

博士眼镜（300622）

成为雷鸟 V3 全国线下体验门店，关注渠道价值激活

雷鸟发布 AI 眼镜 V3

雷鸟 V3 有着轻巧的身板和时髦的框架设计；39g 的重量让佩戴毫无压力；不仅可以做近视镜，还可以充当具有炫酷时尚感的墨镜。

V3 搭载 1200 万像素传感器，提供 4k 分辨率照片拍摄，背照式 CMOS 带来更高光效率；4K 超清拍摄，0.8 秒光速抓拍，9 分钟超长录制时间。支持 1080P 横向和 1440P 竖向拍摄。

此外，定制 AI 模型打开上帝视角；阿里通义千问定制全新意图识别模型，全景式智能搜索，覆盖海量知识领域，能够提供用户精准解答。

据博士眼镜官微，博士作为雷鸟 V3 全国唯一线下体验门店，将在超过 100 家眼镜旗舰店提供产品体验、专业验光、个性化配镜和完善售后服务。

同时，在博士眼镜购买雷鸟 V3 主机，还可享受配镜全场镜片 7 折优惠，无论是否购买，都可以寻找就近上线门店先体验。

此前，雷鸟创新与博士眼镜成立合资公司

24 年 8 月，据雷鸟创新官微，公司与博士眼镜合作，成立一家合资公司；其是业内首个科技企业与专业眼镜验配终端联合投资的公司。双方将共同开展新一代 AI 眼镜的研发设计、销售、营销与服务等工作。早在 2022 年，双方就成立了联合实验室，此后博士眼镜更是参投雷鸟创新首轮融资。

雷鸟创新作为中国第一、全球领先 AR 品牌，在 AI 和智能眼镜整机方面均有着深厚的技术积累，且拥有得天独厚的 TCL 软硬件开发能力和全球化商业能力支持。博士眼镜作为国内眼镜零售行业的首家上市公司，坚守在专业视光领域，并拥有广泛的渠道资源和专业的配镜服务，是用户购买光学眼镜首选。

本轮博士眼镜作为核心渠道，有望重新定义线下场景，或推动产业变革

1) **博士与雷鸟合作基础深厚。**雷鸟作为目前 AI/AR 眼镜主要参与者之一，博士率先深度绑定。本次作为雷鸟 V3 全国唯一线下体验门店，或直接激活线下门店客流及关注，带动相关眼镜及镜片销售；未来作为重要线下渠道，有望持续受益 AI/AR 眼镜产业增量市场及需求红利。

2) **线下眼镜店场景价值深度激活。**不同于其他消费电子标准化/易交付等，眼镜品类两大痛点：

1、验配，目前我国近视人群近 7 亿，购买眼镜基本均涉及镜片验配；我们预计该流程平均耗时 0.5-1 小时且难以线上完成；

2、妆饰，眼镜作为外在佩戴物品，天然存在妆饰体验美观等诉求；线下可直接佩戴感受且难以线上完成。

综上，我们认为线下眼镜门店未来是 AI/AR 眼镜销售推广的重要且难以替代的核心渠道，早期物理卡位特别是品牌合作有望重构核心竞争要素。

3) **我国线下眼镜门店竞争或较为分散。**我们认为未来有望借助 AI/AR 眼镜产业机遇加速市场集中度提升；大量夫妻店难以承接头部 AI/AR 品牌的合作契机，头部连锁化眼镜店借机完成降维流量打击。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预测公司 24-26 年营业收入分别为 12.4 亿、13.7 亿、15.5 亿，归母净利润分别为 1.2 亿、1.4 亿以及 1.7 亿，对应 EPS 分别为 0.69/0.8/0.97 元/股，PE 分别为 70/61/50x，维持“买入”评级。

证券研究报告
2025 年 01 月 14 日

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	48.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	175.30
流通 A 股股本(百万股)	118.76
A 股总市值(百万元)	8,502.24
流通 A 股市值(百万元)	5,759.66
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	37.67
一年内最高/最低(元)	61.85/11.29

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

- 1 《博士眼镜-公司点评:关注智能眼镜进展》 2024-12-01
- 2 《博士眼镜-半年报点评:加快线上线融合，探索智能眼镜》 2024-09-02
- 3 《博士眼镜-公司点评:完善渠道布局，优化产品结构》 2024-05-28

风险提示：项目推进不及预期；市场竞争加剧风险；股东结构变动风险；现金流状况下滑风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	962.24	1,175.87	1,239.36	1,368.26	1,550.23
增长率(%)	8.42	22.20	5.40	10.40	13.30
EBITDA(百万元)	112.04	205.91	178.58	201.97	234.80
归属母公司净利润(百万元)	75.16	128.06	120.64	140.21	169.26
增长率(%)	(20.70)	70.38	(5.79)	16.22	20.72
EPS(元/股)	0.43	0.73	0.69	0.80	0.97
市盈率(P/E)	113.12	66.39	70.47	60.64	50.23
市净率(P/B)	12.43	10.78	10.57	10.19	9.76
市销率(P/S)	8.84	7.23	6.86	6.21	5.49
EV/EBITDA	27.68	14.02	44.28	39.24	33.58

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	226.00	193.54	327.47	312.91	330.50
应收票据及应收账款	48.68	64.35	54.85	77.86	71.63
预付账款	38.07	25.92	47.99	35.45	55.51
存货	161.76	174.42	182.92	218.94	232.20
其他	110.38	118.69	117.44	120.75	140.02
流动资产合计	584.89	576.92	730.68	765.91	829.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	29.05	28.72	21.83	14.64	7.59
在建工程	0.69	0.99	0.99	0.99	0.99
无形资产	8.13	22.89	12.94	3.00	0.00
其他	352.65	492.25	395.53	389.44	411.35
非流动资产合计	390.51	544.85	431.30	408.07	419.93
资产总计	975.40	1,121.78	1,161.98	1,173.98	1,249.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	43.82	46.62	69.62	49.62	84.34
其他	140.65	150.63	167.65	173.89	175.96
流动负债合计	184.47	197.25	237.26	223.51	260.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	86.35	95.53	96.63	92.84	95.00
非流动负债合计	86.35	95.53	96.63	92.84	95.00
负债合计	283.03	309.49	333.90	316.35	355.30
少数股东权益	8.60	23.56	23.56	23.56	23.56
股本	173.23	174.25	175.33	175.33	175.33
资本公积	247.29	269.21	269.21	269.21	269.21
留存收益	269.50	346.23	367.87	394.57	431.03
其他	(6.25)	(0.95)	(7.88)	(5.03)	(4.62)
股东权益合计	692.37	812.29	828.08	857.63	894.50
负债和股东权益总计	975.40	1,121.78	1,161.98	1,173.98	1,249.80

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	73.79	131.76	120.64	140.21	169.26
折旧摊销	38.32	37.46	17.10	17.10	10.16
财务费用	9.02	6.00	0.54	(1.58)	(1.44)
投资损失	(6.85)	(8.92)	(6.92)	(7.57)	(7.80)
营运资金变动	(78.51)	(144.45)	90.00	(58.25)	(27.56)
其它	172.65	259.10	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	208.41	280.94	221.37	89.92	142.63
资本支出	31.96	31.62	29.60	15.90	20.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(80.94)	(188.78)	(22.94)	(8.30)	(13.21)
投资活动现金流	(48.97)	(157.16)	6.66	7.60	7.69
债权融资	(16.25)	(18.32)	10.76	(1.42)	(0.32)
股权融资	(15.06)	(76.34)	(104.85)	(110.66)	(132.39)
其他	(172.04)	(64.57)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(203.35)	(159.22)	(94.09)	(112.08)	(132.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(43.91)	(35.45)	133.93	(14.56)	17.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	962.24	1,175.87	1,239.36	1,368.26	1,550.23
营业成本	367.21	434.23	465.88	514.33	582.73
营业税金及附加	3.08	4.99	4.30	4.84	5.66
销售费用	412.78	476.16	520.53	567.83	627.84
管理费用	88.15	92.01	99.15	109.46	124.02
研发费用	0.00	4.67	0.00	0.00	0.00
财务费用	9.52	4.72	0.54	(1.58)	(1.44)
资产/信用减值损失	(4.95)	(10.63)	(5.60)	(6.06)	(7.43)
公允价值变动收益	(0.83)	4.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	8.92	6.92	7.57	7.80
其他	(10.53)	(10.51)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	90.94	166.73	150.28	174.89	211.80
营业外收入	2.69	1.33	1.77	1.93	1.67
营业外支出	0.80	3.93	1.76	2.17	2.62
利润总额	92.84	164.13	150.28	174.66	210.85
所得税	19.05	32.37	29.64	34.45	41.59
净利润	73.79	131.76	120.64	140.21	169.26
少数股东损益	(1.37)	3.69	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	75.16	128.06	120.64	140.21	169.26
每股收益（元）	0.43	0.73	0.69	0.80	0.97

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.42%	22.20%	5.40%	10.40%	13.30%
营业利润	-24.54%	83.34%	-9.87%	16.38%	21.10%
归属于母公司净利润	-20.70%	70.38%	-5.79%	16.22%	20.72%
获利能力					
毛利率	61.84%	63.07%	62.41%	62.41%	62.41%
净利率	7.81%	10.89%	9.73%	10.25%	10.92%
ROE	10.99%	16.24%	15.00%	16.81%	19.43%
ROIC	84.73%	66.05%	55.11%	66.38%	65.76%
偿债能力					
资产负债率	29.02%	27.59%	28.74%	26.95%	28.43%
净负债率	-18.97%	-13.85%	-28.39%	-26.07%	-27.16%
流动比率	2.97	2.70	3.08	3.43	3.19
速动比率	2.15	1.88	2.31	2.45	2.30
营运能力					
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	6.81	6.87
总资产周转率	0.98	1.12	1.09	1.17	1.28
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.73	0.69	0.80	0.97
每股经营现金流	1.19	1.60	1.26	0.51	0.81
每股净资产	3.90	4.50	4.59	4.76	4.97
估值比率					
市盈率	113.12	66.39	70.47	60.64	50.23
市净率	12.43	10.78	10.57	10.19	9.76
EV/EBITDA	27.68	14.02	44.28	39.24	33.58
EV/EBIT	30.57	15.03	48.98	42.87	35.10

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