

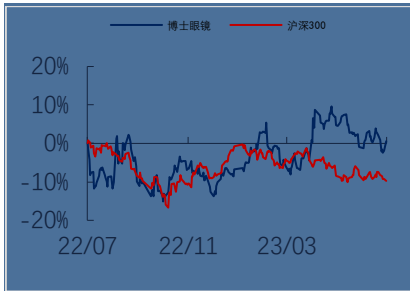


Research and
Development Center

轻加盟快速开疆扩土，眼镜零售巨轮启航

—博士眼镜(300622)公司深度报告

2023年07月25日

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
博士眼镜 (300622)
投资评级 **买入**
上次评级 **无评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	23.10
52 周内股价波动区间 (元)	25.18-19.50
最近一月涨跌幅 (%)	0.70
总股本 (亿股)	1.74
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	40.16

资料来源：聚源，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
 执业编号：S1500522110002
 联系电话：15000310173
 邮箱：liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师
 执业编号：S1500522110004
 联系电话：15001800559
 邮箱：tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

博士眼镜 (300622.SZ)：轻加盟快速开疆扩土，眼镜零售巨轮启航

2023年07月25日

本期内容提要：

- ◆**博士眼镜复盘：深耕眼镜零售三十年，发展稳扎稳打。**博士眼镜是眼镜零售行业首家上市公司，立足华南、拓展全国，截至22年末513个经营网点遍布全国23个省份，并逐步推出六大差异化品牌、18年开启全域运营；23年公司正式入驻抖音本地生活、创新引流方式，并控股汉高信息及其子公司镜联易购，开辟数字化加盟新模式。22年公司实现营收9.62亿元，近5年CAGR 15.4%，实现归母0.75亿元，近5年CAGR 7.6%，毛利率61.8%，净利率7.7%，ROE11.0%。
- ◆**博士 1.0：行业内生增长+创新获客方式推动下自营业务有望稳定增长。**中国眼镜市场增长稳定，据欧睿数据，2022年中国眼镜市场规模达588.7亿元，未来5年或将保持8.1%的复合增速：1)“一人多镜”理念的推广及高客单价的功能性镜片、特别是青少年防控镜片的迅速发展有望持续驱动行业规模的内生增长；2)眼镜零售商创新获客方式，发力抖音本地生活服务新零售渠道，有望促进单店平效提升。
- ◆**博士 2.0：行业连锁化率低，轻加盟开启攻城略地。**我们认为，这具体体现在：1)当前国内眼镜零售行业仍有较大整合空间：21年国内眼镜零售行业CR10仅10%-15%，博士眼镜22年门店市占率仅约0.5%；2)传统加盟模式扩张速度较慢，轻资产加盟模式有望快速提升公司门店覆盖速度及密度：23年博士眼镜收购汉高信息、增资镜联易购，开启轻资产加盟模式，镜联易购承诺至2025年活跃门店数及平台GMV分别不低于1万家、3亿元。从驱动力来看，疫情期间小B（夫妻老婆店等单体、小规模眼镜零售商）经营受困，轻加盟模式下，博士眼镜将从供应链、更低拿货价、引流赋能、低试错成本、ERP系统等多方位支持小B发展，助力其降本增收；从壁垒来看，轻加盟模式由公司长期考察研究而创新推出，服务商绑定、ERP系统、公司自身稀缺性及规模优势、先发优势等因素有望共同构筑公司在轻加盟模式的护城河；3)轻加盟业务有望贡献可观业绩增量：轻加盟收入主要由平台销售收入+加盟费收入构成，基于大基数的门店覆盖，或将在25年贡献约1亿元的加盟费收入。
- ◆**博士 3.0：加盟模型跑通后，盈利能力及业绩体量潜力较大。**我们认为，这具体体现在：1)议价能力提升带来利润率提升：参考同样兼具零售+医疗属性的药店行业，随着门店数量的逐步增加，议价能力提升有望带来毛利率的增长。假设规模效应下25年采购成本降低2%-10%，则直营业务、加盟业务毛利率分别有望提升0.8pct-3.7pct、1.7pct-8.5pct，假设费用端不变，归母净利润有望提升0.10-0.49亿元；2)市占率和业绩提升空间：公司通过轻加盟模式有望将门店覆盖数量提升至万家以上，并从中筛选优质门店转型升级为深度加盟，甚至并购门店，有望实现前期投入更低且成功率更高的市占率提升。3)持续扩大产业链布局：①积极布局上游产品开发设计，设立产业基金挖掘上下游优质企业，为长期发展储备资源；②持续探索智能眼镜新赛道，成为华为及灵伴科技的重要合作伙伴，22年华为三代智能眼镜、ROKID AIR等销售均稳步增长；并与雷鸟创新达成战略合作、成立联合实验室。

◆**盈利预测及投资建议：**博士眼镜是眼镜零售行业首家上市公司，我们看好公司基于数字化加盟新模式和灵活高效加盟采购平台，在加盟门店数量方面的较大拓展潜力，以及未来有望基于庞大门店覆盖，进一步拓展深度加盟乃至收购，实现市占率及业绩规模的扩张。我们预计 2023-2025 年公司有望实现营收分别 12.59 亿元、16.07 亿元、20.80 亿元，分别实现归母净利润 1.33 亿元、1.77 亿元、2.68 亿元，对应 2023 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 30 倍、23 倍、15 倍。我们看好公司中长期发展潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**数字化加盟模式效果不及预期；政策风险；市场竞争加剧风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	887	962	1,259	1,607	2,080
增长率 YoY %	35.2%	8.4%	30.9%	27.6%	29.4%
归属母公司净利润(百万元)	95	75	133	177	268
增长率 YoY%	37.0%	-20.7%	76.4%	33.4%	51.7%
毛利率%	64.9%	61.8%	61.3%	57.3%	55.2%
净资产收益率 ROE%	14.4%	11.0%	16.2%	17.8%	21.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.43	0.76	1.02	1.54
市盈率 P/E(倍)	42.41	53.48	30.32	22.74	14.99
市净率 P/B(倍)	6.11	5.88	4.92	4.05	3.19

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 07 月 24 日收盘价

投资要点	6
1、博士眼镜复盘：深耕眼镜零售三十年，发展稳扎稳打	7
1.1、历史沿革：立足华南、拓展全国，多元品牌、全域运营	7
1.2、公司治理：股权结构集中，管理层经验丰富、团队稳定	7
1.3、商业模式：公司位于产业链下游，线上线下协同发展	8
1.4、品牌矩阵：多元化品牌矩阵面向差异化场景、满足多层次客群	11
1.5、门店情况：直营稳步开店，加盟门店暂占少数	11
1.6、区位布局：华南、华东及西南市场较为成熟，区域版图持续拓展	12
1.7、渠道结构：公司商超及医疗门店更具优势，平效稳中有升	14
1.8、财务数据：营收及业绩增长稳扎稳打，营运能力持续提升	14
2、自营业务：内生增长+创新获客方式推动下有望稳定增长	17
2.1、行业规模：中国眼镜市场稳定增长，眼镜零售行业大有可为	17
2.2、行业驱动力一：“一人多镜”理念得到推广，功能性镜片发展迅速	18
2.3、行业驱动力二：承接抖音本地生活流量，创新获客方式	21
2.4、自营业务预测：开店+平效将助推自营业务稳健增长	22
3、博士2.0：行业连锁化率低，轻加盟开启攻城略地	23
3.1、眼镜零售行业连锁化率低，市场分散	23
3.2、收购&增资开启博士眼镜轻资产加盟之路，市占率及业绩规模有望提升	25
3.3、疫情期间小B经营受困，博士轻加盟模式助力降本增收	27
3.4、博士眼镜的轻加盟模式具备竞争优势	29
3.5、加盟模式下，平台销售收入+加盟费有望贡献可观收入	30
4、博士3.0：加盟模型跑通后，盈利能力及业绩体量潜力较大	31
4.1、参考药店：规模化采购，提升毛利率及自有品牌毛利差	31
4.2、基于万店拓展深度加盟乃至收购，高成功率的门店扩张步伐有望加速	34
4.3、积极探索眼镜行业上下游，扩大产业链布局	35
5、盈利预测与投资建议	36
5.1、核心假设与盈利预测	36
5.2、投资建议	37
6、风险提示	38

表目录

表 1、博士眼镜管理层信息	8
表 2、公司产品矩阵情况	11
表 3、公司扎根华南、华东、西南等地区，逐步向全国辐射	13
表 4、当前主要功能性镜片类型及特点	20
表 5、当前主要功能性镜片类型及特点	20
表 6、博士眼镜自营业务模型	23
表 7、中国眼镜行业主要品牌及市占率	24
表 8、镜联易购业绩承诺及补偿条款	26
表 9、2022 年上半年中国眼镜业遭受疫情冲击	27
表 10、博士眼镜加盟业务模型（百万元）	31
表 11、2025 年公司盈利能力弹性测算	34
表 12、公司分板块业务收入及利润预测（百万元）	36
表 13、公司期间费率及归母净利润预测（百万元）	37
表 14、可比公司估值表	38

图目录

图 1、博士眼镜历史沿革	7
图 2、博士眼镜股权结构（截至 23Q1）	8
图 3、眼镜行业产业链	9
图 4、博士眼镜商业模式	10
图 5、公司产品结构情况	11
图 6、公司直营门店及加盟门店数量情况（家）	12
图 7、公司直营门店及加盟门店净增量情况（家）	12
图 8、公司直营业务收入及增速情况（百万元）	12
图 9、公司加盟业务收入及增速情况（百万元）	12
图 10、公司门店分布情况（截至 2022 年年报）	13
图 11、2017-2022 年公司直营门店分业态门店数量情况	14

图 12、2017-2022 年直营门店分类型营收情况 (亿元)	14
图 13、2017-2022 年公司直营门店分业态营收增速情况	14
图 14、2017-2022 年直营门店分类型单店营收情况 (万元)	14
图 15、2012-23Q1 公司营收及增速情况 (亿元)	15
图 16、2017-2022 年公司营收增量来源分渠道拆分	15
图 17、2017-2022 年直营门店营收复合增速来源拆分	15
图 18、2012-23Q1 公司毛利率及净利率情况	16
图 19、2012-23Q1 公司期间费率情况	16
图 20、公司 2017-2021 年盈利能力拆分	16
图 21、2012-23Q1 公司经营性现金流情况	17
图 22、2012-23Q1 公司存货周转天数情况	17
图 23、全球眼镜市场规模及增速 (欧睿口径, 亿美元)	17
图 24、中国眼镜市场规模及增速 (欧睿口径, 亿元)	17
图 25、中国镜片、镜架产品市场规模及增速 (欧睿口径, 亿元)	18
图 26、中国成镜产品市场规模及增速 (欧睿口径, 亿元)	18
图 27、中国眼镜市场规模及增速 (艾瑞口径, 亿元)	18
图 28、中国镜架、镜片产品市场规模 (艾瑞口径, 亿元)	18
图 29、“一人多镜”理念得到推广	19
图 30、2021 年和 2022 年消费者拥有眼镜数量情况	19
图 31、抖音本地生活服务模式	21
图 32、抖音本地生活服务 GMV (亿元)	21
图 33、强兴趣导向下的本地生活服务	21
图 34、博士眼镜线上平台销售情况 (万元)	22
图 35、博士眼镜线上团购券销售情况	22
图 36、抖音平台销售以团购券叠加内容营销为主	22
图 37、中国眼镜及镜片购买渠道 (截至 2022 年 11 月)	23
图 38、国内眼镜连锁品牌市占率较低	24
图 39、美国眼镜行业市场份额及变化 (亿美元, %)	25
图 40、日本三大眼镜品牌营收及市占率 (亿日元, %)	25
图 41、本次交易前镜联易购股权结构	25
图 42、本次交易完成后镜联易购股权结构 (截至 2023Q1)	25
图 43、眼镜旧加盟模式效率低	26
图 44、传统加盟与轻加盟流程对比	27
图 45、某眼镜供应链电商对客户的划分	28
图 46、眼镜批发城是小 B 主要拿货渠道	28
图 47、博士眼镜将从多方位助力小 B 降本增效	28
图 48、镜联易购平台积分政策、优惠券进一步为小 B 降低成本	29
图 49、ERP 平台	29
图 50、公司与服务商的互惠模式	30
图 51、小程序查看服务商样图	30
图 52、公司数字化具备竞争优势	30
图 53、益丰药房、老百姓新增门店数量及毛利率变动情况	32
图 54、药店企业自有品牌销售及战略情况	32
图 55、22H1 漱玉平民自有品牌毛利率远高于零售毛利率	32
图 56、消费者对眼镜店品牌认知情况 (2021 年)	33
图 57、消费者对镜片品牌的认知情况 (2021 年)	33
图 58、博士眼镜自有镜架品牌莱博特德	33
图 59、博士眼镜自有镜片品牌德纳司	33
图 60、加盟三步走	35
图 61、智能眼镜产品	35

投资要点

博士眼镜是眼镜零售行业首家上市公司，立足华南、拓展全国，逐步开启多元品牌、全域运营。博士眼镜成立于1993年，于2017年在深交所创业板上市，是国内眼镜零售行业第一家上市公司。从区域分布来看，公司立足华南市场，已成为深圳第一大专业眼镜连锁店品牌，同时，公司积极拓展全国市场，截至22年末513个经营网点已遍布全国23省份；2010年以来，公司针对不同客群推出六大差异化品牌，打造多元品牌矩阵；2018年开始公司持续完善线上布局，开展全域运营，2023年公司战略性布局新零售业务，拓展数字化加盟。

本篇报告将博士眼镜的发展路径分为三个阶段，探讨其在不同阶段的业务逻辑与成长看点。除了自营业务的稳健增长之外，我们重点分析了博士眼镜基于数字化加盟新模式和灵活高效加盟采购平台在加盟门店数量方面的较大拓展空间，同时我们认为市场或低估了公司未来有望基于庞大门店覆盖，进一步拓展深度加盟乃至收购，实现市占率及业绩规模扩张的潜力。

- **博士 1.0:** 自营门店稳扎稳打，开店数逐年稳定上升，其中直营门店为主，截至2022年共有线下直营门店493家，占公司总门店数的96%，直营业务、电商业务营收贡献占比合计约91%；在行业内生增长及引流方式创新的推动下单店平效亦逐步提升，公司营收及业绩基本盘稳定。
- **博士 2.0:** 提出轻加盟模式思路，依托交易及服务平台镜联易购打通供应链上下游数据，通过数字化平台汉高信息制定一站式开店方案和加盟政策吸引非连锁小店、“夫妻老婆”店的加盟合作，并建立加盟采购平台，有望快速提升公司门店覆盖速度及密度，引领行业进入新时代。
- **博士 3.0:** 公司通过轻加盟模式有望将门店数量提升至万家以上，其后，基于对门店经营情况的深度了解，公司可以从中筛选出具备优质地理位置、天然流量禀赋、良好客户口碑等竞争优势的门店转型升级为深度加盟、股权收购，实现前期投入更低、成功率更高的市占率扩张；同时，公司持续扩大在眼镜行业及眼视光行业上下游布局，探寻产业链内更多可探索的方向。

最后，基于对各销售模式发展趋势及公司竞争力的分析，我们对公司直营、加盟及线上业务分别进行盈利预测，我们预计2023-2025年公司营收有望实现较快增长，实现营收分别12.59亿元、16.07亿元、20.80亿元，实现归母净利润分别1.33亿元、1.77亿元、2.68亿元，对应归母净利率水平有望达10.5%、11.0%、12.9%，对应2023年7月24日收盘价PE分别为30倍、23倍、15倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

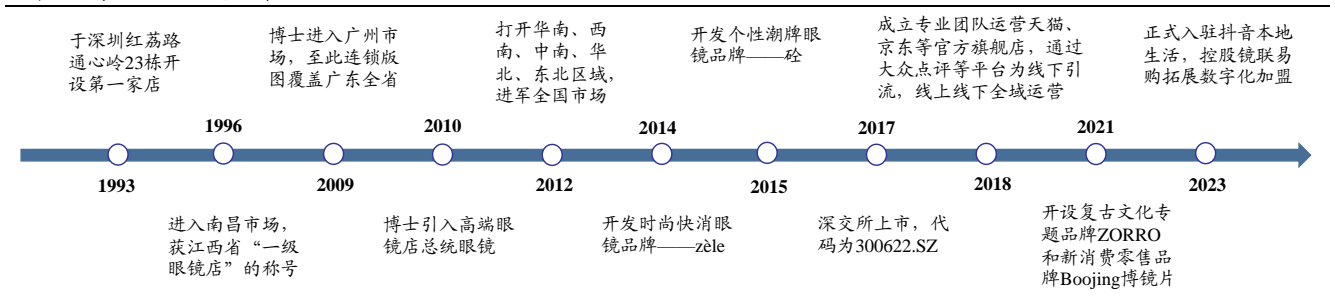
1、博士眼镜复盘：深耕眼镜零售三十年，发展稳扎稳打

1.1、历史沿革：立足华南、拓展全国，多元品牌、全域运营

博士眼镜是眼镜零售行业首家上市公司，立足华南、拓展全国，逐步开启多元品牌、全域运营。公司成立于1993年，于2017年在深交所创业板上市，是国内眼镜零售行业第一家上市公司。从区域分布来看，公司立足华南市场，已成为深圳第一专业眼镜连锁店品牌，同时，公司积极拓展全国市场，截至22年末513个经营网点已遍布全国23省份；2010年以来，公司针对不同客群推出六大差异化品牌，打造多元品牌矩阵；2018年开始公司持续完善线上布局，开展全域运营；2023年公司战略性布局新零售业务，拓展数字化加盟。

- **初创与市场拓展（1993年-2009年）**：博士眼镜自1993年在深圳开设第一家店面，后于1996年、1998年分别进入南昌、东莞市场，2009年实现广东省的全面布局，至2012年已打开华南、西南、中南、华北、东北区域，进军全国市场；
- **多元品牌建设（2010年-2017年）**：其间公司基于不同目标客群的消费力和喜好，不断推出相应的多元化品牌，从高端品牌President、到个性潮牌砵和复古品牌ZORRO等；
- **全域运营及数字化加盟（2018年至今）**：2018年公司成立专业团队运营天猫、京东平台官方旗舰店，并通过大众点评、百度糯米、天猫团购等平台为线下引流，2019年公司线上收入同比增长253%，线上微商城亦成功落地；2023年以来，公司推动抖音直播上线，并正式入驻抖音本地生活，创新引流方式，线上线下全域运营进一步完善，同时控股汉高信息及其子公司镜联易购，开辟数字化加盟新模式。

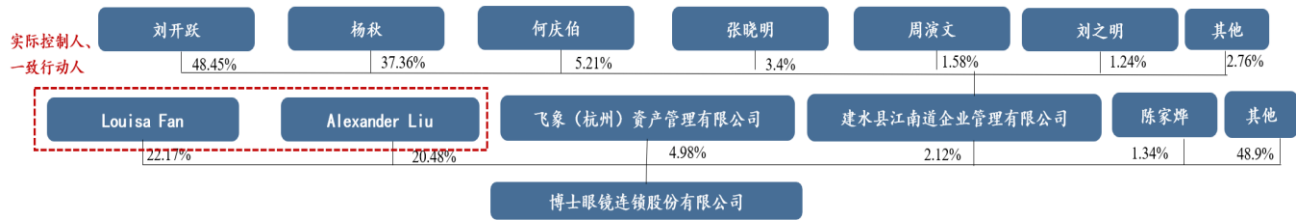
图1、博士眼镜历史沿革



资料来源：公司年报、公司官网，信达证券研发中心

1.2、公司治理：股权结构集中，管理层经验丰富、团队稳定

公司创始人夫妇合计持股42.65%，股权结构较为集中。截至23Q1，公司董事长Alexander Liu及总经理Louisa Fan作为实际控制人和一致行动人合计持股42.65%；此外，飞象资产管理和建水县江南道企业管理分别持股4.98%和2.12%，其中，飞象资产管理于22年5月受让公司董事长Alexander Liu 5%的股份，其合伙人夏伟奇现任公司镜联易购董事长；建水县江南道企业管理为员工持股平台，公司其他高管主要通过此平台持股。

图 2、博士眼镜股权结构（截至 23Q1）


资料来源：天眼查，信达证券研发中心

公司高管经验丰富、团队稳定，大多任职超 20 年。董事长 Alexander Liu 及总经理 Louisa Fan 自 1993 年起经营管理博士眼镜品牌连锁门店，董事长曾获“深圳百名行业领军人物”、“中国品牌百名创新人物”等荣誉，总经理曾任深圳市视光学会副会长，行业积累丰厚。高层其他成员多自公司成立之初即加入，曾分管人事、财务、区域运营等部门，任职超 20 年，团队基础稳定，此外，公司董事会还聘任有中山眼科中心副院长等阅历资源丰富的行业专家。

表 1、博士眼镜管理层信息

姓名	年龄	职务	入职时间	简历
Alexander Liu	61	董事长	1997	1997 年与 LOUISA FAN 女士创立公司，现任公司董事长；2022 年至今担任博士眼镜(香港)有限公司董事
Louisa Fan	54	董事、总经理	1997	1997 年与 ALEXANDER LIU 先生创立公司，现任公司董事、总经理；2012 年至 2021 年担任深圳市视光学会副会长
刘开跃	60	董事、副总经理	2001	历任公司人事经理、行政总监，2005 年至今任本公司副总经理
杨秋	54	董事、副总经理、董事会秘书	2003	历任公司财务经理、财务总监，2011 年至今任公司董事、副总经理，2012 年至今任本公司董事会秘书
刘之明	51	董事、副总经理	1997	历任公司人力资源部经理、总经办主任、开发部总监，2011 年至今任本公司董事，2018 年至今任本公司副总经理
曾骥文	62	董事	2018	1998 年至今历任中山大学中山眼科中心医院副院长、验光配镜中心主任等；现任中华眼视光学与视觉科学杂志编委、全国卫生产业企业管理协会视光产业分会副会长等；2018 年至 2021 年担任公司独立董事，2021 年至今担任公司董事
张晓明	50	财务总监、副总经理	2013	2013 年 4 月入职任本公司财务经理，2013 年 11 月至今任本公司财务总监，2018 年至今任本公司副总经理
何庆伯	47	副总经理	2000	历任公司区域营运总监、区域营运高级总监、监事会主席，2018 年至今任本公司副总经理
Bing Xia	38	总经理助理、人力资源部总监	2022	2022 年 12 月加入公司；曾先后任职于多伦多道明证券、洲际交易所、帕克兰集团、浙江大搜车融资租赁和杭州有赞科技

资料来源：公司官网、公司年报，信达证券研发中心

1.3、商业模式：公司位于产业链下游，线上线下协同发展

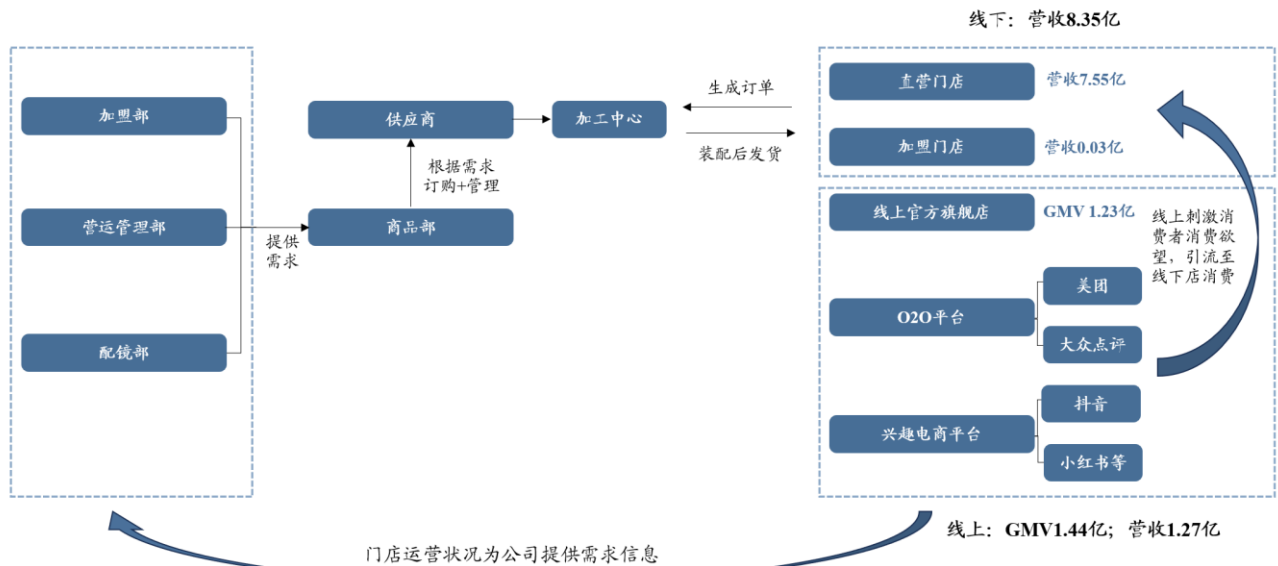
眼镜行业产品整体由 B 端向 C 端流通，公司处于产业链下游。眼镜行业产业链可分为上游、中游、下游：上游由原材料和辅料供应商、设备供应商构成；中游主要由镜片、镜架生产厂商构成；下游主要由代理商、经销商和镜片零售商组成。博士眼镜处于眼镜零售行业下游，并向上游产业链拓展。

图 3、眼镜行业产业链


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

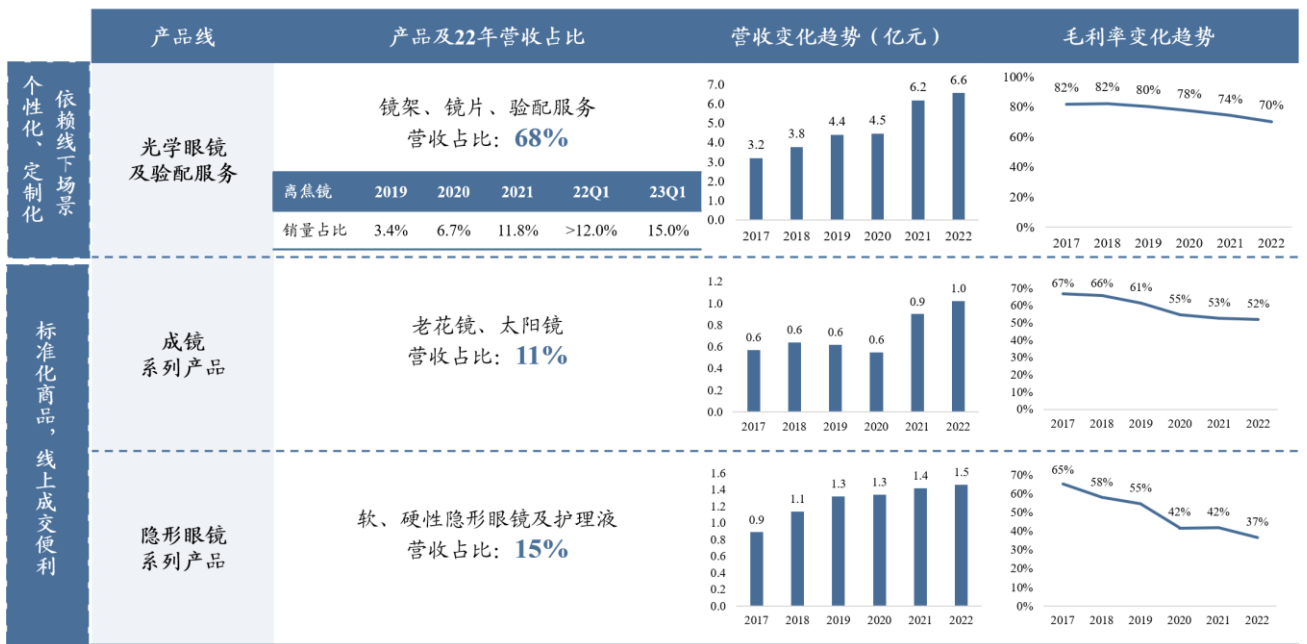
从商业模式来看，公司采用线上线下全渠道营销的销售模式，集中采购、加工中心直接装配发货的供应链模式和以光学眼镜及验配为主的产品结构。

- **销售模式：线下直营+数字化加盟、线上电商销售及引流，全渠道协同发展：**1) 线下来看，建立广泛的直营网络，其中自营方式下公司自主租赁开设门店、自行收款，联营方式下由联营方提供场地和收款服务、公司提供产品和销售管理；同时，公司开创数字化加盟模式，为加盟商提供品牌背书、运营管理输出、线上流量扶持及采购平台等，收取供货收入及加盟费。2) 线上来讲，公司积极开拓电商业务，一方面通过在电商平台开设官方店铺进行直接销售，另一方面通过美团、大众点评等 O2O 平台，以及抖音、快手、小红书等兴趣电商宣传产品信息、优惠活动、门店位置，并销售团购券，为线下门店进行引流。
- **供应链模式：公司集中采购，加工中心直接装配发货，供应链效率不断优化。**采购方面，公司商品部结合营运管理部、加盟部、配镜部收集的采购需求制定采购计划并进行订货，对供应商进行选择及动态管理；2019 年公司供应链运营中心竣工，并实现与部分供应商的订货系统数据直接交换，存货管理及供应链效率进一步提升。配送方面，公司门店与加工中心订单信息全面打通，订单生成后由加工中心使用仓库镜架直接装配合格后发给门店，或是加工中心将加工后镜片发给门店、门店自行装配，避免镜架从门店送回加工后再送回门店的环节，交付时间和配送成本有效优化。

图 4、博士眼镜商业模式


资料来源：公司年报，信达证券研发中心；注：营收及 GMV 数据为 2022 年年报披露数据

- 产品结构：布局三大眼镜产品线及相应服务，光学眼镜及验配为公司营收及毛利主要来源。**光学眼镜及验配服务贡献公司主要的营收及毛利，2022 年收入占比 68%，毛利率可达 70%，其中，离焦镜产品自 18H2 于公司门店陆续上架销售，销量占比已由 2019 年的 3.4% 大幅提升至 23Q1 的约 15%，并已基本实现主力客群的价格段全面覆盖；成镜系列产品 2022 年收入占比 11%、毛利率 52%，主要包括老花镜、太阳镜等；隐形眼镜系列产品主要为软、硬性隐形眼镜及护理液，2022 年占比约 15%，毛利率 37%；此外，公司还销售有其他眼健康周边产品等。结合销售渠道来看，目前线上成交以成镜、隐形眼镜等标准化商品居多，而光学眼镜验配具备个性化、定制化属性，仍较为依赖线下门店的专业验配服务。







图 5、公司产品结构情况


资料来源：Wind、公司年报、公司公告，信达证券研发中心；注：由于公司 2021 年以来分产品收入及成本统计口径发生变化，上图中，2020 年及以前光学眼镜及验配服务为镜片、镜架合计计算得到，成镜系列产品为老花镜、太阳镜合计计算得到，隐形眼镜系列产品为隐形眼镜、隐形眼镜护理液合计计算得到

1.4、品牌矩阵：多元化品牌矩阵面向差异化场景、满足多层次客群

公司满足多层次客群需求，打造六大眼镜零售品牌。博士眼镜是公司旗下门店最多的品牌，定位为专业视光，共有 349 家直营门店。此外，公司还先后推出了专注于高端定制的 President optical（2010）、时尚快消的 Zè le（2014）、主打加盟服务的砣（2015）、文化复古主题的 ZORRO（2021），和新零售品牌 Boojing（2021），多元化品牌形成差异化矩阵，有利于满足不同场景、不同客群的消费需求。

表 2、公司产品矩阵情况

	 博士眼镜	 President optical	 zèle	 砣	 ZORRO	 BOOJING 博镜
品牌矩阵	博士眼镜	President optical	zèle	砣	ZORRO	Boojing
创立时间	1993	2010	2014	2015	2018	2021
定位	专业视光	高端定制	时尚快消	加盟服务	文化复古	新消费零售
直营门店数	349	74	4	7	2	2
加盟门店数	-	-	8	13	-	-
可对标品牌	宝岛眼镜	溥仪眼镜	LOHO	木九十	-	-

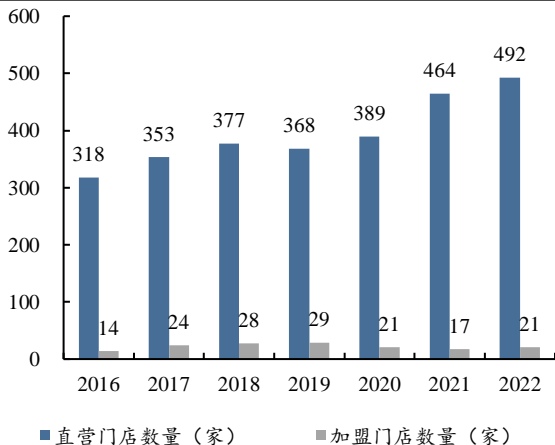
资料来源：公司年报，信达证券研发中心；注：门店数量为截至 2022 年数据

1.5、门店情况：直营稳步开店，加盟门店暂占少数

开店数量稳步增长，增量主要来源于直营渠道。截至 2022 年底，公司共有门店 513 家，其中直营门店 492 家，加盟门店 21 家。除 2019 年外，直营门店数量均呈正增长，其中 2021 年公司大幅拓店，直营门店数量净增 75 家，以华南（新增 46 家）和华东

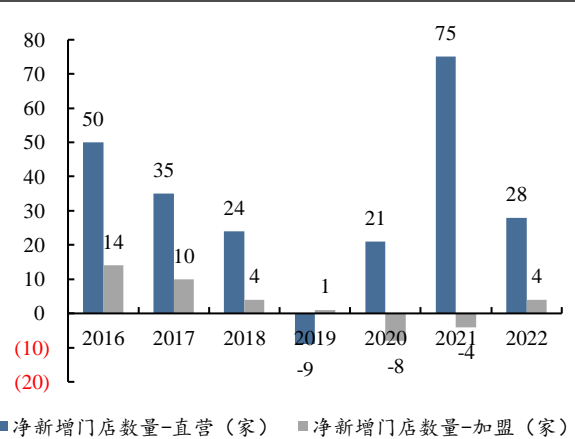
(新增 16 家) 地区为主；由于深度加盟门店难以标准化推广，此前传统加盟模式门店维持较低水平。

图 6、公司直营门店及加盟门店数量情况 (家)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

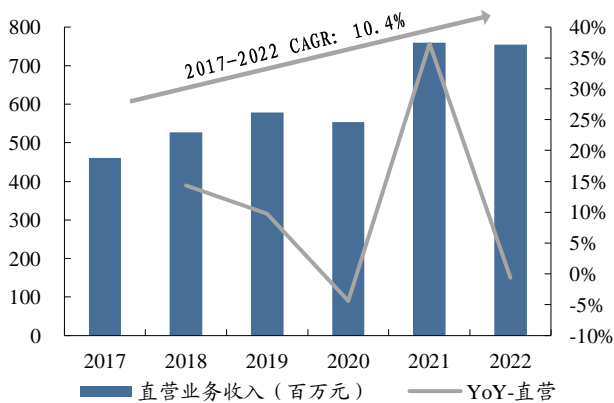
图 7、公司直营门店及加盟门店净增量情况 (家)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

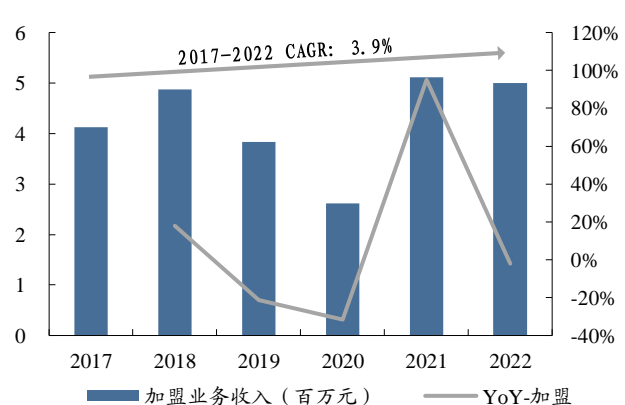
直营业务贡献主要收入，加盟业务有望快速成长。公司直营门店数量远超加盟门店，因而直营业务贡献主要营收，2022 年直营业务收入 7.6 亿元，占公司营收约 78%，电商业业务收入 1.27 亿元，营收占比约 13%；2020 年受疫情影响，直营、加盟业务收入均出现下滑，2021 年疫情防控形势相对平稳，同时受益于新增直营门店及公司对加盟商设置最低采购限额和淘汰机制，并加强指导支持等，两大渠道营收同步实现高速回升，2022 年公司展现较强经营韧性，直营及加盟业务营收基本保持稳定。展望后续，我们预计公司直营业务有望稳健发展，随着加盟业务模型的逐渐成型，公司开放数字化加盟，加盟业务有望加速成长。

图 8、公司直营业务收入及增速情况 (百万元)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

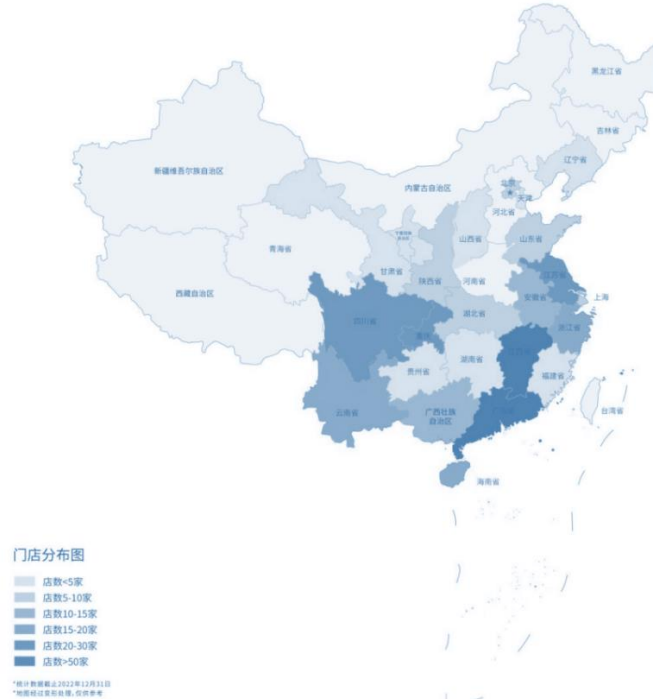
图 9、公司加盟业务收入及增速情况 (百万元)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

1.6、区位布局：华南、华东及西南市场较为成熟，区域版图持续拓展

从直营门店数量分布来看，公司深耕华南、华东、西南等优势地区，逐步向全国扩张。公司在全国范围内，尤其在广东、江西两省有着较强的品牌影响力，截至 2022 年底，公司在华南地区共有直营门店 273 家，占总门店数的超 50%，华东地区次之，共开出 126 家直营门店，占比 25%；2019 年后公司还向华中、西北地区扩张，至 2022 年华中、西北地区直营门店数分别为 6、7 家，已逐渐实现全国布局。

图 10、公司门店分布情况（截至 2022 年年报）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心；注：上图门店数量为直营、加盟的合计口径

从直营门店效益来看，成熟区域平效 2-3 万元、单店营收约 120-180 万。在华南、华东、西南等门店数量较高的相对成熟区域，单店营收稳定在 120-180 万，平效约 2-3 万元；其他市场门店数量较少，差异较大，华北、东北等门店效益较高，单店营收约 200-350 万元、平效可达 5-6 万元。

表 3、公司扎根华南、华东、西南等地区，逐步向全国辐射

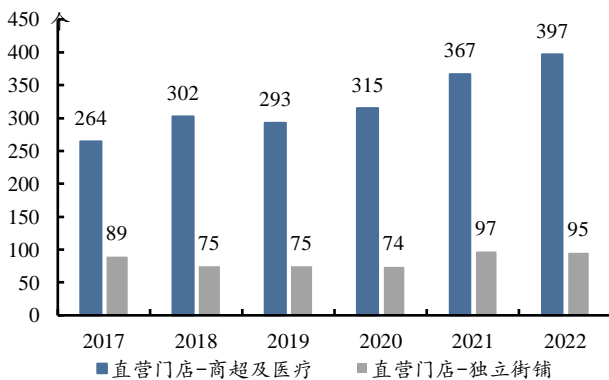
相对成熟市场	2017	2018	2019	2020	2021	2022	相对空白市场	2017	2018	2019	2020	2021	2022
华南地区							华北地区						
门店数量	190	204	200	208	254	273	门店数量	8	8	7	4	6	7
店面坪效 (万元/平米/年)	2.58	2.71	2.90	2.76	3.18	2.73	店面坪效 (万元/平米/年)	2.41	2.42	1.89	2.77	5.23	4.83
营业收入 (万元)	30727	34661	37041	34662	45479	45089	营业收入 (万元)	1167	936	985	1218	2093	2387
yoy	10%	13%	7%	-6%	31%	-1%	yoy	15%	-20%	5%	24%	72%	14%
单店营收 (万元)	162	170	185	167	179	165	单店营收 (万元)	146	117	141	304	349	341
华东地区							东北地区						
门店数量	91	84	90	102	114	126	门店数量	7	7	2	3	4	5
店面坪效 (万元/平米/年)	1.44	1.45	1.73	1.69	2.21	2.04	店面坪效 (万元/平米/年)	0.14	0.94	2.10	5.63	6.83	6.04
营业收入 (万元)	8447	9144	10917	11453	17236	17130	营业收入 (万元)	364	643	598	635	1408	1147
yoy	24%	8%	19%	5%	50%	-1%	yoy	18%	76%	-7%	6%	122%	-19%
单店营收 (万元)	93	109	121	112	151	136	单店营收 (万元)	52	92	299	212	352	229
西南地区							华中地区						
门店数量	57	74	68	66	75	68	门店数量			1	1	3	6
店面坪效 (万元/平米/年)	1.65	1.69	1.71	1.60	1.85	1.72	店面坪效 (万元/平米/年)			4.09	3.41	5.74	4.28
营业收入 (万元)	5430	7355	8331	7136	9100	8335	营业收入 (万元)			15	153	459	1008
yoy	29%	35%	13%	-14%	28%	-8%	yoy				900%	200%	119%
单店营收 (万元)	95	99	123	108	121	123	单店营收 (万元)			15	153	153	168
							西北地区						
							门店数量				3	8	7
							店面坪效 (万元/平米/年)				0.83	0.78	0.99
							营业收入 (万元)				97	227	433
							yoy					133%	91%
							单店营收 (万元)				33	28	62

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

1.7、渠道结构：公司商超及医疗门店更具优势，平效稳中有升

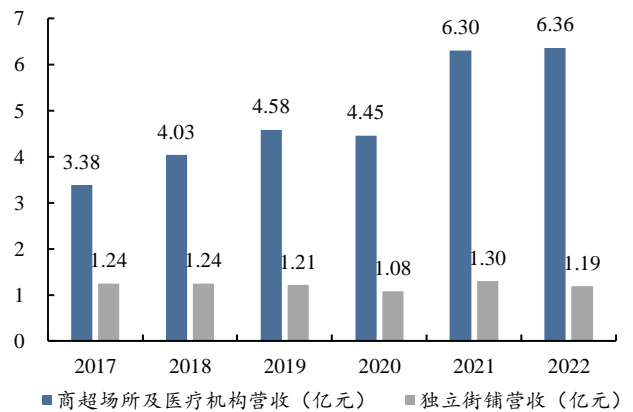
公司直营门店以商超及医疗业态为主，商超及医疗门店较独立街铺更具优势。2022年公司492家直营门店中有397家为商超及医疗门店，门店数量及门店面积均占八成左右。从营收体量来看，公司营收规模前十大门店全部为商超场所及医疗机构门店，2021-2022年商超及医疗业态营收占比均超80%；从营收增速来看，商超及医疗业态亦显著高于独立街铺，2021年商超及医疗门店增速高达42%，而独立街铺增速不及20%，2022年商超及医疗业态实现营收6.36亿元，在独立街铺营收（1.19亿元）同比下滑近9%的情况下仍保持正增长。从单店店效看，直营渠道整体单店营收、商超及医疗业态单店营收均稳定提升，且高于独立街铺，而近三年来独立街铺单店营收持续下滑。

图 11、2017-2022 年公司直营门店分业态门店数量情况



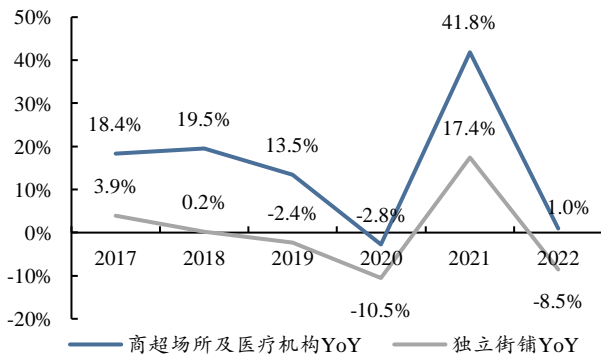
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 12、2017-2022 年直营门店分类型营收情况（亿元）



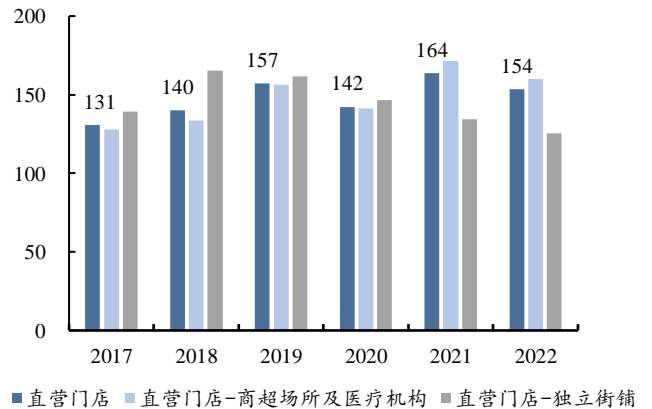
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 13、2017-2022 年公司直营门店分业态营收增速情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 14、2017-2022 年直营门店分类型单店营收情况（万元）



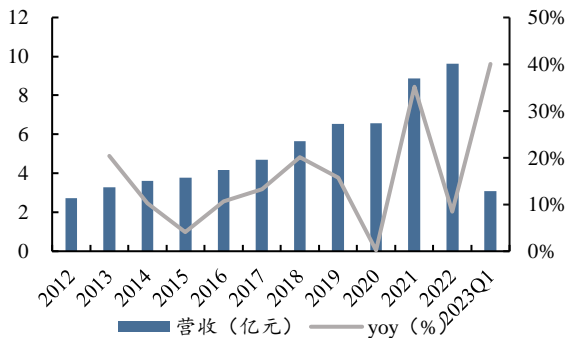
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

1.8、财务数据：营收及业绩增长稳扎稳打，营运能力持续提升

收入增长稳扎稳打，23Q1 恢复增长势能。疫情前公司收入呈稳步增长趋势，后于2020年疫情冲击下有所承压，2022年受疫情影响，实现营收9.62亿元，同比增长8%，增速有所放缓，但23Q1公司收入增长势能已迅速恢复，营收同比增长40%至3.10亿元，彰显公司强劲经营韧性。

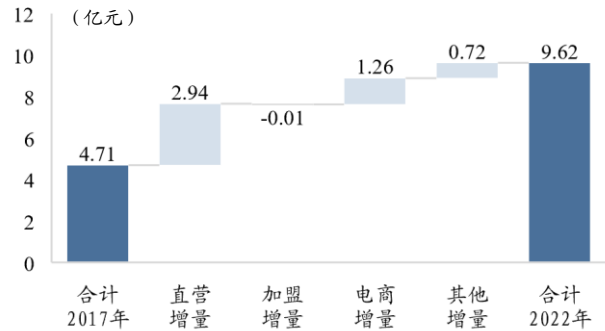
拆分 2017-2022 年营收增长来源来看，直营及电商渠道贡献主要增量。2022 年公司营收较 2017 年增长 4.91 亿元，2017-2022 CAGR 约 15%；其中，直营渠道收入增长 2.94 亿元，2017-2022 CAGR 约 10%，贡献 60%的营收增量，为最主要增长来源；电商渠道次之，共增长 1.26 亿元、贡献占比 26%，由于初期线下业务体量较小，电商渠道 2017-2022 CAGR 达到约 143%。

图 15、2012-23Q1 公司营收及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

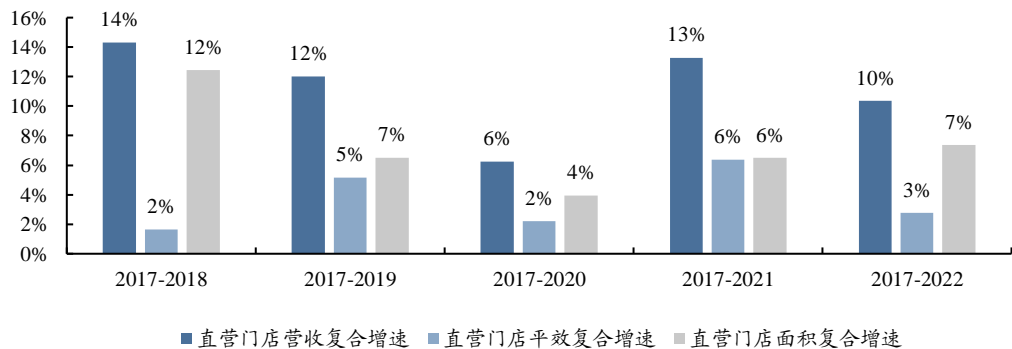
图 16、2017-2022 年公司营收增量来源分渠道拆分



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

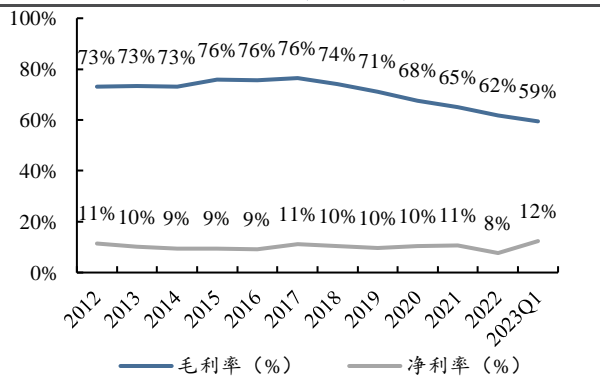
新增门店+单店平效共同促进直营门店营收增长。从 2017-2021 年营收复合增速来看，平效及面积贡献程度基本相当；2021 年及 2022 年公司直营门店快速拓店，门店数量及门店面积大幅增长，2017-2022 年营收 CAGR 约 10%，其中约七成来自于面积的扩大，三成来自平效的提升。

图 17、2017-2022 年直营门店营收复合增速来源拆分

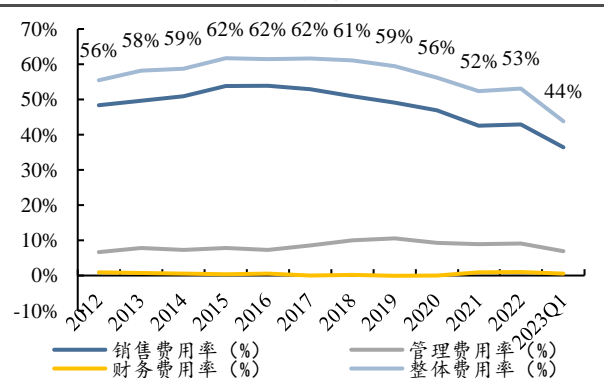


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

毛利率缓慢下降，净利率稳中有升。毛利端来看，2017 年以来，公司毛利率整体由约 74%下降至 2022 年的 62%，主因：1) 产品端：公司主动调整产品结构及销售策略，树立中高端品牌形象，毛利率相对较低的国际品牌镜架及功能性镜片的销售占比提升；2) 渠道端：毛利率相对较低的线上业务占比提升，而公司线下业务毛利率处于相对稳态。**净利率端来看**，公司管理费率、财务费率长期保持相对稳定，近年来销售费率下降带动整体费用率降低，净利率稳中有升，23Q1 实现净利率约 12%。

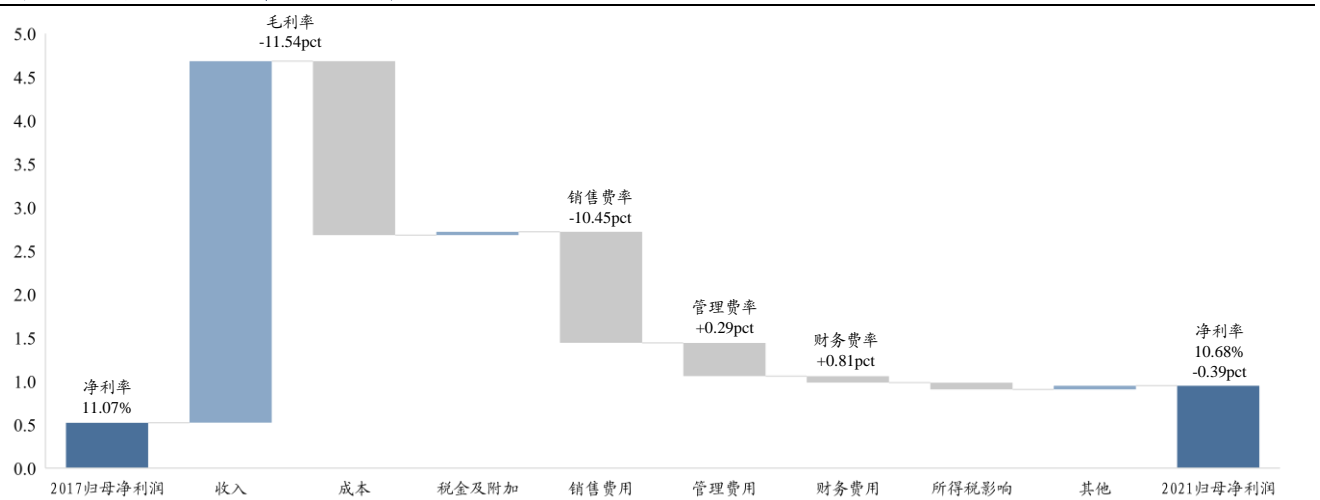
图 18、2012-23Q1 公司毛利率及净利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19、2012-23Q1 公司期间费率情况


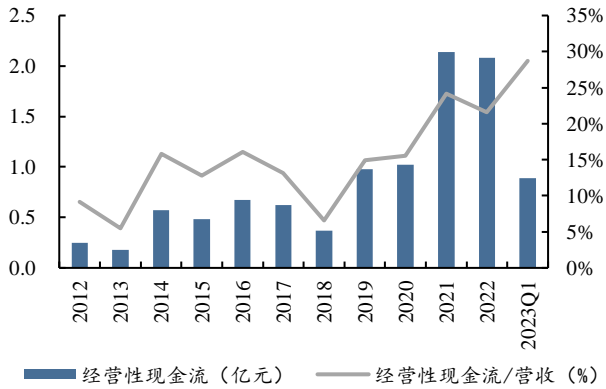
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

拆分盈利能力来看，收入规模扩大带来的毛利提升为业绩增长主要驱动力。2021 年公司实现归母净利润 0.95 亿元，较 2017 年增加 0.43 亿元，2017-2021 CAGR 约 16%，营收体量扩大下毛利额的增长，2021 年毛利率虽较 2017 年下滑约 10pct，但毛利额实现增量 0.47 亿元；此外，2021 年公司销售费率较 2017 年大幅下降 11pct，亦对业绩增长有所助力。

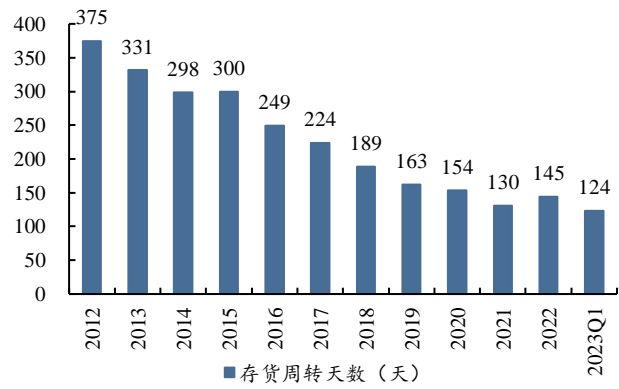
图 20、公司 2017-2021 年盈利能力拆分


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

经营性现金流显著好转，库存持续优化。从现金流情况来看，公司经营性现金流自 2018 年开始持续好转，2022 年已达 2.08 亿元，且经营性现金流营收占比稳步提升，现金流情况较为健康；从库存情况来看，公司存货周转天数稳定下降，2022 年的 145 天相较于 2012 年 375 天、2017 年的 224 天分别下降约 61%、35%，体现公司运营效率的不断强化。

图 21、2012-23Q1 公司经营性现金流情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

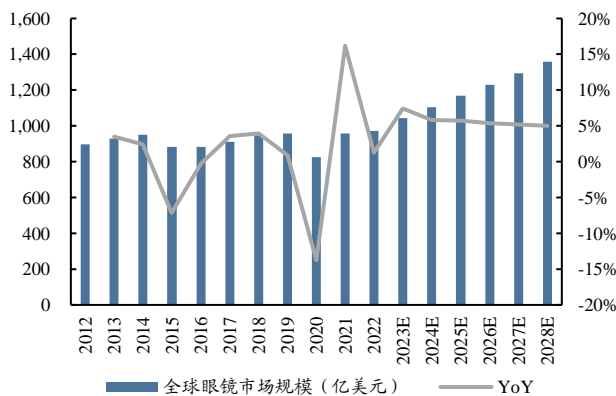
图 22、2012-23Q1 公司存货周转天数情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

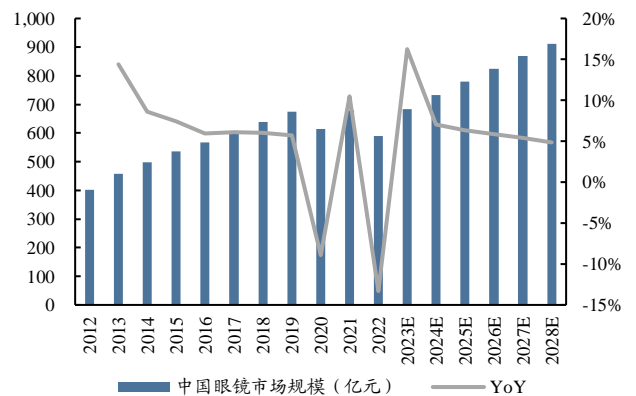
2、自营业务：内生增长+创新获客方式推动下有望稳定增长

2.1、行业规模：中国眼镜市场稳定增长，眼镜零售行业大有可为

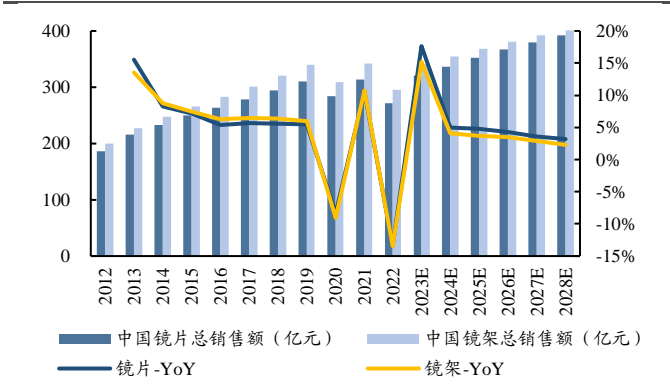
欧睿数据：中国眼镜行业市场规模稳健提升。欧睿预计全球及中国眼镜市场规模均整体呈逐步上升趋势，2028 年全球和中国眼镜市场规模分别有望达到 1358 亿美元、911 亿元，其中 2012-2022 年中国眼镜市场规模 CAGR 可达 4%，远高于同期全球眼镜市场 CAGR（0.8%）。随着国内居民对视觉健康的日渐重视、近视群体的不断扩大、功能性镜片需求的日益旺盛，成镜、镜片市场规模持续增长，并带动与之相匹配的镜架产品销量呈现增长趋势，中国镜片市场规模从 2012 年的 186 亿元增长至 2022 年的 272 亿元，CAGR 约 4%，欧睿预计 2023 年开始镜架镜片销售额同步上升，2028 年中国镜架产品零售规模有望突破 400 亿元。

图 23、全球眼镜市场规模及增速（欧睿口径，亿美元）


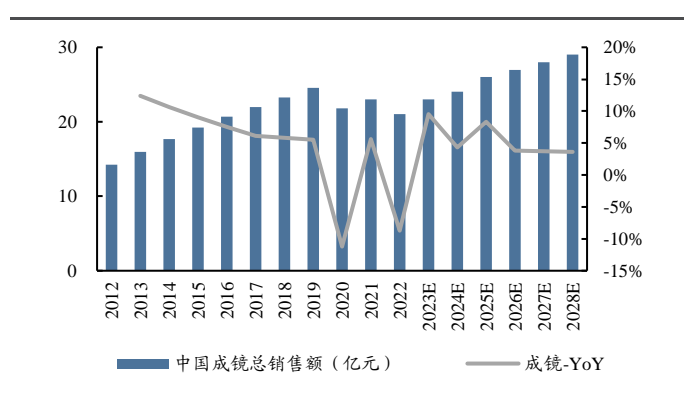
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心; 注: 全球眼镜行业市场规模仅含眼镜规模, 不含隐形眼镜和太阳眼镜市场规模

图 24、中国眼镜市场规模及增速（欧睿口径，亿元）


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心; 注: 中国眼镜市场规模仅含眼镜规模, 不含隐形眼镜和太阳眼镜市场规模

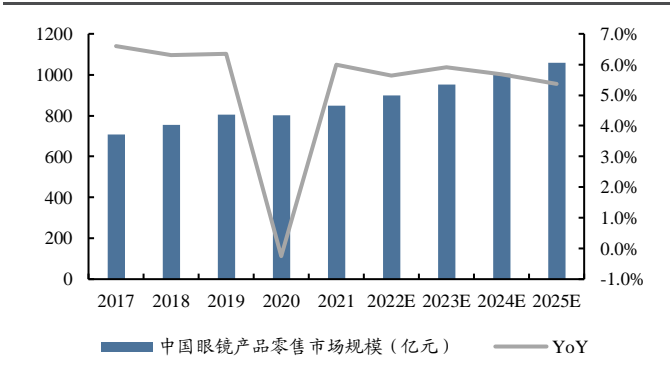
图 25、中国镜片、镜架产品市场规模及增速（欧睿口径，亿元）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

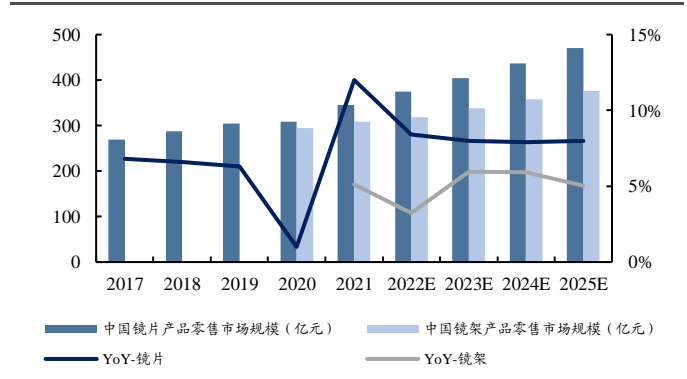
图 26、中国成镜产品市场规模及增速（欧睿口径，亿元）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

艾瑞咨询数据：2024 年中国眼镜产品零售规模有望超千亿，眼镜零售行业大有可为。 2017-2021 年中国眼镜市场规模逐渐扩大，从 709 亿元增长至 850 亿元，CAGR 约 4.6%；2020 年疫情影响下中国眼镜零售市场出现负增长，2021 年受益于近视防控镜片等功能性镜片的热销，中国眼镜市场规模实现反弹。艾瑞咨询预计，在功能性镜片迭代升级、“一人多镜”理念推广等因素驱动下，未来 3-5 年眼镜市场有望保持稳定增长，2024 年中国眼镜产品零售市场规模即有望突破 1000 亿元，2025 年镜片、镜架产品市场规模分别可达 471、376 亿元，2021-2025 CAGR 分别约 8%、5%。

图 27、中国眼镜市场规模及增速（艾瑞口径，亿元）


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 28、中国镜架、镜片产品市场规模（艾瑞口径，亿元）


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2.2、行业驱动力一：“一人多镜”理念得到推广，功能性镜片发展迅速

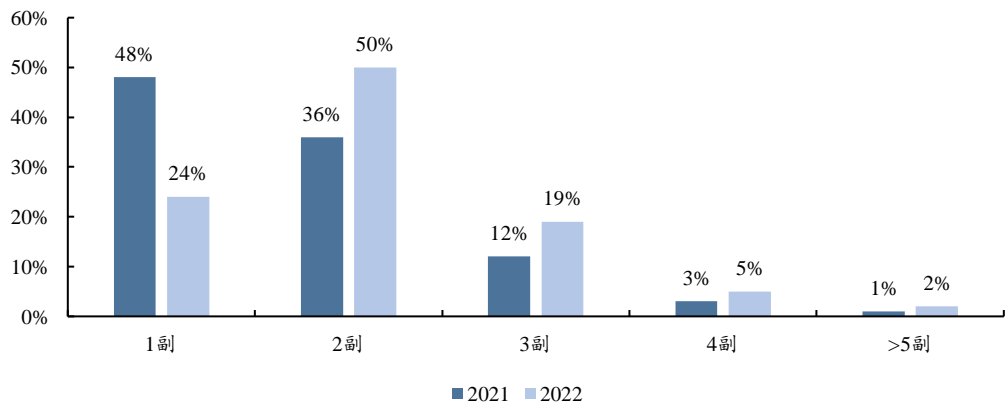
超 50% 消费者开始“一人多镜”，眼镜逐渐成为彰显个性的载体。 当前消费者购买眼镜不再只是满足单一的视力矫正需求，而是更加重视眼镜的功能、品质以及不同场景的适配性等多样化需求，眼镜的消费属性逐渐增强，眼镜品牌 LOHO 将“一人四镜”作为宣传点，鼓励消费者在不同的生活场景佩戴不同类型的眼镜，“一人多镜”正在成为潮流。2022 年，超 50% 消费者有“一人多镜”的习惯，持有 2 副及以上眼镜人数占比达 76%，同比增长 24pct，其中持有 3 副以上眼镜的消费群体占比同比增幅近 10pct，“一人多镜”、“眼镜配饰化”等理念得到推广，推动眼镜市场扩容。

图 29、“一人多镜”理念得到推广



资料来源：社区营销研究院、LOHO 眼镜生活公众号，信达证券研发中心

图 30、2021 年和 2022 年消费者拥有眼镜数量情况



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心；注：样本量 N=2063，通过艾瑞 iClick 平台调研获得

消费者对视觉健康的诉求增加+眼镜厂商不断丰富升级镜片产品矩阵，功能性镜片有望成为镜片市场主力军。普通单光镜片仅能满足基本的视力矫正需求，在终端消费者需求升级叠加厂商追求更高利润的双重驱动下，功能性镜片逐渐成为镜片市场的重要组成部分，如对于儿童及青少年，家长更加注重其度数的增长和眼轴的增加情况，选择近视防控离焦镜片以缓解近视加深；成人渐进多焦点镜片、抗疲劳眼镜等造福于中老年人，为佩戴者提供了更宽广的视觉效果和更舒适的视觉体验。根据公司投资者关系活动记录表披露，公司功能性镜片（包含防蓝光、成人渐进、驾驶型镜片、数码片、离焦镜片等）占镜片销售额的 40%左右。

表 4、当前主要功能性镜片类型及特点

	镜片类型	特点	产品举例
普通镜片	单光镜片	单片仅单个光学中心点，无特殊膜层工艺，满足视光矫正及眼睛保护的基础需求	明月单光系列（298-3598元） 依视路单光系列（360-6460元）
	近视防控离焦镜片	通过特殊的光学设计把投射在视网膜后面的焦点移到视网膜上或前方，同时矫正视网膜中心视力和周边视力，以抑制眼轴增长——缓解儿童青少年近视加深	明月轻松控Pro（2298-2698元） 依视路星趣控（3980-4580元）
	成人渐进多焦点镜片	在同一镜片上矫正远用、近用等不同距离的视力，满足不同距离视物的需要——为中老年佩戴者提供更宽广的视觉效果	明月维适（668-4238元） 依视路万里路X（5800-39240元）
	光敏感镜片	缓解强光、反光等刺眼光线的影响——如减弱对面车灯、路灯散射光等刺眼强光造成的眩晕感、及在光线较暗或天气不好时给驾驶员带来更好的视觉效果	明月智能变色系列（798-1998元） 依视路全视线智能感光（1480-16800元）
	有害光防护镜片	通过膜层反射有害光，或是在镜片制作时加入可吸收有害光的材料，保护眼睛免受紫外线、蓝光等有害光的伤害	明月双重防蓝光（468-1498元） 依视路钻石A4（980-8900元）
	抗疲劳型镜片	在原屈光度的基础上，在镜片下方附加+0.25-1.00D，降低眼睛看近时所需的调节力，缓解因长时间近距离用眼或电子设备使用时间过长所引起的调节性视疲劳	明月抗疲劳（698-3998元） 依视路爱赞系列（1180-4100元）
	防雾镜片	阻挡雾气及有害紫外线，在不同环境下带来持久无雾的视觉体验	依视路防雾镜片（1260-6400元）

资料来源：公司公告、艾瑞咨询、跃头条、光明网、中国消费者报、镜联服务商助手、天津市眼科医院视光中心，信达证券研发中心

近视防控成为全民关注热点，离焦镜片品类蓬勃发展。从供给端来看，2010年、2018年蔡司及豪雅两大外资品牌分别进入中国、打开国内离焦镜片市场，2020年以来国产品牌伟星、明月、爱博等相继入局，近视离焦产品不断丰富，并持续推进市场教育；从需求端来看，2022年全国儿童青少年总体近视率为53.6%，较2020年提升0.9pct，儿童青少年近视呈高发、低龄化趋势，而离焦镜在普通框架镜基础上补充了近视防控功能，且相较角膜塑形镜价格更低、佩戴便利，消费者接受度相对较高；从政策端来看，“十四五”期间，政府对青少年视力问题的重视亦有效推动了功能性镜片尤其是离焦镜品类的发展。

表 5、当前主要功能性镜片类型及特点

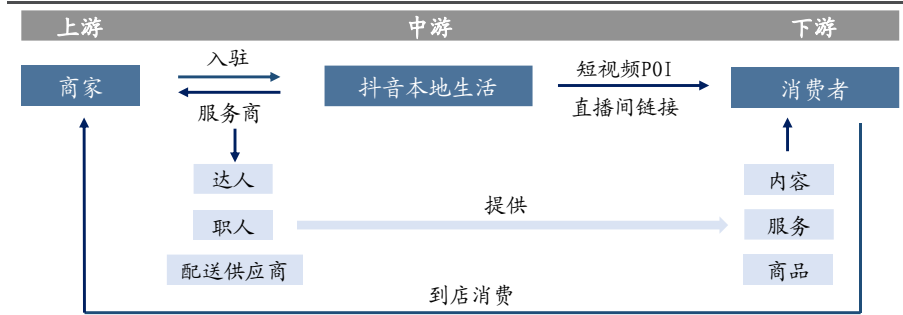
	公司	品牌	上市时间	售价（元/副）材料	技术路径	控制效果
外资品牌	蔡司	成长乐	2010.8	1130-3580 树脂	周边离焦技术	近视发展程度平均减缓30%
	尼康	逸学	2015.3	- -	8轴双非球面技术	-
	豪雅	新乐学	2018.7	3980 PC	多点离焦技术	儿童平均近视加深减缓59%
	依视路	星趣控	2020.11	3980-4580 PC	多点离焦技术	延缓近视加深平均达67%
	尼康	控优点	2022.6	- PC	点扩散	65%儿童首年近视度数无明显加深 两年临床：控制近视加深率59%，41%儿童近视度数无明显加深
	蔡司	小乐园	2022.5	3980 PC	同心环带微柱镜技术	1年延缓眼轴长度增长控制率： 1) H版63%；2) S版86%
国产品牌	万新	易百分	2020.3	880-1980 树脂	周边离焦技术	-
	明月镜片	轻松控	2021.6	1598-2598 树脂/PMC超亮	周边离焦技术	-
	伟星	星乐视	2020.10	2980 树脂	多点离焦技术	-
	明月镜片	轻松控pro	2021.12	2298-2698 树脂/PMC超亮	多点离焦技术	1年延缓近视加深有效率60%
	万新	易百分孔雀版	2022.2	2680 PC	连续点阵离焦技术	-
	鸿晨	防蓝光360环焦防控	2016	878-1755 树脂	360环焦周边视力控制技术	延缓近视发展平均42%
	爱博医疗	普诺瞳	2021.10	- 树脂	BCMD仿生复眼多焦点	延缓近视加深率67.57%，控制眼轴增长率68.75%
	新天鸿	贝悦星焦点	2022.1	- 树脂	复合多点光学微透镜离焦	-
	暴龙	至慧星	2022.4	3480 PC	S. D. M. S双效离焦技术	-
	欧普康视	梦戴维	2023.2	- -	四区非对称离焦	-

资料来源：蔡司云服务、上海市眼镜行业协会、尼康光学、卡尔蔡司光学、万新眼镜片、中国眼镜科技杂志、鸿晨集团、iBright学术汇、新天鸿光学有限公司、BOLON暴龙眼镜、欧普康视、四川欧普眼视光、EyesleeVision、黑眼睛视力健康管理、爱博诺德公司、爱博诺德官网，信达证券研发中心

2.3、行业驱动力二：承接抖音本地生活流量，创新获客方式

商家承接抖音本地生活流量，赋能线下门店。与传统的线下消费“需求-搜索-购买”路径不同，商家借助全域平台抖音的视频流量实行“店找人”模式，挖掘非目的性消费需求。抖音商家或达人在发布的短视频或直播中附带 POI 定位，给予商品推荐和一定的优惠团购活动，通过潜移默化的内容影响，激发消费者的到店消费需求。

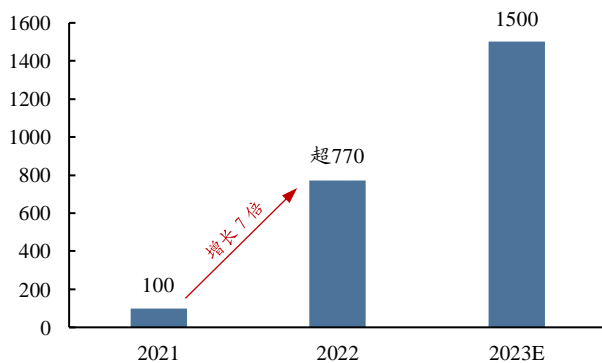
图 31、抖音本地生活服务模式



资料来源：抖音公众号、巨量引擎城市研究院，信达证券研发中心

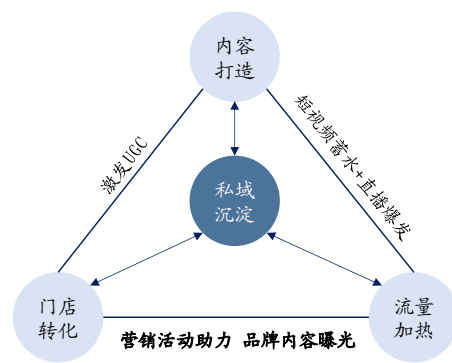
抖音本地生活服务增长快速，其中头部、连锁商家为抖音生活服务 GMV 的主要来源。2022 年抖音生活服务 GMV 超 770 亿元，同比增长 7 倍，目前抖音生活服务已覆盖 370 余座城市、合作门店超 200 万家，据 36 氪未来消费，23Q1 本地生活服务单月 GMV 均超百亿且环比持续增长，抖音生活服务保持快速增长势头。中小商家受限于薄弱的营销预算、效率低下的卖券投入产出比及自行运营内容和直播难度较头部更大，进行私域沉淀的效果不及头部商家，抖音生活服务 GMV 大头由头部、连锁商家贡献，考古加数据显示，8.9%的头部商家贡献了逾 50%的销售市场份额。我们认为在强兴趣导向逻辑下，头部商家在做大抖音销售规模的同时兼顾品宣，其广泛的连锁加盟门店更有利于消费者进店转化率的提升。

图 32、抖音本地生活服务 GMV (亿元)



资料来源：36 氪、36 氪未来消费、中国企业家杂志，信达证券研发中心

图 33、强兴趣导向下的本地生活服务

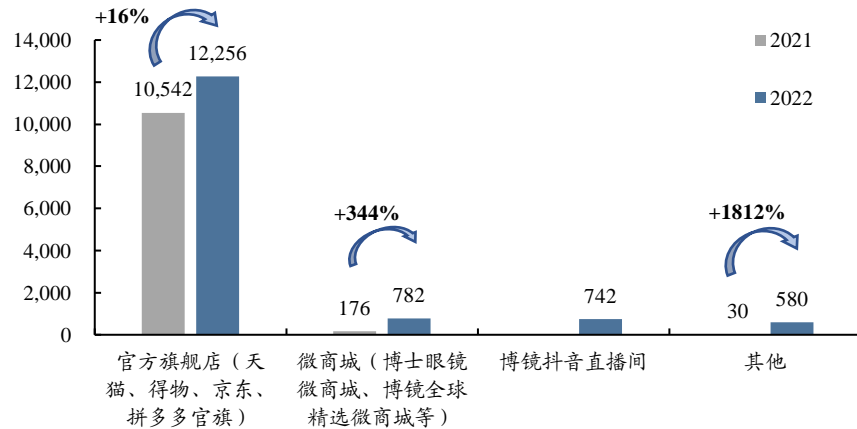


资料来源：巨量引擎城市研究院，信达证券研发中心

博士眼镜积极拥抱新零售，抖音投流显著增效。博士眼镜积极布局本地生活平台，入驻饿了么、美团、大众点评、抖音等线上平台，在天猫、京东、拼多多及博士眼镜微商城等线上平台通过发放优惠券等积极进行促销活动，引导消费者进店消费转化。2022 年公司线上团购销售情况同比增长 22%，且在各大线上平台均实现销售收入的大幅增长。2022 年公司在抖音店铺坚持常态化日播，借助直播间完成成镜系列产品在下沉市场的销售，2022 年抖音直播间实现营收 742 万元；2023 年 1 月公司在抖音生活平台上线，23Q1 公司在抖音本地平台曝光量达 1 亿次，新增会员 5.3 万人次、平台前端 GMV 达

4971 万元，转换线下门店核销团购收入 3777 万元，抖音端投流实现显著增效，助力门店客流、店效大幅增长。

图 34、博士眼镜线上平台销售情况 (万元)



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 35、博士眼镜线上团购券销售情况

线上团购券交易平台 (单位: 亿元)	2021	2022	YoY
大众点评	0.20	0.34	67.42%
天猫团购	0.20	0.21	7.42%
其他本地生活服务平台	0.06	0.11	74.43%
微商城	0.28	0.25	-12.13%
合计	0.74	0.90	22.00%
单位: 亿元	2020	2021	YoY
线上公域流量平台团购券交易金额	-	0.46	68.82%
相关线下订单GMV	0.34	0.58	-
线上私域流量平台团购券交易金额	-	0.28	-
相关线下订单GMV	0.26	0.39	52.10%
线下门店员工在私域流量平台分销商品GMV	0.00	0.02	254.72%
线下门店员工在私域流量平台分销提货券GMV	-	0.02	-

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 36、抖音平台销售以团购券叠加内容营销为主



资料来源：抖音，信达证券研发中心

2.4、自营业务预测：开店+平效将助推自营业务稳健增长

公司自营业务主要包含直营门店及电商平台收入，预计将主要受益于门店数量增加及平效增长而维持稳健增长：1) 直营业务方面，由于前几年开店速度受到疫情影响，我们预计未来 3 年将每年新增 75-100 家直营门店，其中将以爬坡速度更快、单店模型更优的商超医疗门店为首要开店形式，由于离焦镜等高单价产品占比稳定提升、抖音本地生活贡献单店增量，我们预计平效将维持稳定增长，综合来看，预计 23-25 年直营门店营收分别为 9.91、11.59、13.33 亿元；2) 电商平台收入与门店知名度呈正相关，预计将随着门店密度增加及知名度的增加而稳定较快增长。

表 6、博士眼镜自营业务模型

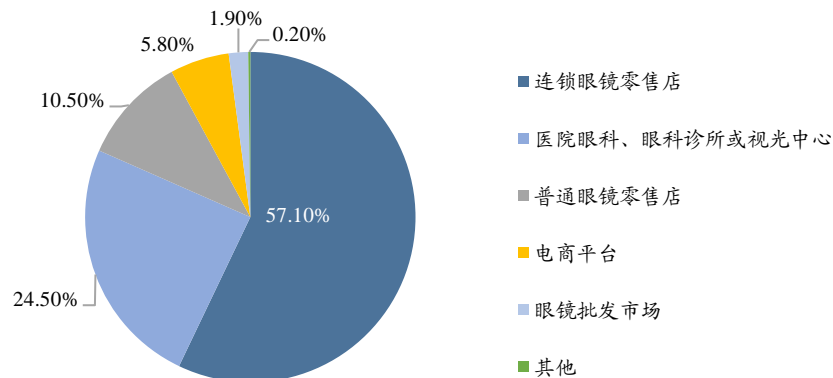
百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
直营收入	578.88	553.54	760.02	755.28	991.26	1159.33	1332.79
yoy		-4%	37%	-1%	31%	17%	15%
占比	88%	84%	86%	78%	79%	72%	64%
门店数量	368	389	464	492	572	657	742
单店坪效	2.34	2.26	2.71	2.43	2.74	2.79	2.84
yoy		-3%	20%	-10%	13%	2%	2%
平均面积	67	63	60	63	63	63	63
营业成本		139	217	220	339	413	482
yoy			55%	2%	54%	22%	17%
毛利率		75%	72%	71%	66%	64%	64%
电商GMV	55.43	86.85	107.48	143.60	165.14	189.91	227.89
yoy		57%	24%	34%	15%	15%	20%
GMV转化率	88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
线上收入	48.90	76.86	95.12	127.13	146.36	168.51	202.44
yoy		57%	24%	34%	15%	15%	20%
占比	7%	12%	11%	13%	12%	10%	10%
营业成本		62	67	83	102	118	142
yoy			8%	23%	24%	15%	20%
毛利率	45%	19%	29%	35%	30%	30%	30%
批发收入	3.83	2.62	5.11	5.00	6.91	7.64	8.70
yoy		-32%	95%	-2%	38%	11%	14%
占比	1%	0%	1%	1%	1%	0%	0%
门店数量	29	21	17	21	23	25	28
单店收入	13.2	12.5	30.1	23.8	30.1	30.6	31.1
yoy		-6%	141%	-21%	26%	2%	2%
营业成本		2	5	5	6	7	8
yoy			94%	0%	37%	11%	14%
毛利率		11%	12%	10%	11%	11%	11%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3、博士 2.0：行业连锁化率低，轻加盟开启攻城略地

3.1、眼镜零售行业连锁化率低，市场分散

中国眼镜零售行业连锁化率低、市场分散，未来有望进一步整合。据艾瑞咨询，国内眼镜零售端由连锁眼镜零售店、眼科医院/诊所、视光中心、普通眼镜零售店、电商平台、眼镜批发市场等组成。从市场份额来看，2021 年国内 CR10 市场份额仅占 10% 左右，从连锁眼镜零售店购入眼镜的消费者仅占全行业的 57%，连锁化率低，竞争格局分散；从门店数量来看，截至 2022 年，全国眼镜行业近 10 万家门店，而博士眼镜作为行业龙头仅有 513 家门店，门店市占率仅 0.5%，市场竞争高度分散化。

图 37、中国眼镜及镜片购买渠道（截至 2022 年 11 月）


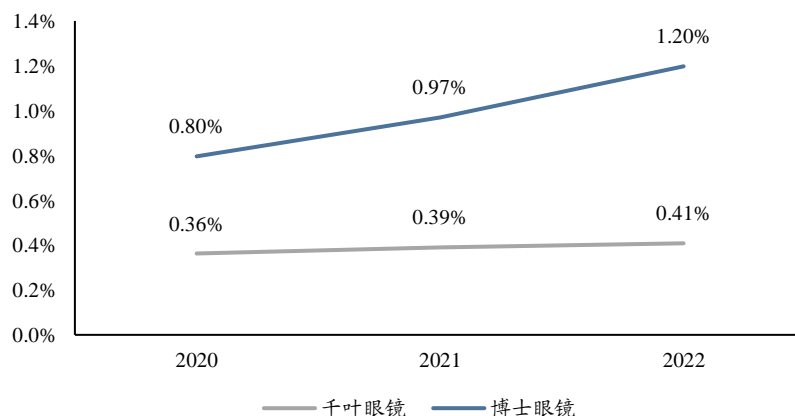
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

表 7、中国眼镜行业主要品牌及市占率

门店品牌	成立时间	成立地点	品牌简介	门店数量	门店市占率 (预计)	消费者认知
 JINGGONG 精功眼镜	1989年	海口	布局眼镜行业全产业链的综合性企业	近2000 (2023年5月)	2.0%	-
 宝岛眼镜	1992年	台湾	1997年在武汉开设内地第一家,目前中国最大的眼镜零售直营连锁品牌	近1100	1.1%	64.7% (2021) 68.6% (2020)
 Best 宝视达	1987年	河南	辐射16个省份、50多个城市,与168家国际/国内品牌常年合作	600+ (2023年)	0.6%	39.8% (2020)
传统 连锁 品牌						
 博士眼镜	1993年	深圳	国内眼镜零售行业首家上市公司,经营网点遍布23个省,代理销售全球100多个知名品牌	513 (2022年12月)	0.5%	53.9% (2021) 58.1% (2020)
 GBV大光明眼镜	1986年	黑龙江	1995年设立杭州总部,公司计划每年增开80-100家“GBV大光明眼镜”连锁分店	500+ (2023年)	0.5%	48.4% (2020)
 千叶眼镜	1992年	重庆	一家集眼科医院、专业视光、眼镜零售为一体的健康服务企业	近400 (2022年12月)	0.4%	-
毛源昌眼镜	1862年	浙江	一家专业生产、经营、加工、销售各类近视眼镜、太阳眼镜、隐形眼镜、老花眼镜的百年老字号企业	400+ (2023年)	0.4%	-
新零售 连锁 品牌						
 LOHO	2012年	深圳	国内首家新零售时尚眼镜品牌,以颠覆行业的M2C模式及新零售全渠道模式运营,款式丰富、快速上新,拥有超700w+品牌会员	1000+ (2023年)	1.0%	47.5% (2021) 51.2% (2020)
 AOJO FITS YOU	2010年	成都	国内第一个把眼镜作为配饰的潮流品牌;木(竹木材质),九(持久品质),十(完美工艺),2021年品牌年销售额破10亿	800+ (2021年)	0.8%	44.6% (2021) 56.5% (2020)
 AOJO FITS YOU	2013年	深圳	全面覆盖市场需求,突破行业传统,以299-799元为主要价位区间	500+ (2018年)	0.5%	-
个体 经营门店						
夫妻老婆店	-	-	-	-	近80%	-

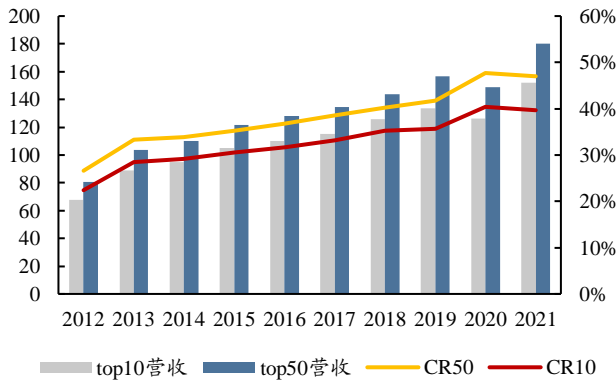
资料来源:各公司官网、艾瑞咨询、企查查、TopDigital,信达证券研发中心

对比海外眼镜市场,中国头部眼镜零售商市占率仍有较大提升空间。从海外市场来看,2021年美国眼镜市场前十大公司市占率已达约40%,美国最大的眼镜零售商Vision Source有3139家门店;日本仅前三大公司市占率已达40%,眼镜零售行业呈现高度集中;相比之下,中国头部眼镜零售商的市占率整体处于较低水平,博士眼镜作为国内眼镜零售行业头部企业,按营收计2022年市占率仅约1.20%。对标海外眼镜市场,提升行业集中度是提高经营效率的必经之路,当前眼镜零售行业仍有较大整合空间,博士2.0轻资产加盟模式战略扩张渗透率提升潜力较大。

图 38、国内眼镜连锁品牌市占率较低


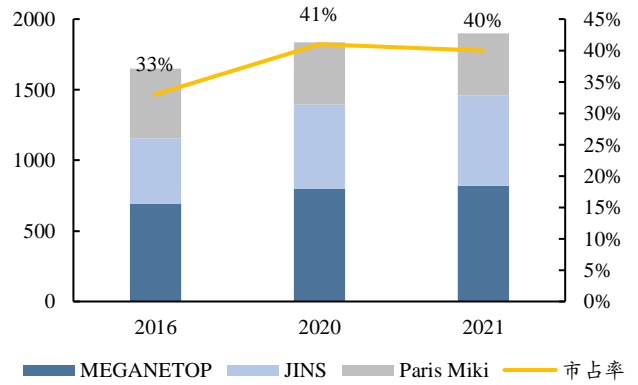
资料来源:欧睿、公司年报,信达证券研发中心;注:市占率=营收/行业规模,其中行业规模为欧睿中国眼镜行业中隐形眼镜、眼镜和太阳眼镜规模之和

图 39、美国眼镜行业市场份额及变化（亿美元，%）



资料来源: Vision Monday, 信达证券研发中心

图 40、日本三大眼镜品牌营收及市占率（亿日元，%）

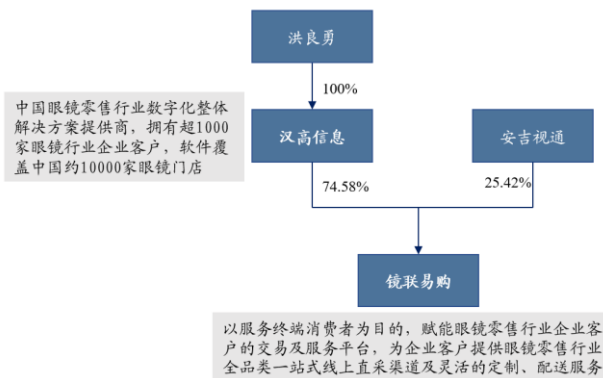


资料来源: 矢野经济研究所、业界动向, 信达证券研发中心

3.2、收购&增资开启博士眼镜轻资产加盟之路，市占率及业绩规模有望提升

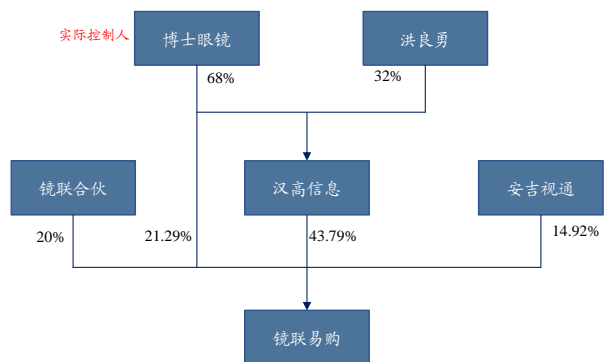
收购汉高信息&增资镜联易购，开启轻资产加盟模式。2023年2月，博士眼镜出资2294万元收购汉高信息68%股权，同时，公司与镜联合伙共同对汉高信息的控股子公司镜联易购增资1652万元，交易完成后，公司分别直接持有汉高信息、镜联易购68%、21.29%的股权，并通过汉高信息间接持有镜联易购29.77%的股权，即对镜联易购合计持股51.06%，公司成为汉高信息、镜联易购的实际控制人，为公司开启轻资产加盟模式奠定数字化基础。

图 41、本次交易前镜联易购股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 42、本次交易完成后镜联易购股权结构（截至 2023Q1）



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

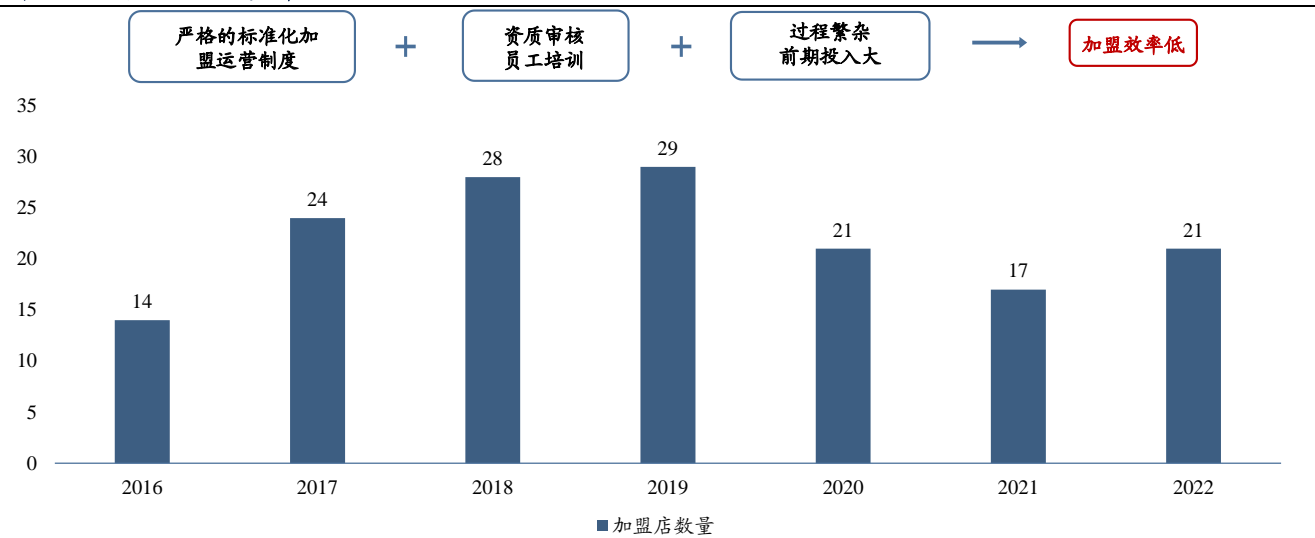
业绩承诺对镜联易购平台注册门店数及 GMV 提出明确要求。汉高信息和创始股东做出如下承诺：2023/2024/2025 年活跃眼镜门店在镜联平台上完成注册数及《合作协议书》签署门店总家数需不低于 4000/7000/10000 家，2024/2025 年活跃眼镜零售门店在镜联易购平台上产生的 GMV 分别不低于 1.5 亿元、3.0 亿元。

表 8、镜联易购业绩承诺及补偿条款

	2023年	2024年	2025年
业绩承诺			
活跃眼镜零售门店在镜联平台 完成注册数 和《合作协议书》 签署门店总家数	不低于4000家	不低于7000家	不低于10000家
活跃眼镜零售门店在 镜联易购平台产生的GMV	-	不低于1.5亿元	不低于3.0亿元
补偿	若镜联易购未完成上述业绩承诺，博士眼镜、镜联合伙有权要求 镜联易购的实际控制人收购其所持有的公司股权 ，或博士眼镜有权要求 收购镜联合伙/镜联易购全部股东所持有的公司股权 ； 1) 镜联易购累计完成的活跃眼镜零售门店数不足其所承诺目标累计值的50%，或累计完成的活跃眼镜零售门店GMV不足其所承诺目标累计值的50%， 洪良勇先生 应按照 投资方的认购对价+认购对价按6%年单利计算的利息 回购 博士眼镜/镜联合伙持有的全部股权 。 2) 镜联易购累计完成的活跃眼镜零售门店数及累计完成的活跃眼镜零售门店GMV，均大于其所承诺目标累计值的50%，且不大于其承诺目标累计值的80%， 博士眼镜 或其指定方有权 按照镜联合伙的认购对价+认购对价按6%年单利计算的利息 回购 镜联合伙持有的全部股权 。		
	至业绩承诺期届满之日，镜联易购累计完成业绩不足其所承诺目标累计值的80%且补偿系数大于0，则博士眼镜有权要求 创始股东以现金方式进行补偿 ： 1) 补偿系数=(8000-截至承诺期末累计实现的活跃眼镜零售门店数)/8000*40%+(360000000-截至承诺期末累计实现的活跃眼镜零售门店交易额)/360000000*60%； 2) 现金补偿金额=补偿系数*股权转让交易对价*(1+6%单利*3年)		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司传统加盟模式扩张速度较慢。加盟模式是快速扩张的重要手段，在传统加盟模式下，博士眼镜循序渐进地对“zè le”和“砵”品牌在全国市场进行外延式扩张，但由于加盟前需要严格审核加盟商的资质及选址，过程繁琐、推进较慢且前期投入大，“zè le”自2014年创立至今仅有8家加盟门店，“砵”自2015年以来仅开设了13家加盟门店，公司旗下整体加盟店仅有21家。

图 43、眼镜旧加盟模式效率低


资料来源：公司年报、招股意向书，信达证券研发中心

轻资产加盟模式新路径将快速提升公司门店覆盖速度及密度。公司依托交易及服务平台镜联易购打通供应链上下游数据，通过数字化平台汉高信息制定一站式开店方案和加盟政策吸引非连锁门店的加盟合作，并建立加盟采购平台，探索轻资产加盟模式新路径。未来，公司使用“砵”品牌进行数字化加盟，不同于传统加盟严格的审核、复杂的合同签署、以及高额的前期成本，镜联易购平台流程简便、轻加盟门槛低：1) 注册：流程十分简便，仅需营业执照等基本证件即可在镜联易购平台获得部分货品的采购权限；2) 轻加盟：在公司与门店双向选择后，门店可选择成为正式加盟店、签署加盟合同，从而获得更多货品采购权及“砵”广告牌等新权益。

图 44、传统加盟与轻加盟流程对比

	门槛&审核	合同签约	成本投入
传统加盟	复杂审核 门槛较高	合同签署 复杂程序	前期成本高 (装修费、人员培训费; 加盟方支付加盟费)
轻加盟	注册门槛低 分步审核	注册、加盟分级 程序简单	双方投入均较少 (加盟方自付物料费900元安装门头、 第一年免加盟费)

仅需经营许可证等**简单凭**证即可**注册**, 享**镜联易** → 门店与博士**双向认可**后, 据**需要**签署**加盟**合同, 享**更多**
 购**部分货品**采购权 → **货品**采购权及**优惠**价格

资料来源: 公司年报、镜联易购公众号, 信达证券研发中心

3.3、疫情期间小 B 经营受困，博士轻加盟模式助力降本增收

小 B 指的是夫妻老婆店等单体、小规模眼镜零售商，受疫情影响其经营或受阻，我们认为当前时点是推进加盟的合适时机。疫情期间眼镜零售店在销售、现金流、库存、拿货顺畅度等方面均有不同程度的影响，以 2022 年 2 至 5 月为例，眼镜零售需求萎缩 10%-15%，中小零售商年订货量 60% 受到影响；镜片、镜架的进货也受到阻碍。因此，我们认为当前时点或是中小眼镜零售门店寻求提升销售额、优化产品结构、降低拿货价格的重要时间，加盟的推进难度有所减少。

表 9、2022 年上半年中国眼镜业遭受疫情冲击

疫情影响经由零售端向生产端传导，库存压力预期增加		
需求侧	零售需求	萎缩 10%-15%
经销侧	上海及周边区域零售营业额	减少 80%-90%
生产侧	中小零售商年订货量	影响 60%
配件供给侧	镜片成本	上升 10%
	镜架出货量	下降 20%-30%

资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

眼镜零售行业供应链繁杂，而小 B 往往缺乏供应商有效服务。夫妻老婆店难以被品牌供应商顾及，拿货渠道主要依赖当地眼镜批发城、线上供应链平台等，通常非品牌直供或授权经销商供货，货品质量与来源缺乏保障，产品丰富度不足，特别是品牌镜架拿货具备门槛，夫妻老婆店的供应链需求是寻求加盟的核心原因。

图 45、某眼镜供应链电商对客户的划分

A类客户	B类客户	C类客户（小B）
大型连锁店 供应体系由总公司把控， 品牌方和代理商服务及时且周到	2-3家规模的地方性连锁店+大型单店 供应商尽量服务	单店+“夫妻老婆店” 员工少、体量小， 供应商无暇顾及

资料来源：中国眼镜科技杂志，信达证券研发中心

图 46、眼镜批发城是小 B 主要拿货渠道

丹阳眼镜城	横岗眼镜城	广州眼镜城
 <p>“眼镜之都”，世界上最大的镜片生产基地，镜片年产量4亿多副，占全国总量75%，全球总量50%</p>	 <p>集生产、批发、零售于一体的市场，定位高端、质量过硬，出口总值占80%以上，占全国中高端眼镜产量50%以上</p>	 <p>华南地区最大的眼镜专业市场，经销国内外品牌达500多个，种类达到5000多个</p>

资料来源：丹阳发布、深圳特区报、广州本地宝、泰风网，信达证券研发中心

轻资产加盟模式下，博士眼镜将多方位支持小 B 发展：
图 47、博士眼镜将从多方位助力小 B 降本增效

供应链可靠、完备、高效	线上引流赋能门店	提升消费者认可度	试错成本低	拿货价格更低	ERP全方位解决方案
合作品牌丰富 	本地生活平台引流 流量优势 	通过“砼”品牌外延式扩张 给予小B加盟费、物料费优惠 	积分活动&优惠券&规模优势，小B实际拿货价或低于省代	汉高信息提供ERP高效信息化的全方位解决方案 形成使用习惯后，有望加强加盟粘性	

资料来源：镜联易购公众号，信达证券研发中心

- 1) 供应链：**博士眼镜基于 1000 多个合作品牌，与普通批发市场或供应链电商不同，镜联易购平台均为厂商直接进驻，发货速度更快，货源清晰可靠，将提升小 B 的品牌及货品丰富度；
- 2) 更低拿货价格：**镜联易购平台拿货价具备优势，其价格虽表现与省代一致，但叠加积分返利等活动后，小 B 通过镜联易购平台拿货价格相对较优惠；同时，随着博士眼镜市占率的提升，小 B 亦有望享受到规模优势带来的拿货价格进一步降低的利好；
- 3) 提升消费者认可度：**虽然前期“砼”的知名度尚需培育，但随着门店数量的快速提升，以及上市公司背书，有望提升消费者认可度；
- 4) 引流赋能：**博士眼镜将提供线上媒体流量扶持，作为头部连锁门店，公司与抖音本地生活等内容平台战略合作，全国门店共同引流，高效提升门店平效；

5) **低试错成本**：今年加盟费全免，物料费也将用优惠券形式返还，2024 年加盟费半价（5000 元/家/年），2025 年起 1 万元/家/年的加盟费相较于传统加盟形式也显著优惠，对于小 B 而言试错成本较低。

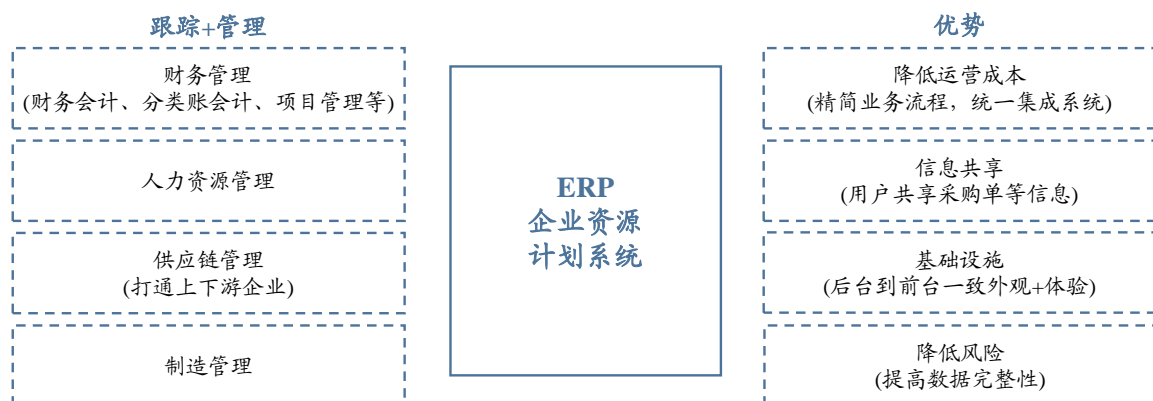
图 48、镜联易购平台积分政策、优惠券进一步为小 B 降低成本

积分政策	优惠券
<ul style="list-style-type: none"> 镜联易购平台上门店每采购1元可获20点积分 每积累100积分可用于下次采购抵消1元 相当于省代拿货价基础上享八折优惠 	<ul style="list-style-type: none"> 门店加盟且通过审核后将会获得返券 有效期自审核通过开始为90天 总价值1000元，面额包括800-50（相当于94折）及200-20（相当于9折） 业内进货价约1100-1200元的豪雅新乐学用券后价格低至850元

资料来源：镜联易购公众号，信达证券研发中心

6) **ERP 系统**：公司或可利用汉高信息专业技术平台赋能眼镜零售行业企业客户，提供 ERP 全方位解决方案。ERP 软件系统可帮助组织自动执行、管理核心业务流程，从而简化企业运营，将财务、供应链、运营等活动相串联。我们认为高效信息化解决方案的使用习惯培养后或有助于加强加盟粘性。

图 49、ERP 平台



资料来源：Oracle 中国，信达证券研发中心

3.4、博士眼镜的轻加盟模式具备竞争优势

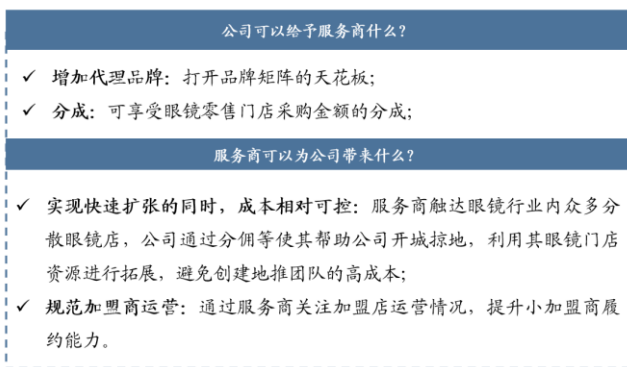
轻加盟模式由博士眼镜经历长时间的考察、研究而创新推出，且具备一定壁垒：

1) **通过服务商筛选、推荐、规范加盟商以实现快速扩张**：目前在镜联易购平台上的加盟店均由在业内深耕多年的服务商筛选后推荐，公司对服务商设置严格的约束机制和积

分体系，要求服务商日常巡店，禁止加盟店发生恶性竞争、货品窜货、售卖假冒伪劣产品等行为；

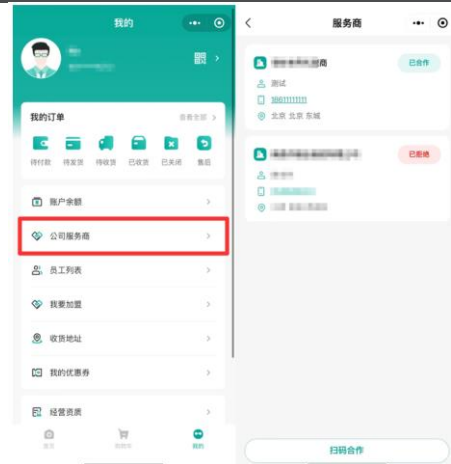
与服务商绑定后，双方可实现互惠共赢：对于服务商而言，与公司的合作可帮助其拓宽产品矩阵、享受零售门店采购分成等激励；对于公司而言，公司可通过服务商触达众多分散的眼镜店，同时，服务商通过其所具备的门店资源帮助公司“开城掠地”，可帮助公司节约高昂的地推团队创建成本。

图 50、公司与服务商的互惠模式



资料来源：Wind、公司公告，信达证券研发中心

图 51、小程序查看服务商样图



资料来源：镜联服务商助手公众号，信达证券研发中心

2) 加盟模式下，公司数字化能力具备优势：汉高信息作为中国眼镜零售行业数字化整体解决方案提供商，拥有丰富的供应链 ERP 方案经验，服务眼镜行业企业客户超 1000 家、软件覆盖约 10000 家眼镜门店。此外，镜联易购平台打通供应链上下游数据通路，为客户提供全品类一站式采购渠道。

3) 博士眼镜具备稀缺性及规模优势：博士眼镜作为唯一一家眼镜零售上市公司，门店数量超 500 家，由于眼镜行业规模化连锁品牌数量较少，博士眼镜对于小 B 而言是业内少数可加盟门店之一。从供应链角度，也是少数可以实现与上游品牌方达成入驻、以低价供货的眼镜零售品牌之一。

4) 占领轻加盟先机：博士眼镜率先提出轻加盟模式，并有望在三年内快速实现上万家门店覆盖数量，建立先发优势。

图 52、公司数字化具备竞争优势



资料来源：公司公告、巨潮资讯，信达证券研发中心

3.5、加盟模式下，平台销售收入+加盟费有望贡献可观收入

2023 年是公司轻加盟业务的奠基之年，并有望在 2025 年贡献可观业绩增量。公司轻加盟业务主要来自于平台销售收入及加盟费收入：

1) **平台销售收入**：主要为镜联易购注册商家在平台采购收入，基于注册门店数量、门店采购比例、单价采购额等指标，我们预计 2023/2024/2025 年加盟平台 GMV 或可达 0.30/1.60/3.50 亿元，结合转化率，平台销售收入有望分别达 0.27/1.47/3.22 亿元；

2) **加盟费收入**：我们预计 2023/2024/2025 公司签约加盟店数量分别达 2000、5000、10000 家，单店加盟费收入分别为 900/5000/10000 元，平台加盟费收入或可在 2023/2024/2025 年分别达 0.02/0.25/1.00 亿元。

表 10、博士眼镜加盟业务模型（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
加盟平台 GMV		30.00	160.00	350.00
YoY		10%	15%	15%
GMV 转化率		90.0%	92.0%	92.0%
平台销售收入	3.17	27.00	147.20	322.00
YoY		753%	445%	119%
占比	0%	2%	9%	15%
营业成本	3	26	128	274
YoY		710%	399%	114%
平台毛利率		5.00%	13.00%	15.00%
签约门店数量		2000	5000	10000
单店加盟费（万）		0.09	0.50	1.00
平台加盟收入		1.80	25.00	100.00
YoY			1289%	300%
占比		0.1%	2%	5%
营业成本		1	5	10
毛利率		40.00%	80.00%	90.00%

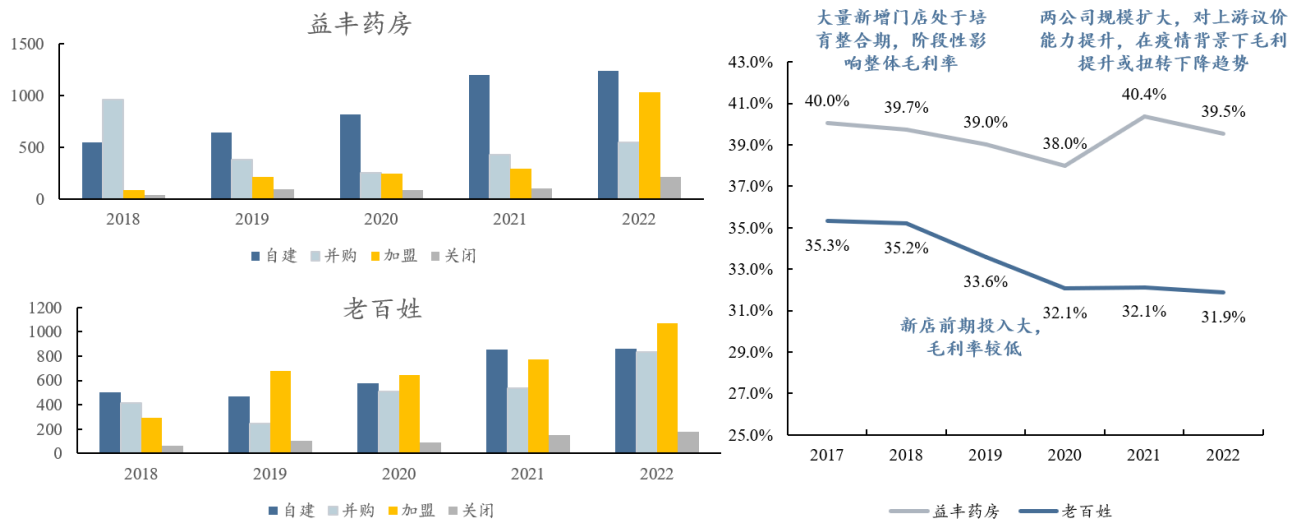
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

4、博士 3.0：加盟模型跑通后，盈利能力及业绩体量潜力较大

4.1、参考药店：规模化采购，提升毛利率及自有品牌毛利差

参考同样兼具零售+医疗属性的药店行业：据《中国药店》，药店在政策收紧、线上分流的双重夹击下，利润空间大幅压缩。通过开发自有品牌、定制贴牌品种以提升门店商品毛利率，已经成为绝大部分药店经营者的共识。据中国药店转载的《2022-2027 年中国连锁药店行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，通过规模化采购大约可将药店零售品种的毛利率由 15% 提升到 20%，代理、贴牌和自产等合作渗透手段则可进一步将品种毛利率提升到 50% 以上。

1) **市占率提升，规模化采购，议价能力提升**：以上市药店公司益丰药房和老百姓为例，2018 年以来，两家公司扩张加速，18-22 年净新增药店数分别 6657 家、6919 家，建立强大的销售网络；从毛利率来看，2018-2019 年前后因两家公司大量新增门店处于培育及整合期，整体毛利率有所下滑，但 2020-2022 年间，随着公司规模不断扩大，对上游议价能力增强，益丰药房总体毛利率回升，老百姓也扭转了毛利率下行的趋势。

图 53、益丰药房、老百姓新增门店数量及毛利率变动情况


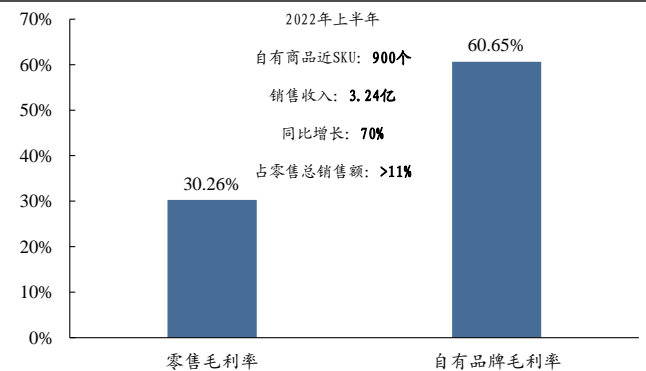
资料来源：益丰药房年报、老百姓年报，信达证券研发中心

2) 自有品牌享有高毛利差：以药店行业的漱玉平民为例，22H1 其基于近 900 个自有品牌 SKU 实现销售收入 3.24 亿、同比增长 70%，自有品牌毛利率达 61%，远高于其零售毛利率 30%；一心堂、益丰药房、老百姓和大参林根据各自特点和战略布局自有品牌、注重产品质量，2022 年老百姓自有品牌 SKU 超 600 个，实现销售额 26.7 亿元，占总零售销售额的 18.7%，同比增加 1.7pct，自有品牌销售占比持续提升。随着加盟门店数量增加，我们认为博士眼镜也有望提升自有品牌销售占比，从而拉动整体毛利率提升。

图 54、药店企业自有品牌销售及战略情况

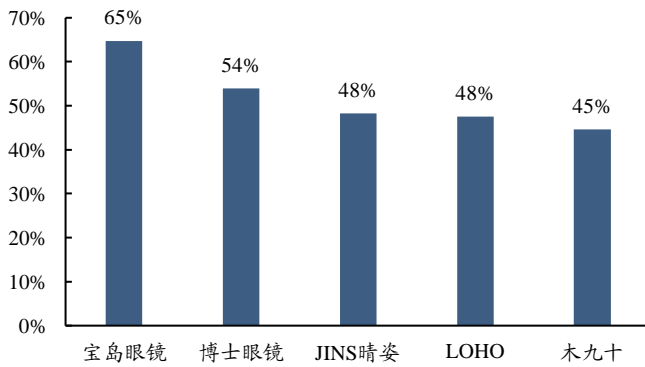
公司	2022年自有品牌销售额 (亿元)	2022年自有品牌SKU (个)	战略
一心堂	-	-	-
益丰大药房	-	-	贴牌，注重全品类推广
老百姓	26.7	600+	注重自有品牌塑造与培养，打造核心“千万级大单品”
大参林	-	500+	-
漱玉平民	8.9	969	各品类自有品牌齐头并进

资料来源：公司年报、中国药店，信达证券研发中心

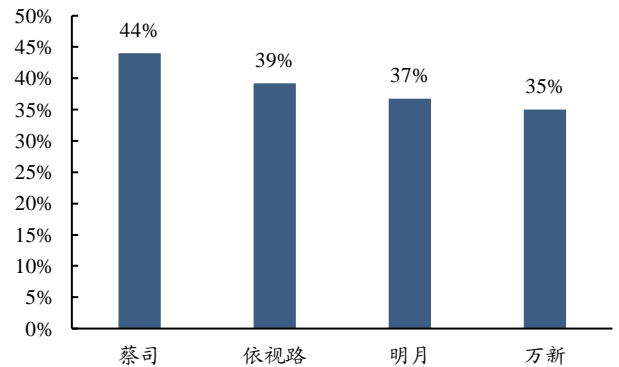
图 55、22H1 漱玉平民自有品牌毛利率远高于零售毛利率


资料来源：漱玉平民年报、招股意向书，信达证券研发中心

随着公司加盟及自营门店数量迅速增加，“博士眼镜”和“砭”的覆盖率及品牌知名度有望显著提升：1) 随着规模优势的增加，未来公司的采购成本有望进一步下降；2) 自有品牌（贴牌）毛利丰厚：近年公司已持续丰富、升级自有品牌产品矩阵，截至 2022 年已拥有 14 个镜架自有品牌（如莱博特德）和 2 个镜片自有品牌（如德纳司）。我们认为未来公司或将不断丰富、升级自有品牌矩阵，借助具有完善供应体系和高毛利率的自有品牌，助推公司盈利能力提升。

图 56、消费者对眼镜店品牌认知情况 (2021 年)


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 57、消费者对镜片品牌的认知情况 (2021 年)


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 58、博士眼镜自有镜架品牌莱博特德


产品编号：SLE181014	眼镜款式：半框	镜框材质：钛
镜腿材质：钛/板材	产品重量：15.2g	适合性别：中性

资料来源：京东，信达证券研发中心

图 59、博士眼镜自有镜片品牌德纳司


资料来源：博士眼镜公众号，信达证券研发中心

针对门店数量快速增加后、议价能力增强有望拉动毛利率提升，我们进行了盈利能力的弹性测算：以 2025 年公司营收及利润为例，分别假设采购成本降低 2%-10%，则直营业务毛利率有望提升 0.8pct-3.7pct，加盟业务毛利率有望提升 1.7pct-8.5pct，假设总体费用端不变，归母净利润有望提升 0.10-0.49 亿元，对应归母净利率或具备 0.5pct-2.4pct 的提升弹性。

表 11、2025 年公司盈利能力弹性测算

2025年公司盈利能力弹性测算（百万元）						
2025E 总收入	2079.6	2025E 营业成本	932.1	2025E 毛利率	55.20%	
2025E 直营收入	1332.8	2025E 直营成本	481.9	2025E 直营毛利率	63.84%	
2025E 加盟收入	322.0	2025E 加盟成本	273.7	2025E 加盟毛利率	15.00%	
假设成本下降	0%	2%	4%	6%	8%	10%
直营成本	481.9	472.3	462.7	453.0	443.4	433.7
直营毛利	850.9	860.5	870.1	879.8	889.4	899.0
直营毛利率	63.8%	64.6%	65.3%	66.0%	66.7%	67.5%
加盟成本	273.7	268.2	262.8	257.3	251.8	246.3
加盟毛利	48.3	53.8	59.2	64.7	70.2	75.7
加盟毛利率	15.0%	16.7%	18.4%	20.1%	21.8%	23.5%
营业成本	932.1	916.9	901.8	886.7	871.6	856.5
总毛利	1148	1163	1178	1193	1208	1223
毛利弹性	0	15	30	45	60	76
所得税率	21%	21%	21%	21%	21%	21%
归母净利润弹性	0	10	20	29	39	49
归母净利润率	13%	13%	14%	14%	15%	15%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心；注：归母净利润弹性计算中，加盟业务按照 51% 股权计算

4.2、基于万店拓展深度加盟乃至收购，高成功率的门店扩张步伐有望加速

公司通过轻加盟模式快速扩大门店覆盖数量，未来有望提升至万家以上的门店数量，并从中筛选优质门店转型升级为深度加盟，甚至并购门店，实现前期投入更低且成功率更高的市占率扩张步伐。公司加盟业务分为三步走：

- **①普通加盟**：公司优化店铺供应链结构并帮助其引流，从而实现其产品结构及到店率的提升，而店铺不需更换门头及装修风格，仅需在门头安装“砵”品牌授权 logo。
- **②加盟升级**：当店铺采购额达到一定数量时，加盟商或可更换为博士眼镜经营店进行加盟升级，按“砵”品牌统一风格进行门店装修布展，从而有望通过门店形象的升级及上市公司平台背书实现客单价提升；同时，加盟商深度参与各项加盟环节，博士眼镜或将对门店进行监督指导、员工培训及考核、管理方法输出等，公司向加盟商收取加盟费。参考千叶眼镜加盟业务收入，我们预计深度加盟的加盟收入可达约 2 万/家/年，公司未来有望通过收取加盟费获得可观收入及业绩增量。
- **③并购股权**：基于对门店经营情况的深度了解，公司或可从中筛选出具备优质地理位置、天然流量禀赋、良好客户口碑等竞争优势的门店进行股权收购。

图 60、加盟三步走


资料来源：Wind、公司公告、镜联易购公众号，信达证券研发中心

4.3、积极探索眼镜行业上下游，扩大产业链布局

设立产业投资基金，深化产业链上下游布局。1) 2019 年，公司与九派资管共同发起设立温州九派博士投资基金，拟募资 2 亿元，围绕眼镜及视光领域产业链，聚焦互联网、新零售等新兴产业方向；2) 2022 年，公司出资 1 亿元与南钢鑫启、南京钢铁等共同成立无锡滨湖南钢星博投资基金，拟募资 11.51 亿元，专注于眼视光产业上下游、智能穿戴设备（AR、VR 等）的投资机会；3) 截至 2023 年 4 月末，公司已与无锡滨湖南钢星博投资基金等共同成立复羽投资基金、间接投资雷鸟创新，复羽投资基金出资 0.35 亿元，持有雷鸟创新 5.76% 的股权。公司正不断迈出眼镜及视光产业链的投资步伐，上下游布局有望不断深化，我们认为这或将为公司后续成长带来更多看点。

持续探索智能眼镜领域，丰富品牌战略合作。智能眼镜正成为新消费热点，公司较早上架智能眼镜，并持续拓展在该赛道的布局：1) 2019 年公司成为华为智能眼镜产品在线下零售渠道的独家合作商；2021 年，公司积极配合华为三代智能眼镜首发，扩大了与华为的合作半径，当前公司是华为智能眼镜产品在线上、线下眼镜零售渠道的重要合作伙伴；2) 2021 年 12 月，博士眼镜成为灵伴科技在眼镜零售渠道的独家合作商，在线下门店完成其首款面向 C 端用户产品 Rokid Air 的首发仪式；3) 2022 年 5 月，公司与雷鸟创新达成合作、成立联合实验室，探索近视镜片与光波导 AR 眼镜的最佳融合方案。

图 61、智能眼镜产品


资料来源：京东、华为官网，信达证券研发中心

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设与盈利预测

近年来视力矫正需求呈持续增长趋势，眼镜零售行业集中度低，市场潜力较大，我们认为公司持续强化核心能力，开启轻加盟模式，整合上下游资源，有望实现业务规模和利润的增长。基于对各销售模式发展趋势及公司竞争力的分析，我们对直营门店、批发业务、线上销售和数字化加盟四种模式进行假设预测：

- **直营业务：**近年来直营门店数量稳定增长，贡献主要营收增量，未来随着公司不断深化销售网络布局，我们预计 2023-2025 年线下直营门店规模不断扩大，有望达到 572 家/657 家/742 家，有望实现营收分别 9.91/11.59/13.33 亿元，实现毛利率分别 66%/64%/64%。
- **批发业务：**公司 2022 年对加盟门店批发收入实现 0.05 亿元，我们预计 2023-2025 年有望实现批发收入分别 0.07/0.08/0.09 亿元，实现毛利率分别 11%/11%/11%。
- **线上业务：**公司已在天猫、京东、微信等平台开设官方旗舰店、官方商城，并在抖音店铺开展常态化日播，在持续提升产品关注度的同时实现成镜系列在下沉市场的销售，线上销售收入同比持续快速增长。我们预计公司 2023-2025 年线上销售收入分别为 1.46 亿元/1.69 亿元/2.02 亿元，毛利率保持约 30% 的水平。
- **数字化加盟业务（镜联易购平台）：**公司数字化加盟收入主要来源于镜联易购平台销售收入及轻加盟收入。2023 年公司收购镜联易购，开启数字化加盟扩张模式。我们预计 2023-2025 年镜联易购平台销售收入有望实现 0.27/1.47/3.22 亿元，对应毛利率 5%/13%/15%；2023-2025 年轻加盟收入有望实现 0.02/0.25/1.00 亿元，假设随着轻加盟模式逐步跑通，2023-2025 年轻加盟毛利率有望达 40%/80%/90%。综上，2023-2025 年公司数字化加盟有望实现营收分别 0.29 亿元/1.72 亿元/4.22 亿元。

表 12、公司分板块业务收入及利润预测（百万元）

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	887.47	962.24	1259.32	1606.57	2079.65
YoY	35%	8%	31%	28%	29%
毛利率	64.9%	61.8%	61.3%	57.3%	55.2%
直营收入	760.02	755.28	991.26	1159.33	1332.79
YoY	37%	-1%	31%	17%	15%
占比	86%	78%	79%	72%	64%
门店数量	464	492	572	657	742
毛利率	72%	71%	66%	64%	64%
批发收入	5.11	5.00	6.91	7.64	8.70
YoY	95%	-2%	38%	11%	14%
毛利率	12%	10%	11%	11%	11%
线上收入	95.12	127.13	146.36	168.51	202.44
YoY	24%	34%	15%	15%	20%
毛利率	29%	35%	30%	30%	30%
镜联易购平台收入		3.17	28.80	172.20	422.00
YoY			809%	498%	145%
平台销售收入		3.17	27.00	147.20	322.00
毛利率			5%	13%	15%
轻加盟收入			1.80	25.00	100.00
毛利率			40%	80%	90%
其他收入	27.22	71.66	85.99	98.89	113.72

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **在费率方面，**随着公司收入体量的提升及净利率较高的加盟业务占比提升，我们预计费率有望稳定下降，我们预计 2023-2025 年公司销售费率分别为 39.3%、35.5%、31.8%，管理费率 9%、8%、7%，财务费率 0.14%、0.08%、0.00%。

表 13、公司期间费率及归母净利润预测（百万元）

百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用		377	413	495	570	661
	销售费率	42.52%	42.90%	39.30%	35.50%	31.80%
管理费用		79	88	113	129	146
	管理费率	8.87%	9.16%	9.00%	8.00%	7.00%
财务费用		8	10	2	1	0
	财务费率	0.88%	0.99%	0.14%	0.08%	0.00%
归母净利润		95	75	133	177	268
	YoY		-20.70%	76.36%	33.37%	51.67%
	归母净利率	10.68%	7.81%	10.53%	11.00%	12.89%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上假设，我们预计 2023-2025 年公司营收有望实现较快增长，分别达到 12.59 亿元、16.07 亿元、20.80 亿元，分别实现归母净利润 1.33 亿元、1.77 亿元、2.68 亿元，对应毛利率水平达 61.3%、57.3%、55.2%，对应归母净利率水平达 10.5%、11.0%、12.9%。

5.2、投资建议

博士眼镜是眼镜零售行业首家上市公司，我们看好公司基于数字化加盟新模式和灵活高效加盟采购平台，在加盟门店数量方面有较大拓展潜力，以及未来有望基于庞大门店覆盖，进一步拓展深度加盟乃至收购，实现市占率及业绩规模的扩张。我们预计 2023-2025 年公司有望实现营收分别 12.59 亿元、16.07 亿元、20.80 亿元，分别实现归母净利润 1.33 亿元、1.77 亿元、2.68 亿元，对应 2023 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 30 倍、23 倍、15 倍。

我们选取镜片行业明月镜片、爱博医疗、欧普康视，眼科医院爱尔眼科、何氏眼科、华夏眼科，零售药店益丰药房、老百姓、大参林、一心堂作为可比公司，2023 年镜片行业、眼科医院、药店行业可比公司 PE 平均值分别为 42 倍/40 倍/17 倍，其中，考虑到眼镜零售行业的集中度提升进度落后于药店行业，因此具有更大的集中度提升潜力，因而或可以享受更高的估值。我们看好公司中长期发展潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14、可比公司估值表

公司	代码	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
镜片行业								
明月镜片	301101.SZ	39.55	1.29	1.69	2.19	30.66	23.40	18.06
爱博医疗	688050.SH	184.00	3.16	4.43	6.12	58.23	41.54	30.06
欧普康视	300595.SZ	32.19	0.87	1.08	1.32	36.96	29.90	24.42
平均			1.77	2.40	3.21	41.95	31.61	24.18
眼科医院								
爱尔眼科	300015.SZ	19.63	0.46	0.61	0.80	42.57	32.10	24.62
何氏眼科	301103.SZ	39.76	0.92	1.22	1.58	43.43	32.54	25.13
华夏眼科	301267.SZ	41.24	1.19	1.54	1.96	34.67	26.74	21.00
平均			0.86	1.13	1.45	40.22	30.46	23.58
药店行业								
益丰药房	603939.SH	37.06	1.99	2.47	3.09	18.65	14.99	11.98
老百姓	603883.SH	27.64	1.64	2.01	2.43	16.83	13.77	11.36
大参林	603233.SH	26.85	1.38	1.73	2.14	19.47	15.48	12.53
一心堂	002727.SZ	25.09	2.04	2.40	2.84	12.32	10.43	8.84
平均			1.76	2.15	2.63	16.82	13.67	11.18
博士眼镜	300622.SZ	23.10	0.76	1.02	1.54	30.32	22.74	14.99

资料来源：同花顺，信达证券研发中心；注：爱尔眼科、何氏眼科、华夏眼科、益丰药房、大参林、老百姓、一心堂 EPS 为同花顺一致预期；股价及预测数据时间为 2023 年 7 月 24 日

6、风险提示

- **数字化加盟模式效果不及预期：**当前公司数字化加盟业务仍处于起步摸索阶段，加盟业务模型仍处于探索过程，虽镜联易购平台新增注册用户数正逐步增长，但平台注册用户成为后续活跃用户及加盟门店用户的转化率仍存在不确定性，数字化加盟模式效果及进展或存在不及预期的风险。
- **政策风险：**眼镜零售行业及视光行业具有一定的医疗属性，受国家方针政策影响较大，当前各完善眼科医疗质量控制体系的政策措施不断出台，政策方向整体有利于公司发展，若未来行业监管政策推出及落地慢于预期，或对公司经营产生不利影响。
- **市场竞争加剧风险：**国内眼镜零售市场行业集中度相对较低，竞争较为充分，且具有一定的区域性，公司在拓店过程中需面对各地区的优势竞争对手及大量个体经营商户，随着公司持续扩张，公司所面临的市场竞争亦或逐步加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	543	585	745	960	1,302
货币资金	265	226	279	394	616
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	46	49	66	76	109
预付账款	28	38	49	69	84
存货	133	162	214	256	305
其他	70	110	137	165	188
非流动资产	445	391	403	400	396
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	28	29	29	28	27
无形资产	9	8	20	22	24
其他	408	353	354	349	344
资产总计	988	975	1,149	1,360	1,697
流动负债	214	197	237	268	327
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	43	44	64	69	97
其他	171	153	173	199	230
非流动负债	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	323	354	413
少数股东权益	8	9	9	13	23
归属母公司股东权益	658	684	816	993	1,261
负债和股东权益	988	975	1,149	1,360	1,697

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	962	1,259	1,607	2,080
同比(%)	35.2%	8.4%	30.9%	27.6%	29.4%
归属母公司净利润	95	75	133	177	268
同比(%)	37.0%	-20.7%	76.4%	33.4%	51.7%
毛利率(%)	64.9%	61.8%	61.3%	57.3%	55.2%
ROE%	14.4%	11.0%	16.2%	17.8%	21.3%
EPS(摊薄)(元)	0.54	0.43	0.76	1.02	1.54
P/E	42.41	53.48	30.32	22.74	14.99
P/B	6.11	5.88	4.92	4.05	3.19
EV/EBITDA	13.61	13.15	19.13	15.01	9.63

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	887	962	1,259	1,607	2,080
营业成本	311	367	487	686	932
营业税金及附加	3	3	4	5	5
销售费用	377	413	495	570	661
管理费用	79	88	113	129	146
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	8	10	2	1	0
减值损失合计	-1	-4	-3	-4	-5
投资净收益	5	7	6	8	10
其他	7	7	6	8	11
营业利润	121	91	168	228	351
营业外收支	1	2	0	1	1
利润总额	121	93	168	229	352
所得税	27	19	35	48	74
净利润	95	74	133	181	278
少数股东损益	0	-1	0	4	10
归属母公司净利润	95	75	133	177	268
EBITDA	287	268	212	262	386
EPS(当年)(元)	0.56	0.44	0.76	1.02	1.54

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	214	208	101	134	239
净利润	95	74	133	181	278
折旧摊销	164	174	37	28	28
财务费用	9	9	4	4	4
投资损失	-16	-5	-7	-6	-8
营运资金变动	-47	-47	-74	-78	-71
其它	-1	6	7	8	10
投资活动现金流	-159	-49	-44	-15	-13
资本支出	-44	-26	-40	-14	-14
长期投资	-120	-30	-6	-5	-5
其他	5	7	2	4	6
筹资活动现金流	-202	-203	-4	-4	-4
吸收投资	17	16	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-67	-95	-4	-4	-4
现金流净增加额	-148	-38	53	115	222

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com



华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。