

公司研究

国内领先的树脂镜片制造商，长期关注公司 AI 眼镜业务进展

——康耐特光学（2276.HK）首次覆盖报告

要点

康耐特光学是国内领先的树脂眼镜镜片制造商。公司成立于 1996 年，总部位于上海，在上海、江苏、日本靖江设有三大生产基地，产品远销全球 90+ 国家。按 2023 年树脂镜片销售额计，公司位列全球第五；按 2024 年树脂镜片出厂销售量计，公司在中国树脂镜片制造商中排名第一。2024 年公司收入 20.6 亿元，同比增长 17%。分业务看，公司业务涵盖标准镜片业务、功能镜片业务、定制镜片业务，2024 年收入占比分别为 44%/37%/19%。2025H1 收入 10.84 亿元，同比增长 11%。

传统眼镜业务量价齐升，推动镜片需求持续增长。由于近视率和老视率提升、功能性需求增加，眼镜市场呈现量价齐升趋势。根据弗若斯特沙利文，以中国市场为例，中国镜片人均购买量从 2019 年的 8.6 副/百人增长至 2024 年的 10.0 副/百人，预计在 2029 年将增长至 13.6 副/百人；中国镜片人均支出从 2019 年的人民币 21.2 元/人增加到 2024 年的人民币 27.1 元/人，预计 2029 年中国镜片人均支出将达到 38.3 元/人。眼镜市场量价齐升相应推动镜片需求提升。根据弗若斯特沙利文，预计至 2029 年全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额将增长至 82 亿美元，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 5.8%；中国眼镜镜片出厂销售额将增长至 297.5 亿元，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 7.5%。

公司依托“高折射率技术+C2M 定制模式”构建核心壁垒。公司镜片业务拥有技术、供应链、产能优势：**1) 高折射率镜片绑定核心原料供应商：**公司 SKU 超 700 万，覆盖 1.499-1.74 全折射率，国内首家量产 1.74 高折射率树脂镜片，绑定日本三井化学 MR-174 原料供应。**2) C2M 模式+全球产能布局：**C2M 模式实现 24 小时定制交付，泰国基地有望于 2026 年投产强化全球化产能。高毛利定制业务持续扩张，推动产品结构高端化升级。

AI 眼镜放量初现，公司前沿光学技术匹配下游需求。25Q1 全球智能眼镜出货量达 148.7 万台，同比增长 82.3%，同期中国智能眼镜出货量达 49.4 万台，同比增长 116.1%。光学作为 AI 眼镜的核心环节，对镜片制造商提出产品精度、生产能力、生产工艺等多维度要求。公司一方面作为国内树脂镜片龙头厂商，具备定制化车房生产能力及全球产能布局；另一方面已突破超薄镜片与光波导片贴合核心技术，拥有技术先发优势，目前与全球头部消费电子客户合作研发进展顺利。此外，歌尔入股提供技术及资金赋能，我们认为公司有望享受智能眼镜快速成长红利，打开业绩及估值成长空间。

盈利预测、估值与评级：我们预测公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 5.7 亿、7.1 亿、8.8 亿人民币。按照 2025 年 9 月 11 日股价，对应 2025-2027 年 34x、27x、22x PE，25-27 年公司 PE 低于可比公司的 PE 均值；公司 2025 和 2026 年的 PEG 估值低于可比公司 PEG 均值。结合 PE 和 PEG 估值，基于：1) 眼镜镜片市场规模有望维持稳健增长，公司作为国内树脂镜片龙头，有望凭借高折射率技术+C2M 供应链优势，持续扩大市场份额；2) AI 眼镜市场维持景气，公司拥有 AI 眼镜所需超薄镜片与光波导片贴合核心技术，与下游客户合作落地，叠加歌尔入股提供技术及资金赋能，AI 眼镜镜片业务有望成为第二增长曲线。**公司具备一定的标的稀缺性和溢价空间，首次覆盖给予康耐特光学“买入”评级。**

风险提示：行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，国际贸易政策变化风险，XR 业务进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元人民币）	1,760	2,061	2,485	2,939	3,496
营业收入增长率（%）	12.7	17.1	20.6	18.3	19.0
归母净利润（百万元人民币）	327	428	566	712	876
归母净利润增长率（%）	31.6	31.0	32.3	25.7	23.1
EPS（元人民币）	0.767	1.004	1.180	1.483	1.826
P/E	58	45	34	27	22

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2025 年 9 月 11 日；2023、2024 股本数为 426.60 百万股，2025-2027 年所依据股本数为最新股本 479.93 百万股；汇率：1HKD/CNY=0.9163

买入（首次）

当前价：43.46 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

分析师：王贇

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebcn.com

联系人：沈昱恒

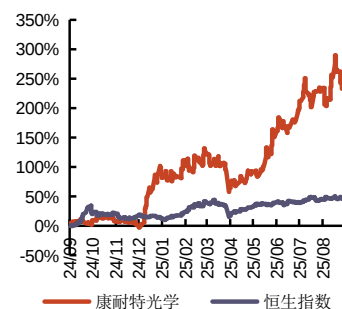
021-52523686

shenyuheng@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.80
总市值(亿港元):	208.58
一年最低/最高(港元):	12.72-52
近 3 月换手率 (%) :	45.5

股价相对走势



收益表现

	1M	3M	1Y
相对%	2.0	7.6	165.5
绝对%	3.9	16.8	216.8

资料来源：Wind

目 录

1、康耐特光学：国内树脂镜片龙头	6
1.1 树脂镜片销量国内排名前列，产品远销多国	6
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	8
2、镜片行业：传统眼镜量价齐升，智能眼镜开启增长新曲线	9
2.1 传统眼镜行业：中游制造出口领先，需求扩大驱动量价齐升	9
2.1.1 深耕产业链中游镜片制造，稳居中国镜片出口首位	9
2.1.2 市场需求持续增加，镜片行业量价齐升	10
2.1.3 公司 SKU 丰富、“高折射率技术”+“C2M 供应模式”构建核心壁垒	13
2.2 智能眼镜业务	17
2.2.1 AI 眼镜放量初现，XR 迈向主流消费	17
2.2.2 前沿光学技术匹配下游需求，XR 战略布局加速成型	18
3、财务分析	21
4、盈利预测与估值评级	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	26
4.3 投资建议：给予“买入”评级	27
5、风险分析	28

图目录

图 1: FY2024 公司海外营收 (人民币百万元)	6
图 2: FY2024 公司分地区营收占比	6
图 3: FY2024 各个产品营收占比	7
图 4: FY2021-25H1 营收结构	7
图 5: 公司发展历程	7
图 6: 公司股权结构	8
图 7: 中国眼镜行业产业链	9
图 8: 2023 年全球前五大树脂镜片公司企业销售收入 (亿美元)	10
图 9: 2023 年功能性眼镜消费占比	10
图 10: 2019-2029E 年中国儿童青少年近视人数 (百万人)	11
图 11: 2019-2029E 年中国老视人数 (百万人)	11
图 12: 2024 年中国消费者换镜周期	11
图 13: 2023 年中国消费者眼镜购买数量分布	12
图 14: 2019-2029E 年中国镜片人均购买量 (副/百人)	12
图 15: 2019-2029E 年中国镜片人均支出 (人民币/人)	12
图 16: 2019-2029 年全球镜片制造厂商出厂销售额 (十亿美元)	13
图 17: 2019-2029 年中国镜片制造厂商出厂销售额 (亿人民币)	13
图 18: 公司业务模式	13
图 19: 公司镜片品类	14
图 20: 公司产品矩阵	15
图 21: 相同度数下 1.50/1.60/1.74 的镜片厚度比较	15
图 22: “核心 MR 材料”和其它材料生产镜片的物性比较	15
图 23: C2M 模式下的四大优势	16
图 24: 公司生产基地、研发中心布局	16
图 25: XR 产品全球市场规模预测 (单位: 十亿美元)	17
图 26: AR 产品全球市场规模预测 (单位: 十亿美元)	17
图 27: 2024-2029 年全球智能眼镜 (Smart Eyewear) 市场出货量预测 (单位: 百万台)	17
图 28: 2024-2029 年中国智能眼镜 (Smart Eyewear) 市场出货量预测 (单位: 百万台)	17
图 29: 2016-2044 年 XR 各类产品销量预测 (单位: 百万台)	18
图 30: VR/AI/AR 设备对光学镜片的技术要求分级	19
图 31: 光波导光学方案原理示意图	19
图 32: 三类 AR 眼镜形态对比	19
图 33: 1H25 典型智能眼镜产品	19
图 34: 康耐特光学部分专利情况	20
图 35: FY2021-25H1 研发费用及费用率	20
图 36: FY2021-25H1 公司营收及同比增速 (人民币百万元)	21
图 37: FY2021-25H1 公司分产品营收 (人民币百万元)	21
图 38: FY2021-25H1 公司标准镜片及功能镜片营收 (人民币百万元)	22

图 39: FY2021-25H1 公司定制镜片营收 (人民币百万元)	22
图 40: FY2021-25H1 公司镜片销量(百万件)	22
图 41: FY2021-25H1 公司镜片平均售价 (人民币元/件)	22
图 42: FY2021-25H1 公司毛利润 (人民币百万元) 及毛利率.....	23
图 43: FY2020-25H1 公司分业务毛利率.....	23
图 44: FY2021-25H1 公司 OPEX 费用率	23
图 45: FY2021-25H1 公司归母净利润(人民币百万元)及归母净利率	23
图 46: FY2021-25H1 公司 EBIT 及 EBITDA(人民币百万元)	24
图 47: FY2021-2024 公司分红派息统计	24

表目录

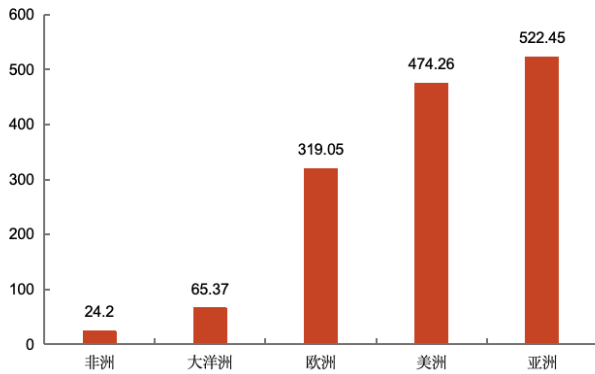
表 1：公司管理层简介	8
表 2：公司 XR 业务相关进展	21
表 3：康耐特光学盈利预测（单位：百万元人民币）	26
表 4：康耐特光学及可比公司相对估值	27
表 5：公司盈利预测与估值简表	27

1、康耐特光学：国内树脂镜片龙头

1.1 树脂镜片销量国内排名前列，产品远销多国

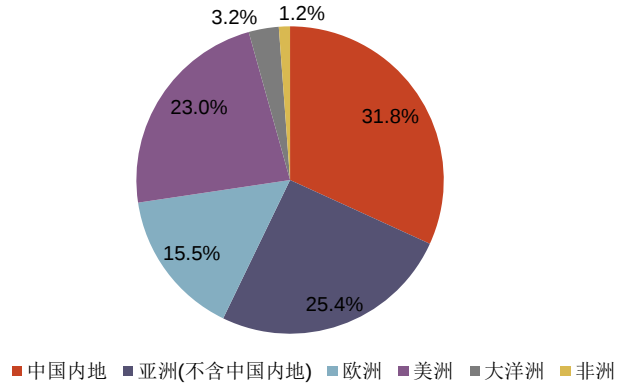
康耐特光学(2276.HK)（后文简称为“公司”）是国内领先的树脂眼镜镜片供应商，产品远销全球。按 2024 年树脂眼镜镜片出厂销售量计算，公司在中国树脂镜片制造商中排名第一，市占率 9.4%。收入稳步增长，2024 年实现总营业收入 20.6 亿元，同比增长 17.1%。2025H1 收入 10.84 亿元，同比增长 11%。公司拥有超过 700 万个 SKU 的产品网络，覆盖 1.499 至 1.74 折射率范围；镜片远销全球，24 年海外市场营收占比 68.2%，覆盖全球 90+ 国家，包括美国、日本、印度、澳洲及泰国等地。全球布局包括位于上海、江苏和日本靖江的三大生产基地，24 年年度生产总量达到 2.09 亿件，同比增长 15.1%。此外，公司正在泰国建设新的生产基地，预计将于 2026 年投产，以应对全球市场对高折射率镜片和 XR 眼镜镜片的需求增长。

图 1：FY2024 公司海外营收（人民币百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所
 注：亚洲收入不包含中国内地。

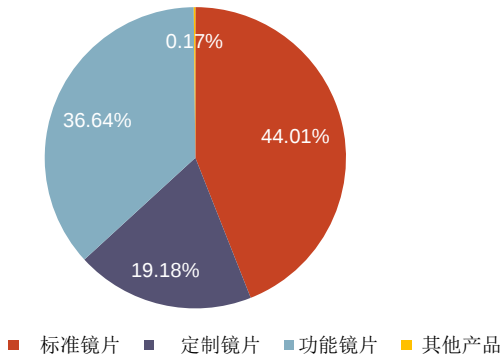
图 2：FY2024 公司分地区营收占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

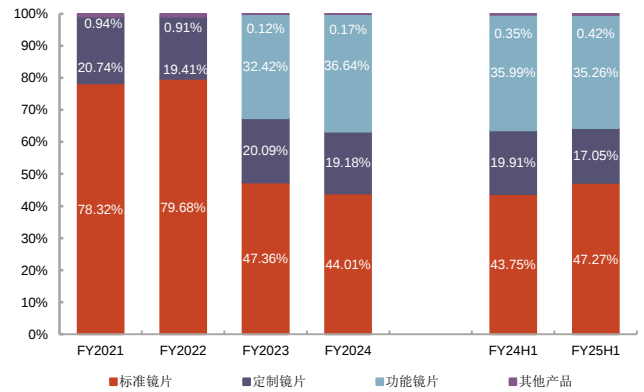
依托标准化规模交付+差异化技术突破，公司实现全场景镜片覆盖。康耐特光学的收入主要按照产品类型划分为三大业务板块，分别是标准镜片业务、功能镜片业务、定制镜片业务，各业务板块围绕树脂眼镜镜片展开，覆盖标准、功能、定制化等多元需求场景。**1) 标准镜片业务：**作为公司 2024 年最大的收入来源，该业务聚焦标准化树脂眼镜镜片的生产和销售，2024 年收入达 9.1 亿元，占总收入的 44.01%；较 2023 年上升 8.8%，增长受益于订单规模扩大及汇率变动的积极影响。**2) 功能镜片业务：**该业务涵盖防蓝光及其他功能性树脂眼镜镜片 2024 年收入为 7.6 亿元，占比 36.64%；较 2023 年大幅上升 32.4%，是各业务中增长最为显著的板块，增长动力同样来自订单增加与汇率变动的双重利好。**3) 定制镜片业务：**聚焦个性化定制树脂眼镜镜片领域，2024 年收入 3.95 亿元，占比 19.18%；较 2023 年上升 11.8%，反映出公司在定制化赛道的市场拓展成效。25H1 标准镜片、定制镜片、功能镜片各业务收入占比分别为 42.27%/17.05%/35.26%。

图 3: FY2024 各个产品营收占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: FY2021-25H1 营收结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所。注: 公司于 23 年将原营收口径标准化镜片拆分为标准化镜片、功能镜片

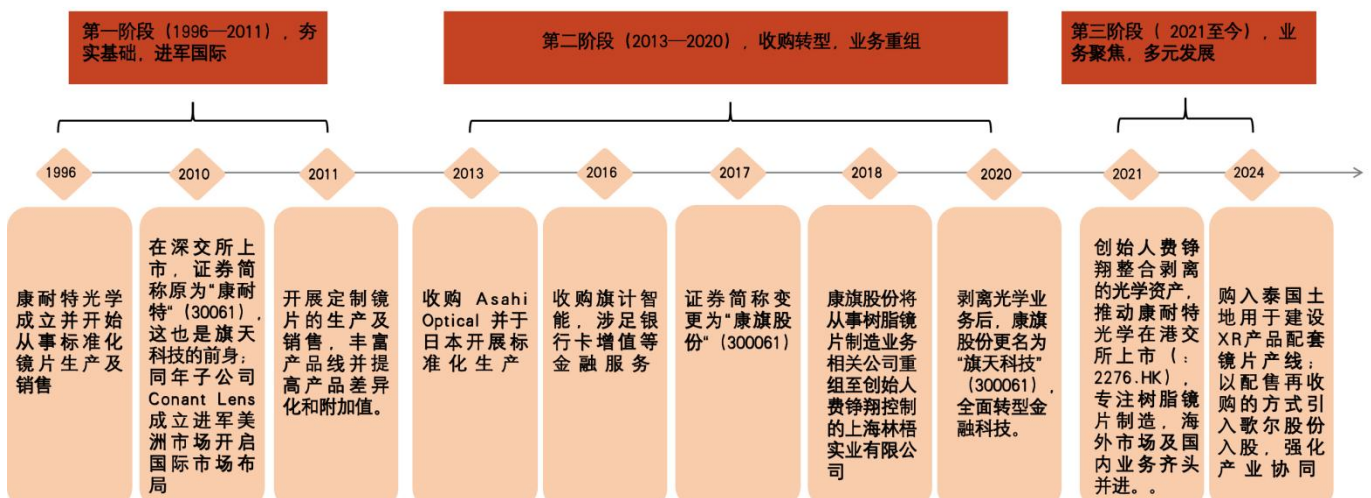
公司发展历程可分为以下三个阶段:

1996 年-2011 年: 夯实基础, 进军国际。1996 年公司前身康耐特光学成立, 开展标准化镜片生产及销售业务; 2006 年江苏基地设立进一步扩大标准化镜片的生产和销售能力; 2010 年在深圳证券交易所上市, 证券简称原为“康耐特”(300061.SZ), 这也是旗天科技的前身。同年其子公司 Conant Lens 成立进军美洲市场开启国际市场布局, 逐步积累起宝贵的全球客户资源和技术设备; 2011 年公司开展定制镜片的生产及销售, 丰富产品线并提高产品差异化和附加值。

2013 年-2020 年: 收购转型, 业务重组。2013 年收购 Asahi Optical 并于日本开展标准化生产; 2016 年收购旗计智能, 涉足银行卡增值等金融服务, 2017 年证券简称变更为“康旗股份”(300061.SZ); 2018 年康旗股份将从事树脂镜片制造业务相关公司重组至创始人费铮翔控制的上海林梧实业有限公司, 剥离光学业务后, 2020 年康旗股份更名为“旗天科技”(300061.SZ), 全面转型金融科技。

2021 年至今: 业务聚焦, 多元发展。2021 年创始人费铮翔整合剥离的光学资产(上海/江苏康耐特等), 推动康耐特光学在港交所上市(2276.HK), 专注树脂镜片制造, 海外市场及国内业务齐头并进。

图 5: 公司发展历程

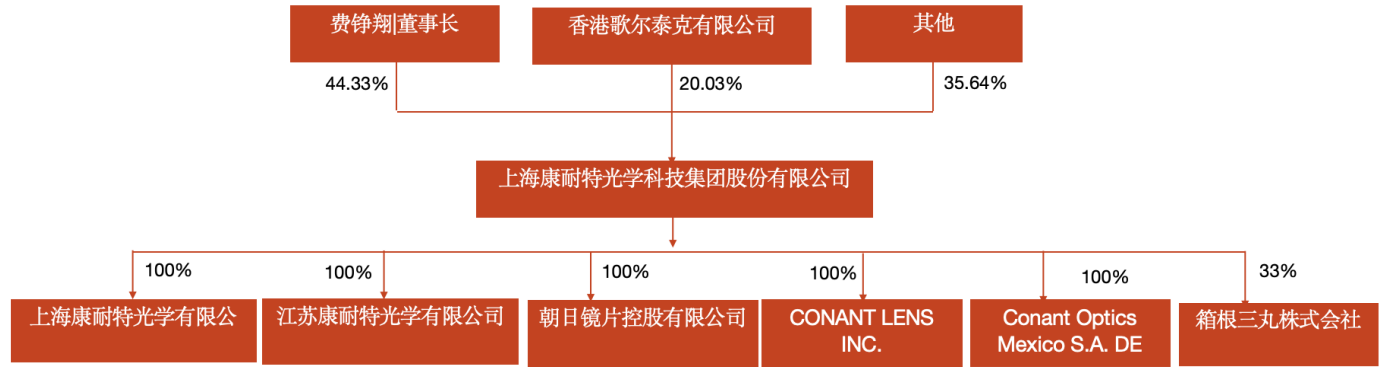


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所整理。注: Wind 显示康耐特光学“曾用名”关联旗天科技, 是因二者曾为同一上市公司。2018 年业务分拆后, 光学资产独立赴港上市, 而原深交所主体保留金融科技业务并更名, 故代码 300061.SZ 现对应旗天科技, 与港股的康耐特光学无股权关系

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构较为集中，歌尔子公司成为第二大股东。截至 2025 年 1 月 16 日，公司董事长、创始人费铮翔先生为实际控制人和第一大股东，持股 44.33%。香港歌尔泰克有限公司（歌尔股份全资子公司）2025 年 1 月通过配售+老股转让持股 20.03%，成为第二大股东，合作方向为 XR 镜片研发、供应链协同。其余公众股东持股 35.64%。

图 6：公司股权结构



资料来源：公司公告，WIND，光大证券研究所整理
注：数据截至 2025 年 1 月 16 日

公司高管团队在眼镜行业经验丰富，发布股权激励计划绑定长期动能。公司董事长、创始人费铮翔先生 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 年创立康耐特光学进入眼镜行业，行业经验丰富。管理层具备深厚技术背景与行业积淀，团队分工明确。王传宝博士负责技术研发，郑育红、夏国平先生分别负责上海和江苏的运营。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 148 名员工授予总计 1193 万股限制性股份，明确传递了公司对技术投入转化为盈利能力的信心，为核心团队绑定长期动能。

表 1：公司管理层简介

姓名	职位	背景简介
费铮翔	总经理、执行董事、控股股东、公司创始人	负责制定整体发展策略及监督集团营运；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 29 年经验；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	副总经理、执行董事	负责制定整体发展策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	副总经理、执行董事	负责制定整体发展策略及监督集团江苏的营运；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	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	执行董事	负责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
许胡寅	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	执行董事、联席公司秘书	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	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：公司招股说明书，光大证券研究所整理

2、镜片行业：传统眼镜量价齐升，智能眼镜开启增长新曲线

2.1 传统眼镜行业：中游制造出口领先，需求扩大驱动量价齐升

2.1.1 深耕产业链中游镜片制造，稳居中国镜片出口首位

公司在中国眼镜市场产业链中游占据重要地位。中国眼镜行业产业链包括上游原材料及设备供应商、中游镜片制造商以及下游终端消费市场。中游的镜片制造商如康耐特、凯米、伟星等致力于镜片制造业务，以出口销售和为其他企业提供代工生产服务为主；镜片品牌商如蔡司、依视路、豪雅及明月镜片等以自有品牌生产销售为主。

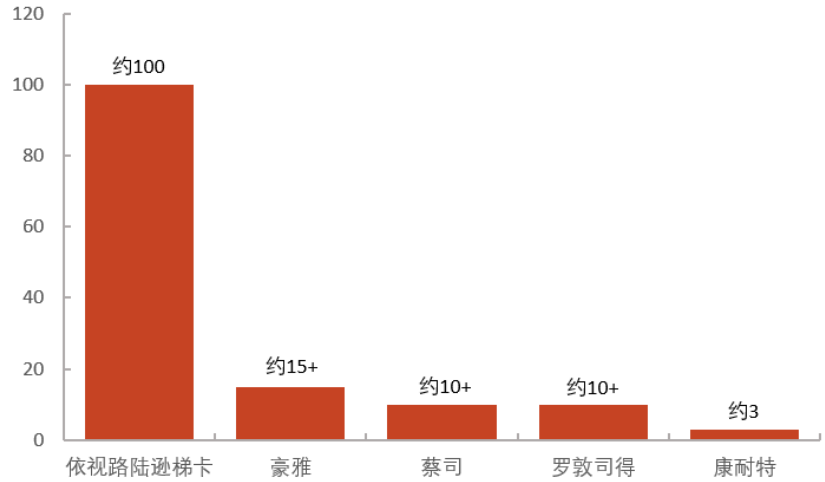
图 7：中国眼镜行业产业链



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

公司产品远销海外，是中国镜片出口销售量第一。根据弗若斯特沙利文，以 2024 年树脂眼镜镜片销售量计，公司在中国树脂镜片制造商中排名第一。同时，根据 2023 年全球视光品牌树脂镜片销售金额计，公司位列全球第五，是唯一的中国品牌。目前，公司产品在超过 90 个国家出售，包括但不限于中国、美国、日本等。

图 8：2023 年全球前五大树脂镜片公司企业销售收入（亿美元）

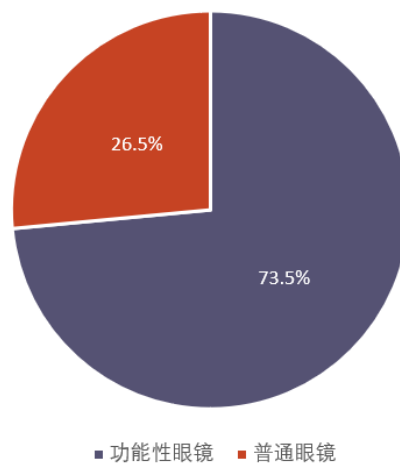


资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

2.1.2 市场需求持续增加，镜片行业量价齐升

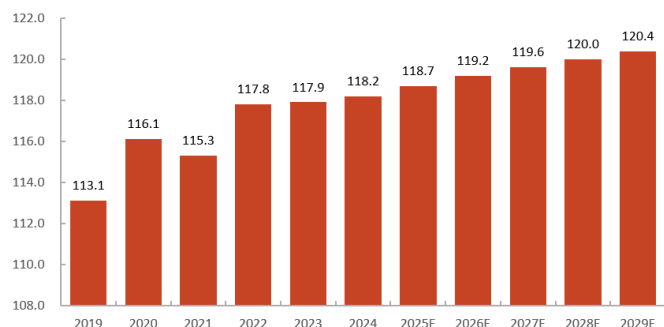
由于近视率和老视率提升、功能性需求增加，镜片需求不断提高。1) **近视率和老视率**：青少年近视和中老年老视已成为当前备受瞩目的两大国民视力问题。根据弗若斯特沙利文，2024 年中国儿童青少年近视人数达 1.18 亿人，预测未来人数将逐年上升，2029 年将达 1.20 亿人，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 0.37%；2024 年中国老视（45 岁以上）人数达 4.46 亿人，预测未来人数逐年上升，2029 年预测达 4.82 亿人，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 1.54%。2) **功能性需求**：消费者对眼镜产品需求持续多元化。艾瑞调研结果显示，眼镜市场根据消费者们的不同种类需求，涌现出了数码型眼镜、青控眼镜、变色眼镜、老视渐进眼镜、运动眼镜等类型的功能性眼镜；2023 年，在已购眼镜中，功能性眼镜占比已经达到 73.5%。我们预计随着消费者对眼镜产品多元化需求的升级，功能性镜片的占比将持续提升。

图 9：2023 年功能性眼镜消费占比



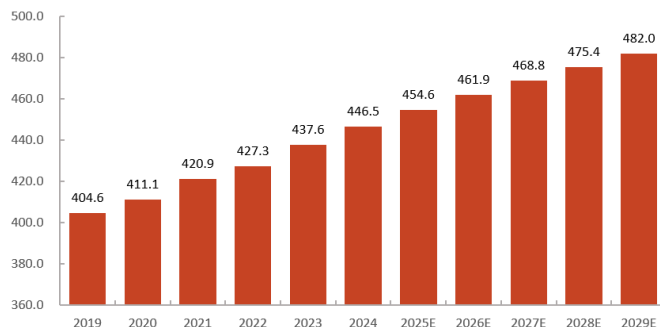
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

图 10: 2019-2029E 年中国儿童青少年近视人数 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

图 11: 2019-2029E 年中国老视人数 (百万人)

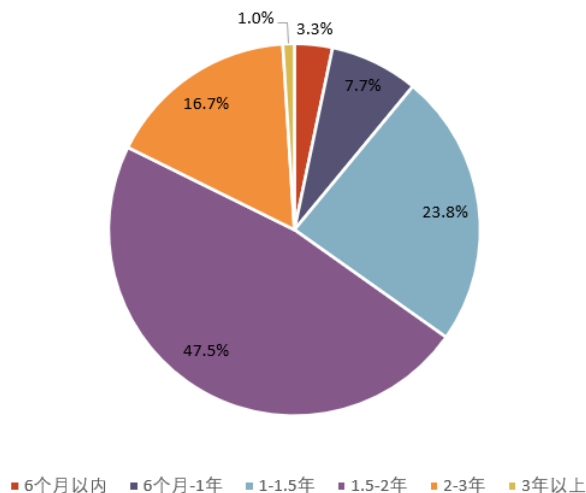


资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

中国镜片消费者画像呈现“换镜周期缩短、一人多镜、需求多元”的特征。

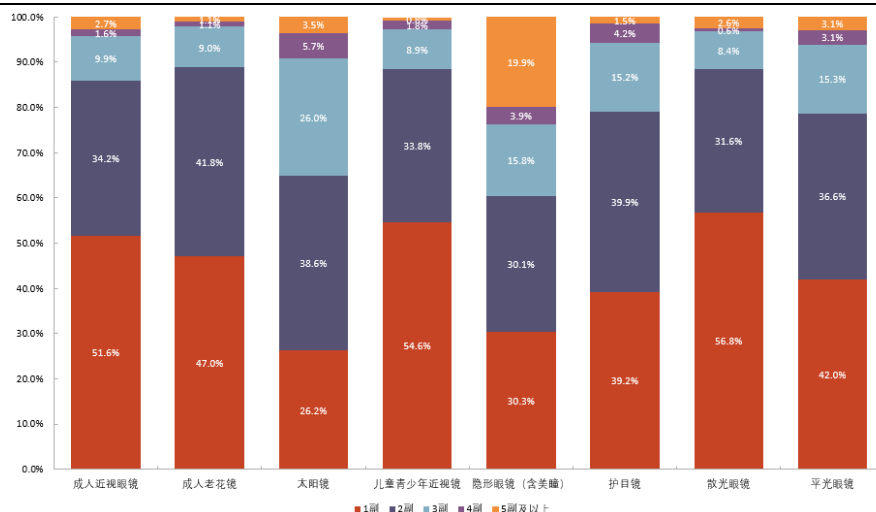
1) 换镜周期缩短: 根据弗若斯特沙利文, 2024 年中国消费者换镜周期不断缩短, 1.5 年以内更换镜片的消费者占比从 2023 年的 31.5% 增长至 2024 年的 34.8%。**2) 一人多镜:** 艾瑞调研结果显示, 从 2023 年眼镜购买数量来看, 整体拥有 2 副及以上眼镜消费者占比过半。**3) 镜片需求多元, 客单价接近千元:** 艾瑞调研结果显示, 整体人群购镜花费集中在 400-2000 元之间。同时, 镜片需求呈现多元化。成人近视镜消费群体、儿童青少年近视镜消费群体、成人老花镜群体核心关注不同, 离焦眼镜、运动眼镜、智能眼镜市场将表现出较好的增长态势。

图 12: 2024 年中国消费者换镜周期



资料来源: 弗若斯特沙利文, 光大证券研究所

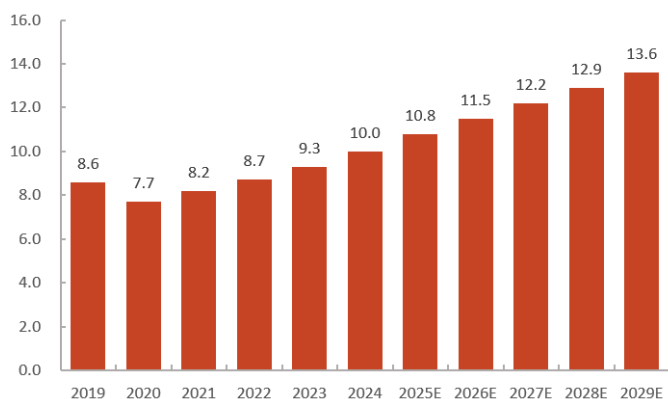
图 13: 2023 年中国消费者眼镜购买数量分布



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

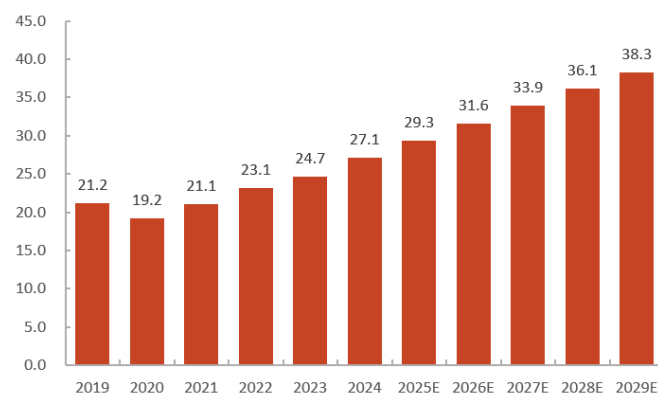
中国市场呈现镜片量价齐升的趋势。根据弗若斯特沙利文，中国镜片人均购买量从 2019 年的 8.6 副/百人增长至 2024 年的 10.0 副/百人，预计在 2029 年将增长至 13.6 副/百人；中国镜片人均支出从 2019 年的人民币 21.2 元/人增加到 2024 年的人民币 27.1 元/人，预计 2029 年中国镜片人均支出将达到 38.3 元/人。

图 14: 2019-2029E 年中国镜片人均购买量（副/百人）



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

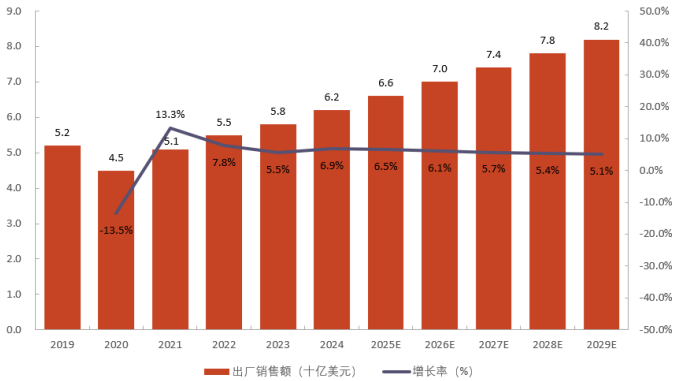
图 15: 2019-2029E 年中国镜片人均支出（人民币/人）



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

全球和中国眼镜镜片市场规模持续稳健增长。根据弗若斯特沙利文，2019 年至 2024 年，全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额从 52 亿美元增长到 62 亿美元，期间的年复合增长率约为 3.6%，中国眼镜镜片制造厂商出厂销售额从 154.8 亿元增长到 207.2 亿元，期间的年复合增长率约为 6.0%；预计至 2029 年，全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额将增长至 82 亿美元，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 5.8%，中国眼镜镜片出厂销售额将增长至 297.5 亿元，2024 年至 2029 年期间的年复合增长率约为 7.5%。

图 16: 2019-2029 年全球镜片制造厂商出厂销售额 (十亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

图 17: 2019-2029 年中国镜片制造厂商出厂销售额 (亿人民币)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所

中国镜片制造市场竞争格局分散, 品牌众多, 行业头部公司市占率有望提升。根据弗若斯特沙利文, 按中国市场销售量统计, 2024 年中国眼镜镜片制造厂商前 10 名的市场集中度为 23.2%, 公司的市场份额为 9.4%, 排名第一; 按中国市场销售额统计, 2024 年中国眼镜镜片制造厂商前 10 名的市场集中度为 52.9%, 公司的市场份额为 8.5%, 排名第三。我们预计公司有望凭借规模优势与专利壁垒进一步提升市占率。

2.1.3 公司 SKU 丰富、“高折射率技术”+“C2M 供应模式”构建核心壁垒

公司标准化及差异化定制能力突出。目前业务模式分为三部分: 1) **标准镜片: 标准化批量产品模式**。解决客户大批量常规订单需求, 提供全系列全规格产品, 支持快速交付; 2) **功能镜片: 差异化定制模式**。为客户提供一定量的差异化订单产品, 满足各类参数、设计特点、功能以及功能化叠加需求, 快速响应及柔性供货。3) **定制镜片: 个性化差异化的定制化镜片产品和服务模式**。通过全自动化定制化加工生产线, 实现客户及消费者的个性化差异化需求。

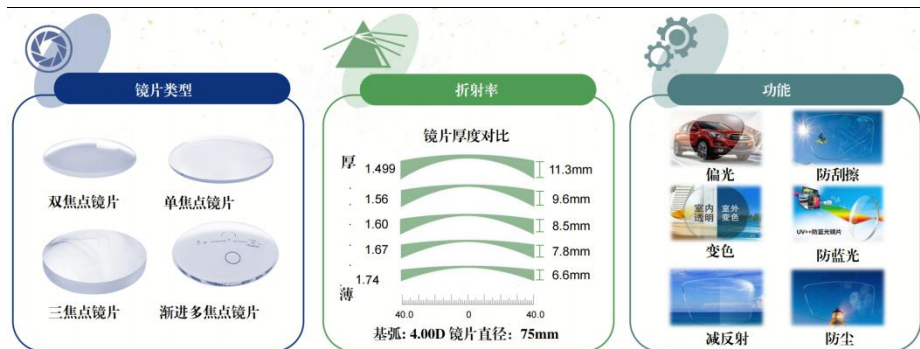
图 18: 公司业务模式



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

公司镜片产品 SKU 矩阵丰富。公司拥有超过 700 万个 SKU 的产品网络，覆盖几乎全部树脂镜片产品，并可基于个性化需求定制镜片，一站式满足各类终端用户需求。**1) 镜片类型角度**，从单一矫正（单焦点）到分区矫正（双/三焦点），分区解决远/近视力需求，渐进单镜片覆盖远中近全视域。**2) 产品折射率角度**，能满足市场上最低 1.499 到最高 1.74 的所有需求。**3) 产品功能性角度**，公司提供偏光、变色、颜色、防刮伤、防蓝光、抗反光、防尘、防红外、防紫外等产品，还可以满足各种功能叠加在一副镜片上的定制需求。

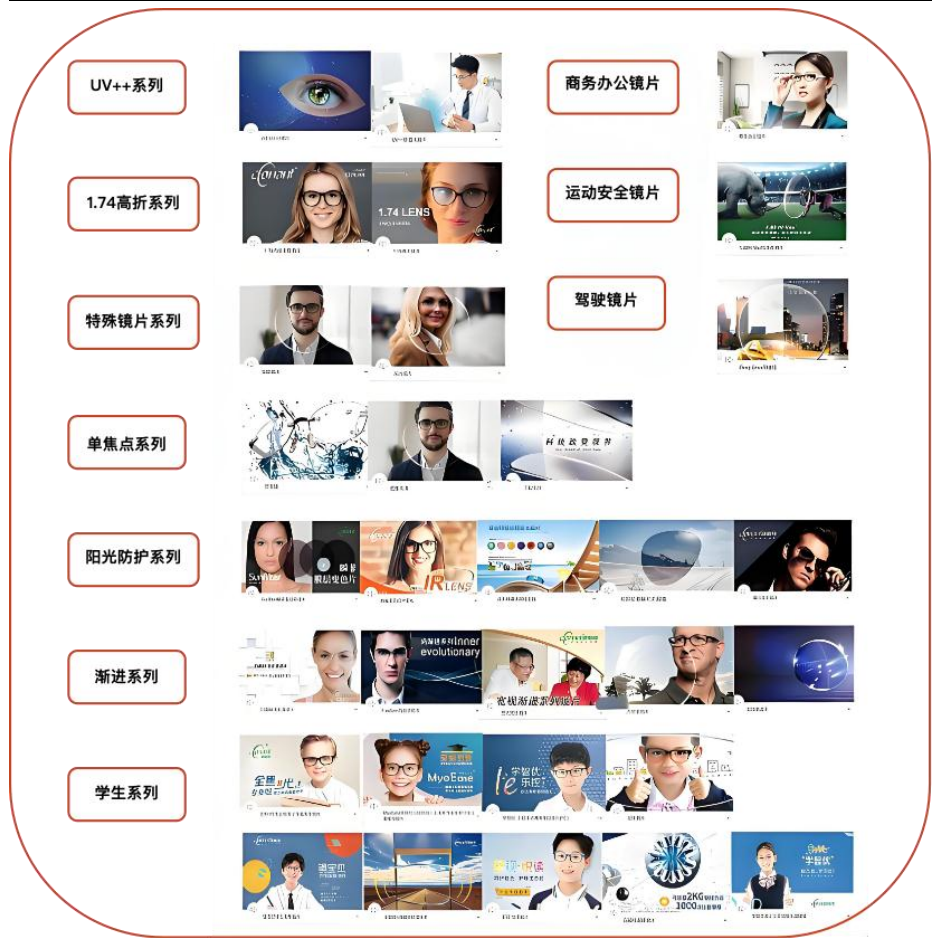
图 19：公司镜片品类



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

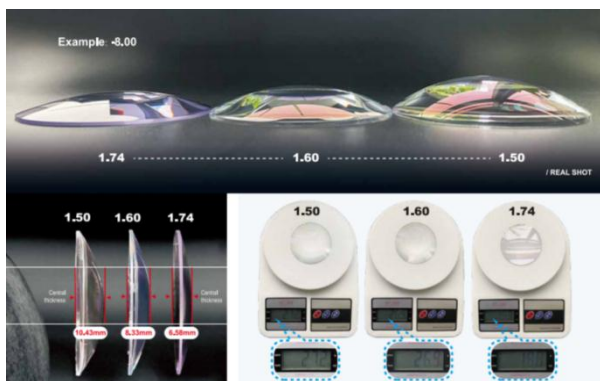
高折射率技术壁垒，绑定核心供应商。康耐特作为国内首家拥有 1.74 树脂镜片技术的企业，依托超高折射率技术占据高端市场。**1) 技术稀缺性：**公司拥有国内唯一一条 1.74 镜片生产线，实现从浇铸到镀膜的全流程智能化，1.74 镜片较 1.67 镜片减薄 0.3mm，使高度近视镜片厚度降低，大幅提升佩戴舒适性与美观度。**2) 原料垄断性：**核心原料 MR-174™ 由日本三井化学独家垄断，康耐特通过长期战略合作协议锁定供应。MR-174™ 基材兼具高折射率、低色散及抗冲击+耐磨性，支撑高端医疗与智能眼镜场景需求。随着消费者对产品轻薄化需求的持续增长，高折射率产品销量将获得提升，公司有望持续优化产品结构，扩大市场份额。

图 20: 公司产品矩阵



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 21: 相同度数下 1.50/1.60/1.74 的镜片厚度比较



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 22: “核心 MR 材料”和其它材料生产镜片的物性比较

	MR™				其他材料				
	MR-8™ MR-8™	MR-7™ MR-7™	MR-10™ MR-10™	MR-174™ MR-174™	PC (聚碳酸酯)	亚克力	中折射率	低折射率	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	-	好	好	好	-
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

以上所有物性值均为采用三井化学的特定测试方法取得的测定值的代表值, 并不是产品规格的保证值。

资料来源: 中国眼镜科技杂志公众号, 光大证券研究所整理

C2M 供应链模式提质增效, 赋能定制化业务: 1) 提升经营效率: 客户线上下单后, 康耐特承诺 24 小时内完成加工 (包含定制生产、远程修边、眼镜组装), 远超行业平均 3-5 天的周期; 并通过国际物流合作伙伴实现订单 72 小时内全球交付, 减少中间环节滞留。从订单确认到生产指令下达, 全程电子数据对接, 减少人工干预

导致的误差与延迟。2) **支撑定制业务**：远程修边服务免除客户设立本地加工中心的额外开支，镜架库存管理服务节省仓储成本，全流程托管有效支撑高弹性定制业务，保障流动性。我们预计得益于公司 C2M 创新业务模式，可一站式满足各类用户终端需求，定制镜片收入及利润贡献有望进一步提升。

图 23：C2M 模式下的四大优势



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理

多元化制造能力，全球化产能布局。目前公司全球布局四大生产基地，确保产品的高品质和供应稳定性。1) **上海生产基地**：位于上海浦东新区，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，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**：位于日本福井县鯖江市，产能规模较小，主要生产 1.67、1.74 折射率系列标准化产品。4) **泰国生产基地**：为防范关税风险并强化 XR 布局，公司在泰国购入约 6.3 万平方米土地，用于建设高端树脂镜片自动化生产线及 XR 配套镜片产线，配套相关设施。我们预计泰国基地一方面可有效规避关税风险、加强国际客户合作粘性，另一方面为标准机定制化镜片和 XR 镜片的后续发展提供产能基础，增长空间可期。

图 24：公司生产基地、研发中心布局



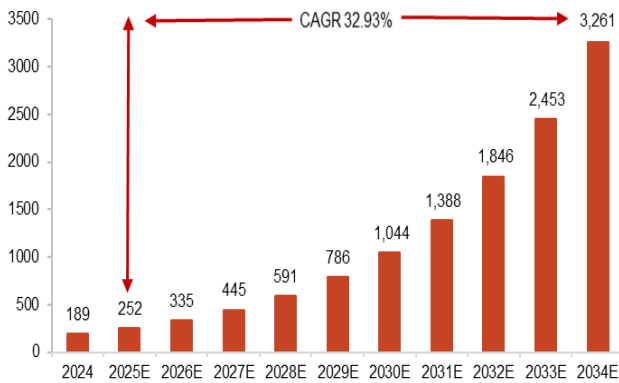
资料来源：公司反路演 PPT，光大证券研究所整理

2.2 智能眼镜业务

2.2.1 AI 眼镜放量初现，XR 迈向主流消费

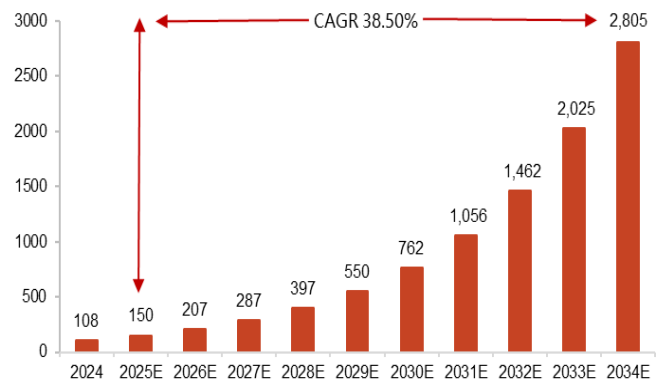
XR 产品正开启千亿美元级市场空间，预计未来十年年均复合增速达 33%。扩展现实（XR）融合现实与虚拟空间，涵盖 AR、MR 和 VR，通过可穿戴设备和空间计算技术，为用户带来沉浸式交互体验。随着硬件升级与内容生态完善，XR 正加速赋能游戏、办公、工业和教育等领域，市场规模有望持续增长。根据 Precedence Research，2024 年全球 XR 产品市场规模达 1,893 亿美元，其中 AR 产品市场占比超过五成，达到 1,080 亿美元。预计全球 XR 市场将在 2025 年增长至 2,516 亿美元，并在 2034 年进一步增长至 32,613 亿美元，2025 至 2034 年的年复合增长率（CAGR）为 32.93%。其中，AR 市场增长势头尤为强劲，预计将在 2025 年达到 1,495 亿美元，并在 2034 年增长至 28,048 亿美元，2025 至 2034 年间的年复合增长率（CAGR）高达 38.50%。

图 25：XR 产品全球市场规模预测（单位：十亿美元）



资料来源：Precedence Research 预测，光大证券研究所

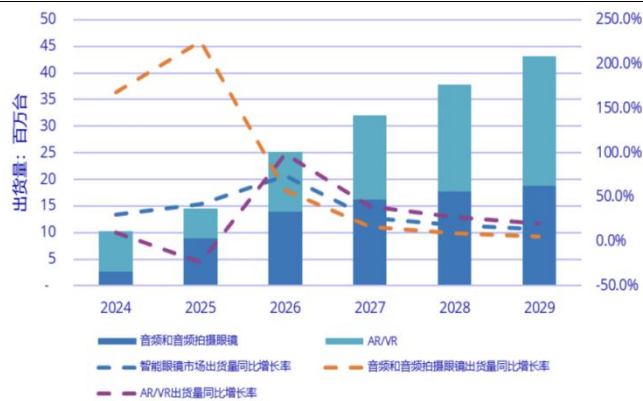
图 26：AR 产品全球市场规模预测（单位：十亿美元）



资料来源：Precedence Research 预测，光大证券研究所

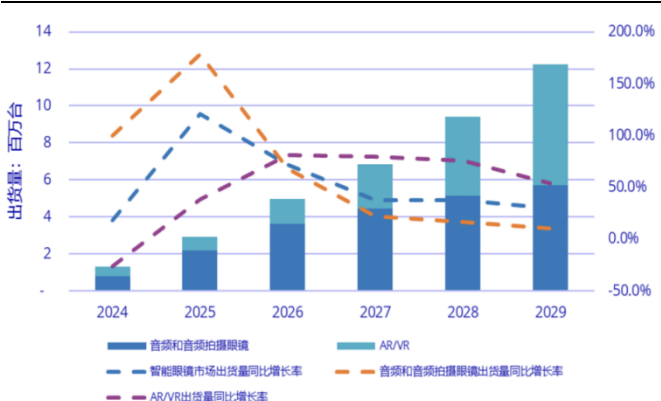
全球智能眼镜出货量持续大幅提升，中国智能眼镜出货量增速领先。2025Q1 全球智能眼镜出货量达 148.7 万台，同比增长 82.3%，其中 AR/VR 设备出货量增幅为 18.1%。同期中国智能眼镜出货量达 49.4 万台，同比增长 116.1%。其中 AR/VR 市场出货量 13.5 万台，同比增长 25.2%。

图 27：2024-2029 年全球智能眼镜（Smart Eyewear）市场出货量预测（单位：百万台）



资料来源：IDC 预测，光大证券研究所。2025 年起为预测数据。

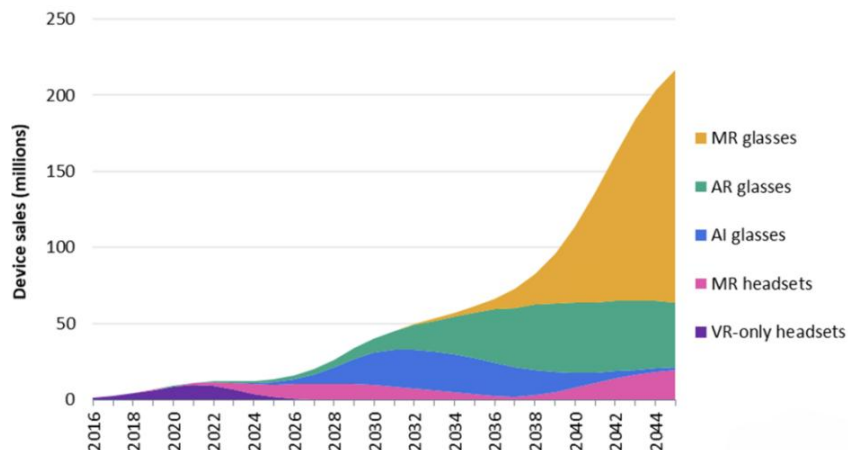
图 28：2024-2029 年中国智能眼镜（Smart Eyewear）市场出货量预测（单位：百万台）



资料来源：IDC 预测，光大证券研究所。2025 年起为预测数据。

XR 设备将经历从重型头显向轻量化眼镜演进过程。根据 Omdia 预测，到 2045 年 XR 设备年销量将突破 2 亿台，XR 眼镜市场规模将从 2035 年的 471 亿美元快速扩张至 2170 亿美元。XR 设备呈现产品结构更迭特征，随着消费者对便携性与使用场景适应性的需求提升，轻量化眼镜类产品有望逐步取代传统头显，成为拉动下一轮增长周期的核心动力。

图 29：2016-2044 年 XR 各类产品销量预测（单位：百万台）



资料来源：Omdia 预测，光大证券研究所。2025 年起为预测数据。

2.2.2 前沿光学技术匹配下游需求，XR 战略布局加速成型

光学是 XR 硬件的核心环节，光波导技术为未来趋势。以 AR 眼镜为例，目前存在离轴透镜、棱镜、BirtBath、自由曲面、光波导 5 种光学方案；轻薄化设计提升 AR 眼镜舒适性与安全性，是市场普及关键，故光波导技术成未来趋势。

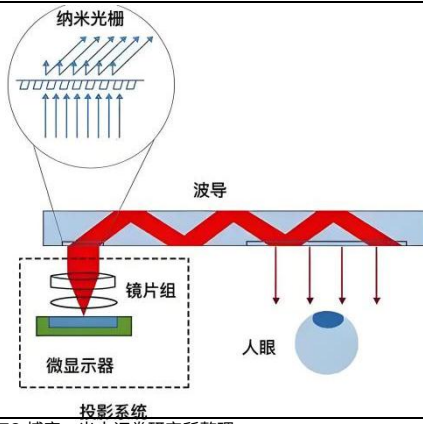
光波导一体化方案的技术瓶颈：光波导一体化方案因显著减重且光路匹配度高，成为技术攻坚焦点，其需同步突破两大核心瓶颈：**1) 轻量化与超薄设计：**依赖高折射树脂实现 0.55-1.5mm 超薄镜片，在微米级精度下减重并压缩光学层数，要求镜片从原料磨具到固化打磨等的全流程改进；**2) 衬片高精度贴合需求：**贴合方案需解决保护片/光波导片/屈光镜片(树脂镜片)层间光路对齐精度(<5μm)及彩虹纹抑制，对衬片贴合工艺要求高，供应中能否保障“一人一镜”的适配标准也是需要解决的问题。

图 30: VR/AI/AR 设备对光学镜片的技术要求分级



资料来源: VR 陀螺, 公司反路演 PPT, 光大证券研究所整理

图 31: 光波导光学方案原理示意图



资料来源: 51CTO 博客, 光大证券研究所整理

当前磁吸/插入式为市场主流，贴合式、融合式技术为未来趋势。1) 当前磁吸/插入式为市场主流：磁吸/插入式近视镜片具备更换/拆卸便捷的优点，适合早期产品快速落地，但存在厚重、佩戴体验感不佳等缺点。2) 未来向贴合式、融合式演进：贴合式因精度与轻量化优势，正向工业维修、医疗导航等专业领域渗透。对于 AR 眼镜，头部企业在研方案包括贴合式、融合式等；贴合环节技术难度较大，对镜片平整度、精密度、厚度、重量等均有十分严格的要求。

图 32: 三类 AR 眼镜形态对比



资料来源: VR 陀螺, 公司反路演 PPT, 光大证券研究所整理

图 33: 1H25 典型智能眼镜产品



资料来源: VR 陀螺、维深信息 wellsenn, 光大证券研究所整理

公司具备智能眼镜光学元件精密制造及系统集成核心能力。为支撑贴合式/融合式技术对镜片精密度与材料创新的严苛要求，公司在精密制造、定制化及量产能力上已构建系统性壁垒。

1) 已突破超薄镜片与光波导片贴合核心技术。超薄镜片工艺壁垒：通过超薄高折射率树脂镜片+玻璃衬片复合结构（专利 CN119858123A），实现镜片厚度突破与光机集成适配。创新采用反向曲面衬片贴合技术（与镜片基材弯度互逆），精准抵消加工应力形变。光波导片纳米级集成：以玻璃衬片为中介层，通过双面胶带过渡固定+有机溶剂无损分离，实现光波导片与树脂镜片的微米级精度贴合，同时规避金属夹具热胀冷缩误差。

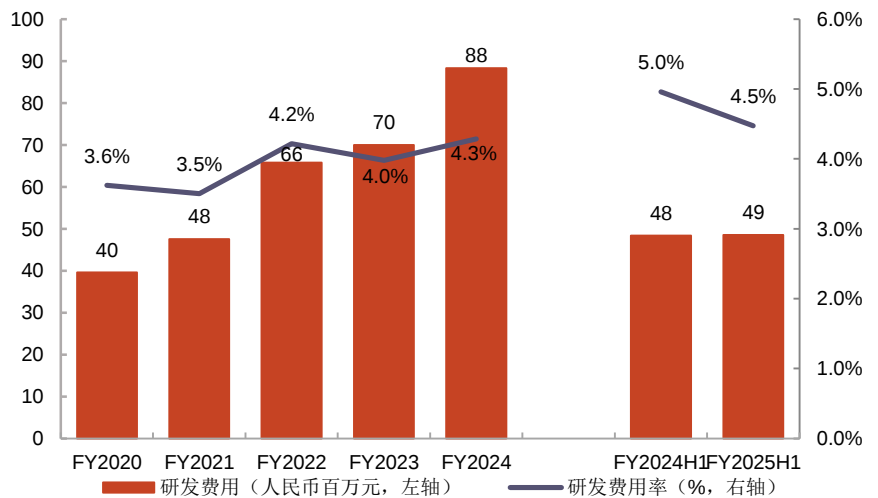
图 34：康耐特光学部分专利情况



资料来源：公司反路演 PPT，专利顾如，光大证券研究所整理

- 2) 定制化镜片产能与客户突破。AR 眼镜驱动光学性能轻量化、高清化与定制化革新，公司基于服务国际镜片大厂经验及 C2M 用户数据，加速突破头部客户，已为全球科技企业提供定制镜片方案，产能覆盖中国、日本等地，泰国工厂预计 2026 年投产。
- 3) 研发体系与量产能力建设：公司注重研发投入，2024 年达 8,834 万元（营收占比 4.3%），成立 XR 专项研发中心。25H1 达 4,850 万元（营收占比 4.5%）。2024 年 12 月购入泰国土地建设 XR 镜片产线，依托专利与自动化生产线，推进批量化生产验证。

图 35：FY2021-25H1 研发费用及费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

国际客户合作落地验证，产业链资本协同深化。1) 下游客户合作方面：2024 年 9 月，公司与某头部跨国消费电子企业签署产品供应框架协议并获首批正式订单，为其定制开发具备个性化光学参数的 XR 镜片，标志着公司技术方案通过终端产品适配性验证。同年 12 月，公司与美国多家科技企业合作的研发项目进展顺利，已接收包含研发费用与小试订单的款项，为后续批量化生产奠定技术路径。2) **歌尔入股赋能公司智能眼镜业务**：2025 年初，歌尔股份通过新股配售及老股收购成为公司第二大股东。本次战略入股资金定向投入智能眼镜/XR 头戴设备镜片及视觉解决方案的研发制造，结合歌尔在精密零部件与智能硬件集成领域的垂直整合能力，双方协同聚焦光机模组与定制镜片的系统级适配方案。

表 2：公司 XR 业务相关进展

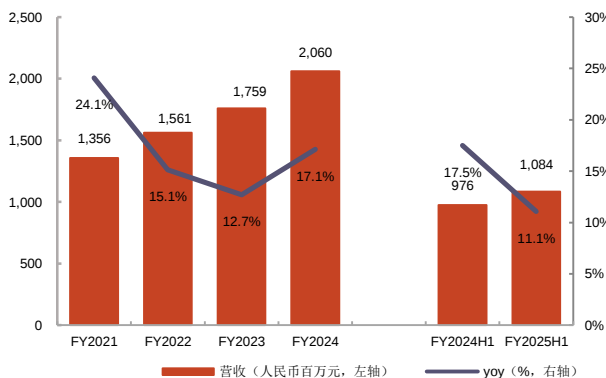
时间	进展
2024.09.30	公司已与跨国消费电子企业签署产品供应框架协议，公司成立了 XR 研发和服务中心。
2024.12.10	公司与包括美国多家头部企业在内的多个全球领先的科技和消费电子企业的多个研发项目进展顺利，根据已签署的采购订单，已陆续收到包括研发费用和小试订单在内的款项。
2024.12.12	以等价人民币 48 百万收购一块泰国土地，主要用于建造自动化生产线，以供 XR 产品配套镜片的生产和加工。
2025.01.06	完成向歌尔股份子公司歌尔泰克配售 5332.5 万股（占配售前 12.5%，占配售后 11.11%）。配售所得款项净额约为 8.28 亿港元，将用于面向智能眼镜和 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	歌尔股份通过新股配售及老股收购成为公司第二大股东，持股 20%。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、财务分析

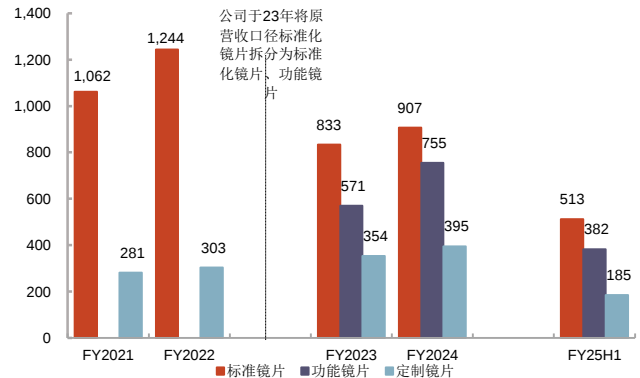
FY2021-2024 公司营业收入持续提升。FY2021-FY2024 收入由 13.6 亿增长至 20.6 亿。FY2024 公司营收 20.6 亿元人民币，同比增长 17.1%，主要由于订单数目上升及美元兑人民币升值。FY2025H1 收入 10.84 亿元，同比增长 11%。**分产品看**，FY2024 公司功能镜片（23 年开始从原标准镜片业务口径拆分）及定制镜片的占比增长至 55.9%，同比提升 3.3pct。标准镜片、功能镜片、定制镜片营收分别为 9.07/7.55/3.95 亿元，同比 +8.8%、+32.4%、+11.8%，占比分别为 44.0%/36.6%/19.2%。FY25H1 标准镜片、定制镜片、功能镜片各业务收入占比分别为 42.27%/17.05%/35.26%。

图 36：FY2021-25H1 公司营收及同比增速（人民币百万元）



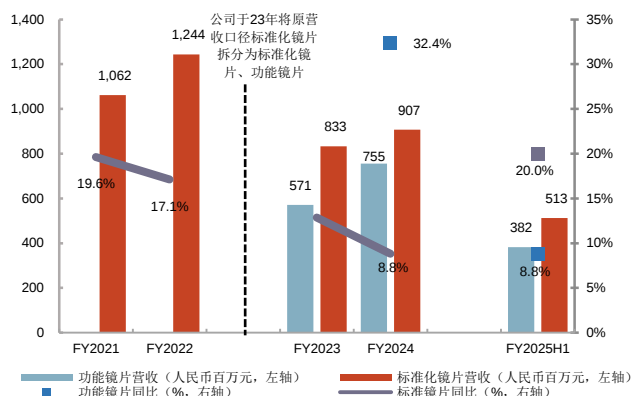
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 37：FY2021-25H1 公司分产品营收（人民币百万元）



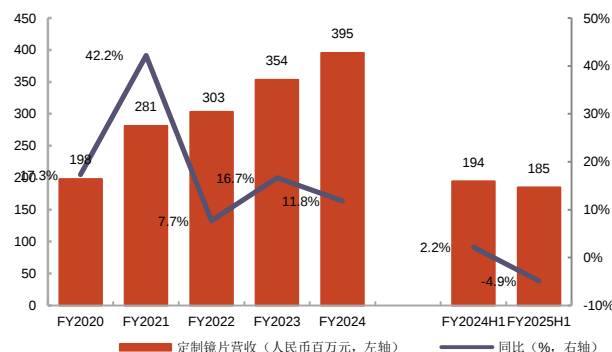
资料来源：公司公告，光大证券研究所。注：公司于 23 年将原营收口径标准化镜片拆分为标准化镜片、功能镜片

图 38: FY2021-25H1 公司标准镜片及功能镜片营收 (人民币百万元)



资料来源:公司公告,光大证券研究所。注:公司于23年将原营收口径标准化镜片拆分为标准化镜片、功能镜片。

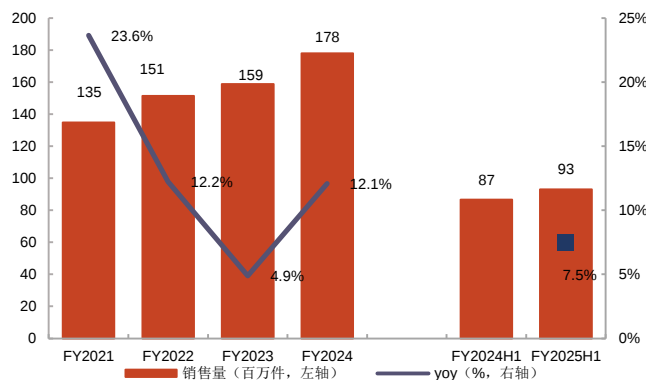
图 39: FY2021-25H1 公司定制镜片营收 (人民币百万元)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

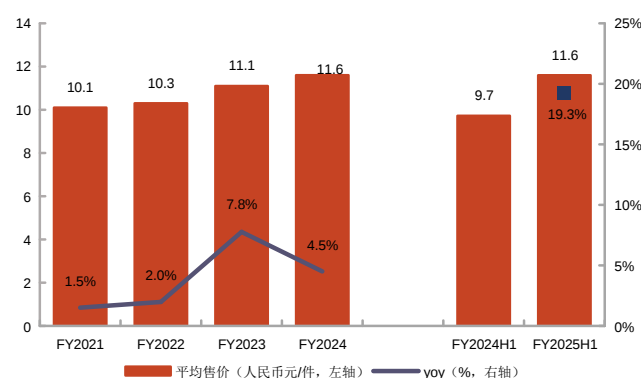
公司树脂镜片销售量和平均售价稳步增长。1) **销量端:** FY2024 销量 1.78 亿件,同比增长 12.1%。受益于端到端渠道拓展、客户开拓等, FY2021-2024 年公司产品总销量持续增长, CAGR 达 9.7%。FY25H1 销量同比增长 7.5%至 0.93 亿件。2) **价格端:** FY2024 平均售价 11.6 元/件,同比增长 4.5%。得益于自有品牌业务不断发展,满足消费者功能、个性化需求,推广高附加值产品。FY2021-2024 年公司产品平均售价持续增长,由 10.1 元/件增长到 11.6 元/件, CAGR 达 4.7%。FY25H1 同比增长 19.3%至 11.6 元/件。

图 40: FY2021-25H1 公司镜片销量(百万件)



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 41: FY2021-25H1 公司镜片平均售价 (人民币元/件)

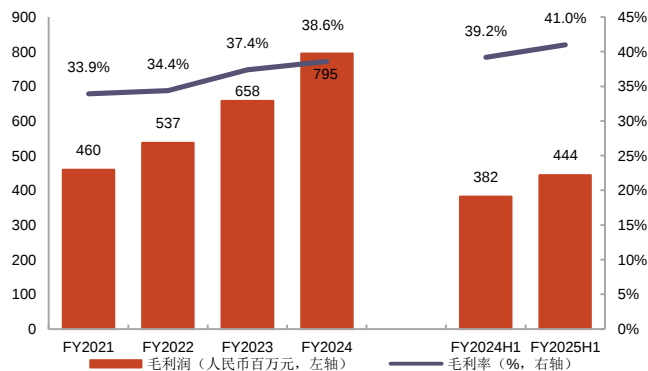


资料来源:公司公告,光大证券研究所

公司毛利率持续提升,产品结构向高端化、定制化方向发展。 FY2024 公司毛利润同比增长 20.8%,达到 7.95 亿元,整体毛利率升至 38.6%,同比提升 1.2pct。FY2021-2024 实现毛利率稳步增长,由 33.0%提升至 38.6%, FY25H1 毛利润同比增长 16.2%至 4.44 亿,主要因高折射率镜片及多功能镜片销售增加。分业务看: 1) **定制镜片业务:** FY2021-2024 营收占比稳定保持在 20%,毛利率领先其他业务,超过 50%, FY2021-2023 毛利率由 53.2%稳步增长至 57.6%, FY25H1 毛利率同比增长 2.4pct 至 61.9%,因基于客户个性化参数(如尺寸、形状、弯曲度及矫正能力)生产,且主要通过直销终端用户或其授权零售商销售,赋予公司更高的定价自主权,故毛利率显著较高。2) **标准化镜片业务:** FY2023 毛利率增长至 31.7%,

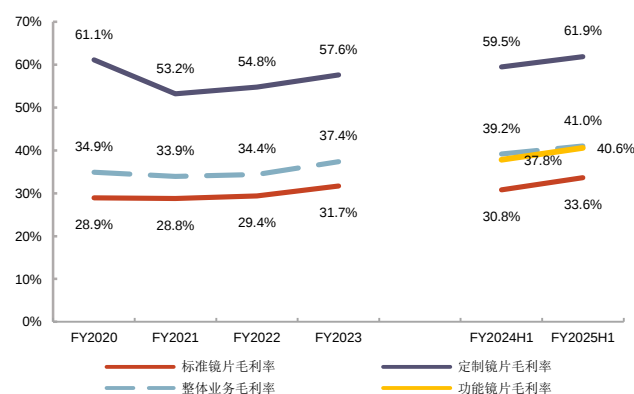
同比增长 2.3pct, FY25H1 毛利率同比增长 2.8pct 至 33.6%, 主要由于高折射率产品销售占比提升。因相同屈光度下, 高折射率镜片较低折射率产品更轻薄、工艺更复杂, 公司为少数几家能够提供 1.74 折射率的树脂镜片制造商之一, 故高折射率产品驱动标准镜片业务毛利率提升。

图 42: FY2021-25H1 公司毛利润 (人民币百万元) 及毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 43: FY2020-25H1 公司分业务毛利率

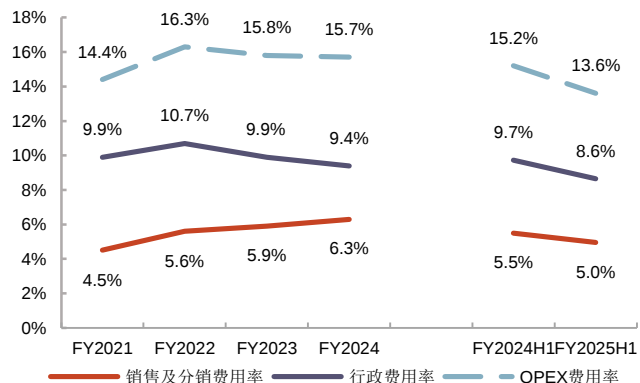


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所。注: 公司于 23 年将原营收口径标准化镜片拆分为标准化镜片、功能镜片, 未公布 24 年各业务细分毛利率。FY24H1、FY25H1 分别为拆分后的标准化镜片、功能镜片毛利率。

公司费用控制良好。 FY2021-2024 OPEX 费用率较为稳定, FY2024 OPEX 费用率为 15.7%, 同比下降 0.1pct; FY25H1 同比下降 1.6pct 至 13.6%。从细分费用率看: 1) **销售及分销费用率** FY2021-FY2024 小幅上升, FY2024 销售及分销费用率 6.3%, 同比上升 0.4pct, 主要由于职工薪酬、业务发展费用增加, FY25H1 同比下降 0.5pct 至 5.0%; 2) **行政费用率** FY2022-2024 持续下降, FY2024 行政费用率 9.4%, 同比下降 0.5pct。FY25H1 同比下降 1.1pct 至 8.6%。

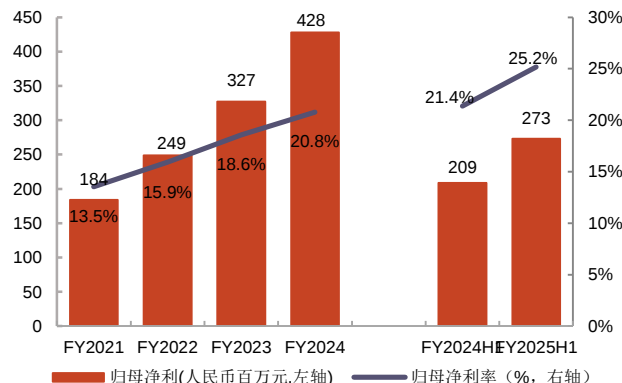
FY2021-2024 公司归母净利率稳健增长, 盈利能力提升。 FY2024 实现归母净利润为 4.28 亿元, 归母净利率 20.8%, 同比增长 2.2pct。FY25H1 实现归母净利润为 2.73 亿元, 归母净利率 25.2%, 同比增长 3.8pct。公司受益于全球眼镜基本需求和功能化需求的增长, 叠加自身产能及生产效率提升, 产品结构优化及自有品牌建设, 盈利能力持续提升。

图 44: FY2021-25H1 公司 OPEX 费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

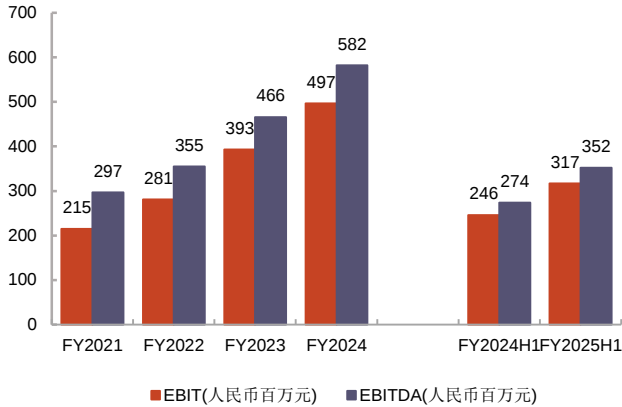
图 45: FY2021-25H1 公司归母净利润(人民币百万元)及归母净利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

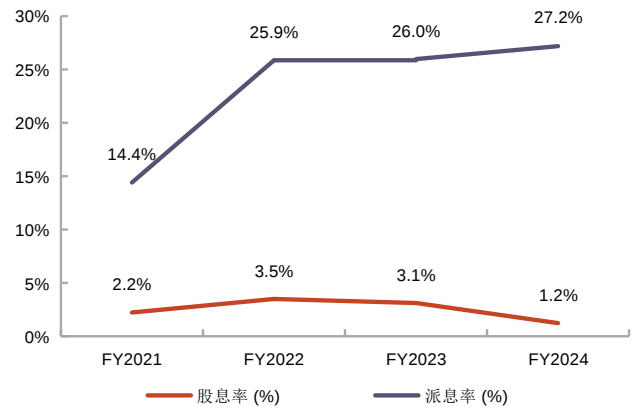
FY2020-2024 盈利高增长，驱动分红能力提升。EBIT 从 FY2021 的 2.15 亿元增至 FY2024 的 4.97 亿元，CAGR 32.2%，FY25H1 同比增长 29.0%至 3.17 亿；EBITDA 从 FY2021 的 2.97 亿元增至 FY2024 的 5.82 亿元，CAGR 25.1%，FY25H1 同比增长 28.4%至 3.52 亿；为派息提供坚实基础。派息率从 FY2021 的 14.4%升至 FY2024 的 27.2%，近 3 年每年派息率超 25%。

图 46: FY2021-25H1 公司 EBIT 及 EBITDA(人民币百万元)



资料来源: 公司公告, 公司反路演 PPT, 光大证券研究所

图 47: FY2021-2024 公司分红派息统计



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4、盈利预测与估值评级

4.1 盈利预测

我们预测 2025-2027 年公司收入分别为 24.9 亿、29.4 亿、35.0 亿元人民币，同比增长 21%、18%、19%。前文所提及“AI 眼镜/XR”相关业务，由于暂时未产生收入，且 AI 眼镜技术路线尚未统一，未来产生收入时点尚不明确，因此出于谨慎性考虑，未纳入盈利预测。收入具体拆分如下：

1) 标准化镜片：该业务聚焦标准化树脂眼镜镜片的生产和销售，2024 年收入 9.1 亿元人民币，同比增长 9%。考虑到公司国内树脂镜片龙头地位，规模效应叠加市场份额有望进一步扩大，公司标准化镜片出货量和 ASP 有望持续提升。我们预测 2025-2027 年公司标准化镜片出货量分别为 1.1 亿、1.2 亿、1.2 亿片（一副眼镜 2 片，后同），同比增长 8%、5%、5%；预测 2025-2027 年公司标准化镜片 ASP 分别为 18.2、18.6、19.0 元/副，同比增长 3%、2%、2%。预测 2025-2027 年标准化镜片收入分别为 10.1 亿、10.8 亿、11.6 亿元人民币，同比增长 11%、7%、7%。

2) 功能镜片：该业务涵盖防蓝光及其他功能性树脂眼镜镜片，2024 年收入 7.6 亿元，受益于订单增加，收入同比大幅增长 32.4%。我们预计下游功能镜片需求将持续提升，由于公司树脂镜片在国内处于龙头地位，并且拥有全球产能布局 and 较高定制化能力，预计公司功能镜片出货将保持较高增速。另外由于功能镜片附加值较高，我们预计功能镜片 ASP 将持续高于标准化镜片 ASP，且 ASP 增速略高于标准化镜片。我们预测 2025-2027 年公司功能镜片出货量分别为 0.8 亿、1.0 亿、1.2 亿片，同比增长 22%、20%、20%；预测 2025-2027 年公司功能镜片 ASP 分别为 22.9、24.0、25.2 元/副，同比增长 5%、5%、5%。预测 2025-2027 年功能镜片收入分别为 9.7 亿、12.2 亿、15.4 亿元人民币，同比增长 28%、26%、26%。

3) 定制镜片：该业务聚焦个性化定制树脂眼镜镜片领域，2024 年收入 3.95 亿元，同比增长 11.8%。考虑到 a) 公司 C2M 供应链模式能够赋能定制化业务，加工速度超行业平均、远程修边服务免除客户设立本地加工中心的额外开支，镜架库存管理服务节省仓储成本；b) 随着公司发力打造自有品牌，品牌效应持续发挥，定制镜片收入增速有望提升，预计定制镜片收入及利润贡献进一步提升。我们预测 2025-2027 年公司定制镜片出货量分别为 8 百万、10 百万、12 百万片，同比增长 25%、22%、22%；预测 2025-2027 年公司定制镜片 ASP 分别为 130.3、134.2、138.2 元/副，同比增长 3%、3%、3%。**预测 2025-2027 年定制镜片收入分别为 5.1 亿、6.4 亿、8.0 亿元人民币，同比增长 29%、26%、26%。**

4) 其他收入：预测 2025-2027 年收入分别为 3.8 百万元、4.2 百万元、4.6 百万元人民币，同比增长 10%、10%、10%。

毛利率：2024 年公司实现毛利率 38.6%，同比提升 1.2pct。公司未披露细分板块毛利率，考虑到公司国内树脂镜片龙头地位，规模效应叠加镜片价格上升趋势，预计标准化镜片、功能镜片、定制镜片毛利率有望持续提升。我们预测 2025-2027 年毛利率分别为 40.8%、42.1%、43.3%。

OPEX 费用率：2024 年公司 OPEX 费用率为 15.7%，同比下降 0.1pct。我们预测 2025-2027 年 OPEX 费用率分别为 15.2%、15.2%、15.2%。细分来看：

1) 行政开支：2024 年公司行政费用率为 9.4%，同比下降 0.5pct。考虑到规模效应，我们预计 2025 年公司行政费用率小幅下降，2026-2027 年持平。我们预测 2025-2027 年行政费用率分别为 9.2%、9.2%、9.2%。

2) 销售及营销开支：2024 年公司销售费用率为 6.3%，同比增长 0.4pct。考虑到规模效应，我们预计 2025 年公司销售费用率小幅下降，2026-2027 年持平。我们预测 2025-2027 年销售费用率分别为 6.0%、6.0%、6.0%。

综合以上，我们预测公司 2025-2027 年经营利润分别为 6.4 亿、7.9 亿、9.8 亿元人民币，对应经营利润率为 26%、27%、28%；预测 2025-2027 年归母净利润分别为 5.7 亿、7.1 亿、8.8 亿元人民币，对应归母净利率为 23%、24%、25%。

表 3：康耐特光学盈利预测（单位：百万元人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,760	2,061	2,485	2,939	3,496
标准化镜片	833	907	1,009	1,080	1,157
功能镜片	571	755	967	1,219	1,536
定制镜片	354	395	509	640	804
其他	2	3	4	4	5
收入同比增速	13%	17%	21%	18%	19%
标准化镜片	/	9%	11%	7%	7%
功能镜片	/	32%	28%	26%	26%
定制镜片	17%	12%	29%	26%	26%
其他	-85%	100%	10%	10%	10%
毛利润	658	795	1,013	1,237	1,514
毛利率	37%	39%	41%	42%	43%
OPEX 费率	16%	16%	15%	15%	15%
行政费用率%	10%	9%	9%	9%	9%
销售费用率%	6%	6%	6%	6%	6%
经营利润	380	471	635	791	982
经营利润率	22%	23%	26%	27%	28%
归母净利润	327	428	566	712	876
归母净利率	19%	21%	23%	24%	25%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：2024 年功能镜片收入从标准化镜片收入拆分，23 年标准化镜片和功能镜片数据为 24 年报回溯，22 年无对应口径数据。

4.2 相对估值

我们选取与公司在业务属性上接近的可比公司进行相对估值分析。

明月镜片 (301101.SZ) 是中国镜片领导品牌，主营光学树脂镜片及原料研发生产，业务覆盖镜片、镜架等产品的设计制造。在 1.74 高折射率镜片、近视防控及防蓝光等功能镜片领域与公司产品线高度重合，是公司在国内中高端镜片市场的直接竞争对手。

永新光学 (603297.SH) 是国内光学显微镜和精密光学元件的龙头企业，专注于科学仪器和核心光学元件业务。在光学精密制造领域具有数十年的发展历史，在定制化核心光学部件开发制造方面具有较强的竞争力，与公司 XR 相关光学业务具有可比性。

依视路 (EL.PA) 是全球领先的视光企业，专注于镜片、镜架产品的设计、制造与销售，品类丰富。业务涵盖专业解决方案及直接面向消费者两大板块，由专业解决方案创新与直接消费渠道零售扩张共同驱动增长。依视路向 Ray-Ban Meta 智能眼镜供应树脂镜片，Ray-Ban Meta 智能眼镜截至 2024 年累计销量突破 200 万台，儿童近视防控镜片星趣控 2024Q4 在中国市场收入增长约 50%，是公司国际市场的主要竞争对手。

保谷光学/HOYA 株式会社 (7741.T) 是全球光学技术领域的创新引领者，持续深耕光学技术研发，主营近视防控、渐进片、功能镜片等产品，提供个性化定制设计服务。传统镜片业务布局精密玻璃镜片全产业链，聚焦主要近视人群功能性市场；AR/MR 业务则专注光波导基材，依托独家抛光技术实现大视场角、高亮度与精确导光。其镜片业务与公司业务相似。

公司 26-27 年估值低于可比公司平均水平，当前估值具备性价比。我们预测公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 5.7 亿、7.1 亿、8.8 亿人民币。按照 2025 年 9 月 11 日股价，对应 2025-2027 年 34x、27x、22x PE，可比公司 2025-2027 年 PE 均值分别为 41x、35x、30x，25-27 年公司 PE 低于可比公司的 PE 均值；公司 2025 和 2026 年的 PEG 估值分别为 1.3、1.0，低于可比公司 PEG 均值。参考可比公司估值，我们认为公司当前估值水平具有性价比。

表 4：康耐特光学及可比公司相对估值

公司代码	公司名称	最新市值 (亿)	净利润 (百万)				CAGR (25-27E)	PE				PEG	
			2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
EL.PA	依视路	1,229	2,359	2,693	3,061	3,469	14%	52	46	40	35	3.3	2.9
7741.T	保谷光学 (HOYA)	71,558	202,101	223,234	248,385	274,556	11%	35	32	29	26	3.0	2.7
301101.SZ	明月镜片	95	177	203	235	274	16%	54	47	41	35	3.0	2.6
603297.SH	永新光学	110	209	284	375	474	31%	53	39	29	23	1.2	0.9
平均	/	/	/	/	/	/	18%	48	41	35	30	2.6	2.3
2276.HK	康耐特光学	209	428	566	712	876	27%	45	34	27	22	1.3	1.0

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测；其中可比公司依视路、保谷光学 25-27E 净利润来自 Bloomberg 一致预期，明月镜片、永新光学 25-27E 净利润来自 Wind 一致预期，康耐特光学 25-27E 净利润为光大证券研究所预测。股价日期为 2025 年 9 月 11 日。依视路市值、净利润以 EUR 计价；保谷光学市值、净利润以 JPY 计价；明月镜片和永新光学市值、净利润以 CNY 计价；康耐特光学市值以 HKD 计价、净利润以 CNY 计价。汇率：1HKD/CNY=0.9163

4.3 投资建议：给予“买入”评级

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 24.9 亿、29.4 亿、35.0 亿元人民币，同比增长 21%、18%、19%；2025-2027 年的归母净利润分别为 5.7 亿、7.1 亿、8.8 亿人民币。按照 2025 年 9 月 11 日股价，对应 2025-2027 年 34x、27x、22x PE，可比公司 2025-2027 年 PE 均值分别为 41x、35x、30x，25-27 年公司 PE 低于可比公司的 PE 均值；公司 2025 和 2026 年的 PEG 估值分别为 1.3、1.0，低于可比公司 PEG 均值。

结合 PE 和 PEG 估值，基于：1) 眼镜镜片市场规模有望维持稳健增长，公司作为国内树脂镜片龙头，有望凭借高折射率技术+C2M 供应链优势，持续扩大市场份额；2) AI 眼镜市场维持景气，公司拥有 AI 眼镜所需超薄镜片与光波导片贴合核心技术，与下游客户合作落地，叠加歌尔入股提供技术及资金赋能，AI 眼镜镜片业务有望成为第二增长曲线。我们认为公司具备一定的标的稀缺性和溢价空间，首次覆盖，给予康耐特光学“买入”评级。

表 5：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元人民币)	1,760	2,061	2,485	2,939	3,496
营业收入增长率 (%)	12.7	17.1	20.6	18.3	19.0
归母净利润 (百万元人民币)	327	428	566	712	876
归母净利润增长率 (%)	31.6	31.0	32.3	25.7	23.1
EPS (元人民币)	0.767	1.004	1.180	1.483	1.826
P/E	58	45	34	27	22

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2025 年 9 月 11 日；2023、2024 股本数为 426.60 百万股，2025-2027 年所依据股本数为最新股本 479.93 百万股；汇率：1HKD/CNY=0.9163

5、风险分析

(1) 行业竞争加剧风险

当前行业内头部企业持续扩大市场规模，若市场竞争持续升温，可能会对公司市场份额和价格策略带来冲击，进而影响公司整体营收水平。

(2) 原材料价格波动风险

公司镜片产品主要依赖外购树脂单体作为原材料，若原材料价格发生超预期波动，或主要供应商供应不稳定，可能导致公司成本端承压，从而影响盈利能力。

(3) 国际贸易政策变化风险

公司出口业务占比较高，若国际贸易环境出现不确定性，主要市场加征关税或调整进口政策，将可能对公司出口价格竞争力和整体利润水平产生不利影响。

(4) XR 业务进展不及预期风险

公司正加速布局 XR 业务以拓展新增长曲线，若相关产品开发、市场推广或客户合作等环节推进不顺，可能导致业务拓展节奏放缓，对公司未来发展造成一定影响。

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	1,760	2,061	2,485	2,939	3,496
营业成本	-1,102	-1,266	-1,472	-1,701	-1,983
毛利	658	795	1,013	1,237	1,514
其它收入	24	41	15	20	15
营业开支	-279	-332	-386	-455	-546
营业利润	403	504	642	803	983
财务成本净额	-10	-4	18	34	40
应占利润及亏损	-0	-3	0	0	0
税前利润	393	497	660	837	1,023
所得税开支	-66	-69	-93	-125	-146
税后经营利润	327	428	566	712	876
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	327	428	566	712	876
息税折旧前利润	441	565	704	877	1,075
息税前利润	382	491	637	798	978
每股收益 (元)	0.77	1.00	1.18	1.48	1.83

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万元人民币)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,984	2,389	3,629	4,503	5,526
流动资产	1,415	1,619	2,709	3,145	3,752
现金及短期投资	331	502	1,411	1,704	2,070
有价证券及短期投资	221	149	122	152	161
应收账款	292	356	405	454	540
存货	487	563	691	769	903
其它流动资产	85	49	81	66	78
非流动资产	570	770	920	1,358	1,774
长期投资	60	57	57	57	57
固定资产净额	455	587	665	951	1,229
其他非流动资产	54	126	198	349	488
总负债	589	803	649	811	958
流动负债	432	732	555	707	842
应付账款	126	191	175	218	263
短期借贷	95	290	0	0	0
其它流动负债	210	252	380	489	579
长期负债	158	71	94	105	117
长期债务	110	0	0	0	0
其它	48	71	94	105	117
股东权益合计	1,395	1,586	2,980	3,692	4,568
股东权益	1,395	1,586	2,980	3,692	4,568
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	1,984	2,389	3,629	4,503	5,526
净现金/(负债)	78	141	1,316	1,600	1,953
营运资本	652	728	921	1,005	1,180
长期可运用资本	1,553	1,657	3,074	3,796	4,685
股东及少数股东权益	1,395	1,586	2,980	3,692	4,568

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万元人民币)

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	481	478	503	777	819
净利润	327	428	566	712	876
折旧与摊销	59	74	67	79	97
营运资本变动	-426	-434	-193	-84	-175
其它	520	409	62	70	21
投资活动现金流	-273	-152	-169	-526	-504
资本性支出净额	-125	-212	-200	-500	-500
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	3	0	0	0
其它资产变化	-148	57	32	-25	-4
自由现金流	299	271	274	-47	406
融资活动现金流	-212	-157	574	42	50
吸收投资收到的现金	0	0	828	0	0
净债务变化	-147	84	-290	0	0
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	-65	-241	36	42	50
净现金流	-5	169	909	294	365

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP