

康耐特光学 (02276.HK)

全球镜片龙头盈利稳升，智能眼镜打开成长空间

投资要点:

➤ 康耐特光学：全球树脂镜片龙头，股权激励彰显信心

公司主要从事树脂镜片的研发生产、销售与车房成镜定制化加工服务于一体的业务，拥有多条世界先进生产线。2024 年开始布局海外生产基地，用于建设高端折射率镜片的自动化产线及 XR 产品和配套设施。股权结构集中，24 年 11 月发布股权激励计划，解锁条件为 25-27 年归母净利润增速不低于 21%/17%/15%。2024 年实现收入 20.61 亿元，同比+17.1%，归母净利润 4.28 亿元，同比+31%。

➤ 强研发供应链壁垒深厚，业务结构优化提升盈利

1)供应链构筑核心竞争力:核心竞争力源于高研发投入与稳定的原料来源，以及多年代工的经验沉淀，强大的供应链催生出创新的 C2M 业务，进一步深化护城河形成正向循环。深度绑定核心原料厂商三井化学，历年向其采购比例持续保持 30%以上，且采购 MR 镜片材料的种类最全，凭借持续研发投入为消费者提供涵盖多种折射率与功能的镜片，也是国内少数提供 1.74 折射率树脂镜片的供应商之一。**2)业务结构持续优化:**近年来公司不断丰富客户结构及销售网络，积极推广自主品牌。以 ODM 业务起家，第一大客户为豪雅，2018-2023 年销售占比约 10%-15%。同时，C2M 业务（定制车房片）逐渐成熟，2024 年公司定制镜片收入占比达到 19.2%，较 2018 年提升 2.8pct，24H1 定制镜片毛利率进一步升至 59.5%，未来随定制片占比提升，将带动整体盈利向上。

➤ 歌尔背书，核心技术不断攻关，XR 业务增长可期

公司成立 XR 研发中心，从技术端和市场端为潜在精密光学业务提供支持和服。24 年 9 月，公司已与跨国消费电子企业签署产品供应框架协议，并接到部分正式订单；12 月，公告前述部分研发项目进展顺利，已陆续收到包括研发费用和小试订单在内的款项；2025 年初，歌尔通过新股配售+老股收购成为公司第二大股东，并承诺 3 年内不减持，配售所得款项将用于面向智能眼镜和 XR 头戴设备的镜片和视觉解决方案的研发、设计和制造。我们认为公司有望享受智能眼镜快速成长红利，打开业绩及估值空间。

➤ 盈利预测与投资建议

预计公司 25-27 年收入增速分别 15%/14%/12%，归母净利润增速分别为 23%/19%/15%。采用可比公司估值法，2025 年可比公司平均 PE 倍数为 40 倍。我们认为，公司作为镜片制造领军企业，ODM 经营稳健，定制化、功能化镜片占比持续提升，有望支撑盈利中枢抬升；携手歌尔加强 XR 领域协同，与海外主流科技公司合作进展不断突破，未来随带显镜片放量，业绩有望逐步增厚。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

国外贸易政策波动、国内渠道拓展不及预期、原材料价格波动、XR 进展不及预期等。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,760	2,061	2,372	2,705	3,040
增长率	13%	17%	15%	14%	12%
归母净利润（百万元）	327	428	527	626	722
增长率	32%	31%	23%	19%	15%
EPS（元/股）	0.68	0.89	1.10	1.30	1.50
市盈率（P/E）	32.0	24.4	19.8	16.7	14.5
市净率（P/B）	7.5	6.6	5.1	4.2	3.4

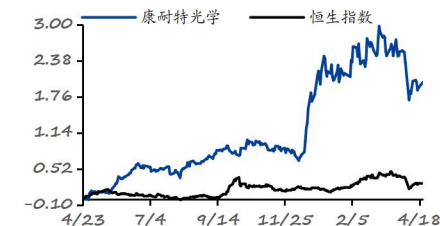
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（首次评级）

基本数据

日期	2025-04-22
收盘价:	23.45 港元
总股本/流通股本(百万股)	479.93/479.93
流通市值(百万港元)	11,254.24
每股净资产(港元)	4.01
资产负债率(%)	33.62
一年内最高/最低价(港元)	32.00/7.72

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

正文目录

1 康耐特光学：镜片制造领军企业，前瞻布局 XR 领域.....	3
1.1 经营稳健，定制化、功能化镜片占比持续提升	4
2 供应链壁垒深厚，高研发占成长先机.....	6
2.1 深度绑定核心供应商，产品矩阵丰富	6
2.2 ODM 稳健，创新 C2M 模式提供一站式服务.....	8
2.3 携手歌尔加强 XR 领域协同，主流客户合作进展有序推进.....	9
3 盈利预测与投资建议.....	11
3.1 盈利预测.....	11
3.2 投资建议.....	13
4 风险提示.....	13

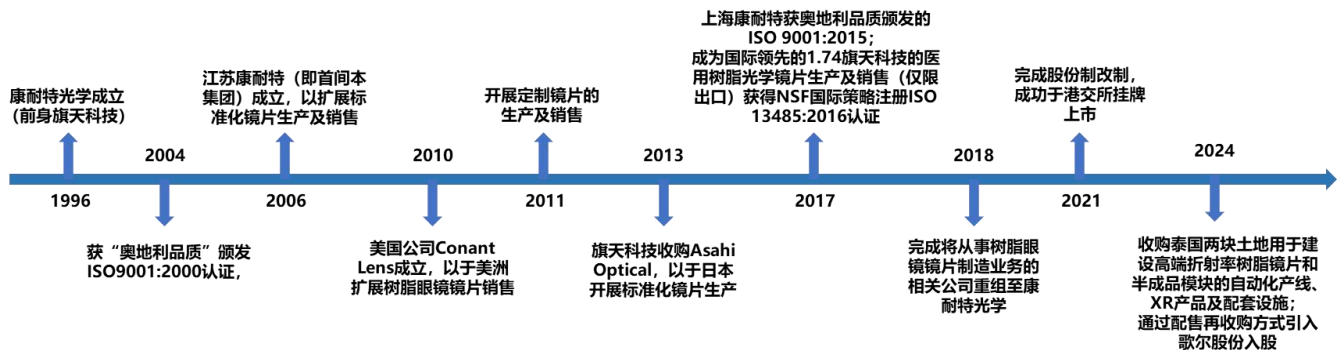
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	3
图表 2: 公司股权结构（截至 25/03/31）.....	3
图表 3: 公司股权激励授予对象及解锁条件.....	4
图表 4: 公司历年营收及增速.....	4
图表 5: 公司历年归母净利及增速.....	4
图表 6: 公司分产品营收（百万元）.....	4
图表 7: 2024 年公司分产品营收占比.....	4
图表 8: 公司分地区营收（百万元）.....	5
图表 9: 2024 年公司分地区营收占比.....	5
图表 10: 公司销售毛利率、净利率情况.....	5
图表 11: 公司分产品毛利率.....	5
图表 12: 公司主营成本构成.....	6
图表 13: 公司期间费用率控制较好.....	6
图表 14: 公司 1.74 系列产品.....	7
图表 15: 三井化学 MR 材料性能更优.....	7
图表 16: 公司历年前五大供应商采购比例.....	7
图表 17: 2025 年采购两类及两类以上 MR 镜片材料的高端镜片制造商.....	7
图表 18: 公司不同折射率产品营收占比.....	7
图表 19: 公司不同折射率产品单价（元）.....	7
图表 20: 分客户类型营收占比.....	8
图表 21: 公司第一大及前五大客户销售占比.....	8
图表 22: C2M 的业务模式.....	8
图表 23: 公司定制化镜片生产销售流程.....	9
图表 24: 公司自动化车房的 C2M 模式.....	9
图表 25: 公司定制化镜片营收占比.....	9
图表 26: 定制化镜片毛利率.....	9
图表 27: AI 智能眼镜与人类感官的多重交互.....	10
图表 28: AR+AI 眼镜或成为下一代通用计算终端.....	10
图表 29: 2024 年分季度 AI 智能眼镜销量（万台）.....	10
图表 30: AI 智能眼镜销量预期（万台）.....	10
图表 31: 公司研发费用及占比.....	11
图表 32: 公司部分专利.....	11
图表 33: 公司业绩拆分预测表.....	12
图表 34: 可比公司估值表.....	13
图表 35: 财务预测摘要.....	14

1 康耐特光学：镜片制造领军企业，前瞻布局 XR 领域

国内领先的树脂镜片制造商，携手歌尔前瞻布局 XR 领域。公司成立于 2006 年，主要从事树脂镜片的研发、生产和销售与车房成镜定制化加工服务于一体的业务。主营产品包括低折、中折到高折、超高折的单焦、多焦、渐进多焦光学树脂成品与半成品镜片。公司的客户网络覆盖全球，包括多家著名的眼镜镜片品牌及国际眼科光学公司。2024 年公司开始布局海外生产基地，在泰国先后收购两块土地，用于建设高端折射率镜片和半成品模块的自动化产线及 XR 产品和配套设施，同时引入歌尔持股，加强在 XR 领域的合作。

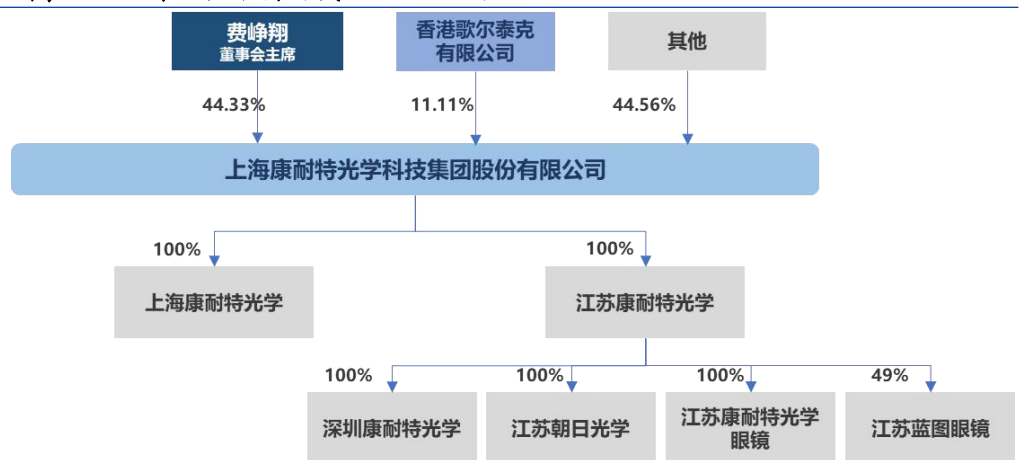
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司股权结构较为集中。据 iFind 数据，截止 2025 年 3 月 31 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 3 月 31 日持有公司股份 11.11%。

图表 2：公司股权结构（截至 25/03/31）



数据来源：ifind，华福证券研究所

2024 年 11 月公司发布股权激励计划，激励计划分为三期，解锁条件为 2025-2027 年公司归母净利润增速分别不低于 21%/17%/15%。此次股权激励计划拟向公司的 7

位高管及 147 名员工授予 1193 万股限制性股票。

图表 3：公司股权激励授予对象及解锁条件

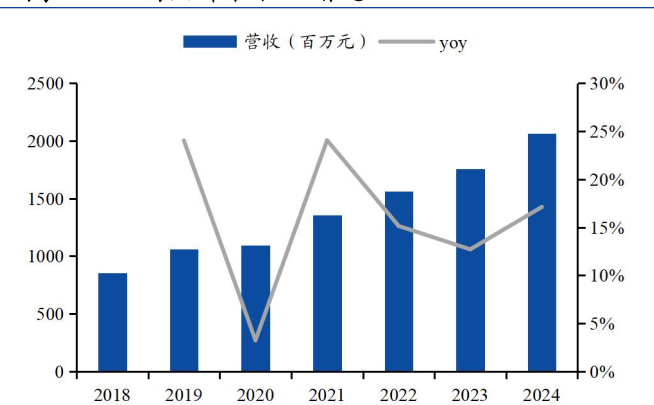
建议选定持有人	职位	建议受限制股份单位数目	解锁条件
郑育红先生	执行董事	426000	2025-2027年公司归母净利润增速分别不低于21%/17%/15%
陈俊华先生	执行董事	426000	
夏国平先生	执行董事	426000	
王传宝先生	执行董事	350000	
徐敬明先生	监事	300000	
李艳女士	监事	75000	
唐宝华先生	监事	31500	
本集团其他147名雇员	雇员	9839800	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.1 经营稳健，定制化、功能化镜片占比持续提升

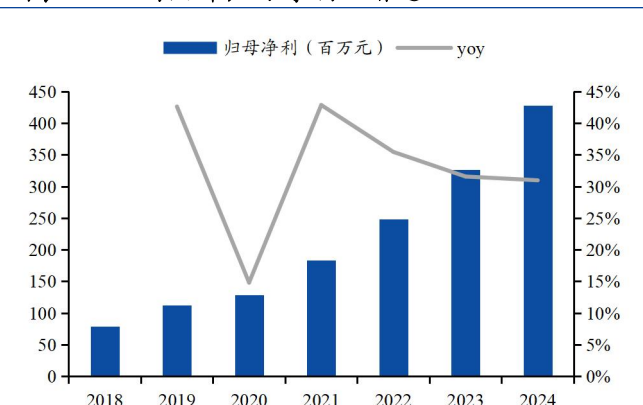
公司经营业绩稳健，利润增速高于收入。2024 年实现收入 20.61 亿元，同比+17.1%，2018-2024 年 CAGR 为 15.8%，归母净利润 4.28 亿元，同比+31%，2018-2024 年 CAGR 为 32.7%。随着定制镜片、功能镜片占比的持续提升，产品结构得到优化，以及产线的智能化改造升级，使得公司利润增速整体高于收入增速。

图表 4：公司历年营收及增速



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 5：公司历年归母净利及增速

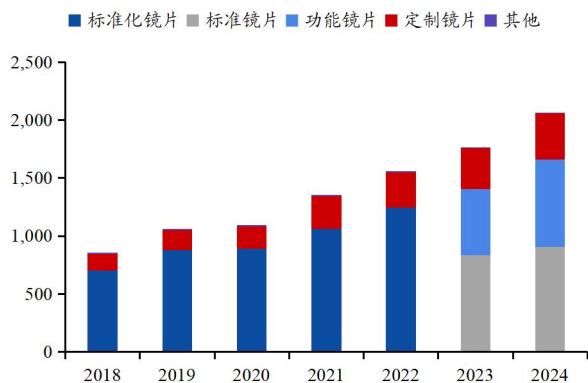


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

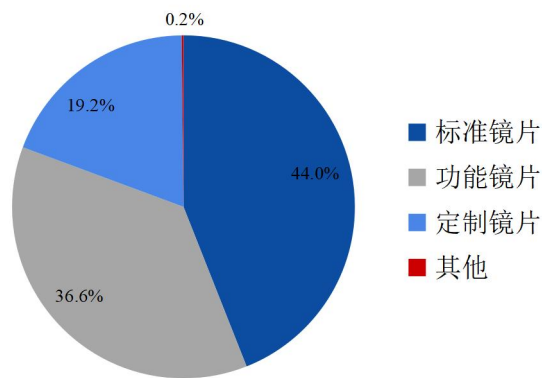
分产品来看，公司功能镜片+定制镜片的占比持续提升。2024 年公司标准镜片、功能镜片、定制镜片营收分别为 9.07/7.55/3.95 亿元，同比+8.8%、+32.4%、+11.8%，占比分别 44.0%/36.6%/19.2%。

图表 6：公司分产品营收（百万元）

图表 7：2024 年公司分产品营收占比



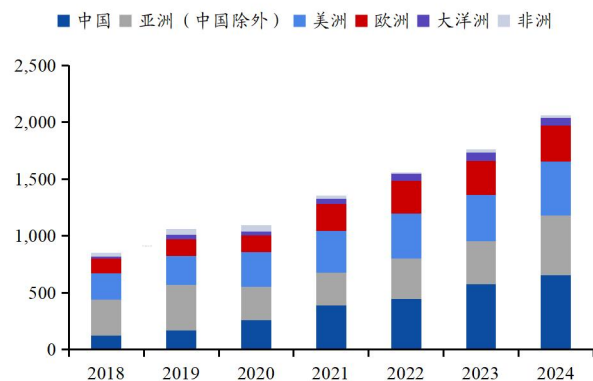
数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：2024 年公司在标准镜片大类中进一步详细拆分了普通标准镜片和功能型镜片产品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

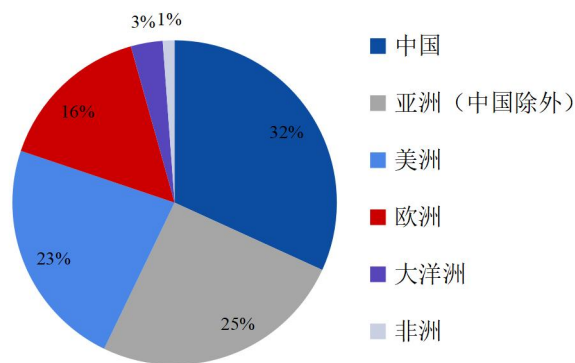
分地区来看，公司营收主要由海外市场贡献。公司 2024 年中国/亚洲（中国除外）/美洲/欧洲/大洋洲/非洲营收分别 6.55、5.22、4.74、3.19、0.65、0.24 亿元，同比分别+13.9%/+37.9%/+16.9%/+6.4%/-13.8%/+0.8%，内销占比 31.8%。

图表 8：公司分地区营收（百万元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 9：2024 年公司分地区营收占比

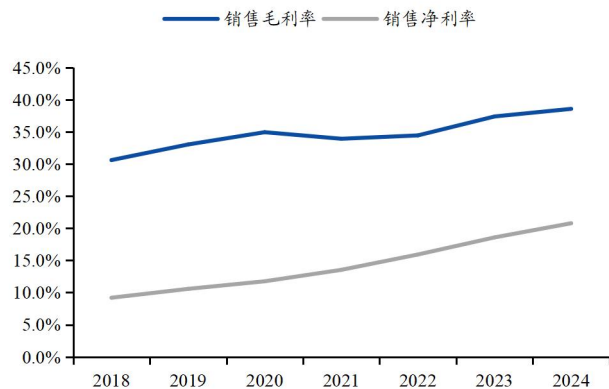


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

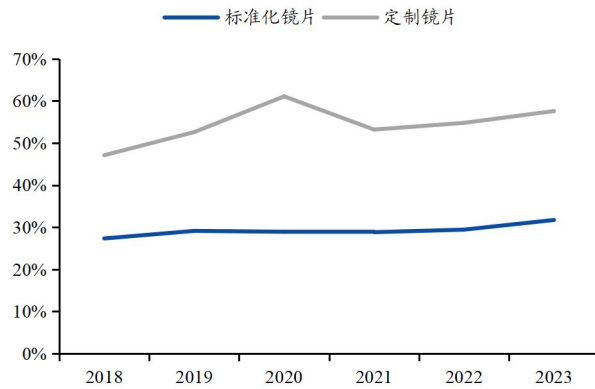
产品结构优化，盈利能力持续提升。公司毛利率从 2018 年的 30.61%增长至 2024 年的 38.6%；净利率从 9.19%增长至 20.8%。其中定制镜片毛利率较高，2023 年定制镜片毛利率达 57.6%。成本拆分来看，根据公司招股书，公司主营业务成本中约 60% 为原材料，劳工成本约占 20%左右。公司费用管控良好，2024 年期间费用率 16.9%，同比下降 0.7pct。

图表 10：公司销售毛利率、净利率情况

图表 11：公司分产品毛利率

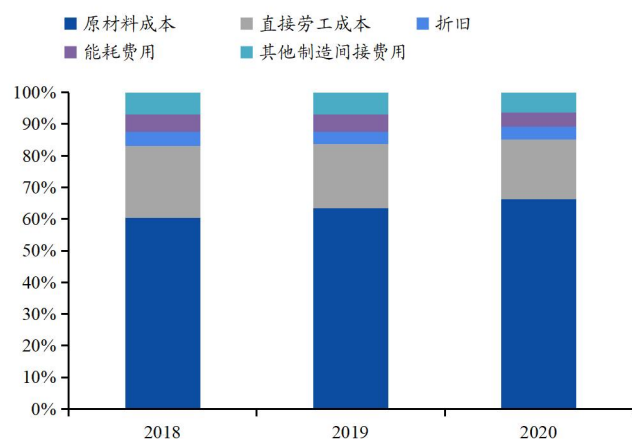


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



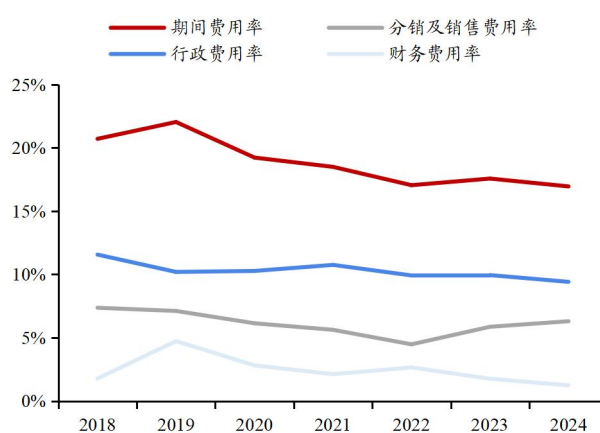
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 公司主营成本构成



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 公司期间费用率控制较好



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所; 注: 该处财务费用加上了银行存款利息与汇兑损益

2 供应链壁垒深厚, 高研发占成长先机

2.1 深度绑定核心供应商, 产品矩阵丰富

公司能为客户提供各式各样眼镜镜片, 包括单光镜片、双焦镜片、三焦镜片及渐进镜片, 折射程度各异 (折射率 1.499、1.56、1.60、1.67、1.74), 功能特点亦不尽相同 (例如偏光、光致变色、防蓝光及防刮、抗反光、防尘或结合任何该等特点)。公司是国内少数提供 1.74 折射率树脂眼镜镜片的供应商之一。

根据弗若斯特沙利文, 高折射镜片的原材料供应商主要是日韩企业, 其中日本三井化学株式会社及旗下韩国 KOC 几乎垄断高折射镜片原材料市场。1987 年, 三井化学首次推出世界首款聚氨酯系高折射率镜片材料 MR, 开启高折射率镜片的时代。目前, 三井化学已经推出了 MR-8、MR-7/10、MR-174 等聚硫镜片材料, 折射率选择范围可从 1.60 至 1.74。公司的 1.74 高折镜片原料来源于三井化学的 MR-174, 加入多种功能设计如 UV++、变色、渐进等, 可满足多种需求。

图表 14: 公司 1.74 系列产品

产品性能	轻薄透光	耐磨损	防紫外线	防蓝光	室外变色
单焦点	✓	✓	✓		
UV++ 蓝光	✓	✓	✓	✓	
优散双非	✓	✓	✓	✓	
瞬非膜层变色	✓	✓	✓	✓	
FreeForm 内渐进	✓	✓	✓	✓	✓
双面复合渐进	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源: 康耐特光学官方公众号, 华福证券研究所

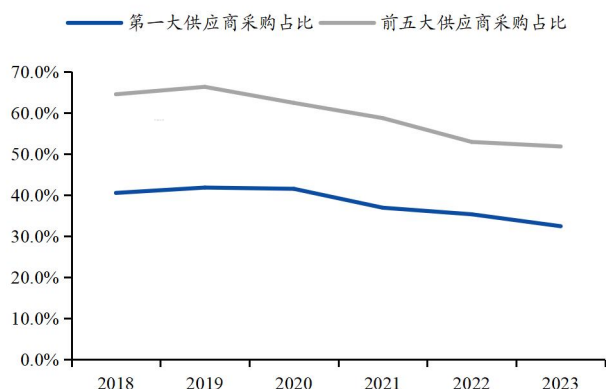
图表 15: 三井化学 MR 材料性能更优

	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	ADC (CR-39® RAV7™)	冕玻璃
折射率 (n _d)	1.60	1.67	1.67	1.74	1.59	1.60	1.55	1.50	1.52
阿贝数 (v _d)	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 MR 镜片材料, 华福证券研究所

根据公司招股书所转引的弗若斯特沙利文报告, 三井化学为 1.74 单体的主要供应商, 就销量而言, 于 2020 年占中国 1.74 单体供应行业约 99.9% 的市场份额。三井化学为公司第一大供应商, 公司向其采购比例持续保持在 30% 以上, 且采购 MR 镜片材料的种类最全。

图表 16: 公司历年前五大供应商采购比例



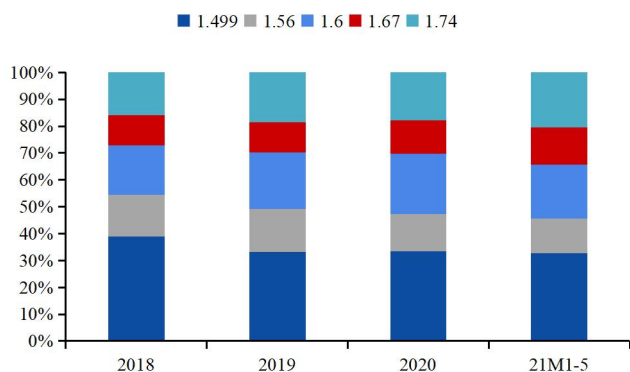
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 2025 年采购两类及两类以上 MR 镜片材料的高端镜片制造商

	MR-8	MR-8plus	MR-7	MR-10	MR-174
康耐特光学	●	●	●	●	●
明月镜片			●		●
万新光学	●		●		
伟星光学	●	●	●	●	
汇鼎光学	●		●	●	
奥天光学	●		●		
天润光学	●	●	●	●	
恒美光学	●			●	
蓝道光学	●		●		
视悦光学	●		●		

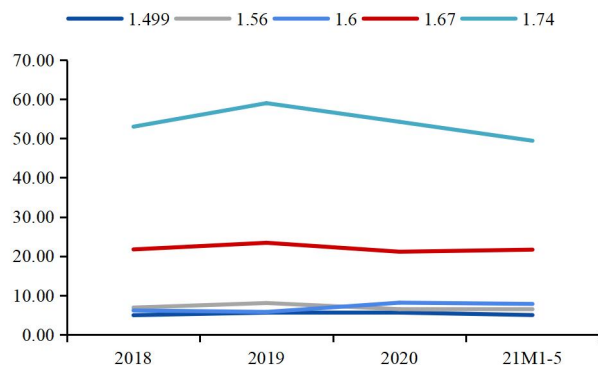
数据来源: 三井化学 MR 镜片材料, 华福证券研究所

图表 18: 公司不同折射率产品营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 公司不同折射率产品单价 (元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

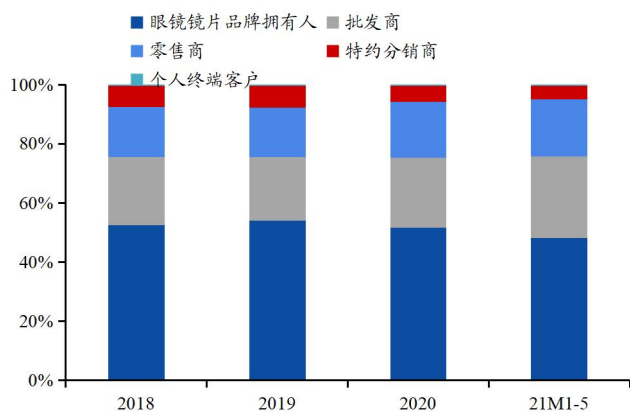
2.2 ODM 稳健，创新 C2M 模式提供一站式服务

公司主要销售渠道/客户类型包括眼镜镜片品牌拥有人、批发商、零售商、特约分销商、个人终端用户，其中对眼镜镜片品牌的销售占比较高（这部分主要对应 ODM 业务）。公司以 ODM 业务起家，第一大客户为豪雅，2018-2023 年销售占比约在 10%-15%。近年来，公司不断丰富客户结构及销售网络，积极推广自主品牌。

1) 线下来看，公司通过参加业内展览、活动组织及客户拜访，及与眼科服务供应商及零售商合作，促进分销渠道的建设。

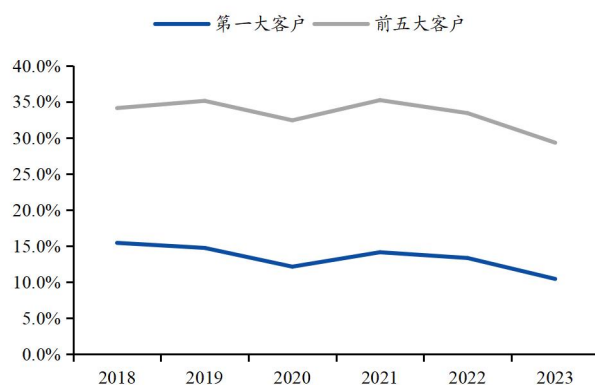
2) 线上来看，公司增加多平台线上推广及采用新的销售渠道，通过抖音及微信小程序等新型营销渠道来进一步推广公司的品牌形象。

图表 20: 分客户类型营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

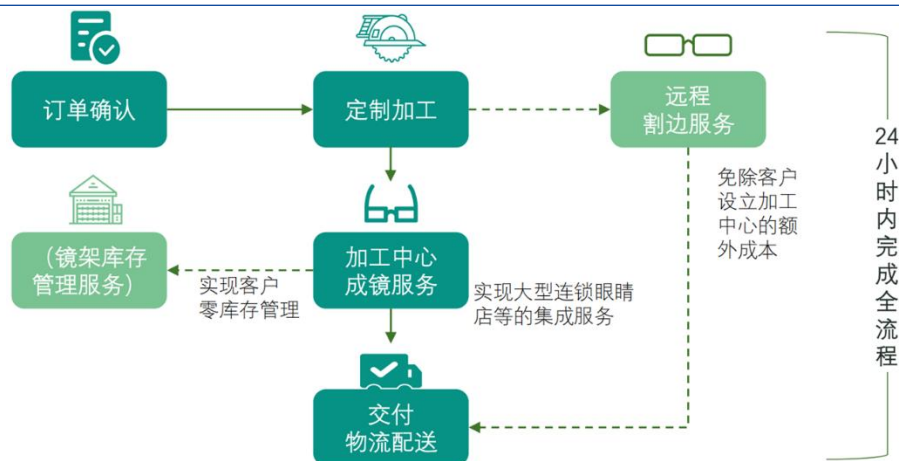
图表 21: 公司第一大及前五大客户销售占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

C2M 即消费者到制造商（Consumer to Manufacturer）。是一种新兴的商业模式，通过去除中间环节，使得消费者可以直接与制造商沟通定制个性化产品，大大降低了成本，并提高了效率。同时，制造商可触达市场一手需求，能够更精准地预测市场需求，优化生产计划，实现快速迭代和产品更新，推进数字化转型。

图表 22: C2M 的业务模式



数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

定制车房片模式高效,精准掌握客户需求。康耐特自动化车房始建于2007年,采用国际先进的进口全自动设备,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。公司通过互联网解决从订单录入、生产、产品到店的全过程:1)零售店客户把验光数据和镜架信息传输到公司的远程验光仪上;2)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;3)镜片加工后按传输的镜架数据进行割边,无需镜架;4)当商店拿到镜片后按要求安装在镜架上,即完成整个销售过程。大大提高交货时间,确保了产品的规模化、精品化、专一化的集成生产。

图表 23: 公司定制化镜片生产销售流程



数据来源: 康耐特光学官方公众号, 华福证券研究所

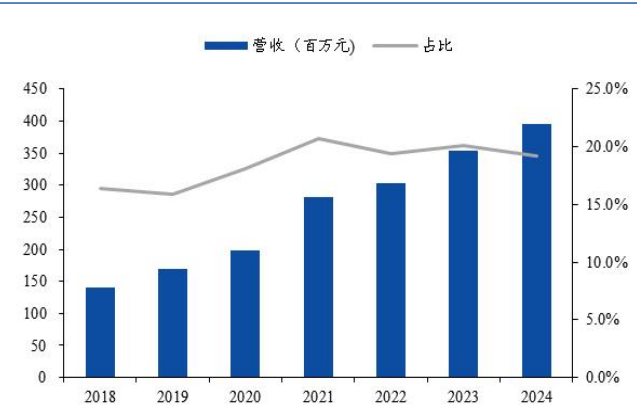
图表 24: 公司自动化车房的 C2M 模式



数据来源: 康耐特光学官方公众号, 华福证券研究所

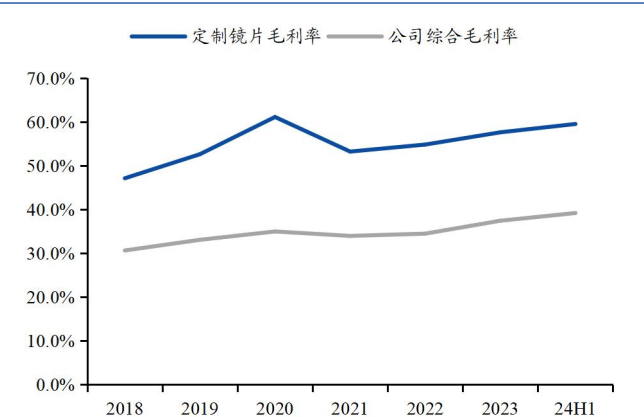
2024 年公司定制镜片收入占比达到 19.2%, 较 2018 年提升 2.8pct。定制镜片毛利率相比常规产品更高, 2023 年公司定制片毛利率 57.6%, 24H1 进一步提升至 59.5%。未来随着定制片占比的提升, 有望带动公司整体盈利水平增长。

图表 25: 公司定制化镜片营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 定制化镜片毛利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 携手歌尔加强 XR 领域协同, 主流客户合作进展有序推进

AI 赋能打开成长空间, 智能眼镜百花齐放。智能眼镜是近年来最被看好的可穿戴

戴智能设备之一，具有使用简便，体积较小等特点，是未来智能科技产品的重要增长点。随着 GPT4、豆包、Deepseek 等 AI 大模型的规模部署，加快了更多基于大模型的应用落地，硬件端的 AI 智能眼镜有望成为 AI 落地的较优载体，眼镜是最靠近人体三大重要感官的穿戴设备，可以非常直接自然的实现声音、语言、视觉的输入和输出。未来我们认为 AR 智能眼镜凭借 AI 赋能，或将成为下一代通用计算终端。

图表 27: AI 智能眼镜与人类感官的多重交互



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

图表 28: AR+AI 眼镜或成为下一代通用计算终端

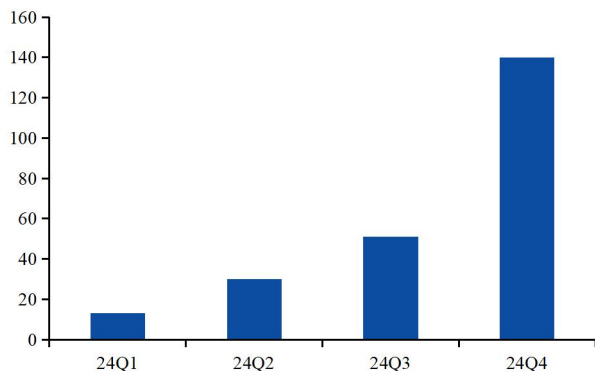


数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

根据维深信息，目前 AI 智能眼镜尚处于探索期，多家公司布局探索 AI 智能眼镜方案，2024 年下半年已有相关 AI 智能眼镜新品发布。2024 年全球 AI 智能眼镜销量为 152 万台，主要销量贡献来自于 RayBan Meta 智能眼镜。预计到 2025 年将会有更多大厂入场，推动 AI 智能眼镜的发展趋向成熟，无显示的 AI 正式开始走向大规模增长。

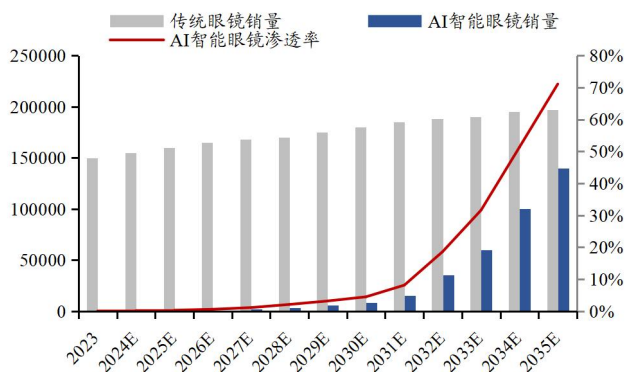
到 2030 年后，AI+AR 技术发展到成熟阶段，AI+AR 智能眼镜或将进入行业高速发展期。维深信息预测在 2035 年，AI+AR 智能眼镜最终将实现传统智能眼镜的替代，达到 71%的渗透率，全球 AI+AR 智能眼镜销量达到 14 亿台，成为下一代通用计算平台和终端。

图表 29: 2024 年分季度 AI 智能眼镜销量 (万台)



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

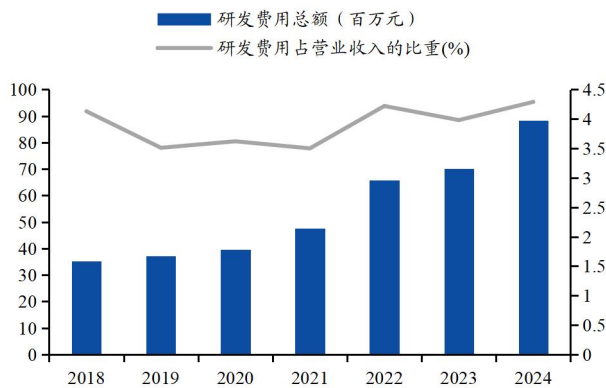
图表 30: AI 智能眼镜销量预期 (万台)



数据来源: Wellseenn XR, 华福证券研究所

公司携手歌尔，加强 XR 领域协同合作。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。据有关供应协议，对方已向公司下达正式订单，公司将会为其提供具有个性化参数的客制化镜片，供其应用于产品之上。同时，为更好应对 XR 业务，公司已经成立了 XR 研发和服务中心，分别从技术端和市场端为潜在精密光学业务提供支持和服务，并加强本公司对产品于 XR 光学上之技术应用的研发。公司注重研发投入，2024 年公司研发费用总额 8834 万元，占营业收入比例达到 4.29%。

图表 31：公司研发费用及占比



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 32：公司部分专利



数据来源：公司官网，华福证券研究所

24 年 12 月，公司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，根据已签署的采购订单，公司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进行验证，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。

2025 年初，歌尔通过新股配售+老股收购，成为康耐特第二大股东，并承诺 3 年内不减持，配售所得款项将用于面向智能眼镜和 XR 头戴设备的镜片和视觉解决方案的研发、设计和制造。歌尔股份以精密零件及智能硬件加上研发及制造服务组成的垂直综合产品解决方案，有望与公司在智能眼镜领域进一步加深合作。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

(1) 标准镜片：标准镜片业务基本对应 ODM 业务，公司 ODM 业务历年稳健，和主要客户关系长期良好，随公司产品结构的优化以及客户的开拓，我们预计公司标准镜片的均价及销量保持稳健增长，毛利率也小幅增长。

(2) 功能镜片：功能镜片的价值量介于标准镜片与定制镜片之间，随消费者对功能性镜片的需求增长，以及公司持续的创新研发，将推出多种单一或复合需求的功能镜片，25-27 年假设销量及均价增长且增速高于标准镜片，毛利率介于标准镜片与定制镜片之间且略有增长。

(3) 定制镜片：定制镜片业务基本对应 C2M 业务，随公司 C2M 规模提升，自动化智能产线优化效率，且高附加值产品占比的提升，公司定制镜片毛利率逐年提升，定制镜片的均价与销量也将保持较高的增长。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 15.1%、14.0%、12.4%，归母净利润增速分别为 23%、19%、15%，对应 EPS 分别为 1.1 元、1.3 元、1.5 元。

图表 33：公司业绩拆分预测表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	853.76	1058.85	1093.16	1356.08	1561.32	1759.64	2060.77	2372.24	2705.05	3039.94
yoy		24.0%	3.2%	24.1%	15.1%	12.7%	17.1%	15.1%	14.0%	12.4%
营业成本	592.42	708.97	711.11	895.92	1023.45	1101.51	1265.67	1432.94	1603.03	1776.75
yoy		19.7%	0.3%	26.0%	14.2%	7.6%	14.9%	13.2%	11.9%	10.8%
毛利	261.34	349.88	382.05	460.16	537.87	658.13	795.1	939.30	1102.02	1263.20
毛利率	30.6%	33.0%	34.9%	33.9%	34.4%	37.4%	38.6%	39.6%	40.7%	41.6%
按产品拆分										
标准化镜片										
营收	703.00	879.46	887.85	1062.14	1244.06	1403.95	1662.01	1920.73	2189.19	2445.24
yoy		25.1%	1.0%	19.6%	17.1%	12.9%	18.4%	15.6%	14.0%	11.7%
业务占比	82.3%	83.1%	81.2%	78.3%	79.7%	79.8%	80.6%	81.0%	80.9%	80.4%
成本	511.08	623.54	631.26	756.24	878.30	958.89	1101.85	1248.84	1394.26	1538.46
毛利	191.92	255.92	256.59	305.90	365.75	445.05	560.15	671.89	794.93	906.78
毛利率	27.30%	29.10%	28.90%	28.80%	29.40%	31.70%	33.70%	34.98%	36.31%	37.08%
销量（百万件）	98.73	109.33	105.24	129.18	145.31	151.84	170.37	183.92	196.84	208.20
yoy		10.7%	-3.7%	22.8%	12.5%	4.5%	12.2%	8.0%	7.0%	5.8%
单价	7.12	8.04	8.44	8.22	8.56	9.25	9.76	10.44	11.12	11.74
yoy		13.0%	4.9%	-2.5%	4.1%	8.0%	5.5%	7.1%	6.5%	5.6%
定制镜片										
收入	139.98	168.66	197.84	281.26	303.30	353.52	395.28	447.85	512.03	590.68
yoy		20.5%	17.3%	42.2%	7.8%	16.6%	11.8%	13.3%	14.3%	15.4%
业务占比	16.4%	15.9%	18.1%	20.7%	19.4%	20.1%	19.2%	18.9%	18.9%	19.4%
成本	74.05	79.94	76.96	131.63	137.09	149.89	162.07	182.28	206.86	236.27
毛利	65.93	88.71	120.88	149.63	166.21	203.63	233.22	265.58	305.17	354.41
毛利率	47.10%	52.60%	61.10%	53.20%	54.80%	57.60%	59.00%	59.30%	59.60%	60.00%
销量（百万件）	2.45	3.08	3.90	5.72	6.09	6.96	7.63	8.39	9.32	10.43
yoy		25.8%	26.5%	46.6%	6.6%	14.3%	9.6%	10.00%	11.00%	12.00%
单价	57.11	54.69	50.73	49.21	49.80	50.79	51.81	53.36	54.96	56.61
yoy		-4.2%	-7.2%	-3.00%	1.20%	2.00%	2.00%	3.00%	3.00%	3.00%
其他										
收入	10.79	10.73	7.48	12.68	14.26	2.17	3.48	3.65	3.84	4.03
yoy		-0.5%	-30.3%	69.6%	12.5%	-84.8%	60.1%	5.00%	5.00%	5.00%

	业务占比	1.3%	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
成本	7.09	5.58	2.86	8.05	8.05			1.74	1.83	1.92	2.01
毛利	3.70	5.15	4.61	4.63	6.21			1.74	1.83	1.92	2.01
毛利率	34.30%	48.00%	61.70%	36.55%	43.52%			50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

3.2 投资建议

我们采取可比公司估值法，选取与公司同属于视光行业的明月镜片、永新光学、博士眼镜。2025 年可比公司一致预期对应 PE 的平均值为 40X，高于公司的 20X，我们认为，公司作为镜片制造领军企业，ODM 业务经营稳健，定制化、功能化镜片占比持续提升，有望逐步抬升公司盈利中枢。同时，公司携手歌尔，加强 XR 领域协同，与海外主流科技公司合作进展不断突破，未来随带显镜片的放量，公司业绩有望逐步增厚。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
		2025/4/22	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300622.SZ	博士眼镜	38.81	0.73	0.59	0.84	0.97	53.10	65.63	46.48	40.11
603297.SH	永新光学	85.88	2.12	1.98	2.98	3.96	40.56	43.34	28.86	21.69
301101.SZ	明月镜片	47.80	0.78	0.88	1.04	1.20	61.14	54.49	45.98	39.72
		平均值					51.60	54.49	40.44	33.84
2276.HK	康耐特光学	21.80	0.68	0.89	1.10	1.30	31.99	24.43	19.86	16.72

数据来源：： ifind 一致预期，华福证券研究所；其中康耐特光学为华福轻纺组预测值

4 风险提示

1、国外贸易政策波动风险。公司外销占比较高，假设国际市场或贸易政策持续变动，带来加征关税等不利影响，公司业绩也将受到影响。

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。

图表 35：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	499	898	1,066	1,526	营业总收入	2,061	2,384	2,721	3,056
应收款项合计	405	466	542	593	主营业务收入	2,061	2,372	2,705	3,040
存货	563	612	616	682	营业总支出	1,591	1,808	2,028	2,245
其他流动资产	152	149	149	151	营业成本	1,266	1,433	1,603	1,777
流动资产合计	1,619	2,125	2,373	2,952	营业开支	325	375	425	468
固定资产净额	587	602	604	617	营业利润	470	576	693	811
权益性投资	57	57	57	60	净利息支出	10	0	-4	-10
其他长期投资（投资性 房地产）	14	15	15	15	权益性投资损益	-3	0	0	0
商誉及无形资产	33	51	61	71	其他非经营性损益	41	41	30	18
土地使用权	0	0	0	0	非经常项目前利润	497	617	727	839
其他非流动资产	79	25	25	24	非经常项目损益	0	-5	0	0
非流动资产合计	770	750	762	787	除税前利润	497	612	727	839
资产总计	2,389	2,875	3,135	3,739	所得税	69	85	102	117
应付账款及票据	189	215	192	231	少数股东损益	0	0	0	0
循环贷款	290	290	100	100	持续经营净利润	428	527	625	722
其他流动负债	253	258	297	330	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	732	763	589	661	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	归属普通股股东净利润	428	527	626	722
其他非流动负债	71	45	45	45	EPS（最新股本摊薄）	0.89	1.10	1.30	1.50
非流动负债合计	71	45	45	45	主要财务比率				
负债总计	803	808	634	706		2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司所有者权益	1,586	2,067	2,501	3,034	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	16.1%	15.7%	14.2%	12.3%
股东权益总计	1,586	2,067	2,501	3,033	归母公司净利润增长率	31.0%	23.0%	18.8%	15.4%
负债及股东权益总计	2,389	2,875	3,135	3,739	获利能力				
现金流量表					毛利率	38.6%	39.6%	40.7%	41.6%
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	20.8%	22.2%	23.1%	23.7%
经营活动现金流	-	888	831	894	ROE	28.7%	28.8%	27.4%	26.1%
净利润	428	527	626	722	ROA	19.6%	20.0%	20.8%	21.0%
折旧和摊销	-	476	306	245	偿债能力				
营运资本变动	-436	-85	-73	-57	资产负债率	33.6%	28.1%	20.2%	18.9%
其他非现金调整	-	-29	-29	-16	流动比率	2.2	2.8	4.0	4.5
投资活动现金流	-	-418	-285	-255	速动比率	1.4	2.0	3.0	3.4
资本支出	-	-497	-310	-260	每股指标（元）				
长期投资	4	0	0	-3	每股收益	0.9	1.1	1.3	1.5
其他长期资产	-	79	25	8	每股经营现金流	-	1.9	1.7	1.9
融资活动现金流	-	-71	-378	-179	每股净资产	3.3	4.3	5.2	6.3
借款增加	84	0	-190	0	估值比率				
股利分配	-85	-128	-162	-189	P/E	24	20	17	14
普通股增加	-	53	0	0	P/B	7	5	4	3
其他融资活动现金流	-	4	-26	10	EV/EBITDA	153	72	76	72

数据来源：公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn