

博士眼镜(300622)

报告日期: 2023年04月11日

视力保护专家, 革新开启跑马圈地

——博士眼镜首次覆盖报告

投资要点

□ 公司是眼镜零售连锁龙头, 定位视力保护专家

公司成立于1993年, 定位“视力保护专家”, 是国内眼镜零售行业首家上市公司, 目前公司扎根华南区域, 业务辐射全国。2021年公司收入/净利分别实现8.87/0.95亿元(17-21年CAGR分别为17%/16%), 毛利率/净利率分别为65%/11%。2021年底公司共有481家门店。

□ 眼镜兼具“功能+潮流”属性, 行业扩容无忧

我国青少年近视发病形势严峻, 根据国家卫健委数据, 2020年近视率达53%, 视光配镜服务与近视防控产品需求持续释放; 同时功能性镜片从青少年逐步渗透至全年龄, 成人功能性镜片需求提升, 叠加眼镜配饰化消费“一人多镜”渐成趋势。根据Euromonitor数据, 2008-2022年中国眼镜零售市场规模CAGR为9%, 2022-2027年有望从959亿元增至1256亿元。

□ 国内眼镜行业格局高度分散, 行业整合空间巨大

过去眼镜行业进入门槛低、毛利高, 夫妻老婆店生存空间大, 使得国内眼镜零售行业高度分散。中国头部连锁企业门店数不及2000家, 对标美国CR10 40%, 行业整合空间巨大。在流量渠道多元化, 头部零售企业布局全产业链赋能加盟商的背景下, 夫妻老婆店面临着“买卖”和“管理”的痛点, 眼镜行业未来势必面临整合。

□ 公司: “专业”赛道领头羊, 整合资源对外输出, 开启跑马圈地

1) 品牌端: 专业口碑积累深厚, 跨界合作强化品牌背书

公司专注专业验光配镜三十年, 搭建“专业+时尚”多元化品牌矩阵, 满足不同消费群体的需求, 同时关注线上线下互动, 积极拥抱新流量渠道, 并开展品牌营销活动, 品牌口碑积累深厚。

2) 产品端: 卡位“专业+潮流”赛道, “代理大牌+自有品牌”满足多样需求

拥有稀缺的一线品牌代理销售资源, 基本覆盖所有奢侈品牌的眼镜品类, 并丰富中低端自有品牌产品提升品牌效益, 为消费者提供多元化的购买选择。高客单离焦镜片等功能性眼镜产品表现亮眼, 2019-2021年离焦镜片在镜片收入中的占比从3%快速提升至12%。

3) 渠道端: 直营为主, 链路高效, 渠道合作壁垒深厚

公司主要通过直营扩张深耕华南等地, 2021年共拥有464家直营店(占比96%), 全流程管理保障门店运营和产品传递链路高效, 赢得大型商超与院端合作机会, 与深圳9家眼科医院合作视光中心, 成为山姆、离岛免税等渠道合作伙伴, 进一步强化品牌专业背书。

4) 未来看点: 专业做深, 瞄准“眼视光”; 对外输出, 开启跑马圈地

与深圳9家医院合作打造视光中心, 拉伸专业高度; 深化商超渠道合作, 单店营收与店均坪效持续提升; 发力“眼镜数字化+供应链管理”, 收购眼镜数字化鼻祖汉高信息, 以及整合头部经销产业资源的镜联易购的控股权, 能力输出赋能单体眼镜店, 开启跑马圈地, 有望率先实现整合。

□ 盈利预测与估值

疫情后线下客流恢复, 公司渠道端商超医院深化布局, 产品端功能性镜片渗透持续提升, 量价齐升有望强化门店创收能力。布局数字化平台助力加盟业务加速发展, 有望开辟第二增长曲线并实现市场占有率的提升, 业绩具备较大增长空间。预计22-24年营收8.54/12.28/16.35亿元, 同增-4%/44%/33%, 归母净利润0.71/1.25/1.77亿, 同增-25%/77%/42%, 对应PE为53/30/21X, 给予“买入”评级。

□ 风险提示: 消费疲软; 竞争加剧; 门店扩张不及预期; 新业务发展不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

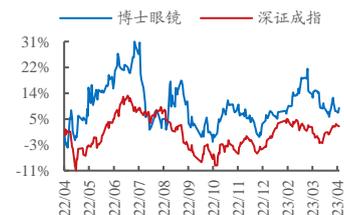
分析师: 刘雪瑞

执业证书号: S1230522090001
liuxuerui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥21.69
总市值(百万元)	3,755.96
总股本(百万股)	173.17

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	887	854	1,228	1,635
(+/-) (%)	35.22%	-3.77%	43.82%	33.09%
归母净利润	95	71	125	177
(+/-) (%)	37.02%	-25.42%	77.10%	41.76%
每股收益(元)	0.55	0.41	0.73	1.03
P/E	39.42	52.86	29.85	21.05

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 博士眼镜：眼镜零售连锁龙头，定位视力保护专家	6
1.1 历史沿革：深耕行业打造专业眼镜零售品牌	6
1.2 股权结构：新股东加入有望注入新活力	7
1.3 管理团队：管理团队专业稳定，激励充分	7
1.4 财务状况：业绩稳健，光学眼镜提供增长主动力	8
2 行业：眼镜专业化与配饰化需求驱动千亿行业持续增长	10
2.1 中国近视问题突出推动青少年配镜市场稳定增长	10
2.1.1 升级发展视光中心，专业配镜需求打开空间	11
2.1.2 离焦镜片门店可售，超级单品驱动行业扩容	13
2.2 “保健”与“时尚”并重，成人眼镜市场扩容	13
2.2.1 眼保健意识强化，功能性镜片催化客单价提升	13
2.2.2 消费升级，打开眼镜“潮流时尚”新赛道	14
2.3 竞争格局高度分散，流量分配重构驱动行业整合	15
3 公司：“专业”领头羊，整合资源对外输出，开启跑马圈地	16
3.1 品牌端：专业化品牌定位构筑竞争优势	17
3.2 产品端：创新升级产品矩阵，满足多样化需求	18
3.2.1 丰富的奢品供应满足高端化需求	18
3.2.2 发力专业青控产品，离焦镜片销售快速增长	19
3.2.3 打造自有品牌，引领眼镜搭配时尚	19
3.2.4 把握消费新风尚，布局智能眼镜	20
3.3 渠道端：直营管理建立品牌影响，数字化赋能迈向全国	20
3.3.1 渠道优势：全流程严格运营管理，打造高标准直营门店	20
3.3.2 门店布局：深耕区域布局商超，构建品牌竞争优势	21
3.3.3 渠道看点：深化商超院端渠道合作，对外投资赋能加盟门店	23
4 盈利预测与估值	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 博士眼镜上市前发展历史.....	6
图 2: 博士眼镜市值与估值走势及关键财务数据 (百万元)	7
图 3: 博士眼镜股权结构 (2022 三季报)	7
图 4: 2008-2027 年全球眼镜产品市场规模及增速	10
图 5: 2008-2027 年中国眼镜产品市场规模及增速	10
图 6: 2014-2027 年中国镜架市场规模及增速	10
图 7: 2014-2027 年中国镜片市场规模及增速	10
图 8: 儿童青少年近视率随教育程度逐渐提升	11
图 9: 青控产品购买意愿	11
图 10: 2009-2022 年中国近视人口数量及占比	11
图 11: 2020 年中国儿童青少年近视率	11
图 12: 消费者线下购买眼镜的考量因素	12
图 13: 2017-2021H1 各代表公司配镜/视光服务收入	12
图 14: 2017-2021H1 各代表公司配镜/视光服务毛利率	12
图 15: 2019-2021 年博士眼镜离焦镜片占镜片销售总额比重	13
图 16: 2021-2030 年中国离焦眼镜市场空间测算	13
图 17: 依视路不同镜片的价格随功效的增多提升	14
图 18: 2014-2021 年中国居民人均可支配收入及增速	14
图 19: 2021 年和 2022 年消费者拥有眼镜数量情况	14
图 20: 中国头部眼镜连锁企业门店数量	15
图 21: 2021 年美国眼镜零售行业市场集中度	15
图 22: 2020-2022H1 抖音月活用户数及增长率	15
图 23: 抖音上线本地生活服务	15
图 24: 博士眼镜品牌推广	17
图 25: 2021 年消费者对眼镜店品牌认知情况	18
图 26: 博士眼镜部分合作品牌	19
图 27: 2019-2021 年博士眼镜离焦镜片占镜片销售总额比重	19
图 28: 博士眼镜自有品牌产品	20
图 29: 博士眼镜合作的智能眼镜产品	20
图 30: 博士眼镜物流仓储配送及工业化加工中心	21
图 31: 2017-2021 年博士眼镜存货周转天数 (天)	21
图 32: 博士眼镜分店地区分布图 (截至 2022.06.30)	22
图 33: 博士眼镜与深圳市萨米医疗中心合作成立视光中心	23
图 34: 博士眼镜合作医院	23
图 35: 博士眼镜在山姆超市的配镜中心	23
图 36: 2021-2022 年全国购物中心场日均客流变化及同比增速	23
图 37: 汉高信息交易后股权结构	24
图 38: 镜易购交易后股权结构	24
表 1: 博士眼镜核心管理团队	8
表 2: 2021 年博士眼镜限制性股权激励计划考核管理办法	8
表 3: 博士眼镜核心财务数据 (单位: 百万元)	9

表 4: 主要青控产品对比.....	11
表 5: 眼镜店与视光中心的业务经营差异.....	12
表 6: 功能性镜片产品介绍.....	13
表 7: 部分时尚眼镜品牌.....	14
表 8: 博士眼镜主要经营情况.....	16
表 9: 中国市场主要眼镜零售品牌.....	16
表 10: 博士眼镜旗下品牌.....	17
表 11: 博士眼镜线上销售模式.....	18
表 12: 博士眼镜线上与线下融合发展情况.....	18
表 13: 2022H1 博士眼镜门店网络建设情况.....	21
表 14: 2017-2022H1 博士眼镜分地区门店数量及坪效.....	21
表 15: 2017-2022H1 博士眼镜分经营业态门店数量及坪效.....	22
表 16: 博士眼镜收购标的基本情况.....	24
表 17: 博士眼镜核心业务盈利预测 (单位: 百万元).....	25
表 18: 博士眼镜整体盈利预测 (单位: 百万元).....	26
表 19: 可比公司估值.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 博士眼镜：眼镜零售连锁龙头，定位视力保护专家

博士眼镜成立于 1993 年，定位“您的视力保护专家”，公司通过线上线下一体化方式销售光学眼镜、太阳镜、老花镜等成镜系列产品、软硬性隐形眼镜系列产品及眼健康周边产品，为消费者提供从引导挑选合适的眼镜产品、验光配镜、佩戴调试、售后服务与回访的一站式服务以及医疗场景下的视光服务，通过差异化品牌定位、标准化门店运营，在眼镜零售行业树立起了领先地位。

公司是国内眼镜零售行业首家也是唯一一家上市公司，目前公司扎根华南区域，门店辐射全国。2021 年公司收入/净利分别实现 8.87/0.95 亿元（17-21 年 CAGR 分别为 17%/16%），毛利率/净利率分别为 65%/11%。2021 年底公司共有 481 家门店。

1.1 历史沿革：深耕行业打造专业眼镜零售品牌

创始人 ALEXANDER LIU（刘晓）与妻子 LOUISA FAN（范勤）于 1993 年 3 月在深圳市开设了第一家博士眼镜零售店。上市前，博士眼镜的发展经历了三个阶段：

第一阶段（1993-2009 年）：公司立足深圳，以连锁模式逐步开拓省内外市场，扩张线下门店，在华南、华北、华中、西南等地搭建起广泛的销售网络，规模效应及品牌效应得以发挥，公司的盈利能力及行业地位逐渐提升。

第二阶段（2010-2017 年）：公司在进一步扩张全国门店的基础上，通过差异化的市场定位，先后打造了四大自有门店品牌，从而更好的服务多层次需求的消费者，扩大了目标客群的同时进一步化了公司的市场地位。

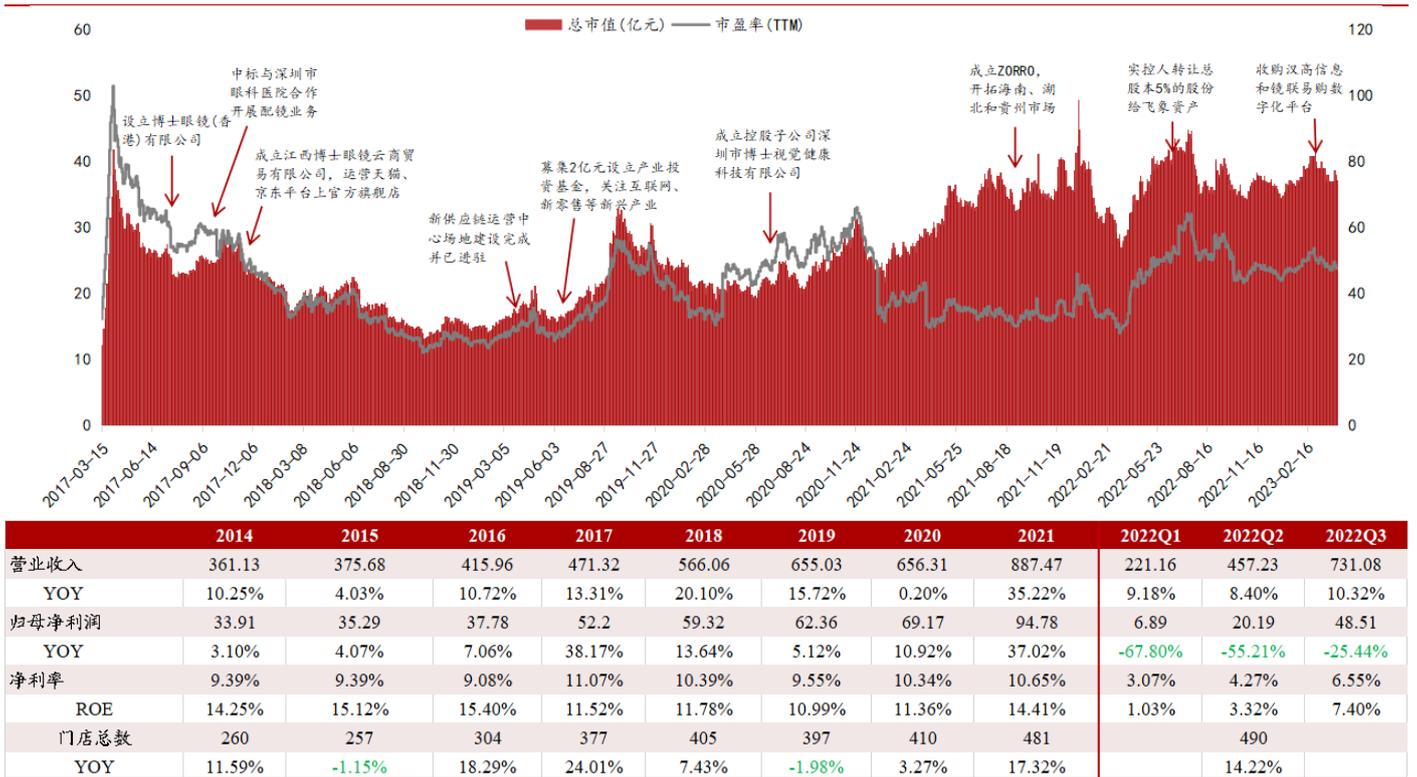
图1：博士眼镜上市前发展历史



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

第三阶段（2017 年至今）：上市以来，公司在经营业绩保持稳定增长的基础上，紧跟行业最新动向，不断进行业务与渠道的拓展和创新，成立投资基金关注投资新兴产业，布局视光中心与眼镜产业数字化平台，发力一站式视觉健康服务。

图2: 博士眼镜市值与估值走势及关键财务数据 (百万元)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所 (市值截止至 2023 年 4 月 11 日)

1.2 股权结构: 新股东加入有望注入新活力

股权转让为公司注入新活力。2022 年 5 月 13 日, 实控人刘晓签订股权转让协议, 以 18.22 元的价格, 将其持有的博士眼镜股份 862 万股无限售条件流通股 (占公司总股本的 5%) 转让给飞象 (杭州) 资产管理有限公司的飞象尊享私募证券投资基金, 新资本的注入有望为公司增添新的活力。

截至 22Q3, 创始人刘晓与妻子范勤为博士眼镜的实控人, 合计直接持有 42.67% 的股权。员工持股平台建水县江南道企业管理有限公司成立于 2011 年, 持有 2.12% 的股权。

图3: 博士眼镜股权结构 (2022 三季报)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 管理团队: 管理团队专业稳定, 激励充分

公司核心管理团队具备深远的眼镜零售经营经验和公司管理经验, 能够为公司制定长远有效的发展战略, 且有能力对各种经营风险和市场变化做出适当应对, 助力公司实现稳定和可持续的发展。

表1: 博士眼镜核心管理团队

姓名	职务	入职年份	出生年份	持股数(万股)	股权激励(万股)	简介
刘晓	董事长	1997	1962	3549	/	创始人, 现任公司董事长, 先后获得“深圳百名行业领军人物”、“中国品牌百名创新人物奖”等荣誉称号。
范勤	总经理	1997	1969	3842	/	创始人, 深圳十大杰出女企业家, 视光行业科班出身, 1990年毕业于长春光学精密机械学院。现任公司董事、总经理。
刘开跃	董事/副总经理	2001	1963		20	中专学历。历任公司人事经理。现任公司董事、副总经理。
刘之明	董事/副总经理	1997	1972	71	15	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。
杨秋	董事、副总经理、 董事会秘书	2003	1969		20	历任公司财务部经理、财务总监。现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
曾骏文	董事	2021	1961			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。2018 年 1 月至 2021 年 2 月 4 日担任公司独立董事, 2021 年 2 月 4 日至今担任公司董事。
何庆柏	副总经理	2000	1976	24	15	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。
张晓明	副总经理	2013	1973		15	曾任职于深圳力诚会计师事务所、深圳诚信会计师事务所等。现任公司副总经理、财务总监。
郑庆秋	副总经理	1997	1973	48	15	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, 浙商证券研究所

股权激励稳定公司核心团队。继 2018 年推出股权激励计划后, 公司 2021 年新推股权激励计划, 向 401 名公司(含控股子公司)董事、高级管理人员、中层管理人员及核心业务人员(占在职员工总数 19%, 激励对象覆盖到公司门店店长层级), 授予限制性股票 329 万股(占总股本 2%)、股票期权 894 万份作为激励, 吸引和留住核心管理和业务人员, 充分调动其积极性和创造性, 共同关注公司长远发展, 确保公司发展战略和经营目标的实现。

表2: 2021 年博士眼镜限制性股权激励计划考核管理办法

	业绩考核目标	解除限售/行权比例
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%, 或净利润增长率不低于 18%	个人考核结果: 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%, 或净利润增长率不低于 36%	
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%, 或净利润增长率不低于 56%	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.4 财务状况: 业绩稳健, 光学眼镜提供增长主动力

营收稳定增长, 光学眼镜及验配服务为主要创收来源。博士眼镜销售的主要产品可以拆分成光学眼镜及验配服务(镜片+镜架), 隐形眼镜系列产品(隐形眼镜+隐形护理液), 以及成镜系列产品(太阳镜+老花镜), 2021 年光学眼镜及配验服务收入贡献了 70% 的收入, 且毛利率水平达 74%, 是公司实现盈利的主动动力。

销售策略调整, 毛利率有所下滑, 但盈利能力依然稳健。2017-2021 年公司综合毛利率从 76% 下降至 65%, 主要由于公司主动调整产品结构和销售策略, 提升客单价高但毛利率相对较低的国际品牌镜架产品及功能性镜片的销售占比。尽管毛利率下滑, 但公司的净利率水平依然稳定在 10% 左右, 主要原因是无需支付场地租赁费用的联营模式门店产生的收入占比上升较快, 销售费用率得到不断改善。

现金流充裕，存货管理良好，体现公司较强的经营能力。经营性现金流持续增长，有助于提升公司抗风险能力和门店对外拓展能力。存货方面增长与营收增速较为匹配，单店平均存货有所提升，为提升门店销售业绩做好充分储备。

表3: 博士眼镜核心财务数据(单位:百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021
总营业收入	471.32	566.06	655.03	656.31	887.47
YoY		20.10%	15.72%	0.20%	35.22%
毛利率	76.47%	74.12%	71.17%	67.59%	64.93%
按产品分类					
光学眼镜及验配服务	318.97	375.86	440.51	446.47	617.36
YoY		17.84%	17.20%	1.35%	38.28%
毛利率	81.71%	82.10%	80.15%	77.58%	74.15%
隐形眼镜系列产品	88.58	114.14	131.52	134.34	142.13
YoY		28.86%	15.23%	2.14%	5.80%
毛利率	65.14%	58.17%	54.37%	42.24%	41.91%
成镜系列产品	56.55	63.76	61.88	55.36	90.49
YoY		12.75%	-2.95%	-10.54%	63.46%
毛利率	67.41%	64.51%	60.83%	55.00%	52.65%
费用率					
销售费用	249.66	288.45	321.26	307.76	377.38
销售费用率	52.97%	50.96%	49.04%	46.89%	42.52%
管理费用	40.47	56.82	69.14	60.51	78.75
管理费用率	8.59%	10.04%	10.55%	9.22%	8.87%
财务费用	0.35	0.95	-0.52	-0.24	7.83
财务费用率	0.08%	0.17%	-0.08%	-0.04%	0.88%
营业利润	70.61	80.64	82.14	86.53	120.52
YoY		14.20%	1.86%	5.34%	39.28%
营业利润率	14.98%	14.25%	12.54%	13.18%	13.58%
归母净利	52.20	59.32	62.36	69.17	94.78
YoY		13.64%	5.12%	10.92%	37.02%
净利率	11.07%	10.39%	9.55%	10.34%	10.65%
货币资金	309.98	312.54	320.2	413.71	265.48
YoY		0.83%	2.45%	29.20%	-35.83%
存货	72.37	81.14	89.36	92.32	133.03
YoY		12.12%	10.13%	3.31%	44.10%
经营性现金流净额	61.71	36.96	98.07	102.2	214.33
投资性现金流净额	-26.52	-35.95	-50.64	8.08	-159.12
融资性现金流净额	158.05	0.46	-40.01	-15.34	-202.45

