



光学+特种玻璃双轮驱动，熔炼与成型工艺精湛

——戈碧迦（835438.BJ）公司首次覆盖

2025年03月16日

- 戈碧迦：光学+特种双轮驱动，费用管控卓有成效。**公司是国内光学与特种玻璃制造核心民企，产品涵盖广泛应用于安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯等领域，2024年3月北交所上市。2023年毛利率较高的特种玻璃内部份额迅速扩张，带动营业收入同比增速创历史新高的同时，支撑整体盈利能力回升。2024年4月公司与重庆鑫景的订单履行完毕，短期业绩承压，近年来公司费用管控良好，期间费用率大幅下降。
- 光学玻璃技术与资本密集构筑护城河，特种玻璃国内自主产品稀缺。**光学玻璃具备透明度高、物理与化学性质均匀性强、光学常数精确等特点。据观研天下数据，2023年智能手机是光学玻璃的最大下游，光学玻璃的生产环节呈现技术与资本密集特征。全球光学玻璃行业由外资主导，据简乐尚博、尚普咨询数据，2023年国内光学玻璃市场规模约37.6亿/+4.4%，未来下游行业对高亮度、高对比度、高像素、微型化光电产品的需求升级势在必行。特种玻璃属于典型的多品种、小批量产品。国内对特种玻璃“组成—结构—性能”的规律认知不足，产品研制仍以跟踪为主，未来将向大尺寸、功能集成化等方向发展。
- 公司熔炼与成型工艺精湛，产能持续扩张。**公司不断突破例如玻璃配方与制备、窑炉设计与制造等技术瓶颈，熔炼工艺上公司自行设计直接加热铂金系统，成型工艺上公司自主研发漏料成型、拍压成型、压延成型、大尺寸成型等方式。公司北交所上市募投项目“特种高清成像光学玻璃材料扩产项目”将在现有厂区内扩建6条特种玻璃产线，总投资2.18亿，项目实施完毕后每年将新增1,632吨的特种玻璃产能，预计每年贡献净利润约3,700万、税后IRR超15%。
- 投资建议：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.71/0.87/1.1亿，对应EPS分别为0.5/0.62/0.78元。给予公司2025年45-50倍PE，公司每股合理估值区间为27.9-31元，首次覆盖，给予戈碧迦“推荐”评级。
- 风险提示：**国内宏观经济波动的风险；上游石英砂等原材料价格波动的风险；下游安防监控等领域需求修复缓慢的风险；产能扩张不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	808.34	566.49	736.12	926.89
收入增速（%）	88.26	-29.92	29.94	25.92
归母净利润（百万元）	104.21	70.99	86.95	109.89
利润增速（%）	127.37	-31.88	22.48	26.38
毛利率（%）	29.82	28.53	27.83	28.19
摊薄EPS（元）	0.74	0.50	0.62	0.78
PE	30.77	45.17	36.88	29.18
PB	4.71	3.40	3.11	2.81
PS	3.97	5.66	4.36	3.46

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

戈碧迦（835438.BJ）

推荐 首次评级

分析师

洪烨

☎：0755-8347-9312

✉：hongye_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060002

范想想

☎：010-8092-7663

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

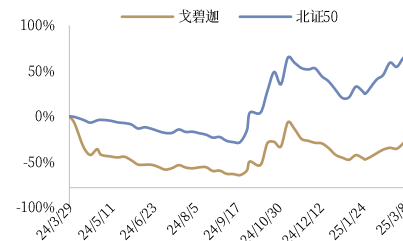
市场数据

2025-03-14

股票代码	835438.BJ
A股收盘价（元）	22.70
上证指数	3,419.56
总股本（万股）	14,125
实际流通A股（万股）	7,943
流通A股市值（亿元）	18

相对北证50表现图

2025-03-14



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 戈碧迦：光学+特种双轮驱动，费用管控卓有成效	3
(一) 玻璃领域十五年如一日，光学+特种双轮驱动	3
(二) 特种玻璃逐步起量，费用管控卓有成效	4
(三) 民营企业股权结构相对分散，股权激励绑定高管及核心技术人员利益	5
二、 光学玻璃技术与资本密集构筑护城河，特种玻璃国内自主产品稀缺	6
(一) 光学玻璃产业链分工细致，技术与资本密集构筑护城河	6
(二) 特种玻璃应用领域分散，国内自主产品稀缺	7
三、 公司熔炼与成型工艺精湛，产能持续扩张	10
(一) 技术瓶颈不断突破，熔炼与成型工艺精湛	10
(二) 产线通用性强，特种玻璃产能持续扩张	11
四、 盈利预测、估值分析与投资建议	13
(一) 盈利预测	13
(二) 估值分析与投资建议	13
五、 风险提示	15

