

批零贸易业

2023.02.19

眼镜零售行业市场广阔，龙头整合有望提速

——眼镜行业专题报告 2

	刘越男(分析师)	陈笑(分析师)
	021-38677706	021-38677906
	liuyuenan@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880518020002

本报告导读：

海外发达国家眼镜零售行业集中度较高；国内目前较分散，但行业供给侧已现改善，且政策推动功能镜需求增强，流量入口变迁背景下，行业龙头将有整合契机。

摘要：

眼镜零售行业未来格局广阔，推荐博士眼镜等龙头。1)眼镜零售行业未来发展趋势包括产业链上下游整合、拓展功能镜如离焦镜、拓展视光中心(参与 OK 镜/离焦软镜等)、推进线上化等；2)推荐博士眼镜等龙头；博士眼镜 2022H1 离焦镜销售量同增 23%，销售额同增 40%，成人渐进镜销售量同增 53%，销售额同增 27%，继续看好离焦镜销售提速、门店扩张与视光中心扩张提速，且成立产业基金推动视光及 VR/AR 产业布局。

国内眼镜零售集中度较低，政策推动离焦镜快速增长将助力眼镜零售门店成为近视防控的重要阵线。1)眼镜零售是一门古老的行业，上世纪 90 年代后国内眼镜店迎来快速发展；2)眼镜零售渠道端竞争格局较生产端更为分散，CR10 不足 10%、显著低于美国的约 40%，而生产端 CR10 按销售额统计已达到 82%、按销售量统计已达到 68%；3)过去 3 年疫情导致线下零售业态供给侧优化，如酒店/超市行业；同样，中小连锁与单体眼镜门店压力增加，且功能镜片需求显著增量叠加流量入口变迁，将推动行业加快整合；4)近视防控大势所趋，离焦镜快速增长将带动眼镜门店店效增加，且作为执行近视防控工作的重要阵线，龙头公司将强者恒强。

国内眼镜零售渠道主要分连锁品牌店、时尚集合店、医疗机构与视光中心等，博士/宝岛/LOHO/木九十等是典型代表。1)博士眼镜是成立于 1993 年，代理销售全球 100 多个知名品牌，截至 2022H1 门店数量已达 490 家，其品牌矩阵/销售渠道/供应链管理方面优势显著；2017-21 年直营店店效从 131 万元提至 164 万元，远超行业均值；2)宝岛眼镜成立于 1972 年，在全国 100 多座城市拥有约 1200 家门店，以专业化和数位化为经营理念和发展战略；3)LOHO 成立于 2012 年，为国内新零售时尚眼镜品牌，拥有近 1000 家品牌门店；4)木九十成立于 2010 年，凭借独特的设计与材质出圈，2022 年首次启动明星代言(龚俊)取得巨大成功；其母公司亦拥有 AOJO 眼镜与 WAKEUP 美瞳门店，三大系列合计拥有 1200 家门店。

对标海外：美国、欧洲、日本的眼镜零售行业集中度较高，龙头公司通过并购整合等提升市场份额。1)美国：据《Crafting a Comeback》，2020 年美国头部 10 家眼镜零售商市场份额占比达 40.4%，且单店店效均在 100 万美元以上远超国内；其中 Vision Source 门店超 3000 家；2)欧洲：近几年欧洲眼镜零售商持续整合并购、拓展产业链上下游，如依视路陆逊梯卡集团、Fielmann 集团等，前者在完成依视路与陆逊梯卡的合并后，于 2021 年收购荷兰眼镜零售商 GrandVision 的收购，后者拥有超 7000 家零售门店；3)日本：JINS(睛姿)是日本眼镜零售龙头，实现从生产到销售全产业链覆盖，快时尚与功能创新并驾齐驱；单店店效超 1 亿日元。

风险提示：疫情反复，功能性镜片销售不及预期，竞争加剧等

评级：增持

增持

上次评级：增持

细分行业评级

批发零售业	增持
贸易	增持

相关报告

批零贸易业《亚马逊收入超预期，跨境平台经营有望改善》

2023.02.07

批零贸易业《商务部再提促进跨境电商发展，三重利好加持》

2023.02.06

批零贸易业《复苏开启，必选先行》

2023.01.19

批零贸易业《线下复苏回暖，寄售铺货国内渗透有望提速》

2023.01.18

批零贸易业《总理发言支持平台经济，政策频吹暖风》

2023.01.15

目 录

图目录	3
表目录	5
1. 眼镜零售渠道是执行近视防控政策的重要阵线，国内竞争格局较分散望迎整合	6
1.1. 发展历史：眼镜行业是一门古老的行业，上世纪 90 年代中期后眼镜店在国内加速拓展	6
1.2. 竞争格局：眼镜零售渠道端竞争格局较生产端更为分散，龙头有望加快整合	8
1.3. 行业变化：疫情导致中小连锁与单体门店压力增加，功能镜片需求显著增强、换镜频次提升推动行业整合	11
1.4. 政策催化：离焦镜提升近视防控工作的效率，眼镜零售门店成为近视防控的重要阵线	16
2. 国内眼镜零售渠道主要分连锁品牌店、时尚集合店、医疗机构与视光中心等	20
2.1. 博士眼镜为国内眼镜零售连锁龙头企业，发力一站式视觉健康解决方案	20
2.2. 宝岛眼镜以专业化和数位化见长，门店数量已超千家	23
2.3. LOHO 为国内首家新零售时尚眼镜品牌	25
2.4. 木九十紧跟时尚潮流，新颖代言形式吸引消费者关注度	28
3. 对标海外：美国、欧洲、日本的眼镜零售行业集中度较高，龙头公司通过并购整合等提升市场份额	30
3.1. 美国眼镜零售龙头市场份额较为集中，Vision Source 营收规模位列第一	30
3.2. 欧洲头部零售商陆逊梯卡与依视路完成合并，竞争实力显著增强并进一步完善零售渠道布局	33
3.3. 日本眼镜零售商 JINS 推动功能镜及跨界联名布局	36
4. 眼镜零售行业未来格局是星辰大海，推荐博士眼镜	39
4.1. 未来发展：产业链整合，视光中心拓展，线上化推进	39
4.2. 推荐博士眼镜	43
5. 风险提示	43

图目录

图 1: 眼镜一般由镜片、镜框、镜腿等组成.....	6
图 2: 镜片膜层一般需做耐磨、防油污等测试.....	6
图 3: 《南都繁会景物图卷》中画有一老者戴着眼镜.....	7
图 4: 上世纪 60-70 年代的眼镜商铺.....	7
图 5: 全球眼镜产品市场规模保持良好增长.....	8
图 6: 中国眼镜产品市场规模保持良好增长.....	8
图 7: 中国镜片销售量增速保持在个位数.....	9
图 8: 中国镜片销售额增速保持在个位数.....	9
图 9: 眼镜行业产业链及产业链图谱.....	10
图 10: 2022Q2 全国购物中心总客流下滑幅度明显.....	11
图 11: 2022 中秋各区域购物中心客流均下滑.....	11
图 12: 酒店行业供给侧大约出清约 25%.....	11
图 13: 国内超市行业供给侧持续出清.....	11
图 14: 博士眼镜门店数量稳健增长.....	12
图 15: 博士眼镜 2021 年新增/净增门店显著增加.....	12
图 16: 中国与世界视力问题人口比例对比情况.....	13
图 17: 国内近视人口数量不断增加.....	13
图 18: 2020 年儿童青少年近视率反弹.....	15
图 19: 从小学到大学近视率一路攀升.....	15
图 20: 儿童与青少年近视危害颇大.....	15
图 21: 2021 年光学验配收入占比近 7 成.....	21
图 22: 2021 年光学验配毛利占比近 8 成.....	21
图 23: 2021 年营收增速筑底回升.....	22
图 24: 2021 年归母净利润增速筑底回升.....	22
图 25: 宝岛眼镜厦大世贸店实景图.....	24
图 26: 宝岛眼镜津南永旺店内部实景图.....	24
图 27: 宝岛眼镜推出 7 步评估检测提升验光实力.....	25
图 28: 宝岛眼镜以 9 道工序进行精湛加工.....	25
图 29: LOHO 某门店概念设计图.....	26
图 30: LOHO 某门店实景图.....	26
图 31: LOHO 提出“眼镜即形象”的 SLOGAN.....	26
图 32: 木九十某门店实景图.....	28
图 33: 木九十产品实景图.....	28
图 34: 木九十太空舱形象概念店.....	29
图 35: 木九十快闪店“潜能研究所”门店实景图.....	29
图 36: 龚俊为木九十代言吸引全网关注.....	29
图 37: 龚俊代言后粉丝二创热情极高.....	29
图 38: AOJO 在海外某旗舰店实景图.....	30
图 39: AOJO 在国内某旗舰店实景图.....	30
图 40: 美国眼镜产品市场规模保持良好增长.....	30
图 41: 头部眼镜市场规模保持良好增长.....	30
图 42: Vision Source 美国超过 3000 家门店.....	32
图 43: Vision Source 拥有众多优质供货商.....	32
图 44: 欧洲眼镜产品市场规模保持良好增长.....	33
图 45: 欧洲眼镜产品市场规模全球占比略有下降.....	33

图 46: 法国配镜师数量位居欧洲第一.....	33
图 47: 塞浦路斯眼镜零售商数量位居欧洲第一.....	33
图 48: 陆逊梯卡零售门店实景图.....	35
图 49: retail bands of 陆逊梯卡.....	35
图 50: 依视路陆逊梯卡 2021 年营收增速大幅回升.....	35
图 51: 依视路陆逊梯卡 2021 年净利增速大幅回升.....	35
图 52: 荷兰 GrandVision 某门店实景图.....	36
图 53: 位于日本大阪梅田的 JINS 门店实景图.....	36
图 54: JINS 产品矩阵丰富.....	36
图 55: JINS 全球营收规模稳步增长.....	37
图 56: JINS 单店店效突破 1 亿日元.....	37
图 57: JINS Screen 20% CUT 实物图.....	38
图 58: 依视路陆逊梯卡集团的首家搭载依视路视光中心的亮视点门店于 2022 年 8 月开业.....	40
图 59: 依视路陆逊梯卡集团的近视管理方案一览.....	40
图 60: 博士视觉可提供多项优质服务.....	41
图 61: 2021 年博士眼镜线上 GMV 突破 1 亿元.....	42
图 62: 2021 年博士眼镜线上营收占比达 12.4%.....	42

表目录

表 1: 国内主要眼镜零售商基本情况对比	10
表 2: 成人功能性镜片一览	13
表 3: 主要镜片生产企业的成人功能性镜片一览	13
表 4: 老花镜市场正在发生多元新兴变化	14
表 5: 近视防控主要技术优劣解析一览	17
表 6: 测算离焦镜销售对门店店效提升贡献一览	18
表 7: 测算离焦镜销售对门店店效提升之敏感性分析补充——以 20%假设条件为例	19
表 8: 博士眼镜于 1993 年成立，历经 29 年发展历程	20
表 9: 博士眼镜各品牌矩阵一览	21
表 10: 博士眼镜核心竞争优势解析	22
表 11: 宝岛眼镜于 1972 年成立，历经 50 年发展历程	23
表 12: 宝岛眼镜获得多项重要荣誉	24
表 13: LOHO 眼镜发展历程	25
表 14: LOHO 眼镜获得多项重要荣誉	27
表 15: LOHO 核心竞争优势解析	27
表 16: 木九十历经 10 余年发展历程	28
表 17: 木九十做减法的生意经一览	29
表 18: 美国 TOP 10 眼镜零售商排行榜	31
表 19: Vision Source 于 1991 年成立，历经 31 年发展历程	32
表 20: 欧洲大型眼镜零售商近年来整合并购事项一览	34
表 21: JINS 功能镜列表	37
表 22: 日本主要眼镜零售商基本情况对比	38
表 23: Luxottica 垂直整合历程反映眼睛零售行业向集中化，大规模发展	39
表 24: 博士眼镜目前合作的公立医院视光中心的基本情况	41
表 25: 部分公司盈利预测表	43

1. 眼镜零售渠道是执行近视防控政策的重要阵线，国内竞争格局较分散望迎整合

1.1. 发展历史：眼镜行业是一门古老的行业，上世纪 90 年代中期后眼镜店在国内加速拓展

（一）眼镜行业是一门古老的行业，当前科学技术进步催生出多种功能多种属性的新型镜片

眼镜是一种兼具保护与装饰的消费品。眼镜的保护功能主要体现在镜片上，其具有调节进入眼睛之光量、矫正视力、保护眼睛安全的作用。眼镜的装饰功能主要体现在镜架上，不仅为眼镜配套时起到支架作用，还具有装饰性。镜片是一个融合了数学、光学、有机化学、表面及结构物理、机械加工、医学等学科的产品。镜片的技术含量和品质主要体现在三个方面：镜片材料、光学设计和镜片膜层。

图 1：眼镜一般由镜片、镜框、镜腿等组成



数据来源：澎湃新闻

图 2：镜片膜层一般需做耐磨、防油污等测试



数据来源：天天好视力角膜塑形镜

眼镜行业是一门古老的行业，而现代意义上的眼镜是上世纪开始出现，随着科学技术不断进步发展，眼镜的创新应用亦愈发多样：

- 镜片的起源较悠久且记载颇多，西方在公元前由新亚述文明打造水晶镜片，公元 1 世纪前后尼禄皇帝在观看角斗士战斗时曾使用翡翠作为眼镜，类似的方法在民间也颇为流行。在我国战国时期，墨子 15 卷中亦记载了有关光和对于平面镜、凸面镜、凹面镜的论述。
- 11 世纪，一位中世纪阿拉伯学者在其著作《光学论》中提到：把透镜设计成某种曲度，能起到放大物体的作用。
- 13 世纪末，意大利制造出第一副眼镜，Vincent Ilardi 在其著作《Renaissance Vision from Spectacles to Telescopes》中称，一位名叫佐丹奴 Giordano(c.1255-1311)的多米尼加男修士，在布道时首次公开提出“眼镜”的概念。
- 具有现代眼镜概念的单片眼镜最早出现在 1700 年，19 世纪开始流行并成为高端时尚配饰。而直到上世纪的前 20 年，框架眼镜才变成现在的外观和解剖学上的完美设计。

- 上世纪后，科学技术的进一步推动了眼镜/镜片的创新发展，如 1907 年 Owen Aves 首次提出了渐进多焦点镜片的构思；40 年代美国匹兹堡平板玻璃公司的哥伦比亚化学分部发现树脂镜片。

树脂镜片的推出大大推进了眼镜行业的发展。

- 树脂镜片是一种用有机材料制作的镜片，内部是一种高分子链状结构，联接而呈立体网状结构，分子间结构相对松弛，分子链间有可产生相对位移的空间。光线可透过率为 84%-90%，透光性好，同时光学树脂镜片抗冲击力强。
- 其实，玻璃并非制作镜片的最理想材料在很久之前就被广泛认知；上世纪 30-40 年代，塑胶被做成玻璃镜片中间夹层，可防止玻璃片在受撞击时裂成有危险性的碎片；上世纪 40 年代，美国匹兹堡平板玻璃公司的哥伦比亚化学分部发现 CR39(学名碳本酸丙烯乙酸，或称烯丙基二甘醇碳酸脂，是应用最广泛的生产普通树脂镜片的材料)。
- 阿默莱特公司(Armorlite)成为使用 CR39 制作镜片的世界专利公司；6 年后依视路、SOLA 等陆续开始制造 CR39 镜片；其后其工艺和材料经多方面改进，使其更轻、透光性能更佳，且表面镀加硬膜解决了不耐磨的缺点，加防雾和防水膜，材料中加入防紫外线的成分等，进一步满足了不同层次消费者的需求。

(二) 上世纪 90 年代中期后，眼镜零售行业在国内加速发展

国内近现代意义的眼镜店最早在 19 世纪的上海出现，新中国成立后随着工业化生产推进，开始出现大型骨干企业。

- 早在明末清初，光学专家及光学仪器制造家孙云球先生(1628-1661，江苏吴江县人)编制了一套“随目对镜”的验光方法，这是我国主觉验光取镜的开始。
- 清朝末年，英国人约翰·高德在上海开设“高德洋行”，专营机磨检光眼镜。此后，“明晶洋行”、“雷茂顿洋行”等相继出现。1911 年国人筹资开设“中国精益眼镜公司”，使我国眼镜行业有了新的发展，特别是在验光配镜方面有了很大的改革。
- 新中国成立后，眼镜生产开始由家庭小作坊式的手工生产，逐步到组织起来合作生产的小企业。在工业方面，北京、上海、苏州等主要产地均具有了一定规模的眼镜生产基础。如上海眼镜一厂、上海眼镜二厂、北京眼镜厂、北京 608 厂、北京 603 厂、苏州眼镜厂等，已经成为我国眼镜工业的大型骨干企业。

图 3:《南都繁会景物图卷》中画有一老者戴着眼镜

图 4: 上世纪 60-70 年代的眼镜商铺



数据来源：秦风档案



数据来源：秦风档案

上世纪 90 年代中期后，随着眼镜行业快速发展，推动了眼镜零售店的加速成长：

- 上世纪 80 年代末和 90 年代初，国内眼镜零售公司基本以国营店为主，私营店处于萌芽状态，眼镜门店店主要销售的产品为玻璃镜片和款式单一、材质普通的镜架；随着金属钛架和树脂镜片的应用，新科技与营销技术带动了眼镜零售店的发展。
- 上世纪 90 年代中期后，眼镜行业进入快速成长期，一些重视信誉的眼镜店在竞争中逐渐发展壮大，由单个店面发展壮大成为区域性或者跨区域的大型连锁店。
- 2000 年前后，海外眼镜零售巨头积极拓展国内市场，比如 Luxottica 收购北京雪亮等；同时也伴随着依视路等镜片巨头通过收购国内的镜片生产企业加速扩张。眼镜生产端与零售领域外资巨头的进入，为国内眼镜零售行业多元化发展提供了契机。

1.2. 竞争格局：眼镜零售渠道端竞争格局较生产端更为分散，龙头有望加快整合

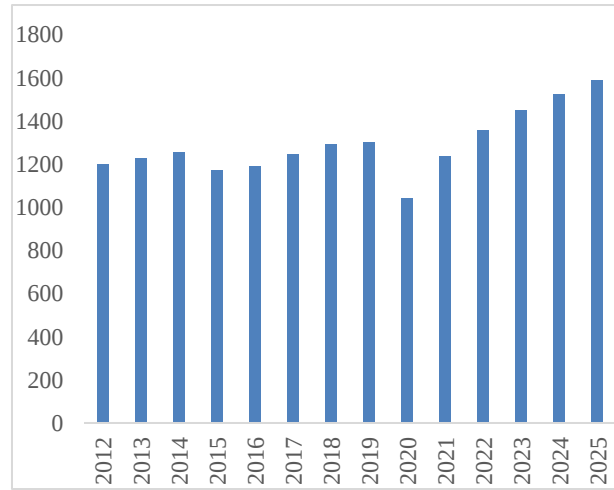
（一）国内镜片行业市场规模稳健扩张，到 2025 年将超千亿

全球及中国眼镜产品市场规模不断扩大，到 2025 年前者将达到 1,585 亿美元、后者将达到 1,142 亿元人民币。

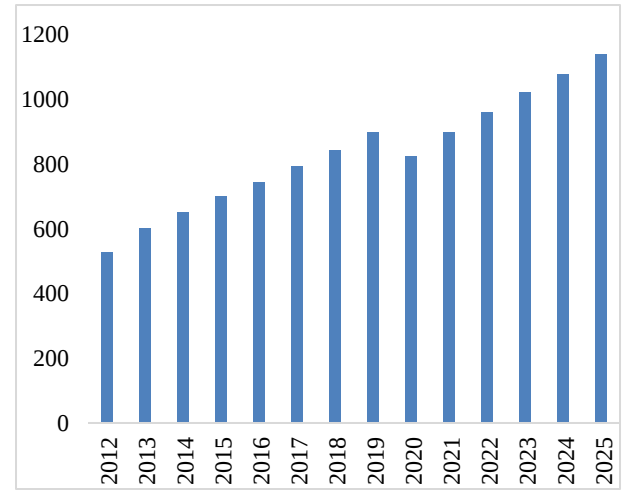
- 据 Statista，2012 年至今全球眼镜产品市场规模保持良好增长态势，从 2012 年的 1,194 亿美元增长至 2019 年的 1,302 亿美元，CAGR 为 1.24%，2020 年受疫情影响下滑至 1,043 亿美元；随全球眼镜产品人均支出额的进一步提高，全球眼镜产品市场规模将保持稳步增长，预计到 2025 年望增长至 1,585 亿美元，CAGR 为 8.73%；
- 据欧睿咨询，2012 年至今我国眼镜产品市场规模保持快速增长态势，从 2012 年的 528 亿元增长至 2019 年的 895 亿元，CAGR 为 7.83%，远高于同期全球增速水平；预计到 2025 年望增进一步长至 1,142 亿元，CAGR 为 6.82%。

图 5：全球眼镜产品市场规模保持良好增长

图 6：中国眼镜产品市场规模保持良好增长



数据来源：Statista，国泰君安证券研究

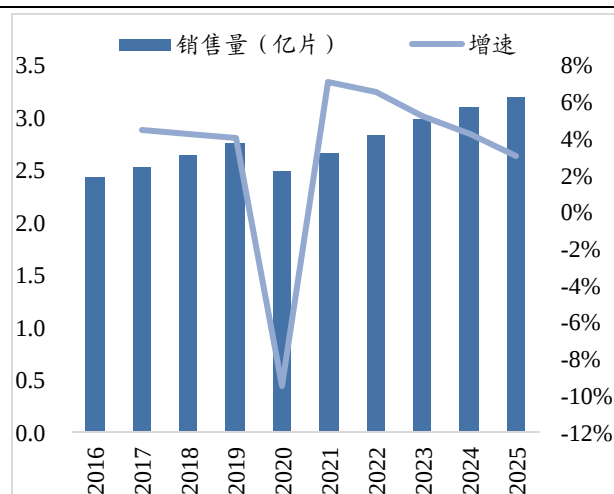


数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

备注：左图单位为亿美元；右图单位为亿元人民币；2022-25 年为预测值

中国眼镜镜片市场规模到 2025 年望突破 400 亿元。随我国近视人口不断增长、消费者对功能性镜片以及视光矫正的需求力度持续增加、眼镜更换频次增加等，镜片消费需求亦不断增长，据欧睿咨询，国内镜片市场规模已从2012年的186亿元增至2019年的310亿元，CAGR 达7.6%。预计到 2025 年望增长至 408 亿元，CAGR 为 7.5%。

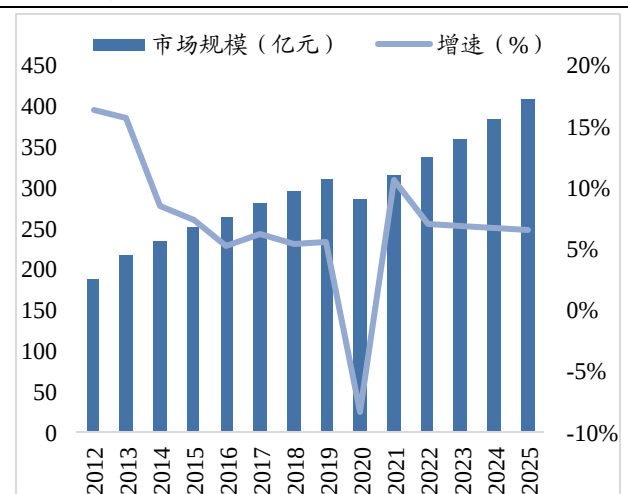
图 7：中国镜片销售量增速保持在个位数



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

备注：2022-25 年为预测值

图 8：中国镜片销售额增速保持在个位数



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

我们认为，未来随着居民可支配收入的进一步提升、人们消费理念的转变等，我国眼镜片人均支出额、人均购买量仍有较高提升空间，我国眼镜市场规模仍有较大增长空间。

（二）眼镜零售行业竞争格局较生产端更分散

眼镜行业产业链主要分上、中、下游：

- **上游由原材料和辅料供应商、设备供应商构成。**上游厂商主要向中游生产商提供树脂、玻璃、塑料及模具、光学添加剂等镜片生产原料和生产设备，此外还向下游零售商提供验配设备。
- **中游主要由镜片生产厂商构成。**中游的镜片生产厂商除了加工生产

镜片成品和定制的车房片，还要承担材料、膜层、工艺技术、光学性能等方面的研发设计工作，并为下游销售渠道提供销售折扣、专用设备、加工、售后、销售员及视光师专业培训等支持。

- **下游主要由代理商、经销商和镜片零售商组成。**下游的经销商/零售商等主要包括连锁眼镜零售商、眼镜零售门店、电商平台、民营眼科医院以及综合医院附属的配镜中心等。下游零售商直接面对终端消费者，需要在门店配置专业设备和专业视光人员，为消费者提供验光、配镜、镜片镜架装配、试戴体验等专业服务。

图 9：眼镜行业产业链及产业链图谱



数据来源：艾瑞咨询

国内眼镜零售竞争格局较为分散，龙头企业正在快速成长。国内眼镜连锁零售参与者众多，主要包括连锁品牌店、时尚集合店、医疗机构与视光中心等，主要参与者包括宝岛眼镜、博士眼镜、欧普康视等，同时一批新零售企业正在快速崛起。国内眼镜零售端竞争格局较为分散，CR10 市场份额仅约 10% 左右(据博士眼镜公告，其市场份额仅为 1%，博士眼镜按门店数量计在国内传统眼镜零售商会中位居第二仅次于宝岛眼镜)、显著低于美国的约 35%，而生产端 CR10 按销售额统计已达到 82%、按销售量统计已达到 68%(据艾瑞咨询/欧睿咨询统计数据)。

表 1：国内主要眼镜零售商基本情况对比

主要情况	
宝岛眼镜	成立于 1972 年，一直以来秉持“用专业的心，做专业的事”理念，不断引进国际级视光高科技产品，以及和国家级重点高校合作，进行专业人才培养，并积极参与国家质量部门检测，落实高质量的商品分析，真正创造企业、政府高校和视光产业，三方面纵横一体的企业。目前中国大陆已经突破 1200 家门店。
博士眼镜	成立于 1993 年，是国内知名的眼镜零售商，是深圳最大的专业眼镜连锁店品牌，是国内销售规模、门店数量领先的眼镜连锁零售企业之一。截至 2021 年底，门店数量达到 481 家，其中有 464 家直营门店和 17 家加盟门店，主要分布在一二线城市。公司代理销售全球 100 多个知名品牌，与全球许多知名眼镜企业建立了长期战略合作关系，并与众多信誉卓著的国内外大型连锁商业机构合作。
吴良材眼镜	三联集团吴良材眼镜公司始创于清代康熙 58 年（公元 1719 年），其前身是澄明斋玉器铺，最早开设在南市方浜中路光启路口 1935 年吴良材眼镜公司在南京东路开设总店，配置了新式验光仪器和研磨机械设备、自设磨片车间和制架工场，除了门市定配眼镜，还兼营批发业务，客户遍及东南亚及南美巴西等地。
宝视达眼镜	成立于 1987 年，现已成为河南省眼镜零售业的龙头，拥有 400 余家连锁店，2000 多名员工，留美视光博士 2 人、视光技师 20 余人、高级验光员 180 余人。

溥仪眼镜	成立于 2001 年，业务遍及大中华地区 23 个主要城市，89 间店铺位处各大都会的优越地段。溥仪眼镜与国际光学品牌合作，引进业界顶尖验光技术，带来 ZEISS VISION CENTER BY PUYI OPTICAL 及 NIKON VISION EXPERIENCE，提供顶尖先进的全面护眼检查服务。
木九十	成立于 2010 年，总部位于深圳，是为全球年轻人而生的新锐造型眼镜品牌。截止 2019 年，木九十门店已覆盖大陆一、二、三线城市全部核心商圈，业务遍布亚洲、澳洲与欧美，全球店面数逾 1000 家。
LOHO	LOHO 是眼镜行业的新兵，2012 年创立于深圳，隶属于香港乐活集团，是国内首家新零售眼镜品牌。LOHO 开店是从 2017 年开始的，到 2018 年大规模扩张，目前在全国布局近 1000 家品牌门店，覆盖了 200 多个大中型城市的核心商圈，拥有 700w+ 的品牌会员。

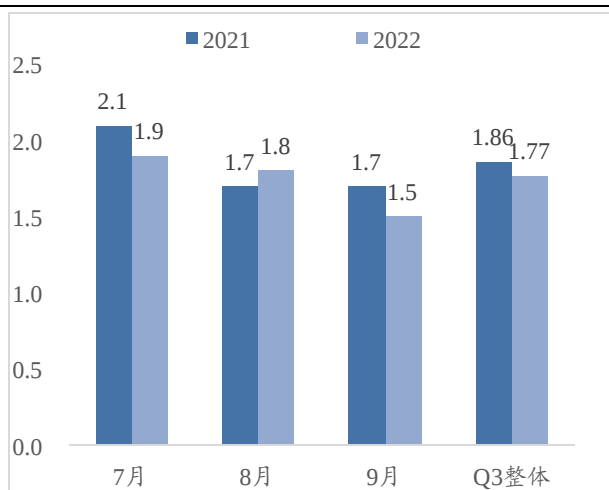
数据来源：搜狐网等，国泰君安证券研究

1.3. 行业变化：疫情导致中小连锁与单体门店压力增加，功能镜片需求显著增强、换镜频次提升推动行业整合

（一）疫情导致中小连锁与单体门店压力增加，行业迎整合契机

疫情反复扰动冲击线下实体零售，从购物中心客流数据可见一斑。从 2022 年各季度看，全国购物中心客流与 2021 年相比均有明显下滑，该下滑趋势在下半年有明显扩大，主要节假日的数据均

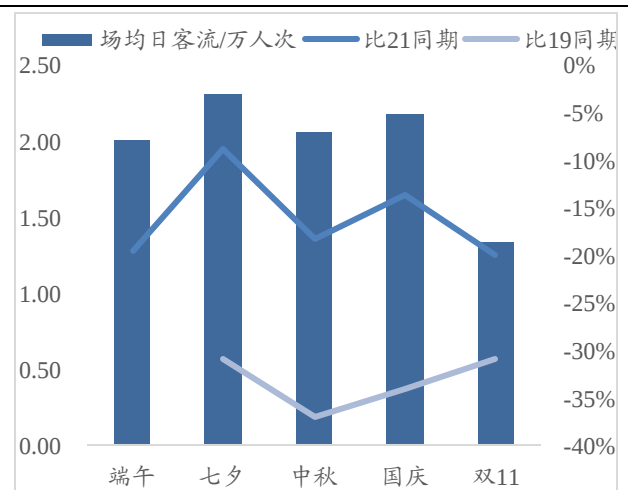
图 10: 2022H2 起全国购物中心客流同比 2021 年进一步下滑



数据来源：汇客云，国泰君安证券研究

备注：左图单位为万人次

图 11: 2022 年主要假期全国购物中心客流同比 2021 年与 2019 年均是下滑



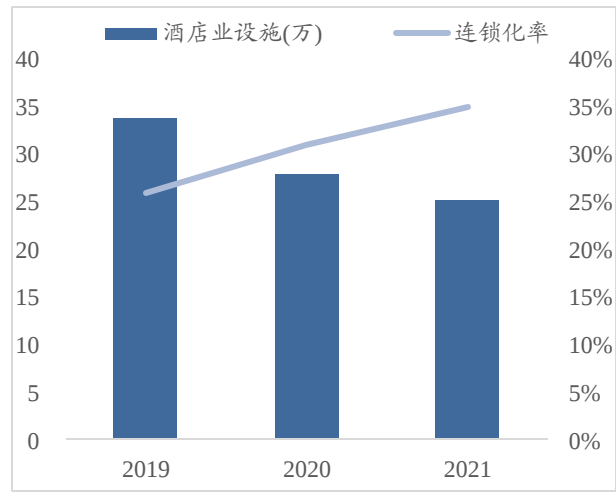
数据来源：汇客云，国泰君安证券研究

线下各连锁业态在疫情中均受到冲击：

- 酒店：2021 年国内酒店行业进一步出清，酒店规模缩减至 25.2 万家，同比减少 2.7 万家；客房总规模收缩至 1346.9 万间，同比减少 185.7 万间。自 2019-21 年，行业整体出清约 25%。
- 超市：2019-21 年国内超市门店数量从 26927 家下降到 22218 家，行业整体出清约 17%。

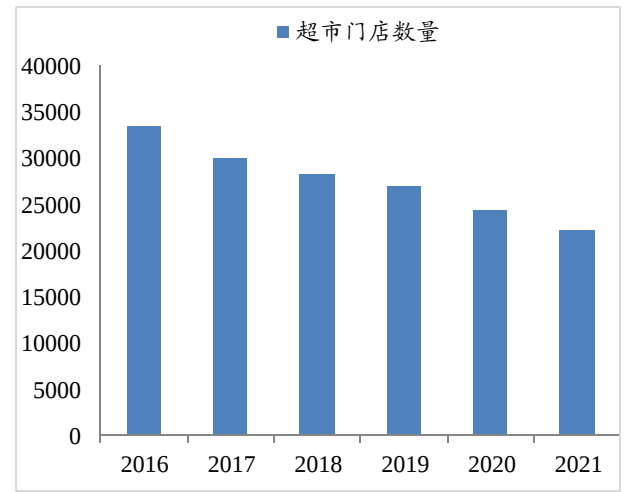
图 12: 酒店行业供给侧大约出清约 25%

图 13: 国内超市行业供给侧持续出清



数据来源：中国酒店业发展报告，国泰君安证券研究

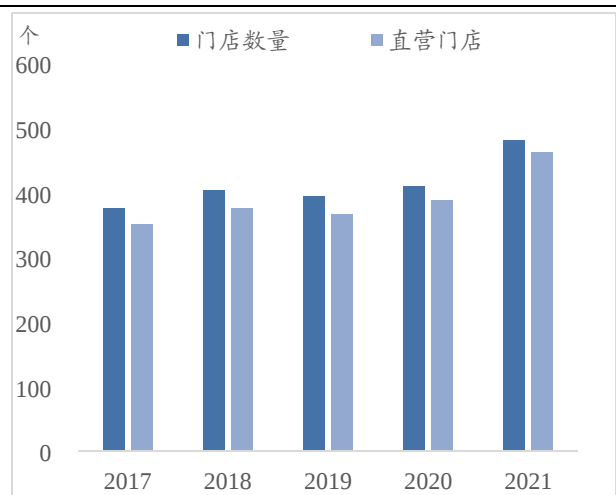
备注：右图单位是个



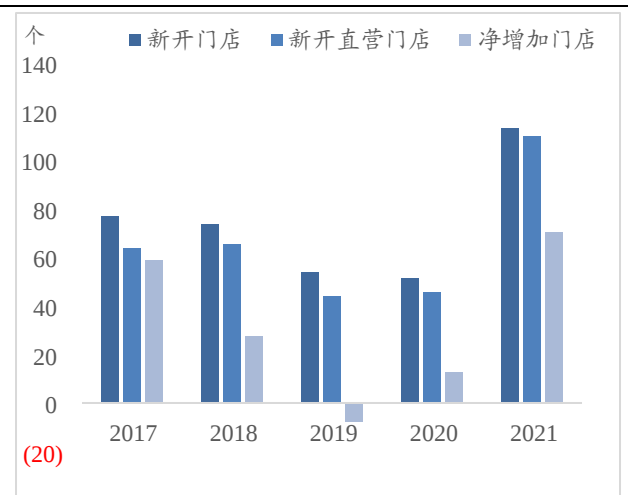
数据来源：中商产业研究院，国泰君安证券研究

疫情对眼镜零售行业有冲击，中小连锁与单体门店受影响相对较高。

- 眼镜零售行业存在冲击的主要原因是需依靠线下门店进行配镜、售卖，线上较难满足客户配戴眼镜的舒适度，因此疫情导致的停业对零售门店存在冲击。
- 中小连锁与单体门店受影响相对较高，跨区域经营、全国连锁龙头收到的影响相对可控。疫情对中小眼镜连锁零售门店效益冲击相对较大，而对于大型眼镜连锁零售商，由于拥有充足的现金流和稳定的供应链管理，抗风险能力较强，受到冲击相对较小。以博士眼镜为例，2017-21年每年都有至少超50家新开门店，2021年疫情稳定后新开多达114家门店，净增加门店创近年来新高。

图 14：博士眼镜门店数量稳健增长

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

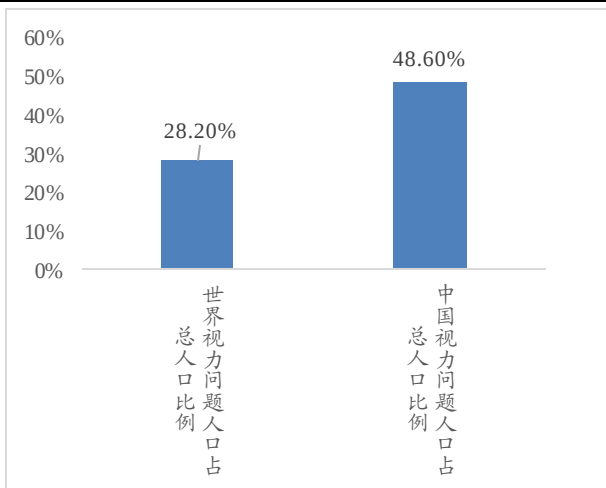
图 15：博士眼镜2021年新增/净增门店显著增加

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

（二）国内近视人口基础庞大，成人功能镜片需求显著增强

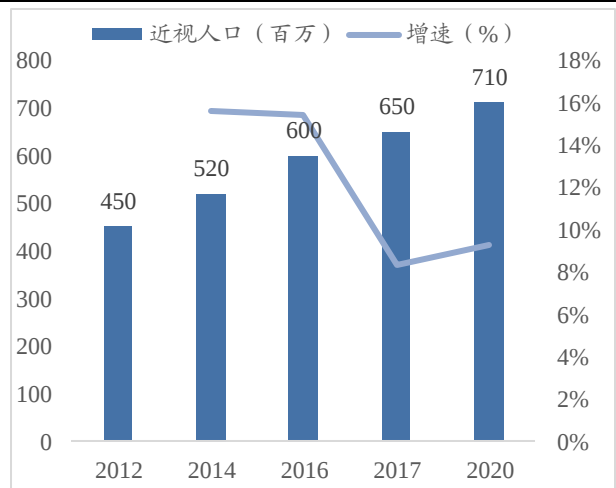
国内人口基数庞大，不同年龄阶段有不同的潜在视力问题，对眼镜、镜片产品的功能性需求日益增加。据世界卫生组织与中国健康发展中心的最新数据，世界视力问题人口占总人口比例约为28%，而中国该比例则高达49%。随国内经济不断发展，电子产品不断普及，低龄及老龄人口的用眼场景不断增多，视力问题人口基数亦不断加大。

图 16: 中国与世界视力问题人口比例对比情况



数据来源: WorldReport on Vision 等, 国泰君安证券研究

图 17: 国内近视人口数量不断增加



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究

随工作压力及居家时间增加, 成人对功能性镜片需求将日益增长。当代社会工作压力日益增加, 以及生活习惯与用眼环境发生较大变化, 在竞争日趋激烈的背景下躺平的思路其实难以为继, 电子产品在生活中的渗透和用眼场景显著增多, 且 2020 年后居家生活工作时间明显增加, 因此成人对功能性镜片如渐进多焦点镜片等的需求有望快速增长。

表 2: 成人功能性镜片一览

主要情况	
防蓝光镜片	防蓝光镜片能够有效的隔离紫外线与辐射而且能够过滤蓝光, 适合在看电脑或者电视手机时使用。主要通过镜片表面镀膜将有害蓝光反射, 或通过镜片基材加入防蓝光因子, 将有害蓝光吸收, 从而实现有害蓝光的阻隔, 保护眼睛。
防疲劳镜片	一般指防辐射抗疲劳镜片, 专为使用电脑、玩游戏和上网一族特制的功能性眼镜, 具有防电磁波辐射和防止长期看电脑引起的视觉疲劳等功能。从镜片材质上防疲劳眼镜可分为树脂和 PC (聚碳酸酯) 镜片
防紫外线防辐射镜片	防紫外线防辐射镜片能有效阻止有害光线损害眼睛, 保护视力健康。防紫外线防辐射镜片的化合物介质和防辐射膜将不同波长的电磁波相互干扰, 达到防辐射目的。
变色镜片	根据光色互变可逆反应原理, 镜片在光线和紫外线照射下可迅速变暗, 阻挡强光并吸收紫外线, 对可见光呈中性吸收; 回到暗处, 能快速恢复无色透明状态, 保证镜片的透光度。所以变色镜片适合于室内室外同时使用, 防止阳光、紫外光、眩光对眼睛的伤害。
夜视镜片	夜视镜片有助于缓解驾车时晴天阳光刺眼、夜间远光灯刺眼, 亦能让视线在阴雨天变得更清晰, 具有防眩光、防强光、防紫外线等功能, 部分产品亦有日夜两用效果。
防雾镜片	防雾镜片是能有效阻止或者避免水雾凝集的镜片, 一般分为无机防雾镜和有机防雾镜。无机防雾镜一般在镜片的表面贴一层防雾膜 (例如 PET-电阻丝防雾膜、PVC-电阻丝防雾膜、PET-碳纤维防雾膜) 以达到防雾的目的。有机防雾镜片主要利用涂层防雾、电热防雾或纳米复合防雾技术。

数据来源: 搜狐网, 新浪网等, 国泰君安证券研究

目前依视路、蔡司等国际龙头镜片公司均发力各类功能性镜片。以依视路为例, 按需求可分为具备防雾功能的镜片、具备耐污功能的镜片、具备蓝光防护功能的镜片、具备紫外线防护功能的镜片, 可满足消费者不同需求。

表 3: 主要镜片生产企业的成人功能性镜片一览

主要情况

依视路	万里路®X 系列镜片：1) 万里路®X 使用新 Xtend™技术，无需过多移动头部去寻找合适视觉点；2) 可以让戴镜者在一臂之内（40-70cm 之间的范围）以及更远的范围，都可清晰捕捉细节；3) Synchroneyes™（双眼视觉信息同步技术）和 Nanoptix™（纳米光学技术），确保达到宽广视野的视觉效果，并且趋近于零的泳动影响。
蔡司	蔡司数码型镜片：1) 全部采用了纳米科技蔡司莲花镀膜 LotuTec®，原理始于自然界的莲花叶效应：莲花叶本身不结合水珠或尘，并能让其容易被清除。LotuTec®科技犹如一护盾，使眼镜片清洁更简便、快速和持久；2) 特征是具备大的无像差距离区，有针对性地支持 0.5 至 1.25 屈光度的近视距离，为不同的配戴者提供相同的舒适阅读体验；3) 宽大的运用视区，适合不同消费者的各种视觉需求和用眼习惯。
豪雅	豪雅三维爱提®系列镜片：1) 采用豪雅双面复合设计，优化镜片视野与舒适度；2) 采用 iD 自由曲面设计，光学性能被优化；3) 豪雅®唯级®（VG）技术，即防静电隔尘镀膜技术，能使镜片防静电、耐划伤。
明月	明月智能变色系列镜片：1) 采用 Spin Coating 技术在镜片外表面均匀旋涂变色因子，使变色后颜色更均匀稳定，能在短时间内对光线产生开闭反应，保护眼睛不易受强光伤害；2) 明月智能变色因子呈剪式结构分布，当受到紫外线照射时，分子自动闭合阻挡光线进入，利用其良好的光响应性和着色性，对光线变化快速反应，更高效；3) 使用天视 A6 膜，在镜片内外表面利用氧化硅、氧化钛等金属氧化物精密设计加工而成 20 层膜层系统。
万新	万新防蓝光系列镜片：1) 采用 UV+420cut™技术，有效滤除 420nm 以下 HEV（短波蓝光）和 UV（紫外线），为眼睛提供有效保护；2) 采用万新 E 膜技术，让镜片保色保光、耐腐蚀、耐污染、不易挂水。

数据来源：搜狐网，新浪网，品牌官网，京东等，国泰君安证券研究

此外，老花镜有望摆脱过去边缘产品的定位，将实现快速增长。

- 据艾瑞咨询发布的《2020 年中国眼镜镜片行业白皮书》，2019 年在中国眼镜市场中，老花镜占比仅 1.6%，在所有眼镜品类中占比最低，甚至远远低于隐形眼镜的占比；
- 但是放眼未来，一方面，越来越多“新老人”出现，这批群体更关注自我、追求品质，且需求和付费能力不断升级；另一方面，中老年人群遭遇的老花问题与前几代人大不相同，随着近视人群的增多，这批群体逐渐步入老年，使得近视老花人群显著增多。
- 老花镜市场正在发生多元新兴变化。

表 4：老花镜市场正在发生多元新兴变化

主要情况	
老花矫正方式多元化，功能加速升级	从最初只能看远的单光老花镜，到能解决看远看近两种需求，但存在明显分界线的双光老花镜，再到如今能够清晰看到所有距离的渐进多焦点镜片，镜片层面的技术升级，解决了消费者看远看近的双重问题，也增加了消费者的使用场景，让老花镜成为一种更加刚需和高频的定制化产品。
产品细分趋势明显	首先是功能和材质层面的细分。除了基本的矫正视力，不少老花镜在功能层面还附加了缓解疲劳、防蓝光、便携、时尚、超轻、耐摔、折叠等多种功能，镜片材质上则分为玻璃、树脂、镀膜等，镜架材质上则分为钛架不锈钢、合金等等。 其次是人群的细分。目前众多老花镜基本都区分男款、女款和通用款。 最后是使用场景的细分。由于渐进多焦点镜片价格较贵，目前市场主流老花镜仍然以单光和双光类老花镜为主，不适合长时段佩戴。不少老花镜品牌针对用户的需求和不同使用场景，对产品进行了细分，包含读书看报、办公、开车、送礼等不同场景。
线下验配服务越来越被重视	随着老人观念的转变，对老花镜品质和佩戴舒适感的要求越来越高，他们越来越重视线下的验配服务。同时，年轻一代在配镜时也开始关注父母的老花问题，往往也倾向于带着父母去线下验配。
线上渠道兴起，更适合低价或成品镜	线上渠道为部分人群购买老花镜提供了极大便利，既可清晰的看到价格和功能介绍，还有多种款式可供选择，也有客服可咨询。此外成品老花镜亦适合线上售卖。

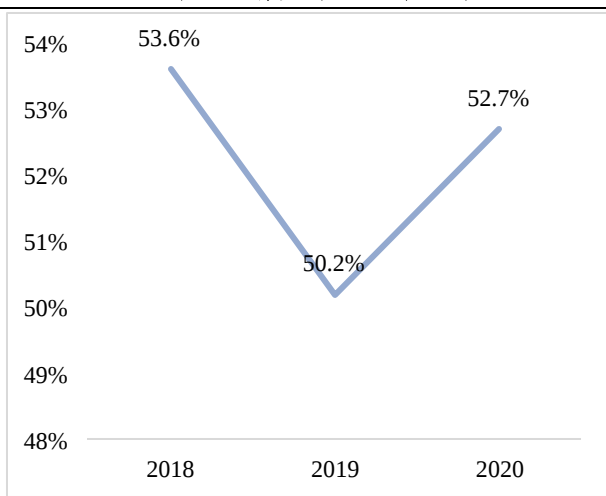
数据来源：艾瑞咨询，上游新闻等，国泰君安证券研究

（三）儿童青少年近视问题刻不容缓

儿童及青少年近视率居高不下且呈现发病年龄早、进程快、程度深趋势。

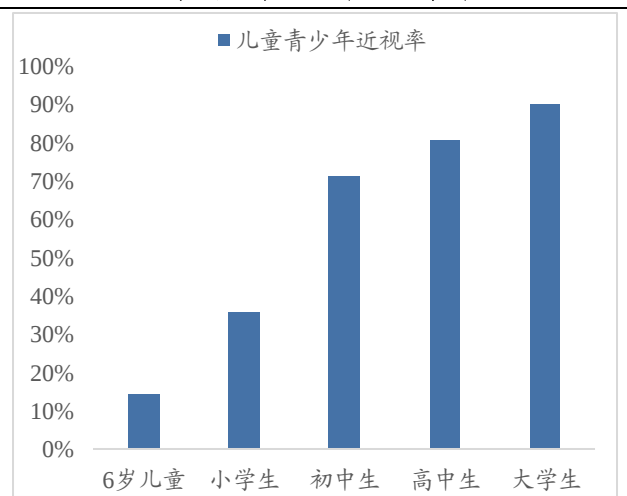
- 由于电子产品的普及与课业负担的加重，我国儿童及青少年近视率整体高于世界平均，且呈现发病年龄早、进展快、程度深的趋势，当前国内小学生近视发病率约30%、初中生约60%、高中生约80%，而大学生已高达90%。
- 据国家卫健委发布的《中国眼健康白皮书》数据，2018-20 年全国儿童青少年总体近视率分别 53.6/50.2/52.7%，疫情后时代近视率进一步反弹，《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出 2023 年是重要时间节点，近视防控任务异常艰巨。

图 18：2020 年儿童青少年近视率反弹



数据来源：国家卫健委等，国泰君安证券研究

图 19：从小学到大学近视率一路攀升



数据来源：国家卫健委等，国泰君安证券研究

近视防控主要针对儿童青少年，可预防近视度数过快加深。一般来说，18 岁之后随着眼轴的固定，近视的度数往往不会明显的增加；但是 18 岁之前眼轴会随着生长发育而增加，因此近视之后会较成人更易加深近视度数。此外，学龄前儿童均有远视储备(5 周岁以下的儿童，视力正常的标准和成人有所区别)，若过早消耗远视储备会加重近视或近视加深的可能。因此近视防控主要针对儿童青少年，在这一时期通过科学方法控制及预防近视至关重要。

图 20：儿童与青少年近视危害颇大

假设一个孩子从九岁开始近视

年龄	以最低 50 度增长	以最低 75 度增长	以最低 100 度增长	学生阶段
9 岁	100 度	100 度	100 度	小学阶段
10 岁	150 度	175 度	200 度	
11 岁	200 度	250 度	300 度	
12 岁	250 度	325 度	400 度	
13 岁	300 度	400 度	500 度	初中阶段 学习压力较大，用眼强度明显增大，度数增长速度较快。
14 岁	350 度	475 度	600 度	
15 岁	400 度	550 度	700 度	高中阶段 高强度的学习状态下，导致度数增长速度更快。
16 岁	450 度	625 度	800 度	
17 岁	500 度	700 度	900 度	
18 岁	550 度	775 度	1000 度	

数据来源：政府官网、新浪财经、澎湃新闻等，国泰君安证券研究

近视防控可助力加强专业型人才储备。在航空航天、精密制造、国防军工、勘察测绘等行业，符合视力要求的人群越来越少；同时考虑到出生率下滑，未来符合学习相关专业、从事相关职业的人也会越来越少。此外考虑到高度近视具有一定的遗传性，因此针对儿童青少年的近视防控已成为关系到国家和民族未来的大问题。

1.4. 政策催化：离焦镜提升近视防控工作的效率，眼镜零售门店成为近视防控的重要阵线

（一）政策定调近视防控工作刻不容缓

近视防控政策方向主要在三大层面依次推进呈现，第一是宏观方向把控，第二是技术试点地区具体落实，第三是细节配套政策跟进。具体情况请参考深度行业报告《眼镜市场千亿规模，近视防控赛道加速崛起》。

据《综合防控儿童青少年近视实施方案》中提出的要求，2023 年完成任务目标仍有较高压力，未来压力将向动力转化。2018 年，教育部等八部门印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》明确了综合防控目标：

- 到 2023 年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上，近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。
- 到 2030 年，实现全国儿童青少年新发近视率明显下降，儿童青少年视力健康整体水平显著提升，6 岁儿童近视率控制在 3% 左右，小学生近视率下降到 38% 以下，初中生近视率下降到 60% 以下，高中阶段学生近视率下降到 70% 以下。

（二）离焦镜普适性更优，渗透率/市场规模将快速提升

目前主流的近视防控技术包括离焦框架镜、离焦软镜、角膜塑形镜、低浓度阿托品等。从普适性、性价比、佩戴方便程度等角度看，离焦镜或将成为最优选择。且离焦镜不属于医疗器械管控、可在眼镜零售门店验配，且豪雅、依视路、明月镜片等均相继推出离焦镜产品，已经或将要取得临床数据验证，有效保护率水平基本接近角膜镜，将进一步推动离

焦镜的更大范围的推广。此外，我们认为，三者之间其实亦并非纯粹的替代关系，未来或可实现优势互补。我们测算到 2025 年国内近视防控市场规模望达千亿级别，具体情况请参考深度行业报告《眼镜市场千亿规模，近视防控赛道加速崛起》。

表 5：近视防控主要技术优劣解析一览

	角膜塑形镜	高焦软镜	离焦框架镜
治疗原理	特殊设计制作的硬性高透氧隐形眼镜。通过改变角膜的几何形态来消除屈光不正，并能提供裸眼视力的一种非手术方法。	通过特殊的光学设计，利用周边相对正光度。矫正近视眼的周边视网膜远视性离焦，从而抑制由周边视网膜远视性离焦所诱导的眼轴过快增长。	通过特殊的光学设计，利用周边相对光正度，矫正近视眼的周边视网膜远视性离焦，从而抑制由周边视网膜远视性离焦所诱导的眼轴过快增长。
主要品牌	露晰得、阿尔法、C&E、欧几里得、CRT、爱博医疗、欧普康视、亨泰等	捷安视、Misight、蝶适、Biothin 视界、安适美等	依视路、蔡司、豪雅、尼康、明月镜片、爱博医疗、爱尔眼科（思问）、伟星光学
使用方法	晚上睡觉时佩戴（8h 左右），通过睡眠时眼睑的压迫，来促进塑形效果。	日间佩戴、接触眼球，镜片软，舒适性高，稳定性强	日间佩戴，非接触眼球，舒适度较好
使用范围	年龄 8-18 岁，矫正层光度 600 度以下	年龄 8-18 岁，矫正层光度 1000 度以下	年龄 4-18 岁，矫正层光度 1000 度以下
临床效果	有效保护率 50-70%不等（一说 40-60%或 70%左右）	有效保护率 30-60%不等（一说 30-50%）；平均约 40%，效果较好的可达到 60-80%	有效保护率 30-67%不等（分一代/二代，二代有效保护率更高）
平均使用价格	1-2 万元/副，1-1.5 年更换，年均 1 万左右或以上	分日抛/双周抛等形式，年均 1.5-2 万左右（区分不同品牌）	2500-4500 元/副，半年到一年复查，视结果更换；一般情况也是 1-1.5 年更换
验配方式	对验配有严格要求（需进行严格、细致、全面的眼部检查，排除配戴禁忌症）。1 天后、1 周后、1 月后、3 月后，以及每隔 3 个月定期复诊	验配流程较简单，需进行眼表、泪液、眼成、眼轴等多项检查并复诊	与传统镜片验配无较大区别
销售渠道	眼科医院、眼科诊所（二级以上诊疗机构；征求意见稿实施后，将需要卫生健康部门核准，门槛实则提高）	眼科医院、眼科诊所	眼镜零售店、视光中心、眼科医院、眼科诊所

数据来源：搜狐网、澎湃新闻等，国泰君安证券研究

（三）眼镜零售门店加速拥抱离焦镜，将成为近视防控重要阵线

眼镜零售渠道加速拥抱离焦镜，主要体现在离焦镜可提升眼镜零售门店店效，并且可以参与到近视防控的第一阵线，可获得国家政策的支持。

离焦镜销售有望提升客单价、提高店效、增强消费者粘性：

- 单价高：离焦镜单价较高，依视路、豪雅的离焦镜一般在 3500-4500 元左右，内资镜片龙头如明月镜片的离焦镜一般在 2500 元左右（二代产品），相较于普通光学眼镜平均 400-500 元的价格要更高；
- 消费者粘性强：消费者在选定离焦镜品牌后，一般不会多次更换；
- 更换频次更高：普通光学眼镜一般更换频次为 2-3 年 1 次，儿童青少年更换频次会更快一些，但是离焦镜为了起到有效防护效果，更

换频次最好为 1 年 1 次；

- 当前零售门店竞争格局加剧，众多新零售企业涌入且对门店装修、海外先进的验光设备等不吝投资，但新零售企业缺乏在行业中的时间积淀、且供应链等方面优势较为薄弱，因此公司销售离焦镜、同时与视光中心协同效应增强，后有望进一步增强整体优势。

我们以博士眼镜为例进行测算。

博士眼镜离焦镜销售占比领先行业渗透率，且有望进一步提升。

- 就镜片品类来看，目前离焦镜片销售额占比为 10-12%（备注：占镜片销售额口径），未来或有望达到 20% 占据领先水平；当前离焦镜在国内渗透率仅约 3-5%；
- 视光中心门店离焦镜片的销售额占比高于非视光中心门店，在部分视光中心门店中离焦镜片的销售额占比已达到 50% 左右。
- 目前，视光中心有销售 OK 镜，OK 镜销售占视光中心整体销售额的 30% 左右。

我们针对离焦镜销售占比提升对店效提升的贡献度进行预测，相关假设条件汇总如下：

- 我们以直营门店进行测算，不考虑加盟门店，亦不区分商超医疗与独立街铺门店的差异，店效=直营门店营收/直营门店数量，这里面忽略新店培育期；
- 考虑到博士眼镜直营门店主要分布在一二线城市，因一二线城市消费者消费能力更强，客单价更高，因此单店店效或较行业平均水平更高；
- 我们按照 2012-20 年镜片销售占公司整体收入比重取平均值，该平均值作为直营门店收入中镜片收入的占比；
- 2017-20 年镜片收入来自 wind 数据，21 年数据拟合计算得出，或存在一定差异；
- 考虑到 2018 年下半年离焦产品陆续上架销售，2019 年占比约 3.4%，2020 年占比上升到 6.7%，目前占比 10-12%，因此我们选取 2018 年店效数据作为在不包含离焦镜销售在内的店效数据，同时依据 2019-21 年的情况进行一定调整，调整中假设离焦镜售价 3000 元（不同品牌价格有差异，此处仅做拟合测算）、普通光学眼镜售价 500 元；
- 此外，考虑到离焦镜配镜周期一般 1 年 1 次，普通光学眼镜配镜周期一般 2-3 年 1 次，实际上离焦镜获客人群消费频次更高；
- 我们分别假设离焦镜销售占比 5%、10%、15%、20% 测算店效的变化情况。

表 6：测算离焦镜销售对门店店效提升贡献一览

	2017	2018	2019	2020	2021
直营门店数量（个）	353	377	368	389	464
增速		7%	-2%	6%	19%
直营门店收入（万元）	46,136	52,738	57,888	55,354	76,002
增速		14%	10%	-4%	37%
直营门店店效（万元）	131	140	157	142	164

镜片收入（万元）	17,866	21,110	25,229	23,609	32,415
增速		18%	20%	-6%	37%
直营门店收入-调整（万元）	46136	52738	57174	54036	72814
增速		14%	8%	-5%	35%
直营门店店效——以 2018 为基数调整（万元）	131	140	155	139	157
5%收入贡献为离焦镜（万元）	50603	58016	63481	59938	80918
直营门店店效（万元）	143	154	173	154	174
提升	10%	10%	11%	11%	11%
10%收入贡献为离焦镜（万元）	55069	63293	69788	65841	89022
直营门店店效（万元）	156	168	190	169	192
提升	19%	20%	22%	22%	22%
15%收入贡献为离焦镜（万元）	59536	68571	76095	71743	97126
直营门店店效（万元）	169	182	207	184	209
提升	29%	30%	33%	33%	33%
20%收入贡献为离焦镜（万元）	64002	73848	82403	77645	105229
直营门店店效（万元）	181	196	224	200	227
提升	39%	40%	44%	44%	45%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：以上测算方案仅针对离焦镜终端价格 3000 元、普通光学眼镜终端价格 500 元，若离焦镜终端价格 2000 元，普通光学眼镜终端价格不变，在 20%假设前提下，店效提升约 25%。

我们发现离焦镜销售对门店店效提升趋势较为明显：

- 假设离焦镜销售占比 5%：店效平均可提升 11%；
- 假设离焦镜销售占比 10%：店效平均可提升 21%；
- 假设离焦镜销售占比 15%：店效平均可提升 32%；
- 假设离焦镜销售占比 20%：店效平均可提升 42%；
- 同时，我们针对 20%假设前提进一步做敏感性分析。

表 7：测算离焦镜销售对门店店效提升之敏感性分析补充——以 20%假设条件为例

	2017	2018	2019	2020	2021
离焦镜 3000 元，普通光学眼镜 500 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	64002	73848	82403	77645	105229
直营门店店效（万元）	181	196	224	200	227
提升	39%	40%	44%	44%	45%
离焦镜 2500 元，普通光学眼镜 500 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	60429	69626	77357	72923	98746
直营门店店效（万元）	171	185	210	187	213
提升	31%	32%	35%	35%	36%
离焦镜 2000 元，普通光学眼镜 500 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	56856	65404	72311	68202	92263
直营门店店效（万元）	161	173	196	175	199
提升	23%	24%	26%	26%	27%
离焦镜 3000 元，普通光学眼镜 400 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	69362	80181	89971	84728	114954
直营门店店效（万元）	196	213	244	218	248
提升	50%	52%	57%	57%	58%

离焦镜 2500 元，普通光学眼镜 400 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	64895	74904	83664	78826	106850
直营门店店效（万元）	184	199	227	203	230
提升	41%	42%	46%	46%	47%
离焦镜 2000 元，普通光学眼镜 400 元					
20%收入贡献为离焦镜（万元）	60429	69626	77357	72923	98746
直营门店店效（万元）	171	185	210	187	213
提升	31%	32%	35%	35%	36%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：以上测算方案仅针对离焦镜终端价格 3000 元、普通光学眼镜终端价格 500 元，若离焦镜终端价格 2000 元，普通光学眼镜终端价格不变，在 20%假设前提下，店效提升约 25%。

2. 国内眼镜零售渠道主要分连锁品牌店、时尚集合店、医疗机构与视光中心等

2.1. 博士眼镜为国内眼镜零售连锁龙头企业，发力一站式视觉健康解决方案

博士眼镜成立于 1993 年，是国内眼镜连锁龙头之一，于 2017 年 3 月 15 日在深交所上市，代码为 300622.SZ。

- 博士眼镜是国内知名的眼镜零售商，是深圳最大的专业眼镜连锁店品牌，是国内销售规模、门店数量领先的眼镜连锁零售企业之一。
- **截至 2021 年底，门店数量达 481 家：**博士眼镜经营网点遍布全国 21 个省、自治区、直辖市，拥有 400 多家门店(截至 2021H1 共有门店 429 家，其中直营门店 409 家、加盟店 20 家)，其代理销售全球 100 多个知名品牌，与全球许多知名眼镜企业建立了长期战略合作关系，并与众多信誉卓著的国内外大型连锁商业机构合作，建立广泛的销售和服务网络。备注：截至 2022H1 门店数量达 490 家。

表 8：博士眼镜于 1993 年成立，历经 29 年发展历程

时间	事件
1993 年	刘晓、范勤夫妇创立博士眼镜行，这家老博士店依然位于深圳红荔路通心岭 23 栋。
1993 年	博士眼镜第一家分店开业，标志博士开启企业连锁之路。
1996 年	博士进入南昌市场，获江西省“一级眼镜店”的称号，如今的南昌市场已形成独立销售大区。
1998 年	博士进入东莞市场，此后形成销售分区，覆盖东莞及周边片区。
2003 年	博士进入北京市场，此后形成销售分区，覆盖华北区域。
2007 年	博士进入昆明市场，此后形成销售分区，覆盖西南区域，并成为面向东南亚市场的窗口。
2007 年	博士加快了品牌升级的战略步伐，使用全新的更具现代时尚感的品牌标识，为企业的国际化、时尚化进程注入了更多的活力。
2008 年	4 月博士总部迁入 CBD 中心区一荣超经贸中心；9 月博士进入重庆市场，此后形成销售分区，覆盖重庆及西部区域。
2009 年	博士进入广州市场，至此博士眼镜连锁版图已覆盖广东全省。
2010 年	博士引入高端眼镜店总统眼镜。
2011 年	8 月博士布吉培训基地投入使用；11 月博士进入大连市场，并以大连为核心陆续开拓东北市场
2012 年	博士进入成都市场，至此博士眼镜连锁版图已覆盖至华南、西南、中南、华北、东北地区。
2013 年	联手欧洲设计师品牌 Alain mikli 启动 F.B.M 年轻时尚眼镜品牌。
2014 年	博士开发出快时尚眼镜品牌——z è le 眼镜。

2015 年

博士开发出设计眼镜品牌——砫：石人工眼镜。

数据来源：博士眼镜官网，国泰君安证券研究

博士深耕眼镜零售行业多年，旗下品牌矩阵丰富。博士眼镜专注眼镜零售业务，不断深化定位，持续优化品牌体系，其旗下品牌包括：定位于“高端定制”的眼镜连锁品牌“President optical”、定位于“专业视光”的眼镜连锁品牌“博士眼镜”、定位于“时尚快消”的眼镜连锁品牌“Z è le”、定位于“个性潮牌”的眼镜连锁品牌“砫”、定位于“复古文化主题”的“ZORRO”品牌、定位于“新消费零售”的“Boojing”品牌。

表 9：博士眼镜各品牌矩阵一览

详细情况	
President optical	2010 年，博士眼镜引入了澳洲的新贵眼镜“President”(汉语为“总统”之意)。它打破传统眼镜连锁店的范畴，带来崭新的“概念店”经营模式，其中就包括了国际先进的私人专业配镜、个人视光顾问、形象设计等多方位服务。
博士眼镜	博士眼镜网罗国际顶级品牌，以上品的标准甄别眼镜精品，旗下主要经销 BURBERRY、BVLGARI、CARTIER、DIOR 等众多国际一线品牌眼镜，尽所能把世界上独特、另类、富时尚品位的眼镜款式呈现于世，让顾客充分享受高贵、时尚之美。门店覆盖全国一二线城市。
Z è le	Z è le 品牌由博士眼镜连锁股份有限公司创立于 2014 年，是一家集设计、生产、销售、服务为一体的中国快时尚眼镜品牌商。
砫	砫是博士眼镜连锁股份有限公司旗下品牌，是一家汇集快时尚眼镜、潮牌眼镜的集合店品牌。砫品牌 2015 年开始进入市场，通过新锐的时尚概念、设计感十足的产品赢得顾客的青睐。
ZORRO	ZORRO 品牌创始人博士眼镜集团董事长刘晓先生，打造“专业化”、“亲民价”的眼镜品牌，让每一个人都能戴上高品质的舒适眼镜。
Boojing	“Boojing”为博士眼镜新消费零售品牌，融合公司线上与线下渠道优势，打造新消费零售品牌，依托强大的供应链为消费者提供全球潮流尚品，传递“眼镜链接世界，镜见真我”的态度和个性，同时，引进全球高端验光设备，为消费者提供专业配镜体验。

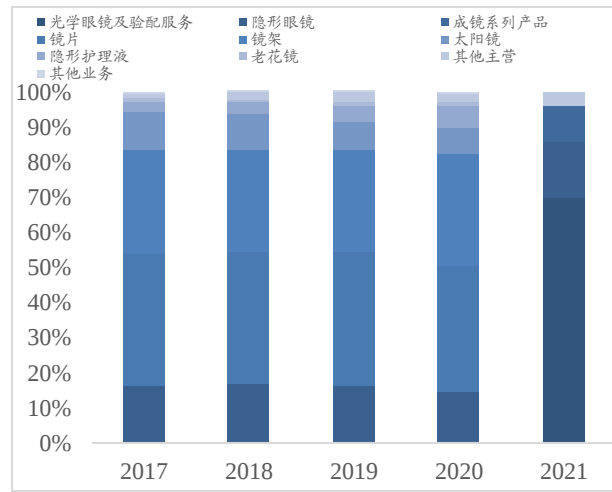
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

博士眼镜镜片与镜架销售占比近 7 成：

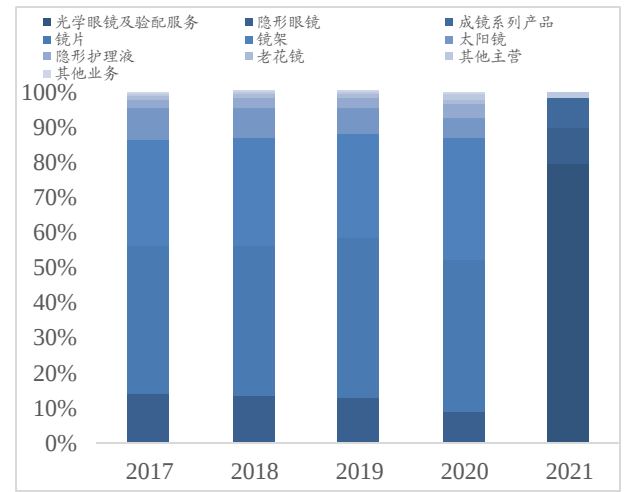
- 2016-21 年光学眼镜及验配（2020 年之前为镜片+镜架）业务的收入占比基本保持在 67-70%，为公司第一大主营业务；其他业务中，隐形眼镜收入占比基本保持在 14-16%，隐形护理液收入占比稳从 2016 年的 2.9%提升至 2020 年的 6.1%，太阳镜收入占比从 2016 年的 10.8%降低至 2020 年的 7.4%，老花镜收入占比基本保持在 1%左右；
- 2016-21 年光学眼镜及验配（2020 年之前为镜片+镜架）业务的毛利占比从 2016 年的 72.3%提升至 2021 年的 79.4%，其中镜片业务毛利率基本保持在 80%以上；其他业务中，隐形眼镜毛利占比从 2016 年的 13.7%下降至 2021 年的 10.3%，主要因毛利率从 64%下降至 42%，隐形护理液收入占比略提升，太阳镜毛利占比下降，老花镜毛利占比基本保持在 1%左右。

图 21：2021 年光学验配收入占比近 7 成

图 22：2021 年光学验配毛利占比近 8 成



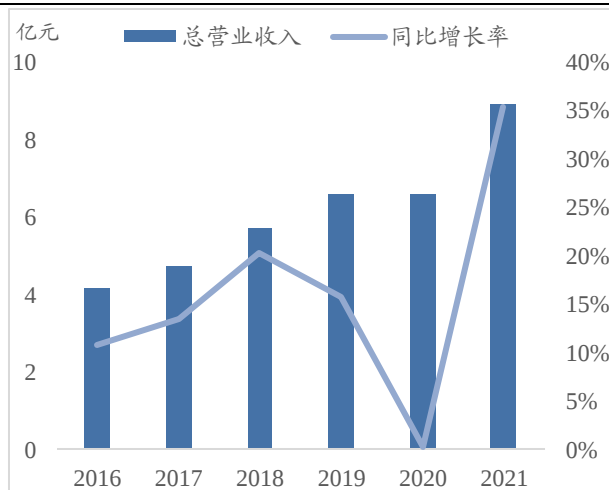
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



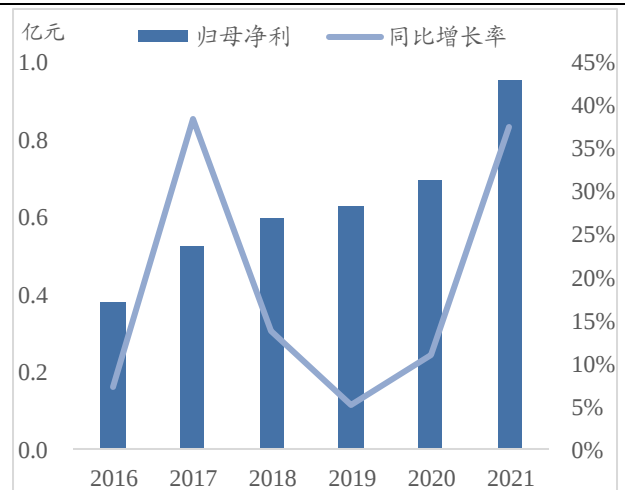
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

疫情导致 2020 年营收净利增速显著下滑，但 2021 年大幅回升：

- 2016 年起营收规模稳步增长，但 2019-20 年增速有所下滑，2020 年疫情冲击较明显，营收增速下滑至 0.2%；但 2021 年总营收为 8.87 亿元，增速显著回升至 35.2%，2016-21 年复合增长率为 16.4%；
- 2021 年归母净利润为 0.95 亿元，增速 37.34%；2016-21 年复合增长率为 20.3%。
- 我们认为 2021 年营收净利增速显著回升主要因：门店数量增加，2020 年受疫情影响较高使得基数较低，离焦镜与 OK 镜贡献收入利润增加等。

图 23: 2021 年营收增速筑底回升

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 24: 2021 年归母净利润增速筑底回升

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 10: 博士眼镜核心竞争优势解析

主要情况	
品牌矩阵丰富	定位于“高端定制”的眼镜连锁品牌“President optical”、定位于“专业视光”的眼镜连锁品牌“博士眼镜”、定位于“时尚快消”的眼镜连锁品牌“z è le”、定位于“个性潮牌”的眼镜连锁品牌“砦”、定位于“复古文化主题”的“ZORRO”品牌、定位于“新消费零售”的“Boojing”品牌。
销售网络规模优势	截至 2021 年底拥有 464 家直营门店和 17 家加盟门店。
标准化和专业服务	以精细化管理模式、标准化流程和专业人才输出机制为公司加速拓展营销网络提供坚实基础。如在业界率

水平优势	先通过 ISO9002 质量体系认证，引进了世界上最为先进的电脑综合验光仪、测光仪、裂隙灯、电脑全自动镜片加工机、磨边机等仪器设备，为眼镜的验光准确和佩戴舒适提供保障。
积极发力功能性镜片销售	2018 年销售离焦镜以来，离焦镜在镜片销售中占比稳步提升，2019-20 年分别为 3.4/6.7%，目前离焦镜片的销售额占比为 10%-12%。
供应链管理优势	以数字赋能供应链体系，加强销售终端到配送各个环节间的联动、提效，不断提升客户订单处理能力，提高加工配镜交付的效率、降低差错率，致力于实现敏捷、高效的柔性供应链体系，保障各门店及分支机构有序经营，进而更好的支持公司零售连锁业务的快速发展。 建立供应链运营中心，进一步打通融合订货系统，存货周转天数明显下降。
渠道优势	公司代理销售全球 100 多个知名品牌，与全球许多知名眼镜企业建立了长期战略合作关系。
视光中心布局	进驻医院设立视光中心开展验光配镜、近视防控以及对近视和斜弱视患者进行康复训练业务等，截至 2021 年末一共有 8 家视光中心。
AR/VR 布局	战略合作华为，成为其智能眼镜产品在线下眼镜零售渠道的独家合作商；与雷鸟创新于 2022 年 5 月达成战略合作，围绕“舒适的科技”在智能眼镜产品上再发力。

数据来源：wind 等，国泰君安证券研究

详细报告内容请参考博士眼镜深度报告《眼镜零售连锁龙头，发力一站式视觉健康服务》。

2.2. 宝岛眼镜以专业化和数位化见长，门店数量已超千家

宝岛眼镜最早于 1972 年在中国台湾创立，深耕眼镜零售 50 年，行业经验积淀深厚，转型发展与时俱进。其发展经历了三个阶段：

- **眼镜 1.0 阶段(1997-2013 年)**，宝岛眼镜于中国大陆创立首家门店(在此之前中国台湾已有约 200 家门店)，在此阶段，伴随着经济快速增长，人们对眼镜产品的需求随之高涨，宝岛眼镜处于跑马圈地开店阶段。至 2011 年，宝岛眼镜中国大陆门店已突破 1000 家；
- **眼镜 2.0 阶段(2013-2018 年)**，2013 年双 11，宝岛眼镜启动天猫 O2O 业务，大力发展数字化，从传统零售转型到新型零售；
- **眼镜 3.0 阶段(2018 年—)**，2018 年起，宝岛眼镜采取密集行动，实施“from Eyewear to Eyecare”计划，向眼视光大健康转型，将宝岛眼镜店打造为高效、低成本、用户友善的健康初筛中心。

表 11: 宝岛眼镜于 1972 年成立，历经 50 年发展历程

时间	事件
1972 年	宝岛眼镜创始人王国胜及哥哥王景钟在台湾成立宝岛光学股份有限公司，主要生产光学镜片、眼镜片等产品。
1974 年	在台湾获准注册 68919 号“宝岛”商标(核定商品光学镜片、眼镜片)。
1981 年	创始人王国胜及陈国富夫妇共同合作成立宝岛眼镜公司，宝岛眼镜公司在台湾已有 13 家分店。
1990 年	宝岛眼镜在台湾省分公司突破 100 家。
1997 年	宝岛眼镜在台湾省分公司突破 200 家。
1997 年	创办人王国胜进军大陆，在武汉开设了首家公司，随后厦门、天津、福州、北京、杭州、南京、苏州、无锡、哈尔滨、大连、沈阳、长春、重庆、成都、合肥、广州、东莞、深圳、上海、青岛、西安、海口等地的分公司相继成立。
1999 年	宝岛眼镜在中国内地已发展至 20 多家门店。
2009 年	中国内地已发展约 800 多家门店。
2011 年	宝岛眼镜已突破 1000 家门店、拥有 33 个培训分支机构、北中南 15 个加工中心、以及成立全国商品检测中心。
2016 年-2018 年	宝岛眼镜连续三年蝉联天猫双 11 行业类目 TOP1。
2018 年	采取一系列向眼视光健康服务转型措施

2019 年	与 Airdoc、以色列视光高科技厂商 Visionix、高科技医疗器械厂商台湾明达医学和苏州帮桥在京召开新闻发布会，宣布开展五方战略合作，将 AI 筛查从眼底照相机延展至自动多功能综合检眼仪、数码裂隙灯，推动中国视光设备的进一步智能化。
2020 年	荣获中国连锁经营协会颁发的“金百合连锁品牌创意最佳实践五星案例”。
2021 年	推出儿童青少年 360° 近视防控方案。

数据来源：宝岛眼镜官网，国泰君安证券研究

截至目前，宝岛眼镜在 100 多座城市拥有约 1200 家门店。截至目前，宝岛眼镜拥有 1300 多人的眼视光师团队，分布在 100 多座城市的近 1200 家门店，在规模化优势的基础上，宝岛眼镜开创“视觉动力检查法 1+7”，可针对消费者眼睛个性化情况进行评估检测，提升眼视光服务能力。

图 25：宝岛眼镜厦大世贸店实景图



数据来源：美团

图 26：宝岛眼镜津南永旺店内部实景图



数据来源：宝岛眼镜官网

宝岛眼镜获得多项重要荣誉。自创立之初，宝岛眼镜即秉持品质、技术、满意三大保证和专业服务的经营理念，获得消费者信赖和肯定。宝岛眼镜以保障消费者视力为核心，提供专业验光和维修服务，确保消费者不仅配戴舒适，更享有高性价比的优质产品，因此 2009 年知名财经类杂志《第一财经周刊》评选宝岛眼镜为生活类服务第一的连锁企业。

表 12：宝岛眼镜获得多项重要荣誉

时间	荣誉
2010 年	获选为中国连锁经营协会颁布的优秀连锁企业；获上海市台协会连锁工委评选为生活服务类优秀连锁企业。
2014 年	宝岛眼镜被基于中国消费者偏好的国际性独立品牌授奖项目—Superbrands 认证为年度“中国人喜爱的品牌”；获中国管理模式杰出奖理事会颁发的“2014 年中国管理模式杰出奖-卓越运营奖”。
2017 年	获第四届中国品牌影响力评价成果发布活动评为“2017 中国年度影响力品牌”。
2018 年	获中国国际大数据产业博览会颁发的“年度转型企业奖”；获 CCFA 颁发的“零售创新大奖”。

数据来源：宝岛眼镜官网，国泰君安证券研究

宝岛眼镜以专业化和数位化为经营理念和发展战略：

- “专业化”指的是在验配人员、验配仪器、验配技术、产品检测服务等方面的专业，力求全方位呵护消费者的眼健康。2018 年，宝岛眼镜提出“眼镜行业的本质是眼视光健康服务行业”，向大健康转型。宝岛眼镜每年对视光师进行培训和考核，颁发专证书；此外

还有检测师、加工师、配镜师和品管师。宝岛眼镜推出视觉动力 1+7 验光法，包括 1 套常规验光流程，7 步针对顾客眼睛个性化情况的评估检测。同时，宝岛眼镜的电子眼健康档案 Vision-iBook，集用户视力大数据、交叉分析、社交互动功能为一体，可连接多种高科技验光设备。宝岛眼镜也引进依视路验光设备自动多功能综合检眼仪，并引进 AI 眼底照相机、数码裂隙灯等高科技筛查设备；

- “数位化”指的是门店数字化、线上线下渠道打通、大数据应用、云医疗体系建立等，力求给消费者更好的验配体验。从 2011 年起，宝岛眼镜就成立了数位部，在天猫、京东、新美大等各大平台拓展 O2O、O+O、O×O 等多项业务。宝岛眼镜也推出 NAB 系统，将消费者划分为九大族群。运营微信公众号、小程序、video++、抖音、直播、头条、知乎等线上平台，及社区、论坛、企业、圈层、异业等线下渠道。

图 27：宝岛眼镜推出 7 步评估检测提升验光实力

1 套常规验光流程+7 步针对顾客眼睛个性化情况的评估检测

7 步评估检测



数据来源：宝岛眼镜官网

图 28：宝岛眼镜以 9 道工序进行精湛加工



数据来源：宝岛眼镜官网

2.3. LOHO 为国内首家新零售时尚眼镜品牌

时尚眼镜品牌凭借潮流款式设计与价格优势崛起，LOHO 是国内首家新零售时尚眼镜品牌。LOHO 以颠覆行业的 M2C 模式(从工厂制造直接对接销售终端+通过柔性供应链数据化管理)及新零售全渠道模式运营，由国际知名设计师主导设计，具有高性价比、款式丰富、时尚潮流、快速上新的优势。目前 LOHO 已在全国布局近 1000 家品牌门店，覆盖 200 多个大中城市的核心商圈，拥有超过 700W+的品牌会员。

表 13：LOHO 眼镜发展历程

时间	事件
2012 年	LOHO 实体店布局珠三角 B2C 商城
2013 年	LOHO 在全国已开设近 100 家门店，成为中国最大新零售眼镜品牌；ALPHIA 轻奢系列上市；获得新加坡祥峰资本完成 A+轮融资
2014 年	LOHO 获得韩国 KTB 资本，完成 B 轮融资
2017 年	LOHO 在全国已开设近 800 家门店；VA 获得彬复资本，完成 Pre-A 融资
2018 年	获得大钲资本，完成 C 轮融资

2019 年

LOHO 在全国已开设 900+家门店;

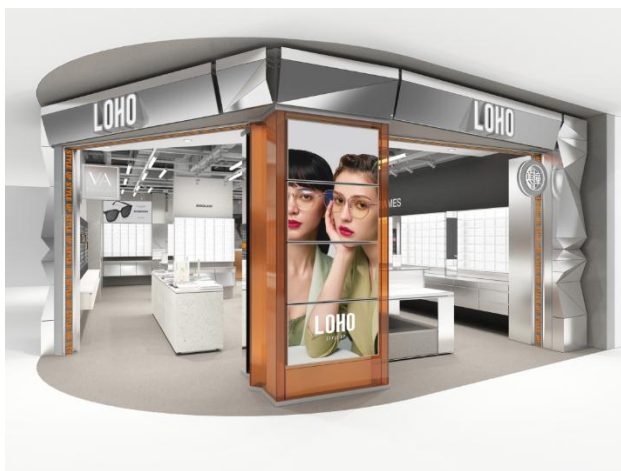
2021 年

LOHO 在全国已开设近 1000 家品牌门店, 覆盖全国 200 多个大中城市核心商业圈。

数据来源: LOHO 眼镜官网, 国泰君安证券研究

LOHO 采用新零售全渠道运营, 利用科技赋能商业。LOHO 拥有完整的新零售技术赋能生态体系, 依托自主研发的 BI 大数据中心提供充分的数据保障和精准的策略分析, 搭建"全场景+全客层"的生态平台, 通过线上整合流量、线下承接流量、全渠道数据化运营进行新零售运营, 并首创时尚眼镜行业的智慧门店, 以技术驱动业务创新发展。颠覆时尚行业, 以科技赋能的 LOHO 新零售运营模式已在市场上成功验证, 带来了品牌业绩的快速发展。

图 29: LOHO 某门店概念设计图



数据来源: 36 氪

图 30: LOHO 某门店实景图



数据来源: 唯品会

LOHO 与全球知名设计师合作, 紧跟时尚趋势, 且提出“眼镜即形象”的 SLOGAN。LOHO 与全球知名设计师合作, 赋予眼镜更高性价比的品牌体验, 让人人都能享受到平等的时尚。LOHO 主张眼镜配饰化的品牌理念, 眼镜已不再是功能性工具, 更是日常穿着的重要时尚装扮元素。

图 31: LOHO 提出“眼镜即形象”的 SLOGAN



数据来源：LOHO 眼镜官网

LOHO 曾获得多项荣誉奖项，目前在全国 200 多个核心城市已拥有近 1000 家品牌门店，官网社群用户已超过 700 万。LOHO 的愿景是让地球上每个人都拥有四幅 LOHO 眼镜，不同场景不同着装搭配不同眼镜，持续推动眼镜配饰化的时尚理念在中国的普及和发展。

表 14：LOHO 眼镜获得多项重要荣誉

时间	荣誉
2015 年	2015 最具创新业态奖
2016 年	2016 最具潜力消费品 Top100；2016 中国体验式品牌创新奖；2016 中国体验式商业地产领航奖
2017 年	2017-2018 年度商业地产金坐标奖-优秀成长性零售企业；2017 最具成长性消费品 TOP50
2018 年	2018 最具商业价值创业公司；2018 中购联中国商业品牌—2018 年度领袖欣星奖；2018 中购联中国商业品牌—2018 年度新锐欣星奖；2018 年度购物中心关注创新品牌榜 TOP100；2018-2019 年度商业地产金坐标奖-年度品牌卓越推动人物(创始人黄心仲)；2018-CCFA 金百合-连锁品牌最具成长力奖；2018 中国体验式商业地产领航奖—优秀体验式拓展品牌不凡商业；2018 最具商业价值创业公司；WISE-2018 新经济之王—消费领域新品牌之王；2018 中国新消费产业独角兽—新零售门店独角兽；2018 猎云网创投年度榜单—最佳新零售创新公司 TOP10·逆生长；2018 亿邦智能零售 TOP50
2019 年	2019 年度最具投资价值创新企业 TOP20；2019 中国大消费创新企业 TOP50；2019 中国品牌经济峰会—年度品牌经济指数 TOP100；2019 新一亿中流—黑马 TOP100；2019-2020 年度购物中心关注人气品牌—商业地产金坐标奖-2019 年新消费产业最具影响力企业 TOP50
2020 年	2020 中国最具潜力新品牌 TOP100；2020 中购联中国购物中心行业——商业品牌卓越星秀奖；2020CCFA 金百合数字化转型最佳实践案例；
2021 年	2021 年通过 ISO9001:2021 质量管理体系认证(深圳市乐活电子商务有限公司)；2021 年度第十六届中国商业地产节—循光者-零售商业时代循新先锋；

数据来源：LOHO 眼镜官网，国泰君安证券研究

综上所述，我们认为 LOHO 的核心优势在于其全链路产业端的数字化贯通。通过 DTC 模式带来的海量数据反馈与品牌客户关系，以“BI 大数据系统”贯穿企业全链路模块实现数据共通，打破了原有行业效率低、流程长、环节多、差价高、无反馈等问题。

表 15：LOHO 核心竞争优势解析

	主要情况
生产方面	从国外引入全自动化的精密加工设备，采用全自动化生产线、进口自动化设备、空气设备、吸尘设备，以处方生成加工 OMA 文件——打印标签——指定放置——自动切割的流程生产制作。并且跟 ERP 系统打通，将用户需求直接导入，无需人工干预整个眼镜的加工环节，目前的效率已经达到了 50S 加工完成的程度。高效、高产的生产线，成为整个供应链环节中最为夯实的底层基础。
研发方面	“BI 大数据系统”让线上线下双渠道的用户档案建立成为可能。通过将用户对于眼镜要求数据统一汇总聚合，分析产品目标群体脸型、瞳距等数据，寻找用户共性，由用户实际需求倒推产品研发。同时，结合线上渠道测试，LOHO 可以借助视觉素材，实现产品前期调研，包括使用场景、款式、材质等方面的接受度，协助设计师适时调整，实现时尚与实用的并存。
供应方面	根据市场信息预测消费者需求将其抵达最上游的供应链管理，把从原料采购到把商品送到顾客手上的全过程打通融合。利用 EDI 等信息技术进行信息交换与信息共享，用高频率小数量配送方式补充商品，缩短交货周期，减少库存和积压，实现动态供货，从技术层面提升了供应效率。
管理方面	利用 Web 技术，把所有供应链环节在整个产品生命周期（包括产品的设计、制造、采购、销售、市场营销和售后

服务)范围内加以集成,使其协同开发、生产和管理产品,在各部门和环节中实现信息共享,提升了沟通效率和管理效率。

数据来源: 36 氪等, 国泰君安证券研究

2.4. 木九十紧跟时尚潮流, 新颖代言形式吸引消费者关注度
 木九十以“成为全球年轻人首选的新锐造型眼镜品牌”为愿景, 已历经 10 余年发展。自 2010 年成立至今, 木九十门店已覆盖国内 1-2 线城市核心商圈。2015 年起, 海外首家门店于马来西亚吉隆坡盛大开业, 紧随其后, 在中国香港、中国台湾、新加坡、泰国、马来西亚、越南、菲律宾、澳大利亚、加拿大、美国、日本等地的高端购物中心和百货商场相继顺利开业。

表 16: 木九十历经 10 余年发展历程

时间	事件
2010 年	木九十成立, 成为国内首个把眼镜作为配饰的潮流品牌; 木九十第一幅手造木框眼镜诞生。
2012 年	木九十品牌门店突破 100 家, 品牌年销售额破亿。
2013 年	木九十门店实现超一线/一线城市覆盖率 100%; 成为中国门店规模最大的潮流眼镜品牌, 该纪录保留至今。
2014 年	木九十品牌门店突破 300 家; 成为第一个进军海外眼镜展的中国眼镜品牌
2015 年	成为第一个在国内外开设概念店、快闪店的中国眼镜品牌;
2016 年	木九十品牌门店突破 600 家; 与世界第一大眼镜集团依视路建立伙伴关系; 线上双 11 销售额行业排名第一;
2017 年	木九十品牌门店突破 750 家、眼镜销量突破 450 万副;
2018 年	成为第一家进军纽约时装周的中国眼镜品牌;
2019 年	品牌门店覆盖 15 个国家, 300 多个城市;
2021 年	品牌年销售额破 10 亿, 全球门店数 800+;
2022 年	首次启动明星代言项目, 龚俊成为木九十首位代言人;

数据来源: 木九十官网, 国泰君安证券研究

就产品角度而言, 木九十凭借独特的设计与材质产生了强大的竞争力。木九十镜框主要以实木与板材为主, 其中【木】系列以木为材料制造镜架, 包含切桩头、锉桩头、刮脾、弯脾、抛光打蜡、烧圈等等工艺步骤。从光学镜到太阳镜, 从廓形/选材/工艺/装饰等细节, 木九十都快速更迭产品。独具匠心的设计、突破传统的材质和追求完美的细节都无一不体现着木九十对“持久品质和完美的制造工艺”的坚持。

图 32: 木九十某门店实景图



数据来源: 木九十官网

图 33: 木九十产品实景图



数据来源: 樱花号

作为时尚眼镜店，木九十大胆创新，打造风格多样的形象概念店、快闪店。木九十深谙颜值经济的潮流特点，摒弃时下传统零售的刻板思维，以创新空间设计语言升级线下消费体验，是第一个在国内外开设概念店的中国眼镜品牌。同时，也设置快闪店，尝试依据不同主题，用创意和艺术在店内打造沉浸式装置，以丰富的视觉美学，刺激人类感官，提升品牌形象与消费者的好感度。

图 34：木九十太空舱形象概念店



数据来源：搜狐评论

图 35：木九十快闪店“潜能研究所”门店实景图



数据来源：搜狐新闻

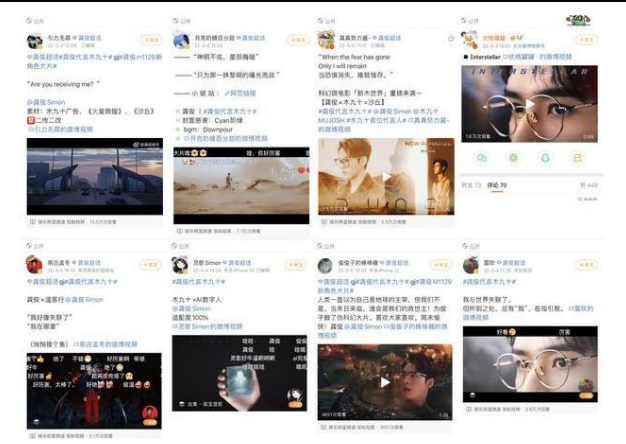
木九十于 2022 年 3 月 4 日首次启动明星代言项目，龚俊成为木九十首位代言人。木九十采用预热营销的方法，摒弃传统的倒计时，在官宣代言人前 3 日，木九十将「NEW PARADISE 新木世界」的故事前情与代言人线索进行联结。2022 年 3 月 1 日释出代言项目海报，后分别用龚俊手部局部海报/台词录音/预告短片一步步营造「NEW PARADISE 新木世界」的主题氛围，持续累积粉丝期待，引发粉丝对 TVC 的猜想和好奇。截止龚俊官宣一周后，【#龚俊代言木九十#】事件全网曝光量达 12 亿，全网讨论量 721 万+，木九十 X 龚俊的 TVC 播放量超 2500 万+。

图 36：龚俊为木九十代言吸引全网关注



数据来源：木九十官网

图 37：龚俊代言后粉丝二创热情极高



数据来源：海报时尚网

表 17：木九十做减法的生意经一览

主要情况

门店面积	传统一家眼镜门店大概需要 100 平米，而木九十的单店面积在 25 平米-30 平米之间。线下门店经历了 1.0-5.0 的迭代，分为概念店、标准店、迷你店不同类型，总体店面面积都要比传统眼镜店小。
SKU	传统眼镜店一般有 1000 个 SKU，这就会导致库存问题。木九十的一家门店一般是 200 多个 SKU。
人员配备	传统行业需要专业的设备和专业的人员，木九十需要的是具备专业基本技能的潮人型店员。
单店投资	木九十因为店面、装修、设备等成本都较小，新开一家店大概只需要 30 万元（实际情况约按照具体选择的位置有所不同）。
1000 元原则	眼镜行业大致可以分为高端（1500 元以上，占市场 30%）、中端（300 元-1500 元，占市场 50-60%）、低端（300 元以下，占市场 10-20%）三个维度，木九十的原则是：超过 1000 元的眼镜不做，聚焦中端，也就是适合年轻消费者的价格区间。
唯一的加法	木九十在传统媒体之外，借助了新媒体的红利，例如微博，在品牌构建、品牌传播上做了一些创新。2014 年开始，木九十进驻天猫商城，在天猫眼镜品类排名中，木九十是排前三，而且木九十很少打折，更强调树立品牌美誉度。

数据来源：亿欧网，国泰君安证券研究

木九十母公司旗下也包括 AOJO 眼镜与美瞳品牌 WAKEUP。木九十母公司为光合作用集团，旗下还有 AOJO 眼镜与专为时尚族群而定制的美瞳品牌 WAKEUP，目前三家公司门店总数预计约 1200 家。

图 38：AOJO 在海外某旗舰店实景图



数据来源：AOJO 官网

图 39：AOJO 在国内某旗舰店实景图



数据来源：AOJO 官网

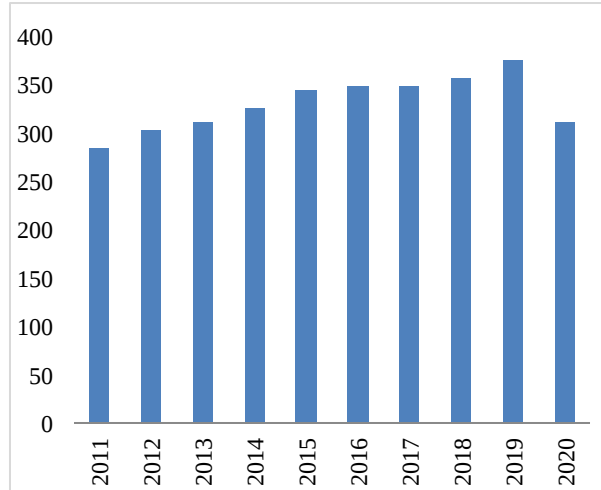
3. 对标海外：美国、欧洲、日本的眼镜零售行业集中度较高，龙头公司通过并购整合等提升市场份额

3.1. 美国眼镜零售龙头市场份额较为集中，Vision Source 营收规模位列第一

美国眼镜零售市场规模保持较为稳定的增长态势。据《Last 10 Years of VM's Top 50 U.S. Retailers Reports》，美国眼镜零售市场规模从 2011 年 284.3 亿美元增长至 2019 年 374.66 亿美元，CAGR 为 3.51%，2020 年受疫情影响下滑至 311.89 亿美元。据《Eyeglasses world Market Report》，2022 年美国眼镜市场规模将达到 418 亿美元。

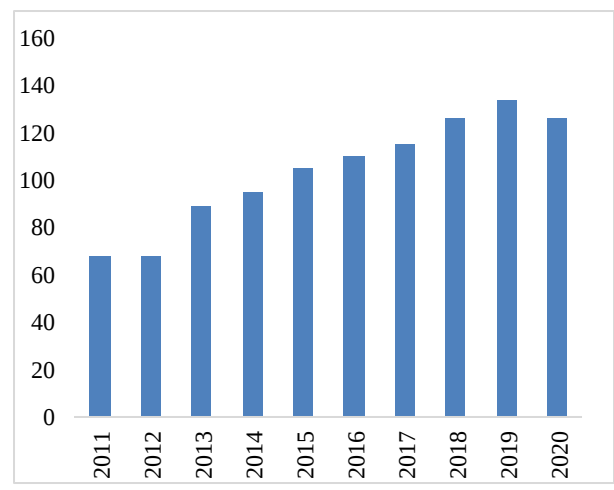
图 40：美国眼镜产品市场规模保持良好增长

图 41：头部眼镜市场规模保持良好增长



数据来源: Vision Monday, 国泰君安证券研究

备注: 单位为亿美元。



数据来源: Vision Monday, 国泰君安证券研究

从美国的眼镜连锁行业看，头部公司的市场份额较为集中。据《Crafting a Comeback》，2020 年美国头部 50 家眼镜零售商市场份额占比达 47.7%，头部 10 家眼镜零售商市场份额占比达 40.4%，头部 10 家眼镜零售商销售总额占头部 50 家眼镜零售商销售总额的 84.8%，其中 Vision Source L.P. 达到 3143 家门店、营收规模近 60 亿美元，陆逊梯卡达到 2005 家门店、营收规模达到 20 亿美元。虽然美国眼镜零售商的竞争格局相对集中，但是较生产商仍有较大的差距。

表 18: 美国 TOP10 眼镜零售商排行榜

零售商	门店数	营收 (百万美元)
Vision Source,LP	3143	2587
陆逊梯卡	2005	2000
National Vision Holdings, Inc.	1205	1712
Walmart Inc.	3422	1595
Costco Optical	532	1106.5
MyEyeDr./Capital Vision Services, LP	659	975
EyeCare Partners LLC	482	921.5
Visionworks of America, Inc.	698	913
Warby Parker	123	515
Eyemart Express	228	280

数据来源: 《Crafting a Comeback》，国泰君安证券研究

备注: 该数据为 2020 年数据。

Vision Source 创立于 1991 年，历经 31 年发展成为美国眼镜零售龙头。1991 年，一位热情的验光师创立了 Vision Source，他坚持保持独立验光。Vision Source 致力于保留独立眼科护理的精英业务，并通过共享独特的专业知识提供高度个性化的服务；成员中包括一些具有影响力的专业眼科护理人士，其中有 11 位前美国眼科协会（AOA）主席。Vision Source 为员工创建 Vision Source Representative（VSR）计划，分享最佳治疗方案，该计划覆盖美国 115 个地区，参与者超过 500 人；在 VSLearning.com 上已经完成 10 万余门课程，以供员工学习。

表 19: Vision Source 于 1991 年成立，历经 31 年发展历程

时间	事件
1991	成立于德克萨斯州
1992	召开第一次年会
1994	推出一代 logo
1997	被 TLC Vision Corporation 收购
1999	Vision Source.com 和会员网站上线
2001	第 500 名会员加入 Vision Source; 启动 Vision Source Representatives 计划
2002	引进隐形眼镜专利系列
2004	第 1000 名成员加入 Vision Source
2005	门店覆盖 50 个州及哥伦比亚特区
2006	成立 Smile Source; Vision Source 扩展至加拿大
2007	引进镜片专利系列; 第一次全国电视曝光
2008	Vision Source Learning.com 上线
2009	第 2000 名成员加入 Vision Source
2011	新 logo 上线
2012	第 2652 名成员加入 Vision Source; 1100 家品牌会员外部品牌命名为 Vision Source
2013	IPA 成立与责任医疗组织签订合同; 第 100 名 Smile Source 门店加入
2014	在波士顿举行交流会; Smile Source 与 ACE 联合, 规模翻倍; 第 3000 名成员加入
2015	推出 “The Optical Dream”; 在亚利桑那州举行交流会; 被 Vision Monday 评为美国第二大眼镜零售商; 依视路宣布收购 Vision Source; 第 4000 名成员加入
2016	推出专属互动在线平台 “Insight”; 举办第一届虚拟贸易展; 获得 CIO 100 奖项, 肯定了 IT 领域的成就
2017	首次在 Super Bowl LI 上推出 “My Vision Source Family” 活动及广告; 市场部门获得美国营销协会颁发的两个奖项; 被 Vision Monday 评为美国第一大眼镜零售商; 举办第二届虚拟贸易展, 为会员提供独家供货商交易

数据来源: Vision Source 官网, 国泰君安证券研究

Vision Source 门店数超过 3000 家，与全球众多品牌达成合作。 Vision Source 拥有美国最大的私人执业验光师网络, 2020 年达到 3143 家门店; 依视路、博士伦、CooperVision Optos、蔡司、Marco 和 Marcolin 提供 Crizal、Dailies、Transitions 等品牌, 品牌结合 Vision Source 专业眼科服务, 为大约 1600 名患者提供最先进的眼科服务。

图 42: Vision Source 美国超过 3000 家门店**图 43: Vision Source 拥有众多优质供货商**



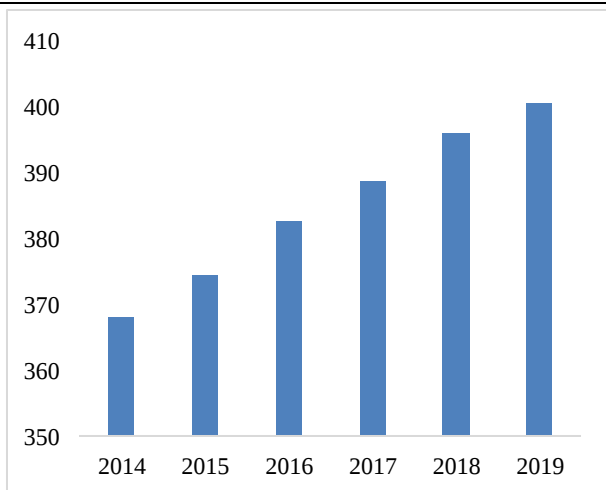
数据来源：Vision Source 官网，国泰君安证券研究

数据来源：Vision Source 官网，国泰君安证券研究

3.2. 欧洲头部零售商陆逊梯卡与依视路完成合并，竞争实力显著增强并进一步完善零售渠道布局

欧洲作为全球眼镜行业的主力市场之一，市场规模超 2000 亿元人民币。据 Statista, 2014 年至 2019 年欧洲眼镜产品市场规模保持良好增长态势，从 2014 年的 367.9 亿美元增长至 2019 年的 400.5 亿美元(折合人民币已超 2000 亿元)，CAGR 为 1.71%；2014 年-19 年欧洲眼镜产品市场规模占全球比重略有下降，从 2014 年的 32.5% 下降至 2019 年的 31.2%。

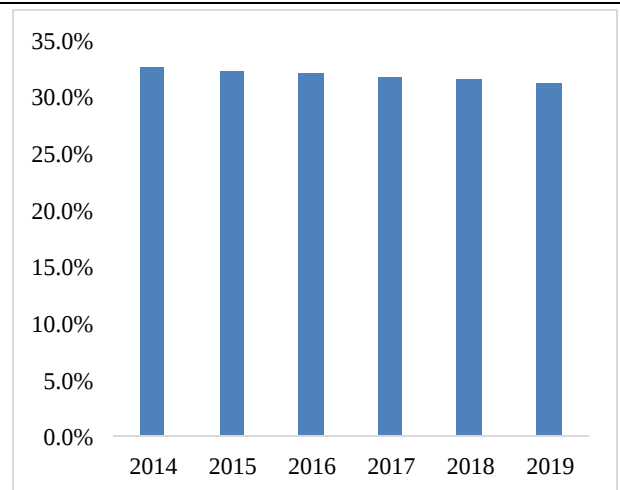
图 44：欧洲眼镜产品市场规模保持良好增长



数据来源：Statista，国泰君安证券研究

备注：单位为亿美元。

图 45：欧洲眼镜产品市场规模全球占比略有下降

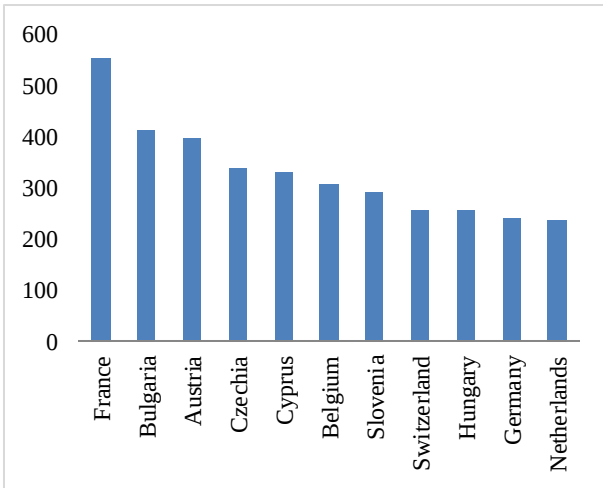


数据来源：Statista，国泰君安证券研究

欧洲国家佩戴眼镜人数比例较高，其中配镜师和眼镜零售商数量最多的国家是法国和塞浦路斯。据 Statista, 2020 年欧洲 10 个国家佩戴眼镜人数达到 60%，其中比利时和北马其顿佩戴眼镜人数达到 70%；2020 年欧洲国家每百万人中配镜师人数最多的是法国，平均 1 万人有 5.55 名配镜师；而 2020 年欧洲国家每百万人中眼镜零售商数量最多的是塞浦路斯，平均 1 万人有 2.69 家眼镜零售商。

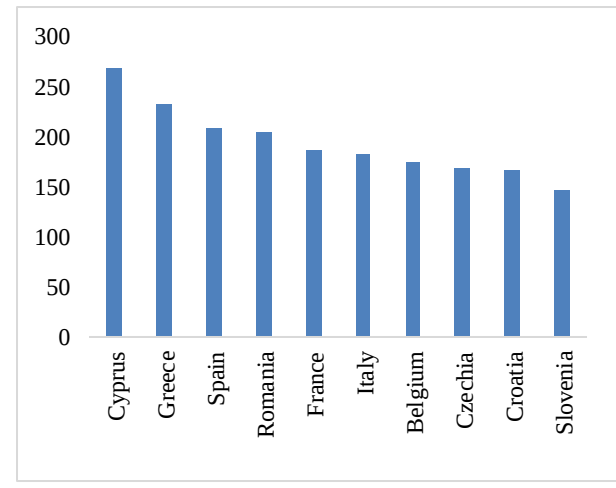
图 46：法国配镜师数量位居欧洲第一

图 47：塞浦路斯眼镜零售商数量位居欧洲第一



数据来源：Statista，国泰君安证券研究

备注：数据为 2020 年；左图单位为人，右图单位为个。



数据来源：Statista，国泰君安证券研究

近几年欧洲眼镜零售商持续整合并购、拓展产业链上下游。如总部位于德国的欧洲最大眼镜零售商之一的 Fielmann 集团，宣布将投资超过 6500 万欧元在捷克的乔穆托夫（Chomutov）新建一个高科技设施，包括眼镜生产和高度自动化的配送中心，预计将于 2024 年开始运营。

表 20：欧洲大型眼镜零售商近年来整合并购事项一览

零售商	事件
Fielmann 集团	总部位于德国汉堡的 Fielmann 集团宣布将投资超过 6500 万欧元在捷克的乔穆托夫（Chomutov）新建一个高科技设施，包括眼镜生产和高度自动化的配送中心，预计将于 2024 年开始运营。
依视路	欧洲眼镜零售电商 MyOptique 已被法国镜片生产商依视路(Essilor International)收购，交易价值约 1.4 亿欧元（约 1.58 亿美元），但该数字并未得到官方证实。
霞飞诺	意大利著名眼镜商霞飞诺（Safilo）同意收购美国眼镜品牌 Blenders Eyewear 70% 的股份，以促进网络销售。霞飞诺对 Blenders 的估值为 9000 万美元。
开云眼镜	开云眼镜（Kering Eyewear）宣布已经与丹麦奢华眼镜品牌 Lindberg 签署协议，将收购后者 100% 的股权，但官方未透露具体交易金额。
EssilorLuxottica	EssilorLuxottica 宣布与意大利眼镜盒及皮具制造商 Giorgio Fedon & Figli S.p.A. 签订初步买卖协议，将以 17.03 欧元/股的价格买下该公司 172.71 万股，占该公司总股本的 90.9%，交易总价为 2940 万欧元。
Marcolin	意大利眼镜制造商 Marcolin 与法国奢侈品巨头 LVMH 集团达成协议，收购双方共同拥有的眼镜制造合资企业 Th é lios 49% 的股权，交易的具体财务细节并未公布。

数据来源：搜狐网等，国泰君安证券研究

欧洲眼镜巨头陆逊梯卡集团(Luxottica)2018 年与依视路正式合并，为全球范围内重要的眼镜巨头合并事件。

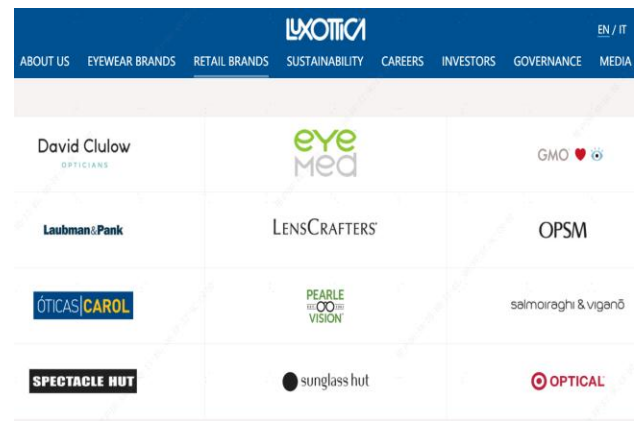
- 陆逊梯卡集团总部设在意大利米兰，集团涉及时尚、奢华和运动眼镜设计、制造和分销，包括 Ray-Ban（雷朋）、Oakley（奥克利）、Vogue Eyewear、Persol 等自有品牌，以及乔治·阿玛尼、巴宝莉、宝格丽、香奈儿等授权品牌；该集团拥有全球最庞大的眼镜零售网络，9200 家门店覆盖全球五大洲的 150 多个国家；
- 据 2018 年财报，陆逊梯卡集团实现总营收 89.3 亿欧元，其中零售部门实现营收 57.3 亿欧元。2018 年 10 月 1 日，依视路与陆逊梯卡正式合并，新公司依视路陆逊梯卡成立，但两个部分的运营仍较为独立。

图 48: 陆逊梯卡零售门店实景图



数据来源：新潮商评论

图 49: retail bands of 陆逊梯卡

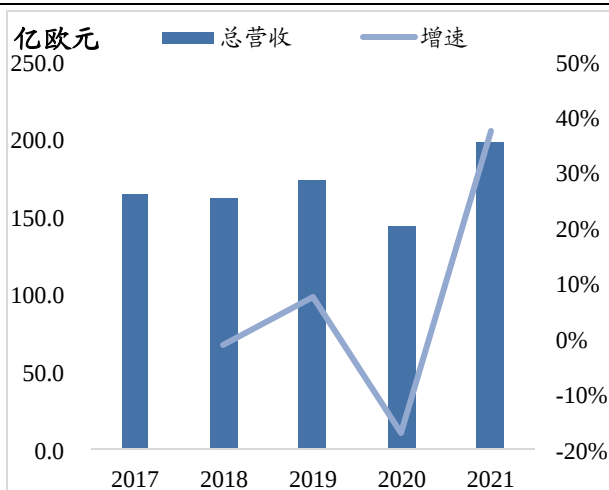


数据来源：公司官网

依视路陆逊梯卡集团合并后实力大幅增强，2021 年营收达到 198 亿欧元，净利达到 14.6 亿欧元：

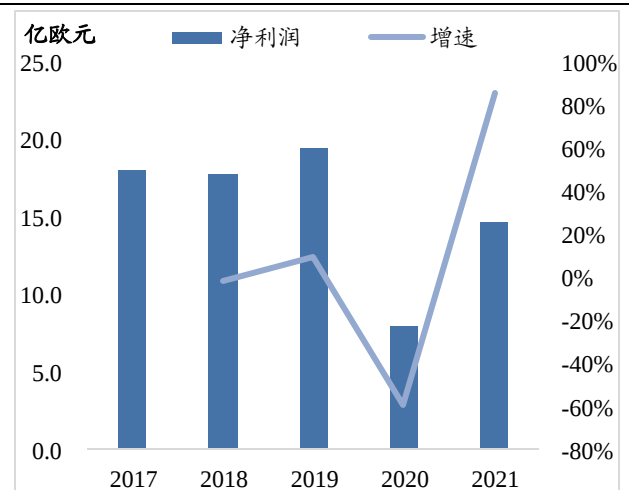
- 依视路陆逊梯卡集团 2021 年营收达 198.2 亿欧元/+37%，较 2020 年增速大幅回升；合并前的依视路于 2018 年营收为 74.6 亿欧元、陆逊梯卡为 89.3 亿欧元；
- 依视路陆逊梯卡集团 2021 年净利达 14.63 亿欧元/+86%，较 2020 年增速大幅回升；合并前的依视路于 2018 年净利为 9.23 亿欧元，陆逊梯卡为 9 亿欧元（非归母口径）。

图 50: 依视路陆逊梯卡 2021 年营收增速大幅回升



数据来源：Wind，公司官网，国泰君安证券研究

图 51: 依视路陆逊梯卡 2021 年净利增速大幅回升



数据来源：Wind，公司官网，国泰君安证券研究

依视路陆逊梯卡集团收购 GrandVision，进一步完善零售渠道布局。2021 年 7 月 1 日，依视路陆逊梯卡宣布以相当于每股 28.42 欧元的现金收购价完成对荷兰眼镜零售商 GrandVision 的收购，后者在全球拥有 7200 多家零售门店，据依视路陆逊梯卡在声明中称，这笔交易对 GrandVision 的估值约为 71 亿欧元。陆逊梯卡集团与依视路的合并、以及收购荷兰零售巨头 GrandVision 意味着眼镜中游制造商与下游零售商存在着更多的协同合作的可能，纵览全球，其他龙头公司如卡尔蔡司、豪雅等企业均在制造端与零售端有更多布局。

图 52: 荷兰 GrandVision 某门店实景图



数据来源：公司官网

3.3. 日本眼镜零售商 JINS 推动功能镜及跨界联名布局

JINS(睛姿)是日本眼镜零售龙头，实现从生产到销售全产业链覆盖，快时尚与功能创新并驾齐驱。

- JINS 最早可追溯到 1988 年，在日本群馬县前桥市成立有限会社JIN；1991 年，改组为株式会社 JIN；2001 年，1 号店铺“JINS 天神店”开张，正式展开眼镜相关业务。
- JINS 采用了从企划到生产、物流、再到销售的过程自始至终使用自有品牌专业零售商经营的 SPA 模式，最大程度地削减不必要的生产成本；在生产端，JINS 与高水平的镜片生产制造商进行合作，其工厂接收欧洲、亚洲各国的订单；在零售端，截至 2021 年，JINS 全球已实现 660 家门店。

图 53: 位于日本大阪梅田的 JINS 门店实景图



数据来源：大阪梅田官网

图 54: JINS 产品矩阵丰富

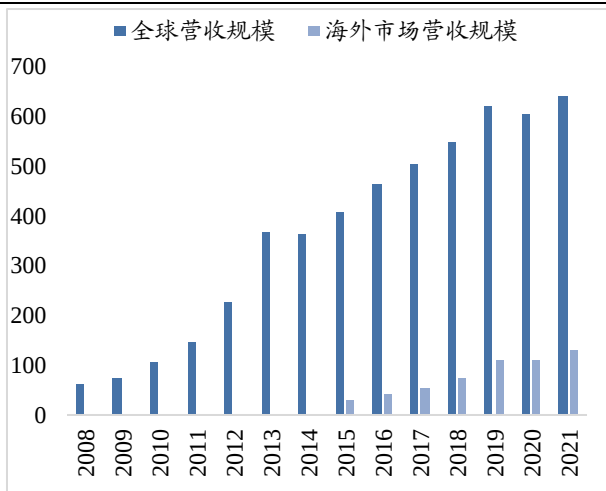


数据来源：小红书

2010 年 JINS 正式进入中国市场，开启海外扩张步伐。

- JINS 于 2010 年开始进入中国市场，2017 年中国门店数已达百家；2021 年，JINS 全球门店数达到 660 家，其中中国门店数达到 173 家；2021 年，JINS 销售额达到 638 亿日元，海外市场销售额贡献近 20%，其中中国市场是最主要的海外市场，海外市场销售额从 2015 年的 27.4 亿日元增长至 2021 年 127 亿日元，CAGR 为 29.12%。
- 随后 JINS 相继进入美国、菲律宾等国家。
- JINS 单店店效已突破 1 亿日元。

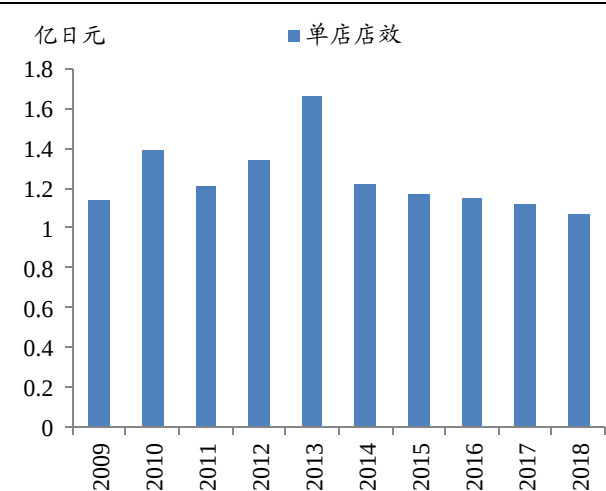
图 55: JINS 全球营收规模稳步增长



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

备注：左图单位为亿日元。

图 56: JINS 单店店效突破 1 亿日元



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

JINS 重视功能性眼镜研发，是全球最早推出防蓝光眼镜的品牌。

- 2011 年，JINS 推出 JINS Screen 系列，用于有效隔离电脑、电视、智能手机等设备发射的蓝光，面向儿童群体也推出防蓝光眼镜系列；功能性眼镜还包括运动系列“JINS Golf”、“JINS Sports”，并独立研发设计了能遮断有害紫外线和蓝光的 JINS Violet+ 镜片。
- JINS 在功能性眼镜领域有重大突破，要归功于产学研合作模式。JINS 于 2008 年采用产学研合作模式，所有的产品都会取证，与科学共同进步发展。

表 21: JINS 功能镜列表

名称	功能
JINS 1DAY	这款日抛型隐形眼镜，于 2018 年开始在官网进行销售，含水量为 58%，内含湿润保湿成分，并且能够有效阻挡紫外线。在日本有一半的日抛隐形消费者购买过这款隐形，有八成消费者又继续购买的意向。
JINS Screen	该系列于 2011 年上市，可有效阻挡电子设备发射的蓝光，波长介于 400-440 纳米的短波蓝光会导致眼睛内的黄斑区毒素数量增大，严重威胁眼部健康。
JINSxTech Kids School	面向儿童群体，推出 JINS Screen 儿童系列。与日本 CA Tech Kids 的运营商 Tech Kids School 合作，推出守护儿童视力的项目 JINSxTech Kids School。
JINS MEME	这是一款可以帮助用户提高注意力的可穿戴眼镜，由品牌独自研发的三点式眼电位传感器和六轴传感器，收集眼睛和身体动作的信息，推测身心的状态和平衡，借助川岛隆太教授监督开发的 app，了解佩戴者的集中度、沉着度等心理和生理状态。
JINS Violet+	该系列由 JINS 独立研发设计，能遮断有害紫外线和蓝光，最初设计的目标群体是发育期的青少年，现在已扩展至青少年年龄层以外。

数据来源：搜狐网等，国泰君安证券研究

图 57: JINS Screen 20% CUT 实物图



数据来源：公司官网

JINS 推进跨界联名布局。

- 与意大利建筑家 Michele De Lucchi 合作,发售 4 个款式 16 种选择,每个款式分别使用 Michele De Lucchi 及其团队三名员工的名字命名。Michele De Lucchi 是 2015 年米兰世博会意大利馆的设计者,其设计风格为后现代主义设计的孟菲斯流派。
- 与全球顶尖设计师合作,包括英国产品设计师 Jasper Morrison、德国产品设计师 Konstantin Grcic 等,其中与 Jasper Morrison 合作的产品入围了伦敦设计博物馆主办的年度比斯利设计大奖。
- 与买手店运营商 Beams 合作“阅读墨镜”,能让用户能在户外愉快看书和玩手机。
- 与日本知名连锁书店茑屋书店合开门店,是集茑书店、JINS 门店和咖啡店于一体的店中店,等待拿眼镜的同时可以买书。
- 与多家美发沙龙达成合作,推出 Salon de MEGANE supported by JINS 服务,顾客可以在发型设计的同时,找到与发型相匹配的眼镜,利用虚拟试戴系统 JINS Visual Fit 可试戴 2000 多种眼镜。

日本眼镜零售商数量较多且有其明显细分领域。日本主要眼镜零售商有高档眼镜品牌夏蒙、眼镜市场等,潮流眼镜品牌迈道、佐芙、晴安等,职人手作眼镜品牌增永眼镜、白山眼镜、金子眼镜等,以及众多新兴眼镜零售企业。

表 22: 日本主要眼镜零售商基本情况对比

时间	事件
CHARMANT 夏蒙	创立于 1956 年,眼镜制造领域先端科技领导者,拥有完善的生产、销售和服务系统;专有 Z 钛系列具有高柔韧、高弹性的特性,达到多变造型的同时也保障舒适性;精工纯钛系列整体偏商务风格、高档感强;新型 EX 钛柔韧性达 Z 钛二倍或更多,可完成多处密集焊接也兼具记忆功能。
MEGANE ICHIBA 眼镜市场	日本百年老牌眼镜,拥有 100 年以上历史的传统制造工艺,由闻名世界的眼镜产地——福井鯖江开发设计镜架,传统眼镜工艺与高科技镜片相结合,主要客群为时尚、稳重的商务人士。
MADO 迈道	新兴日本潮流品牌,拥有日本顶级设计师和专业验光团队,镜架采用人体工学设计且款式新颖,不同需求的客群匹配合适系列。

Zoff 佐芙	创立于 1993 年，主张让眼镜作为矫正工具的同时也可以作为一种装饰品，根据不同的场合和情况来区分佩戴，通过用眼镜来丰富人们对时尚生活的追求；镜架凝聚匠人精神和新科技，其中“Zoff SMART”采用先进的轻量工业塑料材质，佩戴舒适且不易损坏；镜片规格具有标准、薄型非球面、PC 防蓝光、耐磨、染色、偏光、变色、渐进几类。
JINS 睛姿	2001 年正式展开眼镜相关业务，2013 年在东京证券交易所上市；采用从企划到生产、物流、再到销售的过程均使用自有品牌专业零售商经营的 SPA 模式，最大程度地削减不必要的生产成本，降低眼镜产品价格；创造轻量型眼镜系列，增加眼镜的舒适度；附加功能性于眼镜上，满足现代人的需求。
MASUNAGA 增永眼镜	1905 年诞生于福井鯖江，日本手工眼镜标杆，1933 年被选作皇室御用品牌；既有传统工艺的赛璐璐材质，也契合当下审美的轻量化纯钛眼镜，以及出入时装周的前卫设计，成为第一次尝试手作眼镜消费者的第一选择。
HAKUSAN 白山眼镜	创立于 1883 年，日本历史最悠久的眼睛店及手作眼镜品牌店，专注于生产赛璐璐材质和贵金属材质的复古手作眼镜，至今生产并发售的手作眼镜 580 余种；1978 年，推出“Mayfair”影响后续众多眼镜品牌设计。
KANEKO OPTICAL 金子眼镜	创立于 1958 年，最初是福井鯖江的一间传统眼镜批发商，是最早将取入手作眼镜作为文化属性融入营销的品牌；始终坚持手工眼镜，让日本的手工眼镜五大师名声远播；2008 年，设立“The Stage”专门店，展示手作眼镜及其人文历史；2012 年，推出自家设计“KANEKO OPTICAL 金子眼镜”；镜架有经典的 Celuloid（赛璐璐），也有钛金属和板材混搭款式。

数据来源：公司官方网站，搜狐网、日本印象社等，国泰君安证券研究

4. 眼镜零售行业未来格局是星辰大海，推荐博士眼镜

4.1. 未来发展：产业链整合，视光中心拓展，线上化推进

（一）产业链上下游整合

他山之石，从海外发展历程看，眼镜行业龙头通过整合生产端与零售端向更大规模发展。

- 以陆逊梯卡集团发展历程举例，2018 年 10 月 1 日，依视路与陆逊梯卡正式合并，新公司依视路陆逊梯卡成立，新集团覆盖从生产到零售产业链的覆盖。
- 2022H1 依视路陆逊梯卡集团收入达 119.94 亿欧元(约合人民币 827 亿元)，同比增长 36.8%，净利润为 15.48 亿欧元；按业务结构看，PS 收入 58.37 亿欧元，DTC 收入 61.57 亿欧元，可见批发与零售端业务各占半壁江山。

表 23: Luxottica 垂直整合历程反映眼睛零售行业向集中化，大规模发展

年份	整合历程
1961	Leonardo Del Vecchio 建立 Luxottica，主要生产眼镜零部件。
1971	宣告 Luxottica 为一家独立眼镜制造商。
1974	收购自 1971 年来合作多年的 Scarrone S.p.A.，进入批发商领域。
1981	收购 La Meccanoptica Leonardo，旗下拥有 Sferoflex 和柔性铰链的专利。使公司产品质量大大提升。
1988	眼镜逐渐成为时尚消费品，Giorgio Armani 与其签订了协议帮助 GA 生产时尚眼镜。
1990	收购 Vogue Eyewear；在 NYSE 挂牌上市。
1995	收购 United States Shoe Corporation，它旗下拥有 LensCrafters，是全美最大的光学零售店之一，增加了其生产销售的协同效应；收购 Persol。
1999	收购 Ray-Ban，通过此次收购，公司也掌握了水晶太阳镜片技术；拿下 Chanel 的合作。
2001	利用 Sunglass Hut 进入太阳镜零售领域。
2003	收购 OPSM Group，在澳大利亚和新西兰已经引领市场；开始与 Prada 和 Versace 合作。

2004	收购 Cole National，使公司在 Sears 和 Target 大型卖场销售眼镜，加强在美国零售市场的网络。
2007	收购 Oakley，当时 Oakley 有 160 家销售门店，扩展了 Luxottica 的销售版图；与 Polo Ralph Lauren 达成合作。
2011	收购 Multiópticas Internacional 加强拉美零售市场。
2017	Essilor 与 Luxottica 的合并协议达成

数据来源：澎湃新闻、新浪财经、公司官网等，国泰君安证券研究

综上所述，我们认为眼镜零售商的价值属性正愈发凸显，纵览全球，零售商与生产商的合作将继续推进。

- 从海外发达国家眼镜零售行业看，市场集中度往往较高，据弗若斯特沙利文的报告，2020 年欧洲和北美眼镜业十大企业的市占率总共为 46.9%。美国的 Vision Source、英国的 Specsavers、德国的 Grand Optical、意大利的陆逊梯卡集团等都是当地的龙头公司。而国内的头部眼镜零售商的集中度仍较低，宝岛眼镜按营收计市场份额仅约 2-3% 左右，博士眼镜约 1%，未来龙头公司提升空间广阔。
- 陆逊梯卡集团与依视路的合并、以及收购荷兰零售巨头 GrandVision 意味着眼镜中游制造商与下游零售商存在着更多的协同合作的可能，纵览全球，其他龙头公司如卡尔蔡司、豪雅等企业均在制造端与零售端有更多布局。国内的龙头公司有望延伸上下游产业链，缔造更强的“眼镜王国”。

（二）拓展视光中心，打造一站式视光健康解决方案

政策支持+行业高需求爆发，眼视光赛道将快速发展，视光中心建设最为契合：

- 2022 年 1 月，国家卫健委印发《“十四五”全国眼健康规划（2021—2025 年）》，提出要进一步构建优质高效的眼健康服务体系，提供覆盖全生命期的眼健康服务。其中重点聚焦在一老一少两类人群。
- 我们认为，两项重点工作将被提上议程，其一为儿童近视防控的关口前移，即通过早监测、早发现、早预警、早干预来强化儿童青少年视力检查，眼科医院、视光中心与部分大型眼镜零售门店将承接这一重要任务；其二，资源下延，优化眼科医疗资源布局。

以依视路陆逊梯卡集团为例：

- 依视路陆逊梯卡集团开启了符合中国模式视光中心的探索，2022 年 8 月 5 日，大中华区首家搭载依视路视光中心的亮视点(LensCrafters)门店开业，并成为最新重要布局。亮视点门店引入了配镜参数测量系统、综合检眼仪、眼底照相机、眼科光学生物测量仪、数码裂隙灯等多款专业验光与眼检设备，可提升验光配镜的精度和效率。
- 据陆逊梯卡大中华区零售业务总经理 Giuseppe De Biasi：“过去 2~3 年，我们发现中国消费者对于镜片验配的需求朝着精准化、专业化发展，更加关注镜片的质量，这与我们致力于为中国消费者提供专业视光服务的使命相一致。我看到眼视光市场在增长，消费者对于视光服务质量的需求胜于数量。”

图 58：依视路陆逊梯卡集团的首家搭载依视路视光中心的亮视点门店于 2022 年 8 月开业

图 59：依视路陆逊梯卡集团的近视管理方案一览



数据来源：搜狐财经



数据来源：搜狐财经

备注：右图第一排从左至右：Paragon 角膜塑形镜 CRT5.0，库博光学 MiSight 软性亲水接触镜；第二排从左至右：依视路星趣控镜片，尼康控优点镜片。

以博士眼镜为例：

- 博士眼镜进驻医院设立视光中心，开展配镜服务、角膜塑形镜配镜服务、近视防控、斜弱视康复训练等综合业务。博士眼镜计划探索医院与门店网点结合的模式。于门店完成初筛，复查，视光服务，对于需要复方或有眼疾病的患者，会形成与医院的闭环转诊。
- 近几年博士眼镜已经在深圳 8 家公立医院开设视光中心，并与深圳罗湖医院集团达成战略合作，共同探索“门店+罗湖医院集团社康中心+医院”三位一体的眼健康服务模式。

表 24：博士眼镜目前合作的公立医院视光中心的基本情况

主要情况	
深圳市眼科医院	创建于 1983 年，是深圳市市属公立眼专科医院。
罗湖人民医院	深圳市罗湖区人民医院（深圳大学第三附属医院）始建于 1957 年 4 月，毗邻香港，地处罗湖商业闹市区。是一所公立三甲综合医院。
萨米医院（深圳第四人民医院）	集医疗、科研、教学、预防、保健、康复于一体的市属公立医院，按照三级综合医院标准建设，直属于深圳市卫生健康委员会，是深圳市儿童友好型医院。
深大医院	位于中国广东省深圳市南山区西丽街道，是一所三级综合医院、深圳市医保定点医院，是深圳大学第一所直属附属医院。
龙华人民医院	前身是深圳市宝安区龙华人民医院，位于龙华新区建设东路，是一所综合性医院。
广州水电医院	位于广东省广州市增城区新塘镇港口大道 312 号，始建于 1958 年，是一所集临床、医疗、科研、教学、预防、保健、康复为一体的综合性三级医院，是广州市医保和新农合定点医院。

数据来源：各医院官网等，国泰君安证券研究

图 60：博士视觉可提供多项优质服务



数据来源：公司官网

我们认为，通过视光中心合作，国内眼镜零售公司能够进一步发力一站式视觉健康解决方案，增强综合竞争力：

- 第一，国家政策、行业现状均支持大型眼镜连锁龙头与医院联合开展视光中心建设。
- 第二，眼镜零售公司在视光中心销售角膜镜可增厚利润空间，目前视光中心亦有销售 OK 镜，且经济效益良好。以博士眼镜为例，在已开展 OK 镜验配的视光中心销售额占比在其单店的 30% 左右；
- 第三，视光中心内青少年离焦镜片的销售占比较高，且有显著上升趋势。以博士眼镜为例，由于视光中心消费者多为青少年首次验配离焦镜，近年来离焦镜在视光中心总销售额占比可达约 50%。

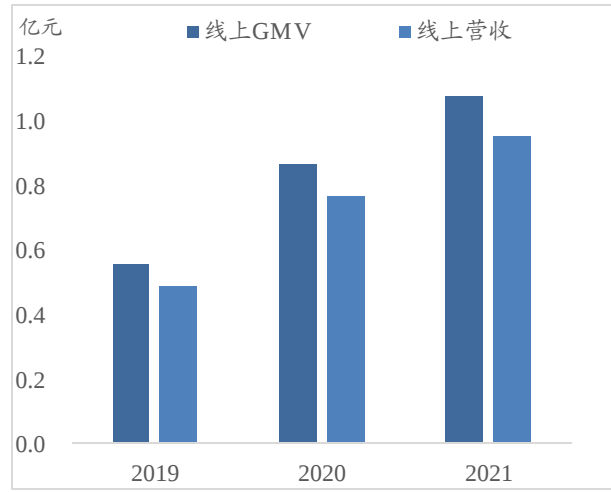
（三）发力线上化

大型眼镜零售公司亦在不断提升线上营收，开拓线上市场。

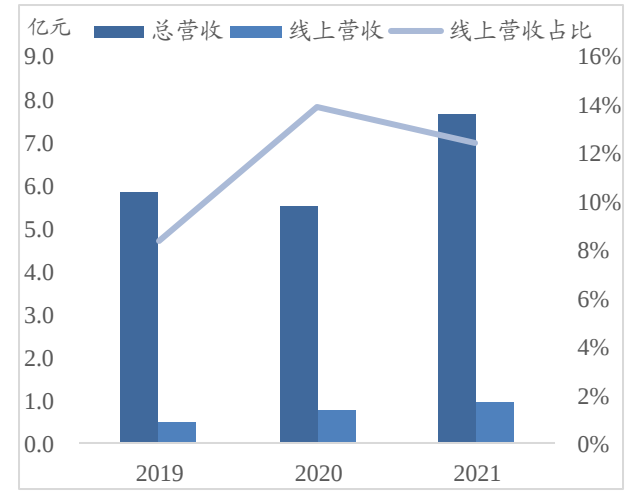
- 以博士眼镜为例，线上平台主要销售隐形眼镜及其耗材、镜架、太阳镜等，近年来线上营收额不断提升。
- 2021 年博士眼镜线上渠道 GMV 达到 1.07 亿元，对应营业收入(不含税)为 0.95 亿元，占总营收的 10.7%、占主营业务营收的 12.4%。天猫平台占比高达 85.8%，其次为京东 4.2%。
- 博士眼镜通过线上公域流量平台及线上私域流量平台宣传产品信息、优惠活动、销售团购券、门店位置等，以吸引粉丝和会员关注、维护客户关系、引导顾客到店现场体验等，实现线上与线下融合发展。2021 年线上公域流量平台团购券交易金额为 0.46 亿元，与该等团购券相关的线下订单 GMV 为 0.57 亿元，同增 68.8%；线上私域流量平台团购券交易金额为 0.28 亿元，与该等团购券相关的线下订单 GMV 为 0.39 万元，同增 52.1%

图 61：2021 年博士眼镜线上 GMV 突破 1 亿元

图 62：2021 年博士眼镜线上营收占比达 12.4%



数据来源：wind，国泰君安证券研究



数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.2. 推荐博士眼镜

国内眼镜连锁零售龙头，门店店效远超同行。1)公司历经 30 年发展，截止 2022H1 共有门店 490 家、遍布全国 23 个省/自治区/直辖市，且积极扩张下沉市场，布局二三线省会城市，如华中、西北地区；2)2017-21 年直营门店店效从 131 万元提至 164 万元，其中商超及医疗门店店效从 128 万元提至 172 万元，远超行业均值的 100 万元，彰显经营能力之强；3)对标海外，美国、日本龙头眼镜零售商店效均约 600 万人民币，公司仍有较高提升空间。

成人功能性镜片需求+儿童青少年防控需求，推动眼镜零售迎重要变局。

1)国内眼镜零售 CR10 预计不足 10%，远低于美国 CR10 的 35%及国内眼镜生产商 CR10 的约 80%(按销售额)；2)儿童青少年对离焦镜需求将显著增长；成人对包括防疲劳/防蓝光等在内的功能性镜片需求亦在增强；3)疫情对中小连锁影响更高，且中小连锁面对生产商的议价能力弱，龙头公司依托一站式解决方案及渠道等优势，其份额望提升。

布局视光中心+销售离焦镜等多措并举，发力一站式视觉健康解决方案。

1)公司与公立医院合作布局视光中心，目前已开设 8 个，投资回报周期更短且契合当前医院端迫切需求、发挥双方优势；2)目前离焦镜在门店镜片销售收入占比提至 10-12%，目前销售包括依视路/豪雅/蔡司等产品，后续望继续提升+销售内资产品，对店效贡献可增强；3)五重核心竞争优势构建起纵深护城河；4)战略合作华为/雷鸟创新，布局智能眼镜赛道。

表 25：部分公司盈利预测表

证券代码	证券简称	收盘价 (0214)	归母净利润			PE			市值	评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
300622.SZ	博士眼镜	22.59	0.95	0.80	1.30	41.3	48.9	30.1	39	增持

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

备注：归母净利润、市值单位为亿元人民币，收盘价为人民币，时间取 2023 年 2 月 14 日。

5. 风险提示

疫情反复。若疫情反复，将影响消费者前往公司旗下门店以及视光中心

等场所进行验光配镜，从而对公司收入利润造成影响。

功能性镜片销售不及预期。离焦镜当前渗透率较低，消费者接受度如何尚不可知，且进入门槛不高，相对激烈的竞争环境以及鱼龙混杂的中低端产品或对公司旗下门店推进离焦镜销售造成不利影响。

竞争加剧。近年来渠道端竞争加剧，众多新零售眼镜连锁企业进入生，或将对公司业务发展产生不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		