整, 中高端定位但低毛利商品的销售占比提升, 公司毛利率下滑, 从 17 年的 76.47%降至 23Q1 的 59.46%。

图34: 2015-2023Q1 公司毛利 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 2015-2023Q1 公司毛利率 (%)

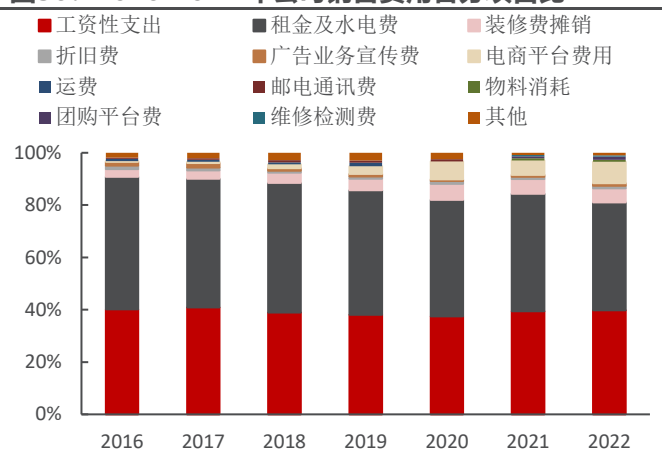


资料来源: wind, 民生证券研究院

销售费用主要为工资支出、租赁费用、装修摊销, 22 年销售费用率为 42.65%。

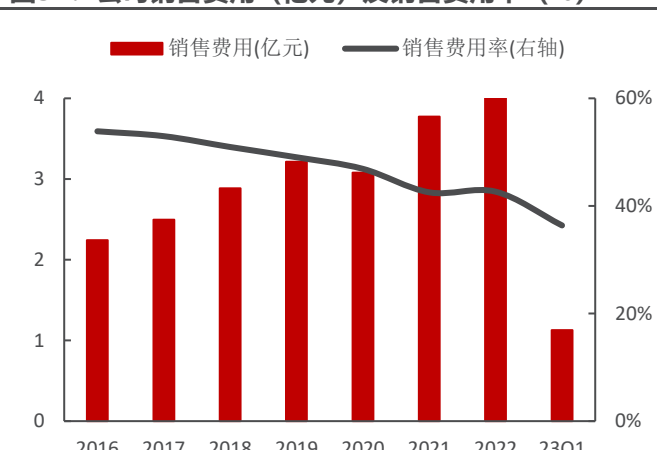
公司销售费用主要由工资性支出、租赁费用、装修费摊销和电商平台费用构成。2016-2022 年, 由于公司注重电商平台宣传, 电商平台费用投入增加, 销售费用从 2.24 亿元增至 4.13 亿元, 对应 CAGR 为 10.72%。费用率方面, 公司销售费用率从 2016 年的 53.88% 降至 2022 年的 42.65%, 费用管控能力优秀。

图36: 2016-2022 年公司销售费用各分项占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%)

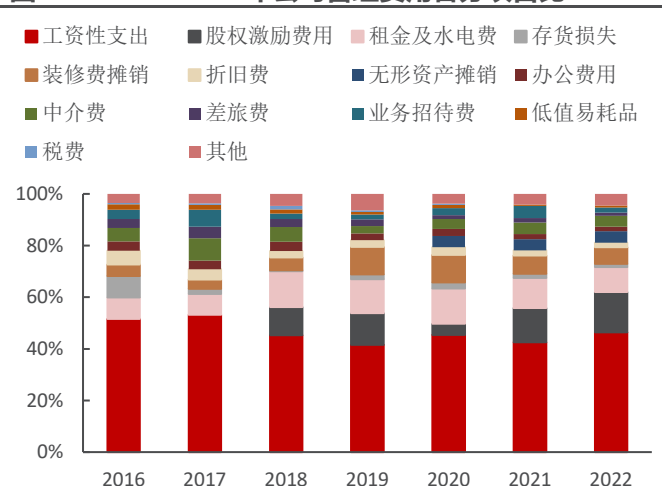


资料来源: wind, 民生证券研究院

管理费用主要为工资支出、股权激励费用和租赁费用, 22 年管理费用率为 9.16%。

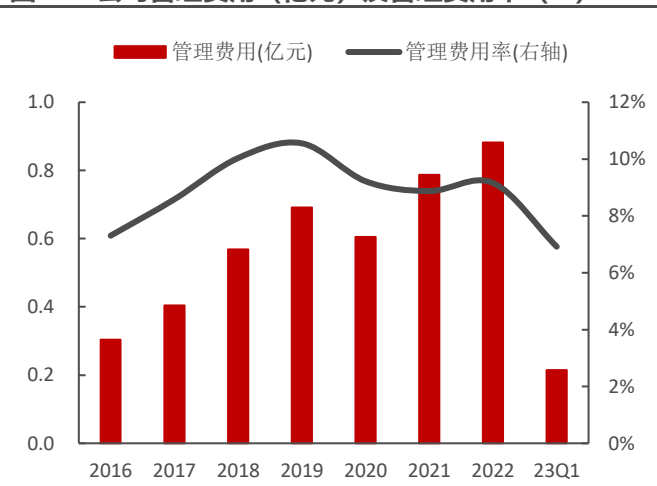
公司管理费用主要由工资性支出、股权激励费用、租赁费用和装修费摊销构成。2016-2022 年, 公司管理费用从 0.30 亿元升至 0.88 亿元, 对应 CAGR 为 19.42%, 管理费用增速较快主因 2018 年后公司开始实施股权激励计划, 股权激励费用增加, 2018-2022 年股权激励费用占管理费用的比例分别为 10.90%/12.27%/4.31%/13.26%/15.59%。费用率方面, 2016-2019 年, 受公司业务规模扩大、新增股权激励费用等因素影响, 公司管理费用率逐年上升; 2020 年后, 公司管理费用变动与营收较为一致, 管理费用率稳定在 9% 的水平, 22 年管理费用率为 9.16%。

图38: 2016-2022 年公司管理费用各分项占比



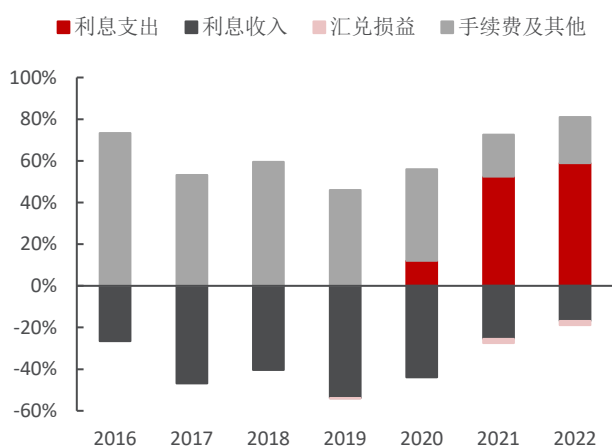
资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%)

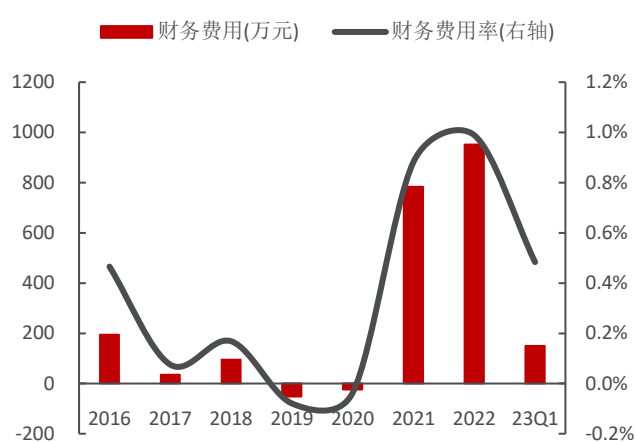


资料来源: wind, 民生证券研究院

受新租赁准则影响，2022 年财务费用率提升至 0.99%。2016-2020 年，公司财务费用主要由利息收入和汇兑损益构成，财务费用分别为 193.68/35.44/95.37/-51.94/-24.28 万元；财务费用率分别为 0.47%/0.08%/0.17%/-0.08%/-0.04%。2021 年后，根据新租赁准则，租赁负债的利息费用计入财务费用，公司财务费用和财务费用率显著提升，21 年/22 年财务费用分别为 782.83/951.78 万元，对应财务费用率分别为 0.88%/0.99%。

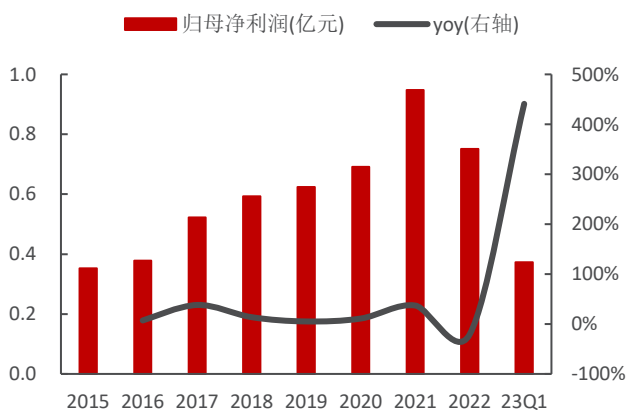
图40：2016-2022 年公司财务费用各分项占比


资料来源：wind，民生证券研究院

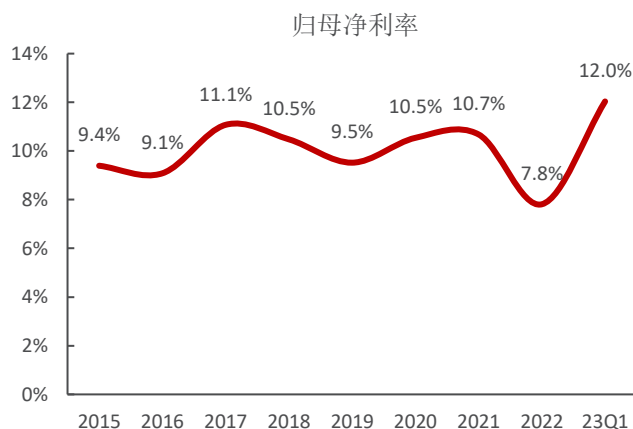
图41：公司财务费用（万元）及财务费用率（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

归母净利润稳定增长，2022 年归母净利率为 12.04%。2015-2021 年，公司归母净利润从 0.35 亿元增至 0.95 亿元，对应 CAGR 为 17.90%；归母净利率从 9.39% 提升至 10.68%。2022 年，受疫情影响，公司门店客流量减少，销售收入有所下滑，同时由于门店经营压力增大，经营费用投入较多，公司净利率同比下滑 2.87pct 至 7.81%。23Q1 公司归母净利润高速增长，同比增 440.97%至 0.37 亿元，对应归母净利率同比增 8.92pct 至 12.04%。

图42：2015-2023Q1 归母净利润（亿元）及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图43：2015-2023Q1 归母净利率（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

➤ 线下渠道

直营零售业务：22 年直营零售业务收入 7.55 亿元，yoy-0.62%。考虑 2022 年线下直营门店销售受疫情影响有所下滑，23 年随着疫后线下门店恢复正常运营，疫情间被滞后的配镜需求逐步回补，直营门店收入有望逐步修复，预计 23-25 年分别实现营业收入为 9.67、12.18、14.86 亿元，分别同比+28.0%、+26.0%、+22.0%；毛利率端，22 年疫情影响下毛利率有所下滑，23 年后随客流恢复、产品结构优化、门店精细化运营，毛利率有望逐步提升，预计 23-25 年直营零售业务毛利率分别为 73.0%、74.5%、75.5%。

数字化加盟业务：指公司为加盟店提供统一供货渠道，向加盟商销售产品，22 年数字化加盟业务收入 0.80 亿元，yoy+146.87%。考虑公司供应渠道优质，在售产品品质高、款式齐全新潮，加盟商采购需求或随下游购镜需求增加而提升，公司数字化加盟业务有望维持高速增长，但由于基数提升，收入增速或将放缓，预计 22-24 年数字化加盟业务实现营收 0.88、0.95、1.01 亿元，分别同比+10.0%、+8.0%、+6.0%；毛利率方面，预计数字化加盟业务整体维持稳定，22-24 年毛利率分别为 12.0%、13.0%、13.5%。

镜联易购平台加盟业务：公司将于 2023 年开始大力发展加盟业务，23-25 年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》签署的门店总家数的最低目标分别为 4000 家、7000 家、10000 家，我们预测 23-25 年公司镜联易购平台加盟业务收入 0.60、1.85、3.70 亿元。毛利率方面，随着镜联易购提供服务的持续升级，预计 23-25 年镜联易购平台加盟业务毛利率持续提升，分别为 35.0%、36.0%、36.5%。

➤ 线上渠道

线上零售业务：由于隐形眼镜、太阳镜等产品对线下渠道以来较低，消费者无需现场验光试戴即可购买，且近年来消费者购物线上化趋势明显，随着公司积极推进抖音等线上渠道布局，加大营销力度，线上零售业务有望实现较快增长，我们预计 22-24 年线上零售业务分别实现营业收入 1.40、1.51、1.60 亿元，分别同比+10.0%、+8.0%、+6.0%；毛利率端，公司加快推进线上线全渠道融合发展，渠道结构逐步优化，我们预计 22-24 年线上零售业务盈利能力将有所提升，对应毛利率为 36.0%、36.5%、37.0%。

表9：博士眼镜分渠道收入预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887.47	962.24	1254.41	1648.98	2116.72
yoy	35.22%	8.42%	30.36%	31.45%	28.37%
整体毛利率	64.93%	61.84%	62.79%	63.16%	62.83%
线下渠道	792.35	755.28	1114.57	1497.95	1956.63
直营零售业务	760.02	755.28	966.76	1218.12	1486.11
yoy	36.96%	-0.62%	28.00%	26.00%	22.00%
毛利率	71.50%	70.84%	73.00%	74.50%	75.50%
数字化加盟业务	32.33	79.83	87.81	94.83	100.52
yoy	56.72%	146.87%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	-	-	12.00%	13.00%	13.50%
镜易购平台加盟业务	-	-	60.00	185.00	370.00
yoy	-	-	-	208.33%	100.00%
毛利率	-	-	35.00%	36.00%	36.50%
线上渠道	95.12	127.13	139.84	151.03	160.09
线上零售业务	95.12	127.13	139.84	151.03	160.09
yoy	17.79%	33.65%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	29.41%	35.04%	36.00%	36.50%	37.00%

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院预测

销售费用率方面，22年疫情影响下，公司门店经营压力增大，叠加营收低增速，销售费用率有所提升，考虑23-24年收入增速较高，我们预计23-24年公司销售费用率将稳中有降，23-25年销售费用率分别为42.0%、41.0%、40.0%；管理费用率方面，考虑公司内部管理架构持续优化，运营效率提升，我们预计23-25年公司管理费用率分别为8.5%、8.0%、7.0%。

表10：博士眼镜各项费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	42.52%	42.90%	42.00%	41.00%	40.00%
管理费用率	8.87%	9.16%	8.50%	8.00%	7.00%

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

可比公司方面，1) 考虑公司开设视光中心，专注于眼视光领域，致力于为国人提供更好的眼健康服务，因此我们选取眼镜行业的镜片生产商明月镜片、眼科医疗机构龙头爱尔眼科作为可比公司；2) 考虑公司收购数字化平台，以互联网大数据为支撑，为加盟商提供网上商品交易和产业信息服务，我们选取主营产业互联网的企业国联股份作为可比公司；3) 选取同为专业连锁零售商的公司孩子王作为可

比公司，计算得可比公司 23-25 年 PE 平均值分别为 42x/31x/24x。

考虑短期消费者需求回补带动公司收入提升；中长期 1) 布局抖音本地生活，门店流量增加，直营主业加速发展；2) 开放加盟渠道，并以数字化平台赋能，贡献业绩新增长点，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 1.31/1.95/2.83 亿元，同比增速分别为+73.8%/+49.6%/+44.6%，对应 PE 分别为 32X/22X/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表11：可比公司 PE 数据

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
301101.SZ	明月镜片	65.27	1.01	1.28	1.64	2.24	55	51	40	29
300015.SZ	爱尔眼科	28.84	0.35	0.50	0.65	0.82	88	58	44	35
301078.SZ	孩子王	11.42	0.11	0.26	0.38	0.47	96	45	30	24
603613.SH	国联股份	52.05	2.26	3.57	5.63	8.27	39	15	9	6
平均值							70	42	31	24
300622.SZ	博士眼镜	24.27	0.43	0.75	1.13	1.63	56	32	22	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：明月镜片、孩子王数据为民生证券研究院预测，其他可比公司数据采用 wind 一致预期，股价采用 2023 年 5 月 11 日收盘价

6 风险提示

1) 加盟体系拓展不及预期风险。镜联易购对公司做出业绩承诺，到 25 年覆盖 1 万家零售门店，24-25 年完成活跃眼镜零售门店在平台产生 GMV 分别不低于 1.5、3 亿元。若公司加盟体系的拓展进度不及预期，公司业绩或受到影响。

2) 行业竞争加剧风险。近年来渠道端竞争加剧，LOHO、木九十等新零售眼镜连锁企业进入眼镜零售市场。若公司在产品创新、门店拓展、品牌影响力等方面的竞争力减弱，公司市场份额将受到影响。

3) 线上渠道冲击风险。目前眼镜行业消费者购买渠道仍以连锁眼睛零售店为主，但隐形眼镜、彩瞳、平光太阳镜等无需消费者现场验光试戴的产品的销售渠道已呈现线上化。若线上渠道渗透率加速提升，公司市场份额将受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	962	1,254	1,649	2,117
营业成本	367	467	607	787
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	413	527	676	847
管理费用	88	107	132	148
研发费用	0	0	0	0
EBIT	94	162	243	347
财务费用	10	5	6	6
资产减值损失	-4	-3	-4	-5
投资收益	7	9	12	15
营业利润	91	163	244	351
营业外收支	2	1	1	1
利润总额	93	163	245	352
所得税	19	35	52	74
净利润	74	129	193	279
归属于母公司净利润	75	131	195	283
EBITDA	268	339	424	530

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	226	137	144	163
应收账款及票据	49	60	76	95
预付款项	38	49	67	90
存货	162	202	251	312
其他流动资产	110	169	191	216
流动资产合计	585	616	728	877
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	29	31	32	32
无形资产	8	9	9	13
非流动资产合计	391	492	494	498
资产合计	975	1,108	1,222	1,375
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	44	64	83	108
其他流动负债	153	176	196	224
流动负债合计	197	240	279	332
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	86	116	116	116
非流动负债合计	86	116	116	116
负债合计	283	356	395	447
股本	173	173	173	173
少数股东权益	9	7	5	1
股东权益合计	692	752	827	927
负债和股东权益合计	975	1,108	1,222	1,375

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.42	30.36	31.45	28.37
EBIT 增长率	-23.68	71.99	49.48	43.06
净利润增长率	-20.70	73.81	49.56	44.63
盈利能力 (%)				
毛利率	61.84	62.79	63.16	62.83
净利润率	7.81	10.41	11.85	13.35
总资产收益率 ROA	7.71	11.79	15.99	20.55
净资产收益率 ROE	10.99	17.53	23.77	30.49
偿债能力				
流动比率	2.97	2.56	2.61	2.64
速动比率	1.65	1.10	1.11	1.13
现金比率	1.15	0.57	0.51	0.49
资产负债率 (%)	29.02	32.12	32.34	32.55
经营效率				
应收账款周转天数	18.46	17.50	17.00	16.50
存货周转天数	160.78	160.00	153.00	147.00
总资产周转率	0.98	1.20	1.42	1.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.75	1.13	1.63
每股净资产	3.95	4.30	4.74	5.35
每股经营现金流	1.20	1.57	1.75	2.17
每股股利	0.30	0.69	1.03	1.48
估值分析				
PE	56	32	22	15
PB	6.2	5.6	5.1	4.5
EV/EBITDA	15.49	12.49	9.99	7.95
股息收益率 (%)	1.24	2.83	4.23	6.11

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	74	129	193	279
折旧和摊销	174	177	181	182
营运资金变动	-47	-37	-71	-83
经营活动现金流	208	273	303	376
资本开支	-26	-58	-46	-50
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-49	-144	-34	-36
股权募资	16	0	0	0
债务募资	0	-5	0	0
筹资活动现金流	-203	-217	-262	-321
现金净流量	-38	-89	7	19

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构稳定集中 (截至 2023 年 3 月 31 日)	5
图 3: 2020-2022 年公司各业务营收占比.....	6
图 4: 2017-2022 年公司各业务营业收入 (亿元)	6
图 5: 2017-2022 年公司各业务毛利率.....	7
图 6: 2017-2022 年公司门店数量变化 (家)	8
图 7: 公司门店分布情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)	9
图 8: 公司分经营业态门店面积 (平方米)	10
图 9: 公司分经营业态门店坪效 (万元/平米, 年)	10
图 10: 抖音本地生活发展历程.....	10
图 11: 抖音本地生活和传统本地平台运营逻辑对比.....	11
图 12: 博镜品牌直播销售额和销售量 (2022 年 9 月 25 日-2023 年 3 月 23 日)	12
图 13: 2022 年 2-5 月疫情对中国眼镜店的影响.....	13
图 14: “眼镜”一词的抖音搜索指数 (2022 年 1 月 1 日-2023 年 3 月 21 日)	13
图 15: 消费者拥有眼镜数量分布情况.....	14
图 16: 2022 年消费者对眼镜的核心需求.....	14
图 17: 视光中心、眼科诊所服务内容及相关人员设备需求.....	14
图 18: 2020 年消费者购买眼镜的渠道偏好.....	15
图 19: 2022 年消费者购买眼镜的渠道偏好.....	15
图 20: 消费者对眼镜品牌的认知情况.....	16
图 21: 消费者对镜片品牌的认知情况.....	16
图 22: 消费者对眼镜店品牌的认知情况.....	16
图 23: 博士眼镜、宝岛眼镜、LOHO、JINS 所售品牌一览.....	17
图 24: 深圳市博士视觉健康科技有限公司提供服务一览.....	17
图 25: 华为智能眼镜.....	18
图 26: 雷鸟创新与博士眼镜联合实验室启动仪式.....	18
图 27: 收购事件下杭州汉高信息科技有限公司股权变动情况.....	19
图 28: 收购事件下杭州镜联易购网络科技有限公司股权变动情况.....	20
图 29: 15-22 年中国眼镜市场规模 (亿元) 及增速.....	21
图 30: 计算所得 15-21 年宝岛眼镜和博士眼镜市占率.....	21
图 31: 博士眼镜旗舰店和开云眼镜旗舰店的古驰 (GUCCI) 迷链系列眼镜框的编号不同.....	21
图 32: 2015-2023Q1 收入 (亿元) 及增速.....	23
图 33: 2015-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速.....	23
图 34: 2015-2023Q1 公司毛利 (亿元) 及增速.....	23
图 35: 2015-2023Q1 公司毛利率 (%)	23
图 36: 2016-2022 年公司销售费用各分项占比.....	24
图 37: 公司销售费用 (亿元) 及销售费用率 (%)	24
图 38: 2016-2022 年公司管理费用各分项占比.....	24
图 39: 公司管理费用 (亿元) 及管理费用率 (%)	24
图 40: 2016-2022 年公司财务费用各分项占比.....	25
图 41: 公司财务费用 (万元) 及财务费用率 (%)	25
图 42: 2015-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及增速.....	25
图 43: 2015-2023Q1 归母净利润率 (%)	25

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司旗下品牌及门店情况 (门店数量截至 2022 年 12 月 31 日)	4
表 2: 公司管理层结构清晰稳定.....	5
表 3: 博士眼镜直营渠道经营模式.....	9

表 4: 博士眼镜品牌各场次直播销售情况	12
表 5: 国内主要眼镜零售商品品牌基本情况对比	15
表 6: 博士眼镜功能性镜片销售额增速和销售量增速	18
表 7: 杭州镜联企业管理合伙企业 (有限合伙) 合伙人出资情况	20
表 8: 镜联易购向博士眼镜做出的业绩承诺	22
表 9: 博士眼镜分渠道收入预测	27
表 10: 博士眼镜各项费用率预测	27
表 11: 可比公司 PE 数据	28
公司财务报表数据预测汇总	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026