

线上线下全渠道发展，持续发力布局智能眼镜赛道

2025 年 04 月 18 日

► **事件：博士眼镜发布 2024 年年报。**24 年公司实现营收 12.03 亿元，同比+2.29%；归母净利润 1.04 亿元，同比-19.08%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比-24.03%。24Q4，公司实现营收 2.88 亿元，同比+6.33%；归母净利润 0.20 亿元，同比-33.89%；扣非归母净利润 0.15 亿元，同比-32.56%。

► **整体营收持续增长，隐形眼镜系列产品营收微降。**24 年，公司实现营收 12.03 亿元，同比+2.29%。分产品来看，**1) 光学眼镜及验配服务：**24 年营收 8.06 亿元，同比+1.78%。**2) 成镜系列产品：**24 年营收 1.78 亿元，同比+11.97%，主要系是款式更新、推广活动带动线上销售量增长提升。**3) 隐形眼镜系列产品：**24 年营收 1.56 亿元，同比-5.03%。**4) 其他：**24 年营收 0.63 亿元，同比+3.37%。

► **24 年毛利率同比-1.36pct，归母净利率同比-2.27pct 至 8.62%。****1) 毛利率方面，**24 年公司毛利率为 61.71%，同比-1.36pct。**2) 费用率方面，**24 年，公司销售费用率为 41.64%，同比+1.15pct；管理费用率为 7.94%，同比+0.11pct；研发费用率为 0.26%，同比-0.14pct。**3) 净利率方面，**24 年公司实现归母净利润 1.04 亿元，对应归母净利率 8.62%，同比-2.27pct；实现扣非归母净利润 0.88 亿元，对应扣非归母净利率 7.36%，同比-2.54pct。

► **加快线上线下一体化发展，加大品牌传播力度。****1) 线下：**截至 24 年末，公司共有门店 557 家，其中，直营门店/加盟店分别 510/47 家，同比+15/+27 家；24 年，公司选用“砭（石人工）”品牌进行加盟招商，加速下沉市场零售网点的扩张。**2) 线上：**24 年公司聚焦小红书媒体运营突破口，抖音店铺开展常态化直播，位列 2024 年客单价 1000 元以上眼镜店铺第一名。24 年，公司线上 GMV 为 1.91 亿元，同比-7.83%，其中官方旗舰店体系/微商城体系/博镜抖音直播间 GMV 分别同比-3.83%/-84.09%/-42.20%；此外，公司持续完善本地生活服务平台的布局，24 年线上团购券交易金额为 1.54 亿元，同比-4.83%，主要系平台流量扶持政策变化、线上同行竞争分流、线下门店销售承载力等多方面因素影响。

► **自有品牌产品矩阵持续升级，布局智能眼镜赛道以提升市场竞争力。**公司积极培育自有品牌，截至 24 年末，公司共拥有 13 个镜架自有品牌、4 个镜片自有品牌。24 年，公司自有品牌镜片销量占总体镜片销量的 58.65%，自有品牌镜架销量占总体镜架销量的 65.40%。24 年 8 月，公司与雷鸟创新签订合作协议出资设立合资公司、研发智能眼镜产品，雷鸟 V3 于 2025 年 1 月 7 日正式上市。

► **投资建议：**公司是国内眼镜渠道龙头，积极布局智能眼镜业务开辟新增长极，我们预计 25-27 年公司归母利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元、2.1 亿元，同比增速分别为 51.0%/18.7%/13.8%，当前股价对应 25-27 年估值分别为 43X/36X/32X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧；宏观经济波动；加盟业务发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,203	1,339	1,497	1,675
增长率（%）	2.3	11.3	11.8	11.9
归属母公司股东净利润（百万元）	104	156	186	211
增长率（%）	-19.1	51.0	18.7	13.8
每股收益（元）	0.59	0.89	1.06	1.21
PE	64	43	36	32
PB	8.8	7.7	7.2	6.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.02 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.博士眼镜 (300622.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 本地生活服务业务恢复增长，智能眼镜赛道布局进一步深入-2024/08/30

2.博士眼镜 (300622.SZ) 2024 年一季报点评：本地生活服务业务高基数下承压影响收入增速，加盟业务稳步推进-2024/04/27

3.博士眼镜 (300622.SZ) 2023 年年报点评：23 年业绩符合预期，自有品牌及功能性镜片业务高增，全渠道布局持续深化-2024/04/04

4.博士眼镜 (300622.SZ) 2023 年业绩预告点评：23 年业绩符合预期，自有品牌持续放量，积极布局智能眼镜赛道-2024/01/23

5.博士眼镜 (300622.SZ) 2023 年三季报点评：前三季度业绩同比翻倍，离焦镜与自有品牌高增，加盟业务稳步推进-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,203	1,339	1,497	1,675
营业成本	461	501	558	625
营业税金及附加	4	4	4	5
销售费用	501	542	599	670
管理费用	95	98	105	117
研发费用	3	4	4	7
EBIT	138	198	234	260
财务费用	8	8	7	6
资产减值损失	-21	-3	-3	0
投资收益	11	9	10	12
营业利润	130	198	236	268
营业外收支	-1	0	-1	-1
利润总额	129	198	235	267
所得税	28	40	47	53
净利润	101	158	188	213
归属于母公司净利润	104	156	186	211
EBITDA	299	371	413	438

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	199	235	367	373
应收账款及票据	76	63	66	74
预付款项	44	48	50	56
存货	186	185	198	228
其他流动资产	390	421	338	338
流动资产合计	896	951	1,020	1,070
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	37	41	44	44
无形资产	12	15	19	19
非流动资产合计	357	352	356	357
资产合计	1,253	1,303	1,375	1,427
短期借款	83	83	83	83
应付账款及票据	97	49	50	56
其他流动负债	198	186	195	175
流动负债合计	378	318	327	314
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	104	104	104	104
非流动负债合计	104	104	104	104
负债合计	482	422	431	418
股本	175	175	175	175
少数股东权益	11	12	14	16
股东权益合计	771	881	944	1,009
负债和股东权益合计	1,253	1,303	1,375	1,427

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.29	11.33	11.83	11.88
EBIT 增长率	-14.71	42.80	18.45	11.07
净利润增长率	-19.08	50.99	18.70	13.77
盈利能力 (%)				
毛利率	61.71	62.59	62.74	62.68
净利率	8.62	11.68	12.40	12.61
总资产收益率 ROA	8.27	12.01	13.50	14.81
净资产收益率 ROE	13.62	18.00	19.98	21.29
偿债能力				
流动比率	2.37	2.99	3.11	3.41
速动比率	1.20	1.60	1.71	1.83
现金比率	0.53	0.74	1.12	1.19
资产负债率 (%)	38.47	32.37	31.37	29.30
经营效率				
应收账款周转天数	21.00	18.63	15.45	15.08
存货周转天数	141.05	133.48	123.72	122.64
总资产周转率	1.01	1.05	1.12	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.89	1.06	1.21
每股净资产	4.34	4.96	5.31	5.66
每股经营现金流	1.57	1.43	2.50	1.90
每股股利	0.27	0.71	0.85	0.96
估值分析				
PE	64	43	36	32
PB	8.8	7.7	7.2	6.7
EV/EBITDA	22.48	18.14	16.28	15.34
股息收益率 (%)	0.71	1.88	2.23	2.54

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	101	158	188	213
折旧和摊销	161	173	179	178
营运资金变动	-6	-83	69	-57
经营活动现金流	276	251	438	332
资本开支	-26	-43	-58	-56
投资	-91	0	0	0
投资活动现金流	-111	-34	-47	-44
股权募资	19	0	0	0
债务募资	82	0	0	0
筹资活动现金流	-160	-182	-259	-282
现金净流量	6	36	132	6

分析师承诺

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

评级说明

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

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048