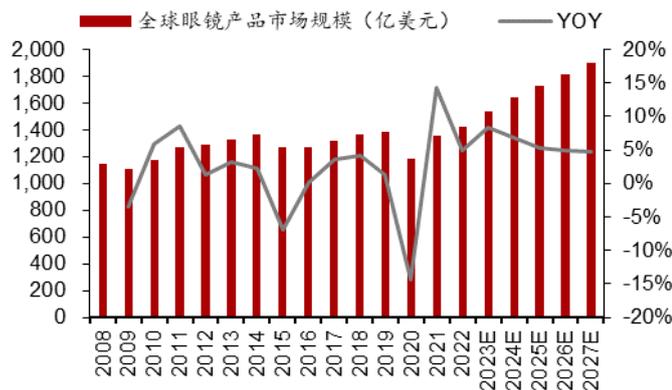
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

2 行业：眼镜专业化与配饰化需求驱动千亿行业持续增长

眼镜零售行业处于产业链下游，连接中游镜片与镜架生产制造商与终端消费者，提供验光、配镜、镜片镜架装配、试戴体验、销售配送等专业服务，具有专业服务属性强、产品组合多样、高度个性化定制的特点，满足矫正视力、保护眼睛和装饰面部等多样化需求。

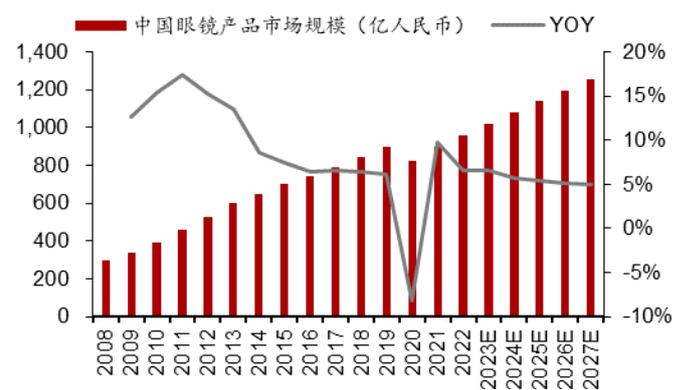
眼镜行业千亿市场规模持续增长。根据 Euromonitor 数据，2008-2022 年全球和中国眼镜产品市场规模 CAGR 分别为 1.5%和 8.6%，2022 年中国市场 959 亿元，预计 2027 年市场规模分别增长至 1896 亿美元和 1256 亿人民币。

图4：2008-2027 年全球眼镜产品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

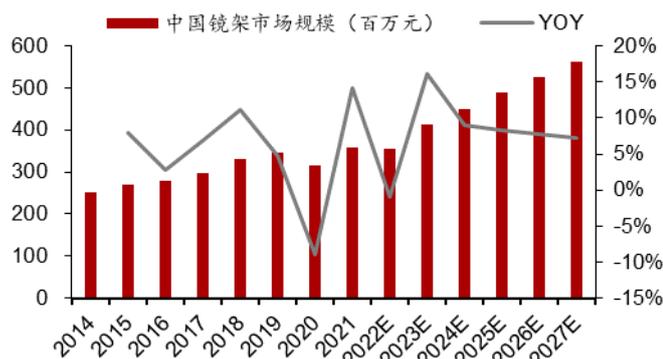
图5：2008-2027 年中国眼镜产品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

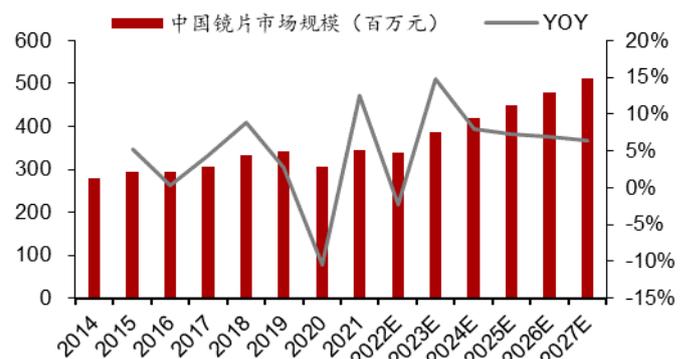
拆分来看，镜架和镜片市场规模相当。根据 Statista，2014-2021 年中国镜架市场规模 CAGR 为 5.3%，2021-2027 年有望从 359 亿元增长至 563 亿元（CAGR 7.8%）。镜片市场规模 2014-2021 年 CAGR 为 3.1%，2021-2027 年有望从 345 亿增至 511 亿（CAGR 6.7%）。在功能性镜片与眼镜配饰化消费意识逐渐强化的趋势下，两者市场空间均有望进一步打开。

图6：2014-2027 年中国镜架市场规模及增速



资料来源：Statista，浙商证券研究所

图7：2014-2027 年中国镜片市场规模及增速

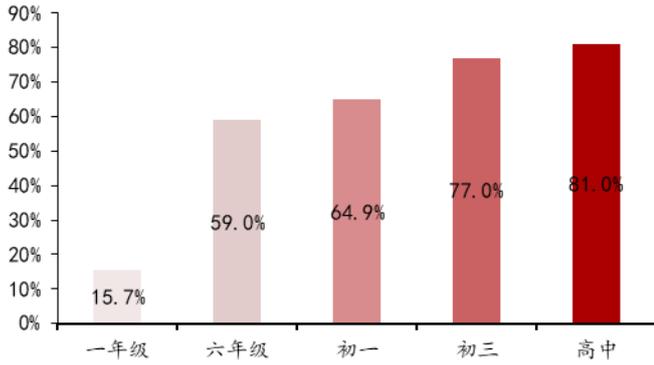


资料来源：Statista，浙商证券研究所

2.1 中国近视问题突出推动青少年配镜市场稳定增长

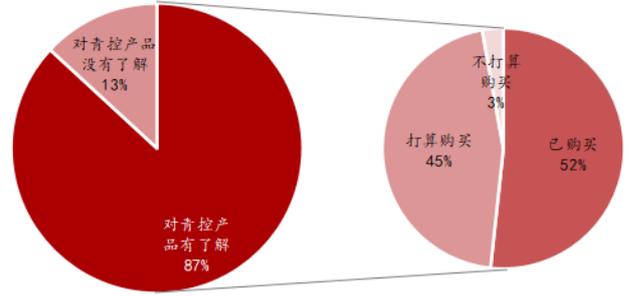
眼镜零售行业的目标客群可分为青少年与成年人，两者对产品需求不同。**青少年有强烈的近视防控需求**，近视一般随着接受教育程度的提升逐渐加深，根据国家卫健委数据，近视率从一年级的 16%增长到高中阶段的 81%。2019 年 7 月，国家卫健委出台了《健康中国行动（2019-2030）》，文件提出全国儿童青少年总体近视率力争每年降低 0.5%以上，同时艾瑞咨询调查结果显示家长群体对青控产品的认知度和购买意愿呈现双提升态势，青控产品的认知和需求得到极大提升。

图8: 儿童青少年近视率随教育程度逐渐提升



资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

图9: 青控产品购买意愿



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

目前国内已上市的青控产品有离焦镜片和OK镜两种, 与OK镜相比, 离焦镜片适用于更广泛的年龄群体, 价格较低, 无需严格护理操作, 青少年佩戴依从度高, 离焦镜片未来渗透率有望得到快速提升。

表4: 主要青控产品对比

防控方法	适用人群	优点	缺点
离焦框架镜	3岁以上人群	适用于高度数人群, 无须护理, 价格较低, 不会引起眼部并发症	运动不便, 影响美观
角膜塑形镜 (OK 镜)	8-18岁中低度近视儿童及青少年	夜间佩戴, 白天摘取, 可有效控制近视进展, 便于运动且不影响美观	价格较高, 护理操作要求高, 配戴不当存在并发症风险, 高度近视群体不适用
低浓度阿托品	建议12岁以内、近视增长量 $\geq 0.75D$ /年的儿童青少年使用	不受近视度数限制, 每晚睡前使用1次, 使用简单, 价格低廉	单独使用对6-12岁儿童青少年眼轴增长的控制作用原理尚不确定, 中国大陆尚无临床注册用药

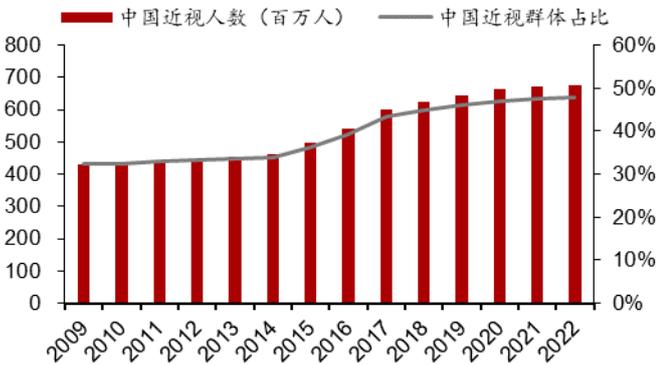
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

青少年群体更看重配镜服务的专业能力和产品延缓视力增长的功效。在此需求下, 眼镜零售商一方面向专业视光服务的视光中心转型, 另一方面门店加大推广离焦镜片等青控产品, 行业持续升级发展。

2.1.1 升级发展视光中心, 专业配镜需求打开空间

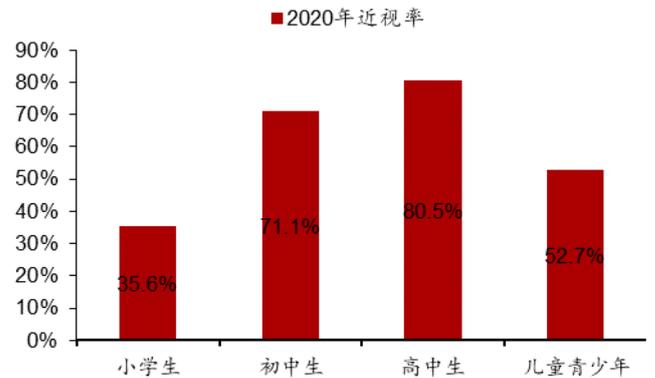
我国儿童青少年近视率过半, 形势严峻。根据Euromonitor数据, 中国近视人数占比由2009年的32%提升至2022年的48%, 2022年近视人数已增至6.8亿人。另外, 2020年全国儿童青少年总体近视率为53%, 其中小学生为36%, 初中生为71%, 高中生为81%。

图10: 2009-2022年中国近视人口数量及占比



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

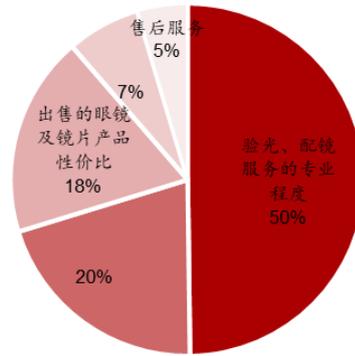
图11: 2020年中国儿童青少年近视率



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

验光配镜服务的专业程度是消费者的核心考虑。艾瑞咨询数据显示，有50%的消费者表示在连锁眼镜零售店购买眼镜的考量因素为专业的验光配镜服务。

图12: 消费者线下购买眼镜的考量因素



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

部分眼镜零售商积极转型升级拓展视光中心, 着力解决儿童青少年群体的眼保健康复和角膜塑形镜验配需求等专业性配镜服务需求, 而这也对眼镜零售商“服务能力、专业资质、人员配置”等方面都提出了更高的要求。

表5: 眼镜店与视光中心的业务经营差异

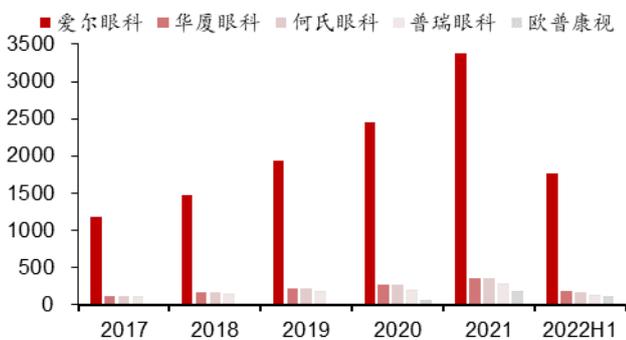
指标	眼镜店	视光中心
需求服务	验光配镜、成镜销售	近视防控、视功能训练、斜弱视治疗、低视力康复、功能性配镜、眼保健
提供产品	眼镜产品(框架眼镜、太阳眼镜、隐形眼镜及护理液等相关产品)及验光服务	眼镜产品、验光服务、斜弱视训练、延缓近视加深产品(功能性镜片、角膜塑形镜、阿托品)
客户群体	18岁以上成年人居多	主要为屈光不正的青少年群体
专业资质	二类医疗器械经营许可证	三类医疗器械经营许可证
人员配置	验光师	具有专业资格证书的验光师、医师、视觉训练师
场地规划	无特殊要求	视力诊断室、视觉训练室、眼镜定配室
专业设备	基础验光设备	屈光检查设备、眼部健康检查设备、视觉训练设备

资料来源: 公司招股说明书, 艾瑞咨询, 知网, 浙商证券研究所

目前视光中心的入局者包括专业眼科医院、眼镜生产商、眼镜零售商及视光中心:

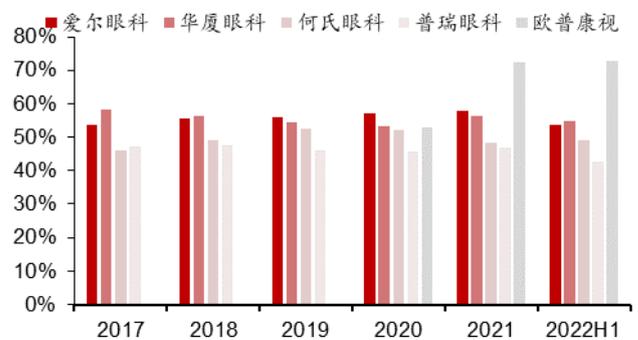
代表公司: 1) 眼科医院: 何氏眼科(近百家视光中心)、华夏眼科(20家视光中心)、普瑞眼科(3家视光门诊)、爱尔眼科等; 2) 眼镜生厂商: 欧普康视(28家控股视光终端); 3) 眼镜零售商: 博士眼镜(8家视光中心)、精功眼镜等; 4) 视光中心: 康倍视等。

图13: 2017-2022H1 各代表公司配镜/视光服务收入



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图14: 2017-2022H1 各代表公司配镜/视光服务毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

业绩表现: 5家布局了视光中心的公司2017-2021年配镜/视光服务收入CAGR均超20%, 其中华夏眼科增速最快, 达33%; 毛利率方面, 视光配镜服务毛利率在40%-70%区间, 欧普康视2022H1医疗服务毛利率达73%。

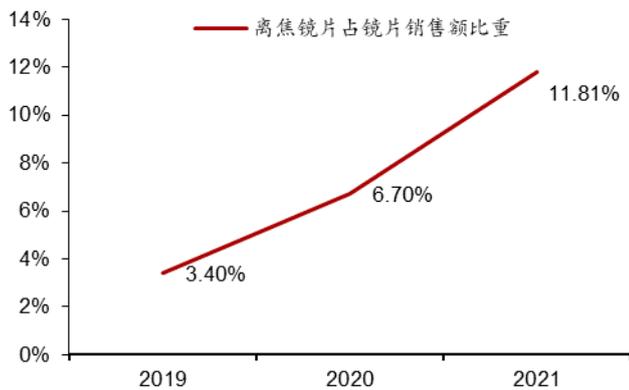
2.1.2 离焦镜片门店可售，超级单品驱动行业扩容

青控产品中，普通眼镜店可以销售离焦镜片，但不能销售 OK 镜。以博士眼镜为例，其离焦镜片占镜片销售额比重逐年提升，2021 年占 11.81%。

离焦镜片能有效延缓眼轴拉长，缓解近视加深，且产品升级迭代优化近视防控效果，推动客单价进一步提升。一代镜以周边离焦技术为核心，2011 年开始，以蔡司“成长乐”镜片为代表。二代镜升级为多点离焦技术，解决了转动眼球时镜片边缘出现模糊的问题，以 2018 年上市的豪雅“新乐学”多点离焦镜片为代表，防控效果趋近于角膜塑形镜。价格方面，豪雅“新乐学”多点离焦镜与蔡司“成长乐”周边离焦镜相比单片镜价格有所提升。

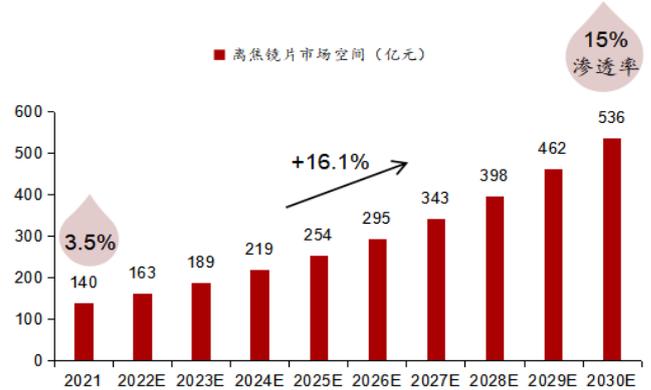
离焦镜片渗透率有望快速提升，我们测算 2030 年国内市场空间预计可达 536 亿元。2021 年约有 1.3 亿儿童青少年患有近视，根据明月镜片公告，目前近视离焦防控镜片的渗透率仅有 3.5%-4%，一副离焦眼镜价格大约在 1500-4000 元，进口产品价格高，上市早，销量占比大，假设一副离焦眼镜均价为 3000 元，我们测算 2021 年离焦眼镜的市场空间为 140 亿元。《健康中国行动（2019-2030）》提出全国儿童青少年总体近视率力争每年降低 0.5 个百分点以上，若 2030 年儿童青少年近视率下降至 47.5%，同时离焦镜片产品的认知度得以快速提升，国产镜片逐渐上市推广，我们假设离焦眼镜的渗透率在 2030 年有望提升至 15%，一副离焦眼镜均价下降至 2500 元，则 2030 年市场空间有望增长至 536 亿元，2021-2030 年 CAGR 可达 16.1%。

图15：2019-2021 年博士眼镜离焦镜片占镜片销售总额比重



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图16：2021-2030 年中国离焦眼镜市场空间测算



资料来源：国家统计局，国家卫健委，公司公告，浙商证券研究所测算

2.2 “保健”与“时尚”并重，成人眼镜市场扩容

2.2.1 眼保健意识强化，功能性镜片催化客单价提升

随着眼保健意识的提升和功能性镜片产品的推广，近年来消费者对功能性镜片的认知和需求大大增加，近视防控离焦镜片、抗疲劳型镜片、成人渐进镜片等渗透率提升。功能性镜片有望提升整体客单价。根据依视路天猫旗舰店产品价格，功能性镜片的销售单价与普通镜片相比有明显提升，推广功能性镜片有望提升消费客单。

表6：功能性镜片产品介绍

镜片分类	细分产品	功能
普通镜片	单焦点镜片	一个镜片上只有一个光度，只能看远或看近
功能性镜片	近视防控离焦镜片	尚未近视人群进行眼部健康管理预防近视；已近视人群利用科学规范方法干预，延缓近视程度加深
	成人渐进镜片	适用有老花眼的中老年人，使使用者在不同距离获得连续清晰视觉
	抗疲劳型镜片	缓解长时间阅读，使用电子设备等引起的视觉疲劳
	有害光防护镜片	通过镜面膜层保护紫外线，蓝光等有害光对眼睛的伤害

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图17: 依视路不同镜片的价格随功效的增多提升

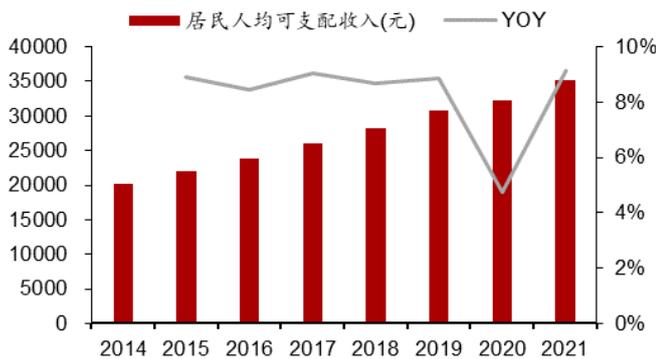


资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

2.2.2 消费升级, 打开眼镜“潮流时尚”新赛道

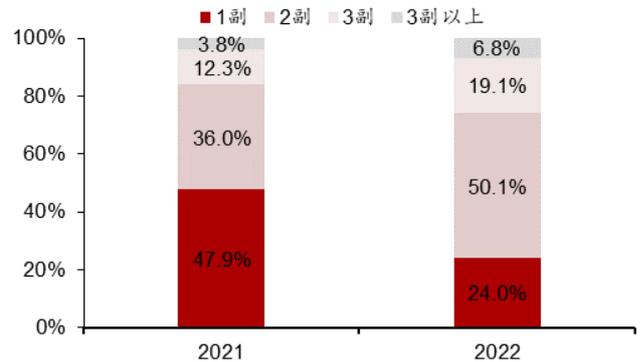
消费升级, 一人多镜渐成趋势。根据国家统计局数据, 2014-2021年中国居民人均可支配收入 CAGR 为 8.3%, 居民收入持续快速增长使眼保健和眼时尚需求得到提升, 据艾瑞咨询, 2022年拥有2副眼镜的消费者占比提升了14pct, 达50%, “一人多镜”趋势强化。

图18: 2014-2021年中国居民人均可支配收入及增速



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图19: 2021年和2022年消费者拥有眼镜数量情况



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

眼镜兼具装饰属性, 时尚品牌纷纷入局。目前定位于时尚的眼镜品牌较多, 既有强调“品质”、“优雅”的高端时尚品牌暴龙眼镜、海伦凯勒等, 也有迎合年轻人个性潮流品味的快时尚品牌木九十、LOHO等。时尚品牌的定位更加呈现多元化与差异化求。

表7: 部分时尚眼镜品牌

LOGO	品牌名称	创立时间	门店数量	品牌定位
BOLON	暴龙眼镜	2003	超130家	“摩登”、“优雅”的品牌调性, 国际化、时尚化、年轻化
Helen Keller	海伦凯勒	2009	/	匠心工艺、优雅生活
MOLSION	陌森眼镜	2010	/	个性、颠覆的年轻时尚品牌
JINS	睛姿	2010	173家	品质、时尚、实惠
MUJOSH	木九十	2010	全球800多家	新锐造型, 创意新奇, 匠心质造
LOHO	LOHO	2012	近1000家	快时尚、新零售、性价比

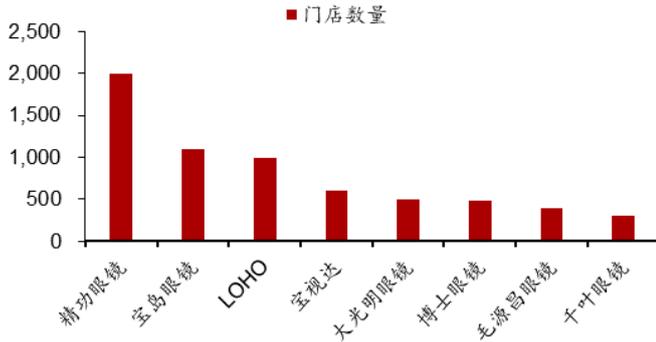
资料来源: 公司官网, 百度百科, 浙商证券研究所

2.3 竞争格局高度分散，流量分配重构驱动行业整合

行业竞争格局高度分散。过去眼镜行业 1) 进入门槛低、毛利高，2) 线下自然流量充沛，3) 款式迭代慢、存货不易大幅贬值，吸引了大量单体眼镜零售商入局，夫妻老婆店生存空间大，使得国内眼镜零售行业高度分散。

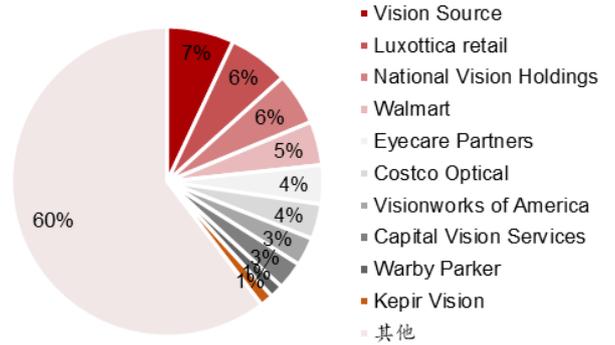
对标美国有较大整合空间。根据 Statista 数据，美国眼镜零售市场集中度 CR10 约 40%，且根据美国最大的眼镜零售商 Vision Source 的公司官网，截至目前 Vision Source 已拥有约 3100 家门店，但我国头部眼镜公司门店数量不到 2000 家。

图20：中国头部眼镜连锁企业门店数量



注：官网数据截至 2023 年 4 月
资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

图21：2021 年美国眼镜零售行业市场集中度

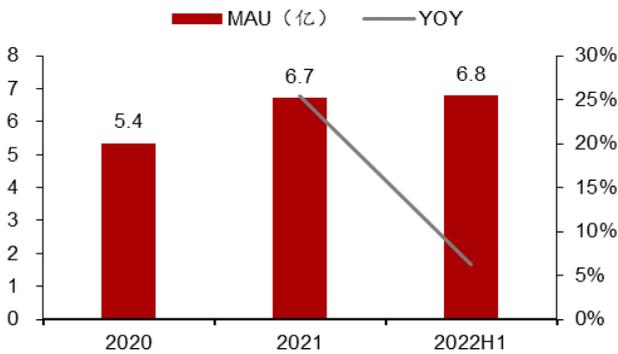


资料来源：Statista，浙商证券研究所

线上渠道高效引流。互联网的发展给零售行业带来变革，眼镜零售商开始不仅通过天猫、京东等电商平台进行活动促销，同时顺应直播短视频带货兴起，一方面针对不依赖于线下验光服务的成品眼镜在直播间与短视频链接促进下完成线上渠道的规模化销售，同时通过销售团购券将用户引流到线下，进行验光配镜消费。

头部连锁企业门店网络覆盖广泛，连锁品牌在抖音平台更为受益。抖音承载着巨大流量池，为进一步提升商业转化目前已发展了本地生活服务，根据 QM 数据，抖音 2022H1 月活用户数 (MAU) 为 6.8 亿，头部连锁店有望在抖音平台上通过优质内容实现超强曝光，并通过广泛覆盖的门店销售网络更好地承接线上流量到线下的消费转化。

图22：2020-2022H1 抖音月活用户数及增长率



资料来源：QuestMobile，浙商证券研究所

图23：抖音上线本地生活服务



资料来源：抖音，浙商证券研究所

打通产业链，全方位赋能单体眼镜店，加盟已成大势所趋。目前眼镜行业的竞争日趋激烈，单体眼镜店由于在商品采购、配镜服务、门店运营等方面更加劣势，生存空间受到挤压。在实现自身优势发展的同时，头部企业也积极伸出“橄榄枝”，吸引单体眼镜店加盟，在采购、配送、管理、培训等方面为其充分赋能，而加盟商则通过加盟费、配送费、服务费或收入分成等方式向连锁企业支付报酬，从而实现双方的合作共赢。

3 公司：“专业”领头羊，整合资源对外输出，开启跑马圈地

博士眼镜品牌定位于中高端专业视光配镜，并围绕这一定位在品牌营销、渠道布局和产品销售方面持续发力，建立起专业化的品牌口碑，获得上游眼镜生产商和下游眼科医院、大型商超的高度认可，并持续深化合作，在眼镜零售行业构建起了较强的竞争优势。展望未来，公司在渠道与产品端不断进行创新布局，积极把握行业机遇，有望获得持续成长。

表8：博士眼镜主要经营情况

单位：百万元		2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入		471.32	566.06	655.03	656.31	887.47	457.23
	YoY		20.10%	15.72%	0.20%	35.22%	8.40%
	毛利率	76.5%	74.1%	71.2%	67.6%	60.6%	
线下营收				606.13	575.56	792.35	
	YoY				-5.04%	37.67%	
	零售		527.38	578.88	554.93	760.02	372.87
	YoY			9.77%	-4.14%	36.96%	2.91%
	加盟			27.25	20.63	32.33	
	YoY				-24.28%	56.72%	
门店总数		377	405	397	410	481	490
	YoY		7.43%	-1.98%	3.27%	17.32%	
	直营	353	377	368	389	464	472
	加盟	24	28	29	21	17	18
线上营业收入				4,890.09	8,075.00	9,511.88	
	YoY				65.13%	17.79%	
	毛利率				19.37%	29.41%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表9：中国市场主要眼镜零售品牌

公司/品牌	成立背景	门店数量	门店分布	定位	品牌矩阵	门店类型
宝岛眼镜 (星创视界)	1972年台湾	近1100家	中国大陆、中国台湾	专业	门店品牌：宝岛眼镜、镜客（眼镜文化融创品牌）、星创视光中心	眼镜店、视光中心、配镜中心
精功眼镜	1989年海南	近2000家	全国31个省市	专业&时尚	眼镜品牌：JINGGONG、HERO、BOXER、贝润等	眼镜零售店、视光中心
宝视达	1987年河南	600多家	河南等16个省市	专业	艾看特（快时尚眼镜品牌）、艾哒（美瞳品牌）、LOOK UP（高性价比新兴眼镜品牌）	眼科诊所、眼视光中心、精品店、视光店
LOHO	2012年深圳	近1000家	200多个大中城市核心商圈	时尚	/	/
博士眼镜	1993年深圳	490家	全国23个省市的一二线城市	专业&时尚	门店品牌：总统眼镜、博士眼镜、Boojing博镜、zèle、砵、ZORRO 眼镜品牌：博士眼镜、OURNOR、zèle等	眼镜店、视光中心、配镜中心
毛源昌眼镜 (国企)	1862年浙江	400多家	以浙江为主的华东地区	专业	/	/
千叶眼镜	1992年重庆	超300家	以重庆为主的西南地区	专业	眼镜品牌：大千、锐意、橘色心情等	眼科医院、眼视光诊所、眼镜零售店
亮视点 (陆逊梯卡)	1983年意大利 2006年中国	300多家	全国一二线城市	专业&时尚	眼镜品牌：Ray-Ban、Vogue、Oakley等	精品店、视光中心
大光明眼镜	1995年杭州	500多家	华东、华中、华北、西北、西南等22省市	专业	/	眼科医院
JINS 睛姿	1988年日本 2010年中国	173家	全国一二线城市	时尚	/	/
木九十	2010年深圳	全球800多家	全国一二线城市	时尚	/	/

资料来源：公司官网，公司公告，百度百科，浙商证券研究所

3.1 品牌端：专业化品牌定位构筑竞争优势

重点发力“专业+高端”核心品牌门店。公司紧跟消费趋势的变化，针对不同目标客群目前已建立起 6 大眼镜零售品牌。公司旗下核心品牌“博士眼镜”和“总统眼镜”着眼于中高端消费群体，截至 2022 上半年，公司已开设 338 家博士眼镜品牌门店和 68 家总统眼镜品牌门店，在门店总数中占比 83%。**专业视光与高端定制的品牌定位有助于形成品牌溢价，拉高门店客单价，提升门店创收能力。**

表10: 博士眼镜旗下品牌

品牌名称	President optical (总统眼镜)	博士眼镜	zèle	砦	Boojing	ZORRO
门店数量 (2022.06.30)	68	338	14	20	1	2
品牌定位	高端定制	专业视光	时尚快消	个性潮牌	新零售	复古文化主题
目标客群	追求生活品质及定制化需求群体	学生、白领、商务人士及中老年群体	80后、90后年轻时尚群体	追求个性、特立独行潮人	跨境免税产品消费者	复古潮流爱好者
场景图例						
市场类似定位品牌	薄仪眼镜	宝岛眼镜	睛姿、LOHO	木九十		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

合作推广活动深化品牌形象，提升用户心智。为了强化消费者对公司“专业+高端”的品牌认知，公司通过多种举措不断丰富品牌内涵：1) 针对专业视光定位的博士眼镜品牌，公司与眼科医院合作成立视光中心为青少年提供专业配镜服务，同时携手蔡司举办公益助童活动，为偏远乡村孩童提供免费验光服务和眼镜产品，提升品牌专业形象；2) 为了强化品牌的中高端定位，公司积极与 HUGO BOSS、BOLON 等国际高奢时尚品牌合作，通过推出联名产品、开设联合快闪店、开展明星活动等进行品牌营销推广。

图24: 博士眼镜品牌推广



资料来源：公司官网，百度图片，浙商证券研究所

拥抱新零售，布局线上渠道进行品牌营销。博士眼镜的销售主要依靠线下渠道，线下收入占比在 90%左右。公司将线上渠道作为品牌营销和线下引流的窗口，通过入驻天猫、京东、抖音等线上公域流量平台，以及公众号等私域流量平台宣传产品信息、优惠活动，销售团购券，引导顾客到店消费，为线下门店引流。

表11: 博士眼镜线上销售模式

渠道	销售&宣传方式	内容
线上	开设官方旗舰店、微商城、抖音店铺等	通过电商平台, 主要销售隐形眼镜、太阳镜和老花镜
	新媒体公域流量平台	宣传产品信息、优惠活动、门店位置, 销售团购券等
	微商城等私域流量平台	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

线上线下融合发展策略引流成效显著, 推动业绩持续增长。2022 上半年公司在公域流量平台团购券交易金额为 2973 万元, 与团购券相关的线下订单 GMV 为 3736 万元, 同比增长 47%; 私域流量平台与团购券相关的线下订单 GMV 同比增长 130%, 线上渠道有效为公司线下门店销售业绩提升赋能。

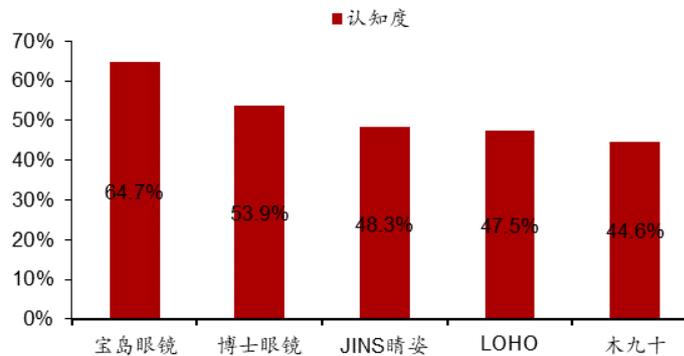
表12: 博士眼镜线上与线下融合发展情况

单位: 万元	公域流量团购券 GMV	公域流量线下订单 GMV	公域流量线下 GMV 增速
2021	4,595.93	5,773.52	68.82%
2022H1	2,972.94	3,735.51	47.42%
	私域流量团购券 GMV	私域流量线下订单 GMV	私域流量线下 GMV 增速
2021	2,811.99	3,907.88	52.10%
2022H1	1,673.37	2,078.91	129.60%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

博士眼镜品牌影响力显著。根据艾瑞咨询数据, 从消费者对眼镜店品牌的认知情况来看, 有 54% 的消费者对于博士眼镜的品牌有所了解。

图25: 2021 年消费者对眼镜店品牌认知情况



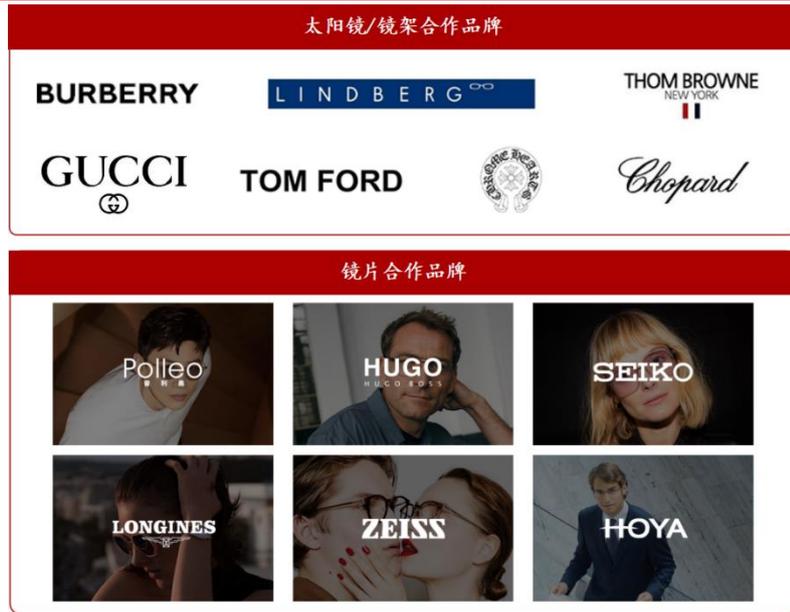
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

3.2 产品端: 创新升级产品矩阵, 满足多样化需求

3.2.1 丰富的奢品供应满足高端化需求

头部稀缺的品牌代理资源实现高端产品供应。公司作为眼镜产品的零售巨头, 丰富、优质的产品供应是提升消费者购买意愿与消费体验的关键, 公司旗下主要经销 BURBERRY、BVLGARI、PRADA、TOM FORD 等众多国际一线时尚品牌眼镜。根据公司公告, 2022 年上半年博士眼镜与 Calvin Klein、BOLON 等知名品牌共联名合作产品 16 个, 独家代理产品 4 款, 基本覆盖了所有奢侈品牌的眼镜品类, 在眼部时尚兴起与消费升级的趋势下, 满足消费者高端化的配镜需求。

图26: 博士眼镜部分合作品牌



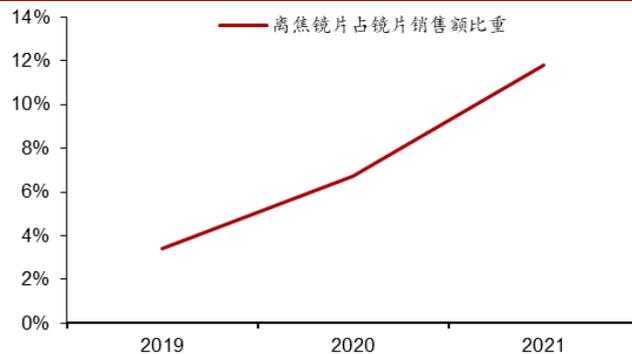
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2.2 发力专业青控产品, 离焦镜片销售快速增长

目前公司销售的离焦镜片主要有豪雅、蔡司、依视路、尼康等, 同时积极打造自有品牌德纳司, 离焦镜片产品价位1500-4000元左右, 基本实现主力消费客群的全价格段覆盖。

专业服务能力强, 离焦镜片销售快速增长, 2021年占比达12%。离焦镜可眼镜店售卖, 员工的专业程度决定了孩子佩戴离焦眼镜的舒适性, 进而影响服务和品牌口碑: 1) 点瞳技术要求高, 需要员工利用配镜贴纸来确定验配的准确性; 2) 对框型的选择和调整要求高, 比如框型大小、牢固度、稳定性; 3) 需要根据孩子的佩戴习惯、用眼习惯、近视发展速度情况推荐合适的离焦产品。博士眼镜由于具有较强的专业服务能力, 离焦镜片在镜片销售额中的占比逐年提高, 2021年占比达12%, 2022H1公司近视防控离焦镜片销量同比增长23%, 销售额同比增长40%。后续有望通过离焦镜片的销售提升消费者对功能性镜片的认识和接受度, 促进其他产品的销售, 进一步增厚利润。

图27: 2019-2021年博士眼镜离焦镜片占镜片销售总额比重



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2.3 打造自有品牌, 引领眼镜搭配时尚

眼镜产品的消费从一开始的功能性需求逐渐走向功能性和装饰性并重, 公司紧跟消费趋势的变化, 着力打造自有品牌, 为消费者提供时尚化、个性化的眼镜产品, 根据公

告，公司目前有布局于中端价格带定位于潮流时尚的 zèle，以及布局于低端价格带以简约时尚为定位的 OURNOR 和以舒适实用为定位的博士眼镜等 8 个镜架自有品牌和 2 个镜片自有品牌，提供高性价比产品，进一步丰富公司的产品矩阵。

图28：博士眼镜自有品牌产品



资料来源：天猫，浙商证券研究所

3.2.4 把握消费新风尚，布局智能眼镜

把握智能眼镜新消费热点。随着居民消费水平的提升和人机交互、虚拟现实等技术的成熟，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。公司积极把握新的消费趋势，2019 年以来与华为、灵伴科技、雷鸟建立起合作关系，成为其智能眼镜产品在线下眼镜零售渠道的独家合作商，提供智能眼镜专业线上配镜服务及线下门店体验、销售及验配服务。我们认为与科技公司达成合作销售智能眼镜有助于增强消费者对公司的品牌认知，在线上渠道引流获客，从而进一步强化公司的市场竞争力。

图29：博士眼镜合作的智能眼镜产品

	<p>华为第三代智能眼镜</p> <p>售价：1699元</p> <p>主要功能：随身听、信息播报、面对面翻译、听歌识曲、接打电话、畅连捏聊</p>
	<p>Rokid Air AR智能眼镜</p> <p>售价：2999元</p> <p>主要功能：3D私人影院、移动游戏厅、无影云电脑办公、无人机画面传输、500度内近视调节、头控交互</p>
	<p>雷鸟Air XR智能眼镜</p> <p>售价：2699元</p> <p>主要功能：3D私人影院、移动游戏厅、无影云电脑办公、无人机画面传输、1000度内近视镜片配镜、多设备投屏</p>

资料来源：公司官网，京东商城，人民网，浙商证券研究所

3.3 渠道端：直营管理建立品牌影响，数字化赋能迈向全国

3.3.1 渠道优势：全流程严格运营管理，打造高标准直营门店

核心品牌全直营扩张，严格把控门店管理经营。公司的核心品牌博士眼镜和总统眼镜门店均为直营门店，主要是为了保证总部能够对门店的经营管理进行严格把控，避免加盟商由于经营不当、服务不佳破坏博士眼镜品牌口碑，对其他门店造成连带负面影响。

表13: 2022H1 博士眼镜门店网络建设情况

单位: 家	博士眼镜	总统眼镜	Boojing	zèle	砵	ZORRO	渠道合作配镜中心	视光中心
直营	338	68	1	6	10	2	38	9
加盟	0	0	0	8	10	0	0	0
合计	338	68	1	14	20	2	38	9

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从产品定配加工, 到门店员工服务, 高标准的全流程管理保证品牌口碑。公司总部对直营门店进行全流程统一管理, 为门店充分赋能: (1) 在产品加工定配环节方面, 公司借助信息化项目的建设, 实现门店与加工中心订单信息全面打通, 产品周转和交付效率明显提升。(2) 在门店销售与验配等专业服务方面, 公司获得广东省视光行业职业技能等级认定资格, 建立了标准化专业人才输出机制, 同时要求每家门店匹配至少2-3名持证验光师, 对员工进行专业系统的培训和严格的考核, 保证门店员工服务质量。

图30: 博士眼镜物流仓储配送及工业化加工中心



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图31: 2017-2021 年博士眼镜存货周转天数(天)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3.2 门店布局: 深耕区域布局商超, 构建品牌竞争优势

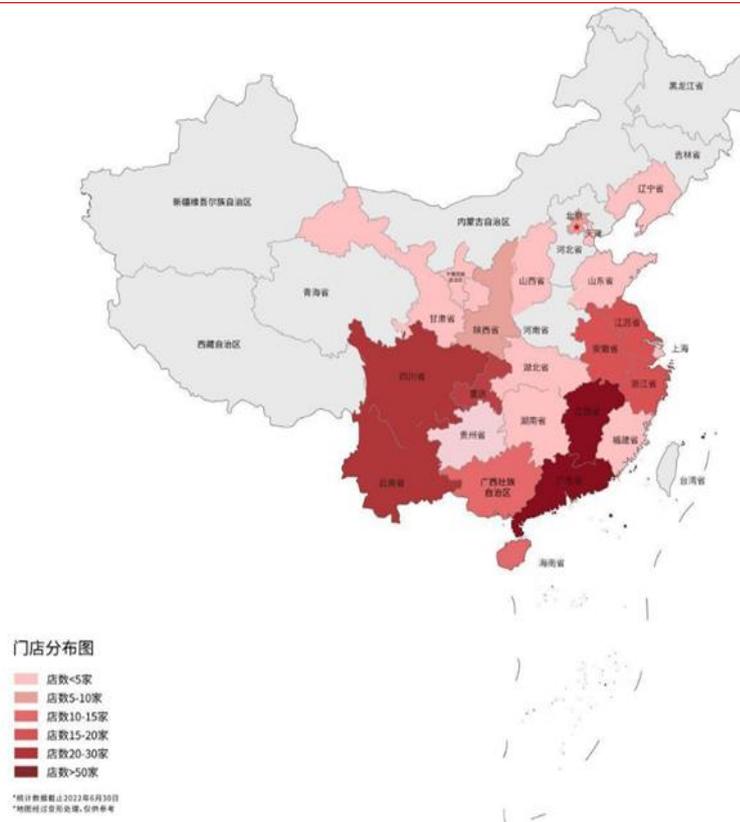
公司从深圳起家, 坚持“区域优先, 稳健扩张”的深耕发展战略, 截至 2022H1 拥有 490 家线下门店, 其中华南、华东、西南等优势区域直营门店分别为 263、117 和 70 家。区域深耕的发展策略有助于公司充分利用当地的供应链资源, 发挥规模效应, 同时通过加密门店强化消费者对品牌的认知, 在当地形成品牌竞争力。

表14: 2017-2022H1 博士眼镜分地区门店数量及坪效

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
门店总数(家)	377	405	397	410	481	490
yoy		7%	-2%	3%	17%	14%
直营门店数量(家)	353	377	368	389	464	472
yoy		7%	-2%	6%	19%	15%
华南地区	190	204	200	208	254	263
华东地区	91	84	90	102	114	117
西南地区	57	74	68	66	75	70
西北地区	/	/	/	3	8	8
华北地区	8	8	7	6	6	6
东北地区	7	7	2	3	4	4
华中地区	/	/	1	1	3	4
店面坪效(元/平米,年)	21,168	21,517	23,408	22,602	27,122	23,508
yoy		2%	9%	-3%	20%	-15%
华南地区	25,840	27,104	29,035	27,644	31,768	26,507
华东地区	14,410	14,496	17,336	16,905	22,072	19,142
西南地区	16,548	16,927	17,129	15,994	18,493	17,549
西北地区	/	/	/	8,262	7,807	10,426
华北地区	24,100	24,171	18,853	27,665	52,282	47,988
东北地区	13,184	9,431	20,960	56,347	68,338	63,093
华中地区	/	/	40,912	34,073	57,410	48,974

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 博士眼镜分店地区分布图 (截至 2022.06.30)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司主要渠道为商超与院端渠道。2022H1 共有 374 家直营门店处于商超场所及医疗机构内, 占比 76%。商超场所及医疗机构渠道具有客流多、门店创收能力强的特点, 店面坪效远高于独立街铺门店, 且有提升趋势, 成为推动公司业绩增长的主动动力。

表15: 2017-2022H1 博士眼镜分经营业态门店数量及坪效

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
零售收入 (百万元)	461	527	579	555	760	373
YoY		14%	10%	-4%	37%	3%
商超场所与医疗机构	338	403	458	444	630	315
收入 YoY	18%	19%	13%	-3%	42%	5%
营业利润 YoY	24%	5%	15%	14%	54%	-19%
独立街铺	124	124	121	111	130	58
收入 YoY	4%	0%	-2%	-11%	17%	-7%
营业利润 YoY	14%	22%	7%	-15%	-2%	-53%
直营门店 (家)	353	377	368	389	464	472
商超场所与医疗机构	264	302	293	315	367	374
独立街铺	89	75	75	74	97	98
直营单店收入 (万元)	131	140	157	143	164	79
YoY		7%	12%	-9%	15%	-11%
商超场所与医疗机构	128	134	156	141	172	84
平数 (平米)	64	62	63	58	56	64
坪效 (元/平米, 年)	20,039	22,792	24,672	24,467	30,669	26,974
独立街铺	139	165	162	150	134	59
平数 (平米)	82	85	82	87	77	86
坪效 (元/平米, 年)	16,599	18,206	19,609	17,211	17,397	13,838

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3.3 渠道看点：深化商超院端渠道合作，对外投资赋能加盟门店

布局视光中心满足专业化配镜需求，提升品牌形象。公司积极把握消费者对眼镜专业配镜服务及角膜塑形镜的需求提高的市场趋势，2020年成立深圳市博士视觉健康科技有限公司，专注视觉健康及相关延伸服务，在深圳同多家公立医院眼科及社康中心合作，截至2022上半年共在院端合作设立了9家视光中心，为患者提供验光配镜、近视防控以及近视和斜弱视康复训练等专业化服务，有助于提升公司专业化的品牌形象。

图33：博士眼镜与深圳市萨米医疗中心合作成立视光中心



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图34：博士眼镜合作医院



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

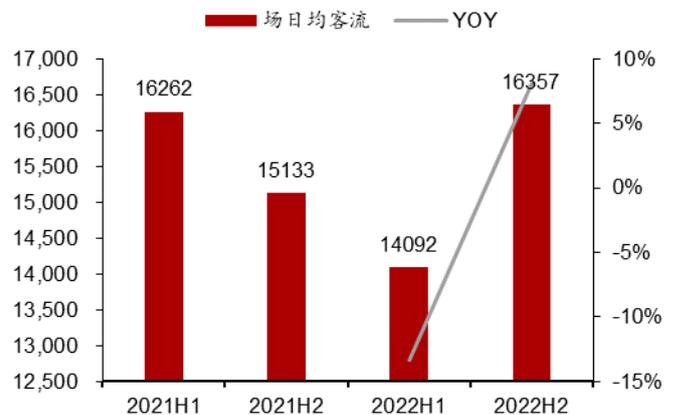
重点布局商超渠道，疫后复苏有望提升公司业绩表现。公司与山姆超市进行独家合作，截至2022上半年在国内所有山姆超市布局了38家配镜中心，并将在未来进一步深化与大型商超的渠道合作：1) 大型商超选址能力强，有丰富的客群流量；2) 商超渠道的客群流量与公司门店的目标客群高度契合，有助于实现流量转化，商超门店创收能力更强。

图35：博士眼镜在山姆超市的配镜中心



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图36：2021-2022年全国购物中心场日均客流变化及同比增速



资料来源：赢商云智库，浙商证券研究所

收购眼镜供应链数字化服务商。2023年2月28日，公司发布公告，收购汉高信息和镜联易购两家眼镜供应链数字化服务提供商，其中汉高信息通过产品信息标准化更好地为下游眼镜零售商提供企业资源管理(ERP)、客户关系管理(CRM)等软件服务；镜联易购则是为眼镜零售商提供眼镜产品采购、交易、配送服务的中间平台。交易后公司持有汉高信息68%的股权，直接和间接持有镜联易购51%的股权，博士成为两家公司的控股股东。

整合产业资源，业务加盟加速迈向全国。博士眼镜通过收购数字化平台提供商，获取数字化平台项目及下游客户资源，与公司长期积累的上游供应伙伴关系和物流加工配送体系实现业务协同，缩短供应链，打通产业链上中下游，在产品供应采购、交易配送、线上引流等方面有望建立起竞争优势，并通过资源整合为单体眼镜零售商充分赋能，提升夫妻

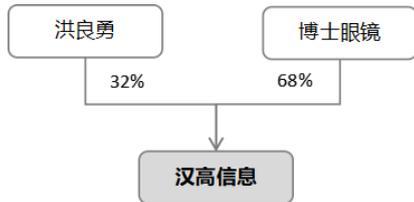
老婆店的经营效率，有望助力公司实现率先跑马圈地，迈向全国化布局，进一步提升市占率。

表16: 博士眼镜收购标的基本情况

	汉高信息	镜联易购
成立时间	2001.6.6	2021.9.18
注册资本	300万	100万
法定代表人	洪良勇	洪良勇
主营业务	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。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。	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。
营收(2021年)	434.23万	24.35万
净利润(2021年)	-247.53万	-0.76万
业绩承诺	/	镜联易购2023/2024/2025年内需拓展活跃眼镜零售门店总家数分别不低于4000/7000/10000家；且2024/2025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1.5/3亿元。

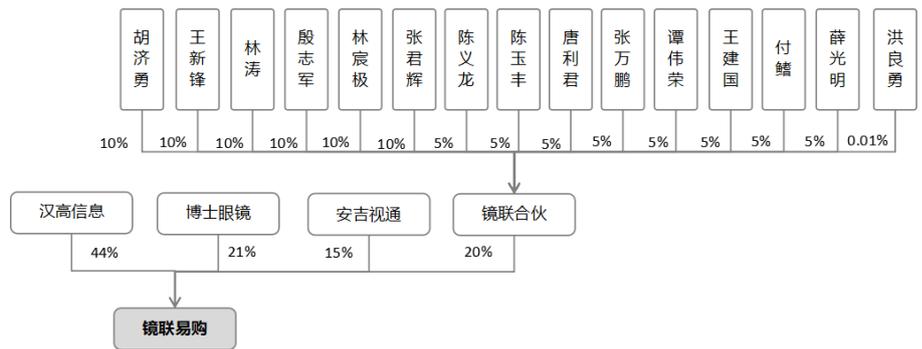
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图37: 汉高信息交易后股权结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 镜联易购交易后股权结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司核心收入来源可以拆分为线下零售、线上零售以及批发加盟业务：

1) 线上零售：核心收入来源为通过在电商平台上开设官方旗舰店、微商城、抖音店铺等方式向消费者销售。未来线下为主、线上为辅，预计线上零售收入稳定增长，22-24 年实现收入 1.13/1.30/1.50 亿元，预计毛利率延续稳中有升趋势。

2) 批发加盟：主要包括直接加盟批发及通过镜联易购平台加盟批发的收入。

①加盟批发业务：公司 21 年加盟批发收入同比增长 56.7%，公司公告 22H1 年加盟店 18 家，较 21 年底有增长，我们预计未来加盟业务稳中有增，22-24 年分别实现收入 0.32/0.44/0.61/0.75 亿。

②镜联易购收入：公司近期公告收购镜联易购股权，根据收购公告，镜联易购 2023/2024/2025 年内需拓展活跃眼镜零售门店总家数分别不低于 4000/7000/10000 家，镜联易购平台 2024/2025 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 1.5/3 亿元。由此假设 24 年 7000 家门店采购 GMV 1.5 亿，则单店 GMV 约 2 万；假设 23 年 4000 家门店、单店 1.5 万的交易额，预计镜联易购平台贡献约 6000 万 GMV。

整体来看批发加盟业务，我们预计 22-24 年批发加盟实现收入 0.44/1.21/2.25 亿元。毛利率假设 22 年受疫情影响有所下滑，23 年镜联易购平台起步预计投入较大与 22 年持平，预计 24 年恢复到 21 年水平。

表17：博士眼镜核心业务盈利预测（单位：百万元）

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	887	854	1,228	1,635
YoY	35.2%	-3.8%	43.8%	33.1%
毛利率	64.9%	61.7%	60.1%	58.5%
收入按业务模式				
1 线上零售	95	113	130	150
YoY	17.8%	19.3%	15.0%	15.0%
毛利率	29.4%	31.0%	32.0%	33.0%
2 批发加盟	32	44	121	225
YoY	56.7%	36.1%	173.9%	86.7%
毛利率	11.9%	10.0%	10.0%	12.0%
原批发加盟收入	32	44	61	75
镜联易购收入			60	150
3 线下零售	760	697	977	1,260
YoY	37.0%	-8.3%	40.3%	28.9%
毛利率	71.5%	70.0%	70.0%	70.0%
直营店数量	464	499	554	634
YoY	19.3%	7.5%	11.0%	14.4%
单店销售额（万元）	164	140	176	199
YoY	14.8%	-14.8%	26.4%	12.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 线下零售：主要为在商超院端场所和独立街铺的直营眼镜店、视光配镜中心的产品销售。我们预计疫后直营门店逐步拓展，22-24 年分别净增 15/60/80 家达到 499/554/634 家。预计 23 年线下各类产品的销售得到恢复性增长，在功能性镜片等产品进一步渗透，以及商

超院端等高店效渠道渗透率提升背景下，23 年单店销售额预计较 21 年有增长；24 年单店销售额亦保持增长态势。整体来看线下零售业务，预计 22-24 年线下零售业务有望实现收入 6.97/9.77/12.60 亿元。毛利率方面，未来光学眼镜及验配服务继续提供增长主动力，毛利率假设稳定。

费用率方面，销售策略优化调整叠加加盟业务占比提升，销售费用率、管理费用率有望持续摊薄。由于公司收购汉高、镜联易购股权及延伸拓展新业务，预计财务费用率提升。

整体情况：预计 22-24 年公司整体营收 8.54/12.28/16.35 亿元，同增-4%/44%/33%，归母净利润 0.71/1.25/1.77 亿，同增-25%/77%/42%，对应 PE 为 53/30/21X。

表18：博士眼镜整体盈利预测（单位：百万元）

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	887	854	1,228	1,635
YoY	35.2%	-3.8%	43.8%	33.1%
毛利率	64.9%	61.7%	60.1%	58.5%
销售费用	377	363	467	572
销售费用率	42.5%	42.5%	38.0%	35.0%
管理费用	79	77	104	131
管理费用率	8.9%	9.0%	8.5%	8.0%
财务费用	8	8	14	19
财务费用率	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%
归母净利润	95	71	125	177
YoY	37.0%	-25.4%	77.1%	41.8%
净利率	10.7%	8.3%	10.2%	10.9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司是我国眼镜零售行业头部企业，秉持着较强的专业服务能力，与产业上下游企业合作关系稳定密切，渠道护城河深厚。疫情后线下客流恢复，公司渠道端商超医院深化布局，产品端功能性镜片渗透持续提升，量价齐升有望强化门店创收能力。同时布局数字化平台，打通上下游资源，加速发展加盟业务，有望开辟第二增长曲线并实现市场占有率的提升，业绩具备较大增长空间。

从可比公司来看：

1) **眼科医院**：利润增速较快，19-21 年归母净利平均 CAGR 为 26%，毛利率平均在 40%-50%，22-24 年平均估值为 74/54/42X；

2) **镜片行业**：利润高速增长，19-21 年归母净利平均 CAGR 为 35%，毛利率较高，平均达 50%-85%，22-24 年平均估值为 68/51/39X；

3) **零售药店**：19-21 年归母净利平均 CAGR 为 22%，毛利率平均在 30%-40%，22-24 年平均估值为 30/24/20X。

眼镜零售过程包含验光、配镜、售镜及售后服务环节，眼镜零售行业具有专业服务属性强、产品组合多样、高度个性化定制的特点，使得眼镜零售行业具有“半医半商”性质，一方面为消费者提供产品信息咨询、销售产品，具有商业服务的性质，另一方面为消费者提供验光配镜等专业视光服务与指导，有一定的医疗服务性质。

视光配镜服务非标属性强，长期线下为主，毛利率水平较高，近五年维持在 60%-80%，估值应当高于药店行业，贴近眼科医院行业及镜片行业估值。预计 22-24 年营收 8.54/12.28/16.35 亿元，同增-4%/44%/33%，归母净利 0.71/1.25/1.77 亿，同增-25%/77%/42%，对应 PE 为 53/30/21X，首次覆盖给予“买入”评级。

表19: 可比公司估值

上市公司	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
爱尔眼科	300015.SZ	2228	23.2	28.6	37.4	48.3	72	78	60	46
何氏眼科	301103.SZ	52	0.9	0.8	1.4	1.8	34	62	38	29
华夏眼科	301267.SZ	437	4.5	5.3	6.8	8.8	86	82	64	50
眼科医院平均估值							64	74	54	42
明月镜片	301101.SZ	80	0.8	1.3	1.8	2.2	98	64	50	40
爱博医疗	688050.SH	225	1.7	2.5	3.5	4.8	131	91	65	47
欧普康视	300595.SZ	323	5.5	6.8	8.4	10.8	55	47	39	30
镜片行业平均估值							95	68	51	39
益丰药房	603939.SH	412	8.9	11.1	13.9	17.3	46	37	30	24
大参林	603233.SH	359	7.9	10.8	14.0	17.7	38	34	27	22
老百姓	603883.SH	214	6.7	7.8	9.4	11.2	22	26	21	18
一心堂	002727.SZ	207	9.2	9.9	11.9	14.1	22	21	17	15
零售药店平均估值							32	30	24	20
博士眼镜	300622.SZ	38	0.9	0.7	1.3	1.8	39	53	30	21

资料来源: 可比公司估值参考 Wind 一致预期, 浙商证券研究所 (总市值截止至 2023 年 4 月 11 日)

5 风险提示

- 消费疲软:** 公司产品客单价的提升及销量的增加依赖于消费者对功能性镜片产品的消费需求和购买意愿, 市场消费疲软会对公司的业绩提升造成不利影响。
- 门店扩张不及预期:** 公司主要依靠线下门店经营取得收益, 若门店扩张速度不及预期, 新增获客减少, 可能会降低公司业绩增速。
- 市场竞争加剧:** 眼镜零售行业竞争格局目前仍较为分散, 竞争激烈, 若持续有新的资本进入, 则会加剧行业竞争, 瓜分现有公司的市场领地。
- 新业务发展不及预期:** 公司通过收购数字信息平台 and 线上经销平台拓展新的批发加盟业务, 若新业务发展不及预期将影响公司的业绩增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	543	479	632	736
现金	265	200	250	250
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	46	52	64	73
其它应收款	47	48	64	84
预付账款	28	29	43	61
存货	133	139	199	254
其他	22	10	11	15
非流动资产	445	540	623	703
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	32	40	50
固定资产	28	32	35	38
无形资产	212	230	247	264
在建工程	1	1	2	2
其他	204	245	300	349
资产总计	988	1,019	1,255	1,439
流动负债	214	236	376	405
短期借款	0	33	133	121
应付款项	43	22	39	53
预收账款	0	17	22	28
其他	171	164	182	203
非流动负债	108	107	157	207
长期借款	0	0	50	100
其他	108	107	107	107
负债合计	322	342	533	612
少数股东权益	8	7	7	11
归属母公司股东权益	658	669	715	816
负债和股东权益	988	1,019	1,255	1,439

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	214	138	203	263
净利润	95	70	125	181
折旧摊销	36	29	31	31
财务费用	8	8	14	19
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(32)	(9)	(5)	(12)
其它	113	45	44	48
投资活动现金流	(159)	(169)	(210)	(205)
资本支出	(4)	(6)	(6)	(6)
长期投资	1	(24)	(14)	(9)
其他	(156)	(139)	(190)	(190)
筹资活动现金流	(202)	(34)	57	(58)
短期借款	(20)	33	100	(12)
长期借款	0	0	50	50
其他	(182)	(67)	(93)	(96)
现金净增加额	(147)	(65)	50	0

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	887	854	1,228	1,635
营业成本	311	327	490	679
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	377	363	467	572
管理费用	79	77	104	131
研发费用	0	0	0	0
财务费用	8	8	14	19
资产减值损失	1	1	2	3
公允价值变动损益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	7	7	8	7
营业利润	121	87	160	238
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	121	88	160	239
所得税	27	18	35	57
净利润	95	70	125	181
少数股东损益	(0)	(0)	0	4
归属母公司净利润	95	71	125	177
EBITDA	153	120	199	283
EPS (最新摊薄)	0.55	0.41	0.73	1.03

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	35.22%	-3.77%	43.82%	33.09%
营业利润	39.28%	-27.78%	83.57%	48.99%
归属母公司净利润	37.02%	-25.42%	77.10%	41.76%
获利能力				
毛利率	64.93%	61.73%	60.08%	58.48%
净利率	10.65%	8.22%	10.19%	11.10%
ROE	14.82%	10.54%	17.91%	22.92%
ROIC	10.60%	8.04%	11.95%	15.43%
偿债能力				
资产负债率	32.63%	33.62%	42.49%	42.56%
净负债比率	31.45%	39.27%	53.32%	52.66%
流动比率	2.53	2.03	1.68	1.82
速动比率	1.91	1.44	1.15	1.19
营运能力				
总资产周转率	1.03	0.85	1.08	1.21
应收账款周转率	21.34	17.00	20.00	22.00
应付账款周转率	6.61	10.01	16.02	14.70
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.41	0.73	1.03
每股经营现金	1.24	0.80	1.18	1.53
每股净资产	3.82	3.88	4.15	4.73
估值比率				
P/E	39.42	52.86	29.85	21.05
P/B	5.68	5.58	5.23	4.58
EV/EBITDA	25.58	31.55	19.46	13.87

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>