

# 博士眼镜 (300622)

证券研究报告  
2024年05月28日

## 完善渠道布局, 优化产品结构

### 公司发布 23 年年报及 24 一季报

24Q1 收入 3.0 亿, 同减 4.5%; 归母净利润 0.25 亿, 同减 32.9%; 扣非归母净利润 0.23 亿, 同减 35.1%; 毛利率 59.0%, 同减 0.5pct。毛利率小幅下滑主要系毛利率相对较低的线上业务占比提升。

24Q1 公司在抖音本地生活平台实现累计转化门店核销收入 1439.65 万, 同减 54.6%; 抖音作为电商平台, 上线初期增长强劲, 产品销量快速增长, 目前增长速度已经趋于回落, 但仍保持在稳健状态。

24Q1 公司剔除抖音本地生活业务后营收 2.8 亿, 同比增长 1.3%, 业务保持稳定。

**23A 公司收入 11.8 亿, 同增 22.2%; 归母 1.3 亿, 同增 68.9%; 扣非归母净利润 1.2 亿, 同增 82.9%; 毛利率 63.1%, 同增 1.2pct;**

23Q4 收入 2.7 亿, 同增 17.0%; 归母净利润 0.3 亿, 同增 11.6%; 扣非归母净利润 0.23 亿, 同增 2.3%; 毛利率 70.60%, 同增 1.8pct。

**公司 2023 年拟派发现金红利 1.05 亿元 (含税), 分红率 81.7%;**

**23A 分产品看**, 光学眼镜及验配服务收入 7.92 亿元, 同增 20.91%, 毛利率 71.0%, 同增 0.9pct; 其中, 镜架销量同增 48.44%; 镜片销量同增 41.18%。

成镜系列产品收入 1.59 亿元, 同增 56.33%; 毛利率 48.7%, 同减 3.4pct; 其中, 太阳镜销量同增 30%; 老花镜销量同增 12.9%。

隐形眼镜系列产品收入 1.64 亿元, 同增 12.32%, 毛利率 40.2%, 同增 3.7pct。其中, 隐形护理液销售量同增 31.20%, 主要原因是线上推广力度加强。

24Q1 公司毛利率 59.0%, 同减 0.5pct, 主要系毛利率相对较低的线上业务占比增长对公司整体毛利率造成扰动。同时, 公司采取优化产品结构等销售策略, 毛利率相对较高的自有品牌产品和功能性镜片推广会一定程度提升毛利率。

24Q1 公司净利率 8.5%, 同减 3.9pct, 主要原因是销售费用率同比增长 3.3pct, 主要系公司吸引更多优秀人才, 为进一步拓展业务、提质增效做好人才储备。

2023 年公司新开门店 51 家, 其中直营 50 家, 加盟 1 家; 关闭 49 家, 其中直营 47 家, 加盟 2 家。截至 2023 年底公司共有门店 515 家, 其中直营 495 家, 加盟店 20 家。

### 探索新零售营销模式, 线上线下互联互通

公司持续推进线上平台会员体系的升级优化, 通过节点营销和新品发布等推广活动积极培育新会员, 稳固维护老会员, 增值优化会员权益, 及时提供优质的售后服务, 提升顾客粘性和复购率。

公司积极拥抱互联网生态圈, 已在微博、抖音、小红书等主流社交平台均开设官方账号进行品牌传播及产品宣传, 并在天猫、京东等电商平台开设官方店铺, 通过发布促销活动来引导消费者去线下门店完成消费转化。随着短视频带货趋势兴起, 公司抖音店铺开展常态化直播, 持续提升品牌关注度同时实现标准化眼镜产品销售。

2023 年公司线上 GMV2 亿元, 对应营收 (不含税) 1.8 亿, 合计占公司营收 15.6%, 同增 45%; 其中抖音 GMV2329 万, 同增 213.9%。

### 优化升级产品结构, 满足多元化消费需求

### 投资评级

行业	商贸零售/专业连锁 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.64 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	174.28
流通 A 股股本(百万股)	115.00
A 股总市值(百万元)	2,551.45
流通 A 股市值(百万元)	1,683.67
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	30.08
一年内最高/最低(元)	24.88/11.87

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《博士眼镜-季报点评: 离焦镜增速靓丽, 完善产品矩阵及销售网络》  
2023-11-03
- 《博士眼镜-半年报点评: 新零售快速增长, 数字化加盟稳步拓展》  
2023-09-06
- 《博士眼镜-首次覆盖报告: 业务基本盘扎实, 产业链整合启动二次成长》  
2023-08-20

公司一直重视产品体系建设，采取国际化品牌代理和自有品牌发展并举的策略，加强在眼镜零售领域的产品优势。目前，公司已与全球许多知名眼镜生产制造商如卡尔蔡司、开云集团、依视路、LVMH 等建立了长期战略合作关系，持续为消费者提供潮流时尚的全球眼镜产品，并通过与各大潮流品牌联名合作、独家代理等方式，将传统的眼镜设计成更符合当下消费审美的时尚单品，给消费者带来更多样化、个性化的选择。同时，公司积极培育自有品牌，不断升级迭代自有品牌产品矩阵。

### 更新盈利预测，维持买入评级

公司作为眼镜零售行业龙头，市场占有率连续多年稳居行业领先地位。2024年，公司将进一步完善销售渠道布局，提升市场占有率和到店转化率；聚焦多样化视觉需求，提高功能型镜片渗透率。根据 23 年报及 24 年一季报，我们更新盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 1.58/1.85/2.20 亿元（24-25 年前值分别为 1.68/2.07 亿元），对应 PE 分别为 16/14/12X。

**风险提示：**消费力疲软，行业竞争加剧，业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	962.24	1,175.87	1,376.00	1,595.06	1,835.11
增长率(%)	8.42	22.20	17.02	15.92	15.05
EBITDA(百万元)	112.04	205.91	225.34	257.57	296.14
归属母公司净利润(百万元)	75.16	128.06	158.00	185.12	220.30
增长率(%)	(20.70)	70.38	23.38	17.16	19.01
EPS(元/股)	0.43	0.73	0.91	1.06	1.26
市盈率(P/E)	33.95	19.92	16.15	13.78	11.58
市净率(P/B)	3.73	3.23	3.03	2.75	2.44
市销率(P/S)	2.65	2.17	1.85	1.60	1.39
EV/EBITDA	27.68	14.02	8.75	7.52	6.15

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	226.00	193.54	313.00	350.38	441.47	营业收入	962.24	1,175.87	1,376.00	1,595.06	1,835.11
应收票据及应收账款	48.68	64.35	67.99	86.71	90.25	营业成本	367.21	434.23	517.24	629.57	704.32
预付账款	38.07	25.92	56.14	46.00	63.94	营业税金及附加	3.08	4.99	4.78	5.64	6.70
存货	161.76	174.42	222.31	269.59	275.68	销售费用	412.78	476.16	547.65	609.63	705.42
其他	110.38	118.69	130.55	128.93	157.98	管理费用	88.15	92.01	110.08	122.82	147.36
<b>流动资产合计</b>	<b>584.89</b>	<b>576.92</b>	<b>789.99</b>	<b>881.61</b>	<b>1,029.31</b>	研发费用	0.00	4.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	9.52	4.72	0.76	(1.93)	(3.68)
固定资产	29.05	28.72	21.83	14.64	7.59	资产/信用减值损失	(4.95)	(10.63)	(5.60)	(6.06)	(7.43)
在建工程	0.69	0.99	0.99	0.99	0.99	公允价值变动收益	(0.83)	4.58	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.13	22.89	12.94	3.00	0.00	投资净收益	6.85	8.92	6.92	7.57	7.80
其他	352.65	492.25	395.53	389.44	411.35	其他	(10.53)	(10.51)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>390.51</b>	<b>544.85</b>	<b>431.30</b>	<b>408.07</b>	<b>419.93</b>	<b>营业利润</b>	<b>90.94</b>	<b>166.73</b>	<b>196.82</b>	<b>230.83</b>	<b>275.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>975.40</b>	<b>1,121.78</b>	<b>1,221.29</b>	<b>1,289.68</b>	<b>1,449.24</b>	营业外收入	2.69	1.33	1.77	1.93	1.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.80	3.93	1.76	2.17	2.62
应付票据及应付账款	43.82	46.62	82.43	63.52	98.38	<b>利润总额</b>	<b>92.84</b>	<b>164.13</b>	<b>196.82</b>	<b>230.60</b>	<b>274.43</b>
其他	140.65	150.63	176.24	182.00	186.40	所得税	19.05	32.37	38.82	45.48	54.13
<b>流动负债合计</b>	<b>184.47</b>	<b>197.25</b>	<b>258.67</b>	<b>245.52</b>	<b>284.79</b>	<b>净利润</b>	<b>73.79</b>	<b>131.76</b>	<b>158.00</b>	<b>185.12</b>	<b>220.30</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.37)	3.69	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>75.16</b>	<b>128.06</b>	<b>158.00</b>	<b>185.12</b>	<b>220.30</b>
其他	86.35	95.53	96.63	92.84	95.00	每股收益(元)	0.43	0.73	0.91	1.06	1.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>86.35</b>	<b>95.53</b>	<b>96.63</b>	<b>92.84</b>	<b>95.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>283.03</b>	<b>309.49</b>	<b>355.31</b>	<b>338.36</b>	<b>379.79</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	8.60	23.56	23.56	23.56	23.56	<b>成长能力</b>					
股本	173.23	174.25	174.28	174.28	174.28	营业收入	8.42%	22.20%	17.02%	15.92%	15.05%
资本公积	247.29	269.21	269.21	269.21	269.21	营业利润	-24.54%	83.34%	18.05%	17.28%	19.30%
留存收益	269.50	346.23	406.82	489.31	607.03	归属于母公司净利润	-20.70%	70.38%	23.38%	17.16%	19.01%
其他	(6.25)	(0.95)	(7.88)	(5.03)	(4.62)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>692.37</b>	<b>812.29</b>	<b>865.98</b>	<b>951.32</b>	<b>1,069.45</b>	毛利率	61.84%	63.07%	62.41%	60.53%	61.62%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>975.40</b>	<b>1,121.78</b>	<b>1,221.29</b>	<b>1,289.68</b>	<b>1,449.24</b>	净利率	7.81%	10.89%	11.48%	11.61%	12.00%
						ROE	10.99%	16.24%	18.76%	19.95%	21.06%
						ROIC	84.73%	66.05%	72.20%	70.15%	69.68%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	29.02%	27.59%	29.09%	26.24%	26.21%
						净负债率	-18.97%	-13.85%	-25.48%	-27.44%	-33.09%
						流动比率	2.97	2.70	3.05	3.59	3.61
						速动比率	2.15	1.88	2.19	2.49	2.65
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	20.27	20.81	20.79	20.62	20.74
						存货周转率	6.53	7.00	6.94	6.49	6.73
						总资产周转率	0.98	1.12	1.17	1.27	1.34
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.43	0.73	0.91	1.06	1.26
						每股经营现金流	1.20	1.61	1.19	0.75	1.05
						每股净资产	3.92	4.53	4.83	5.32	6.00
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	33.95	19.92	16.15	13.78	11.58
						市净率	3.73	3.23	3.03	2.75	2.44
						EV/EBITDA	27.68	14.02	8.75	7.52	6.15
						EV/EBIT	30.57	15.03	9.47	8.05	6.37

  

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	73.79	131.76	158.00	185.12	220.30
折旧摊销	38.32	37.46	17.10	17.10	10.16
财务费用	9.02	6.00	0.76	(1.93)	(3.68)
投资损失	(6.85)	(8.92)	(6.92)	(7.57)	(7.80)
营运资金变动	(78.51)	(144.45)	37.62	(62.09)	(35.33)
其它	172.65	259.10	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>208.41</b>	<b>280.94</b>	<b>206.57</b>	<b>130.64</b>	<b>183.66</b>
资本支出	31.96	31.62	(0.83)	3.76	(2.04)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(80.94)	(188.78)	7.49	3.84	9.73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(48.97)</b>	<b>(157.16)</b>	<b>6.66</b>	<b>7.60</b>	<b>7.69</b>
债权融资	(16.25)	(18.32)	10.54	(1.08)	1.91
股权融资	(15.06)	28.23	(104.31)	(99.78)	(102.17)
其他	(172.04)	(169.14)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(203.35)</b>	<b>(159.22)</b>	<b>(93.76)</b>	<b>(100.86)</b>	<b>(100.26)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(43.91)</b>	<b>(35.45)</b>	<b>119.46</b>	<b>37.38</b>	<b>91.08</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com