

轻工制造

2025 年 09 月 10 日

康耐特光学-一(02276)

——主业增长稳健，XR 业务进展顺利，第二曲线打开想象空间

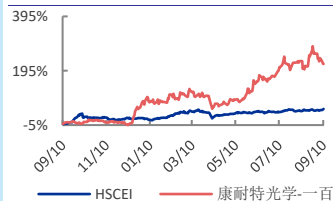
报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 10 日

收盘价 (港币)	43.20
恒生中国企业指数	9328.16
52 周最高/最低 (港币)	52.00/12.72
H 股市值 (亿港元)	207.33
流通 H 股 (百万股)	479.93
汇率 (人民币/港币)	1.0962

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《康耐特光学 (02276) 点评：2025H1 业绩点评：主业增长稳健，利润率持续提升，AI 眼镜国内外进展顺利》 2025/08/13
《AI、AR 眼镜多点开花，传统眼镜赛道的蝶变——智能眼镜行业深度报告之二》 2025/06/25

证券分析师

张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

联系人

张海涛
(8621)23297818x
zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 XR 业务累计收入已达约 1000 万元，逐渐进入放量期。**根据 XR 业务已签署的合作协议和采购订单，本公司已陆续收到包括开发费用，小额初试订单，和国内个别重点专案的量产订单在内的款项。截止 25 年 8 月 31 日，公司 XR 业务方面已累计收入约人民币 1000 万元（含 25H1 确认收入约人民币 300 万元）。
- **XR 业务国内外拓展顺利，25 年逐渐进入放量期。**公司持续推进并积极拓展同国内外科技和消费电子企业客户的合作：海外客户方面，合作项目数量继续增加，现有项目持续推进，个别重点项目的工作重心也从前期的产品功能实现和技术路线验证，转向下一步的扩大生产规模；同国内客户的合作也积极展开，个别重点项目已经实现了产品交付，收到了终端用户良好的使用反馈。**截止 25 年 8 月 31 日，公司 XR 业务方面已累计收入约人民币 1000 万元（含 25H1 确认收入约人民币 300 万元），预计 25H2 及 26 年 XR 相关收入将进一步增长。**目前歌尔股份持有公司股权比例已提升至 20%，在彰显产业链认可的同时，也有利于提升公司与歌尔之间的战略合作关系，为公司带来更多业务发展机会，以及与歌尔的合作机会。**目前智能眼镜正处于蓬勃发展期，第二代 Ray-Ban Meta 爆品引爆市场，重点关注 9 月 Meta Connect2025 产品发布。**根据维深信息统计，2024 年 RayBan Meta 销量达 142 万台，25H1 销量 124.5 万台，同比增长 196%。标杆产品的示范作用下，叠加大模型持续迭代，国内外玩家加速布局 AI 眼镜产品，预计行业进入快速扩容期。此外，预计在 25 年 9 月 Meta Connect 大会上，Meta 将发布首款带显的 AR 眼镜产品，宣告从 AI 眼镜到 AR 眼镜的迭代，康耐特技术卡位优势显著，新趋势有望贡献增量。
- **主业增长稳健，产品结构持续升级。**1) **分产品来看**，2025H1 标准镜片、功能镜片、定制镜片收入分别为 5.13、3.82、1.85 亿元，分别同比+20.0%/+8.8%/-4.9%，标准镜片增速较快，主要系自主品牌的 1.74 单光片产品增速较快，且归属于为标准镜片；受益产品结构改善，2025H1 标准镜片、功能镜片、定制镜片毛利率分别为 33.6%、40.6%、61.9%，分别同比提升 2.8、2.8、2.4pct。2) **分区域来看**，2025H1 中国内地/亚洲（中国内地以外）/美洲/欧洲/大洋洲/非洲分别实现收入 3.59/2.95/2.20/1.71/0.26/0.13 亿元，分别同比+19.0%/+22.5%/-1.8%/+6.0%/-30.5%/+22.1%，若剔除受关税影响的美洲区域，2025H1 收入同比增长 14.9%；4-5 月对美订单受关税影响，后续已逐渐呈现恢复趋势。
- **公司制造能力突出，逐渐发力自主品牌及国内市场。**1) **产品：**研发能力突出，产品结构持续优化升级。公司与上游原材料供应商如三井等合作密切，自身具备模具自产能力，SKU 超 700 万个，满足客户差异化需求；注重产品研发，豪雅稳居第一大客户，高端产品受市场认可，推动产品结构持续迭代升级；2) **渠道：**多元渠道布局，加速发力国内市场和自主品牌建设。公司早期以海外代工业务为主，近年来公司国内市场发力迅猛，线上、线下双线推进品牌营销，自主品牌业务延续高增；3) **供应链：**制造优势显著，全球化产能布局保障增长。基于强大供应链，打造定制化生产能力，实现公司、小 b 客户和消费者的三方共赢；精益管理提升运营效率，人效及资产周转效率领先行业；三大基地布局保障生产，日本年产 60 万副定制化产线将于今年下半年投产，此外泰国生产基地将于今年下半年开工建设，进一步强化公司全球供应链优势，助力海外份额进一步提升。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1760	2061	2340	2703	3126
同比增长率 (%)	13	17	14	16	16
归母净利润 (百万元)	327	428	550	682	840
同比增长率 (%)	32	31	28	24	23
每股收益 (元/股)	0.77	1.00	1.15	1.42	1.75
净资产收益率 (%)					
市盈率	51.5	39.3	34.5	27.8	22.6
市净率	13.6	12.0	9.4	7.4	6.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

- **智能眼镜具备全新智能穿戴设备+传统眼镜升级迭代双重属性，长期空间广阔。**1) **智能穿戴设备维度：**部分替代手持智能相机、可穿戴腕带设备、TWS 耳机甚至手机的功能，24 年手持智能相机、智能手表、TWS 耳机、智能手机出货量分别为 0.52、0.72、3.3、12.2 亿台。2) **眼镜维度：**传统眼镜应用场景广泛，价格与智能眼镜接近，后续有望迭代升级。2024 年全球成品老花镜、太阳镜出货量分别为 2.77、4.13 亿副，而单独的近视镜片、镜框出货量分别为 8.16、6.99 亿副。**中游镜片制造：**需求端，产品结构向高折化、功能化升级，全球需求稳健增长，中国增长潜力大。供给端，国际品牌具备先发优势，康耐特光学、明月镜片等国内企业逐渐实现进口替代。**智能眼镜有望驱动行业量价齐升：**1) 智能眼镜高客单，消费者愿意匹配更高单价的镜片，助力镜片产品结构升级；2) 一人多镜+吸引消费电子爱好者带来的量增需求；3) AR 显示与光学镜片结合的预装处方镜片壁垒较高，单价更高。优质供应商具备稀缺性，推动竞争格局优化。
- **公司为镜片制造领军企业，产品 SKU 矩阵完善，上下游合作关系稳固，供应链优势明显。**近年来公司积极发力国内市场和自主品牌，打造增长新动能。差异化产品占比提升，带动盈利能力持续改善。智能眼镜蓬勃发展，公司积极布局具备先发优势，歌尔连续认购、收购公司股权，彰显产业链认可，同时有望赋能公司相关业务发展，打开未来增长空间。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 5.50/6.82/8.40 亿元，分别同比增长 28.5%/24.0%/23.1%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 34.5/27.8/22.6X，维持“买入”评级！
- **风险提示：**原材料供应稳定性风险，XR 业务拓展不及预期的风险，高端产品销售不及预期的风险。

合并利润表

单位:百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	2,061	2,403	2,786	3,233
营业总支出	1,597	1,804	2,043	2,317
其他收入	19	23	25	27
营业成本	1,266	1,423	1,606	1,810
营业开支	350	404	463	534
营业利润	464	600	743	916
净利息支出	4	3	-3	-6
权益性投资损益	-3	0	0	0
其他非经营性损益	41	40	46	53
除税前利润	497	636	791	975
所得税	69	86	109	135
少数股东损益	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	428	550	682	840
EPS	1.00	1.15	1.42	1.75

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。