

【广发轻工&海外】康耐特光学 (02276.HK)

全球树脂镜片龙头，技术研发实力引领行业

核心观点：

- **引领光学镜片行业，康耐特光学龙头地位稳固。**据 iFinD，公司 18-23 年收入 CAGR 达 16%；归母净利 CAGR 达 33%。2024H1，公司收入增长至 9.76 亿元，同比+17.47%，归母净利达 2.09 亿元，同比+31.63%。公司业绩持续亮眼，当前已发展成为全球树脂镜片龙头。
- **镜片市场持续扩容，中国增速超越全球。**据沙利文研究院，23 年我国眼镜零售额达到 890.6 亿元，18-23 年 CAGR 为 4.7%。其中，镜片作为眼镜的核心组成部分，23 年零售额达 348.1 亿元。在产业链上游，镜片原料生产存在较高壁垒，目前很大程度上仍依赖进口；中游树脂镜片行业竞争格局较为分散；下游销售渠道则仍以线下零售门店为主。
- **全球树脂镜片龙头，技术研发领先行业。**据弗若斯特沙利文，按销售额计，23 年康耐特全球市占率已经提升至第 5 名；按销售量计，康耐特全球排名第二。公司客户结构丰富，实现多渠道、多市场布局，未来将加大国内市场投入。公司与日本三井化学深度合作，是国内首家获得 MR174 原料并成功实现 1.74 镜片量产的企业。国内外三大基地协同高效，产能利用率高，持续优化升级。商业模式创新，C2M 模式推动产品结构优化，定制化业务占比提升，有望持续提升客单价和毛利率，在行业竞争中占据领先地位。
- **盈利预测与投资建议。**公司为全球树脂镜片龙头，产品远销全球 90 多个国家。在传统业务稳增基础上，公司与歌尔达成战略合作，有望通过强大的渠道及技术壁垒，率先进入智能眼镜供应链，完成从传统镜片向精密电子元件的创新。预计公司 24-26 年 EPS 为 0.90/1.11/1.33 元/股，参考可比公司，给予公司 25 年 25 倍估值，按照 1HKD=0.93CNY，对应合理价值 29.76HKD/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**单一供货商依赖，国际市场与贸易政策变动，经销商管理不当，智能眼镜配套研发失败等风险。

盈利预测：

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1561	1760	2084	2427	2817
增长率（%）	15.1%	12.7%	18.4%	16.5%	16.1%
EBITDA（百万元）	353	462	492	592	706
归母净利润（百万元）	249	327	431	531	638
增长率（%）	35.4%	31.6%	31.9%	23.1%	20.0%
EPS（元/股）	0.58	0.77	0.90	1.11	1.33
市盈率（x）	8.1	9.2	29.9	24.3	20.2
市净率（x）	1.8	2.2	7.3	5.8	4.6
EV/EBITDA（x）	5.8	6.2	25.6	20.7	16.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（注：盈利预测单位为人民币元）

公司评级

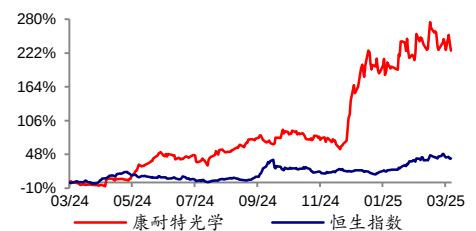
买入

当前价格	26.90 港元
合理价值	29.76 港元
报告日期	2025-03-27

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	479.93/479.93
总市值/流通市值（百万港元）	12909/12909
一年内最高/最低（港元）	30.90/7.93
30 日日均成交量/成交额（百万）	2.10/59.19
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	23.68/85.52

相对市场表现



分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

分析师：

李悦瑜



SAC 执证号：S0260524120002



021-38003784



liyueyu@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001



SFC CE No. BSE791



021-38003540



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，曹倩雯、李悦瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、引领光学镜片行业，康耐特光学龙头地位稳固.....	5
（一）专注镜片生产，产品远销全球近百个国家.....	5
（二）集中股权与专业管理，高管团队人员稳定.....	6
（三）经营稳健，自主品牌及定制业务占比持续提升.....	7
二、镜片市场持续扩容，中国增速超越全球.....	9
（一）眼镜市场稳定增长，中国增速超越全球平均.....	9
（二）上游树脂原料依赖进口，中游外资品牌占据优势，下游销售以线下为主.....	11
三、全球镜片龙头，技术研发实力引领行业.....	13
（一）客户优质，核心原料布局抢占先机.....	13
（二）三大基地协同高效，产能布局优化升级.....	17
（三）康耐特的创新 C2M 商业模式：个性化定制与结构优化.....	19
（四）布局高景气智能眼镜赛道，打造第二成长曲线.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	23
五、风险提示.....	25
（一）单一供货商依赖风险.....	25
（二）国际市场与贸易政策变动风险.....	25
（三）经销商管理不当风险.....	25
（四）智能眼镜配套研发失败风险.....	25

图表索引

图 1: 康耐特光学发展历程	5
图 2: 康耐特光学主要产品	6
图 3: 康耐特光学股权结构 (截止 2025 年 1 月 6 日)	6
图 4: 康耐特光学营收及同比 (亿元, %)	8
图 5: 康耐特光学归母净利润及同比 (亿元, %)	8
图 6: 2024 年中报康耐特光学各产品营收占比 (%)	8
图 7: 康耐特光学各产品收入及同比增速 (百万元, %)	8
图 8: 康耐特光学分地区营收及同比 (亿元, %)	9
图 9: 康耐特光学国内外收入占比 (%)	9
图 10: 康耐特光学毛利率与净利率 (%)	9
图 11: 康耐特光学各项费用率 (%)	9
图 12: 全球眼镜市场预估价值 (亿美元)	10
图 13: 2018-2028 中国眼镜零售额及增速	10
图 14: 2018-2028 中国镜片零售额及增速	10
图 15: 2016-2025 年中国镜片零售量及单价	11
图 16: 我国镜片行业产业链	11
图 17: 20 年全球树脂镜片市场格局 (按收入计)	12
图 18: 20 年国内树脂镜片市场格局 (按产量计)	12
图 19: 2021 年消费者购买眼镜渠道	13
图 20: 康耐特客户结构 (截止 2021 年 5 月 31 日)	14
图 21: 康耐特供应商结构 (截止 2021 年 5 月 31 日)	14
图 22: MR 材料相较其它材料性能更优	16
图 23: MR 材料和其它材料生产镜片的物性比较	16
图 24: 三井化学镜片材料折射率分布	16
图 25: MR 系列材料相较普通材料更为轻薄	16
图 26: 2018-2025 年三井为中国企业提供 MR 原料名单	17
图 27: 康耐特光学上海生产基地	18
图 28: 康耐特光学江苏生产基地	18
图 29: 康耐特光学日本生产基地	18
图 30: 康耐特光学三大基地总产能 (百万件, %)	18
图 31: C2M 模式下的四大优势	19
图 32: 标准及定制镜片的营收与同比 (百万元, %)	20
图 33: 标准及定制镜片的出厂价及毛利率 (元, %)	20
图 34: 按折射率拆分的收入和同比 (百万元, %)	20
图 35: 不同折射率镜片的出厂价 (元)	20
图 36: 全球 AI 智能眼镜季度销量 (万副)	21
图 37: 全球 AI 眼镜销量及预测 (万副)	21
图 38: 全球 AR 设备出货量 (万台)	21
图 39: 中国 AR 设备出货量 (万台)	21
图 40: 18-24H1 研发费用及费用率 (万元, %)	22

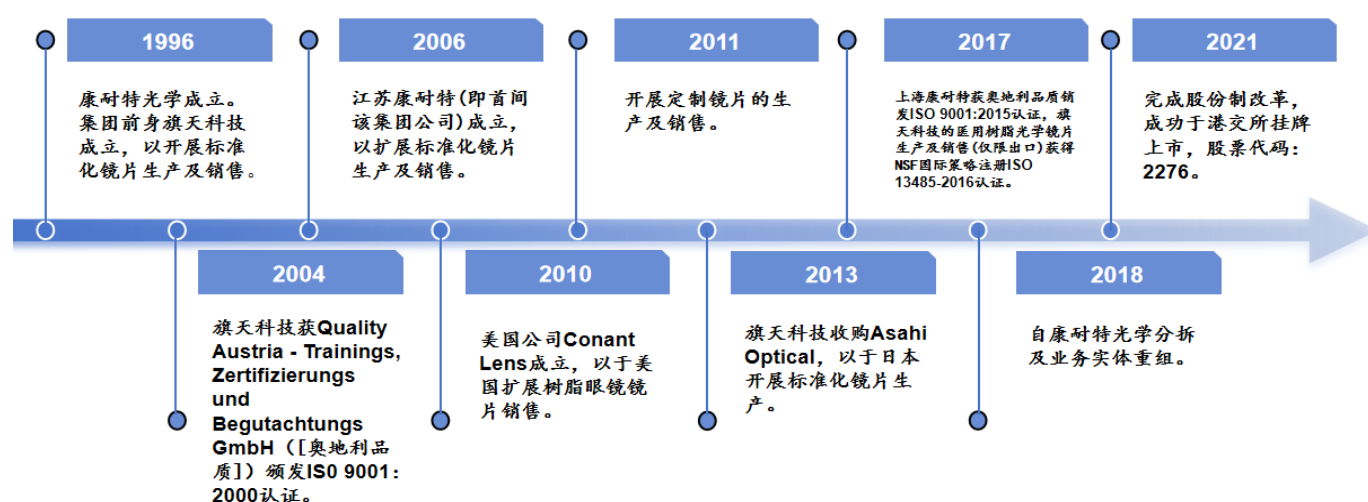
图 41：康耐特光学部分专利情况.....	22
表 1：康耐特光学主要人员	7
表 2：主流镜片原材料概况	12
表 3：康耐特光学眼镜镜片品牌商、批发商和特约分销商数量及变动（截止至 2021 年 5 月）	14
表 4：康耐特光学按客户地理位置划分的营业收入.....	15
表 5：康耐特光学三大基地各产能	18
表 6：智能眼镜设备区分.....	20
表 7：康耐特光学营收拆分（单位：百万元）	23
表 8：康耐特光学可比公司 PE 估值情况（市值统计截止 2025.03.26 收盘）	24

一、引领光学镜片行业，康耐特光学龙头地位稳固

（一）专注镜片生产，产品远销全球近百个国家

上海康耐特光学科技集团股份有限公司是一家中国领先的树脂眼镜镜片制造公司。其前身旗天科技由费铮翔先生于1996年创立，创立初期即从事树脂镜片的生产及销售。2004年，旗天科技获（[奥地利品质]）颁发的ISO 9001:2000认证，标志着公司在质量管理方面达到了国际标准。2006年江苏康耐特成立，公司标准化镜片产能进一步扩张。2010年至2013年，公司先后成立Conant Lens、收购Asahi Optical，自此公司逐步将市场拓展至美洲、日本等地区，国际化布局初见雏形。在此期间，由于客户的扩张，公司也开始承接定制镜片业务，交付能力再上台阶。2018年，康耐特完成了业务分拆，并将从事树脂眼镜镜片制造的相关公司重组整合至本公司，优化公司的业务结构，提高运营效率。2021年，康耐特光学完成股份制改革，并于香港交易所挂牌上市。通过不断的努力和创新，康耐特光学成功地搭建了一个覆盖全球市场的销售网络，并在树脂镜片领域确立了稳固的龙头地位。

图1：康耐特光学发展历程

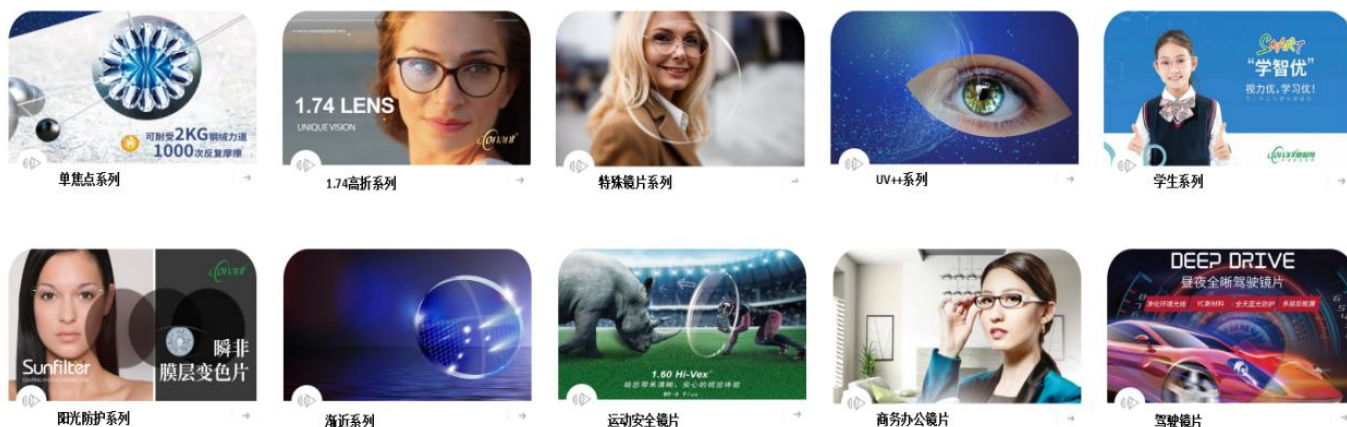


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

康耐特光学专注于各类树脂眼镜镜片的生产及销售，产品线齐全，功能性多样，可满足消费者的不同需求。其主要产品包括单焦点系列、渐进系列、学生系列、阳光防护系列、UV++系列、1.74高折系列、运动安全镜片、驾驶镜片、商务办公镜片及特殊镜片系列。业务模式涵盖标准镜片和定制镜片的生产与销售。标准镜片提供固定规格和参考价格，供客户直接选择；定制镜片则根据客户的具体需求进行个性化生产，价格因产品复杂性而异。

据康耐特光学官网显示，公司在全球范围内拥有广泛的销售网络。据公司24年半年报，公司产品销往90多个国家，包括但不限于中国、美国、日本、印度、澳洲、泰国、德国及巴西。此外，康耐特光学拥有三个生产基地，分别位于中国上海、江苏以及日本靖江，这些基地均通过了ISO 9001:2015质量管理体系认证，确保了产品的高品质和稳定性。

图2：康耐特光学主要产品



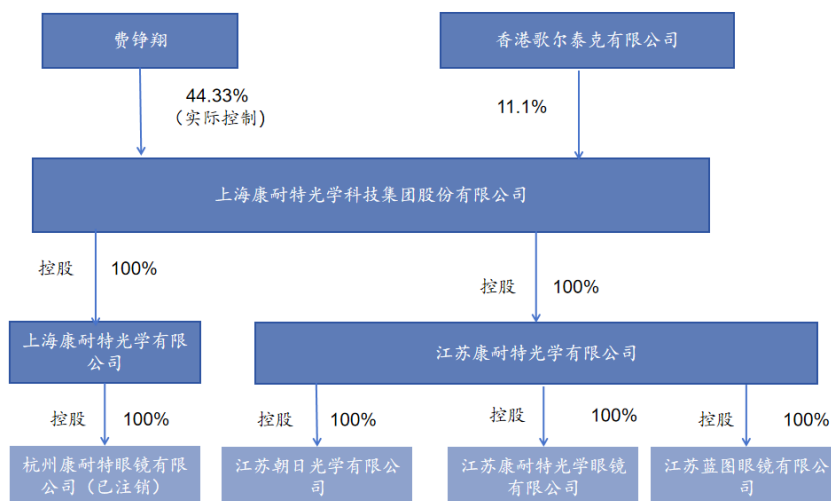
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）集中股权与专业管理，高管团队人员稳定

康耐特光学的股权结构较为集中。据iFinD数据显示，截止2025年1月6日，公司创始人兼董事会主席、总经理费铮翔先生直接持股44.33%，为公司第一大股东。香港歌尔泰克有限公司于24年战略入股康耐特，截止25年1月6日持有公司股份11.11%。

康耐特光学的管理层由经验丰富的专业人士组成，他们在公司任职多年，形成了一个稳定的核心管理团队。费铮翔先生在眼镜行业拥有超过27年的丰富经验，对行业的深刻理解和前瞻性决策对公司的发展起到了关键作用。此外，费先生曾于1989年至1991年在美国乔治亚州的埃默里大学(Emory University)担任博士后研究员。他还获得了多项荣誉和认可，包括被评为2010年上海领军人才，担任上海浦东新区中国人民政治协商会议常务委员及上海市侨商会副会长等社会职务。其余多位高管均有眼镜或镜片行业多年的经营或销售经验，高管团队稳定。

图3：康耐特光学股权结构（截止2025年1月6日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

表1：康耐特光学主要人员

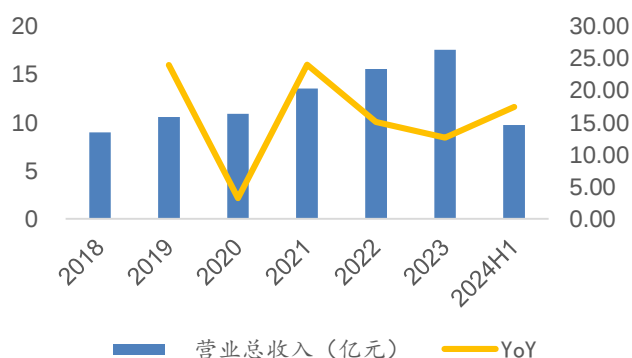
姓名	职务	简介
费铮翔	董事会主席,执行董事,总经理	1960年生,博士研究生学历。“全国十大青年化学家”。现任上海林梧实业有限公司执行董事兼总经理,浦东新区政协常委、上海市侨商会副会长、浦东新区侨联副主席。于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司执行董事,于2018年6月20日获委任为公司总经理,于2021年11月30日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司董事会主席。
陈俊华	执行董事,副总经理	1967年出生,本科学历。现任上海康耐特光学股份有限公司副总经理。于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司的执行董事。于2019年1月1日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司副总经理。
夏国平	执行董事,副总经理	1959年生,研究生学历。现任上海康耐特光学股份有限公司副总经理。于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司的执行董事。于2019年1月1日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司副总经理。
郑育红	执行董事,副总经理	1968年生,本科学历,高级工程师。曾主持从日本引进国内第一条高折射树脂镜片生产线的消化吸收、光致变色片和偏振光树脂镜片的研发等工作。2008年4月起担任公司董事兼副总经理。于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司的执行董事。郑先生于2019年1月1日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司副总经理。
王传宝	执行董事	中国人民政治协商会议江苏省(南通市启东)代表。其目前为公司技术总监及公司全资子公司江苏康耐特光学有限公司的副总经理。于加入集团之前,王先生为亚普汽车零部件股份有限公司研发部的技术研发工程师。2022年4月22日担任上海康耐特光学科技集团股份有限公司监事、监事会主席。于2024年3月7日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司执行董事。
徐敬明	监事会主席,监事	男,中国国籍,无境外永久居留权。1963年生,高中学历。曾任职于上海永新毛巾厂。现任上海康耐特光学股份有限公司董事、采购部经理。于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司监事。于2024年3月7日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司监事会主席。
许胡寅	财务总监	男,于2021年2月22日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司财务总监并主要负责监督集团的会计及财务管理。拥有超过九年的会计和财务管理经验。中国注册会计师协会、中国注册税务师协会及中国资产评估协会会员,2020年度上海市会计高级(后备)人才。
曹雪	董事会秘书	女,于2021年12月16日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司联席公司秘书。曹女士于树脂眼镜镜片行业拥有超过七年经验,对于公司业务营运、公司文化及企业管治方面事宜具有丰富知识。自2017年5月起,彼亦担任朝日控股的董事,且自2021年4月起担任Asahi Optical的董事。于2013年7月取得同济大学日语专业文学学士学位。

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

（三）经营稳健，自主品牌及定制业务占比持续提升

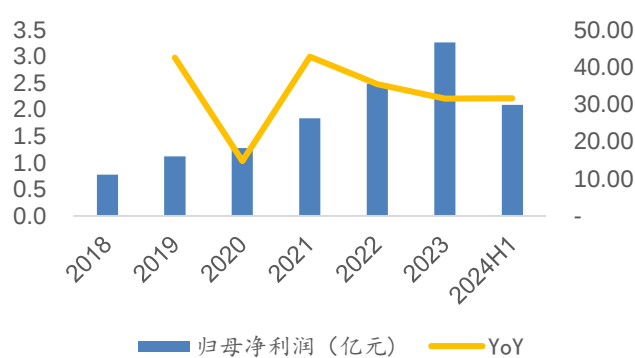
康耐特光学近年来营收和利润皆实现稳健增长。据ifind，2018年至2023年，公司营收从8.5亿元增至17.6亿元，期间CAGR达到16%；归母净利润从0.8亿元提升至3.3亿元，CAGR达到33%，得益于产品结构优化，公司利润增速整体高于收入增速。尽管2020年受疫情影响，公司增幅放缓，但凭借公司快速响应政策变动，改变销售策略，20年收入及利润仍然实现正增长。2021年公司业绩重拾高增长，表现亮眼。据公司24年中期报告显示，24H1公司营收为9.76亿元，同比增长17.47%；归母净利润2.09亿元，同比增长31.63%，领先行业。

图4：康耐特光学营收及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

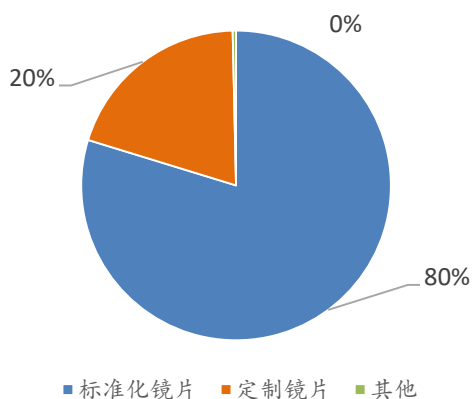
图5：康耐特光学归母净利润及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

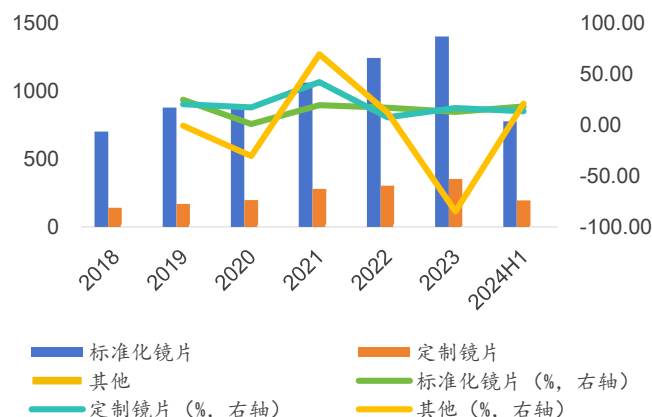
康耐特光学的产品为标准化镜片及定制镜片。公司主要营收来源是标准化镜片，营收占比高。2021年-2023年，标准化镜片的营业收入由10.62亿元增长至14.04亿元，复合年增长率达14.97%。定制镜片虽然营收占比相对较小，但增速较高，预计后续增长动力强劲。2021年-2023年，定制镜片的营业收入由2.81亿元增长至3.54亿元，复合年增长率达12.11%。2024年中期报告显示，标准化镜片的营业收入达到7.79亿元，定制镜片的营业收入达到1.94亿元，分别占比80%和20%。其他产品的营收和增速较低，对公司整体营收的影响有限。

图6：2024年中报康耐特光学各产品营收占比（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

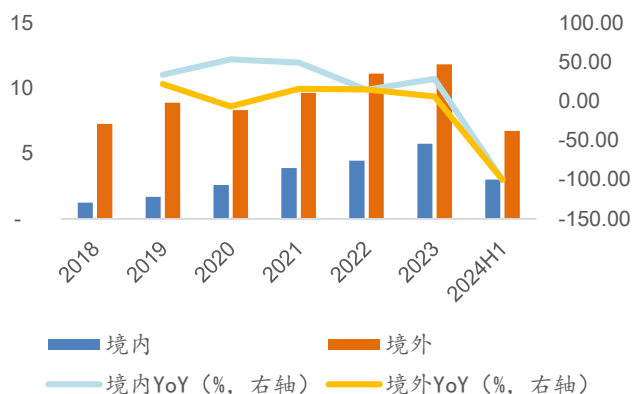
图7：康耐特光学各产品收入及同比增速（百万元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

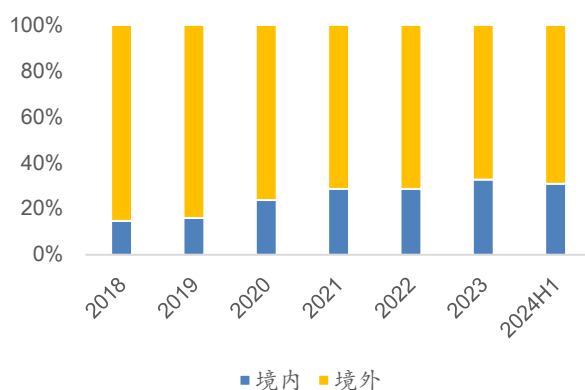
康耐特光学当前的营收主要依赖海外市场，包括但不限于美国、日本、印度、澳大利亚、泰国、德国及巴西等地。2018年至2023年，公司外销收入由7.3亿元增长至11.8亿元，除23年外占比均超过70%；国内地区的营业收入从1.3亿元增长至5.8亿元，占比由14.72%增长至32.70%。据公司24年半年度报告，康耐特在中国地区实现营收3.02亿元，同比上升22.66%，占比达30.91%，增长迅速；在境外地区实现营收6.75亿元，同比上升15.29%，占比达69.09%。基于公司在国际市场的坚实基础，外销仍然为公司核心收入来源，但中国市场的发展潜力不容小觑，未来公司有望加大中国市场投入，持续抢占国内镜片行业份额。

图8：康耐特光学分地区营收及同比（亿元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

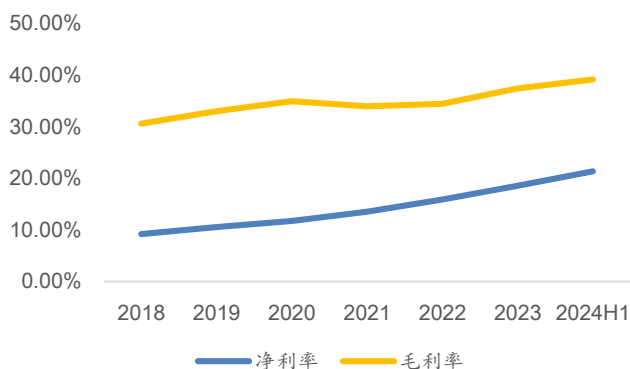
图9：康耐特光学国内外收入占比（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

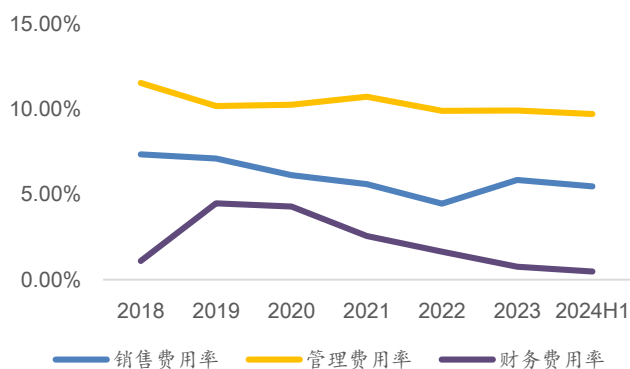
康耐特光学在2018至2024年上半年期间展现出明显的盈利能力提升。得益于公司定制镜片业务及自主品牌业务的持续扩张，公司收入结构得到明显优化，毛利率从2018年的30.61%增长至2024年上半年的39.16%；净利率也从9.19%增长至21.38%。在费用率方面，康耐特光学逐步站稳脚跟，费用投放有所下降，销售费用率从2018年的7.36%下降至2024年上半年的5.49%；管理费用率也从2018年的11.56%降低至2024年上半年的9.72%；财务费用率则从2018年的1.11%下降至2024年上半年的0.49%，整体经营稳健。

图10：康耐特光学毛利率与净利率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图11：康耐特光学各项费用率（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

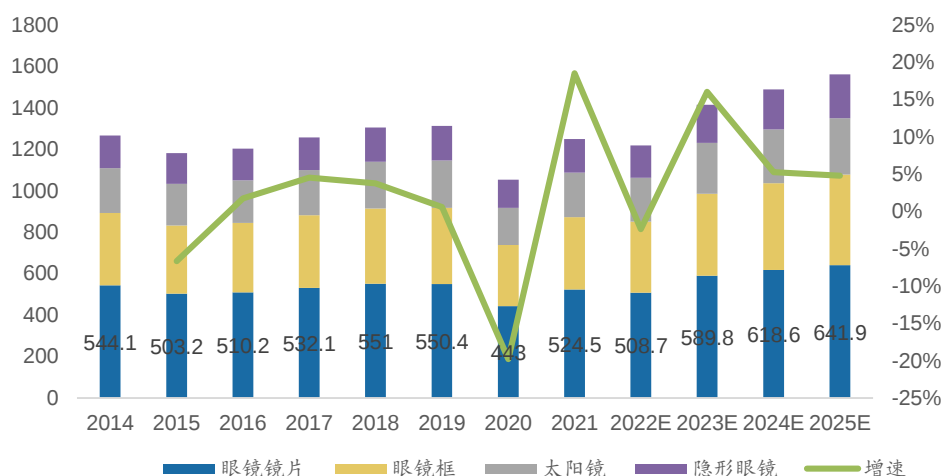
二、镜片市场持续扩容，中国增速超越全球

（一）眼镜市场稳定增长，中国增速超越全球平均

全球眼镜市场持续扩张，镜片为其中最大的细分市场。受人口增长、老龄化、近视低龄化、城市化、生活方式改变等多重因素影响，预计全球眼镜需求将持续增长，眼镜行业市场规模仍有扩张空间。据Statista数据显示，2015-2021年全球眼镜市场规模从1183亿美元提升至1249亿美元，期间CAGR达0.9%，主要系2020年消费场景受损，行业增速转负。从21年数据来看，镜片为眼镜行业最大的细分市场，占

比超过40%。镜框、太阳镜、隐形眼镜市场则排在第二、三、四位。预计21年后眼镜行业重回稳定增长通道，22年全球眼镜市场规模约1220亿美元，到2025年有望达到约1562亿美元，期间CAGR预计达8.6%。

图12：全球眼镜市场预估价值（亿美元）

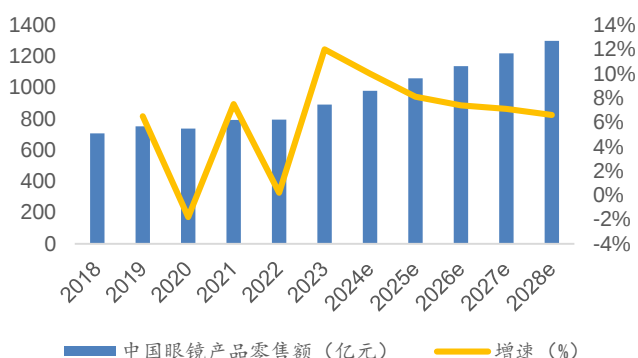


数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

我国眼镜市场增速高于全球平均水平。据沙利文研究院统计，2023年我国眼镜零售额达到890.6亿元，2018-2023年CAGR为4.7%，预计2028年将达到1299.7亿元。其中，镜片市场仍为最大的细分市场，2023年零售额达348.1亿，2018-2023年CAGR为4.4%。

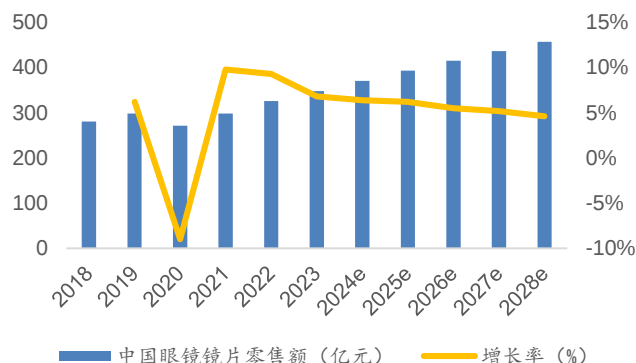
我国镜片销售呈量、价齐升趋势，2016-2019年我国镜片零售量CAGR达2.8%，期间单价CAGR达1.4%。20年镜片行业量、价皆短暂受到疫情影响，21年及后续年份消费持续复苏，行业重回快速增长态势。2024年我国眼镜行业市场规模有望突破千亿，其中镜片市场规模有望达到413亿元。

图13：2018-2028中国眼镜零售额及增速



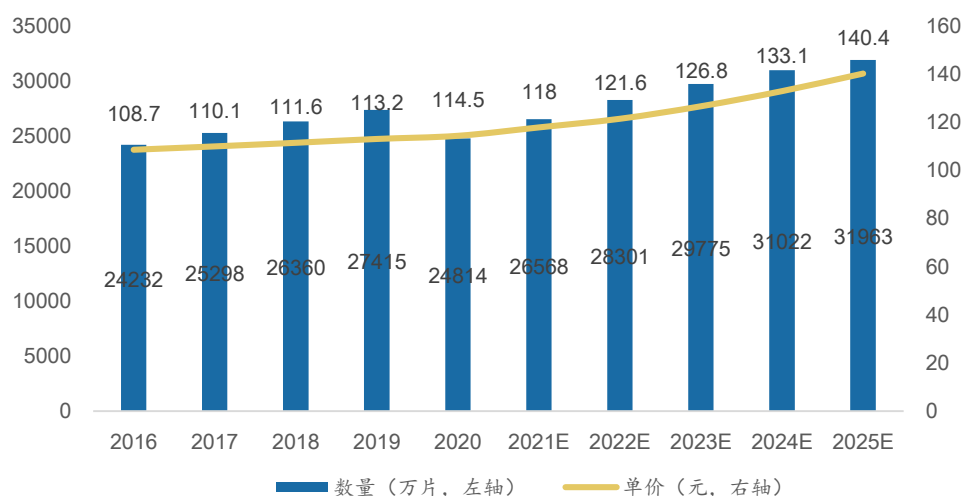
数据来源：沙利文研究院，广发证券发展研究中心

图14：2018-2028中国镜片零售额及增速



数据来源：沙利文研究院，广发证券发展研究中心

图15：2016-2025年中国镜片零售量及单价



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

（二）上游树脂原料依赖进口，中游外资品牌占据优势，下游销售以线下为主

眼镜产业链上游供应商向中游提供树脂、玻璃、光学添加剂、模具等原料和设备。中游生产厂商负责镜片和镜架的生产，并承担材料、技术、光学性能研发工作，同时向下游商家提供设备加工、销售及视光培训支持。下游负责对接各类终端客户，主要由线上电商平台、零售眼镜店、医院渠道等为客户提供验光配镜等专业服务。

图16：我国镜片行业产业链



资料来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

上游镜片原料生产壁垒高，依赖进口。镜片原材料主要有树脂、PC、玻璃、水晶等，其中树脂为近年使用最普遍的材料，较传统材料有轻便廉价、性质稳定、不易破碎等优势。树脂镜片生产过程涉及光学、结构物理、有机化学等多项复杂专业。其中，预聚物的生产以及聚合固化为镜片生产的关键性步骤，该步骤工序复杂、精密

度高、技术难度较大。目前日、韩等国高折射率镜片生产技术较为成熟，然而我国树脂镜片自主生产多为低折射率，暂时无法实现对新材料的大规模工业化生产，国内企业对于高折射率镜片的进口依赖程度较高。

表2：主流镜片原材料概况

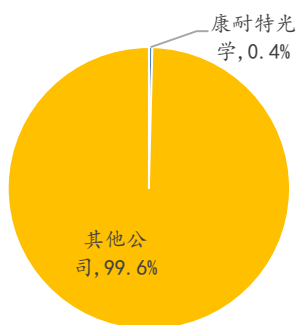
原材料	简介	优势	劣势
树脂	由高分子有机化合物经模压浇铸成型或注塑成型制成	质量轻，佩戴更舒适；抗冲击能力强，不易碎更安全；优良的透光性；易再加工可满足特殊需要	耐刮性较差；硬度低；耐热性能差
PC	热塑性材料，化学名称为聚碳酸酯	有韧性，不易破碎；质量轻；良好的防紫外线性能	价格高；加工麻烦；色散控制不理想
玻璃	主要成分为二氧化硅（SiO ₂ ）、钠钛硅酸盐	优越的光学性质，阿贝数高，一般可以达到59左右；折射率恒定且较高、理化性能稳定；表面硬度高，更耐磨损	厚重，影响佩戴舒适性；易碎，安全性差
水晶	主要成分为二氧化硅，天然透明矿物质	质地细腻坚硬；不易磨损；不易潮湿；不吸收辐射和热量；耐得起一般酸性溶液的腐蚀	脆性大；不易研磨，加工困难；天然水晶来源少，产量较低；价格昂贵

资料来源：天津市眼科医院公众号、浙江省眼科医院公众号、广发证券发展研究中心

中游树脂镜片行业竞争格局较为分散。从全球市场来看，据康耐特招股说明书，按收入体量计，康耐特2020年全球市占率排名第九，市场份额约为0.4%，且是唯一进入前十的中国企业。从国内市场来看，2020年的中国树脂眼镜镜片产量为1508.7百万件，康耐特产量排名第一，市场份额约为8.5%。

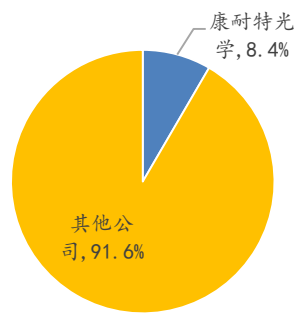
公司招股书数据仅统计至2020年，据弗若斯特沙利文的最新数据统计，按树脂镜片销售额计，23年康耐特全球市占率已经提升至第5名，收入约3亿美元，前四名分别为依视路（约百亿美元）、日本豪雅（约15亿美元）、德国蔡司（约10亿美元）、罗敦司得（约10亿美元）；按树脂镜片销售量计，23年康耐特是全球排名第二的树脂镜片制造商，销量约1.5亿件以上，排名第一的为依视路（约3亿件以上），第三至第五名分别为中国万新光学（约1亿件以上）、日本豪雅（数千万件）、德国蔡司（数千万件）。

图17：20年全球树脂镜片市场格局（按收入计）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

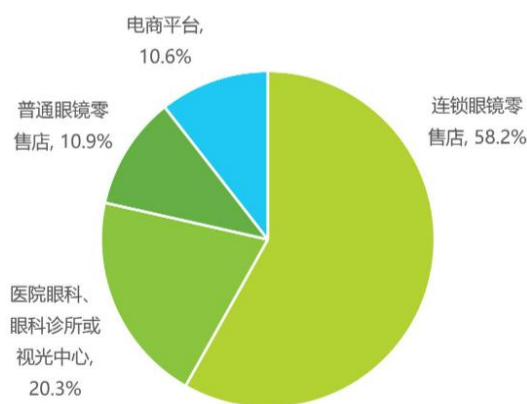
图18：20年国内树脂镜片市场格局（按产量计）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

下游销售以线下渠道为主，医学渠道兴起。根据艾瑞咨询数据显示，2021年消费者选择连锁眼镜零售店渠道购买眼镜的比例为58.20%，选择普通眼镜零售店的比例为10.90%，主要系线下门店可满足消费者科学验光和试戴体验的要求，其中疫情对普通眼镜零售店影响程度相对较高，大型眼镜连锁零售商因供应链完备、交付周期较短，拥有较强的抗风险能力，受影响程度相对较低；消费者选择电商渠道的比例为10.60%，主要系电商渠道眼镜产品售价相对低廉；消费者选择医学渠道的比例为20.30%，主要系医院配镜中心与眼科诊所等医学渠道具有高门槛、专业化的优势。为应对来自电商与医院渠道的竞争压力，传统镜片零售商家正向眼视光专业化与线上线下零售一体化积极转型。

图19：2021年消费者购买眼镜渠道



样本：N=2500，于2021年10月通过艾瑞iClick在线平台调研获得。

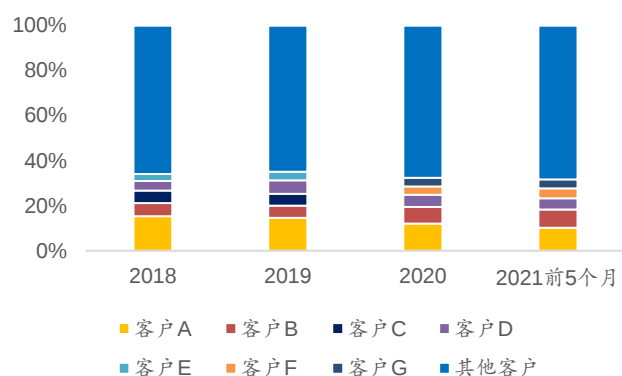
数据来源：《2021年中国眼镜行业白皮书》，艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

三、全球镜片龙头，技术研发实力引领行业

（一）客户优质，核心原料布局抢占先机

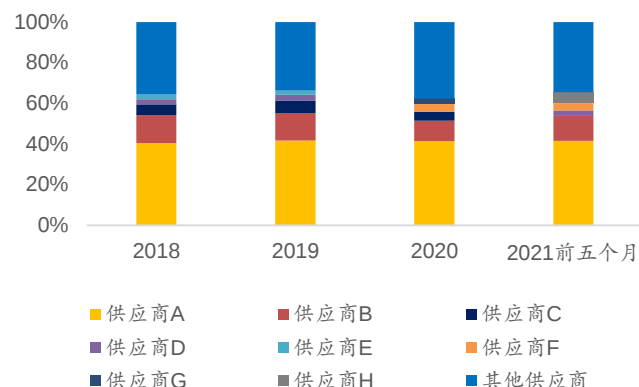
公司客户结构多年来维持稳定，实现多渠道、多市场布局。据康耐特招股书显示，2018年至2021年5月期间，公司前五大客户结构稳定，合计占比基本维持在30%以上，2021年前五个月公司前五大客户占比达到31.7%，公司早年为豪雅承接代工业务起家，豪雅也持续为公司第一大客户，其成立于1941年，为东京证交所上市的专业光学玻璃制造商及医疗技术公司。除此之外，随公司在镜片产业链持续深耕，以及对于新客户、新渠道的持续开拓，公司第二到第五大客户历年来有所变动，但整体占比较为稳定。

图20：康耐特客户结构（截止2021年5月31日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图21：康耐特供应商结构（截止2021年5月31日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

从渠道结构来看，康耐特客户可划分为五大类别。（1）眼镜镜片品牌商，包含国际眼科光学企业，2018年至2021年前五个月期间，公司分别拥有76、86、86及73名镜片品牌商，该渠道收入占公司总收入的比重最高，但毛利率相对较低，21年5月该渠道毛利率达29.3%，略低于公司整体毛利率水平。（2）批发商，在价值链具备中介地位，各期公司分别拥有406、470、437、360家批发商，数量有所减少主要系公司主动地严格筛选，提高批发商标准所致。（3）零售商，包含终端眼镜店及眼科诊所。（4）特约分销商，公司在中国及多个海外市场设立特约分销商，合作时将充分考虑其在地市场的影响力，且皆签订分销协议，下游客户向此类分销商下达订单后再由分销商负责终端产品交付。公司各期特约经销商数量分别为77、85、78及60家。（5）个人终端用户，主要来自线上电商平台及位于江苏的生产基地、三家零售店面及一所启东医院的眼科中心。该渠道体量最小，但毛利最高，毛利率由18年的68.5%持续提升至21年5月的77.4%。

表3：康耐特光学眼镜镜片品牌商、批发商和特约分销商数量及变动（截止至2021年5月）

年份	眼镜镜片品牌商		批发商		特约分销商		总计	
	数量（家）	增减（家）	数量（家）	增减（家）	数量（家）	增减（家）	数量（家）	增减（家）
2018	76		406		77		559	
2019	86	10	470	64	85	8	641	82
2020	86	0	437	-33	78	-7	601	-40
2021年5月	73	-13	360	-77	60	-18	493	-108

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

从市场结构来看，公司对国内市场重视程度逐渐提升。据公司招股书显示，公司客户广泛分布于全球多个地区，截止21年5月，公司已将树脂镜片产品销售至80个国家，包括但不限于中国、美国、日本、印度、澳洲、泰国、德国及巴西。其中亚洲地区（除中国外）为公司第一大市场，占比达到25.2%。据公司23年年报，截止23年公司镜片销售已覆盖超90个国家，包括但不限于中国、美国、日本、印度、澳洲、泰国、德国及巴西。覆盖面持续扩大。细分来看，中国镜片市场高速发展，其重要性

开始凸显，公司也开始将部分资源倾斜至中国市场，中国市场的收入已从18年的125,649千元提升至24H1的301,823千元，占比从14.7%提升至24H1的30.9%，24H1中国市场收入同比增长22.66%，预计在未来仍将维持较快增速。此外，美洲市场、亚洲（除中国外）、欧洲市场也为公司贡献较为稳定的营收来源，24H1占比分别达到22.96%、24.69%、16.48%，同比增长18.06%、20.0%、11.46%。另外，大洋洲，非洲市场的收入占比相对较小，24H1分别为3.90%和1.05%。公司拥有领先的拓新能力，展现出强劲的国际竞争力和市场影响力。

表4：康耐特光学校客户地理位置划分的营业收入

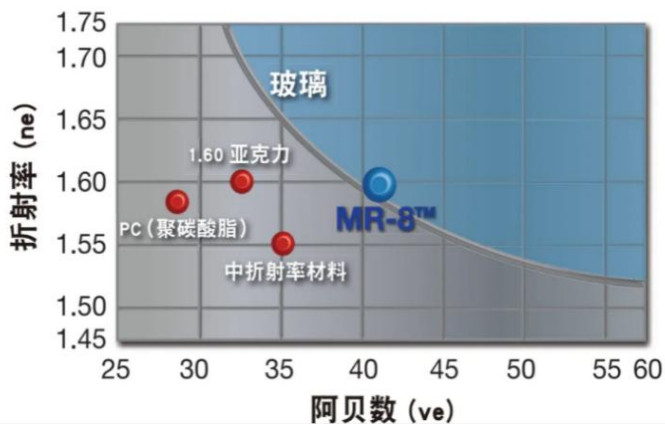
	2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024H1	
	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%	人民币 (千元)	%
中国	125,649	14.7	168,917	16.0	260,376	23.8	389,253	28.7	447,167	28.6	575,351	32.7	301,823	30.9
亚洲 (中国除外)	314,528	36.8	397,903	37.6	291,541	26.7	287,802	21.2	356,602	22.8	378,923	21.5	241,074	24.7
美洲	229,970	26.9	258,187	24.4	305,558	28.0	369,905	27.3	391,529	25.1	405,599	23.1	224,178	23.0
美国	153,173	17.9	159,035	15.0	203,758	18.6	265,577	19.6	--	--	--	--	--	--
美洲 (美国除外)	76,797	9.0	99,152	9.4	101,800	9.3	104,328	7.7	--	--	--	--	--	--
欧洲	129,981	15.2	148,212	14.0	144,886	13.3	232,006	17.1	289,177	18.5	299,901	17.0	160,937	16.5
大洋洲	18,962	2.2	36,234	3.4	37,817	3.5	47,004	3.5	62,704	4.0	75,865	4.3	38,100	3.9
非洲	34,670	4.1	49,393	4.7	52,986	4.9	30,112	2.2	14,138	0.9	24,002	1.4	10,284	1.1
合计	853,760	100.0	1,058,846	100.0	1,093,164	100.0	1,356,082	100.0	1,561,317	100.0	1,759,641	100.0	976,396	100.0

数据来源：公司招股书，公司 21-23 年年报、公司 24H1 半年报，广发证券发展研究中心

掌握核心1.74原材料，先发优势强劲。康耐特光学在树脂镜片制造领域具有显著的竞争优势，其中1.74折射率镜片的原材料供应尤为为核心。据公司招股说明书，康耐特的1.74折射率镜片主要向日本三井化学采购原材料MR-174™，公司与三井达成战略合作并持续签订框架协议，多年来合作关系稳定。

1987年，三井化学推出MR光学材料，该材料利用聚合技术，拥有高耐久性（不易发黄）、高耐热性、高机械强度、环保等特性，广泛应用于眼科镜片应用。三井自推出MR™以来，持续研发推出MR-7™、MR-10™、MR8™、及MR-174™。随着材料推陈出新，其折射率及阿贝指数也不断创新，当前MR-174™为1.74镜片最关键的生产原料。据康耐特招股书，国内1.74原料市场呈垄断格局，三井为1.74单体的主要供应商。按销量计，三井于20年占中国1.74单体供应行业约99.9%的市场份额，业内仅少数的其他1.74单体供应商能够提供数量、质量稳定的1.74单体。据三井23年年报显示，三井成立以来持续深耕视光行业，自研实力强大，同时持续以收购方式完善市场。2011年收购ACOMON完善低折镜片领域；12年收购韩国KOC继续补充中高折领域的布局；20年收购COTEC获得疏水、防反光镀膜方面材料，布局进一步深化；22年收购Coburn，一家视光镜片设备生产厂商，自此，三井完成在镜片产业链的纵向深耕，22年其视光原料在视光镜片行业市占率达到45%，位居全球第一。

图22: MR材料相较其它材料性能更优



数据来源：三井化学官方公众号，广发证券发展研究中心

图23: MR材料和其它材料生产镜片的物性比较

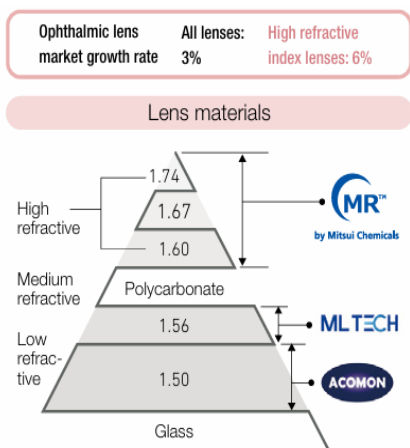
	MR™系列材料				其他材料				
	MR-8™	MR-7™	MR-10™	MR-174™	PC (聚碳酸酯)	亚克力 (折射率: 1.60)	中折射率 (CR-39® RAV7™)	ADC (CR-39® RAV7™)	玻璃
折射率 (ne)	1.60	1.67	1.67	1.74	1.59	1.60	1.55	1.50	1.52
阿贝数 (ve)	41	31	31	32	28-30	32	34-36	58	59
热变形温度 (°C)	118	85	100	78	142-148	88-89	-	84	>450
染色性	好	优	好	一般	不可以	好	好	好	不可以
抗冲击性	好	好	好	一般	好	一般	一般	一般	差
抗静压负荷性	好	好	好	一般	好	差	差	好	好

数据来源：三井化学官方公众号，广发证券发展研究中心

随着人们对轻薄、高强度、高附加值镜片的需求上升，三井化学的 MR™ 系列高折射率镜片材料在快速增长的新兴经济体中均呈现出良好的增长势头。据三井官网，公司看好高折镜片的发展，预计全球高折镜片增速（约6%）将快于镜片整体增速（约3%），且中国市场发展潜力尤为充足。

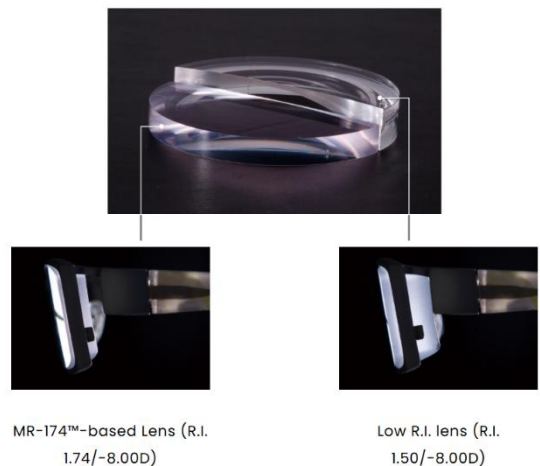
据三井化学官方公众号显示，基于对中国市场的看好，三井也较早地与中国企业达成MR系列原材料的合作。康耐特早在2011年就向三井采购MR原料，且在18年成为国内首家获得MR-174™的企业，18至24年间，康耐特也一直是国内唯一一家得到MR-174™充足供应且实现1.74镜片量产的国产企业，对于其在中国高折市场的铺设贡献了强大的先发优势。

图24: 三井化学镜片材料折射率分布



数据来源：三井化学 2023 年财报，广发证券发展研究中心

图 25: MR 系列材料相较普通材料更为轻薄



数据来源：三井化学公司官网，广发证券发展研究中心

25年三井已与共计22家中国企业展开MR原料合作，其中包括合作多年的康耐特、明月镜片、万新光学、伟星光学等企业。但其中，高折原料MR-174的合作商仍然有限，25年开始虽然明月继康耐特后也进入MR-174供应名单，但我们预期其首次合作，短期供应量相对较小，且研发壁垒较高，起量或仍需一定时间。我们认为三井在筛选客户时，高折原料并非纯粹的“价高者得”的模式，而是需要经过充分的国内

市场及客户影响力等多方面考察，最终决定高折原料归属，其门槛仍然极高，预计未来出现国内竞争大幅加剧的可能性较小。基于此判断，具有强大研发实力及客户储备的龙头企业有望仍持续与三井达成合作，康耐特预计维持领先优势。

图26：2018-2025年三井为中国企业提供MR原料名单

2018年					2019年					2020年					2021年				
MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174
康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特
万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	明月镜片	明月镜片	明月镜片	万新光学	万新光学	万新光学	明月镜片	明月镜片
黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片
伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学
优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学
明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学
恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学
天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片
鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学
奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学
硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学	硕延光学
奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	鸿晨光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学
视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学
大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学	全真光学
2022年					2023年					2024年					2025年				
MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174	MR-8	MR-8P	MR-7	MR-10	MR-174
康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特	康耐特
万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学
汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学
黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	黄金屋光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学
伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学	伟星光学
明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月光学	明月光学	明月光学	明月光学	明月光学	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学	万新光学
天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	明月镜片	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学	视悦光学
奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	汇鼎镜片	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	奥天光学	蓝道光学	蓝道光学	蓝道光学	蓝道光学	蓝道光学
大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	大尧光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学
视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	视伟光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学	恒美光学
优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	恒畅光学	康美达光学	康美达光学	康美达光学	康美达光学	康美达光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学	天润光学
					康美达光学	康美达光学	康美达光学	康美达光学	康美达光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	优立光学	海之鑫光学	海之鑫光学	海之鑫光学	海之鑫光学	海之鑫光学
															瑞尔光学	瑞尔光学	瑞尔光学	瑞尔光学	瑞尔光学
															点进光学	点进光学	点进光学	点进光学	点进光学
															视诺联合光学	视诺联合光学	视诺联合光学	视诺联合光学	视诺联合光学
															达新光学	达新光学	达新光学	达新光学	达新光学

资料来源：三井化学官方公众号、广发证券发展研究中心梳理

（二）三大基地协同高效，产能布局优化升级

康耐特光学已经在国内外拥有三个核心生产基地。三大基地分别位于中国上海、江苏以及日本靖江，均通过了ISO 9001:2015质量管理体系认证，确保了产品的高品质和稳定性。（1）上海生产基地位于上海浦东新区，该基地主要生产1.60、1.67折射率的标准化镜片，同时生产定制化镜片。（2）江苏生产基地位于江苏启东滨海工业园区，为公司产能最多的生产基地，该基地主要生产1.499、1.56、1.60、1.67、1.74折射率系列标准化镜片以及偏光、变色、染色等功能性产品。（3）日本生产基地位于日本福井县靖江市，产能规模较小，该基地主要生产1.67、1.74折射率系列标准化产品。

图27：康耐特光学上海生产基地



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图28：康耐特光学江苏生产基地



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

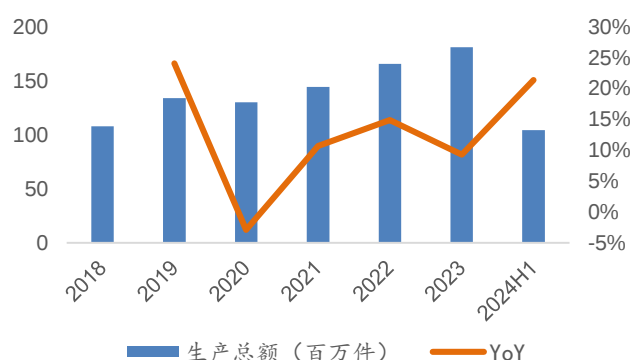
三大生产基地持续协同，生产能力和市场竞争力显著提升。据公司招股书，2018至2021年5月期间，公司三大基地产能利用率皆超过85%。截止21年5月，公司三大基地实际生产总量达到428.64百万件，其中标准化与定制化镜片产量占比分别达到97.5%、2.5%。2022年，公司提高上海生产基地定制镜片、江苏生产基地标准化镜片的产能，引入了新设备、机器和生产管理软件。2023年，康耐特光学继续增强这两大基地的产能，并计划引入自动化设备以减少人工需求，提升生产自动化水平。同时，公司还计划采用先进模具加工设备，扩充高端模具产品种类，增强产品的工艺精度。2024年，康耐特光学持续推动产能升级和自动化建设，以增强公司的竞争优势，据公司历年年报及24年半年报，公司21-23年三大基地生产总量分别为144.3百万件、165.8百万件、181.2百万件，24H1已达到104.3百万件，同比增长21.4%，公司镜片客户基础持续扩大，配套产量得到相应提升。

图29：康耐特光学日本生产基地



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图30：康耐特光学三大基地总产能（百万件，%）



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

表5：康耐特光学三大基地各产能

	2018	2019	2020	2021H1
上海生产基地				
标准化镜片				
估计年产能 (件)	18,057,194.0	17,977,374.0	20,126,304.0	8,814,052.0
实际年产量 (件)	16,040,267.0	15,524,656.0	17,204,243.0	8,153,067.0
产能使用率 (%)	88.8	86.4	85.5	92.5
定制镜片				

	估计年产能（件）	2,823,836.0	2,979,629.0	4,263,022.0	1,981,729.0
	实际年产量（件）	2,537,617.0	2,668,100.0	3,632,069.0	1,929,524.0
	产能使用率（%）	89.9	89.5	85.2	97.4
江苏生产基地	标准化镜片				
	估计年产能（件）	96,852,845.0	117,092,748.0	118,953,077.0	49,204,780.0
	实际年产量（件）	86,951,872.0	113,100,438.0	107,368,182.0	44,926,576.0
	产能使用率（%）	89.8	96.6	90.3	91.3
靖江生产基地	标准化镜片				
	估计年产能（件）	2,533,186.0	3,103,893.0	2,361,000.0	1,154,003.0
	实际年产量（件）	2,560,010.0	2,841,798.0	2,065,574.0	1,132,888.0
	产能使用率（%）	101.1	91.6	87.5	98.2

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（三）康耐特的创新 C2M 商业模式：个性化定制与结构优化

创新C2M模式，旨在快速响应各类客户需求。公司以代工业务起家，早期承接标准化订单较多，据公司招股书显示，2018年至2021年5月期间公司标准化镜片收入占比维持在80%以上，整体占比仍然较大。且从折射率来看，2018-2020年公司低折及中折镜片收入占比（1.60及以下）分别为72.8%、70.3%、69.7%，1.67及以上高折镜片占比相对较少。从单价来看，18-21年5月期间，公司标准化镜片单价大约为7至8元，大幅低于定制化镜片的50至57元；1.60及以下折射率镜片单价大约为4至8元，同样低于1.67的约21至23元以及1.74的约49至59元的单价。

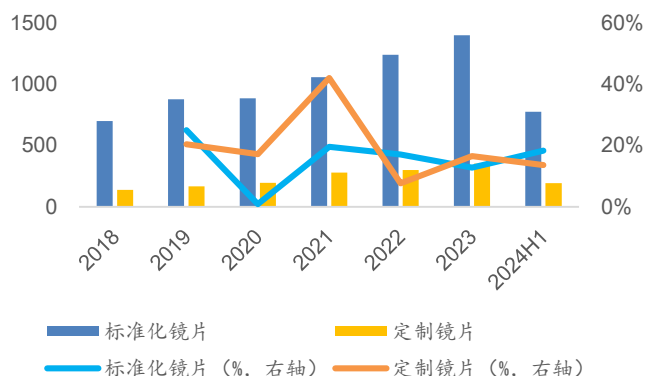
图31：C2M模式下的四大优势



数据来源：弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

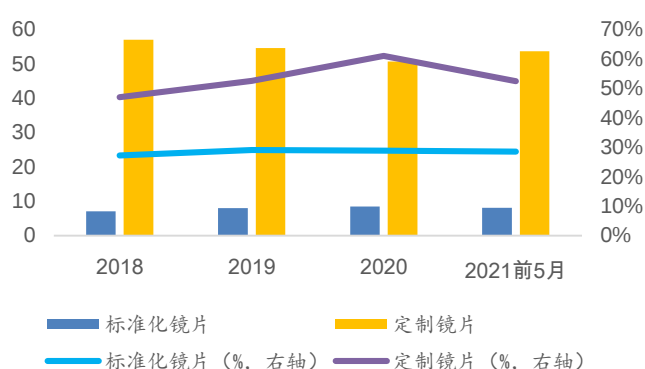
C2M（Customer to Manufacturer）模式下，公司产品结构得到优化。C2M模式使得康耐特能够直接触达终端，包括眼科医院、连锁眼镜店、线上店铺、商场等多类客户。客户直接下单并提供个性化需求的个人信息至康耐特端，省掉中间如镜片加工中心等环节，公司自有工厂能够快速响应加工、存储、交付的一站式服务需求。在此基础上，公司于自身能够及时掌握终端需求变化，积累数据资产，避免盲目批量生产从而减少不必要的库存，并实现快速交付订单积累口碑；于客户端，为客户省掉额外设立加工中心的成本，并为客户实现镜架零库存管理。受益于该模式下的精细化管理，近年来公司定制化业务占比持续提升，24H1达到19.91%，同时公司也掌握更多终端数据，提升高折镜片承接能力，预计公司订单在定制化及高折化的趋势下，客单价及毛利率水平仍有进一步提升的空间。

图32：标准及定制镜片的营收与同比（百万元，%）



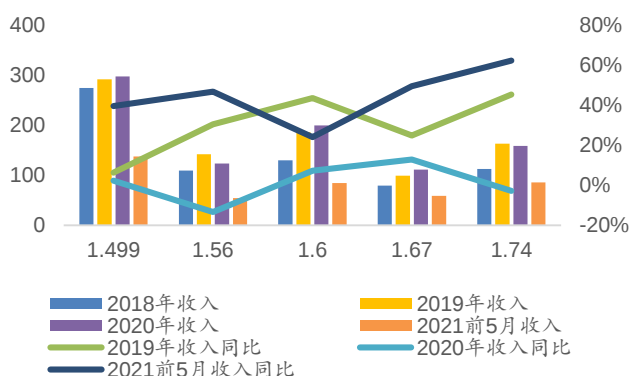
数据来源：iFinD，公司年报，招股书，广发证券发展研究中心

图33：标准及定制镜片的出厂价及毛利率（元，%）



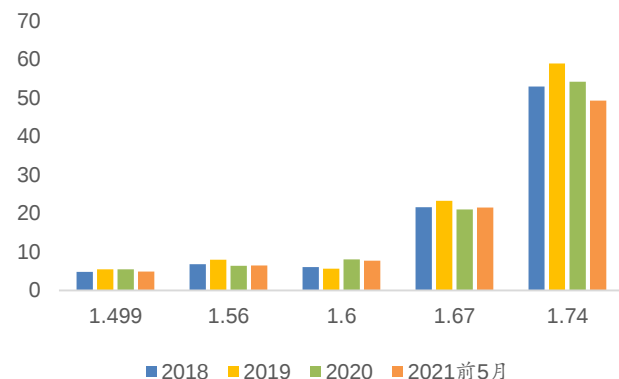
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图34：按折射率拆分的收入和同比（百万元，%）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图35：不同折射率镜片的出厂价（元）



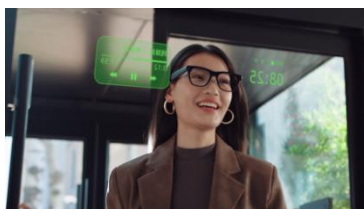
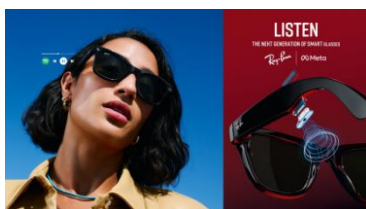
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

（四）布局高景气智能眼镜赛道，打造第二成长曲线

目前智能眼镜可大致分为VR头显，带显AR眼镜以及无显AI眼镜。XR即扩展现实（Extended Reality），指所有由计算机技术和可佩戴设备生成的虚拟融合的环境和人机交互，包含了AR、VR等多种形态。其中，VR（虚拟现实）目前一般以佩戴在头部的头显形态出现，强调用户与虚拟世界实时交互，打造沉浸式的虚拟世界体验。AR（增强现实）是借助计算机技术产生虚拟形象通过OST（光学透视）叠加在物理世界中。区别于前两者，AI眼镜不涉显像技术，其主要通过内接AI系统帮助用户实现智能生活，当前多用于日常拍摄、接打电话、音乐等场景。

表6：智能眼镜设备区分

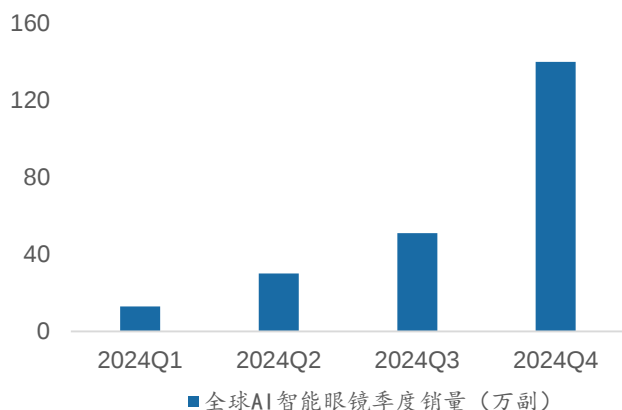
	无显 AI 眼镜	带显 AR 眼镜	VR 头显
应用场景	室内+室外	室内+室外	室内/特定场景
交互方式	语音/触控	语音/手势/触控	触控/手柄/眼动
成熟度	高	中	中
对定制光学 镜片要求	低	磁吸式 AR-低 一体化&全功能沉浸式 AR-高	低
产品示例	Ray-Ban Meta AI 智能眼镜	Rokid Glasses	Vision Pro



数据来源：亿欧智库、公司官网、广发证券发展研究中心

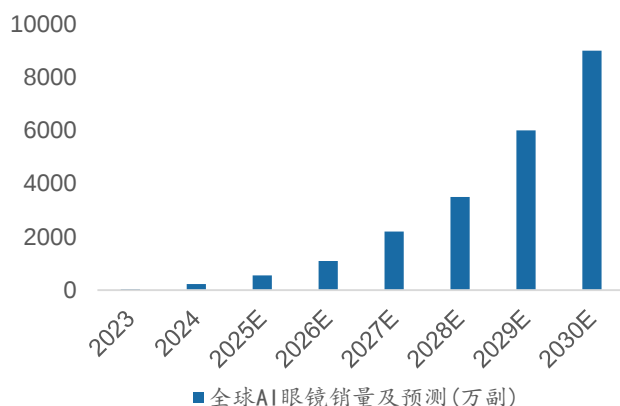
智能眼镜产业具有较大的发展潜力。其中，AI眼镜销量受益于RayBan Meta，24年迎来爆发式增长。据维深信息显示，24年全球AI眼镜销量达到234万台，其RayBan Meta的销量则达到225万台，占据AI眼镜市场核心份额；国内销量约5万台，主要来源于魅族、StarV、界环、李未可等。据维深信息，预计25年全球AI智能眼镜销量将达到550万台，同比增长135%，到27年有望达到2200万台，RayBan Meta的持续出货，国内小米、百度、华为等大厂的入场将贡献核心的增长来源。

图36：全球AI智能眼镜季度销量（万副）



数据来源：维深信息、广发证券发展研究中心

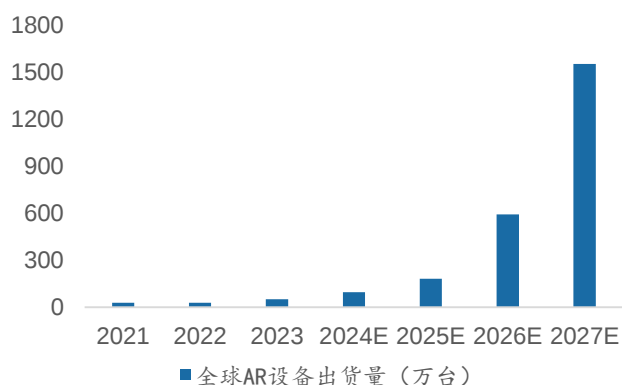
图37：全球AI眼镜销量及预测(万副)



数据来源：维深信息、广发证券发展研究中心

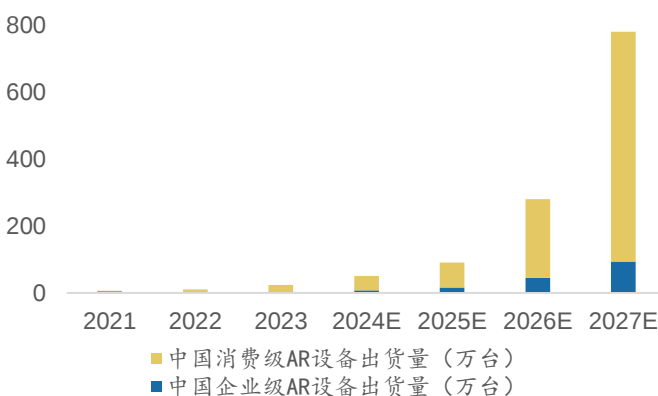
除AI眼镜外，据亿欧智库数据显示，全球AR设备出货量从2021年28.1万台增长至2023年的50.1万台，21-23年CAGR达到33.53%，并且预计2027年出货量将达到1550.9万台，23-27年CAGR预计为135.9%。受益于国内各公司持续在智能眼镜市场的投入，中国AR设备市场发展同样迅猛。2023年，中国AR设备出货量24.1万台，其中消费级20.5万台。预计2027年中国AR设备出货量将达到780.5万台，23-27年CAGR预计为138.6%，其中消费级设备预计更接近传统眼镜形态，23-27年复合增速预计将达到140.6%。

图38：全球AR设备出货量（万台）



数据来源：亿欧智库、广发证券发展研究中心

图39：中国 AR 设备出货量（万台）

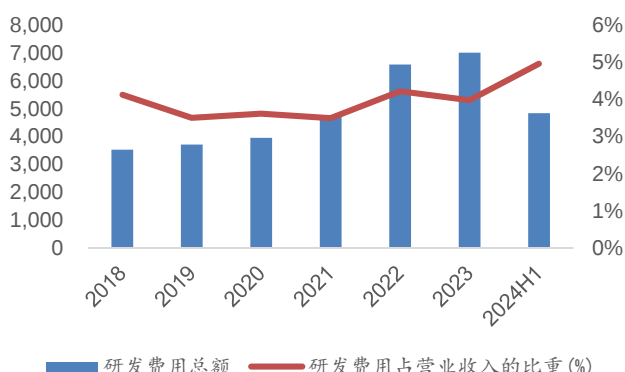


数据来源：亿欧智库、广发证券发展研究中心

公司技术研发实力领先，在配套智能眼镜研发方面具有先发优势。早期智能眼镜散热问题牵制行业发展，且初代VR头显及AR眼镜多存在重量过重、佩戴舒适程度低等问题。随着行业更迭，当前智能眼镜正朝着轻量化、耐高温趋势发展，通常来讲，高折射率意味着光线在镜片中的传播速度更快，镜片厚度与折射率呈反比，因此公司在高折镜片的生产技术将有望更好地满足轻量化需求，且公司持续在研发端投入，获得多项专利认证，其大量功能化镜片SKU有望较好地解决耐高温问题。基于多年服务国际镜片大厂的经验，以及其CtoM模式下积累的大量用户数据，有望在本轮智能眼镜赛道高景气度下率先获得受益。

引入歌尔，配套研发进度加快。据公司24年12月10日、12日发布的《业务发展更新》、《收购土地》公告，公司与多家美国及全球领先的消费电子企业共同研发XR项目相关产品，目前已陆续收到包括研发费用和小试订单在内的款项，且公司于泰国收购土地，用于建造自动化生产线，以供XR相关产品配套镜片的生产及加工。此外，据公司12月23日发布的《配售新股》公告，公司拟向香港歌尔泰克配售股份，该公司为歌尔股份的全资子公司，配售比例约占公司现有股份的12.5%，配售后的11.11%，康耐特战略性引入歌尔，有望率先绑定消费电子国际化龙头，打开终端销售渠道。

图40：18-24H1研发费用及费用率（万元，%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 41：康耐特光学部分专利情况



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

基于康耐特光学在镜片产品品质、行业地位、渠道布局、原料把握、服务能力等方面的优势,以及其C2M创新模式的开拓,公司有望加大国内市场投入,并持续优化产品结构,提升定制化业务及自主品牌业务占比,预计公司24-26年整体收入端稳健增长,盈利端持续高增。

(1) 标准镜片:标准镜片业务的生产及销售为公司第一大收入来源。该业务多为传统标品,更偏代工、stock lens类产品,需要满足客户大批量需求及完整交付。18至23年公司传统镜片收入占比在80%上下,但整体呈下降趋势。预计后续受益于客户拓展、渠道渗透率提升,公司传统镜片业务有望在24-26年维持稳定增长,预计24-26年实现收入增长16.0%/14.0%/14.0%。从毛利率层面来看,公司传统镜片业务毛利率整体呈上行趋势,23年已突破30%。预计公司在标准业务方面成熟度较高,后续随规模效应扩大,良率持续提升,传统镜片毛利有望稳定提升,24-26年分别达到32.5%/33.0%/33.4%。

(2) 定制镜片:从业务类型来看,公司定制镜片业务主打差异化及个性化特点,支持各类参数的定制,能够结合不同设计快速响应供货,在服务及交付层面存在一定壁垒。18至23年公司定制镜片收入占比约在20%上下,23年占比较18年提升3.7pct。从毛利率来看,公司定制化业务毛利率历年来高于标准镜片,主要是因为设计、多功能的叠加、服务的精细化带来一定溢价。公司在C2M模式下,有望搭建自有的数据库,帮助客户降低加工成本及库存管理成本,在此基础上,公司定制化业务订单有望扩大,因此,我们预期公司定制镜片业务在24-26年收入端增速将达到28.0%/25.0%/23.0%,快于传统镜片,同时毛利率层面,公司有望承接更多高难度、高壁垒订单,且同样具备规模优势,预计定制镜片24-26年毛利率将达到58.2%/58.4%/58.5%。

(3) 费用率方面,公司处于高速成长阶段,预计持续投入研发,国内市场或将加大营销投放金额,但整体费用率预计仍将维持稳中有增趋势。

表7: 康耐特光学营收拆分 (单位: 百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
标准镜片				
收入	1403.9	1628.6	1856.6	2116.5
增长率	12.9%	16.0%	14.0%	14.0%
毛利率	31.7%	32.5%	33.0%	33.4%
占比	79.8%	78.1%	76.5%	75.1%
定制镜片				
收入	353.5	452.5	565.6	695.7
增长率	16.7%	28.0%	25.0%	23.0%
毛利率	57.6%	58.2%	58.4%	58.5%
占比	20.1%	21.7%	23.3%	24.7%
合计				
营业收入	1759.6	2084.1	2427.2	2817.2

增长率	12.7%	18.4%	16.5%	16.1%
营业成本	1101.5	1290.1	1482.1	1701.0
增长率	7.6%	17.1%	14.9%	14.8%
毛利率	37.4%	38.1%	38.9%	39.6%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

在不考虑智能眼镜相关业务的前提下，预计公司24-26收入20.8/24.3/28.2亿元，同比实现增长18.4%/16.5%/16.1%，归母净利润4.3/5.3/6.4亿元，同比实现增长31.9%/23.1%/20.0%，对应EPS为0.90/1.11/1.33元/股。康耐特为全球树脂镜片龙头企业，其研发实力强大，渠道拓展领先，产品已销往全球90多个国家和地区。公司较早地掌握了高折镜片原料，并与国际知名企业三井化学多年来维持稳定合作，其创新的C2M模式有望助力公司在未来提升定制化业务占比，优化产品矩阵。当前智能眼镜高景气度下，公司有望率先进入供应链，打开长期成长空间。

公司属于镜片产品企业，因此选择明月镜片、博士眼镜、欧普康视作为可比公司。其中，博士眼镜为零售眼镜店龙头，爱尔眼科为连锁眼科医院，二者在业务模式上都可以作为康耐特的下游企业。明月镜片主营镜片及眼镜原料的销售，在业务模式上与康耐特更为接近，但明月近年来于国内市场推出离焦镜系列产品，客单价高于传统镜片且增速较快，因此明月综合毛利率也高于康耐特。我们认为康耐特在估值层面预计更接近明月镜片，但考虑到综合毛利率、业务多样性等方面，给予公司25年25倍估值，按照1HKD=0.93CNY，对应合理价值29.76HKD/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：康耐特光学可比公司PE估值情况（市值统计截止2025.03.26收盘）

公司名称	公司代码	业务	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
明月镜片	301101.SZ	视光镜片	102	158	178	210	54	58	49
爱尔眼科	300015.SZ	眼科医院	1071	3359	3734	4300	44	34	29
博士眼镜	300573.SZ	眼镜门店	81	128	127	150	27	64	54

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：盈利预测来自25年3月26日Wind一致预期

五、风险提示

（一）单一供货商依赖风险

公司对三井化学的MR174原材料依赖程度较高，假设公司与三井终止合作，将对公司的核心原料获取带来挑战，影响公司1.74镜片收入。

（二）国际市场与贸易政策变动风险

公司当前仍有过半出口业务，假设国际市场或贸易政策持续变动，带来持续加征关税等不利影响，公司订单也将受到影响。

（三）经销商管理不当风险

公司经销商地域分布广泛，公司对销售渠道管理难度较大，若公司未能良好统一管理经销渠道，将影响公司营业收入。

（四）智能眼镜配套研发失败风险

歌尔战略入股公司，公司也与多家国际知名企业合作，共同研发智能眼镜的配套镜片，假设研发失败，将影响公司第二成长曲线的开拓。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026A
流动资产	1263	1,415	1,629	2,082	2,634
现金	336	331	440	764	1,184
应收账款及票据	251	292	342	391	430
存货	533	487	555	597	652
其他	143	306	293	330	367
非流动资产	525	570	619	640	659
股权性投资	60	60	60	60	60
固定资产	403	455	475	495	515
无形资产	3	15	17	20	21
其他	119	99	126	124	122
资产总计	1,789	1,984	2,249	2,722	3,293
流动负债	422	432	360	387	421
短期借款	172	95	65	45	25
应付账款及票据	94	126	108	124	142
其他	155	210	188	218	254
非流动负债	221	158	122	102	82
长期债务	180	110	80	60	40
其他	41	48	42	42	42
负债合计	643	589	482	489	502
普通股股本	427	427	427	427	427
储备	736	999	1,370	1,837	2,394
归属母公司股东权益	1146	1,395	1,766	2,233	2,790
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1146	1,395	1,766	2,233	2,790
负债和股东权益	1789	1,984	2,249	2,722	3,293

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026A
营业收入	1,561	1,760	2,084	2,427	2,817
其他收入	12	16	0	0	0
营业成本	1,023	1,102	1,290	1,482	1,701
毛利	538	658	783	931	1,103
销售费用	69	103	113	130	149
管理费用	89	105	125	146	169
研发费用	66	70	79	93	109
财务费用	23	10	-4	-5	-3
除税前溢利	282	393	496	597	708
所得税	33	66	64	66	71
净利润	249	327	431	531	638
少数股东损益	0	0	0	0	0
非持续经营净利润	0	0	0	0	00
归属母公司净利润	249	327	431	531	638
EBIT	305	403	492	592	706
EBITDA	353	462	492	592	706
EPS (元)	0.58	0.77	0.90	1.11	1.33

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026A
经营活动现金流	185	481	299	464	577
净利润	249	327	431	531	638
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧摊销	48	59	0	0	0
营运资金变动及其他	-111	95	-132	-67	-61
投资活动现金流	-159	-273	-71	-35	-32
资本支出	-120	-127	-22	-23	-21
其他投资	-39	-147	-49	-12	-11
筹资活动现金流	-281	-212	-119	-104	-125
借款增加	-245	-148	-60	-40	-40
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-36	-64	-59	-64	-85
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-254	-5	109	325	420

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026A
成长能力					
营业收入	15.13%	12.70%	18.44%	16.46%	16.07%
归属母公司净利润	35.44%	31.56%	31.94%	23.12%	20.01%
获利能力					
毛利率	34.45%	37.40%	38.10%	38.94%	39.62%
销售净利率	15.92%	18.58%	20.70%	21.89%	22.63%
ROE	21.70%	23.44%	24.43%	23.79%	22.85%
ROIC	17.97%	20.96%	22.39%	22.54%	22.25%
偿债能力					
资产负债率	35.95%	29.70%	21.44%	17.97%	15.26%
净负债比率	1.47%	-8.98%	-16.67%	-29.52%	-40.10%
流动比率	299.6	3.28	4.52	5.38	6.26
速动比率	173.1	2.15	2.98	3.83	4.71
资产管理能力					
应收账款周转天数	53.5	55.5	54.7	54.3	52.5
存货周转天数	165.7	166.6	145.4	140.0	132.2
应付账款周转天数	30.5	36.0	32.6	28.1	28.1
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.77	0.90	1.11	1.33
每股经营现金流	0.43	1.13	0.62	0.97	1.20
每股净资产	2.69	3.27	3.68	4.65	5.81
估值比率					
P/E	8.14	9.17	29.92	24.30	20.25
P/B	1.76	2.16	7.31	5.78	4.63
EV/EBITDA	5.76	6.25	25.65	20.70	16.70

广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯：联席首席分析师，北京大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜：高级分析师，悉尼大学硕士，2023年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。