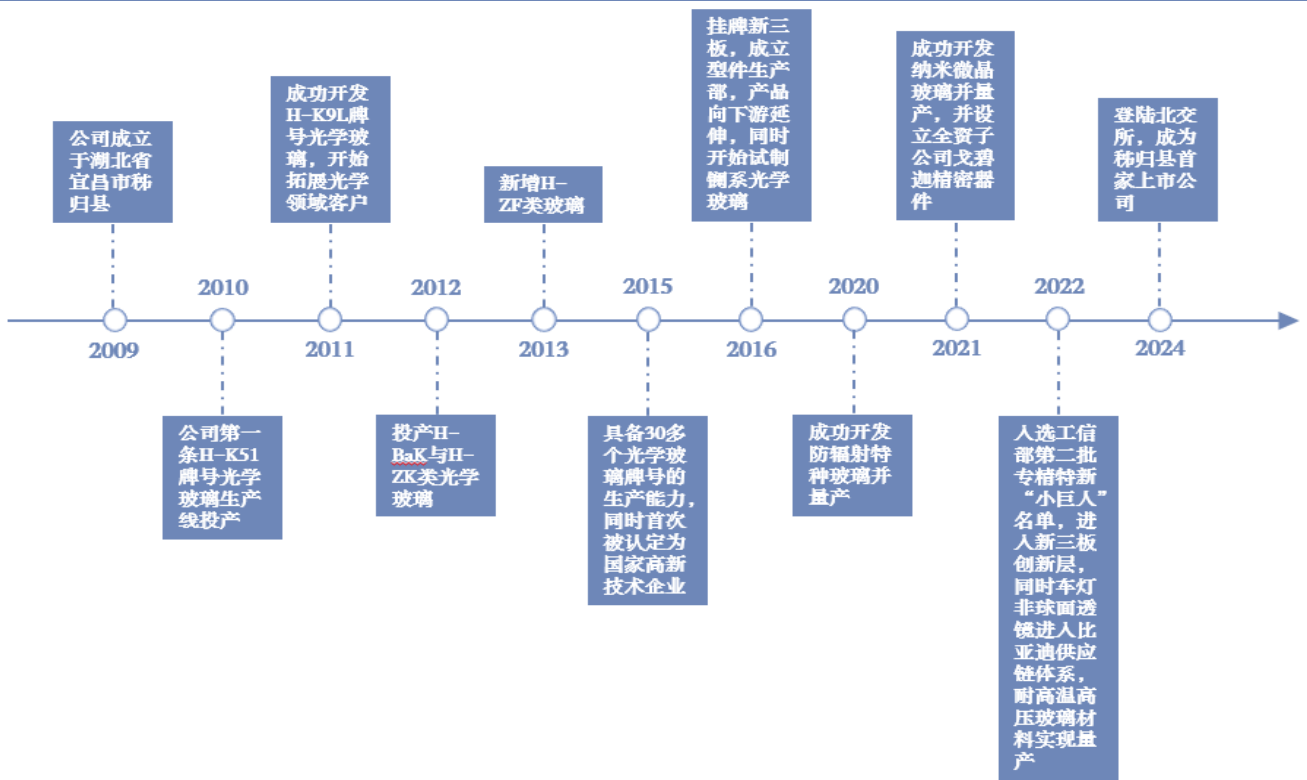
一、戈碧迦：光学+特种双轮驱动，费用管控卓有成效

(一) 玻璃领域十五年如一日，光学+特种双轮驱动

玻璃领域十五年如一日，光学+特种双轮驱动。湖北戈碧迦光电科技股份有限公司 2009 年 12 月成立于湖北省宜昌市秭归县，自 2010 年 10 月首个光学玻璃牌号生产线投产以来，不断丰富产品体系，目前已具备百余个光学玻璃牌号与多个特种功能玻璃的量产能力，2015 年 10 月被认定为国家高新技术企业并维持至今，2016 年 1 月挂牌新三板，2022 年 3 月入选工信部第二批专精特新“小巨人”名单，2022 年 5 月进入新三板创新层，2024 年 3 月登陆北交所成为秭归县首家上市公司。

公司专注于光学玻璃的配方、熔炼、检测等研发，掌握核心光学玻璃的产线设计制造技术、窑炉定制技术、工业化生产技术，产品广泛应用于安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯、高端工艺品等领域，同时通过自主或合作的方式推出纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等特种功能玻璃产品。

图1：戈碧迦发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

表1：戈碧迦产品介绍

产品大类	产品小类	产品简介	产品应用	示意图
光学玻璃	冕牌玻璃	具有低折射率、高阿贝数特性，物理与化学性质高度均匀，从紫外到可见波段具有较高透过率	主要用于光学成像系统的凸透镜、棱镜、反射镜、高端工艺品	
	火石玻璃	具有高折射率、低阿贝数特性，在光学成像中火石与冕牌玻璃组合可有效消除色差	主要用于光学成像系统的凹透镜、棱镜等	

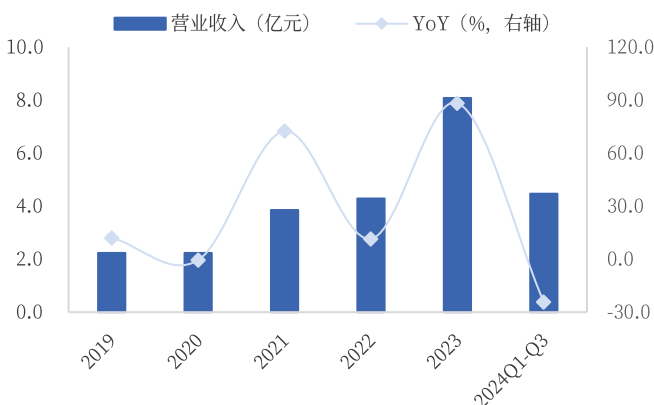
	镧系玻璃	具有高折射率、高阿贝数特性,能有效简化光学成像系统,扩大视角,使产品轻量化、小型化	主要用于小型化、高成像质量的凹凸透镜、棱镜等	
	磷酸盐玻璃	具有特殊的光学常数,能较好的消除球面光学元件的色差	主要用于高精密度、高分辨率的光学仪器系统	
特种玻璃	纳米微晶玻璃	含有高强度纳米晶体,具有高机械强度与硬度、高化学与热稳定性、优良电学性能、抗跌耐摔等特性	主要用于智能手机盖板、电子触屏盖板等,也可用于义齿、牙齿贴面、骨骼修复等	
	防辐射玻璃	对 x、γ等放射性射线具有较大吸收屏蔽能力	主要用于医疗、核工业领域的防辐射器具与观察窗口等	
	耐高温高压玻璃	具有高软化点、抗化学侵蚀、抗热冲击、高强度等特性	主要用于石油勘探、钢铁冶金、海洋工程等领域高温高压环境下的玻璃视镜与爆破片	

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

(二) 特种玻璃逐步起量, 费用管控卓有成效

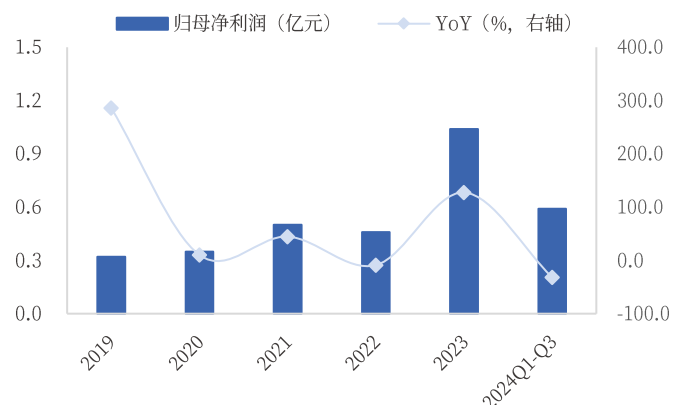
特种玻璃逐步起量, 费用管控卓有成效。2023 年公司实现营业收入 8.08 亿/+88.3%、归母净利润 1.04 亿/+127.4%, 2024Q1-Q3 实现营业收入 4.47 亿/-24.2%、归母净利润 0.59 亿/-31.9%, 据公司 2024 年业绩快报, 2024 年公司实现营业收入 5.66 亿/-29.9%、归母净利润 0.71 亿/-32.1%。公司采取以直销为主、经销为辅的销售模式, 2023 年之前公司产品以光学玻璃为主导, 业绩与消费电子景气度密切相关, 例如受益于消费电子疫后需求修复, 叠加大厂新品发布潮, 2021 年公司营业收入实现 72.5%的同比高增, 2022 年下半年起公司特种玻璃逐步起量, 尤其是纳米微晶玻璃方面, 公司与重庆鑫景联合开发切入赛道, 带动 2023 年公司营业收入同比增速创历史新高, 其中分产品看特种玻璃营业收入占比 64.2%, 较 2021 年提升 59.2pct, 分区域看西南地区营业收入占比 68.6%, 较 2021 年提升 38.3%。2024 年 4 月公司与重庆鑫景的订单履行完毕, 短期业绩承压, 但公司拥有自主知识产权的纳米微晶配方, 并积极推进潜在客户的产品认证工作, 中长期看先发优势仍突显。

图2: 2019-2024Q3 公司营业收入与增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

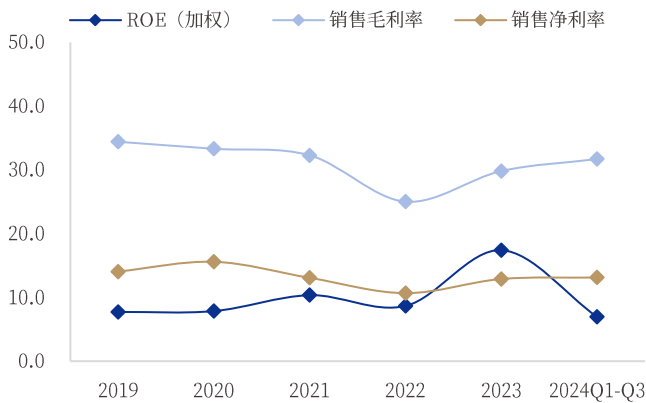
图3: 2019-2024Q3 公司归母净利润与增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

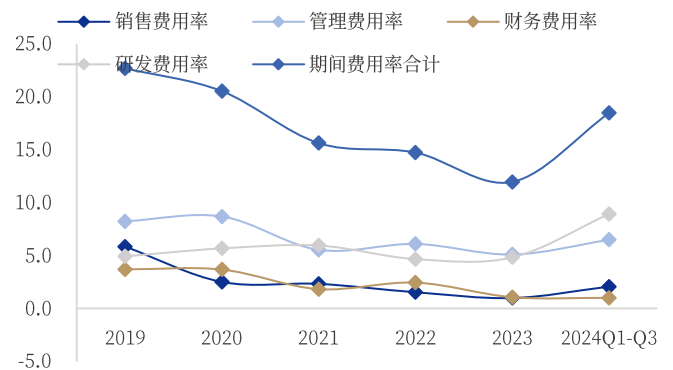
2023 年公司实现销售毛利率 29.8%/+4.8pct、销售净利率 12.9%/+2.2pct, 2024Q1-Q3 实现销售毛利率 31.7%/+2.9pct、销售净利率 13.1%/-1.5pct。2019-2022 年受全球流动性泛滥以及地缘政治对海外矿产及化工原料供给产生冲击的影响, 碳酸锂等原材料与电力价格水涨船高, 叠加 6 号厂房、车灯透镜生产线、61 号与 101 号炉等的陆续投入导致折旧摊销等固定成本抬升, 毛利率逐年下降, 2022 年触及 25%的阶段低点, 2023 年毛利率相对较高的特种玻璃营业收入内部份额迅速扩张, 支撑整体盈利能力回升。近年来公司费用管控状况良好, 期间费用率大幅下降, 2024Q1-Q3 有所反复主要系营业收入收缩削弱规模效应以及接洽新客户需要与之匹配的销售与研发投入, 截至 2024 年公司共有研发人员 153 人/+68.1%。

图4: 2019-2024Q3 公司盈利能力 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 2019-2024Q3 公司三大期间费用率 (单位: %)

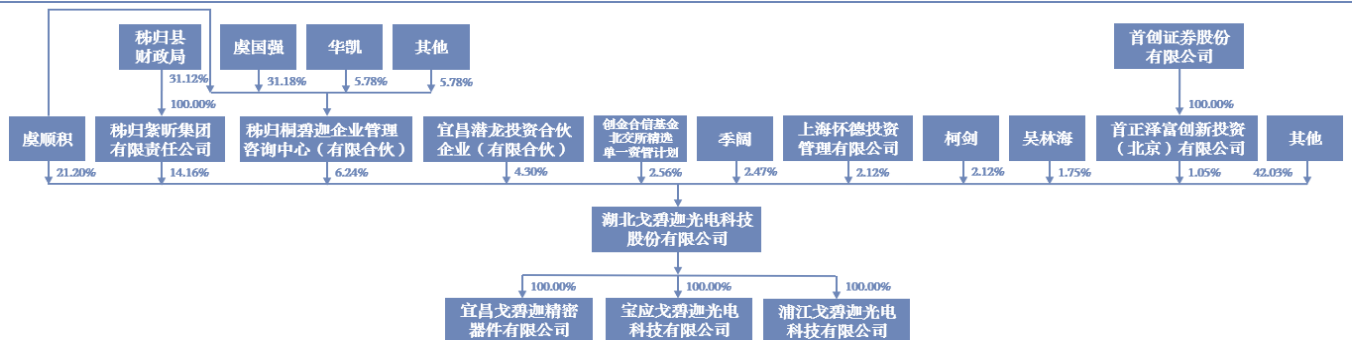


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 民营企业股权结构相对分散, 股权激励绑定高管及核心技术人员利益

民营企业股权结构相对分散, 股权激励绑定高管及核心技术人员利益。截至 2024 年 9 月公司前十大股东合计持股 58%, 且每位股东持股均超 1%, 股权相对分散。创始人虞顺积先生直接持股及通过秭归桐碧迦间接持股 23.1%, 其子虞国强先生通过秭归桐碧迦间接持股 1.9%, 两人为公司实际控制人, 董事长吴林海先生直接持股 1.8%, 为其一致行动人。公司机构股东合计持股 30.4%, 其中不乏创金合信基金、首创证券旗下首正泽富创投等实力雄厚的投资者。戈碧迦拥有全资子公司 3 家, 宜昌子公司主要承接光学玻璃型件与元件的生产, 是公司向下游延伸的重要载体, 而宝应子公司与浦江子公司则重点负责强化华东地区光学制品的销售。2025 年 3 月公司拟以 10.3 元/股的价格首次授予 57 名员工 360 万股限制性股票, 约占总股本的 2.6%, 期权行权特别条件为以 2024 年营业收入为基准, 2025/2026/2027 年增长率不低于 15%/30%/45%, 或 2025-2026 年两年之和增长率不低于 45%, 或 2025-2027 年三年之和增长率不低于 90%。

图6: 截至 2024 年 9 月戈碧迦股权结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、光学玻璃技术与资本密集构筑护城河，特种玻璃国内自主产品稀缺

据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司隶属于“C30 非金属矿物制品业”中的“C3052 光学玻璃制造业”。

（一）光学玻璃产业链分工细致，技术与资本密集构筑护城河

光学玻璃产业链分工细致，智能手机是最大下游。光学玻璃可通过折射、透射、反射等方式，改变光的传播方向以及紫外光、可见光、红外光的相对光谱分布，具备透明度高、物理与化学性质均匀性强、光学常数精确等特点。光学玻璃产业链上游为矿产（石英砂、碳酸钙等）、化工（硼酸、氧化铌等）、稀土（氧化镧、氧化铈等）等原材料。中游生产主要分为“材料→型件→元件→模组→终端”等形态，光学玻璃材料是光电技术行业的基础底座，主要光学参数包括折射率、阿贝数、条纹、气泡、透过率、温度系数、应力双折射等，工艺流程主要包括“配料（称量、混料、吊运）→熔炼（熔化、升温、澄清、降温、均化）→成型（降温、出料、压型）→退火（粗退火、精密退火）→检验→包装”六个部分，光学玻璃型件是对光学玻璃材料进行切割、升温、加压等操作改变其物理形态，制备成的棒材、压型件、切割件等，工艺流程主要包括“干切→分选→修磨→压型→退火→检验→包装”七个部分，光学元件需要对光学玻璃型件进行研磨、抛光、镀膜等精加工，工艺流程主要包括“配料→熔炼→预制件成型→预制件检验→透镜精密模压→退火→检验→包装”八个部分，光学模组由光学元件、电子器件、连接件等组装而成，光学终端搭载光学模组，具备成像功能。下游广泛应用于安防监控、车载镜头、智能车灯、运动DV、光学仪器、机器视觉、激光投影、照相摄像、无人机、AR/VR、高端工艺品等领域，据观研天下数据，2023年智能手机是光学玻璃的最大下游，占比约73%，其次照相摄像、车载镜头也分别有约7%的份额。

图7：光学玻璃产业链



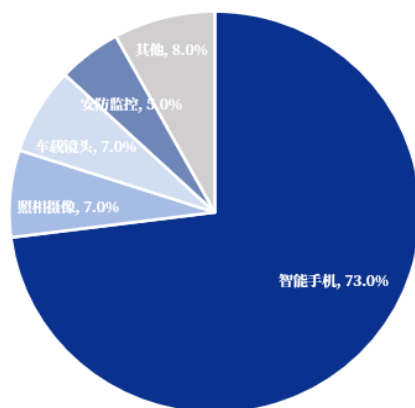
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

光学玻璃技术与资本密集构筑护城河，牌号众多倾向定制化。光学玻璃的生产环节呈现技术与资本密集特征，壁垒较高：（1）生产工序方面，光学玻璃配方研发难度高、成型工艺复杂、检测技术要求严苛，需要在长期生产实践中积累经验，并持续进行成果转化以保持市场竞争力，以熔炼环

节为例，原材料的溶解、搅拌、受热均匀程度均会直接影响光学玻璃的质量与光学性能，需熟练运用中高频加热、富氧燃烧、全氧燃烧等加热技术，溢流法、等温模压、压延法等成型技术，以及精密退火技术，光学系统成像亮度与光学玻璃透过率正相关，熔炼时需降低例如铁、铬、铜、锰、钴、镍等着色杂质含量以及适时改变熔炼气氛；（2）生产设备方面，光学玻璃生产所用例如窑炉及铂金装置等关键设备，设计专业性强，由于牌号众多，定制化成分重，且一般为自主建设调试，设备初始投入也较大；（3）生产人才方面，光学玻璃涉及多学科交叉，需要精通材料、化学、机械自动化、检测等领域的复合型人才；（4）生产评价方面，光学玻璃的评价指标较多，同批次产品需保证特定光学常数的一致性，以折射率为例，折射率 1.7-1.9 为准高折射率玻璃、1.9-2.1 为高折射率玻璃、>2.1 为特高折射率玻璃，高折射率玻璃可在保持系统性能的前提下大幅降低透镜厚度，也更易消除各种单色像差，在短波红外检测设备、光纤温度传感器等高端制造领域质量严控。

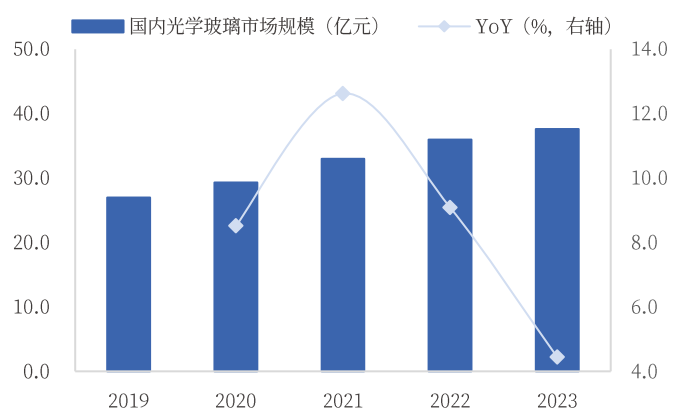
全球光学玻璃行业由外资主导，需求升级+贸易保护加速国产替代。目前全球光学玻璃行业由外资主导，康宁 (Corning, 美国)、保谷光学 (Hoya, 日本)、尼康 (Nikon, 日本)、小原 (Ohara, 日本)、住田光学 (Sumita, 日本)、肖特 (Schott, 德国) 等国际巨头率先把握 20 世纪 90 年代信息产业崛起、光学与电子学结合日趋紧密的时代红利，逐步在国防军工、航空航天、天文地理等领域的光电转换元件、光信号处理、光存储等光学玻璃的高性能赛道形成垄断，全球光学玻璃牌号已超 200 个。国内光学玻璃发展最早可溯源至 20 世纪 50 年代，中国科学院仪器馆熔炼出国内第一炉光学玻璃，随后上海、四川、湖北等地陆续建立光学玻璃厂，生产效率与成品率大幅提高，但在技术、工艺、设备等方面与海外先进水平存在差距，以池炉连续熔炼工艺为例，海外早在 20 世纪 60 年代便已广泛应用，而国内则到 20 世纪 80 年代末才崭露头角。20 世纪 90 年代光学玻璃生产基地逐步自发达国家向中国转移，例如望远镜、显微镜等所需光学玻璃初级产品以及数码相机、背投电视机等所需光电一体化光学元件的产量，中国一国独大，涌现出成都光明、光电股份、奥普光电、蓝特光学、戈碧迦等规模化生产厂商。2015 年 5 月国务院发布《中国制造 2025》，推动国内光学玻璃制造企业加大研发创新力度，逐步增强产品质量、性能、稳定性、集成度、精密度，自高速发展向高质量发展转型。据简乐尚博、尚普咨询数据，2023 年国内光学玻璃市场规模约 37.6 亿/+4.4%，未来随着物联网、大数据、云计算、AI 等技术催生的新业态、新模式的不断涌现，下游行业对高亮度、高对比度、高像素、微型化光电产品的需求升级势在必行，光学玻璃前景广阔，且近年来全球贸易保护主义抬头、经济复杂多变的形势倒逼国内光学玻璃厂商加快国产替代进程。

图8：2023 年国内光学玻璃下游应用占比



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

图9：2019-2023 年国内光学玻璃市场规模与增速



资料来源：尚普咨询，中国银河证券研究院

（二）特种玻璃应用领域分散，国内自主产品稀缺

特种玻璃中游分为材料与制品，应用领域分散。特种玻璃拥有多样化材料系统与创新形态结构，

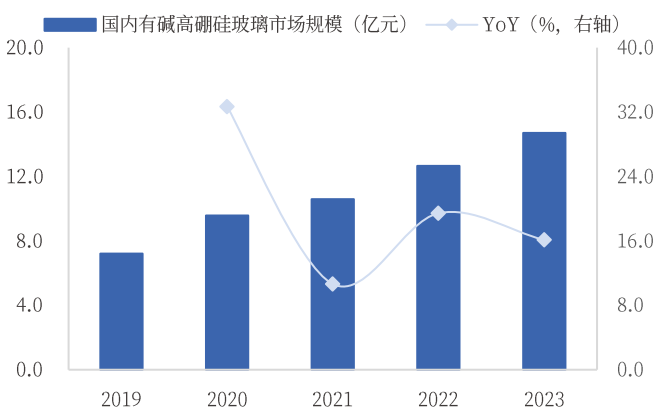
在光、电、磁、热、化学等作用下，具备例如高耐热、高强度、高透明度等的独特功能。特种玻璃产业链上游与光学玻璃类似，主要包括构成基础玻璃成分的石英砂或硼砂、增强玻璃可塑性与降低熔点的烧碱或纯碱、提升稳定性与耐水性的碳酸钙或白云石、调整颜色的着色剂或脱色剂、避免产生气泡的澄清剂等原材料，此外还涉及电力、天然气、燃料油等能源以及窑炉、压延机等设备。中游可分为材料与制品两种形态，材料生产依据成型工艺可分为漏料成型、浮法成型、压延成型、溢流成型等，而制品生产工艺流程主要包括“切片→晶化→研磨→抛光→镀膜→强化→热弯”七个部分。下游应用极为广泛，大致涉及信息显示领域的 OLED 玻璃、基板玻璃、盖板玻璃、触控玻璃、柔性玻璃，能源动力领域的光热玻璃、光伏玻璃，节能环保领域的镀膜玻璃、真空玻璃、吸热玻璃、变色玻璃，交通运输领域的汽车玻璃、航空玻璃、机车玻璃、轨道玻璃，安全防护领域的防火玻璃、防弹玻璃、夹丝玻璃、防护玻璃，以及其他领域的石英玻璃、药用玻璃、激光玻璃、红外玻璃等。

图10：特种玻璃产业链



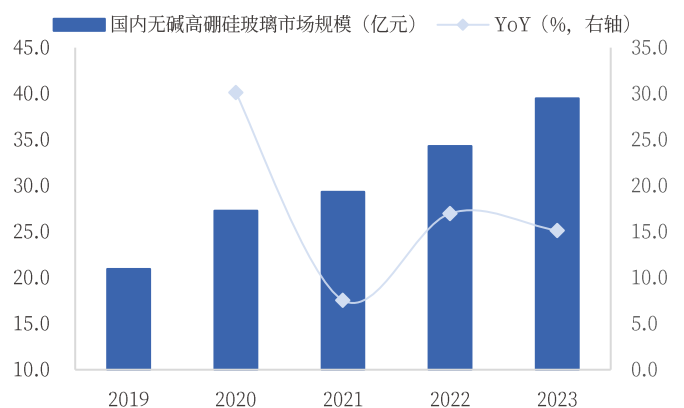
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图11：2019-2023 年国内有碱高硼硅玻璃市场规模与增速



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

图12：2019-2023 年国内无碱高硼硅玻璃市场规模与增速



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

特种玻璃多品种小批量，国内自主产品稀缺。特种玻璃属于典型的多品种、小批量产品，不同领域对特种玻璃性能的侧重不一，例如电子与汽车领域侧重其高精度、高稳定性、高可靠性，光伏领域侧重其透光与保护作用，建筑领域侧重其高强度、防火与节能表现优异，军工领域侧重其光学

均匀性与可塑性。正因如此，特种玻璃的范畴边界相对模糊，不同来源的空间测算差异较大，仅以高硼硅玻璃为例，据观研天下数据，2023年国内有碱高硼硅玻璃市场规模约14.7亿/+16.1%，无碱高硼硅玻璃市场规模约39.5亿/+15.1%。与光学玻璃不同，国内特种玻璃研究起步就较晚，对其“组成—结构—性能”的规律认知不足，且集中于高等学府与科研院所，成果转化有限，例如小型浮法制备、高光学均匀控制、表面改性、可控晶化等关键技术主要由Corning、Schott、AGC（日本）等国际巨头掌握，甚至在部分环节形成由多个专利交织形成的专利群壁垒，叠加工艺装备与基础设施配套成熟度低、标准与检验体系不健全，国内特种玻璃产品研制仍以跟踪为主，典型厂商有南玻A、彩虹股份、凯盛科技、力诺药包、戈碧迦等。特种玻璃应用事关国家命脉，其研发与生产能力已成为一个国家材料发展水平的重要标志，2021年12月工信部、科技部、自然资源部3部委联合发布《“十四五”原材料工业发展规划》，提出推进特种玻璃熔化成型技术发展，攻克高性能功能玻璃等一批关键材料。未来特种玻璃将向大尺寸、功能集成化、品类系列化等方向发展，国内厂商正通过组分优化，开发具备重大市场前景的硫系玻璃、低温封接玻璃、无碱玻璃基板、零膨胀微晶玻璃等，缩小与海外的差距。

三、公司熔炼与成型工艺精湛，产能持续扩张

（一）技术瓶颈不断突破，熔炼与成型工艺精湛

技术瓶颈不断突破，熔炼与成型工艺精湛。公司在光学玻璃与特种玻璃领域十五年如一日，不断突破例如玻璃配方与制备、窑炉设计与制造、玻璃连续熔炼、光学玻璃二次连续熔炼、玻璃材料成型、精密退火、光学玻璃二次压型设备、光学玻璃检测等技术瓶颈，光学玻璃新牌号与特种玻璃新产品的配方研发需通过市场调研、实验坩埚试制、配方调整、小试中试工艺参数设计、小批量生产、客户试用等环节。如前文所述，光学玻璃与特种玻璃的核心生产工序包括配料、熔炼、成型、退火等，其中熔炼需要依靠窑炉这一玻璃生产的核心设备，窑炉主要由熔化池、澄清池、均化池、漏料成型四个部分组成，多选用铂金材质打造，部分熔化装置与澄清装置也会选用耐火材料。公司综合运用材料、化学、机械自动化、电气等学科知识，自行设计例如全电熔冷顶炉、电气混合熔炼窑炉、全铂连熔窑炉等各种不同规格与结构的窑炉，满足百余个光学玻璃牌号与多个特种功能玻璃的生产技术要求，实现连续熔炼与二次连续熔炼，产品质量稳定。

而在工艺方面，公司在熔炼与成型环节均有独到之处。熔炼工艺上公司自行设计直接加热铂金系统，解决了低粘度玻璃产品对耐火材料的侵蚀与高温状态下耐火材料融入玻璃液中所带来的组份非均匀性状况。铂金通道的工作温度为 1,200-1,700°C，通常当温度升至 1,500°C 以上时，系统会自动掺杂一定的微量元素以增强高温状态下的铂金强度。铂金通道用来连接与制作熔化池、澄清池、均化池、漏料管，通道温度的变化可控制玻璃粘度，进而实现产品的高均匀性与光学常数的一致性。同时公司通过铂金系统直接加热玻璃溶液的方式，解决了高铝高锆玻璃在传统窑炉难熔化、难澄清的问题，强度与耐磨性更上一层楼，且避免了耐火材料与玻璃溶液接触污染引起杂质。在部分易挥发牌号的玻璃熔炼过程中，温度过高会导致产品析晶、透过率降低，为解决该技术痛点，公司还自主研发低温熔炼工艺，通过调整各熔化部位的温度层级与持续时间，降低熔化温度，调整熔炼气氛。成型工艺上公司自主研发漏料成型、拍压成型、压延成型、大尺寸成型等方式，漏料成型通过改变模具形状改善产品条纹，拍压成型提高了尺寸精准度与平整度，压延成型有助于实现产品的超宽超薄，大尺寸成型则是公司在成型工艺上的主要创新，玻璃厚度可达 350mm、宽度可达 1,300mm。

2024Q1-Q3 公司研发费用率 8.9%/+4.1pct，截至 2024 年 1 月公司在研项目包括“车灯精密压型”、“5G 通信移动终端设备用微晶玻璃材料”、“大尺寸高透过率 H-K9L 材料”、“大规格琉璃玻璃成型”、“自动下料刻字码垛设备”、“高强度特种功能玻璃”，已累计投入 2,377.25 万，截至 2024 年 6 月公司累计取得 72 项有效专利，其中有 33 项发明专利。同时公司北交所上市募投项目“光电材料研发中心项目”加强配方室、理化室、光性检测室、机械测试室、热学性能检测室、实验炉室等区域建设，计划建筑面积约 9,600 平方米，拟购置干涉仪、精密测角仪、双频激光应力仪、X 射线荧光光谱仪等先进仪器，总投资 0.84 亿，建设期 36 个月，辅助玻璃材料配方与成型技术研究。玻璃材料配方上，公司重点关注氟磷酸盐玻璃、微晶玻璃、低熔点玻璃，氟磷酸盐玻璃需在提升色散性能的同时确保制备的高质量，微晶玻璃需提升耐磨性与抗摔性，抢占高端盖板市场，低熔点玻璃需在保证高折射率与高阿贝数的前提下，降低软化点至 600°C 以下，以应用于非球面透镜的精密模压。玻璃材料成型上，公司力求 1-3mm 薄板材料的直接成型。

表2：截至 2024 年 1 月公司在研项目

项目名称	研发累计投入 (万元)	研发成果
车灯精密压型技术研发	1,124.14	(1) 根据光学设计出的透镜产品形状与重量，设计制造出重量接近 (0-1g)、形状类似的备料件，通过模具设计、压制工艺调整、一次性压制出满足设计要求与模组配光要求的透镜；

		(2) 充分利用进口设备精密压型的优势, 减少传统二次压制工艺需再研磨与抛光等复杂工序, 有利于节能环保, 实现工艺优化; (3) 通过光学设计、模具加工、产品压制等关键环节的研发, 能够熟练利用进口设备完成生产任务, 同时可以承接一些高附加值、高品质要求的产品订单。
5G 通信移动终端设备用微晶玻璃材料关键技术研发	637.29	微晶玻璃配方的开发、优化, 晶化工艺的优化, 使微晶玻璃材料达到需要的强度。
大尺寸高透过率 H-K9L 材料开发	382.27	重点优化高透 K9 配方、探索大尺寸玻璃成型方式, 研发新产品, 从而拓展市场需求, 抢占市场份额。
大规格琉璃玻璃成型技术研发	143.61	参与“京杭大运河博物馆”项目竞标, 中标后预期经济效益可观。
自动下料刻字码垛设备研发	48.52	机器人码垛替代人工。
高强度特种功能玻璃研发	41.42	开发出更高强度的玻璃, 较此前同类产品性能更为优异, 满足特定客户需求, 拓宽市场。

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

(二) 产线通用性强, 特种玻璃产能持续扩张

产线通用性强, 特种玻璃产能持续扩张。公司光学玻璃材料与型件的产线通用性较强, 一般一条产线适用于多个牌号/型号的产品, 同时目前公司所产特种玻璃均为基础材料, 系通过光学玻璃材料的熔炼窑炉生产, 光学元件方面主要通过引进德国进口设备专线生产车灯预制件与透镜。2023 年公司光学玻璃材料与型件、特种玻璃的产能利用率维持高位, 各板块产销率均在 95% 以上。公司北交所上市募投项目“特种高清成像光学玻璃材料扩产项目”将在现有厂区内扩建 6 条特种玻璃产线, 总投资 2.18 亿, 建设期 24 个月, 前 12 个月与后 12 个月各有 3 条建成投产, 项目实施完毕后每年将新增 1,632 吨的特种玻璃产能, 预计每年贡献净利润约 3,700 万、税后 IRR 超 15%、税后静态投资回收期约 8 年。2024 年 11 月公司拟在四川省雅安市经济技术开发区设立子公司建设“中性硼硅药用玻璃项目”, 占地面积约 247 亩, 计划总投资约 16.7 亿, 建设期 60 个月, 分五期建设, 其中第一期投资约 2 亿, 全部达产后预计年产值不低于 10 亿。

表3: 2021-2023 年公司主要产品产销量

产品名称	项目	2021 年	2022 年	2023 年
光学玻璃材料	产量 (吨)	18,517.25	19,795.60	15,668.78
	直接销售量 (吨)	19,145.78	16,906.87	14,906.58
	自制光学玻璃型件耗用量 (吨)	1,970.10	1,373.52	1,546.70
	产销率	114.03%	92.35%	105.01%
光学玻璃型件	自产产量 (万件)	7,415.37	6,201.73	8,817.60
	自产销量 (万件)	6,963.55	6,248.87	8,468.89
	产销率	93.91%	100.76%	96.05%
光学元件	产量 (吨)	1,016.91	1,896.31	1,129.62
	销量 (吨)	766.05	1,288.69	1,974.03
	产销率	75.33%	67.96%	174.75%
特种玻璃	产量 (吨)	676.38	1,624.41	4,349.18
	销量 (吨)	722.28	1,632.49	4,435.65
	产销率	106.79%	100.50%	101.99%
受托加工	产量 (吨)	-	-	62.97

销量 (吨)	-	-	61.78
产销率	-	-	98.11%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

表4：2021-2023 年公司主要产品产能

产品名称	项目	2021 年	2022 年	2023 年
光学玻璃材料与特种玻璃	设计产能 (吨)	19,519.61	23,324.77	21,194.99
	光学玻璃材料产量 (吨)	18,517.25	19,795.60	15,668.78
	特种玻璃产量 (吨)	676.38	1,624.41	4,349.18
	产能利用率	98.33%	91.83%	94.45%
光学玻璃型件	设计产能 (台*小时)	83,400.00	88,200.00	81,600.00
	产量 (台*小时)	80,108.00	73,878.50	71,374.00
	产能利用率	96.05%	83.76%	87.47%
光学元件	设计产能 (吨)	1,396.13	1,861.50	1,764.00
	产量 (吨)	1,016.91	1,896.31	1,129.62
	产能利用率	72.84%	101.87%	64.04%
受托加工	设计产能 (吨)	-	-	122.40
	产量 (吨)	-	-	62.97
	产能利用率	-	-	51.44%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

注：由于窑炉连续不间断熔炼生产，故以其“24小时出货量*分产品年计划生产天数（年总天数-年计划更换料槽、牌号及停炉、开炉至出货状态天数）*产品额定良品率”得出理论产能，光学玻璃材料与特种玻璃的产能由各窑炉生产线产能加总计算得出。光学玻璃型件的规格、大小、重量、对应模具各有不同，同样的压型设备在相同时间内生产不同型号的产量差异较大，且同一台设备往往用于多种型号的生产，故产能以“压型设备台数*年理论生产工时（与窑炉产线不同，用工较多，取300天*24小时/天）”替代、产量以“实际开工压型设备台数*实际生产工时”替代。光学元件产能为“日理论产量*专用生产线计划生产天数*产品额定良品率”。

四、盈利预测、估值分析与投资建议

（一）盈利预测

公司是国内光学与特种玻璃制造核心民企，深耕玻璃领域十五载，产品涵盖冕牌玻璃、火石玻璃、钢化玻璃、磷酸盐玻璃、纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃，广泛应用于安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯、高端工艺品等领域。2023年毛利率相对较高的特种玻璃内部份额迅速扩张，带动营业收入同比增速创历史新高的同时，支撑整体盈利能力回升。2024年4月公司与重庆鑫景的订单履行完毕，短期业绩承压，但公司不断突破例如玻璃配方与制备、窑炉设计与制造等技术瓶颈，熔炼与成型工艺精湛，特种玻璃产能持续扩张，并积极推进潜在客户的产品认证工作，中长期看先发优势仍突显，增长潜力较大。

我们预计公司2024-2026年光学玻璃产品营业收入增速36%/25%/20%，毛利率维持20%不变，特种玻璃产品营业收入增速-68%/50%/35%，毛利率45%/43%/42%，可得公司2024-2026年整体营业收入分别为5.66/7.36/9.27亿，同比增速-30%/30%/26%，归母净利润分别为0.71/0.87/1.1亿，同比增速-31.9%/22.5%/26.4%，对应EPS分别为0.5/0.62/0.78元。

表5：公司分业务盈利预测

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、光学玻璃					
营业收入（亿元）	3.14	2.86	3.89	4.86	5.83
营业收入 YoY	-13.8%	-9.0%	36.0%	25.0%	20.0%
营业成本（亿元）	2.38	2.35	3.11	3.89	4.67
毛利率	24.1%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
二、特种玻璃					
营业收入（亿元）	1.15	5.17	1.65	2.48	3.35
营业收入 YoY	505.8%	349.8%	-68.0%	50.0%	35.0%
营业成本（亿元）	0.84	3.31	0.91	1.41	1.94
毛利率	27.3%	36.1%	45.0%	43.0%	42.0%
三、其他					
营业收入（亿元）	0.00	0.05	0.12	0.02	0.09
营业收入 YoY	-	-	140.0%	-83.3%	350.0%
营业成本（亿元）	0.00	0.01	0.03	0.01	0.05
毛利率	-	80.0%	75.0%	50.0%	44.4%
合计					
营业总收入（亿元）	4.29	8.08	5.66	7.36	9.27
营业总收入 YoY	11.5%	88.3%	-30.0%	30.0%	26.0%
营业总成本（亿元）	3.22	5.67	4.05	5.31	6.66
综合毛利率	25.0%	29.8%	28.5%	27.8%	28.2%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）估值分析与投资建议

公司每股合理估值 27.9-31 元，首次覆盖给予戈碧迦“推荐”评级。从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们在 A 股市场中选取凯盛科技、蓝特光学、光电股份、力诺药包作为戈碧迦的可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 53.6x/49.4x/34.4x，中值为 40.9x/43.2x/33.2x，给予戈碧迦 2025 年 45x-50x PE，可得每股合理估值区间为 27.9-31 元，首次覆盖，给予戈碧迦“推荐”评级。

表6: 可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600552.SH	凯盛科技	0.11	0.17	0.25	0.33	117.44	84.13	56.66	42.25
688127.SH	蓝特光学	0.45	0.67	0.92	1.13	51.76	40.92	29.77	24.14
600184.SH	光电股份	0.14	-0.37	0.16	0.26	84.04	-	89.14	54.66
301188.SZ	力诺药包	0.28	0.47	0.76	1.01	63.89	35.81	22.13	16.70
均值						79.28	53.62	49.42	34.44
中值						73.97	40.92	43.21	33.19
835438.BJ	戈碧迦	0.74	0.50	0.62	0.78	30.77	45.17	36.88	29.18

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 表中除戈碧迦盈利预测采用中国银河证券研究院预测外, 其余公司均采用 Wind 一致预测, 收盘价更新至 2025 年 3 月 14 日。

五、风险提示

1、国内宏观经济波动的风险

公司隶属于非金属矿物制品业，周期性较强，对宏观经济增长敏感度较高，若国内宏观经济波动较大，将对非金属矿物制品业，乃至光学与特种玻璃的细分品类产生不利影响。

2、上游石英砂等原材料价格波动的风险

公司产品的主要上游为石英砂、硼酸、氧化铈、氧化钛、硝酸钾、碳酸钾、碳酸钠、碳酸锂等矿产与化工原料，若相关原材料价格波动较大，公司未能有效对冲，将通过生产成本对经营成果产生不利影响。

3、下游安防监控等领域需求修复缓慢的风险

目前公司产品主要下游应用领域，例如安防监控、车载镜头、光学仪器、智能投影、照相摄像、智能车灯等景气度总体向好。若下游需求修复缓慢，将拖累相关领域的投资扩产节奏，进而影响公司经营成果。

4、光学与特种玻璃行业竞争加剧的风险

公司产品在光学与特种玻璃领域特色独具，但现有竞争者众多，若公司难以维持竞争优势，陷入价格战泥淖，将对业绩增长产生不利影响。

5、产能扩张不及预期的风险

公司北交所上市募投项目“特种高清成像光学玻璃材料扩产项目”将在公司现有厂区内扩建 6 条特种玻璃产线，建设期 24 个月，前 12 个月与后 12 个月各有 3 条建成投产，同时公司拟在四川省雅安市经济技术开发区设立子公司建设“中性硼硅药用玻璃项目”，建设期 60 个月，分五期建设。若产能扩张不及预期，将对公司业绩规模与竞争优势产生不利影响。

图表目录

图 1: 戈碧迦发展历程.....	3
图 2: 2019-2024Q3 公司营业收入与增速	4
图 3: 2019-2024Q3 公司归母净利润与增速	4
图 4: 2019-2024Q3 公司盈利能力 (单位: %)	5
图 5: 2019-2024Q3 公司三大期间费用率 (单位: %)	5
图 6: 截至 2024 年 9 月戈碧迦股权结构.....	5
图 7: 光学玻璃产业链.....	6
图 8: 2023 年国内光学玻璃下游应用占比.....	7
图 9: 2019-2023 年国内光学玻璃市场规模与增速.....	7
图 10: 特种玻璃产业链.....	8
图 11: 2019-2023 年国内有碱高硼硅玻璃市场规模与增速.....	8
图 12: 2019-2023 年国内无碱高硼硅玻璃市场规模与增速.....	8
表 1: 戈碧迦产品介绍.....	3
表 2: 截至 2024 年 1 月公司在研项目	10
表 3: 2021-2023 年公司主要产品产销量	11
表 4: 2021-2023 年公司主要产品产能	12
表 5: 公司分业务盈利预测	13
表 6: 可比公司盈利预测与估值	14

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	558.50	732.21	753.05	806.76
现金	91.65	291.27	215.68	165.62
应收账款	104.59	125.89	153.36	180.23
其它应收款	0.61	0.94	1.12	1.29
预付账款	7.73	4.05	5.31	6.66
存货	265.17	224.92	280.39	342.07
其他	88.75	85.14	97.20	110.91
非流动资产	597.40	666.98	823.05	968.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	502.31	583.26	732.05	871.84
无形资产	9.27	8.97	8.67	8.37
其他	85.81	74.74	82.32	88.39
资产总计	1,155.90	1,399.19	1,576.10	1,775.36
流动负债	328.54	283.03	333.00	392.38
短期借款	79.19	84.19	89.19	94.19
应付账款	53.96	56.23	76.74	101.70
其他	195.39	142.61	167.07	196.49
非流动负债	146.23	173.39	213.39	243.39
长期借款	31.70	81.70	121.70	151.70
其他	114.53	91.69	91.69	91.69
负债合计	474.77	456.42	546.39	635.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	681.13	942.76	1029.71	1139.59
负债和股东权益	1155.90	1,399.19	1,576.10	1,775.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	199.84	83.65	103.98	141.64
净利润	104.21	70.99	86.95	109.89
折旧摊销	44.77	44.87	58.93	69.44
财务费用	8.82	6.90	9.58	11.70
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	31.49	-37.54	-51.47	-49.39
其它	10.55	-1.57	0.00	0.00
投资活动现金流	-93.83	-114.09	-215.00	-215.00
资本支出	-93.83	-125.00	-215.00	-215.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	10.91	0.00	0.00
筹资活动现金流	-77.39	230.19	35.42	23.30
短期借款	-23.42	5.00	5.00	5.00
长期借款	-10.36	50.00	40.00	30.00
其他	-43.61	175.19	-9.58	-11.70
现金净增加额	28.68	199.62	-75.60	-50.06

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	808.34	566.49	736.12	926.89
营业成本	567.30	404.85	531.26	665.64
营业税金及附加	3.77	2.83	3.68	4.63
营业费用	7.89	10.20	11.04	13.90
管理费用	41.15	38.52	47.85	60.25
财务费用	8.56	5.53	5.21	8.47
资产减值损失	-3.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.67	75.67	98.80	124.87
营业外收入	0.01	5.00	0.00	0.00
营业外支出	34.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	116.34	80.67	98.80	124.87
所得税	12.13	9.68	11.86	14.98
净利润	104.21	70.99	86.95	109.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	104.21	70.99	86.95	109.89
EBITDA	203.98	131.07	162.94	202.78
EPS (元)	0.74	0.50	0.62	0.78

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	88.26%	-29.92%	29.94%	25.92%
营业利润增速	204.86%	-49.78%	30.57%	26.38%
归母净利润增速	127.37%	-31.88%	22.48%	26.38%
毛利率	29.82%	28.53%	27.83%	28.19%
净利率	12.89%	12.53%	11.81%	11.86%
ROE	15.30%	7.53%	8.44%	9.64%
ROIC	17.21%	6.61%	7.15%	8.23%
资产负债率	41.07%	32.62%	34.67%	35.81%
净负债比率	8.18%	-9.12%	3.36%	10.50%
流动比率	1.70	2.59	2.26	2.06
速动比率	0.76	1.69	1.33	1.11
总资产周转率	0.76	0.44	0.49	0.55
应收账款周转率	7.55	4.92	5.27	5.56
应付账款周转率	10.70	7.35	7.99	7.46
每股收益	0.74	0.50	0.62	0.78
每股经营现金	1.41	0.59	0.74	1.00
每股净资产	4.82	6.67	7.29	8.07
P/E	30.77	45.17	36.88	29.18
P/B	4.71	3.40	3.11	2.81
EV/EBITDA	4.01	23.81	19.89	16.40
P/S	3.97	5.66	4.36	3.46

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

洪烨，通信&中小盘分析师。中国人民大学财务硕士，曾供职于国泰君安证券，2023年加入中国银河证券。

范想想，北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入中国银河证券。曾获奖项包括日本第14届机器人大会团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn