

➤ **事件: 博士眼镜发布 2023 年年报。**23 年, 公司实现营收 11.76 亿元, yoy+22.20%; 归母净利润 1.28 亿元, yoy+68.93%; 扣非归母净利 1.16 亿元, yoy+82.90%。23Q4, 公司实现营收 2.70 亿元, yoy+17.00%; 归母净利润 0.30 亿元, yoy+14.32%; 扣非归母净利 0.23 亿元, yoy+2.26%。

➤ **公司整体营收持续增长, 成镜系列产品表现亮眼, 23 年收入同比+56.33%。**23 年, 公司实现营收 11.76 亿元, 同比+22.20%。分产品来看, **1) 光学眼镜及验配服务:** 23 年营收 7.92 亿元, 同比+20.91%, 其中, 镜架销量同比+48.44%, 镜片销量同比+41.18%。**2) 成镜系列产品:** 23 年营收 1.59 亿元, 同比+56.33%。**3) 隐形眼镜系列产品:** 23 年营收 1.64 亿元, 同比+12.32%, 其中, 隐形护理液销量同比+31.20%, 主要系线上推广力度加强。**4) 其他:** 23 年营收 0.61 亿元, 同比+2.18%。

➤ **盈利能力提升明显, 23 年归母净利润率同比+3.08pct 至 10.89%。****1) 毛利率方面,** 23 年公司毛利率为 63.07%, 同比+1.23pct。**2) 费用率方面,** 23 年, 公司销售费用率为 40.49%, 同比-2.40pct; 管理费用率为 7.83%, 同比-1.34pct; 研发费用率为 0.40%, 同比+0.40pct, 主要系公司并购的杭州汉高信息科技有限公司及杭州镜联易购网络科技有限公司所发生的研发支出。**3) 净利率方面,** 23 年公司实现归母净利润 1.28 亿元, 对应归母净利率 10.89%, 同比+3.08pct; 实现扣非归母净利 1.16 亿元, 对应扣非归母净利率 9.90%, 同比+3.35pct。

➤ **线下直营与加盟齐头并进, 线上布局兴趣电商、O2O、新媒体等平台, 全渠道推进产品销售。****1) 线下:** 截至 23 年末, 公司共有线下门店 515 家, 其中直营/加盟门店分别 495/20 家, 同比+3/-1 家; 24 年公司将进一步完善线下渠道, 通过“砼(石人工)”品牌拓展下沉市场, 有望带动公司市占率加速提升。**2) 线上:** 公司积极拥抱互联网生态圈, 在抖音、小红书等主流社交平台均开设官方账号, 在天猫、京东等电商平台开设官方店铺, 同时抖音店铺开展常态化直播, 持续提升品牌关注度的同时实现标准化眼镜产品的销售, 23 年公司线上 GMV 为 2.08 亿元, 同比+44.50%, 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+23.89%/+211.02%/+213.92%; 此外, 公司持续发展本地生活业务, 23 年线上团购券交易金额为 1.62 亿元, 同比+79.42%, 其中抖音本地生活平台实现平台前端 GMV 为 1.11 亿元, 累计转化门店核销收入 0.74 亿元。

➤ **产品结构优化升级, 自有品牌产品与功能性镜片持续放量。**公司在产品端采取国际化品牌代理和自有品牌发展并举的策略, 战略合作卡尔蔡司、开云集团、依视路、LVMH 等全球知名眼镜生产制造商的同时, 积极培育自有品牌, 不断升级迭代自有品牌产品矩阵, 截至 23 年末, 公司共拥有 12 个镜架自有品牌、2 个镜片自有品牌; 23 年自有品牌镜片及镜架持续放量, 其中, 自有品牌镜片销量占 2023 年总体镜片销量的 65.81%, 同比增长 6.04%; 自有品牌镜架销量占 2023 年总体镜架销量的 68.83%, 同比增长 7.03%。此外, 公司不断优化离焦镜片等青少年近视防控镜片的品牌 SKU 矩阵, 并加强功能性产品的科普力度和营销推广活动, 推动近视防控镜片销售提升, 23 年公司功能性镜片总体销量同比+43.11%, 其中离焦镜片/成人渐进镜片销量分别同比+79.05%/+55.67%。

➤ **投资建议:** 公司是眼镜零售行业龙头, 看好自有品牌产品和功能性镜片持续放量、抖音渠道本地生活业务和加盟渠道的稳步开展, 预计 24-26 年公司归母净利润分别为 1.55/1.86/2.19 亿元, 同比增速分别为 +20.8%/+20.4%/+17.3%, 对应 PE 分别为 18X/15X/13X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 加盟体系拓展不及预期; 行业竞争加剧; 线上渠道冲击风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,176	1,381	1,592	1,826
增长率 (%)	22.2	17.5	15.2	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	128	155	186	219
增长率 (%)	68.9	20.8	20.4	17.3
每股收益 (元)	0.73	0.89	1.07	1.25
PE	22	18	15	13
PB	3.6	3.4	3.2	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**16.25 元**

**分析师 刘文正**

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书: S0100522100001

邮箱: xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书: S0100123070030

邮箱: yangying@mszq.com

### 相关研究

1. 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
2. 博士眼镜 (300622.SZ) 2023 年三季度报点评: 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
3. 博士眼镜 (300622.SZ) 2023 年半年报点评: 营收利润双高增, 数字化加盟稳步推进-2023/08/29
4. 博士眼镜 (300622.SZ) 深度报告: 眼镜零售行业龙头, 主业高增, 放开加盟渠道构筑新增长极-2023/05/12

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,176	1,381	1,592	1,826
营业成本	434	519	601	694
营业税金及附加	5	4	5	5
销售费用	476	553	629	716
管理费用	92	117	127	137
研发费用	5	7	10	12
EBIT	162	190	229	271
财务费用	5	5	5	4
资产减值损失	-10	-3	-3	-4
投资收益	9	10	11	13
营业利润	167	194	234	277
营业外收支	-3	0	0	-1
利润总额	164	194	234	276
所得税	32	39	47	55
净利润	132	155	187	221
归属于母公司净利润	128	155	186	219
EBITDA	329	369	412	455

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	194	193	215	337
应收账款及票据	64	68	74	80
预付款项	26	52	57	62
存货	174	199	222	247
其他流动资产	119	136	149	67
流动资产合计	577	648	718	794
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	29	32	35	39
无形资产	23	25	28	32
非流动资产合计	545	539	542	550
资产合计	1,122	1,187	1,260	1,344
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	47	55	58	62
其他流动负债	167	174	183	195
流动负债合计	214	229	242	256
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	96	96	96	96
非流动负债合计	96	96	96	96
负债合计	309	324	337	352
股本	174	174	174	174
少数股东权益	24	24	25	27
股东权益合计	812	862	923	992
负债和股东权益合计	1,122	1,187	1,260	1,344

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	22.20	17.48	15.23	14.74
EBIT 增长率	71.93	17.28	20.43	18.12
净利润增长率	68.93	20.85	20.42	17.33
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	63.07	62.45	62.23	61.98
净利润率	10.89	11.20	11.71	11.97
总资产收益率 ROA	11.42	13.04	14.79	16.27
净资产收益率 ROE	16.24	18.46	20.74	22.66
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.70	2.83	2.97	3.10
速动比率	1.45	1.44	1.54	1.63
现金比率	0.90	0.84	0.89	1.31
资产负债率 (%)	27.59	27.32	26.76	26.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	17.30	17.29	16.15	15.25
存货周转天数	139.35	129.48	125.97	121.59
总资产周转率	1.12	1.20	1.30	1.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.89	1.07	1.25
每股净资产	4.53	4.81	5.16	5.54
每股经营现金流	1.61	1.57	1.89	2.63
每股股利	0.60	0.73	0.87	1.02
<b>估值分析</b>				
PE	22	18	15	13
PB	3.6	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	8.53	7.59	6.80	6.16
股息收益率 (%)	3.69	4.46	5.37	6.30

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	132	155	187	221
折旧和摊销	166	179	183	184
营运资金变动	-21	-60	-39	56
经营活动现金流	281	273	329	459
资本开支	-22	-43	-57	-62
投资	-140	0	0	0
投资活动现金流	-157	-33	-46	-49
股权募资	17	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-159	-241	-262	-288
现金净流量	-34	-0	22	122

## 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。	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026