

# 康耐特光学 (02276.HK)

## 全球领先的镜片制造商，智能眼镜打开成长空间

买入 (首次)

2025年12月26日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 周珂

执业证书: S0600125080006  
zhouk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,760	2,061	2,376	2,837	3,319
同比(%)	12.70	17.11	15.27	19.43	16.99
归母净利润 (百万元)	327.02	428.28	540.79	664.34	858.04
同比(%)	31.56	30.96	26.27	22.85	29.16
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.68	0.89	1.13	1.38	1.79
P/E (现价&最新摊薄)	71.09	54.28	42.99	34.99	27.09

### 投资要点

- 国内树脂镜片领军者，盈利能力持续增强。**康耐特光学是中国领先的树脂眼镜镜片供应商，拥有上海、江苏及日本靖江三大生产基地，泰国基地有望于2026年投产。公司产品覆盖标准镜片、功能镜片及定制镜片三大类型。公司业务模式成熟，销售网络遍布超90个国家。作为行业龙头，公司在技术、渠道及客户资源方面构建了深厚的护城河。公司业绩呈现稳健增长态势，2020-2024年营业收入CAGR达17.2%，归母净利润CAGR达35.2%。受益于高折射率镜片、定制化镜片等高附加值产品占比提升，以及自动化产线建设带来的降本增效，公司毛利率由2020年的35.0%提升至2025H1的41.0%，盈利能力持续增强。
- 镜片行业长坡厚雪，智能眼镜爆发在即。**视力矫正为刚性需求，2024年中国儿童青少年近视人数达1.2亿，老视人数达4.5亿，推动中国镜片制造端销售额增至207.2亿元。随使用场景多元化，具备防蓝光、抗疲劳等属性的功能性镜片需求快速提升。此外，2024年国内高折射率(1.70及以上)镜片市场占比仅约0.7%，随着对轻薄美观需求的增加，高价值量的高折射率产品替代空间巨大。我们认为智能眼镜行业正处于“供给创造需求”的关键转折点，阿里、亚马逊、Meta等全球科技巨头加速布局智能眼镜赛道。头部镜片厂商有望充分受益：一方面，智能眼镜对极致轻薄的要求将倒逼高折射率(如1.74)镜片成为标配；另一方面，AR光波导模组的价值量更高，有望进一步驱动产品结构优化提利润率。
- 卡位AI眼镜赛道，歌尔赋能开启新增长曲线。**康耐特光学凭借三大优势深度布局XR产业链：1) 公司为全球少数能规模化量产1.74超高折射率镜片的厂商，该产品轻薄特性完美契合AR眼镜的轻量化刚需，同时具备领先的自由曲面技术，可解决光波导带来的光学畸变痛点；2) 依托成熟的C2M“小单快反”生产体系，公司能够高效响应智能眼镜新零售业态下的个性化定制需求；3) 歌尔股份作为公司第二大股东，在XR整机制造领域占据全球领先地位。公司有望借助歌尔的客户渠道，快速切入全球头部科技巨头的智能眼镜供应链。公司为阿里“夸克AI眼镜”独家镜片供应商，产品力获验后，有望加速拓展其他智能眼镜客户。
- 盈利预测与投资评级：**公司传统业务基本面稳固，成长路径清晰，随AI智能眼镜进入规模化拐点，有望进一步打开市场空间。可比公司2025-2027年平均PE分别为43.2/35.6/29.8倍。我们预计康耐特光学2025-2027年归母净利润分别为5.4/6.6/8.6亿元，当前市值对应PE分别为43.0/35.0/27.1倍。考虑公司XR业务尚处于早期，技术与渠道优势显著，我们看好其成长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；智能眼镜发展不及预期；竞争加剧的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	53.45
一年最低/最高价	20.85/57.85
市净率(倍)	9.23
港股流通市值(百万元)	23,246.60

### 基础数据

每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	22.61
总股本(百万股)	479.93
流通股本(百万股)	479.93

### 相关研究

## 内容目录

1. 康耐特光学：全球领先的镜片制造商 .....	4
1.1. 国内树脂镜片龙头，加深国际化布局 .....	4
1.2. 股权结构集中，歌尔持股协同 .....	5
1.3. 业绩稳健增长，毛利率持续提升 .....	6
2. 镜片行业长坡厚雪，智能眼镜开辟空间 .....	9
2.1. 眼镜镜片行业规模稳步增长，结构升级空间广阔 .....	9
2.2. 智能眼镜产业爆发，镜片厂商充分受益 .....	12
3. 龙头地位稳固，智能眼镜打开空间 .....	16
3.1. 国内树脂镜片龙头，护城河深厚 .....	16
3.2. 积极布局 XR，打开成长空间 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司业务模式.....	5
图 3: 公司股权结构（注：截至 2025 年 6 月 30 日）.....	5
图 4: 公司高管简介.....	6
图 5: 2020-2025H1 公司营业收入（亿元）.....	7
图 6: 2020-2025H1 公司归母净利润（亿元）.....	7
图 7: 2021-2025H1 分地区收入.....	7
图 8: 2021-2025H1 分业务收入占比.....	7
图 9: 2020-2025H1 公司毛利率情况.....	8
图 10: 2020-2025H1 公司费用率情况.....	8
图 11: 镜片市场产业链.....	9
图 12: 全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额及同比增速（亿美元）.....	9
图 13: 中国眼镜镜片制造商出厂规模及同比（亿元）.....	10
图 14: 中国眼镜镜片行业零售额及同比（亿元）.....	10
图 15: 2019-2029E 中国儿童青少年近视人数（百万人）.....	10
图 16: 2019-2029E 中国老视人数（百万人）.....	10
图 17: 功能性镜片分类.....	11
图 18: 2024 年中国市场不同折射率镜片占比（按销量口径）.....	11
图 19: 2024 年中国眼镜镜片制造厂商份额（按出厂销量）.....	12
图 20: 2024 年中国眼镜镜片制造厂商份额（按出厂销售额）.....	12
图 21: AI 眼镜功能与分类.....	12
图 22: 经过持续迭代，智能眼镜已具备强大功能.....	13
图 23: 2023-2028 年 AI 眼镜出货规模和预测.....	14
图 24: Ray-Ban Meta 相对 Ray-Ban Stories 性能全面提升.....	14
图 25: 阿里巴巴 AI 眼镜.....	15
图 26: 亚马逊智能眼镜.....	15
图 27: 华为 VisionGlass 成本结构（美元）.....	15
图 28: 公司各生产基地产能情况（百万副）.....	16
图 29: 公司产品生产工序.....	17
图 30: 公司分客户毛利率水平.....	17
图 31: 公司分产品均价（元/件）.....	17
图 32: 公司持续加大研发费用.....	18
图 33: 公司前五大客户与最大客户收入占比.....	18
图 34: 相同角度下镜片厚度比较.....	19
图 35: 公司具备世界领先的自由曲面渐进设计技术.....	19
图 36: 公司分业务营收预测（单位：亿元）.....	21

## 1. 康耐特光学：全球领先的镜片制造商

### 1.1. 国内树脂镜片龙头，加深国际化布局

专注镜片制造三十年，积极布局智能眼镜。公司前身为旗天科技，初期以标准化镜片生产和销售业务为主。2006年江苏康耐特成立；2010年子公司 Conant Lens 成立，扩展美洲的树脂眼镜镜片销售业务，加速国际化布局。2011年公司开展定制镜片业务，拓宽业务范畴，扩充产品矩阵。2013年公司收购日本企业 Asahi Optical，标准化镜片业务范围扩张至日本，进一步深化海外布局。2018年公司完成业务重组，将从事树脂眼镜镜片制造业务的相关公司重组至体内。2021年公司完成股份制改革，并成功于港交所挂牌上市。近年来，公司积极布局 XR 业务并取得重大进展，已与多家全球领先的科技巨头和消费电子公司达成合作。目前，公司立足上海、江苏、日本靖江三大生产基地，主要生产标准镜片、功能镜片和定制镜片三大类产品，为全球客户提供标准化、个性化、高端化等多样服务。

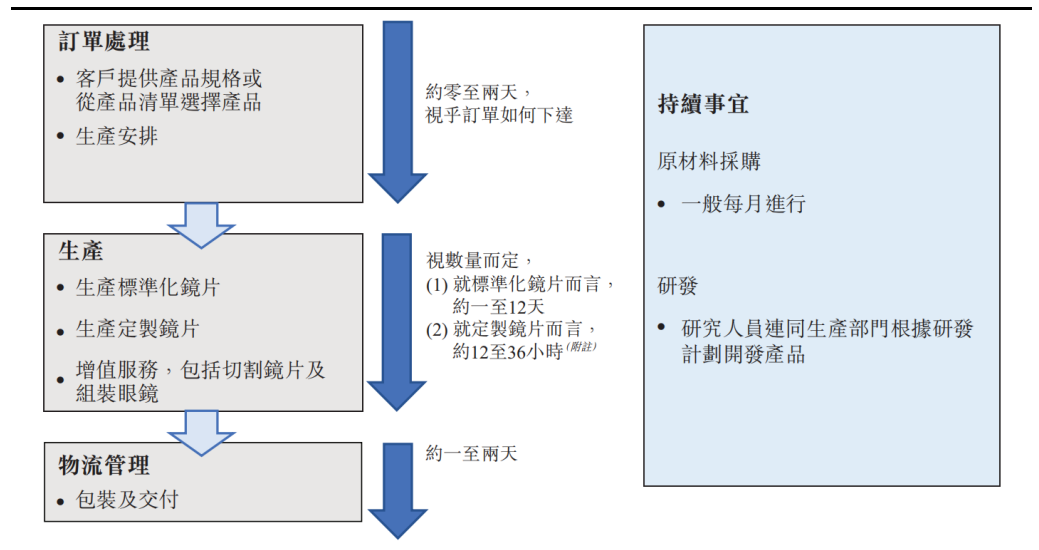
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**公司产品线齐全。**目前已推出：UV++系列、单焦点系列、学生系列、渐进系列、1.74 高折系列、运动安全镜片系列、阳光防护系列、驾驶镜片系列、商务办公镜片系列与特殊镜片系列产品。公司计划通过研发进一步优化和丰富产品：一方面优化现有镜片产品的功能及生产效率，如改进镜片的防眩光及防红外线能力以及抗菌功能，并提高光致变色镜片的灵敏度；另一方面开发具新功能的产品，如开发新种类双面非球面镜片及折射率为 1.74 的镜片，以及具有预防近视及防雾等特定功能的产品。

图2: 公司业务模式

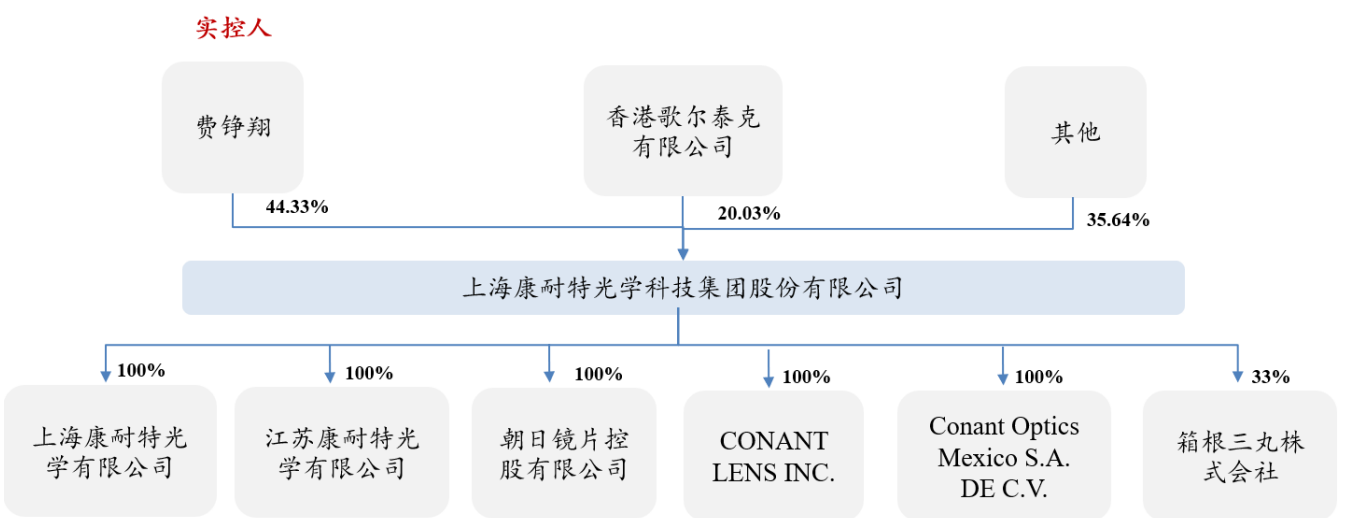


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构集中，歌尔持股协同

歌尔子公司为重要股东，管理层行业经验丰富。截至 2025 年 6 月 30 日，公司创始人、董事会主席费铮翔先生持股 44.33%，是公司的实际控制人。香港歌尔泰克有限公司于 2025 年 1 月战略入股康耐特光学，截至 2025 年中报持股 20.03%，为公司第二大股东。我们认为依托歌尔股份在 XR 及光电模组领域的制造积淀与客户渠道，公司有望导入智能镜头部客户供应链，加速在 AI 智能硬件赛道的规模化量产落地。管理层行业经验丰富，公司创始人费铮翔先生曾赴美国乔治亚州的埃默里大学担任博士后研究员，并在眼镜行业拥有超过 29 年的行业经验，对行业发展和技术趋势拥有敏锐的洞察力。

图3: 公司股权结构 (注: 截至 2025 年 6 月 30 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：公司高管简介

姓名	职务	履历
费铮翔	总经理	费铮翔先生于1982年毕业于杭州大学化学系（现为浙江大学），后在中国科学院有机化学研究所获得博士学位。1996年回国后投资成立上海康耐特光学有限公司，担任董事长兼总经理；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	副总经理	陈俊华先生于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。
夏国平	副总经理	夏国平先生于1982年毕业于浙江大学（原杭州大学）物理系，2003年获西班牙伯爵汉国际大学工商管理硕士学位；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。
郑育红	副总经理	郑育红先生为高级工程师，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；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。
许胡寅	财务总监	许胡寅先生于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；许先生拥有超过九年的会计和财务管理经验。
王传宝	技术总监	王传宝先生于2009年获扬州大学高分子材料科学与工程专业学士学位，并于2014年获南京理工大学材料科学与工程专业博士学位；2023年4月1日获委任为上海康耐特光学科技集团股份有限公司技术总监。
曹雪	董事会秘书	曹雪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；于2025年02月28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。

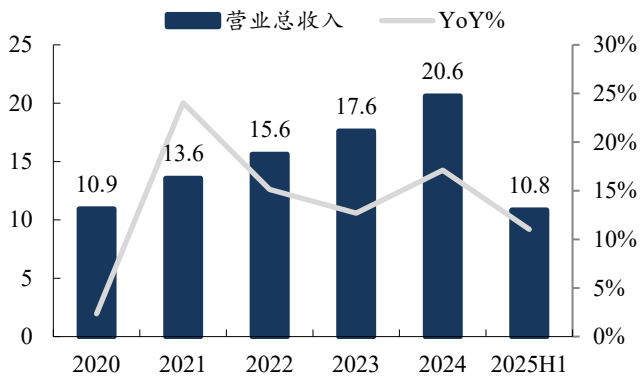
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩稳健增长，毛利率持续提升

**营收稳步增长，规模再上新台阶。**2020-2024年，受益于全球眼镜市场量价齐升、产品结构优化及海外市场拓展，公司营业收入从10.9亿元稳步增长至20.6亿元，对应2020-2024 CAGR达17.2%。2025年上半年，公司实现营业收入10.84亿元，同比增长11.1%延续增长态势，主要得益于产品结构优化以及销售渠道扩张。

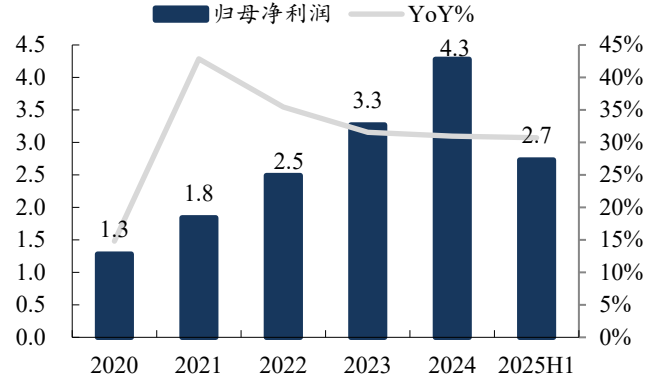
**净利润快速增长，盈利能力稳步提升。**2020-2024年，公司归母净利润从1.28亿元快速增长至4.28亿元，对应2020-2024 CAGR达35.2%。2025年上半年归母净利润达2.73亿元，同比+30.7%，主要系：1）国内外业务有序拓展；2）产品结构持续优化，高附加值产品放量；3）产线自动化升级，降本增效成果显著。展望未来，我们认为XR业务商业化落地有望提升镜片环节价值量，打开长期成长空间。

图5: 2020-2025H1 公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

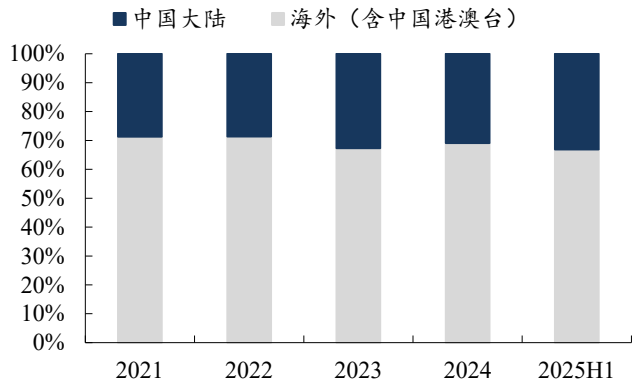
图6: 2020-2025H1 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

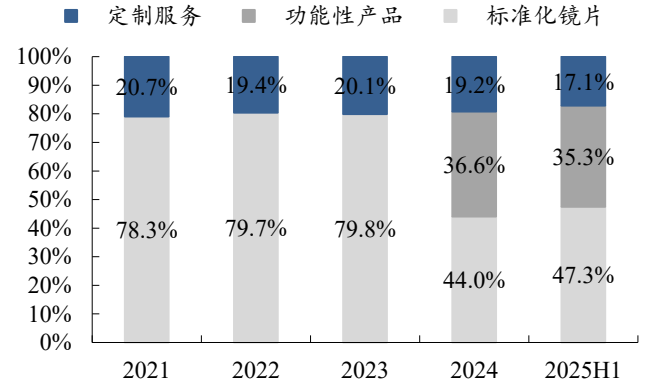
国内业务增速高于海外，产品结构有望持续优化。分区域看，公司构建了亚、美、欧全球化销售网络，其中中国大陆地区 2018-2024 年销售收入从 1.26 亿元增至 6.55 亿元，对应 2018-2024 CAGR 为 31.12%，中国大陆业绩高增主要系公司精准卡位高端市场，深度受益于高折射率镜片渗透率提升趋势。分产品而言，2024 年定制镜片占比为 19.18%，功能镜片占比为 36.64%。展望未来，随着公司不断推出中高折射率镜片、功能片、XR 等高端镜片产品，盈利能力有望持续提升。

图7: 2021-2025H1 分地区收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2021-2025H1 分业务收入占比

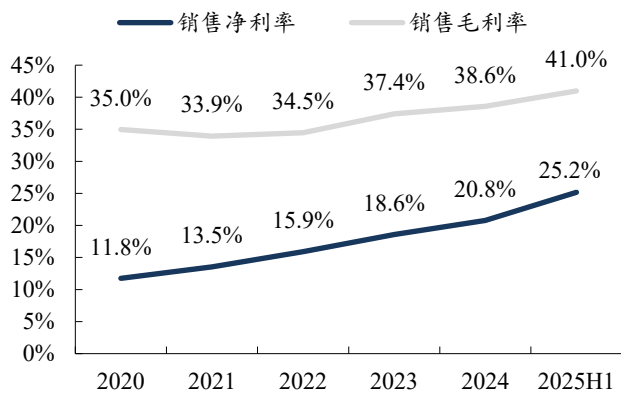


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**产品结构、模式优化与规模效应释放驱动毛利率提升。**随着高折射率镜片、定制镜片等高端产品占比提升，以及C2M模式带来的生产效率改善，公司毛利率从2020年的35.0%稳步上升至2024年的38.6%，2025H1进一步提升至41.0%。销售净利率同步改善，从2020年的11.8%增至2024年的20.8%，2025H1达25.17%。随智能眼镜相关高附加值产品放量及规模效应持续释放，公司毛利率与净利率有望继续保持上行趋势。

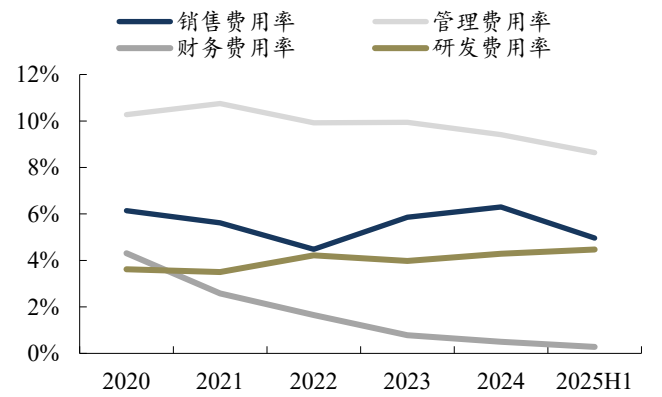
**期间费用管控有效，研发投入持续加码。**2020-2024年公司期间费用率呈显著下降趋势，管理费用率与财务费用率稳步回落。研发方面，公司持续加大研发投入，2024年研发费用达0.88亿元，研发费用占营业收入比重提升至4.29%，2025H1进一步增至4.47%。持续的研发投入为公司在高折射率技术、光波导贴合等核心领域的突破提供了坚实支撑，有望持续巩固公司技术优势。

图9：2020-2025H1 公司毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2020-2025H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 镜片行业长坡厚雪，智能眼镜开辟空间

### 2.1. 眼镜镜片行业规模稳步增长，结构升级空间广阔

镜片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品牌商。产业链上游为原材料及设备供应，国外厂商掌握了前沿技术，在高折射率树脂单体材料方面优势显著。产业链中游为镜片制造，主要厂商有依视路、蔡司、康耐特等，以自有品牌生产销售和为其他企业提供代工生产服务为主。产业链下游为终端消费市场，包括眼镜零售商医院配镜中心、电商平台等零售渠道，下游零售商直接面对消费者，提供验光、配镜、试戴体验及维修等专业服务。

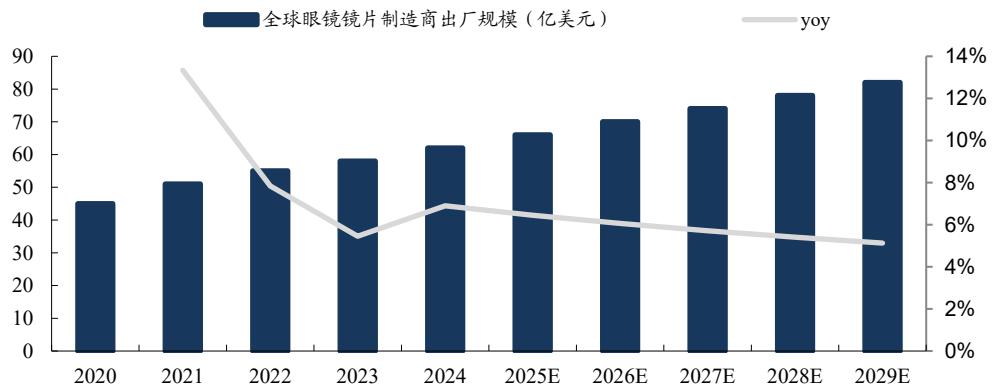
图 11：镜片市场产业链



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

全球眼镜镜片市场规模稳步增长。从 2020 年到 2024 年，全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额从 45 亿美元增长至 62 亿美元，对应 2020-2024 CAGR 达 8.3%。随眼镜镜片设计和制造技术的不断进步及消费者需求趋于多元化，市场规模有望持续增长。根据沙利文的预测，2029 年全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额有望增长至 82 亿美元，对应 2024-2029 CAGR 达 5.8%。

图 12：全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额及同比增速（亿美元）

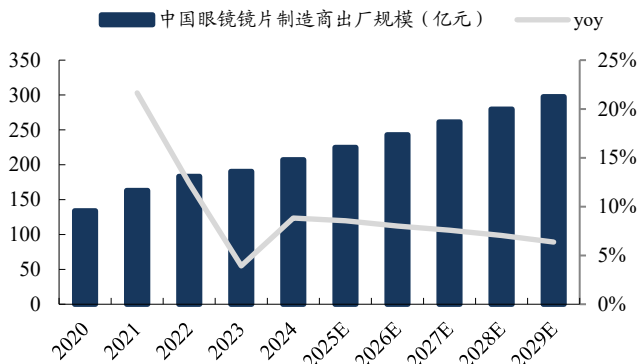


数据来源：沙利文，东吴证券研究所

注：为沙利文预测数据，下同

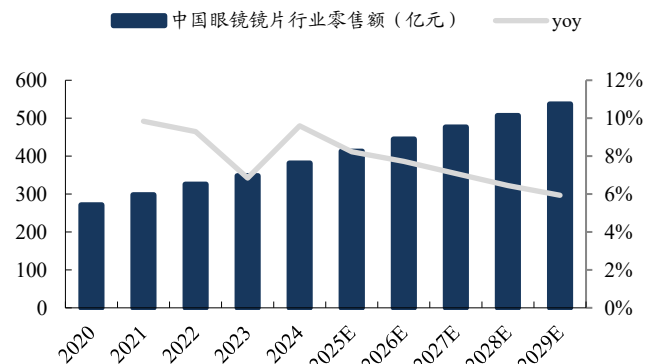
中国眼镜镜片市场规模持续增长，消费者需求趋于多元化。中国是全球最大的眼镜镜片生产和出口国家之一，全国多个镜片产业集群为镜片出口提供强大的产能支撑。近年来镜片制造稳步增长，从2020年至2024年，中国眼镜镜片制造厂商出厂销售额从134.0亿元增长至207.2亿元，CAGR达11.5%。展望未来，随着消费者需求多元化发展，消费者对防蓝光、抗疲劳、渐进多焦点等功能性镜片以及个性化定制的镜片需求不断增长。根据沙利文的预测，到2029年中国眼镜镜片零售额有望达到537.1亿元，对应2024-2029 CAGR达7.1%。

图13：中国眼镜镜片制造商出厂规模及同比（亿元）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

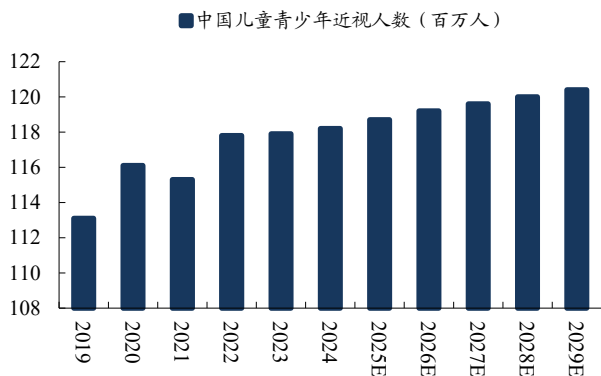
图14：中国眼镜镜片行业零售额及同比（亿元）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

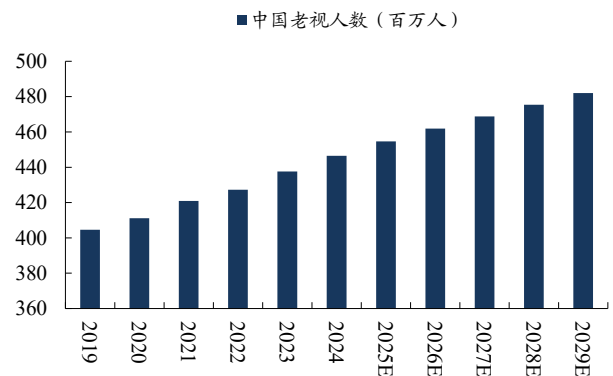
青少年近视与中老年老视人群数呈增长趋势，为刚性需求。近年来，儿童青少年近视人数持续上升，2024年中国儿童青少年近视人数达1.2亿人，对应2019-2024 CAGR达0.9%，驱动近视防控镜片市场稳健增长。老龄化趋势下，中老年人老视问题凸显，2024年中国老视人数达4.5亿人，对应2019-2024 CAGR达2.0%，渐进多焦点镜片需求快速增长。

图15：2019-2029E 中国儿童青少年近视人数（百万人）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

图16：2019-2029E 中国老视人数（百万人）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

用眼需求日益多样化，推动功能性镜片占比持续提升。近视低龄化、老视人群增加背景下，办公室长时用眼、户外强光照等多类场景也在不断扩展，单一的光学矫正已难以满足消费者需求。镜片功能正朝着防蓝光、防紫外、抗疲劳、变色、偏光、夜视增强等细分方向加速拓展。同时，高端消费群体对佩戴舒适度及与生活方式的契合度提出

更高要求，也促使品牌不断推出场景化解决方案，例如面向数字屏幕使用者的抗疲劳镜片、适用于户外与驾驶场景的偏光及变色镜片等。行业需求结构正从“单纯矫正”向“矫正+防护+舒适”演进，带动镜片价值量上升。

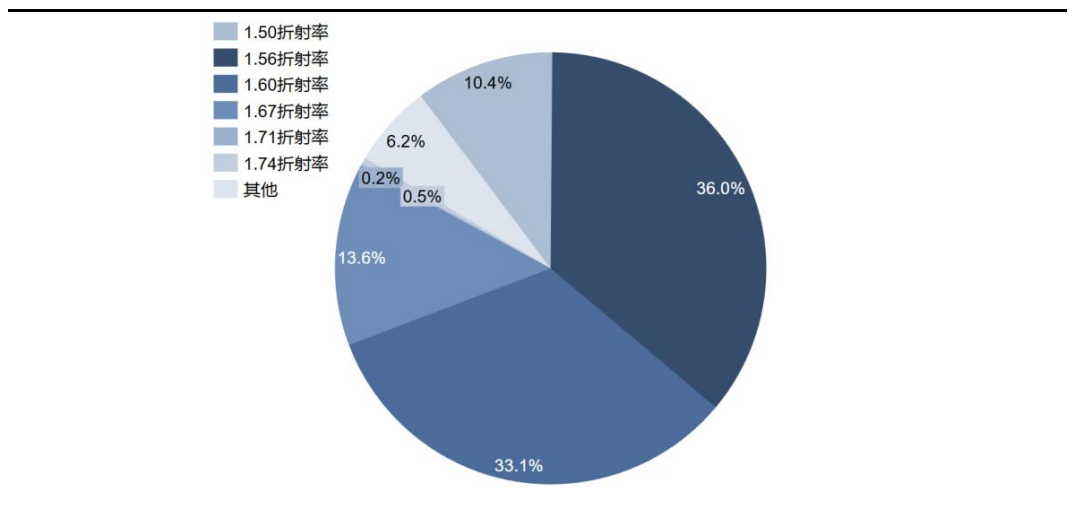
图17: 功能性镜片分类



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

国内市场高折射率镜片占比低，结构升级空间广阔。与传统镜片相比，高折射镜片具有折射率高、色散低、质量轻、耐磨和抗冲击的优点，同时，在保持高透光率的情况下，材料的雾度指标、紫外线阻隔能力等性能也得到了提升。随近视人口比例增加，尤其是高度近视患者数量上升，对于轻薄美观且具有优良光学性能的镜片需求愈发迫切。目前高折射率的镜片市场占比较小，2024年1.70以上折射率的镜片占比约为0.7%，随着中国镜片制造商加大对高折射率镜片的研发投入，推进技术进步，满足日益增长的高折射率镜片需求，高折射率镜片销售占比有望提升，带动眼镜镜片ASP提升。

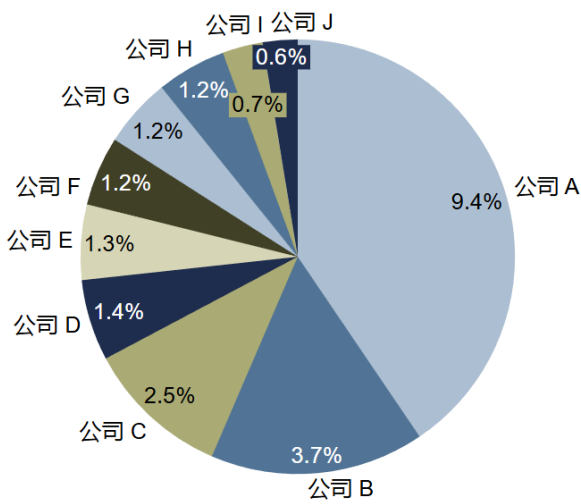
图18: 2024年中国市场不同折射率镜片占比（按销量口径）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

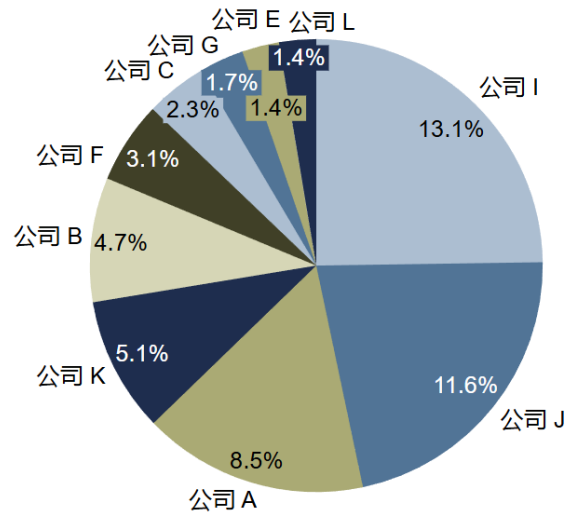
中国镜片制造行业竞争格局分散。外资企业凭借深厚技术积累塑造强大品牌影响力，国内领先企业则侧重提升产品质量、降低生产成本，为消费者提供具有性价比的产品。据沙利文《2024 全球视光市场白皮书》，根据 2023 年树脂眼镜镜片销量统计，依视路以 3 亿件以上的销量排名第一，康耐特以约 1.5 亿件销量排名第二。2024 年，按出厂销售量计，中国眼镜镜片制造厂商前 10 名的市场集中度为 23.2%，按出厂销售额计，中国眼镜镜片制造厂商前 10 名的市场集中度为 52.9%。

图19: 2024 年中国眼镜镜片制造厂商份额 (按出厂销售量)



数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

图20: 2024 年中国眼镜镜片制造厂商份额(按出厂销售额)



数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

## 2.2. 智能眼镜产业爆发, 镜片厂商充分受益

智能眼镜是一种创新型可穿戴设备, 在传统眼镜产品的基础上增加了 AI 与 AR 技术, 并集成音频、摄像等功能。通过语音、手势或眼动等多种输入方式, AI 眼镜能够实时处理和展示增强现实信息, 提供智能辅助和交互体验。AI 眼镜产品旨在提升用户在日常生活和工作中的效率与体验, 有望成为连接数字与现实世界的桥梁。

图21: AI 眼镜功能与分类



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

智能眼镜行业正处于一个典型的“供给创造需求”的历史性拐点。在过去的十年中，智能眼镜（如 Google Glass 时期）的需求端之所以疲软，并非因消费者对于 AR 或“第一视角信息获取”能力不感兴趣，而是供给端——即产品的核心体验、形态、重量及续航未能达到“足够好用”的临界点。2024 年以来，在大模型持续迭代和佩戴舒适度提升的多重驱动下，设备已突破传统交互限制，具备了多模态感知能力，实现了对语音指令与视觉信息的实时捕捉与反馈。同时，AR 眼镜凭借空间计算技术，通过高精度的虚实叠加重构了人机交互界面。目前，以 Meta（Ray-Ban 系列）、Snap 为代表的国际巨头，以及 XREAL、Rokid、Viture 等新兴厂商，正加速推动产品迭代。当前头部产品已成功打破过往技术瓶颈，兼顾了佩戴体验与功能实用性，标志着智能眼镜正式步入大规模商业化落地阶段。

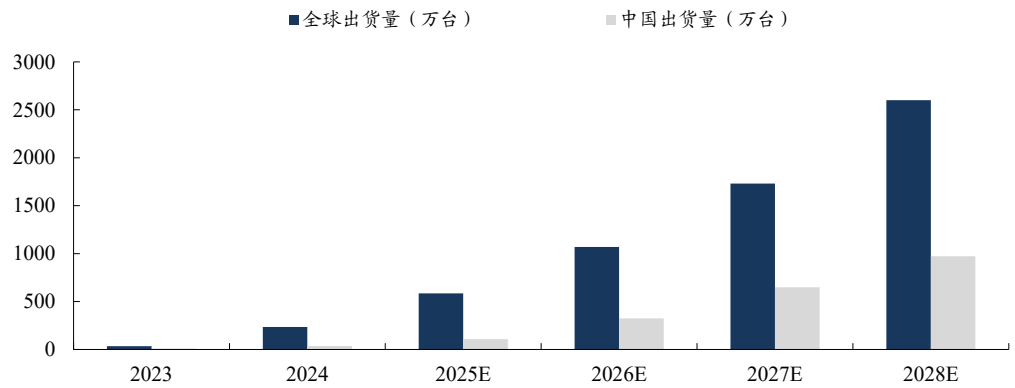
图22: 经过持续迭代, 智能眼镜已具备强大功能



数据来源: 维深信息, 东吴证券研究所

AI 眼镜市场预计迎来爆发式增长。2023 年 9 月，Meta 与雷朋合作推出了 AI 智能眼镜 Ray-Ban Meta，截至 2024 年 12 月 31 日，累计出货量已经突破 200 万台。随着 Ray-Ban Meta 的成功，AI 智能硬件的热潮与一体式 AR 眼镜在技术上的突破共同推动了智能眼镜品类的发展。2024 年下半年起，国内智能眼镜市场迅速起量，各品牌纷纷加入 AI 眼镜赛道。根据艾瑞咨询预测，到 2028 年 AI 眼镜的全球出货量规模将达两千万量级。

图23: 2023-2028年 AI 眼镜出货规模和预测



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

**Ray-Ban Meta 产品热销验证了智能眼镜的消费需求。**Ray-Ban Meta 是依视路陆逊梯卡与 Meta 合作开发的首款内置 Meta 的 AI 技术、直播功能、1200 万像素超广角摄像头、隐蔽式开放式耳塞以及五个内置麦克风的智能眼镜产品, 相对第一代产品性能全面提升。Ray-Ban Meta 兼具多元化功能与佩戴舒适性, 经依视路陆逊梯卡完善的全球零售渠道推广, 获得了消费者广泛认可。截至 2025 年 2 月, Ray-Ban Meta 全球销量已超过 200 万副。受益于旺盛的市场需求, 公司正在积极扩产, 预计到 2026 年年底年产量将达到 1000 万副。

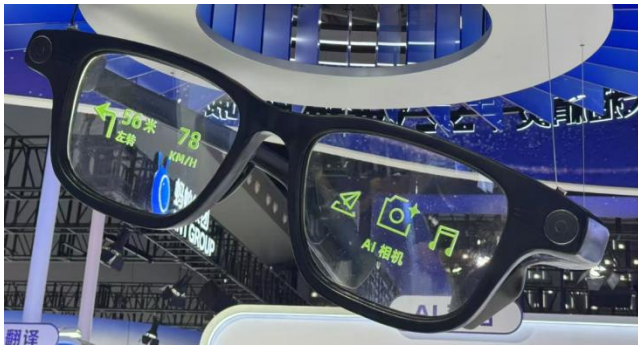
图24: Ray-Ban Meta 相对 Ray-Ban Stories 性能全面提升

	Ray-Ban Stories	Ray-Ban Meta
上市时间	2021 年 9 月	2023 年 9 月
AI	无	Meta AI 智能助手、多模态能力
重量	195 克	133 克
相机	500 万像素	1200 万像素
直播	无	能通过 Facebook 或 Instagram 进行直播
音频	一对扬声器和三个麦克风	定制扬声器和五个麦克风, 具备降噪功能
内存	4GB	32GB
续航	24 小时	36 小时

数据来源: META 官网, 东吴证券研究所

**阿里、亚马逊等巨头纷纷入场, 行业进入快速起量阶段。**Alibaba 最近推出的 Quark AI Glasses 支持语音助手、实时翻译、会议记录、音乐播放等功能, 旨在利用其大模型与电商生态红利抢占消费、通勤与办公等场景; 亚马逊推出智能送货眼镜, 融合 AI 感测、计算机视觉与抬头显示技术, 可在佩戴者视野中直接叠加导航信息、任务信息、危险提示, 有望快速渗透快递场景; 雷鸟、Rokid 等厂商也持续迭代自家智能眼镜产品, 专注消费级 AI+AR 眼镜。随着供应链成熟与核心组件成本下降, 更多厂商能够推出轻量化、功能丰富且价格更亲民的产品, 推动智能眼镜从“小众尝鲜”迈向“大众消费”, 行业正进入快速起量阶段。

图25: 阿里巴巴 AI 眼镜



数据来源: 第一财经, 东吴证券研究所

图26: 亚马逊智能眼镜

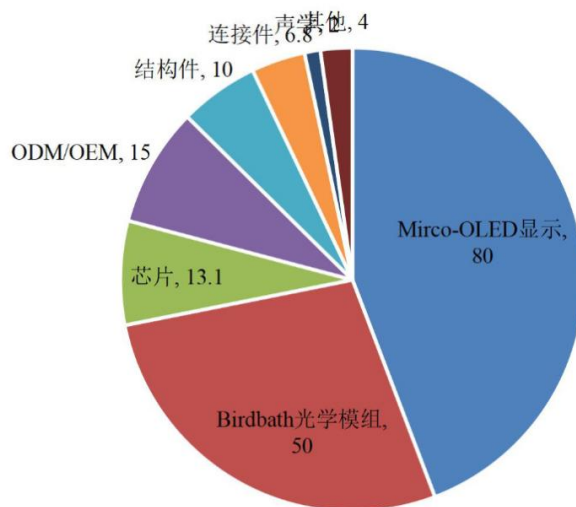


数据来源: 亚马逊官网, 东吴证券研究所

**传统镜片厂商有望深度受益智能眼镜趋势。**技术层面, 全球需要视力矫正的人群基数庞大, 智能眼镜的处方镜片市场是传统镜片厂商的自留地; 佩戴体验层面, 传统镜片、镜架厂商可解决产品美观度和佩戴舒适度问题, 高折射率镜片可进一步减轻眼镜重量, 镜片技术具备先发优势; 渠道层面, 线下眼镜店可以提供验光配镜服务和镜片定制化服务, 智能眼镜厂商可充分利用传统眼镜厂商线下门店拓宽销售渠道。

**智能眼镜镜片价值量提升, 传统镜片厂商有望获得超额收益。**对于 AI 音频和拍摄眼镜, 为了平衡镜腿中电池和芯片的重量, 镜片往往需要使用更高折射率 (如 1.67 或 1.74 折射率) 更薄的材料; 对于 AR 眼镜, 其镜片不再是单纯的屈光矫正工具。光波导模组为整个 AR 眼镜中成本占比最高的核心零部件之一, 需要使用超高折射率的玻璃晶圆并涉及纳米压印或全息曝光等半导体级工艺, 价值量进一步提升, 以华为首款 AR 眼镜 Vision Glass 为例, 根据 Wellsenn XR 的拆解分析, 华为 Vision Glass 的硬件成本为 180.9 美元, 其中光学模组成本为 50 美元, 占比约 27%。

图27: 华为 VisionGlass 成本结构 (美元)



数据来源: 深企投产业研究院, 东吴证券研究所

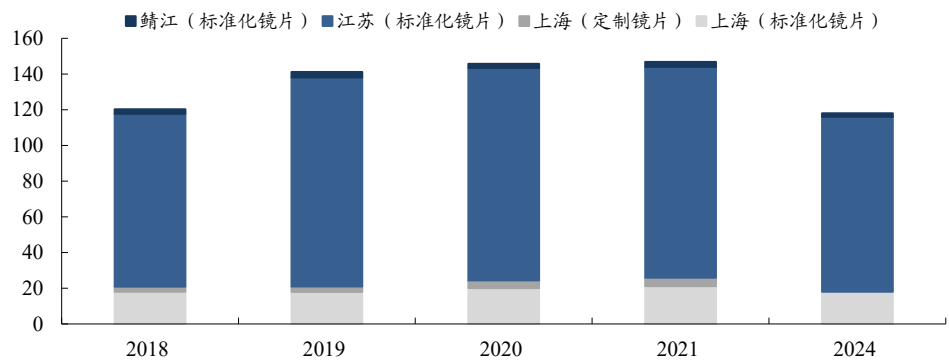
### 3. 龙头地位稳固，智能眼镜打开空间

#### 3.1. 国内树脂镜片龙头，护城河深厚

康耐特光学为中国领先的树脂眼镜镜片厂商，具备深厚护城河。公司具备三大生产基地，能够制造不同规格的树脂眼镜镜片。公司客户网络覆盖全球，与国际著名眼镜镜片品牌合作，产品覆盖超 90 个国家，具备显著技术优势、客户优势与渠道优势。

**多地产能布局，有效分散关税风险。**公司在上海、江苏以及日本靖江布局三大生产基地，并积极推动海外产能扩张：公司在日本朝日光学生产基地投资建设的年产 60 万副的定制化产线计划于 2025 年下半年投产，泰国生产基地计划于 2026 年投产，覆盖全部折射率系列产品。海外产能布局可有效分散关税风险。2024 年，公司三大生产基地的年度生产总量达 208.6 百万件，同比增长 15.1%。未来，公司计划进一步提高上海定制化加工中心及江苏生产基地产能。

图28：公司各生产基地产能情况（百万副）



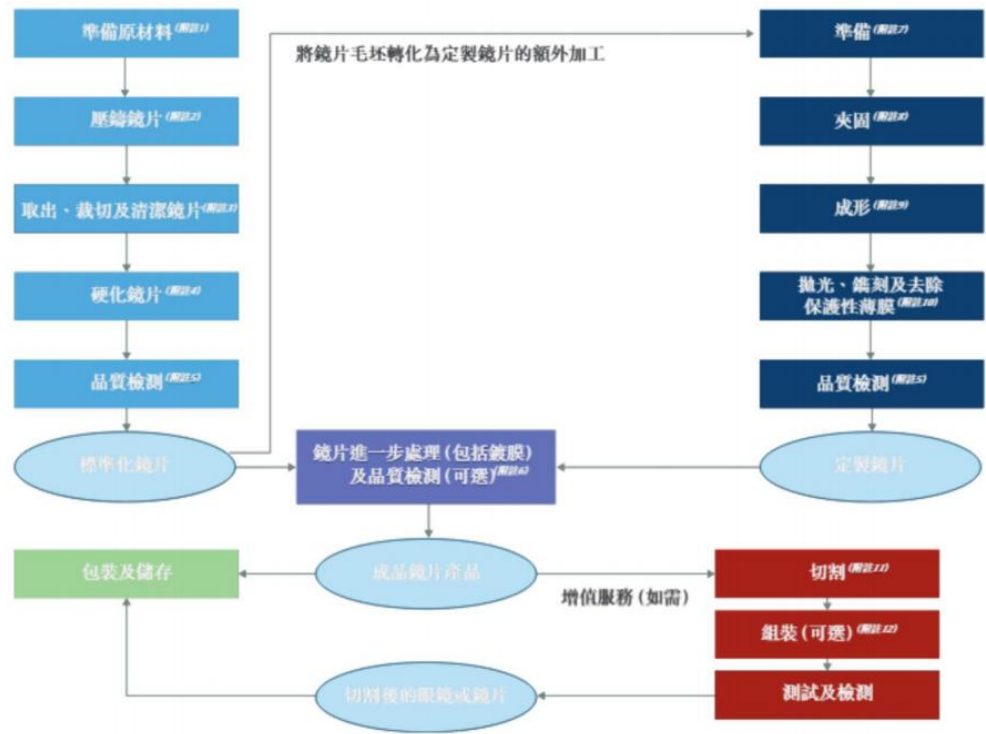
数据来源：公司招股说明书，公司投资者报告，东吴证券研究所

注：2021 年数据仅披露至 2021 年 5 月 31 日，图中 2021 年数据采用月均产量\*12 得出；2024 年上海产能为总计口径

**公司持续提升自动化水平，以推动生产效率提高。**过去几年，公司有序推进自动化建设，目前阶段性投资计划已基本完成。截至 2024 年末，公司已在不同生产工段陆续投入多套客制化自动设备，通过提升人员效能、减少生产损耗，有效提高了整体生产效率。2025 年，公司计划继续推进产能升级与自动化建设。

**公司拥有先进的制造工艺与技术能力。**在同等矫视能力下，折射率越高，镜片越薄、越轻，对生产技术的要求也越先进。作为国内少数能够生产 1.74 高折射率树脂镜片的制造商之一，公司掌握了相应的核心工艺。此外，公司具备定制镜片的生产能力，能够根据客户对尺寸、形状、曲率及矫视功能（例如在同一镜片中实现老花、近视和散光矫正的组合）的特定要求进行量身制造，过程中涉及成形、抛光、镌刻等多项精细加工步骤，具备一定工艺 Know-How。

图29: 公司产品生产工序

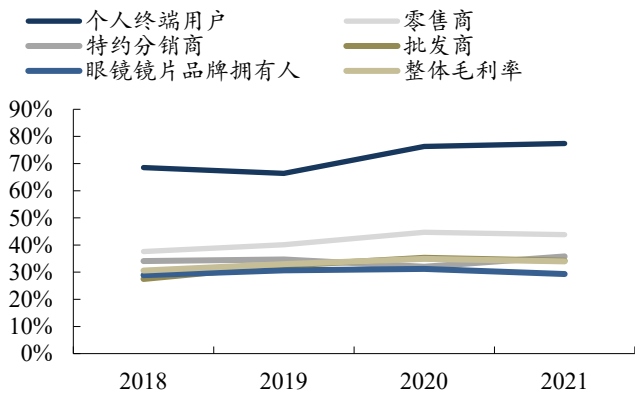


# 長方形文字框指生產工序，而橢圓形文字框指產品。

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

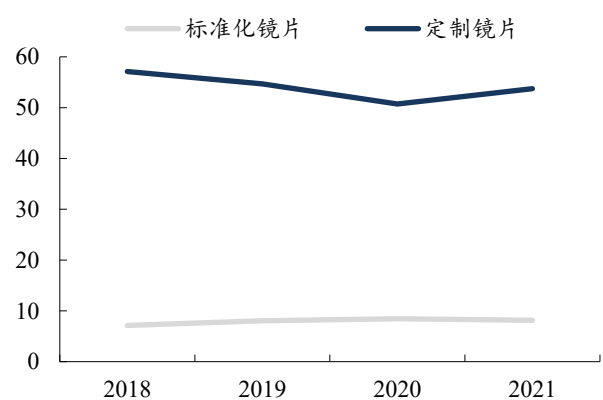
公司定制化业务基于 C2M 模式，可快速精准响应终端消费者个性化需求，提供高附加值的成镜交付服务，具备较高服务溢价与粘性。得益于长期服务全球头部品牌积累的海量 SKU 数据处理经验及柔性化生产能力。2025H1 公司定制镜片占营收比重达 17.1%，毛利率达 61.9%，显著高于标准化镜片和功能性镜片。展望未来，随高毛利定制化产品渗透率持续提升，公司产品结构将进一步优化，带动整体盈利能力结构性改善。

图30: 公司分客户毛利率水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所  
注: 2021 年数据截至 2021 年 5 月 31 日

图31: 公司分产品均价 (元/件)

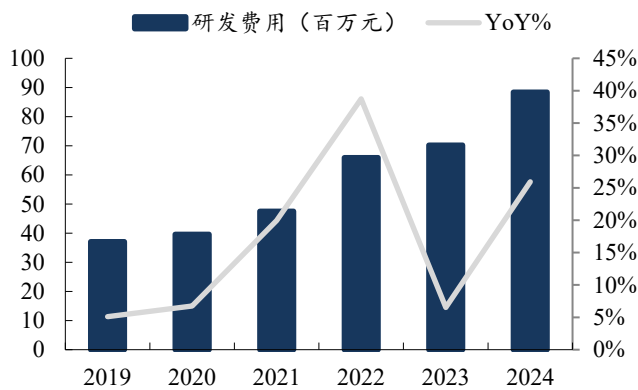


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所  
注: 2021 年数据截至 2021 年 5 月 31 日

**加大投入研发，深入布局 XR。**公司研发重点包括开发不同折射率、不同功能叠加的创新产品，以及现有产品的改进和升级，积极布局国家级研发中心的规划，新建 XR（扩展现实）研发中心。公司持续加大研发投入，2024 年，公司研发费用为 0.9 亿元，同比增长 26%，高强度的研发投入加速了 XR 技术储备，为相关产品的规模化量产与商业化放量奠定坚实基础。

**公司与国际头部客户合作稳定，已建立全球销售渠道。**公司的主要客户包括若干最著名的眼镜镜片品牌拥有人及国际眼科光学公司。多年来，公司与头部客户建立了稳定的合作关系，锻炼了良好的品控和规模化生产能力。此外，随着公司持续拓宽销售渠道以及不断开发定制镜片业务，降低头部客户依赖度，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、印度、澳洲、泰国、德国及巴西等。

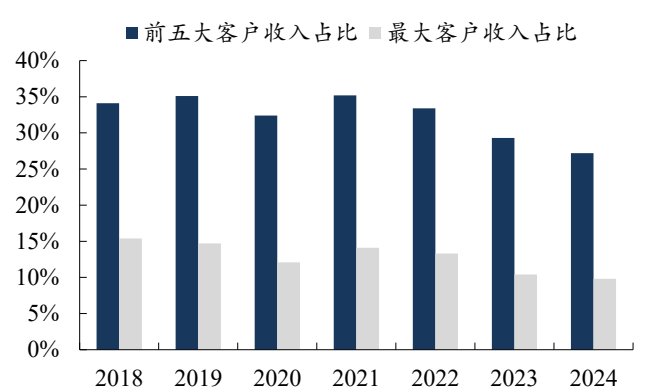
图32：公司持续加大研发费用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：按确认为开支的研究支出口径

图33：公司前五大客户与最大客户收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 积极布局 XR，打开成长空间

**公司凭借技术、渠道和 C2M 柔性生产模式三大竞争优势，卡位 XR 产业链关键环节。**技术端，公司依托全球稀缺的 1.74 超高折射率量产能力及领先的自由曲面光学设计技术，有效满足智能眼镜轻量化与低畸变的刚需；制造端，公司 C2M “小单快反”的生产体系高度适配智能眼镜新零售个性化需求；渠道端，借助战略股东歌尔股份的协同效应，有望加速切入全球头部科技巨头供应链。随着项目由研发转向规模量产，XR 业务有望加速兑现业绩，打开成长空间。

**轻量化为智能眼镜刚需，公司 1.74 超高折射率产品卡位优势显著。**1.74 折射率镜片比标准的 1.50 镜片薄 43%，轻 32%。在 AR 眼镜设计中，考虑光机模组质量占比较大，处方镜片必须做到极致轻薄，才能保证整机重量控制在 50g-70g 的可穿戴范围内。对于高度近视用户，如果使用低折射率镜片，边缘厚度较大，不仅增加重量，还会干扰光波导的侧边光路。公司作为全球少数几家能够大规模量产 1.74 超高折射率树脂镜片的企业之一，在 AR 屈光适配领域具备较高的技术壁垒与稀缺性。

图34: 相同角度下镜片厚度比较



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**高折射率产品原材料较为稀缺, 公司与核心供应商三井化学合作关系稳定。**高折射率树脂单体合成技术壁垒高, 三井化学凭借其在聚合物领域的深厚积淀与全球产能布局, 占据市场主导地位。康耐特与三井化学保持了长达十余年的稳定合作关系, 在高端原材料采购上具备规模化优势。

**C2M 柔性生产体系, “小单快反” 适配 XR 新零售。**依托多年的 C2M 业务经营经验, 公司拥有处理海量碎片化订单的能力, 可实现 T+0/T+1 级别的发货效率。面对智能眼镜线上销售对时效性与个性化的双重挑战, 公司凭借 C2M 柔性生产体系, 能够即时响应后端复杂的加工需求。相比传统产线, 公司在非标品制造领域的效率优势显著, 适配 XR 的新零售场景。

**公司具备世界领先的自由曲面渐进设计技术, 可解决 AR 光学畸变痛点。**通过长期积累的验光数据与镜片参数, 康耐特能够优化镜片的光学中心设计, 针对 AR 眼镜特殊的入眼角度进行非球面或自由曲面设计的微调, 减少周边的畸变, 能够为不同的光机方案提供针对性的光学修正算法。

图35: 公司具备世界领先的自由曲面渐进设计技术



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**歌尔股份持股协同，有望借助歌尔导入巨头供应链。**歌尔股份是全球领先的 VR/AR 代工的企业，2024 年占据全球中高端 VR 头显 70% 的市场份额，已与 Meta、索尼、高通、Pico、三星电子和华为等公司建立了长期合作关系。公司有望充分发挥与歌尔股份的战略协同效应，凭借其在整机组装端的话语权与渠道优势，加速切入全球头部科技巨头的智能眼镜供应链体系，打开成长空间。

**XR 业务顺利放量，业绩兑现有望加速。**公司持续深化与国内外头部科技及消费电子厂商合作，客户拓展成效显著。海外方面，公司合作项目数量持续增加，重点项目完成技术路径验证，正由研发阶段向规模化量产过渡；国内方面，核心项目实现交付并获良好反馈。公司为阿里首款自研旗舰双显 AI 眼镜“夸克 AI 眼镜”独家镜片供应商，产品力获验后，有望加速拓展其他智能眼镜客户。截至 2025 年 8 月 31 日，XR 业务累计实现收入约 1000 万元。展望未来，随着 2025H2 及 2026 年订单持续落地，XR 板块有望贡献显著业绩增量。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设与收入拆分

**标准化镜片：**受益于国内外视光需求结构改善，消费者换镜频率提升，同时公司持续推进自动化生产线改造，产能利用率提升，中高折射率产品占比提升。我们预计标准化镜片业务在未来三年呈稳健扩张态势，2025-2027 年收入分别达到 10.7/12.3/13.9 亿元，同比+18%/+15%/+13%；自动化建设、原材料优化驱动毛利率提升至 34%/36%/36%。

**功能镜片：**随消费者对蓝光防护、抗疲劳、抗辐射等功能性需求不断增强，我们预计功能镜片增速优于行业。公司通过加强膜层技术升级、功能叠加设计以及提升高附加值产品占比，有望推动产品 ASP 持续提升。我们预计 2025-2027 年功能镜片业务收入分别为 8.5/9.4/10.3 亿元，同比+12%/+11%/+10%；中高端产品占比提升有望驱动毛利率进一步提升至 41%/43%/43%。

**定制镜片：**定制化镜片受益于智能眼镜渗透、高端视光消费升级、个性化验配需求提升，产能布局落地与交付能力增强，我们预计 2025-2027 年定制镜片收入分别为 4.5/6.6/8.9 亿元，同比+15%/+46%/+34%；毛利率提升至 61%/64%/64%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.8/28.4/33.2 亿元，分别同比 +15%/+19%/+17%。公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.4/6.6/8.6 亿元，分别同比 +26%/+23%/+29%。

图36：公司分业务营收预测（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	17.6	20.6	23.8	28.4	33.2
YoY%	12.7%	17.1%	15.3%	19.4%	17.0%
毛利率	37.4%	38.6%	41.7%	44.8%	45.6%
标准化镜片	8.3	9.1	10.7	12.3	13.9
YoY%		32.4%	18.0%	15.0%	13.0%
毛利率			34.0%	36.0%	36.0%
功能镜片	5.7	7.6	8.5	9.4	10.3
YoY%		8.8%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利率			41.0%	43.0%	43.0%
定制镜片	3.5	4.0	4.5	6.6	8.9
YoY%		11.8%	15.0%	45.7%	34.4%
毛利率			61.0%	63.6%	63.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**投资建议：**康耐特光学为树脂镜片龙头，我们看好公司依托数字化加工体系、稳定客户基础与海外产能布局逐步提升市占率。在智能眼镜快速演进背景下，公司凭借 1.74 超高折射率轻薄镜片、自由曲面光学能力及 C2M 小单快反体系，能满足 AI 眼镜轻量化与个性化需求；受益第二大股东歌尔股份 XR 制造端协同，有望加速切入全球科技企业智能眼镜供应链。可比公司方面，我们选取与公司业务和商业模式相近的镜片公司明月镜片和博士眼镜，以及切入 AI 眼镜赛道的英派斯作为可比公司。可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 43.2/35.6/29.8 倍。我们预计康耐特光学 2025-2027 年归母净利润分别为 5.4/6.6/8.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 43.0/35.0/27.1 倍。考虑公司 XR 业务尚处于早期，技术与渠道优势显著，我们看好其成长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

表1：可比公司估值（截至 2025 年 12 月 25 日；1HKD=0.9062CNY）

公司名称	股票代码	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
明月镜片	301101.SZ	7956	200	229	265	39.8	34.7	30.0
博士眼镜	300622.SZ	6959	130	157	192	53.5	44.5	36.3
英派斯	002899.SZ	3853	107	140	167	36.2	27.6	23.1
<b>平均</b>						<b>43.2</b>	<b>35.6</b>	<b>29.8</b>
康耐特光学	2276.HK	23247	541	664	858	43.0	35.0	27.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：康耐特光学盈利预测来自东吴研究所测算，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期（2025 年 12 月 25 日），市场数据截至 2025 年 12 月 25 日收盘

## 5. 风险提示

**原材料价格波动风险：**镜片行业树脂单体等原材料依赖进口，若核心原材料价格波动或影响公司短期盈利水平。

**智能眼镜发展不及预期：**若智能眼镜消费者接受度、技术迭代不及预期，或导致智能眼镜市场渗透速度不及预期，从而影响公司 XR 业务拓展节奏。

**竞争加剧的风险：**镜片行业集中度较低，若竞争加剧或导致公司市场份额与利润率阶段性承压。

## 康耐特光学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1,618.98</b>	<b>2,389.57</b>	<b>3,342.54</b>	<b>4,504.65</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,060.77</b>	<b>2,375.52</b>	<b>2,837.05</b>	<b>3,319.17</b>
现金及现金等价物	499.07	1,154.01	1,935.22	2,896.43	营业成本	1,265.67	1,385.74	1,566.71	1,804.04
应收账款及票据	355.86	410.22	489.91	573.17	销售费用	129.85	149.68	198.59	199.15
存货	562.86	616.25	696.73	802.28	管理费用	193.93	223.55	283.70	298.73
其他流动资产	201.19	209.09	220.67	232.78	其他费用	1.65	1.90	2.27	2.66
<b>非流动资产</b>	<b>769.81</b>	<b>791.01</b>	<b>780.55</b>	<b>765.61</b>	<b>经营利润</b>	<b>469.67</b>	<b>614.65</b>	<b>785.77</b>	<b>1,014.60</b>
固定资产	586.85	592.78	578.87	560.61	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉及无形资产	32.60	36.20	39.65	42.97	利息支出	10.23	7.74	11.62	15.51
长期投资	57.45	57.45	57.45	57.45	其他收益	37.92	21.10	(2.66)	(2.66)
其他长期投资	64.19	64.19	64.19	64.19	<b>利润总额</b>	<b>497.36</b>	<b>628.01</b>	<b>771.49</b>	<b>996.43</b>
其他非流动资产	28.72	40.39	40.39	40.39	所得税	69.08	87.22	107.15	138.39
<b>资产总计</b>	<b>2,388.78</b>	<b>3,180.58</b>	<b>4,123.09</b>	<b>5,270.26</b>	<b>净利润</b>	<b>428.28</b>	<b>540.79</b>	<b>664.34</b>	<b>858.04</b>
<b>流动负债</b>	<b>732.23</b>	<b>983.25</b>	<b>1,261.43</b>	<b>1,550.56</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	289.62	484.00	678.38	872.75	<b>归属母公司净利润</b>	<b>428.28</b>	<b>540.79</b>	<b>664.34</b>	<b>858.04</b>
应付账款及票据	189.29	207.24	234.31	269.80	EBIT	507.59	635.75	783.11	1,011.94
其他	253.32	292.01	348.74	408.01	EBITDA	582.03	661.22	808.57	1,036.88
<b>非流动负债</b>	<b>71.00</b>	<b>70.98</b>	<b>70.98</b>	<b>70.98</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	71.00	70.98	70.98	70.98					
<b>负债合计</b>	<b>803.23</b>	<b>1,054.23</b>	<b>1,332.41</b>	<b>1,621.54</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股本	426.60	426.60	426.60	426.60	每股收益(元)	0.89	1.13	1.38	1.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	3.72	4.43	5.81	7.60
归属母公司股东权益	1,585.56	2,126.34	2,790.68	3,648.72	发行在外股份(百万股)	479.93	479.93	479.93	479.93
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,388.78</b>	<b>3,180.58</b>	<b>4,123.09</b>	<b>5,270.26</b>	ROIC(%)	25.15	24.41	22.18	21.81
					ROE(%)	27.01	25.43	23.81	23.52
					毛利率(%)	38.58	41.67	44.78	45.65
					销售净利率(%)	20.78	22.76	23.42	25.85
					资产负债率(%)	33.62	33.15	32.32	30.77
					收入增长率(%)	17.11	15.27	19.43	16.99
					净利润增长率(%)	30.96	26.27	22.85	29.16
					P/E	54.28	42.99	34.99	27.09
					P/B	13.03	10.93	8.33	6.37
					EV/EBITDA	16.18	34.14	27.20	20.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年12月25日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>