

# 博士眼镜 (300622)

证券研究报告

2024年09月02日

## 加快线上线下融合，探索智能眼镜

公司发布 2024 年半年报

公司 24Q2 收入 3 亿，同比+5%，归母净利润 0.3 亿，同比-7%，扣非归母 0.2 亿，同比-16%；24H1 收入 6 亿，同比+0.3%，归母净利润 0.5 亿，同比-21%，扣非归母 0.5 亿，同比-27%。

2024H1 公司线上 GMV 为 9839.36 万元，同增 0.93%（其中官旗 0.8 亿元、博镜抖音直播间 965 万）；对应营收 8707.4 万，占总 14.49%。

分产品或服务看，光学眼镜及验配服务收入 3.9 亿同减 2.4%；成镜系列产品收入 1.1 亿同增 8%；隐形眼镜系列产品收入 0.8 亿同增 4%。

2024H1 公司新开门店 28 家，其中直营 19 家，加盟 9 家；闭店 13 家，其中直营 13 家。截至 24H1 公司共有门店 530 家，其中直营 501 家，加盟 29 家。新开门店主要集中在长三角、珠三角和西南地区。

24H1 公司毛利率 58%，同减约 2.7pct；净利率 8.7%，同减约 2.8pct。

完善电商新零售渠道，提升消费者触达能力，加快线上线下融合发展

2024 年上半年，公司持续完善本地生活服务平台的布局，通过精细化运营、优化团购产品、加大引流力度来深度满足消费者的本地生活需求，构建线上与线下联动发展的新局面。目前，公司已在抖音、大众点评、饿了么等主流本地生活平台开设官方账号，并利用内容营销与团购券互为补充提高到店转化率，持续巩固门店交付能力和验配服务等核心优势，始终保持眼镜行业中相对的领先优势。

优化升级产品结构，提高功能性镜片渗透率，持续探索智能眼镜赛道

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。截至 24 年 6 月，公司共拥有 13 个镜架自有品牌、4 个镜片自有品牌。2024 年上半年，公司自有品牌镜片销量占总体镜片销量的 61.29%，自有品牌镜架销量占总体镜架销量的 66.42%。

与雷鸟创新成立合资公司，布局 AI 眼镜

合资公司的注册资本 1500 万，其中公司拟出资 300 万，持有 20%股权；雷鸟创新拟出资 1200 万，持 80%股权。合资公司将计划研发拍摄眼镜、音频+AI 眼镜第一代产品，并通过授权收费形式获得收入。在此合作项目中，公司将负责线下渠道销售和推广，参与产品研发设计，并对产品、渠道、营销等关键策略有共同决策权。目前，合资公司尚未设立，合资双方尚未出资，研发设计工作也尚未启动。

一方面，AI 眼镜需要在紧凑的眼镜结构中集成麦克风、扬声器、摄像头、芯片和电池等元器件和智能化能力，其背后离不开科技企业的技术支持。雷鸟创新作为全球领先的 AR 品牌，在 AI 和智能眼镜整机方面均有着深厚的技术积累。

另一方面，AI 眼镜的本体是一副眼镜，其佩戴体验、光度管理以及矫正效果均受用户的脸型和使用场景差异的影响，需进行个性化的定制。博士眼镜作为国内眼镜零售行业的首家上市公司，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的首选。

### 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   | 27.62 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) | 115.38      |
| A 股总市值(百万元)   | 4,813.71    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,186.81    |
| 每股净资产(元)      | 4.23        |
| 资产负债率(%)      | 35.98       |
| 一年内最高/最低(元)   | 37.81/11.29 |

### 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

- 《博士眼镜-公司点评:完善渠道布局,优化产品结构》 2024-05-28
- 《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

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

2024 年上半年，公司持续探索智能眼镜新赛道，提供智能眼镜镜片的验配服务，为智能眼镜的消费群体提供视力矫正综合解决方案。目前，公司已与业内头部智能眼镜品牌星纪魅族、李未可、雷鸟创新、ROKID 建立稳定合作关系。

基于公司 24H1 业绩表现，归母净利润和扣非归母均同比降低，同时考虑到目前消费弱复苏等因素，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.7 亿元（前值为 1.58/1.85/2.2 亿元），对应 PE 分别为 40/34/28X。

**风险提示：**生产环节外包风险，营销网络拓展带来的管理风险，存货余额较大的风险，消费复苏滞缓风险等。

| 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   | 120.63   | 140.19   | 169.24   |
| 增长率(%)        | (20.70) | 70.38    | (5.80)   | 16.21    | 20.73    |
| EPS(元/股)      | 0.43    | 0.73     | 0.69     | 0.80     | 0.97     |
| 市盈率(P/E)      | 64.04   | 37.59    | 39.90    | 34.34    | 28.44    |
| 市净率(P/B)      | 7.04    | 6.10     | 5.99     | 5.78     | 5.53     |
| 市销率(P/S)      | 5.00    | 4.09     | 3.88     | 3.52     | 3.11     |
| EV/EBITDA     | 27.68   | 14.02    | 23.63    | 20.98    | 17.87    |

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          | 326.42          | 311.85          | 329.44          |
| 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          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>584.89</b> | <b>576.92</b>   | <b>729.63</b>   | <b>764.85</b>   | <b>828.80</b>   |
| 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          |
| <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>资产总计</b>      | <b>975.40</b> | <b>1,121.78</b> | <b>1,160.92</b> | <b>1,172.92</b> | <b>1,248.74</b> |
| 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          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>184.47</b> | <b>197.25</b>   | <b>237.26</b>   | <b>223.51</b>   | <b>260.30</b>   |
| 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           |
| <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>333.90</b>   | <b>316.35</b>   | <b>355.30</b>   |
| 少数股东权益           | 8.60          | 23.56           | 23.56           | 23.56           | 23.56           |
| 股本               | 173.23        | 174.25          | 174.28          | 174.28          | 174.28          |
| 资本公积             | 247.29        | 269.21          | 269.21          | 269.21          | 269.21          |
| 留存收益             | 269.50        | 346.23          | 367.87          | 394.56          | 431.02          |
| 其他               | (6.25)        | (0.95)          | (7.88)          | (5.03)          | (4.62)          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>692.37</b> | <b>812.29</b>   | <b>827.03</b>   | <b>856.57</b>   | <b>893.44</b>   |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>975.40</b> | <b>1,121.78</b> | <b>1,160.92</b> | <b>1,172.92</b> | <b>1,248.74</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2022            | 2023            | 2024E          | 2025E           | 2026E           |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 73.79           | 131.76          | 120.63         | 140.19          | 169.24          |
| 折旧摊销           | 38.32           | 37.46           | 17.10          | 17.10           | 10.16           |
| 财务费用           | 9.02            | 6.00            | 0.56           | (1.55)          | (1.41)          |
| 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            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>208.41</b>   | <b>280.94</b>   | <b>221.37</b>  | <b>89.93</b>    | <b>142.63</b>   |
| 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)         |
| <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)         | 10.75          | (1.45)          | (0.36)          |
| 股权融资           | (15.06)         | (76.34)         | (105.89)       | (110.64)        | (132.37)        |
| 其他             | (172.04)        | (64.57)         | 0.00           | 0.00            | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(203.35)</b> | <b>(159.22)</b> | <b>(95.15)</b> | <b>(112.09)</b> | <b>(132.73)</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>132.88</b>  | <b>(14.57)</b>  | <b>17.59</b>    |

| 利润表(百万元)         | 2022          | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>962.24</b> | <b>1,175.87</b> | <b>1,239.36</b> | <b>1,368.26</b> | <b>1,550.23</b> |
| 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            | 0.56            | (1.55)          | (1.41)          |
| 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)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>90.94</b>  | <b>166.73</b>   | <b>150.27</b>   | <b>174.86</b>   | <b>211.76</b>   |
| 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            |
| <b>利润总额</b>      | <b>92.84</b>  | <b>164.13</b>   | <b>150.27</b>   | <b>174.63</b>   | <b>210.82</b>   |
| 所得税              | 19.05         | 32.37           | 29.64           | 34.44           | 41.58           |
| <b>净利润</b>       | <b>73.79</b>  | <b>131.76</b>   | <b>120.63</b>   | <b>140.19</b>   | <b>169.24</b>   |
| 少数股东损益           | (1.37)        | 3.69            | 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>120.63</b>   | <b>140.19</b>   | <b>169.24</b>   |
| 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   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 8.42%   | 22.20%  | 5.40%   | 10.40%  | 13.30%  |
| 营业利润           | -24.54% | 83.34%  | -9.87%  | 16.37%  | 21.10%  |
| 归属于母公司净利润      | -20.70% | 70.38%  | -5.80%  | 16.21%  | 20.73%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 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%  | 15.01%  | 16.83%  | 19.46%  |
| ROIC           | 84.73%  | 66.05%  | 55.11%  | 66.38%  | 65.76%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 29.02%  | 27.59%  | 28.76%  | 26.97%  | 28.45%  |
| 净负债率           | -18.97% | -13.85% | -28.30% | -25.97% | -27.07% |
| 流动比率           | 2.97    | 2.70    | 3.08    | 3.42    | 3.18    |
| 速动比率           | 2.15    | 1.88    | 2.30    | 2.44    | 2.29    |
| <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    | 6.81    | 6.87    |
| 总资产周转率         | 0.98    | 1.12    | 1.09    | 1.17    | 1.28    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.43    | 0.73    | 0.69    | 0.80    | 0.97    |
| 每股经营现金流        | 1.20    | 1.61    | 1.27    | 0.52    | 0.82    |
| 每股净资产          | 3.92    | 4.53    | 4.61    | 4.78    | 4.99    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 64.04   | 37.59   | 39.90   | 34.34   | 28.44   |
| 市净率            | 7.04    | 6.10    | 5.99    | 5.78    | 5.53    |
| EV/EBITDA      | 27.68   | 14.02   | 23.63   | 20.98   | 17.87   |
| EV/EBIT        | 30.57   | 15.03   | 26.13   | 22.92   | 18.68   |

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        |