

# 康耐特光学 (02276)

证券研究报告  
2025年02月23日

## 全球镜片龙头，XR 赋能新一轮成长

### 引领全球树脂镜片市场，积极拓展 XR 行业

康耐特光学是中国领先的树脂眼镜镜片制造商，具备全面及定制化服务能力，2020 年公司树脂镜片产量排名中国第一、收入排名全球第九，是全球十大市场参与者中唯一一家总部设于中国的公司；目前公司产品遍布全球，远销 80 个国家地区，包括但不限于中国、美国、日本、印度、澳大利亚、泰国、德国及巴西等地。

### 营收及利润增长稳健，24 年预计利润增长 30%+

2018-2023 年公司营收从 8.5 亿增至 17.6 亿元 (CAGR 为 16%)，归母净利润从 0.8 亿元提升至 3.3 亿元 (CAGR 为 33%)，收入及业绩稳健上升。2024 年公司预计利润增长 30%+ 达到 4.3 亿元以上，主要系 1) 市场拓展取得良好效果，收入稳步增长；2) 镜片种类多元化，高附加值产品占比提高；3) 优化融资结构，降低融资成本，财务费用减少。

### 镜片行业：需求日新月异，国牌顺势而为

2019-2023 年我国镜片行业零售市场 CAGR 约为 5.5%，预计 23-27 年 CAGR 为 9.1%，增长具备韧性。我国为树脂镜片的主要出口市场，从产量/出口值看，2020 年我国树脂镜片制造行业 CR5 为 25%/29.5%，行业格局较为分散，其中康耐特光学以 8.5%/7.3% 的市场份额位列我国第一；从零售端看，国际品牌占据主导，明月、康耐特等国牌在中端价格带加速替代。后续伴随近视人群基数扩大、细分市场扩容，镜片行业有望量价齐升，其中离焦眼镜、运动眼镜、智能眼镜等细分赛道有望贡献主要增长。

### 康耐特光学：产品渠道丰富，定制化车房生产优势领先

1) 产品：公司产品体系丰富、功能齐全，研发创新实力领先，产品结构向高折化、定制化方向发展，公司为少数几家能够提供 1.74 折射率的树脂镜片制造商之一，C2M 模式有效保障定制化眼镜交付效率。

2) 供应链：公司自动化车房的产能及规模在国际处于前列，车房日生产能力达到 20000 片、成镜 10000 副，为定制镜片发展提供更精准、更高效、更全面的保障；此外全球布局四大生产基地，2024H1 上海+江苏+日本总产量达 1 亿件，同比增长 21.4%，后续泰国工厂落地预计有效防范关税风险。

3) 渠道：公司已在多个国家建立起成熟的客户体系，并与主要客户形成长期稳定合作关系，国内通过线上下营销渠道、视光中心建设推广自主品牌。

### 进军 XR 赛道，联合歌尔开启智能眼镜新篇章

智能眼镜有望成为 AI+AR 应用落地最佳硬件载体，其中定制光学配件为智能眼镜落地至关重要的一环，对镜片制造商提出产品精度、生产能力、生产工艺等多维度要求。康耐特光学作为具备定制化车房生产能力的树脂镜片龙头厂商，产业先发优势显著，研发成果显著，目前与全球头部消费电子客户合作研发进展顺利，此外歌尔巨头入局提供重磅背书，我们认为公司有望享受智能眼镜快速成长红利，打开业绩及估值成长空间。

### 首次覆盖给予“买入”评级

公司主业经营稳健，定制化生产能力行业领先，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.3/5.4/6.6 亿元，分别同比+32%/+25%/+23%，对应 PE 分别为 30/24/20X。考虑后续公司布局 XR 业务增量空间广阔，给予 25 年 40-45XPE，公司对应目标价 48-54 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**国内外宏观环境波动风险；国内渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；XR 进展不及预期风险；估值体系差异风险

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	29.25 港元
目标价格	港元

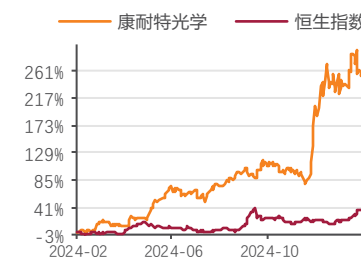
### 基本数据

港股总股本(百万股)	479.93
港股总市值(百万港元)	14,037.81
每股净资产(港元)	3.75
资产负债率(%)	33.03
一年内最高/最低(港元)	29.65/7.03

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 引领全球树脂镜片市场，积极拓展 XR 行业.....	4
1.1. 光学镜片专家，定制化、多元化发展.....	4
1.2. 股权结构集中、激励充分，歌尔入局强化 XR 产业协同.....	5
1.3. 产品结构优化，盈利能力稳步提升.....	6
2. 镜片行业：需求日新月异，国牌顺势而为.....	8
2.1. 市场规模增长稳健，本土品牌发展提速.....	9
2.2. 近视人群扩大、细分市场扩容，镜片行业有望量价齐升.....	11
3. 康耐特光学：产品渠道丰富，定制化车房生产优势领先.....	13
3.1. 产品体系丰富，向高折化、定制化发展.....	13
3.2. 供应链：原材料供应稳定，定制化车房生产，产能全球布局.....	15
3.3. 客户渠道布局深入.....	17
4. 进军 XR 赛道，联合歌尔开启智能眼镜新篇章.....	17
5. 盈利预测及投资评级.....	19
6. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：公司主要产品.....	4
图 2：公司发展历史.....	5
图 3：截至 2025 年 2 月康耐特股权结构.....	5
图 4：截至 2023 年底康耐特附属公司.....	5
图 5：2018-2024H1 公司营业收入（亿元，%）.....	6
图 6：2018-2024H1 公司归母净利润（亿元，%）.....	6
图 7：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片营收（亿元）及增长率.....	7
图 8：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片营收占比.....	7
图 9：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片毛利率.....	7
图 10：2018-2024H1 主营业务分地区营收（亿元）及增长率.....	8
图 11：2018-2024H1 主营业务地区营收占比.....	8
图 12：2018-2024H1 公司毛利率和归母净利率.....	8
图 13：2018-2024H1 公司销售、行政、财务费用率.....	8
图 14：2019-2027e 年中国镜片行业零售市场规模.....	9
图 15：镜片原材料变化史.....	9
图 16：中国树脂镜片的产值及产量.....	10
图 17：2020 年中国树脂镜片制造商产量.....	10
图 18：2020 年中国树脂镜片制造商出口值.....	10
图 19：2020 年全球镜片市场份额（按销售额统计）.....	11
图 20：2022 年镜片市场份额（按销售额）.....	11
图 21：我国人口老龄化趋势.....	12

图 22: 我国青少年近视率 .....	12
图 23: 按功能划分的镜片类型 .....	13
图 24: 2018-2024H1 研发投入持续增加 (亿元) .....	13
图 25: 康耐特研发费用率高于友商 .....	13
图 26: 不同折射率收入占比 .....	13
图 27: 康耐特 C2M 业务模式 .....	14
图 28: 五大供应商概览 .....	15
图 29: 向供应商采购情况 (亿元) .....	15
图 30: 康耐特定制镜片生产流程 .....	16
图 31: 截至 2021 年五大客户概览 .....	17
图 32: 来自五大客户收入占比 .....	17
图 33: 不同渠道收入占比 .....	17
图 34: ODM 和自由品牌收入占比 .....	17
图 35: AI/AR/VR/XR 产品特征对比 .....	18
图 36: 主流 AR 眼镜产品一览 .....	18
图 37: 2024 深圳国际眼镜业博览会上康耐特 XR 产品 .....	19
表 1: 股权激励对象 .....	5
表 2: 近视防控相关文件 .....	12
表 3: 近期推动体育事业繁荣的相关会议及文件 .....	12
表 4: 标准化镜片与定制化镜片对比 .....	14
表 5: 四大生产基地情况 .....	16
表 6: 盈利预测与收入 (百万元) 拆分表 .....	20
表 7: 可比公司 PE .....	20

## 1. 引领全球树脂镜片市场，积极拓展 XR 行业

### 1.1. 光学镜片专家，定制化、多元化发展

树脂镜片龙头，定制化能力强，产品远销全球。康耐特光学是中国领先的树脂眼镜镜片制造商，具备全面及定制化服务能力，2020 年公司树脂镜片产量排名中国第一、收入排名全球第九，是全球十大市场参与者中唯一一家总部设于中国的公司；目前公司产品遍布全球，远销 80 个国家地区，包括但不限于中国、美国、日本、印度、澳大利亚、泰国、德国及巴西等地。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司发展历程分为如下几个阶段：

#### 1) 1996 年-2010 年：夯实基础，进军国际

1996 年康耐特光学（前身旗天科技）成立并开始从事标准化镜片生产及销售；2006 年江苏基地设立进一步扩大标准化镜片的生产和销售能力；2010 年旗天科技在深圳证券交易所上市，同年 Conant Lens 成立进军美洲市场，开启国际市场布局，逐步积累起宝贵的全球客户资源和技术设备。

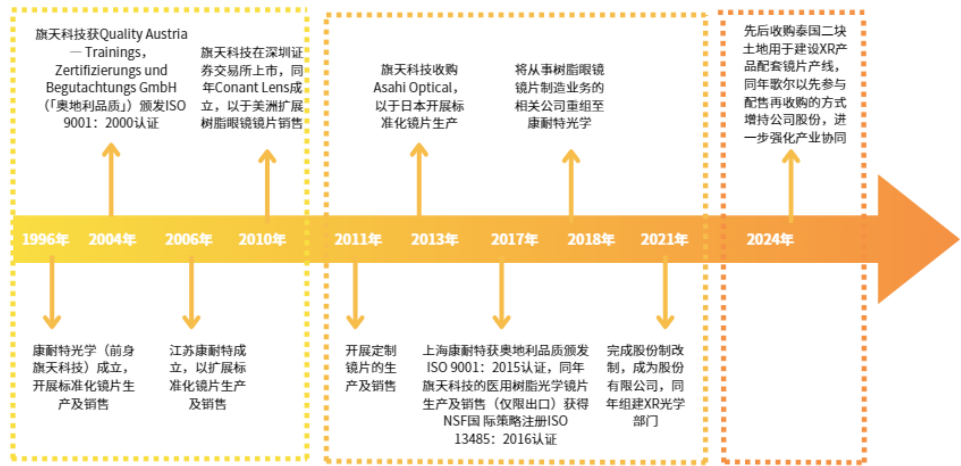
#### 2) 2011 年-2020 年：加码定制化、高折射率产品，重组业务提升能力

2011 年公司开展定制镜片的生产及销售，丰富产品线并提高产品差异化和附加值；2013 年收购 Asahi Optical 并于日本开展标准化生产；2017 年医用树脂光学镜片生产及销售（仅限出口）获得 NSF 认证；2018 年完成将从事树脂镜片制造业务相关公司重组至康耐特光学，优化内部结构提升运营效率。

#### 3) 2021 年至今：智能化与多元化发展

2021 年公司完成股份制改革，并于港交所成功挂牌上市，海外市场及国内业务齐头并进。公司积极强化智能眼镜布局，2024 年 12 月公告与美国多家头部企业在内的多个全球领先的科技和消费电子企业的多个研发项目进展顺利，并购入泰国土地用于建设 XR 产品配套镜片产线；此外歌尔以先参与配售再收购的方式增持公司股份，进一步强化产业协同。

图 2：公司发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构集中、激励充分，歌尔入局强化 XR 产业协同

实控人持股 44%，歌尔参与配售+收购后持股 20%。公司股权结构较为集中，实控人为创始人费铮翔先生，其具备镜片行业超过 27 年从业经验，目前直接持有公司 44.33%的股份。

2024 年底歌尔股份先以 15.9 港币参与配售公司 0.53 亿股，后协议收购公司 0.43 亿股，截至 2025 年 1 月 16 日香港歌尔泰克有限公司（歌尔股份全资子公司）持有公司 20.03%的股份，我们认为歌尔入股彰显智能眼镜产业链对公司的认可度，同时有望进一步强化 XR 产业协同。

图 3：截至 2025 年 2 月康耐特股权结构



资料来源：公司公告，Choice 金融终端，天风证券研究所

图 4：截至 2023 年底康耐特附属公司

被控公司	参控关系	参控比例(%)	直接持有权益比例(%)	注册地	注册资本(万元)	币种
Conant Lens Inc.	全资子公司	100.00	100.00	美国	20.00	美元
Conant Optics Mexico S.A de C.V.	全资子公司	100.00	100.00	墨西哥	250.00	美元
朝日镜片控股有限公司	全资子公司	100.00	100.00	中国香港	448.00	美元
江苏康耐特光学有限公司	全资子公司	100.00	100.00	中国	48,000.00	人民币
上海康耐特光学有限公司	全资子公司	100.00	100.00	中国	53,700.00	人民币
Asahi Lite Optical Co., Ltd.	孙公司	100.00		日本	10,000.00	日元
江苏蓝图眼镜有限公司	联营公司	49.00		中国	13,000.00	人民币
楯根三九株式会社	合营公司	33.00		日本		

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

股权激励绑定团队，彰显经营信心。2024 年 11 月 25 日公司发布股权激励计划，拟向公司四位执行董事、三位监事以及其他 148 名雇员授予总计 1193 万股限制性股份，占授予当期公司发行股本总数约 2.8%，授予价格为每股 4.58 港元；其中绩效指标条件为 2025/2026/2027 年公司应占净利润增长率不少于 21%/17%/15%，我们认为在当前消费环境下公司设置稳健的业绩增长目标，充分彰显其未来经营信心。

表 1：股权激励对象

姓名	职务	授予股份数量	职责
费铮翔	董事会主席兼总经理	42.6 万	费铮翔是控股股东兼集团创始人，于 2024 年 3 月重选为执行董事，2018 年 6 月起任公司总经理，负责制定发展策略及监督运营。他还担任江苏康耐特和江苏朝日的执行董事、康耐特眼镜董事会主席。费先生持有公司约 44.33%股份，在眼镜行业拥有逾 27 年经验，是旗天科技的创始人。
	执行董事兼副总经理	42.6 万	郑育红于 2024 年 3 月重选为执行董事，自 2019 年 1 月起担任公司副总经理，负责

郑育红			制定整体发展策略及监督集团上海运营。他还兼任上海康耐特总经理及康耐特眼镜总经理和董事，曾在 2008 年 4 月至 2019 年 11 月担任旗天科技董事，并在 2008 年 4 月至 2019 年 1 月期间任旗天科技副总经理。
夏国平	执行董事兼副总经理	42.6 万	夏国平于 2024 年 3 月 7 日重选为执行董事，自 2019 年 1 月任公司副总经理，负责制定发展策略及监督江苏运营。他曾于 2010 年 9 月至 2017 年 1 月任旗天科技董事，并在 2010 年 5 月至 2019 年 1 月担任副总经理，期间负责整体管理。
王传宝	执行董事	35.0 万	王传宝于 2024 年 3 月获委任为执行董事，2016 年 8 月加入本集团任研发中心副主任，负责生产工艺和技术研发。自 2023 年 4 月起他担任公司技术总监兼江苏康耐特光学有限公司副总经理，并为江苏省南通市启东市政协委员。此前他在在亚普汽车部件股份有限公司担任技术研发工程师。
徐敬明	监事会主席	30.0 万	徐敬明于 2024 年 3 月 7 日获委任为监事及监事会主席，负责监督董事会及高级管理层履职表现。徐先生自 2006 年 12 月加入本集团，历任制造部主管、采购部经理，并从 2019 年起任副总经理。他曾于 2014 年 1 月至 2017 年 1 月担任旗天科技董事，以及自 2019 年 1 月 1 日起担任上海康耐特副总经理，主要负责采购管理、人力资源管理及其他行政工作。
李艳	监事	7.5 万	李艳于 2024 年 3 月 7 日获委任为监事，负责监督董事会及高级管理层履职表现。她自 2006 年起加入本公司采购部，先后担任采购经理助理、副采购经理、高级副采购经理，并于 2021 年晋升为采购部门经理。
唐宝华	监事	3.2 万	唐宝华于 2024 年 3 月获委任为监事，负责监督董事会及高级管理层履职表现。自 2016 年 1 月起，唐先生在上海康耐特担任人力资源经理助理，主要协助人力资源部经理及管理行政工作。他还曾在 2014 年 12 月至 2017 年 5 月及 2018 年 3 月至 2019 年 11 月期间担任旗天科技监事。
其他雇员 (共 148 人)	无	989.2 万	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 产品结构优化，盈利能力稳步提升

**营收及利润增长稳健，24 年预计利润同增 30%+。**2018-2023 年公司营收从 8.5 亿增至 17.6 亿元 (CAGR 为 16%)，归母净利润从 0.8 亿元提升至 3.3 亿元 (CAGR 为 33%)，收入及业绩稳健上升。其中 2020 年营收及利润增幅放缓主要系全球公共卫生事件影响，2021 年后重拾高增，主要得益于：1) 公共卫生事件影响缓解；2) 美元兑人民币升值；3) 国际及国内业务有序拓展，高附加值产品销售稳定提升；4) 自动化生产线改造有效提升生产效率、降低生产成本。

2024 年公司预计归母净利润增长 30%+ 达到 4.3 亿元以上，主要系 1) 市场拓展取得良好效果，收入稳步增长；2) 镜片种类多元化，高附加值产品占比提高；3) 优化融资结构，降低融资成本，财务费用减少。

图 5：2018-2024H1 公司营业收入 (亿元，%)

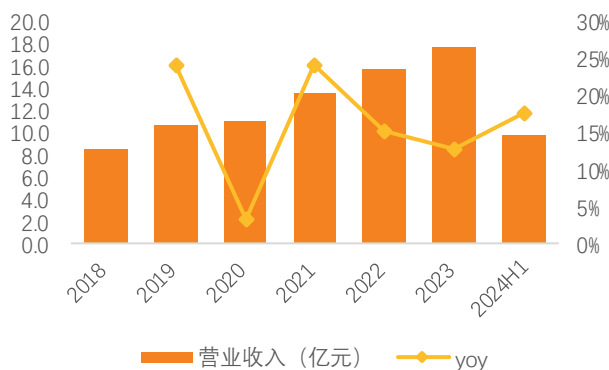
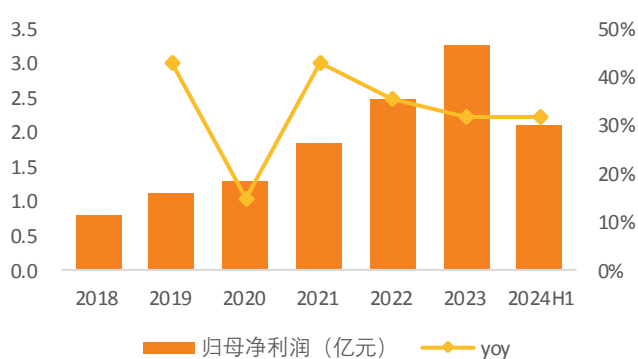


图 6：2018-2024H1 公司归母净利润 (亿元，%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

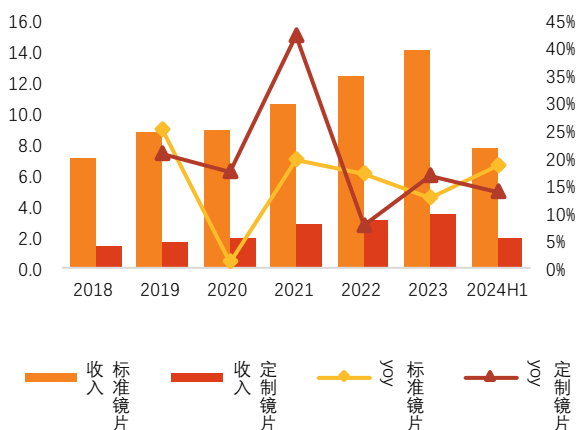
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 营收分产品：结构持续优化

1) **标准化镜片增长稳健，1.74 高折射率镜片占比提升。**2018-2023 年，公司标准化镜片收入从 7.0 亿元提升至 14.0 亿元 (CAGR 为 14.8%)，营收占比保持在 80% 以上。其中，1.74 高折射率镜片收入贡献逐年增加，2018-2020 年从 1.1 亿元上升至 1.6 亿元，占同期标准化镜片总收入从 16% 提升至 2021 前 5 个月的 20.4%。1.74 高折射率镜片能够满足消费者的轻薄需求，得益于较高的技术含量和附加值，其毛利率水平也显著高于普通标准镜片，有效拉动公司盈利能力提升。

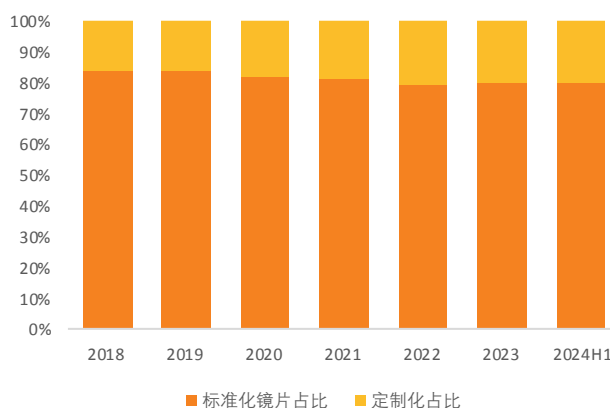
2) **定制镜片增长强劲，毛利率高达 60%。**2018-2023 年，公司定制化镜片收入从 1.4 亿元增长至 3.5 亿元 (CAGR 为 20.4%)，增速高于标准化镜片，收入占比从 16% 提升至 20%。2018-2024H1 定制镜片毛利率从 47% 提升至 60%，显著高于标准化镜片盈利水平 (24H1 毛利率为 34%)，主要系定制镜片 1) 基于客户需求量身定制，2) 2C 定价较为灵活。我们预计得益于公司 C2M 创新业务模式，可一站式满足各类用户终端需求，定制镜片收入及利润贡献有望进一步提升。

图 7：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片营收 (亿元) 及增长率



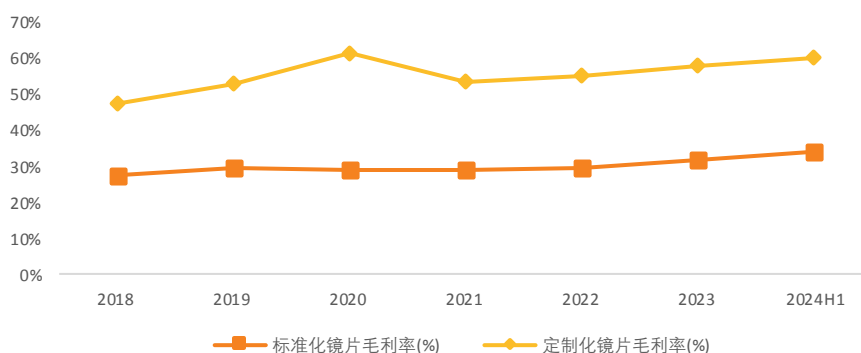
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2018-2024H1 标准化镜片及定制镜片毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

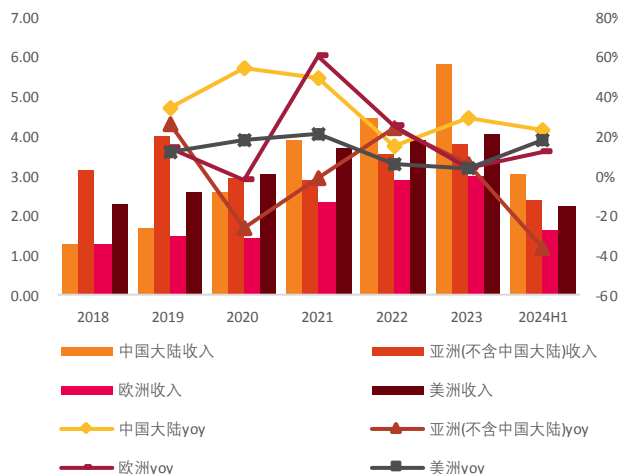
### 营收分地区：国内外市场双轮驱动

1) **国际市场方面**，公司销售范围包括但不限于美国、日本、印度、澳大利亚、泰国、德国及巴西等地，2018-2023 年外销收入从 7.3 亿元增长至 11.8 亿元 (CAGR 为 10%)，2023

年美洲/欧洲/亚洲（除中国）/大洋洲/非洲收入占比分别为 23%/17%/21%/4%/1%，公司通过多种策略巩固与多个国际客户的合作关系，显著提升市场份额和品牌影响力。

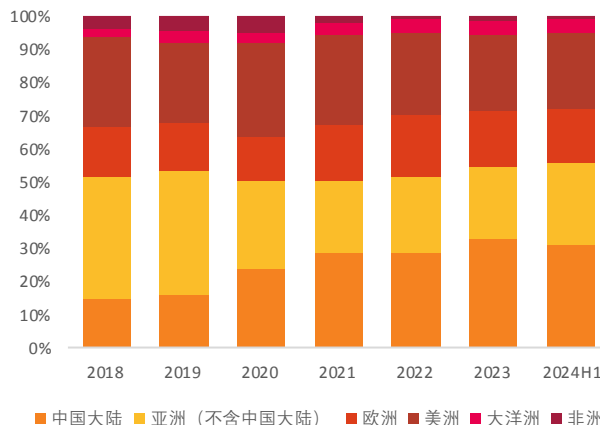
2) 国内市场方面，2018-2023 年内销收入从 1.3 亿元提升至 5.8 亿元（CAGR 为 36%），收入占比由 15%提升至 33%。公司持续向中国市场分配更多销售资源，线下积极参加业内展览、活动组织及客户拜访，合作眼科服务供应商及零售商以促进分销渠道建设，线上增加多平台推广和新销售渠道拓展，国内市场的品牌声誉持续提升。

图 10：2018-2024H1 主营业务分地区营收（亿元）及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2018-2024H1 主营业务地区营收占比

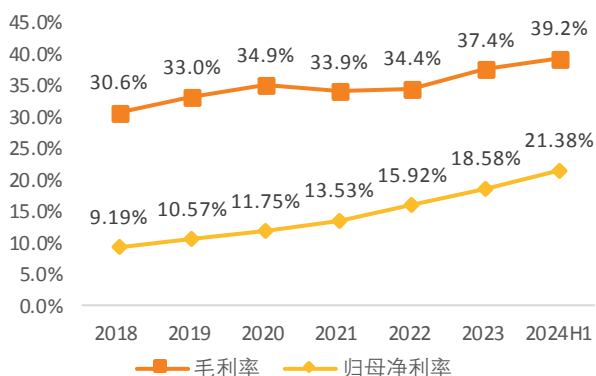


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**盈利能力提升明确。**2018-2024H1 公司综合毛利率由 30.6%提升至 39.2%，归母净利率从 9.2%提升至 21.4%，盈利能力持续优化，我们认为主要系 1) 产品结构持续优化，高折射率镜片、定制镜片占比持续提升；2) 优化资源分配，通过引入自动化设备降低生产成本；3) 公司财务状况大幅改善，资本负债率由 2020 年的 57%下降至 2023 年的 8.9%。

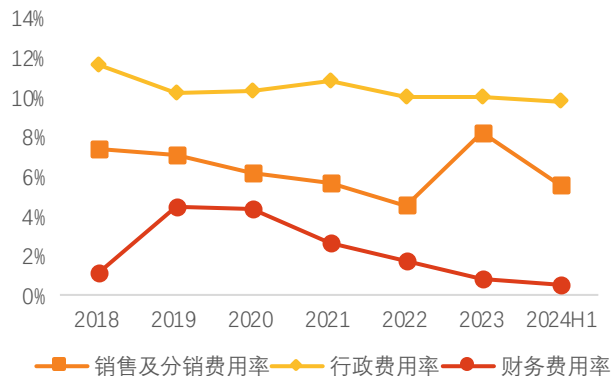
**费用表现来看，**1) 销售费用率由 2018 年的 7%下降至 2024H1 的 6%，销售费用在全球公共卫生事件期间有所下降，随后伴随业务拓展以及员工薪酬增加，销售费用持续平稳；2) 行政费用率由 2018 年的 12%下降至 2024H1 的 10%，公司持续投入研发，拥有较强的自主创新能力和核心竞争力；3) 财务费用率由 2018 年的 1.1%下降至 2024H1 的 0.5%，主要系银行贷款利息的下降以及公司资本结构的优化。

图 12：2018-2024H1 公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2018-2024H1 公司销售、行政、财务费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

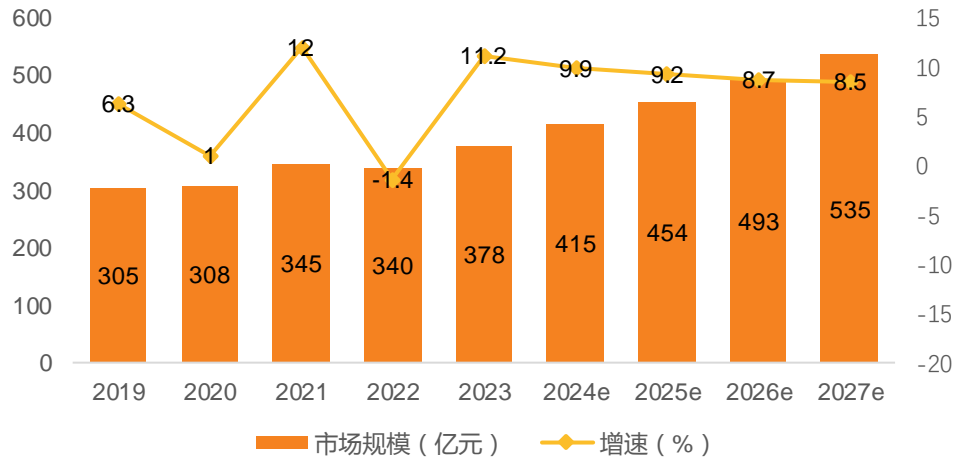
## 2. 镜片行业：需求日新月异，国牌顺势而为



## 2.1. 市场规模增长稳健，本土品牌发展提速

我国镜片行业增长具韧性，预计 23-27 年 CAGR 为 9.1%。根据艾瑞咨询，2023 年中国眼镜零售市场规模约 862 亿元，同增 10.9%，其中镜片行业市场零售额为 378 亿元，同增 11.2%，占比眼镜零售市场 43.9%，为视力矫正最主要的产品元素构成。2019-2023 年我国镜片行业 CAGR 约为 5.5%，高于眼镜行业增速（CAGR 为 1.8%），在全球公共卫生事件影响下依旧保持增长韧性。根据艾瑞咨询预计，未来伴随功能眼镜需求旺盛增长，预计 2027 年镜片行业市场规模达到 535 亿元，2023-2027 年 CAGR 约为 9.1%。

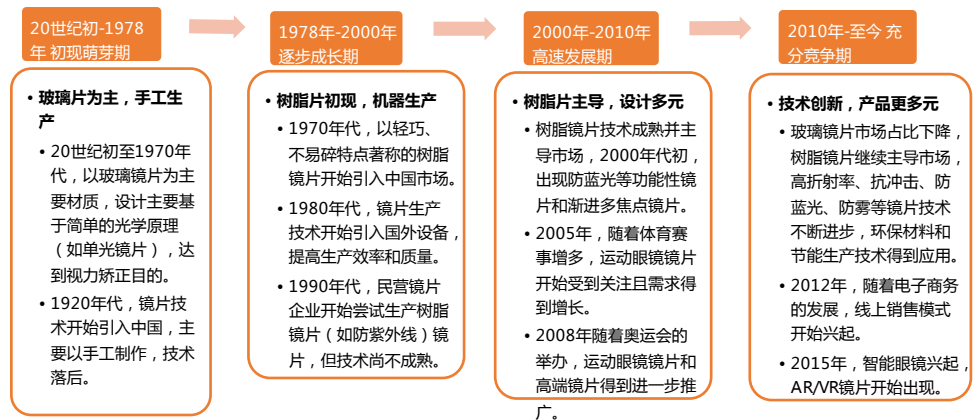
图 14：2019-2027e 年中国镜片行业零售市场规模



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

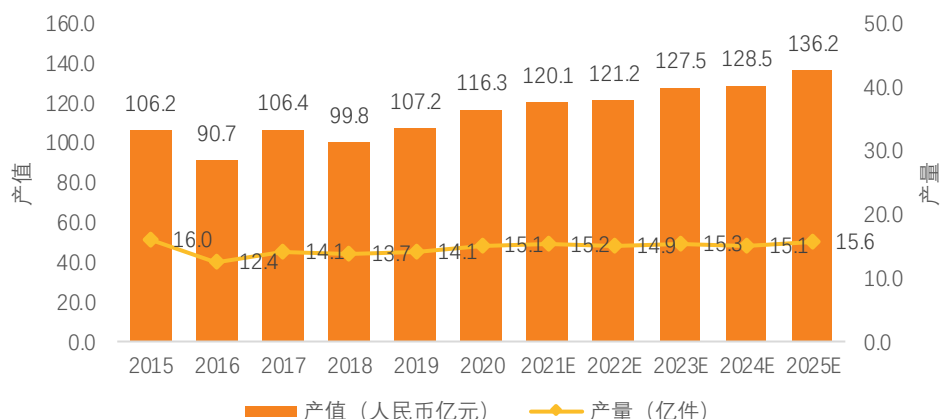
树脂为主导，我国为全球主要树脂镜片生产商。我国眼镜和镜片行业自 20 世纪初起步，经历了手工制作到机械化生产的转变。从原材料看，最初玻璃镜片为主要材质，1970 年代起轻巧、不易碎的树脂镜片逐渐进入中国市场，并逐渐主导镜片市场发展。我国生产的树脂镜片具备更高的产品性价比，约有 80% 出口至海外市场，因此我国树脂镜片品牌总产值及产量与国际贸易政策及全球市场需求高度相关。根据康耐特招股书，2015-2020 年我国树脂镜片产值 CAGR 为 1.8%，预计 2020-2025 年产值 CAGR 为 3.2%。

图 15：镜片原材料变化史



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

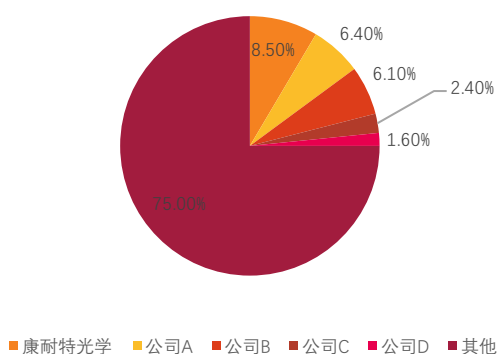
图 16：中国树脂镜片的产值及产量



资料来源：康耐特招股书，天风证券研究所

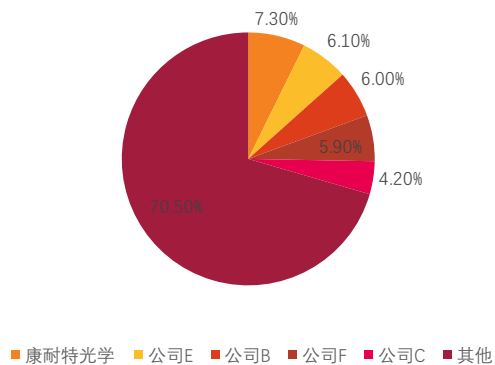
**行业格局分散，康耐特光学产值位列中国第一/全球第九。**2020 年中国约有 1600 家企业从事树脂眼镜镜片出口业务，其中约 65% 为中间商（包括贸易公司）、其余为制造商。许多国际品牌重视中国制造镜片的综合供应链及劳动力成本优势而在中国设厂，并将中国制造的镜片出口至其他海外国家。从产量/出口值看，2020 年我国树脂镜片制造行业 CR5 为 25%/29.5%，行业格局较为分散，其中康耐特光学以 8.5%/7.3% 的市场份额位列我国第一。放眼全球市场，按销售额统计，2020 年全球树脂镜片厂商 CR10 为 34.1%，头部参与者以日本、欧洲为主，康耐特光学以 0.4% 的市场份额位列第九名。

图 17：2020 年中国树脂镜片制造商产量



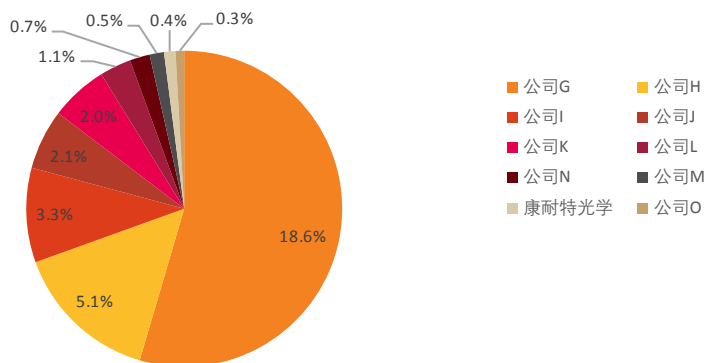
资料来源：康耐特招股书，天风证券研究所

图 18：2020 年中国树脂镜片制造商出口值



资料来源：康耐特招股书，天风证券研究所

图 19：2020 年全球镜片市场份额（按销售额统计）

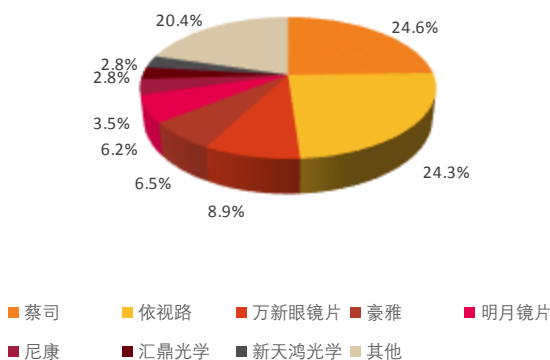


资料来源：康耐特招股书，天风证券研究所

我国镜片市场以国际品牌为主导，国产品牌加速替代。目前国内镜片市场中，以蔡司、依视路为代表的国际品牌凭借其技术优势以及品牌影响力仍然在高端价格带占据主要地位，而随着国内工业制造水平的不断提高以及国家扶持政策的不断推出，本土品牌凭借自身产品的性价比优势，开始逐步抢占国际领先品牌的市场份额。

根据艾瑞咨询（以销售额计），镜片市场集中度很高，蔡司和依视路依然强劲，但万新镜片和明月镜片两个中国品牌也不甘示弱，位居前五名。此外康耐特光学积极通过线上下渠道加大中国市场品牌拓展，我们预计后续国产品牌有望在中端价格带加速替代。

图 20：2022 年镜片市场份额（按销售额）



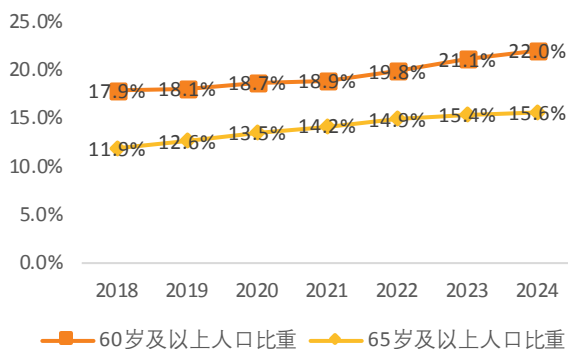
资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

## 2.2. 近视人群扩大、细分市场扩容，镜片行业有望量价齐升

配镜人群基数抬升、消费需求升级，镜片市场有望持续扩容。一方面，视力障碍及矫视需求增长提升配镜需求，根据康耐特招股书，2015-2020 年世界上患有屈光不正的总人数从 21 亿人增至 24 亿人，CAGR 为 2.4%，预计 2020-2025 年 CAGR 为 2.1%；我国伴随老龄化推进及青少年近视率高居不下（2022 年达到 51.9%），进一步催生渐进镜片、近视防控镜片等需求。

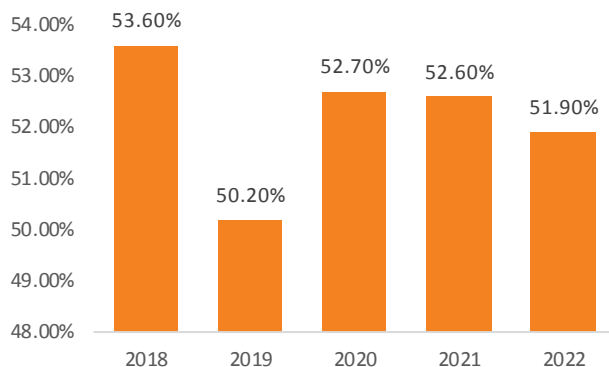
另一方面，在可支配收入日增的支持下，预期全国各地区市场的消费者购买力渐增，将带动全球市场对高端树脂镜片的需求，尤其是中国、印度及巴西等发展中国家预期对市场增长做出重要贡献；目前我国消费者对功能性镜片的需求有所提升。

图 21：我国人口老龄化趋势



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 22：我国青少年近视率



资料来源：国家疾控局，人民网，天风证券研究所

**政策加码、需求迭代，我国细分功能镜片赛道贡献强劲增长动能。** 1) **离焦眼镜**：近年来我国多次出台近视防控矫治、眼健康等相关政策，引发家长、学校对青少年儿童视力保护的关注与重视，离焦镜片市场认知度不断提升。2) **运动眼镜**：过往十年国家积极推广并鼓励户外运动，受此影响居民参与体育锻炼的比例持续提高，我们认为具备专业性的运动眼镜或提供更为舒适的运动体验，成为消费者的重要选择。3) **智能眼镜**：伴随 AI 功能的迭代及大模型的发展，智能眼镜有望成为 AI 技术的进阶硬件载体，兼具轻量、舒适和智能化的 AI 智能交互眼镜正逐步赢得消费者青睐。

表 2：近视防控相关文件

时间	会议或文件	主要内容
2023 年 7 月	《防控儿童青少年近视核心知识十条》	倡导和推动家庭及全社会重视儿童青少年近视防控工作，做到早预防、早发现、早干预
2021 年 10 月	《学前、小学、中学等不同学段近视防控指引》	贯彻落实习近平总书记关于儿童青少年近视防控工作系列重要指示批示精神，深化宣传教育，进一步明确不同学段儿童青少年近视防控要点，着力提高儿童青少年用眼行为改进率和近视防控知识知晓率
2021 年 10 月	《儿童青少年近视防控适宜技术指南（更新版）》	传达新形势下儿童青少年近视防控的新知识、新技术和新要求
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	防控儿童青少年近视需要政府、学校、医疗卫生机构、家庭、学生等各方面共同努力，需要全社会行动起来，共同呵护好孩子的眼睛。

资料来源：教育部，卫健委等，天风证券研究所

表 3：近期推动体育事业繁荣的相关会议及文件

时间	会议或文件	主要内容
2025 年 1 月	2024 年全国体育标准化技术委员会年会暨工作会	继续加强标准制修订、宣贯推广、标准实施应用及国际化合作等方面的工作，进一步推动体育标准化事业的高质量发展。
2025 年 1 月	2025 年全国体育政策法规规划工作会议	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，围绕体育事业中心任务，服务体育强国建设目标，深入学习贯彻习近平总书记重要讲话精神，推动体育理论研究，狠抓体育强国建设督促落实，组织实施体育规划编制，健全体育政策法规体系，聚焦难点堵点深化体育改革，充分发挥体育政策法规规划引领、规范、保障作用。
2024 年 9 月	关于开展 2024 年群众“三大球”精品赛事案例推荐工作的公告	进一步服务“三大球”振兴，推动群众“三大球”赛事繁荣发展
2024 年 5 月	体育总局 2024 年第二期体育系统政策解读培训	开展马拉松、越野跑等群众性体育赛事整顿规范工作，推动群众性体育赛事高质量发展
2024 年 2 月	2024 年《群众体育工作要点》	积极服务和融入国家新发展格局，把全民健身与经济社会发展进行系统设计和推进，以部门联动解决全民健身发展动力问题，以区域协调解决发展不平衡问题，以合作共享解决发展不充分问题。

资料来源：国家体育总局，天风证券研究所

### 3. 康耐特光学：产品渠道丰富，定制化车房生产优势领先

#### 3.1. 产品体系丰富，向高折化、定制化发展

**产品线齐全、功能多样，研发创新实力领先。**公司拥有齐全的产品网络，有能力通过提供标准化及定制化镜片，提供不同折射率、镜片设计及功能齐全的树脂镜片产品组合。目前公司主要产品覆盖 1.499-1.74 折射率，产品范畴涵盖平光镜片、单光镜片、多焦点镜片及渐进镜片等，通过镜片染色、镀膜可实现偏光、光致变色、防蓝光、防刮、抗反光及防污等功能。

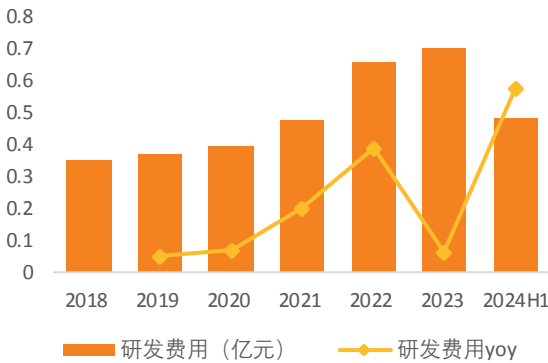
公司持续通过技术研发团队开发新产品和不断升级、完善产品工艺及技术来满足客户多元化需求，2018-2023 年研发成本从 0.35 亿元增至 0.70 亿元，研发费用率由 2018 年的 4.1% 上升至 2024H1 的 5.0%，研发投入力度高于竞争对手。

图 23：按功能划分的镜片类型



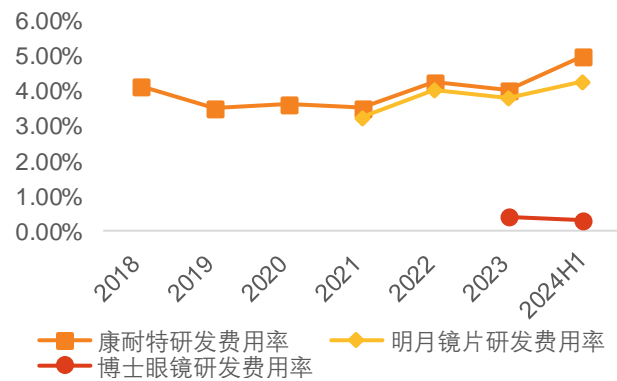
资料来源：康耐特微信小程序，天风证券研究所

图 24：2018-2024H1 研发投入持续增加（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

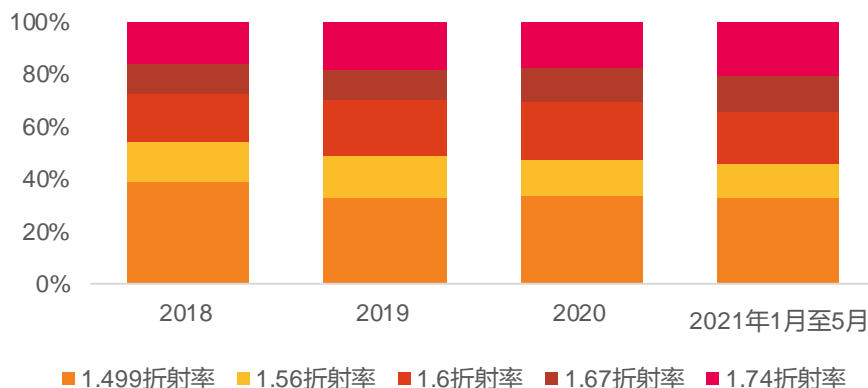
图 25：康耐特研发费用率高于友商



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

**产品结构高折化。**在相同矫正视力能力下，通常折射率越高、镜片越轻薄，伴随用眼问题凸显以及居民消费能力提升，未来消费者或更偏好高折射率的镜片。公司是少数几家能够提供 1.74 折射率树脂镜片的制造商之一，在高折射率镜片领域具有领先的技术和生产能力，2018-2020 年高折镜片（1.67、1.74）收入整体呈提升态势。

图 26：不同折射率收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**创新 C2M 模式一站满足定制镜片需求。**公司业务模式包括标准化镜片及定制化镜片的生产和销售，其中标准化镜片通常提供产品清单供客户选择，而定制镜片则包含量身定制的个人化参数，其单价及盈利能力均更高。公司通过 C2M(Customer to Manufacturer)模式进行定制化镜片生产，通过互联网解决从订单录入、生产、产品到店的全过程，零售店客户把验光数据和镜架信息传输到公司远程验光仪上，公司将第一时间下载订单和数据，系统自动安排订单加工，同时把订单和镜架数据进行匹配；C2M 模式能够提升客户下单以及眼镜交付效率，促进公司与前线终端用户建立直接联系，进一步提高康耐特的品牌知名度。

表 4: 标准化镜片与定制化镜片对比

对比维度	标准化镜片	定制化镜片
性质及功能	镜片将根据各种一般参数（如尺寸、形状、弯曲度及现有产品清单内的矫正视力能力范围）制造。	镜片将根据客户要求（可能并不载列于现有产品清单）制造。 个性化参数包括： 1. 组合矫正视力缺陷（如老花+近视+散光），此组合未列于标准化清单； 2. 矫正视力能力超出标准化范围； 3. 客户特殊要求（如切割镜边厚度、调整弯曲度）。
毛坯特性	镜片毛坯：有提供。 标准化镜片毛坯较薄，用于生产定制镜片。 镜片毛坯原始，不具特定矫正视力能力，仅通过简单加工（如切割）用于组装。	未提供标准化镜片毛坯，客户可加工毛坯以符合终端用户具体参数。
原材料	使用化学混合物（单体、硬化树脂的化学物及其他相关化学物按特点比例混合形成的混合物）加工成标准化镜片。	需从其他供应商购买特定镜片毛坯（如折射率 1.59），或客户要求特殊毛坯。
制造技术	无需定制镜片的精细加工步骤。	涉及精细加工步骤（如夹阻、成形、填充、雕刻及去除保护膜）。
进一步加工需求	取决于客户选择的标准化镜片类型： 镜片毛坯需用于生产定制镜片时，涉及精细加工。 标准化镜片可简单加工（如切割）后组装，部分需客户自行覆膜。 客户无法自行加工	需简单加工（如切割+组装镜架），客户无法自行加工以符合终端用户需求。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27: 康耐特 C2M 业务模式



资料来源：上海康耐特光学公众号，天风证券研究所

### 3.2. 供应链：原材料供应稳定，定制化车房生产，产能全球布局

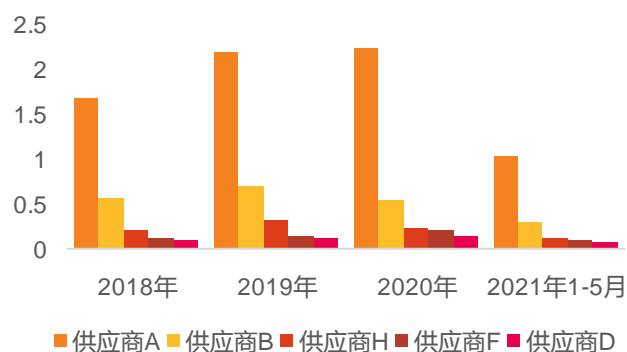
**合作头部供应商提供原材料保障。**公司主要原材料为树脂单体、辅助材料等，其中头部原材料供应商为全球树脂单体最主要的供应商，2020年占据了中国1.74单体材料99.9%的市场份额。2010年起公司与主要供应商建立起长期稳定的合作关系，2011年签订了具有法律约束力的框架供应协议，该协议使得公司可以专注于产品的研发和制造而不必担心原料短缺问题，2018年框架协议涵盖1.74单体，稳定的原材料供应保障公司产品组合日益丰富。

图 28：五大供应商概览

供应商	提供给本集团的产品/服务类型
供应商A	用于生产眼镜镜片的原材料，主要为树脂单体及组合前后镜片模具所需的胶带。
供应商B	用于生产眼镜镜片的原材料，主要为树脂单体。
供应商H	眼镜镜片的包装材料。
供应商F	用于生产眼镜镜片的原材料，主要为树脂单体。
供应商D	用于生产眼镜镜片的原材料，主要为树脂单体。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：向供应商采购情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**具备定制化车房生产能力。**公司自动化车房始建于2007年，采用国际先进的（德国、意大利等）进口全自动设备，配合德国和西班牙技术，实现了镜片定制化的智能生产，对镜片加工精度和交付速度都有了大幅提高。目前康耐特自动化车房的产能及规模在国际处于前列，车房日生产能力达到20000片、成镜10000副，为定制镜片业务发展提供更精准、更高效、更全面的保障。

图 30：康耐特定制镜片生产流程



资料来源：上海康耐特光学公众号，天风证券研究所

**全球布局四大基地，产能规模及自动化产线有序扩充。**目前公司全球布局四大生产基地(中国的上海生产基地、江苏生产基地；日本的靖江生产基地；拟建设泰国生产基地)，能够按客户要求生产不同规格的树脂镜片。其中**上海基地**主要生产 1.60、1.67 折射率的标准化镜片及定制镜片，**江苏基地**主要生产 1.499、1.56 及 1.74 折射率的标准化镜片及镜片模具，**日本基地**主要生产 1.67、1.74 折射率的标准化镜片。

过去几年间公司持续有序开展产能提升和自动化建设项目，如增加自动浇料机、自动合模机等自动化设备，有效提升生产效率；此外持续拓展高端生产能力，提升定制化加工中心、高折镜片、旋涂变色镜片等产能，新增 PC 镜片等产线，助力产品结构优化升级。截至 2023 年末阶段性投资计划基本完成，上海+江苏+日本三大基地年生产总量达 1.8 亿件，同比增长 9.3%，2024H1 生产总量达 1 亿件，同比增长 21.4%。

**泰国基地预计防范关税风险、强化 XR 布局。**2024 年 7 月公司公告拟以 1.96 亿泰铢（约人民币 3900 万元）购入泰国某科技园区内的土地 3.5 万平米，主要用于建造高端折射率树脂镜片和半成品模块的自动化生产线，并配套仓库、物流及销售等各环节；2024 年 12 月公司公告拟以 2.4 亿泰铢（约人民币 4800 万元）收购泰国第二块土地，主要用于建设 XR 产品配套镜片产线。我们预计泰国基地一方面可有效规避关税风险、加强国际客户合作粘性，另一方面为标准机定制化镜片和 XR 镜片的后续发展提供产能基础，增长空间可期。

表 5：四大生产基地情况

名称	主要用途	镜片类型	2020 年产量 (亿件)	2020 年使用率 (%)
上海生产基地	标准化镜片 (折射率 1.60 及 1.67)	标准化镜片	0.17	85.5%
		定制化镜片	0.04	85.2%
江苏生产基地	标准化镜片 (折射率 1.499、1.56、1.74) 镜片模具生产	标准化镜片	1.07	90.3%
		-	-	-
靖江生产基地	标准化镜片 (折射率 1.67 及 1.74)	标准化镜片	0.02	87.5%
泰国生产基地	一期主要用于建造高端折射率树脂镜片和半成品模块的自动化生产线，并配套仓库、物流及销售等各环节	-	-	-
	二期主要用于建设 XR 产品配套镜片产线	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 3.3. 客户渠道布局深入

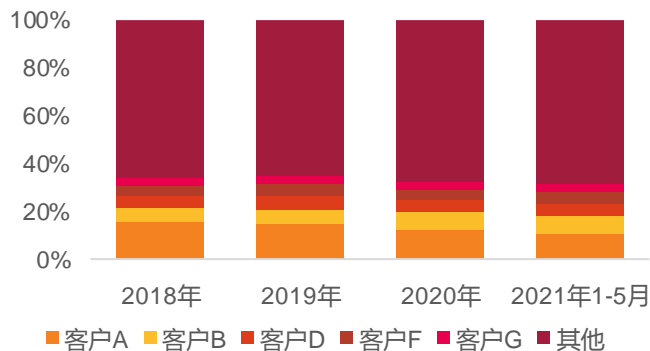
**主要客户合作关系稳定。**公司已在多个国家建立起成熟的客户体系，与主要客户形成长期稳定的合作关系主要得益于 1) 公司行业经验及技术专长，2) 能够及时提供质量稳定且优异的产品，3) 在产品开发、采购、质量控制及物流管理方面的能力。2018-2023 年前五大客户收入占比维持在 30%左右，呈现持续下降趋势，有助于公司分散单一客户风险。

图 31：截至 2021 年五大客户概况

排名	客户	主要业务活动	客户类型	主要产品类型
1	客户A	医疗产品供应商，专注医疗保健和资讯科技领域	眼镜品牌拥有人	标准化树脂眼镜镜片
2	客户B	一家美国公司旗下的中国眼镜制造商。	眼镜品牌拥有人	标准化树脂眼镜镜片
3	客户D	亚洲验光光学镜片制造商，也为各大国际品牌官方授权的分销商。	眼镜品牌拥有人	标准化树脂眼镜镜片
4	客户F	美国公司，为一家验光眼镜及太阳眼镜的线上零售商	眼镜品牌拥有人	定制树脂眼镜镜片
5	客户G	位于美国的光学零售商	零售商	定制树脂眼镜镜片

资料来源：公司公告，天风证券研究所

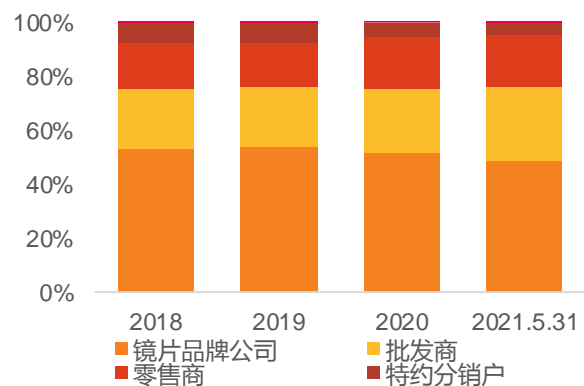
图 32：来自五大客户收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

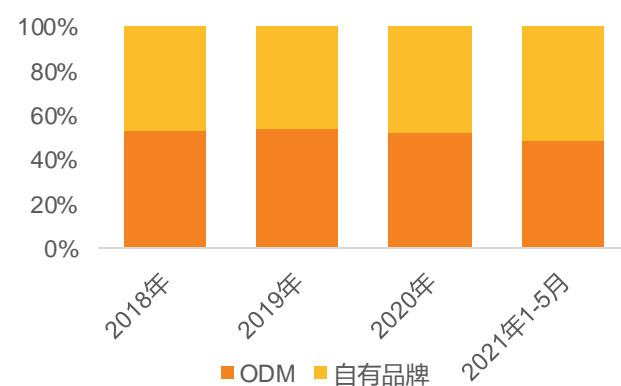
**积极拓展国内市场渠道，自主品牌发展提速。**公司逐步与中国的眼镜店及眼科诊所等零售商建立起业务关系，有助于缩短触达终端用户的路径，从而提升主要产品的毛利率，同时提升公司品牌建设能力，2018 年至 2021 年前五个月，公司零售商收入占比由 17.1% 上升至 19.5%，自有品牌收入占比由 47.5% 上升至 51.8%。此外，为提升国内市场竞争力，公司积极开展国内营销和分销渠道的探索：在线上通过自媒体如抖音、小红书等推广产品和品牌，通过主流网商平台销售差异化、个性化产品，通过知名搜索引擎打造广告宣传效应；在线下积极参与国内外各类展销会、学术会议，与客户供应商交流，和医院合作成立视光中心，打造医疗服务概念，并通过强化公司国内营销团队来覆盖和渗透国内各省市终端渠道。

图 33：不同渠道收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：ODM 和自由品牌收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4. 进军 XR 赛道，联合歌尔开启智能眼镜新篇章

**智能眼镜有望成为 AI+AR 应用落地的最佳硬件载体。**伴随全球 AI 大模型发展提速，持续引领 AI 产业化进程，根据 Wellsenn XR 《AI 智能眼镜白皮书》，眼镜是最靠近人体三大重要感官(嘴巴、眼睛和耳朵)穿戴设备，智能眼镜有望成为 AI+AR 应用落地最佳硬件载体。

图 35：AI/AR/VR/XR 产品特征对比

产品形态	主要功能	交互方式	硬件需求	市场定位	主要应用场景
<p>AI智能交互眼镜</p> <p>眼镜/墨镜/运动镜造型</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>语音交互</li> <li>信息提示</li> <li>辅助现实</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>语音</li> <li>触控</li> <li>手势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>轻量化</li> <li>便携性</li> <li>低功耗</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消费级</li> <li>企业级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>运动</li> <li>户外</li> <li>日常生活</li> <li>学习/办公</li> </ul>
<p>AR设备</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>分体式AR眼镜</li> <li>一体式AR眼镜</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>增强现实</li> <li>虚拟信息叠加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>视觉</li> <li>触控</li> <li>手势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>透明显示屏</li> <li>高亮度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消费级</li> <li>企业级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工业制造</li> <li>智慧零售</li> <li>社交</li> <li>广告</li> </ul>
<p>VR设备</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>VR一体机</li> <li>主机/PC VR</li> <li>手机盒子</li> </ul>	<p>完全沉浸式虚拟体验</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>手柄</li> <li>触控</li> <li>视觉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高性能处理器</li> <li>高分辨率显示屏</li> </ul>	<p>主要消费级</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>游戏</li> <li>影视</li> <li>教育</li> <li>旅游</li> </ul>
<p>XR设备</p> <p>XR头盔</p>	<p>扩展现实，结合AR和VR特性</p>	<p>多种交互方式，包括AR和VR</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高性能处理器</li> <li>多种传感器</li> </ul>	<p>企业级，专业应用</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设计</li> <li>建筑</li> <li>工业制造</li> <li>展览</li> </ul>

资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

**海外单品快速增长，国内百花齐放。**目前智能眼镜发展仍处于探索期，2023年9月Meta第二代智能眼镜Ray-Ban Meta发售，其销售数据超大众预期，全球现象级单品快速增长进一步验证智能眼镜落地可能性。我国AI智能眼镜呈现百花齐放态势，市场主要参与者包括创新型科技公司（Rokid/雷鸟/XREAL/影目）、互联网及电子大厂（字节/百度/华为/小米/VIVO）及传统眼镜厂商（博士眼镜），2025年新品蓄势待发，我们预计产业趋势蓬勃向上。根据Wellsenn XR预测，2025年起AI智能眼镜将在传统眼镜销量保持稳定增长的大背景下快速向传统眼镜渗透。

**定制光学配件为智能眼镜落地至关重要的一环。**目前市面主流的显示设备近视解决方案为磁吸/插入式镜片，镜片生产与传统近视镜片无异，然而一定程度会增加设备重量；而带屈光度矫正度数的AR/VR光学元件，或可有效降低产品重量、提升用户体验，同时对镜片制造商提出产品精度、生产能力、生产工艺等的多维度要求。

图 36：主流 AR 眼镜产品一览

名称	价格	重量	图片	近视镜片
XREAL air2 ultra	5599元	83g		自带近视插片框架，用户可以将这个框架带到眼镜店，根据自己的度数定制近视插片
雷鸟air2	2599元	76g		近视镜片是通过磁吸贴附的方式稳固在镜片上
Rokid Glasses	2499元	49g		为近视用户提供了定制化的近视镜片解决方案，采用卡扣安装的方式，方便用户拆装

资料来源：各品牌天猫旗舰店，京东旗舰店，Rokid官网，93913虚拟现实网公众号，天风证券研究所

**康耐特较早成立 XR 研发服务中心，主流客户合作进展顺利。**

2024年9月，公司公告已与跨国消费电子企业签署产品供应框架协议，拟开展长期合作，且对方已向公司下达正式订单，公司将为其提供具有个性化的定制化镜片应用于产品；此外，为更好应对未来XR业务发展（包括VR/MR/AR），公司已经成立XR研发服务中心，分别从技术端和市场端为潜在精密光学业务提供支撑和服务。

2024年12月，公司公告宣布与包括美国多家头部企业在内的多个全球领先的科技和消费电子企业的多个研发项目进展顺利，根据已签署的采购订单，已陆续收到包括研发费用和小试订单在内的款项；在未来XR产品的设计路径方面，不同客户的不同需求正在被一步一步验证，并进行批量化生产，包括但不限于原料物性、模具的再研发、成品精度要求、膜层配方和性能，特殊功能产品定制，以适用于未来的不同应用和消费场景。

此外，公司拟以2.4亿泰铢（约人民币4800万元）在泰国科技园区收购土地，用于建造自动化生产线，以供XR产品配套镜片的生产和加工。

**歌尔入局重磅背书，XR 业务发展有望提速。**2024年底歌尔以先参与配售再收购的方式

增持公司股份，目前持股公司约 20%。歌尔股份作为全球领先的声学、光学和精密制造企业，在 XR 设备的研发和生产方面拥有丰富的经验和先进技术，此次配股及增持不仅为公司 XR 业务发展提供了资金支持，还为其带来了技术和资源上的协同效应，帮助公司更快进军 XR 市场、扩大市场份额。

康耐特作为具备定制化车房生产能力的树脂镜片龙头厂商，其具备研发及生产 XR 镜片的产业基础，此外采购订单稳步推进、歌尔巨头入股等均彰显产业链对其研发实力的认可。我们认为公司产业先发优势显著，研发成果显著，有望享受智能眼镜快速成长红利，有望打开业绩及估值成长空间。

图 37：2024 深圳国际眼镜业博览会上康耐特 XR 产品



资料来源：上海康耐特光学公众号，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资评级

收入方面，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.70/24.02/27.68 亿元，收入增速分别为 17.62%/16.08%/15.23%，毛利率分别为 37.8%/38.4%/38.9%，分区域来看：

1) 国内：公司积极探索国内营销和分销渠道来提升国内市场竞争力，线上通过自媒体加大品牌推广，线下合作医院等成立视光合作中心提升品牌专业度，并强化国内营销团队实现各省市终端渠道的覆盖，我们预计 2024-2026 年公司国内收入分别同增 23%/22%/21% 至 7.1/8.6/10.4 亿元。

2) 海外：公司通过覆盖全球的零售终端客户，及时了解市场和消费者所需，并持续通过新品迭代满足客户多元需求；此外 XR 方面已与多个全球领先的科技和消费电子企业开展多个研发项目，未来增长空间可期。我们预计 2024-2026 年公司海外收入分别同增 15%/13%/12% 至 13.6/15.4/17.2 亿元。

利润方面，伴随公司镜片种类多元化、高附加值产品占比逐渐提高，毛利率有望持续提升；此外，公司自动化产线建设卓有成效，生产效率持续提高，伴随融资结构和规模优化，财务费用有望进一步下降。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.3/5.4/6.6 亿元，分别同比+32%/+25%/+23%，对应 PE 分别为 30/24/20X。

表 6：盈利预测与收入（百万元）拆分表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1561.3	1759.6	2069.6	2402.4	2768.3
yoy	15.13%	12.70%	17.62%	16.08%	15.23%
毛利率	34.40%	37.40%	37.8%	38.4%	38.9%
其中：国内	447.2	575.4	707.7	863.4	1044.7
yoy	14.88%	28.66%	23.00%	22.00%	21.00%
其中：海外	1114.2	1184.3	1361.9	1539.0	1723.7
yoy	15.24%	6.30%	15.00%	13.00%	12.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们采用相对估值法，选取眼镜行业龙头企业明月镜片、博士眼镜及光学领域龙头永新光学、舜宇光学科技作为可比公司，2025 年可比公司对应 PE 为 45X。考虑公司主业经营稳健，定制化生产能力行业领先，布局 XR 业务增量空间广阔，给予 25 年 40-45XPE，以汇率 0.93 计算（2025 年 2 月 20 日），公司对应目标价 48-54 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司 PE

代码	公司	收盘价（元/港元）	PE		
			2024E	2025E	2026E
301101.SZ	明月镜片	56	63	54	47
300622.SZ	博士眼镜	56	71	61	53
603297.SH	永新光学	107	50	35	27
2382.HK	舜宇光学科技	92	36	28	27
	平均		55	45	38

资料来源：wind，天风证券研究所；注：数据截止至 2025/02/21，PE 选取 wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、国内外宏观环境波动风险。**镜片行业需求与宏观环境走势、经济水平发展、居民收入水平等高度相关，若宏观环境波动，或对功能性镜片需求、换镜周期等产生影响。
- 2、国内渠道拓展不及预期风险。**公司积极拓展国内线上下渠道，进一步提升国内市场品牌影响力，若国内市场及渠道拓展不及预期，或对公司收入及利润增长产生影响。
- 3、原材料价格波动风险。**镜片主要原材料为树脂单体，公司以对外采购为主，若主要供应商的树脂单体供应出现变化、价格出现波动，或对公司盈利产生影响。
- 4、XR 进展不及预期风险。**XR 业务打开公司后续增长空间，目前公司积极前置布局，若项目进展滞后延期或合作客户出现变化，或影响公司后续增长动力。
- 5、估值体系差异风险。**选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

### 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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com