

康耐特光学 (02276.HK) 主业结构升级驱动增长，布局 XR 提振远期空间

2025 年 03 月 25 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吴柳燕（分析师）

吕明（分析师）

张可（分析师）

wuliuyan@kysec.cn

lvming@kysec.cn

zhangkel@kysec.cn

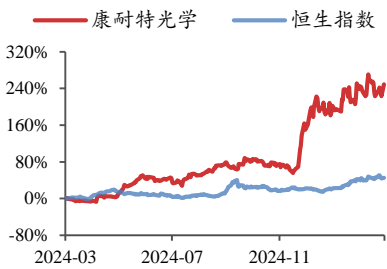
证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790523070001

日期	2025/3/24
当前股价(港元)	29.100
一年最高最低(港元)	32.000/7.720
总市值(亿港元)	139.66
流通市值(亿港元)	139.66
总股本(亿股)	4.80
流通港股(亿股)	4.80
近 3 个月换手率(%)	34.58

股价走势图



数据来源：聚源

● 主业结构升级确保业绩成长，关注 XR 产业催化及港股通流动性改善机会

考虑到公司镜片种类多样化、高附加值产品占比逐渐提高，我们预期 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.6/23.7/27.5 亿元，对应分别同比增长 16.9%/15.1%/16.3%。考虑到公司定制化镜片和高折射率产品占比逐步提高，且后期布局更高价值量的 XR 相关业务，公司盈利能力有望持续改善，我们预期 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.3/5.7/6.9 亿元，对应分别同比增长 32.2%/31.4%/21.4%，对应 EPS 分别为 0.9/1.2/1.4 元。公司当前股价 28.5 港币对应 2024-2026 年 29.8/22.7/18.7 倍 PE，伴随 XR 产业趋势持续催化、以及公司后续有望纳入港股通驱动流动性改善，首次覆盖给予“买入”评级。

● 全球领先的树脂镜片供应商，定制化、高折射率等高端产品占比提升

康耐特光学是全球领先的树脂眼镜镜片产品和服务提供商，提供标准化镜片、高端的定制镜片。伴随眼镜镜片材料向高折射率方向迭代，以及消费者视力保护意识增强，近视防控镜片、渐进镜片、抗疲劳镜片等功能性眼镜快速发展。根据沙利文研究预测，2023 年至 2028 年全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额的年复合增长率约为 5.6%。公司产品矩阵丰富，包含常规镜片、功能镜片和车房片等十大类共计 700 多万种 SKU 规格。受益于眼镜行业产品结构持续升级、公司的定制化生产能力、以及公司在高折射率市场的优势，公司定制化镜片、标准化镜片中高折射率产品的占比逐渐提升，从而驱动公司产品单价及毛利率提升，公司整体业务毛利率由 2019 年的 33% 提升至 2024H1 的 39%。

● 与美国头部消费电子公司合作，拥抱 XR 产业显著打开成长空间

公司目前已成立 XR 研发服务中心，与美国多家头部企业在内的多个全球领先的消费电子公司的多个研发项目进展顺利。2024 年 12 月公司在泰国收购一块土地，将用于 XR 产品配套镜片的自动化生产线建设。我们预期伴随未来 XR 设备放量，公司有望凭借多年积累的镜片定制化能力获取一定份额。

● 风险提示：行业竞争加剧风险、公司新业务研发不及预期、XR 放量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,561	1,760	2,058	2,368	2,754
YOY(%)	15.1	12.7	16.9	15.1	16.3
净利润(百万元)	249	327	432	568	690
YOY(%)	15.9	18.6	21.0	24.0	25.0
毛利率(%)	34.4	37.4	39.9	42.6	44.0
净利率(%)	15.9	18.6	21.0	24.0	25.0
ROE(%)	21.7	23.4	23.6	23.7	22.3
EPS(摊薄/元)	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4
P/E(倍)	46.1	35.1	29.8	22.7	18.7
P/B(倍)	10.0	8.2	7.1	5.4	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

(注：截至日期 20250324 汇率 1HKD=0.92347CNY)

目 录

1、康耐特光学是国内领先的树脂眼镜镜片供应商.....	4
1.1、发展历史：通过业务分拆重组，公司聚焦树脂镜片业务.....	4
1.2、股权结构及管理层：公司创始人为实控人，管理层经验丰富.....	4
1.3、业务结构：盈利能力伴随定制化、高折射率镜片占比提升而提升.....	6
2、产品创新推动眼镜行业稳态增长，公司产品矩阵丰富在高端市场具备优势.....	8
2.1、眼镜品质升级和功能性要求提高、推动行业持续增长.....	8
2.2、公司产品矩阵丰富、在高端市场具备产品竞争力.....	11
3、与头部消费电子公司合作，拥抱 XR 产业趋势.....	13
3.1、XR 技术逐渐成熟有望成为产业趋势、光学是其中核心环节.....	13
3.2、公司积极拥抱 XR 产业链，与全球领先消费电子公司合作.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1、盈利预测.....	16
4.2、估值与投资建议.....	17
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1：公司创始人为实控人，深耕眼镜行业多年.....	5
图 2：公司营收稳步增长（单位：百万人民币）.....	6
图 3：公司定制化镜片占比提升.....	6
图 4：公司树脂镜片销售量持续增长.....	7
图 5：2023 年公司树脂镜片平均售价明显提升.....	7
图 6：定制化镜片平均售价明显高于标准化镜片（单位：元）.....	7
图 7：公司毛利率伴随产品结构改善而逐渐提升.....	8
图 8：公司盈利能力稳步提升.....	8
图 9：眼镜镜片材料持续迭代.....	9
图 10：折射率越高镜片越薄.....	9
图 11：公司标准化镜片高折射率产品平均售价显著更高（单位：元）.....	9
图 12：中国高折射率产品占比仍然较低（按出厂销售量计）.....	10
图 13：眼镜功能化需求增加.....	10
图 14：“一人多镜”逐渐成为趋势.....	10
图 15：全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额呈现增长态势.....	11
图 16：公司产品矩阵丰富.....	11
图 17：三井化学折射率 1.74 产品国内厂商主要供给康耐特光学.....	12
图 18：公司收入来自多个地区，以海外为主.....	12
图 19：XR 发展阶段.....	13
图 20：XR 技术逐渐成熟，未来有望成为产业趋势.....	14
图 21：Meta Quest 3 硬件端光学是重要环节.....	14
图 22：Ray Ban Meta 智能眼镜 BOM（除主板外）.....	14
表 1：康耐特光学发展历史.....	4

表 2: 公司高管团队在眼镜行业经验丰富, 多名管理人员曾就职于国际领先光学企业	5
表 3: 公司传统镜片生产基地	13
表 4: 部分 XR 眼镜近视镜片方案	15
表 5: 公司 XR 业务相关进展	16
表 6: 康耐特光学盈利预测 (百万人民币)	16
表 7: 康耐特光学同业估值对比	17

1、康耐特光学是国内领先的树脂眼镜镜片供应商

1.1、发展历史：通过业务分拆重组，公司聚焦树脂镜片业务

康耐特光学是中国领先的树脂眼镜镜片产品和服务的提供商，公司能够制造不同规格的树脂眼镜镜片，包括标准化镜片、高端的定制镜片。

1996 年公司前身旗天科技成立，主要从事树脂镜片制造业务，后相继成立江苏康耐特、Conant Lens 等子公司负责树脂镜片的生产与销售；2016 年旗天科技收购旗计智能，以提供银行卡增值服务。

2018 年考虑到体内树脂镜片业务与金融服务等业务未能产生足够协同效应，且导致了资源竞争和管理层焦点分散，旗天科技将体内树脂镜片业务分拆，江苏康耐特、Conant Lens、ConantMexico SA、上海康耐特及朝日控股的全部股权转让予康耐特光学。2021 年康耐特光学于港交所上市，目前公司产品在超过 90 个国家出售。

表1：康耐特光学发展历史

年份	主要事件
1996 年	公司前身旗天科技成立，以开展标准化镜片生产及销售。
2006 年	江苏康耐特成立，以拓展标准化镜片生产及销售。
2010 年	Conant Lens 成立，以于美洲拓展树脂眼镜镜片销售。
2011 年	开展定制镜片的生产及销售。
2013 年	旗天科技收购 Asahi Optical，以于日本开展标准化镜片生产。
2018 年	完成将从事树脂眼镜镜片制造业务相关的相关公司（包括但不限于上海康耐特、江苏康耐特及 Asahi Optical）重组至本公司。
2021 年	公司于港交所上市。

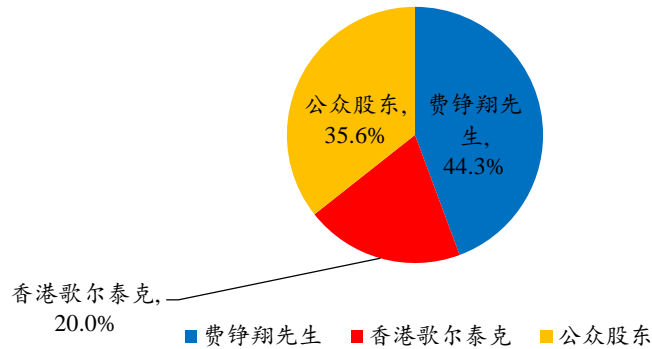
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、股权结构及管理层：公司创始人为实控人，管理层经验丰富

公司董事长、创始人费铮翔先生为实际控制人，持股 44.3%，费铮翔先生 1982 年获浙江大学化学学士学位，1989-1991 年在美国埃默里大学担任博士后研究员，1996 年创立旗天科技进入眼镜行业，在眼镜行业经验丰富。

歌尔股份有限公司的全资子公司香港歌尔泰克于 2025 年 1 月 6 日完成公司配售、2025 年 1 月 16 日完成进一步收购后，目前持股 20%。公司配售所得资金将用于智能眼镜和 XR 头显设备的镜片和视觉解决方案的研发、设计和制造。

其余公众股东持股 35.6%。

图1：公司创始人实控人，深耕眼镜行业多年


数据来源：公司公告，开源证券研究所 注：截至 2025 年 1 月 16 日

表2：公司高管团队在眼镜行业经验丰富，多名管理人员曾就职于国际领先光学企业

姓名	年龄	职位	主要职责	学历	职业经历
费铮翔	63	总经理、执行董事、控股股东、公司创始人	负责制定整体发展战略及监督集团运营	浙江大学化学学士，埃默里大学博士后研究员	在眼镜行业拥有逾 27 年经验，曾创立旗天科技，现为旗天科技监事；曾被评为 2010 年上海领军人才；同时担任上海浦东新区政协常务委员以及上海市侨商会副会长
郑育红	55	副总经理、执行董事	主要负责制定整体发展战略及监督集团上海的营运	武汉大学工程学士学位	曾担任旗天科技董事、旗天科技副总经理
夏国平	65	副总经理、执行董事		浙江大学物理学学士，伯爵翰国际大学工商管理硕士	曾担任旗天科技董事、旗天科技副总经理
陈俊华	56	执行董事	监督本集团市场推广运营	上海开放大学公共关系专业	曾任康耐特制造部经理、上海康耐特副总经理、Asahi Optical 董事
王传宝	37	执行董事	生产工艺与技术研发	扬州大学高分子材料科学与工程学士南京理工大学材料科学与工程博士	曾任亚普汽车部件股份有限公司技术研发工程师，现任本公司技术总监及江苏康耐特光学副总经理
赵晓云	51	非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	日本早稻田大学文学学士	曾任多家财务咨询、资产管理及证券公司法人代表或财务总监
肖斐	61	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	复旦大学化学学士、理学硕士中国科学院上海有机化学研究所有机化学博士	曾任复旦大学讲师、副教授、教授，东密歇根大学及佐治亚理工学院访问学者
陈一	39	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	香港大学经济金融学学士中欧国际工商学院金融硕士	曾任罗兵咸永道会计师事务所审计师、东亚银行高级行政人员、中国民生投资股份有限公司战略投资部经理，现任深圳市瑞吉生物科技有限公司财务总监
吴莹	46	独立非执行董事	向董事会提供独立意见及判断	复旦大学临床医学学士、眼科学硕士、博士	曾任复旦大学附属耳鼻喉科医院眼科医生、副主任医师，现为视光学系秘书，担任多项学术委员会职务，专业领域包括屈光手术及青少年近视治疗等

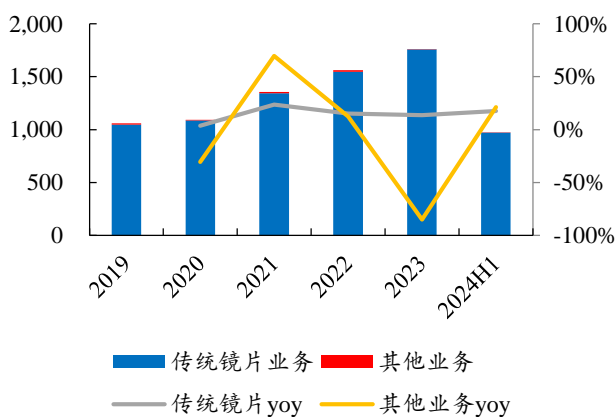
姓名	年龄	职位	主要职责	学历	职业经历
徐敬明	60	监事、监事会主席	监督董事会及高级管理层履行职务表现	/	曾任公司制造部主管、采购部经理、副总经理，现为上海康耐特副总经理，旗天科技董事
唐宝华	42	监事	监督董事会及高级管理层履行职务表现	国家开放大学行政管理学士学位	曾任上海康耐特人力资源经理助理，旗天科技监事
李艳	41	监事	监督董事会及高级管理层履行职务表现	郑州大学工商管理学士、福特海斯州立大学通识学士	曾任公司采购部采购经理助理、副采购经理、高级副采购经理，现为采购部门经理
许胡寅	37	财务总监	监督集团的会计及财务管理	上海杉达学院会计学学士	曾任上海康耐特财务主管、财务经理助理、副财务经理，现为财务总监；曾在上海联动天下网络科技有限公司任职产品经理
曹雪	33	联席公司秘书之一	负责公司秘书工作，熟悉公司运营、文化及企业管治事项	同济大学日语专业文学学士、香港都会大学企业管治硕士	曾任上海康耐特财务主管、财务经理、海外资产管理部经理，现为董事；朝日控股、Asahi Optical 董事；持有公司治理师和特许秘书资格
陈沛恒	/	联席公司秘书之一	专注于企业融资，包括首次公开招股、并购及重组工作	香港大学社会科学学士、法学硕士	香港李智聪律师事务所律师，专注企业融资工作；2011年获得香港律师资格

资料来源：2023 年公司年报，开源证券研究所（注：年龄数据截至 2023 年）

1.3、业务结构：盈利能力伴随定制化、高折射率镜片占比提升而提升

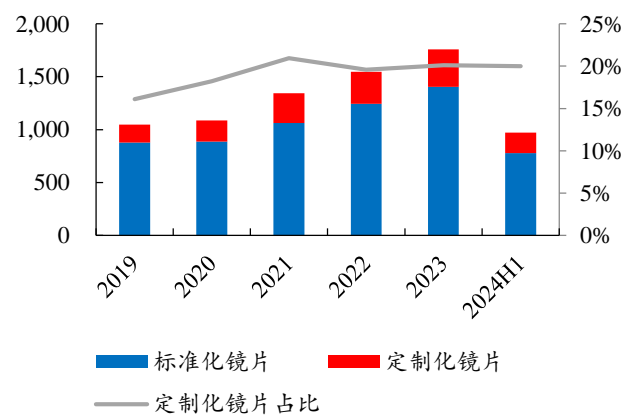
公司业务目前聚焦传统树脂镜片，其中定制化镜片占比逐渐提升。公司收入稳步增长，2023 年实现收入 17.6 亿人民币，同比增长 12.7%，2024H1 实现收入 9.8 亿人民币，同比增长 17%。公司业务聚焦传统树脂镜片，2024H1 收入占比超过 99%。从产品结构来看，公司目前镜片销售仍以标准化镜片为主，2023 年及 2024H1 公司定制化镜片占比约 20%。

图2：公司营收稳步增长（单位：百万人民币）



数据来源：Wind、开源证券研究所

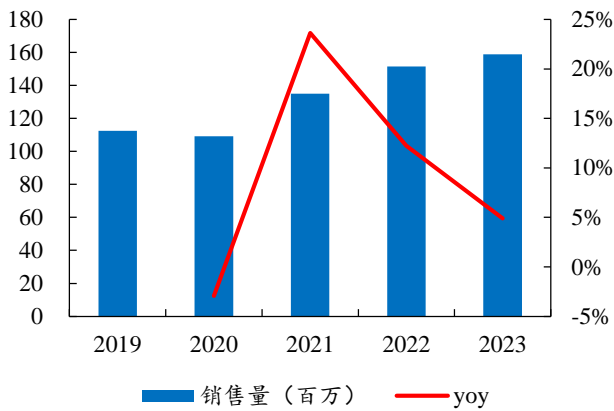
图3：公司定制化镜片占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

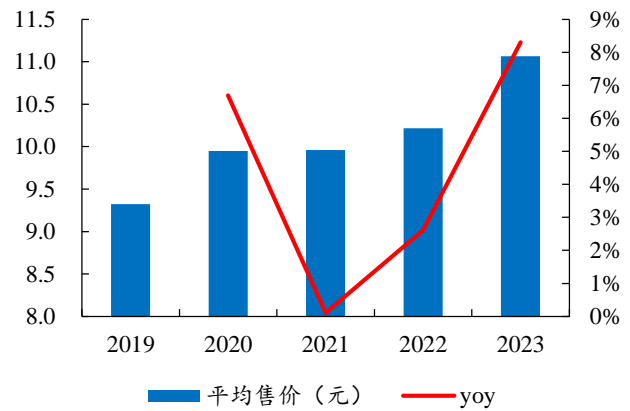
公司树脂镜片销售量和平均售价都稳步增长。2023 年公司树脂镜片销售量 1.6 亿片，同比增长 5%；平均售价 11.1 元，同比增长 8%。

图4：公司树脂镜片销售量持续增长



数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图5：2023 年公司树脂镜片平均售价明显提升



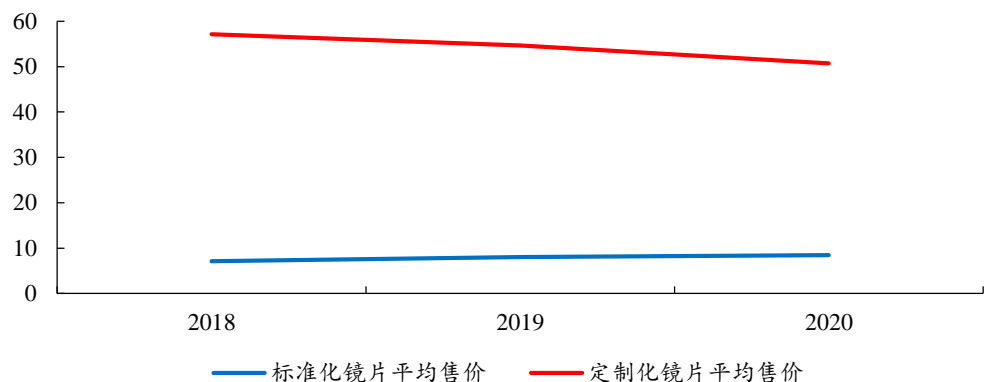
数据来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

公司整体毛利率伴随定制化镜片、高折射率镜片占比提升而提升。2019 年以来，公司整体业务毛利率由 33%提升至 2024H1 的 39%，主要由于产品结构改善：

(1) 公司定制化镜片占比由 2019 年的 16%提升至 2024H1 的 20%。2024H1 公司定制镜片毛利率 60%，高于标准化镜片的 34%。

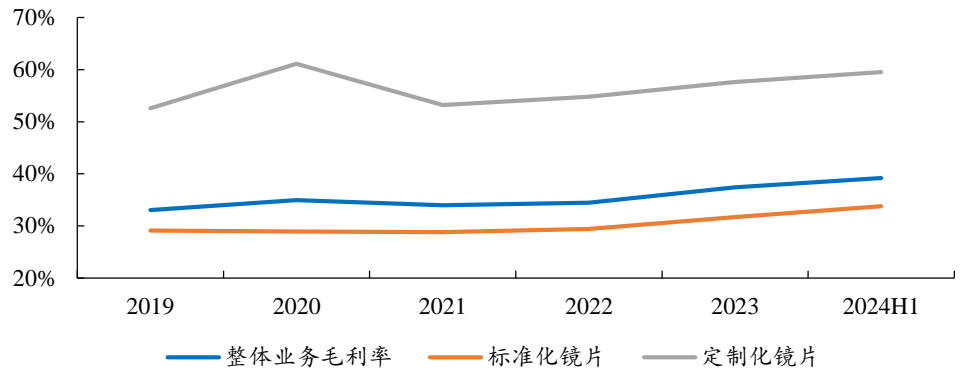
定制镜片的毛利率一般高于标准化镜片，主要由于定制镜片需基于客户对镜片特定尺寸、形状、弯曲度及矫视能力的要求而特别制造，且定制镜片主要销售给个人终端用户或销售于终端用户的零售商，因此公司具有更大的定价灵活性。2020 年公司标准化镜片约 8.44 元一片，而定制化镜片可达到 50.72 元一片。

图6：定制化镜片平均售价明显高于标准化镜片（单位：元）



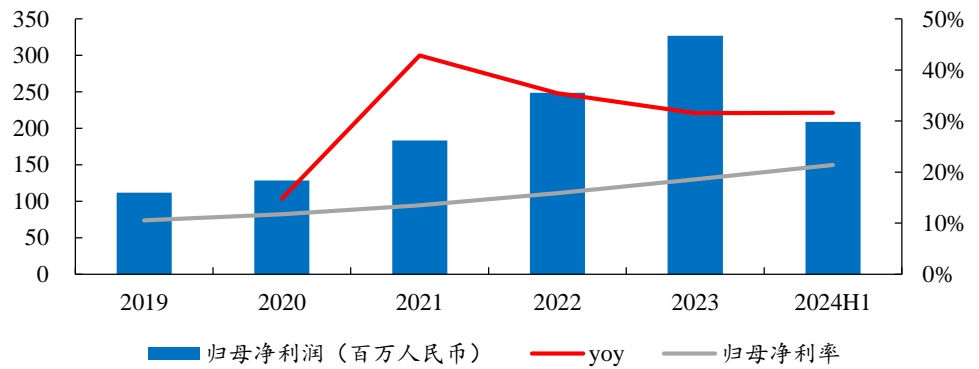
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

(2) 公司标准化镜片中高折射率产品占比增加驱动标准化镜片毛利率也有所提升。近视屈光度相同的情况下，高折射率镜片相比低折射率镜片更轻薄，所需生产技术与工艺也越先进，因此镜片价格、毛利率与折射率正相关。2019 年公司高折射率产品占比（折射率 1.6 及以上，且不含定制化镜片）约为 42%，而 2023 年达到了约 60%，高折射率产品占比提升也驱动公司标准化镜片毛利率由 2019 年的 29%提升至 2023 年的 32%，2024H1 达到 34%。

图7：公司毛利率伴随产品结构改善而逐渐提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

受益于公司营收持续增长和毛利率稳步提升，公司归母净利润保持增长。2023年实现归母净利润3.3亿人民币，同比增长32%，归母净利率19%。

图8：公司盈利能力稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、产品创新推动眼镜行业稳态增长，公司产品矩阵丰富在高端市场具备优势

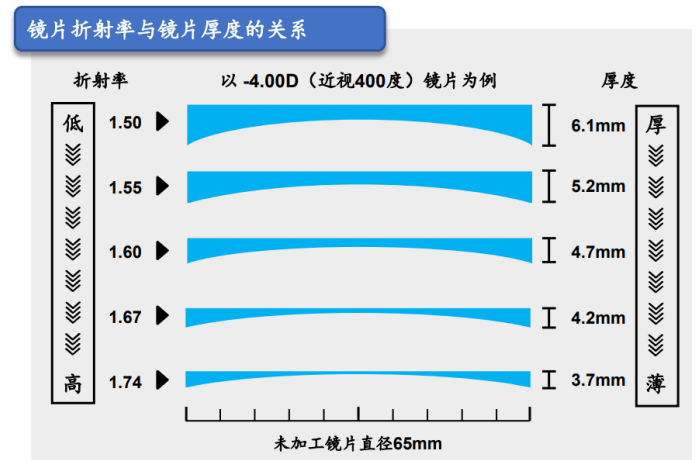
2.1、眼镜品质升级和功能性要求提高、推动行业持续增长

眼镜镜片向高折射率方向发展。眼镜镜片材料持续迭代，从玻璃镜片到树脂镜片，从折射率1.50到1.74。与传统树脂镜片材料相比，高折射镜片材料具有折射率高、色散低、质量轻、耐磨和抗冲击的优点。同等条件下，折射率的数值越大镜片越薄，也更美观。

图9：眼镜镜片材料持续迭代



图10：折射率越高镜片越薄

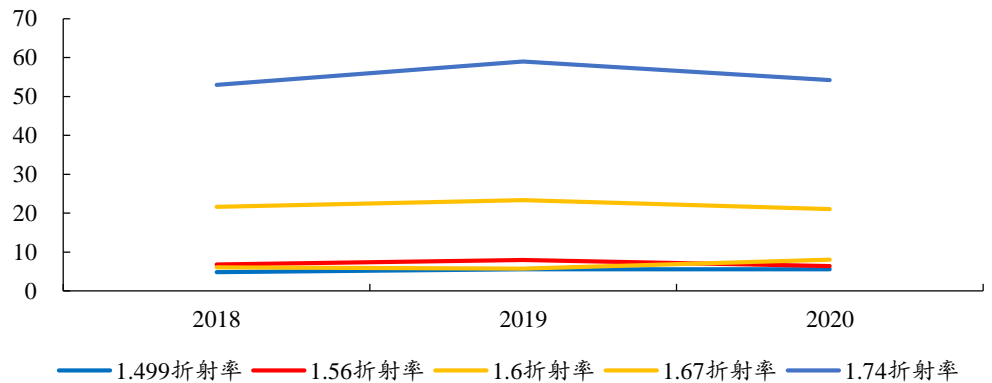


资料来源：三井化学官网、开源证券研究所

资料来源：沙利文研究、开源证券研究所

高折射率镜片售价显著高于低折射率镜片。以公司标准化镜片为例，2020年1.74折射率镜片平均售价为54.2元，显著高于1.499折射率镜片的5.6元。

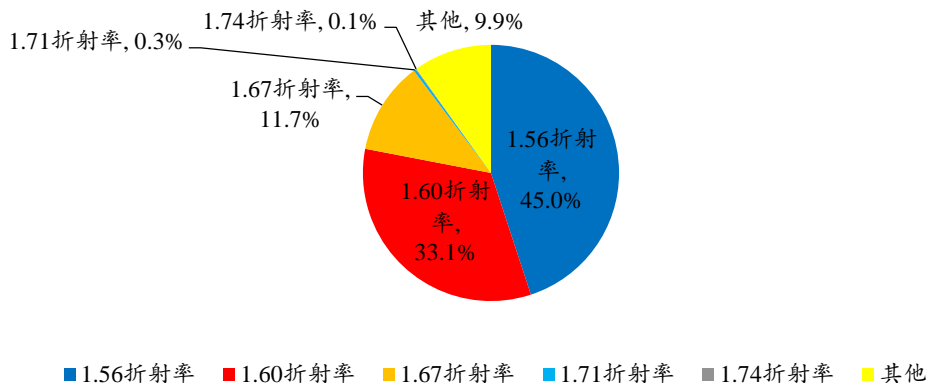
图11：公司标准化镜片高折射率产品平均售价显著更高（单位：元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从销售量来看，目前高折射率产品占比仍然较低，未来有望随着消费者对产品轻薄化的需求增加而增长。2023年全球1.70以上的高折射率镜片占比约为0.2%，而中国市场约为0.4%。2023年中国市场1.67以上的高折射率镜片占比约为12.1%。

图12：中国高折射率产品占比仍然较低（按出厂销售量计）



数据来源：沙利文研究、开源证券研究所

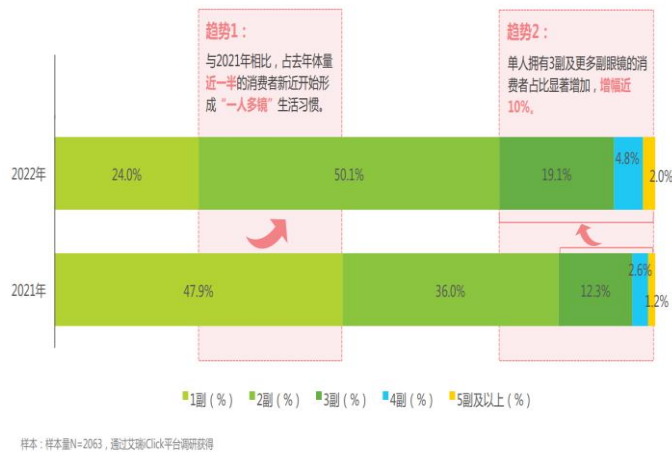
消费者需求多样化，功能化需求成为未来趋势。随着消费者视力保护意识增强，镜片消费越来越多样化，功能性镜片在普通镜片的基础上，具有近视管理、抗疲劳等功能，适合不同的人群和场景。目前市场主要的功能性镜片包括近视防控镜片、渐进镜片、光致变色镜片、抗疲劳镜片、防蓝光镜片等。根据沙利文研究数据，2023年功能性镜片销售额占比达到48.2%。功能性眼镜将消费场景细分化，也有望催化“一人多镜”趋势。

图13：眼镜功能化需求增加

功能性镜片	主要特点	适用人群
近视防控镜片	<ul style="list-style-type: none"> 运用高焦、微透镜阵列等技术，控制和减缓儿童青少年近视增长速度。 技术含量和单价都较高 	儿童青少年
渐进镜片	<ul style="list-style-type: none"> 含有两个焦点基准点的渐变焦镜片，一般设计为提供从远及近形成视矫正。 验配难度较高、技术含量较大 	40+老视人群
光致变色镜片	<ul style="list-style-type: none"> 光致变色镜片是一种当暴露在特定波长的光（一般是紫外光）时会变得深色的镜片，而当不再被此光源照射便会恢复原有的透光率而变得清透。 	户外工作者、运动爱好者
抗疲劳镜片	<ul style="list-style-type: none"> 一般抗疲劳镜片是依据类似与渐进片的原理，在镜片+0.50~+0.77度的调节负荷，来优化镜片的视光度，让调节的微波动是处于一个正常的状态下，调节系统处于正常平衡下，来达到抗疲劳的效果。 	上班族、都市青年
防蓝光镜片	<ul style="list-style-type: none"> 防蓝光眼镜是通过镜片表面镀膜（即防蓝光贴膜）将有害蓝光进行反射，或者通过镜片基材加入防蓝光剂，将有害蓝光进行吸收，从而实现蓝光阻隔作用，有效减少蓝光对眼睛的持续伤害。 	电子产品使用者

资料来源：沙利文研究、开源证券研究所

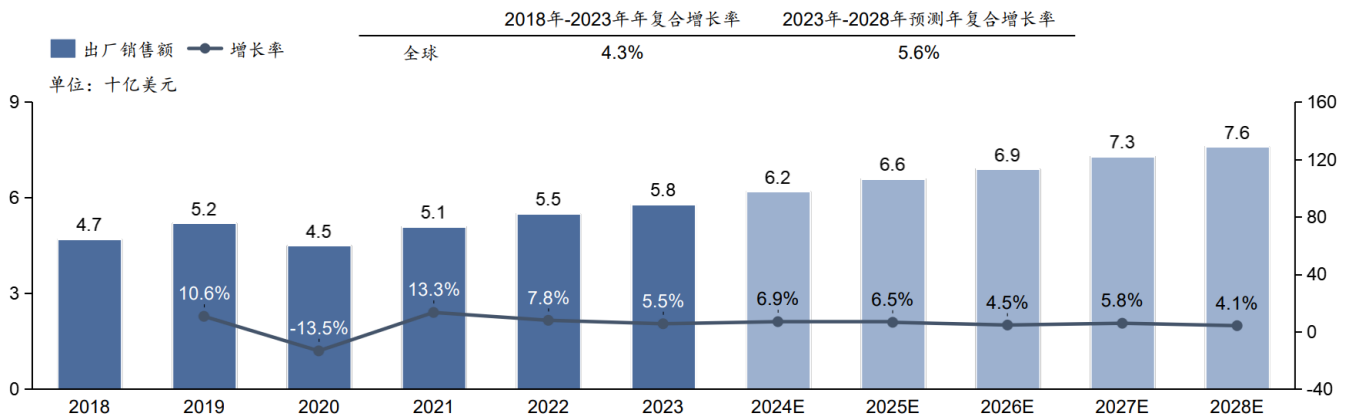
图14：“一人多镜”逐渐成为趋势



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

镜片品质提升及功能化需求增加，全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额呈现增长态势。2018年至2023年，全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额从47亿美元增长到58亿美元，年复合增长率约为4.3%。随着眼镜镜片工艺的持续升级，“一人多镜”逐渐成为趋势，根据沙利文研究预测，2028年全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额将增长至76亿美元，对应2023年至2028年的年复合增长率约为5.6%。

图15：全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额呈现增长态势

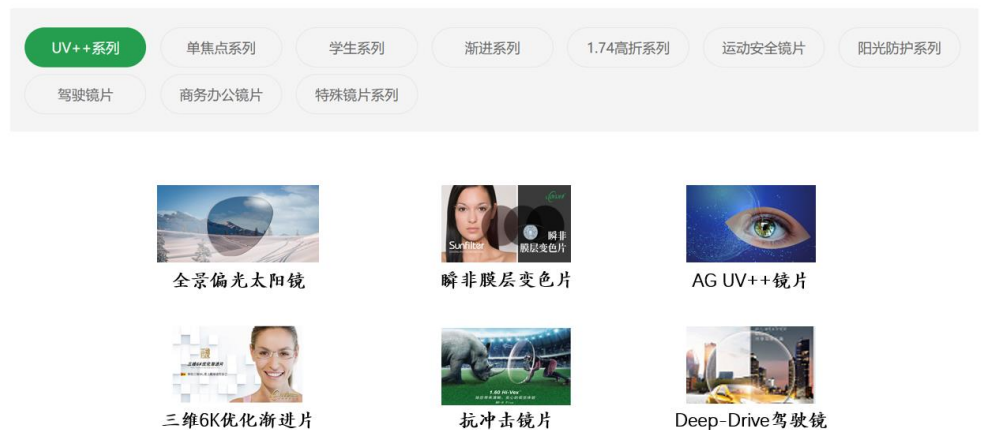


资料来源：沙利文研究、开源证券研究所

2.2、公司产品矩阵丰富、在高端市场具备产品竞争力

公司产品矩阵丰富，包含常规镜片、功能镜片和车房片等十大类共计 700 多种 SKU 规格。公司产品覆盖全年龄段客群，包括学生系列、商务办公系列和渐进系列。产品应用场景丰富，包括运动安全镜片、阳光防护镜片、驾驶镜片、商务办公镜片等。

图16：公司产品矩阵丰富



资料来源：公司官网、开源证券研究所

高折射镜片原材料国内主要供应给康耐特光学、公司在高折射率市场具有较强竞争力。高折射镜片原材料市场主要由日本三井化学株式会社及旗下韩国 KOC 垄断，1987 年三井化学即推出了高折射率材料 MR，后陆续迭代升级，折射率选择范围覆盖了从 1.60 到 1.74。而根据三井化学官网信息，公司是三井化学高折射镜片原材料的主要采购商，其中 1.74 折射率在国内几乎只供给康耐特光学。

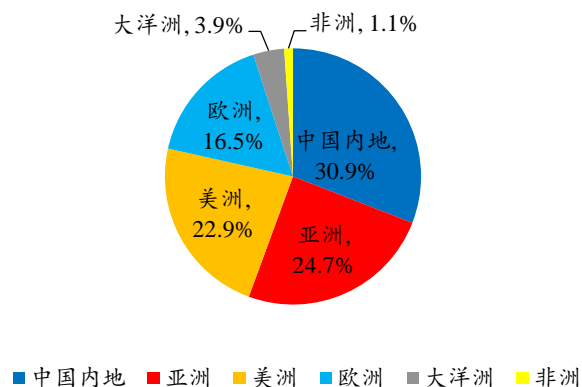
图17：三井化学折射率 1.74 产品国内厂商主要供给康耐特光学

	采用产品	采用产品				
		折射率 1.60		折射率 1.67		折射率 1.74
		MR-8™	MR-8™plus	MR-7™	MR-10™	MR-174™
 上海康耐特光学有限公司		●	●	●	●	●
 江苏万新光学有限公司		●		●		
 江苏黄金屋光学有限公司		●		●		
 江苏奥天光学有限公司		●		●		
 浙江伟星光学有限公司		●		●		
 江苏优立光学眼镜有限公司		●				
 江苏汇鼎光学眼镜有限公司		●		●		
 江苏天润光学镜片有限公司		●		●		
 江苏海一比真光学镜片有限公司		●				
 江苏明月光电科技有限公司		●			●	
 江苏恒畅光学眼镜有限公司		●				
 镇江视伟光学有限公司		●			●	
 丹阳市大尧光学眼镜有限公司		●			●	

资料来源：三井化学官网、开源证券研究所

布局于全球销售和客户群体，实现业务全球化、分散化。从收入地区结构来看，公司收入来自多个地区，以海外为主，2024H1 公司来自中国大陆收入占比约 30.9%。产品销往欧美、东南亚等 90 多个国家及地区。

图18：公司收入来自多个地区，以海外为主



数据来源：公司 2024H1 财报、开源证券研究所

公司不断提高产能和自动化水平、提高生产效率。公司目前拥有三个生产基地，分别在上海、江苏和日本靖江。公司为上海定制化加工中心及江苏高折镜片车间购置生产设备并进行产线改造，提升了生产效率。

表3: 公司传统镜片生产基地

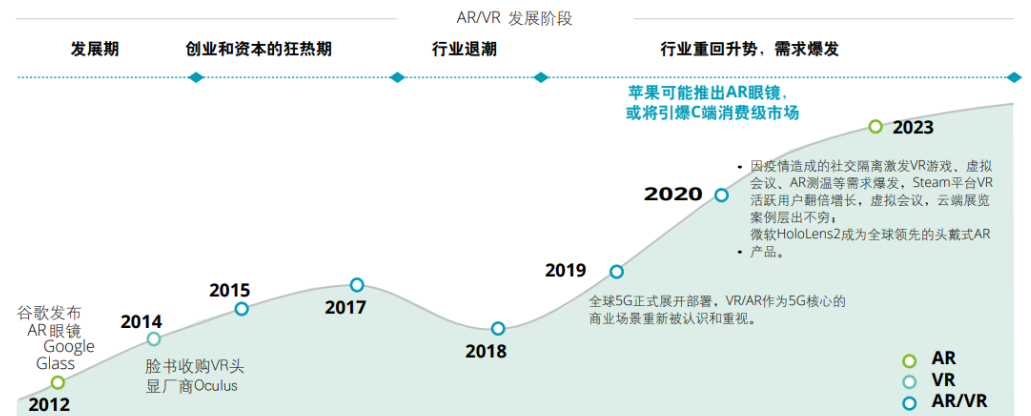
	主要用途
上海	1、生产折射率为 1.60 及 1.67 的标准化镜片 2、生产定制镜片
江苏	1、生产折射率为 1.4999/1.56 及 1.74 的标准化镜片 2、镜片模具生产
日本靖江	生产折射率为 1.67 及 1.74 的标准化镜片

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、与头部消费电子公司合作，拥抱 XR 产业趋势

3.1、XR 技术逐渐成熟有望成为产业趋势、光学是其中核心环节

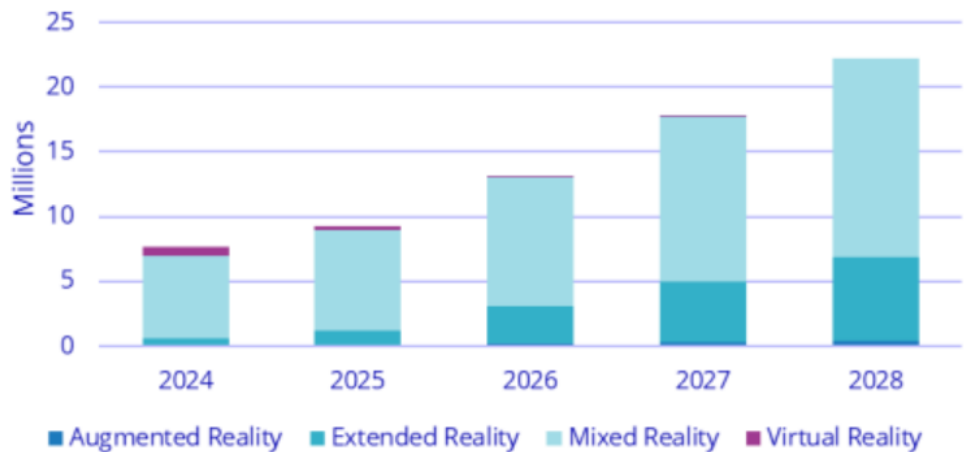
XR (Extended Reality) 是扩展现实，是指将现实与虚拟结合起来进行人机互动的可穿戴设备。目前 XR 设备主要包括了 VR 虚拟现实、AR 增强现实和 MR 混合现实等。2012 年谷歌发布了首款 AR 增强现实眼镜 Google Project Glass，2014 年 Meta 收购头显厂商 Oculus 进入 VR 行业，随后索尼、HTC、三星、字节跳动等大厂也相继进入了 XR 行业。2023 年苹果发布首款头戴式“空间计算”显示设备 Vision Pro。

图19: XR 发展阶段


资料来源：德勤、开源证券研究所

IDC 预计 2025 年混合现实头戴设备的出货量将达到 770 万台，同比增长 21.7%。而增强现实头戴设备则由于需要高水平的复杂性，电池和显示技术尚未完全成熟，而发展相对更慢，预计将从 2024 年的 5.9 万台增长到 2028 年的 37.7 万台。

图20: XR 技术逐渐成熟, 未来有望成为产业趋势



资料来源: IDC

光学是 XR 硬件端的核心环节。XR 硬件端零部件主要包括了计算平台、显示屏、光学、传感器、摄像头、马达、电源、声学等。光学是 XR 的核心环节, 以 Meta Quest 3 为例, 光学占到总成本的 12%。而光学中的近视调节直接关系到近视用户群体的体验, 是光学中重要一环。

图21: Meta Quest 3 硬件端光学是重要环节

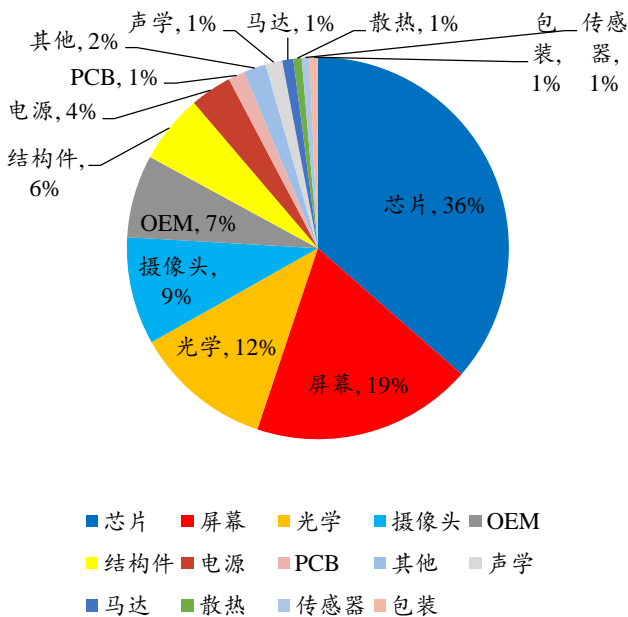
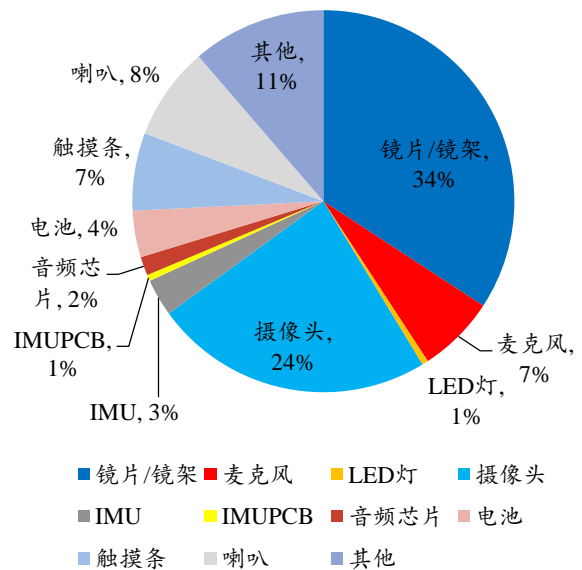


图22: Ray Ban Meta 智能眼镜 BOM (除主板外)



数据来源: Wellseenn XR、开源证券研究所

数据来源: Wellseenn XR、开源证券研究所

目前对于近视用户, 具备显示功能的 AR 眼镜主要有三种解决方案: (1) 自带调节功能, 比如星纪魅族发布的 AR 智能眼镜 StarV View, 无需安装近视镜片, 左右镜支持独立旋钮 0-600 度近视调节。(2) 外加近视镜片, 消费者同时购买近视镜片, 采用卡扣或者磁吸等方法与 AR 眼镜共同使用。(3) 将波导片与近视片一体化, 能够有效减轻整体重量, 与光学显示路径匹配度更高, 但考虑到技术难度更高, 成本也更高。

表4：部分 XR 眼镜近视镜片方案

品牌	产品	发布时间	近视镜片方案
行者	X-lens	2024/5	安装在镜腿上
星纪魅族	StarV Air2	2024/9	插拔夹片式
Xreal	Xreal air 2 ultra	2024/7	插拔夹片式
雷鸟	雷鸟 Air 3	2024/10	插拔夹片式
多屏未来	INAIR 2	2024/8	插拔夹片式
奇点临近	QIDI Vida	2024/4	插拔夹片式
Rokid	Rokid Glasses	2024/11	插拔夹片式
NTT QONONOQ Devices	MiRZA	2024/9	插入式镜片
苹果	Apple Vision Pro	2023/6	磁吸式
Pimax 小派	Crystal Super	2024/11	磁吸式
HTC	HTC VIVE Focus Vision	2024/9	磁吸式
Meta	Meta Quest 3S	2024/9	磁吸式
PICO	PICO 4 Ultra 混合现实一体机	2024/8	磁吸式
大朋	大朋 VR P1 Pro Cam	2024/10	磁吸式
玩出梦想	玩出梦想 MR	2024/6	磁吸式
影目科技	INMO AIR3	2024/11	卡扣式
傲雪	Aoxue Vision Max	2024/11	屈光度调节
谷东科技	H4000 AR 智能头盔	2024/3	屈光度调节
Looktech	Looktech AI 智能眼镜	2024/11	屈光度调节
Viture	Viture Pro	2024/8	屈光度调节
创维	创维 pancake 2	2024/1	屈光度调节
OPPO	OPPO Air Glass 3	2024/2	适配光学镜片

资料来源：淘宝等、开源证券研究所

3.2、公司积极拥抱 XR 产业链，与全球领先消费电子公司合作

公司依靠多年积累的镜片定制化能力，与全球领先消费电子公司达成合作。公司目前已成立 XR 研发服务中心，与美国多家头部企业在内的多个全球领先的消费电子公司的多个研发项目进展顺利。2024 年 12 月公司在泰国收购一块土地，将用于 XR 产品配套镜片的自动化生产线建设。我们预期伴随未来 XR 设备放量，公司有望凭借多年积累的镜片定制化能力获取一定份额。

表5: 公司 XR 业务相关进展

时间	进展
2024.09.30	公司公告, 已与跨国消费电子企业签署产品供应框架协议, 公司成立了 XR 研发和服务中心。
2024.12.10	公司公告, 与包述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。
2024.12.12	以等价人民币 48 百万收购一块泰国土地, 主要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。
2025.01.06	完成向歌尔股份子公司歌尔泰克配售 5332.5 万股 (占配售前 12.5%, 占配售后 11.11%)。配售所得款项净额约为 8.28 亿港元, 将用于面向智能眼镜和 XR 头显设备的镜片和视觉解决方案的研发、设计和制造。
2025.01.16	歌尔泰克完成对公司的收购, 收购完成后持股 20%。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

考虑到公司镜片种类多样化、高附加值产品占比逐渐提高, 我们预期 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.6/23.7/27.5 亿元, 对应分别同比增长 16.9%/15.1%/16.3%。

考虑到公司定制化镜片和高折射率产品占比逐渐提高, 且后期布局更高价值量 XR 相关业务, 我们预期公司盈利能力有望持续改善, 预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 39.9%/42.6%/44%。我们预期 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.3/5.7/6.9 亿元, 对应分别同比增长 32.2%/31.4%/21.4%, 归母净利润率分别为 21%/24%/25%。

表6: 康耐特光学盈利预测 (百万人民币)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,356	1,561	1,760	2,058	2,368	2,754
YoY	24.1%	15.1%	12.7%	16.9%	15.1%	16.3%
毛利润	460	538	658	820	1,010	1,212
YoY	20.4%	16.9%	22.4%	24.6%	23.1%	20.1%
毛利率	33.9%	34.4%	37.4%	39.9%	42.6%	44.0%
经营利润	238	313	380	485	642	786
YoY	17.5%	31.5%	21.3%	27.5%	32.6%	22.3%
经营利润率	17.6%	20.1%	21.6%	23.6%	27.1%	28.5%
归母净利润	184	249	327	432	568	690
YoY	42.9%	35.4%	31.6%	32.2%	31.4%	21.4%
归母净利润率	13.5%	15.9%	18.6%	21.0%	24.0%	25.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所预测

4.2、估值与投资建议

考虑到公司镜片种类多样化、高附加值产品占比逐渐提高，我们预期 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.6/23.7/27.5 亿元，对应分别同比增长 16.9%/15.1%/16.3%。考虑到公司定制化镜片和高折射率产品占比逐渐提高，且后期布局更高价值量 XR 相关业务，公司盈利能力有望持续改善，我们预期 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.3/5.7/6.9 亿元，对应分别同比增长 32.2%/31.4%/21.4%，对应 EPS 分别为 0.9/1.2/1.4 元。

公司是国内重要的树脂眼镜镜片供应商，我们选取了 A 股眼镜行业龙头明月镜片、博士眼镜，和光学行业龙头永新光学作为可比公司。公司当前股价 28.5 港币对应 2024-2026 年 29.8/22.7/18.7 倍 PE，低于可比公司 59.4/47.9/40.1 倍的平均值。首次覆盖给予“买入”评级。

表7：康耐特光学同业估值对比

证券代码	证券名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			CAGR	PE		
			2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
301101.SZ	明月镜片	113	1.8	2.1	2.4	17%	63.3	53.8	46.6
300622.SZ	博士眼镜	87	1.3	1.5	1.7	18%	69.3	58.7	50.1
603297.SH	永新光学	101	2.2	3.2	4.3	39%	45.5	31.1	23.6
平均值			5.2	6.8	8.4	27%	59.4	47.9	40.1
2276.HK	康耐特光学	129	4.3	5.7	6.9	26%	29.8	22.7	18.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：康耐特光学预测数据来自开源证券研究所、其余公司预测数据来自 Wind，2025 年 3 月 24 日汇率 1 HKD=0.92347RMB）

5、风险提示

行业竞争加剧风险：若公司竞争对手在高折射率产品进展加速，公司高端业务产品增速或承压。

公司新业务研发不及预期：XR 业务对镜片要求更高，若公司研发不及预期，则订单落地或将推迟。

XR 放量不及预期：公司 XR 业务有赖于 XR 销量放量，若 XR 行业放量不及预期，则公司新业务增长将延迟。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,263	1,415	1,714	2,163	2,735
现金	336	331	522	867	1,295
应收账款	251	292	329	379	441
存货	533	487	557	611	694
其他流动资产	143	306	306	306	306
非流动资产	525	570	652	745	853
固定资产及在建工程	403	455	538	631	739
无形资产及其他长期资产	122	114	114	114	114
资产总计	1,789	1,984	2,366	2,909	3,588
流动负债	422	432	381	356	345
短期借款	172	95	95	95	95
应付账款	94	126	124	136	154
其他流动负债	155	210	162	124	96
非流动负债	221	158	158	158	158
长期借款	180	110	110	110	110
其他非流动负债	41	48	48	48	48
负债合计	643	589	539	513	503
股本	427	427	427	427	427
储备	719	968	1,401	1,969	2,659
归母所有者权益	1,146	1,395	1,827	2,395	3,085
少数股东权益	0	1	2	3	4
负债和股东权益总计	1,789	1,985	2,368	2,912	3,592

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	185	481	482	658	768
税前利润	282	393	509	668	812
折旧和摊销	45	56	62	62	62
营运资本变动	-153	33	-82	-64	-97
其他	12	-1	-6	-8	-8
投资活动现金流	-159	-273	-291	-313	-340
资本开支	-119	-126	-144	-166	-193
其他	-39	-147	-147	-147	-147
融资活动现金流	-281	-212	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	135	85	0	0	0
其他	-416	-297	0	0	0
汇率变动对现金的影响	0	-0	-0	-0	-0
现金净增加额	-255	-5	191	346	428
期末现金总额	336	331	522	867	1,295

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,561	1,760	2,058	2,368	2,754
营业成本	-1,023	-1,102	-1,238	-1,359	-1,542
营业费用	-70	-103	-119	-130	-151
管理费用	-155	-175	-216	-237	-275
其他收入/费用	-6	27	32	32	32
营业利润	307	407	517	674	818
净财务收入/费用	-26	-14	-8	-6	-6
其他利润	0	-0	0	0	0
除税前利润	282	393	509	668	812
所得税	-33	-66	-76	-100	-122
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	249	327	432	568	690
EBITDA	300	435	562	724	867
扣非后净利润	249	327	432	568	690
EPS(人民币)	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	12.7	16.9	15.1	16.3
营业利润(%)	22.4	32.5	27.0	30.6	21.2
归属于母公司净利润(%)	15.9	18.6	21.0	24.0	25.0
获利能力					
毛利率(%)	34.4	37.4	39.9	42.6	44.0
净利率(%)	15.9	18.6	21.0	24.0	25.0
ROE(%)	21.7	23.4	23.6	23.7	22.3
ROIC(%)	16.6	20.4	21.2	21.8	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	278.2	336.7	439.2	566.7	713.5
净负债比率(%)	56.1	42.2	29.4	21.4	16.3
流动比率	3.0	3.3	4.5	6.1	7.9
速动比率	1.1	1.5	2.2	3.3	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	1.1	1.0	1.4	1.6
每股净资产(最新摊薄)	2.7	3.3	3.8	5.0	6.4
估值比率					
P/E	46.1	35.1	29.8	22.7	18.7
P/B	10.0	8.2	7.1	5.4	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn