

# 视觉科技解决方案平台，乘智能眼镜东风

华泰研究

2026年1月16日 | 中国香港

首次覆盖

消费轻工

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

72.00

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

刘思奇

SAC No. S0570523090004  
SFC No. BSE590

研究员

liusiqi@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

刘徽

SAC No. S0570125070023  
SFC No. BXF693

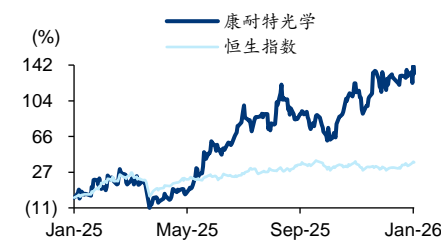
联系人

liuwei024778@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(港币 截至1月15日)	54.65
市值(港币百万)	26,228
6个月平均日成交额(港币百万)	90.78
52周价格范围(港币)	20.85-58.65

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	2,061	2,347	2,794	3,252
+/-%	17.11	13.89	19.05	16.38
归属母公司净利润(百万)	428.28	551.26	681.07	815.79
+/-%	30.96	28.71	23.55	19.78
EPS(最新摊薄)	1.03	1.15	1.42	1.70
ROE(%)	28.74	25.09	22.21	22.47
PE(倍)	48.54	43.42	35.15	29.34
PB(倍)	13.11	8.52	7.20	6.08
EV EBITDA(倍)	40.81	30.47	24.63	20.41
股息率(%)	0.63	0.70	0.86	1.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

首次覆盖康耐特光学并给予买入评级,目标价 72.00 港元,对应 26 年 46 倍 PE。公司是中国最大、全球领先的树脂镜片龙头企业,据沙利文数据,24 年公司树脂镜片销量达 1.8 亿件,按销售量计在全球树脂镜片厂商中排名第二,为全球最大的中国视光品牌。此外,公司积极切入智能眼镜新业务,目前已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链,未来有望继续拓展客户资源。我们认为公司未来有望以传统镜片业务为压舱石、并在智能眼镜领域打开第二增长曲线,实现从光学基础件供应商向视觉科技解决方案商的转型升级。

## 行业展望:传统眼镜市场规模稳步扩张,智能眼镜迎来放量节点

传统眼镜方面,功能性镜片契合眼镜领域消费升级,使用场景延伸催生一人多镜需求,眼镜消费正在经历由“低频的工具型消费”向“高频的场景型消费”的定位转变;沙利文预计 28 年全球树脂镜片零售市场规模将增长至 662 亿美元,24-28 年 CAGR 为 6.7%,市场规模稳步扩容。智能眼镜方面,产业迎来放量节点,据沙利文数据,23-24 年全球智能眼镜市场规模从 2.6 亿美元增长至 7.5 亿美元,同比增速高达 184.0%,预计到 2029 年全球智能眼镜市场规模有望达到 147.9 亿美元,24-29 年 CAGR 达到 81.7%。

## 传统眼镜业务:业绩压舱石,产品+制造优势领先

传统镜片业务是公司业绩压舱石,公司在传统镜片领域深耕多年,产品矩阵齐全,制造优势领先,品牌影响力持续提升。24 年公司在全球树脂镜片销售量/销售额口径统计排名中分别位列第二/第五,是销售额排名全球前五名中的唯一中国品牌。未来一方面有望通过客户合作+市场开拓扩大收入规模,另一方面通过业务模式转型(代工→自有品牌)和产品结构优化(标准镜片→功能镜片及定制业务)继续提升盈利能力,看好公司传统业务成长潜力。

## 智能眼镜业务:新增长曲线,打造视觉科技解决方案平台

沙利文预测 29 年全球 AR 眼镜出货量有望达 646 万台,24-29 年 CAGR 为 60.8%,公司建立“高折镜片技术+规模量产能力+柔性定制生态”的全链路核心竞争力,既契合智能眼镜向消费级市场渗透的轻量化趋势,又通过智能验配系统打通“硬件+服务”的商业模式,有望充分受益产业崛起红利。当前公司已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链,未来在竞争优势加持和产业资源支持下,公司有望继续拓展客户资源,在智能眼镜领域打开第二增长曲线,看好公司作为“视觉科技解决方案平台”的核心优势及长期成长潜力。

## 我们与市场观点不同之处

市场对传统视光领域头部企业在智能眼镜放量过程中起到的作用及其所具备的竞争壁垒认知不充分。我们认为,镜片是影响智能眼镜商业化渗透进程的重要环节,公司是国内稀缺的同时具备高折射镜片技术能力、精密制造与规模量产能力、C2M 柔性定制生态的视光龙头,竞争护城河深厚,未来有望成为推动 AR 眼镜商业化加速的重要产业角色。

## 盈利预测与估值

我们预计 25-27 年归母净利 5.51/6.81/8.16 亿元,同比+28.7/23.5/19.8%,EPS 为 1.15/1.42/1.70 元。参考可比公司 Wind 一致预期 26 年平均 PE 为 42 倍,考虑到公司在传统镜片领域龙头优势显著,核心能力与智能眼镜产业需求高度契合,在高折镜片领域建立优势并积累客户资源,我们给予 26 年 46 倍目标 PE,目标价 72.00 港元(1 人民币=1.1022 港元)，“买入”。

风险提示:镜片需求不及预期,行业竞争加剧,原材料价格波动,智能眼镜发展不及预期,地缘政治风险。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,760	2,061	2,347	2,794	3,252
销售成本	(1,102)	(1,266)	(1,382)	(1,615)	(1,853)
<b>毛利润</b>	<b>658.13</b>	<b>795.10</b>	<b>965.33</b>	<b>1,179</b>	<b>1,399</b>
销售及分销成本	(103.17)	(129.85)	(129.09)	(148.09)	(165.84)
管理费用	(174.99)	(193.93)	(220.63)	(262.66)	(305.67)
其他收入/支出	(7.00)	(1.65)	(1.88)	(2.24)	(2.60)
财务成本净额	(10.08)	(4.36)	(0.32)	4.69	7.21
应占联营公司利润及亏损	(0.18)	(2.66)	(2.66)	(2.66)	(2.66)
<b>税前利润</b>	<b>393.01</b>	<b>497.36</b>	<b>640.17</b>	<b>790.92</b>	<b>947.37</b>
税费开支	(65.99)	(69.08)	(88.91)	(109.85)	(131.58)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>327.02</b>	<b>428.28</b>	<b>551.26</b>	<b>681.07</b>	<b>815.79</b>
折旧和摊销	(59.11)	(74.43)	(108.99)	(129.87)	(148.70)
EBITDA	462.20	576.15	749.48	916.09	1,089
EPS (人民币, 基本)	0.77	1.03	1.15	1.42	1.70

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	486.51	562.86	568.06	734.71	733.62
应收账款和票据	376.65	404.58	495.34	565.61	646.85
现金及现金等价物	330.52	499.07	1,218	1,556	1,965
其他流动资产	221.00	152.47	152.47	152.47	152.47
<b>总流动资产</b>	<b>1,415</b>	<b>1,619</b>	<b>2,434</b>	<b>3,009</b>	<b>3,498</b>
固定资产	471.00	601.04	995.43	1,169	1,294
无形资产	0.35	0.56	1.38	2.16	2.91
其他长期资产	98.28	168.21	162.37	156.52	150.67
<b>总长期资产</b>	<b>569.63</b>	<b>769.81</b>	<b>1,159</b>	<b>1,328</b>	<b>1,447</b>
<b>总资产</b>	<b>1,984</b>	<b>2,389</b>	<b>3,593</b>	<b>4,337</b>	<b>4,946</b>
应付账款	264.08	366.53	306.93	465.88	392.77
短期借款	96.62	292.17	329.87	392.70	457.01
其他负债	71.00	73.53	73.53	73.53	73.53
<b>总流动负债</b>	<b>431.70</b>	<b>732.23</b>	<b>710.32</b>	<b>932.11</b>	<b>923.30</b>
长期债务	118.33	25.37	28.90	34.40	40.04
其他长期债务	39.38	45.63	45.66	45.66	45.66
<b>总长期负债</b>	<b>157.71</b>	<b>71.00</b>	<b>74.56</b>	<b>80.06</b>	<b>85.70</b>
股本	426.60	426.60	479.93	479.93	479.93
储备/其他项目	968.30	1,159	2,328	2,844	3,457
股东权益	1,395	1,586	2,808	3,324	3,937
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>1,395</b>	<b>1,586</b>	<b>2,808</b>	<b>3,324</b>	<b>3,937</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	65.07	48.54	43.42	35.15	29.34
PB	15.25	13.11	8.52	7.20	6.08
EV EBITDA	50.99	40.81	30.47	24.63	20.41
股息率 (%)	0.41	0.63	0.70	0.86	1.03
自由现金流收益率 (%)	0.68	1.22	0.02	1.82	2.27

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	462.20	576.15	749.48	916.09	1,089
融资成本	10.08	4.36	0.32	(4.69)	(7.21)
营运资本变动	32.84	(76.59)	(155.55)	(77.98)	(153.27)
税费	(65.99)	(69.08)	(88.91)	(109.85)	(131.58)
其他	41.55	42.97	2.33	7.35	9.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>480.68</b>	<b>477.81</b>	<b>507.66</b>	<b>730.92</b>	<b>806.67</b>
CAPEX	(267.99)	(142.99)	(501.00)	(301.00)	(271.00)
其他投资活动	(5.26)	(9.13)	0.03	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(273.24)</b>	<b>(152.13)</b>	<b>(500.97)</b>	<b>(301.00)</b>	<b>(271.00)</b>
债务增加量	(148.36)	83.03	41.22	68.34	69.94
权益增加量	0.00	0.00	53.33	0.00	0.00
派发股息	(63.99)	(85.32)	(127.98)	(164.73)	(203.52)
其他融资活动现金流	(0.00)	(154.78)	745.57	4.69	7.21
<b>融资活动现金流</b>	<b>(212.35)</b>	<b>(157.07)</b>	<b>712.13</b>	<b>(91.69)</b>	<b>(126.37)</b>
现金变动	(4.91)	168.61	718.83	338.23	409.30
年初现金	335.62	330.52	499.07	1,218	1,556
汇率波动影响	(0.18)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>330.52</b>	<b>499.07</b>	<b>1,218</b>	<b>1,556</b>	<b>1,965</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	12.70	17.11	13.89	19.05	16.38
毛利润	22.36	20.81	21.41	22.17	18.65
营业利润	33.19	25.93	30.67	24.86	20.72
净利润	31.56	30.96	28.71	23.55	19.78
EPS	31.56	34.04	11.79	23.55	19.78
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	37.40	38.58	41.13	42.21	43.03
EBITDA	26.27	27.96	31.93	32.79	33.49
净利润率	18.58	20.78	23.49	24.37	25.09
ROE	25.74	28.74	25.09	22.21	22.47
ROA	17.34	19.59	18.43	17.18	17.58
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(8.28)	(11.45)	(30.60)	(33.96)	(37.30)
流动比率	3.28	2.21	3.43	3.23	3.79
速动比率	2.15	1.44	2.63	2.44	2.99
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.93	0.94	0.78	0.70	0.70
应收账款周转天数	66.97	68.24	69.01	68.34	67.11
应付账款周转天数	80.72	89.68	87.73	86.14	83.43
存货周转天数	166.64	149.24	147.32	145.21	142.67
现金转换周期	152.89	127.79	128.60	127.41	126.35
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.77	1.03	1.15	1.42	1.70
每股净资产	3.27	3.80	5.85	6.93	8.20

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>6</b>
与市场观点不同之处 .....	6
<b>康耐特光学：全球树脂镜片龙头，打造视觉科技解决方案平台</b> .....	<b>7</b>
中国最大、全球领先的树脂镜片龙头企业 .....	7
财务分析：营收增长稳健，盈利能力持续提升 .....	10
<b>传统眼镜：业绩压舱石，有望受益业务结构升级</b> .....	<b>13</b>
眼镜行业：市场规模稳步扩张，竞争格局分散，国产品牌崛起 .....	13
发展趋势：产品升级+场景延伸，镜片行业仍有量价齐升空间 .....	14
竞争优势：产品+制造优势领先，传统业务仍具成长潜力 .....	17
产品端：产品矩阵丰富，在高折镜片领域建立竞争壁垒 .....	17
制造端：全球化产能布局，C2M 柔性供应能力领先 .....	19
<b>智能眼镜：新增长曲线，产业迎来放量节点</b> .....	<b>21</b>
AI 驱动的智能交互革命，迈入高速发展期 .....	21
AI 眼镜：应用传统树脂镜片，已至放量节点 .....	23
AR 眼镜：光学显示模块为核心，角逐新智能终端 .....	26
竞争优势：硬科技+软生态融合，打造视觉科技解决方案平台 .....	29
看底层逻辑，核心能力与智能眼镜产业需求高度契合 .....	29
看边际变化，依托产品力优势已切入大厂智能眼镜产业链 .....	30
看未来展望，技术/产能/客户全链条资源储备，新业务发展可期 .....	31
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>33</b>
盈利预测 .....	33
估值分析 .....	34
风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1：康耐特光学业务和营收结构 .....	7
图表 2：公司发展历程及营收复盘 .....	8
图表 3：公司上市以来股价复盘 .....	8
图表 4：公司股权结构（截止 2025H1） .....	9
图表 5：公司股权激励计划 .....	9
图表 6：2020-2025H1 公司营业收入及增速 .....	10
图表 7：2020-2025H1 公司归母净利润及增速 .....	10
图表 8：公司分产品营收结构 .....	10
图表 9：公司分产品毛利率 .....	10
图表 10：公司分地区营业收入 .....	11
图表 11：公司 2024 年各地区营收占比 .....	11

图表 12: 公司分渠道营业收入 .....	11
图表 13: 康耐特和启东市第二人民医院合作创立视光中心 .....	11
图表 14: 公司毛利率及净利率 .....	12
图表 15: 公司各项费用率 .....	12
图表 16: 全球近视人数持续上升 .....	13
图表 17: 主要视力问题及国内患者数量 .....	13
图表 18: 全球各地区树脂镜片市场规模 .....	13
图表 19: 中国镜片市场规模 .....	13
图表 20: 全球树脂镜片销量及销售额排名 (2024 年) .....	14
图表 21: 功能镜片分类 .....	15
图表 22: 中国儿童青少年近视人数 .....	15
图表 23: 中国老视 (45 岁以上) 人数 .....	15
图表 24: 2022 年消费者持有多副眼镜比例上升, 主要考虑因素为功能性差异 .....	16
图表 25: 全球高端眼镜市场规模预测 .....	16
图表 26: 中国镜片人均支出 .....	16
图表 27: 公司产品矩阵 .....	17
图表 28: 常见折射率镜片厚度对比 .....	18
图表 29: 不同折射率镜片国内市场份额占比 (2024 年) .....	18
图表 30: 公司研发费用及费率对比 .....	18
图表 31: 三井化学 MR 材料在性能上具备优越性 .....	19
图表 32: 公司 1.74 系列产品功能矩阵 .....	19
图表 33: 公司生产基地情况 .....	20
图表 34: 镜片市场中定制镜片占比持续上升 .....	20
图表 35: C2M 业务模式示意图 .....	20
图表 36: AI 智能眼镜与人类感官可实现多重交互 .....	21
图表 37: AI 眼镜分类 .....	21
图表 38: 全球智能眼镜市场规模 .....	22
图表 39: 全球智能眼镜出货量及单价 .....	22
图表 40: 智能眼镜产业链 .....	22
图表 41: AI 眼镜产业发展历程 .....	23
图表 42: 主要不带显 AI 眼镜及数据梳理 .....	24
图表 43: AI 眼镜市场规模及渗透率 .....	25
图表 44: Meta Ray-Ban 成本拆分 .....	25
图表 45: 三款小米 AI 眼镜成本结构对比 .....	26
图表 46: 全球 AR 眼镜市场规模 .....	26
图表 47: 全球 AR 眼镜出货量及单价 .....	26
图表 48: 1H25 国内消费级 AI/AR 市场品牌销量份额占比 .....	27
图表 49: 性能、重量、续航构成 AI 眼镜“不可能三角” .....	27
图表 50: AR 眼镜四大核心模块 .....	27
图表 51: 各类光学显示技术对比 .....	28



图表 52: AR 眼镜近视镜片方案对比 .....	28
图表 53: AR 眼镜整机重量演变 .....	29
图表 54: 多数国内消费者认为 Ray-Ban Meta 偏重 .....	29
图表 55: 夸克 AI 眼镜 S1 具备近眼显示功能 .....	31
图表 56: 基于 C2M 供应能力的线上定制化配镜流程 .....	31
图表 57: 公司布局 AI 眼镜时间线 .....	31
图表 58: 歌尔光学 AR 光学方案产品矩阵 .....	32
图表 59: 歌尔股份服务多家 3C 大厂, 已参与 AI 眼镜产业 .....	32
图表 60: 公司核心能力与国内外主要竞争对手对比 .....	32
图表 61: 收入拆分及盈利预测 .....	34
图表 62: 可比公司估值表 .....	34
图表 63: 康耐特光学 PE-Bands .....	35
图表 64: 康耐特光学 PB-Bands .....	35

## 投资要点

**全球领先的树脂镜片龙头，积极切入智能眼镜产业链，打造视觉科技解决方案平台。**公司在树脂镜片领域深耕近 30 年：1) 产品端，公司可提供标准化、功能型、定制化等不同类型的树脂镜片，覆盖 1.499/1.56/1.60/1.67/1.74 等不同折射率，截至 24 年 SKU 达 700 万个，产品系列丰富，一站式满足各类终端用户需求；2) 渠道端，公司旗下产品销售市场遍布全球 90 余个国家及地区，与全球知名眼镜品牌和眼科光学公司建立稳固合作，业务模式覆盖代工业务及自有品牌；3) 产能端，公司拥有江苏、上海、日本三大生产基地，另有泰国基地在建，且具备强大的 C2M 柔性化生产能力。据沙利文数据，2024 年公司树脂镜片销量达 1.8 亿件，按销售量计在全球树脂镜片厂商中排名第二，为全球最大的中国视光品牌。此外，公司积极切入智能眼镜新业务，目前已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链，未来有望继续拓展客户资源，在智能眼镜领域打开第二增长曲线。

**行业看点：传统眼镜市场规模稳步扩张，智能眼镜迎来放量节点。**传统眼镜方面，功能性镜片（例如近视防控、光致变色等）契合眼镜领域消费升级，使用场景延伸催生一人多镜需求，供需双向推动市场规模稳步扩容，眼镜消费正在经历由“低频的工具型消费”向“高频的场景型消费”的定位转变；据沙利文数据，预计 2028 年全球树脂镜片零售市场规模将增长至 662 亿美元，24-28 年 CAGR 为 6.7%，市场规模稳步扩容。智能眼镜方面，作为 AI 应用的理想载体，产业迎来放量节点；据沙利文数据，2023-2024 年全球智能眼镜市场规模从 2.6 亿美元增长至 7.5 亿美元，同比增速高达 184.0%，预计到 2029 年全球智能眼镜市场规模有望达到 147.9 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达到 81.7%。

**传统眼镜业务：业绩压舱石，公司产品+制造优势领先，有望受益结构升级。**传统镜片业务是公司业绩压舱石，且未来仍具成长潜力：1) 从行业端看，全球居民视力问题仍在不断加剧，树脂镜片市场规模稳步扩张，据沙利文数据预计 24-28 年全球树脂镜片零售市场规模 CAGR 为 6.7%，且伴随产品结构升级+使用场景延伸，功能型镜片需求持续提升，镜片行业有望持续扩容；2) 公司在传统镜片领域深耕多年，产品矩阵齐全，制造优势领先，品牌影响力持续提升，2024 年在全球树脂镜片销售量/销售额口径统计排名中分别位列第二/第五，是销售额排名全球前五名中的唯一中国品牌，未来一方面有望通过客户合作+市场开拓扩大收入规模，另一方面通过业务模式转型（代工→自有品牌）和产品结构优化（标准镜片→功能镜片及定制业务）持续提升盈利能力，看好公司传统业务成长潜力。

**智能眼镜业务：新增长曲线，硬科技+软生态融合，打造视觉科技解决方案平台。**据沙利文预测，到 29 年全球 AR 眼镜市场规模将达 22.3 亿美元，24-29 年 CAGR 为 52.5%；29 年出货量有望达到 646 万台，24-29 年 CAGR 为 60.8%。镜片作为智能眼镜中唯一需要定制个性化组件，是影响智能眼镜商业化渗透进程的重要环节。公司作为传统视光领域头部企业，经过多年深耕，建立了“高折镜片技术+规模量产能力+柔性定制生态”的全链路核心竞争力，既契合智能眼镜向消费级市场渗透的轻量化趋势，又通过智能验配系统打通“硬件+服务”的商业模式，有望充分受益产业崛起红利。当前，公司依托上述优势已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链，未来在竞争优势加持和产业资源支持下，公司有望继续拓展客户资源，在智能眼镜领域打开第二增长曲线，看好公司作为“视觉科技解决方案平台”的核心优势及长期成长潜力。

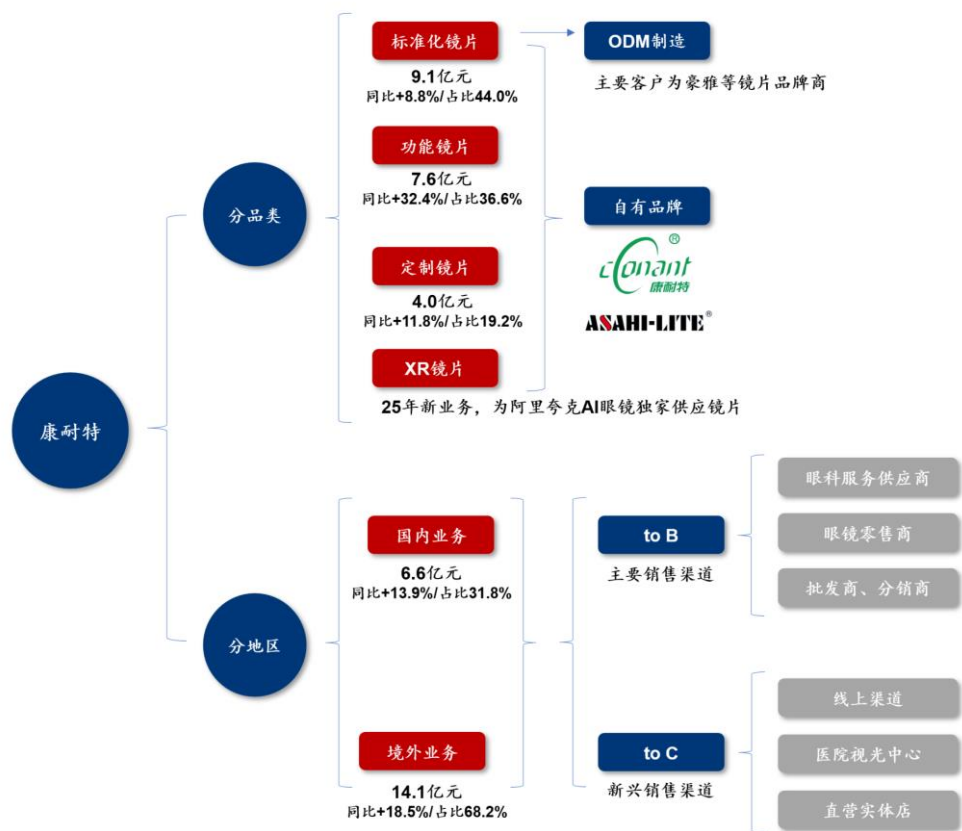
## 与市场观点不同之处

市场对传统视光领域头部企业在智能眼镜放量过程中起到的作用及其所具备的竞争壁垒认知不充分。我们认为，镜片作为智能眼镜中唯一需要定制个性化组件，是影响智能眼镜商业化渗透进程的重要环节，尤其 AR 眼镜配套镜片门槛更高，在轻量化、精密制造、规模量产能力、柔性服务能力上对眼镜企业提出较高要求。康耐特光学经过多年行业深耕，已构建高折镜片技术+规模量产能力+柔性定制生态的核心能力圈，与智能眼镜产业需求高度契合，是国内稀缺的同时具备高折镜片技术能力、精密制造与规模量产能力、C2M 柔性定制生态的视光龙头，竞争护城河深厚；此外，公司已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链，未来有望继续拓展客户资源，成为推动 AR 眼镜商业化加速的重要产业角色。

## 康耐特光学：全球树脂镜片龙头，打造视觉科技解决方案平台 中国最大、全球领先的树脂镜片龙头企业

公司是中国最大、全球领先的树脂镜片龙头企业，产品体系完备，产能布局领先。公司成立于 1996 年，以镜片 ODM 业务起家，经过近 30 年行业深耕，逐步建立起多元化产品矩阵及业务模式：1) 产品端，公司可提供标准化、功能型、定制化等不同类型的树脂镜片，覆盖 1.499/1.56/1.60/1.67/1.74 等不同折射率，截至 24 年 SKU 达 700 万个，产品系列丰富，一站式满足各类终端用户需求；2) 渠道端，公司旗下产品销售市场遍布全球 90 个国家及地区，与全球知名眼镜品牌和眼科光学公司建立稳固合作，业务模式覆盖代工及自有品牌；3) 产能端，公司拥有江苏、上海、日本三大生产基地，另有泰国基地在建，2024 年前三大基地合计产量 2.09 亿件，且具备强大的 C2M 柔性化生产能力。据沙利文数据，2024 年公司树脂镜片销量达 1.8 亿件，按销售量计在全球树脂镜片厂商中排名第二，为全球最大的中国视光品牌。

图表1：康耐特光学业务和营收结构



注：财务数据为 2024 年全年收入、同比增速及收入占比

资料来源：公司公告，招股说明书，康耐特光学公众号，华泰研究

公司成立于 1996 年，早期从事镜片代工业务，逐步发展出自有品牌。回顾公司发展历程，具体可分为四个阶段：

**初期积累阶段 (1996-2009)：**以 ODM 模式下生产标准化镜片为主。1996 年上海康耐特光学有限公司成立，公司初期开展面向海外眼镜品牌的标准化镜片 ODM 生产和销售业务，2004 年获“奥地利品质”颁发 ISO 9001:2000 认证。2006 年子公司江苏康耐特成立，以进一步扩展标准化镜片业务。公司以标准化镜片业务为支点积累制造技术和全球供应链等资源。

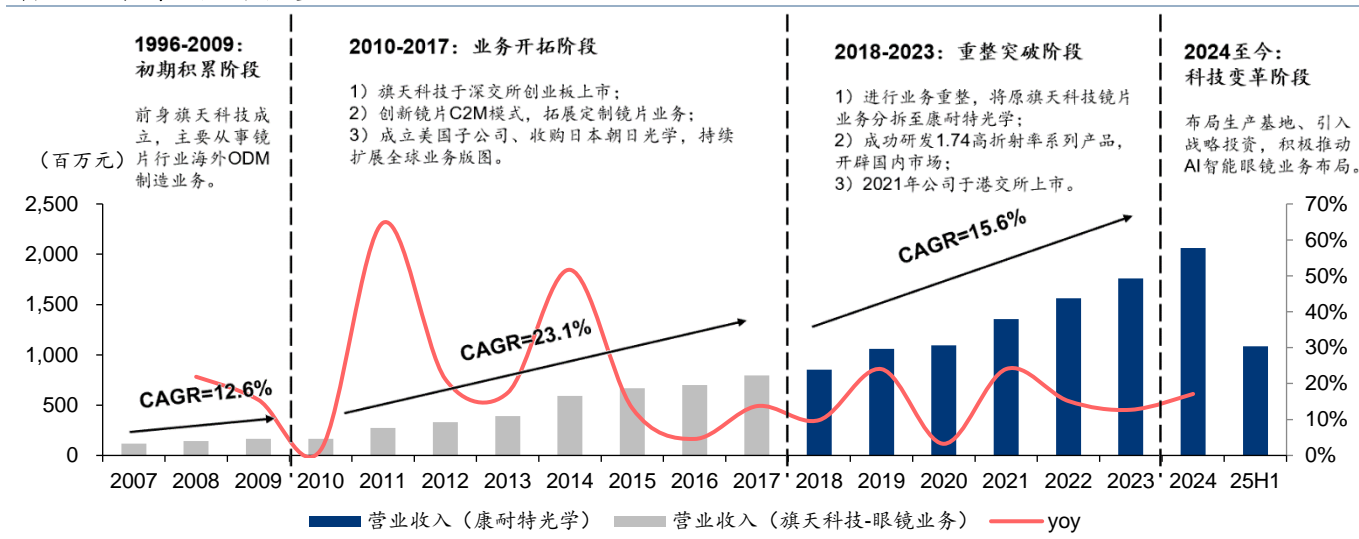
**业务开拓阶段 (2010-2017)：**开展定制镜片业务并推动全球布局。2010 年康耐特光学于深交所创业板上市，标志着公司迈入下一阶段，同年美国子公司 Conant Lens Inc. 成立，以扩展美洲地区树脂镜片业务。2011 年公司开展定制镜片的生产和销售，并创新 C2M 模式保

障定制镜片生产的响应能力和灵活性。2013 年收购日本高折射率镜片制造商 Asahi Optical，以发展日本地区业务并推动公司高折射率产品的研发。公司于海外设立子公司和生产基地，切入定制镜片业务，拓展业务布局。2016 年公司跨界收购旗智智能后布局银行卡增值服务业务，2017 年公司由康耐特更名为康旗股份。

**重整突破阶段 (2018-2023): 业务重整后聚焦主业并开辟国内市场。** 由于金融服务业务未与树脂镜片业务产生协同效应，公司于 2018 年开展业务重组，将体内从事树脂镜片制造的相关业务分拆，江苏康耐特、Conant Lens、上海康耐特等公司股权转让予康耐特光学。此后公司得以更好聚焦主业，2018 年起凭借高折射率产品开辟国内市场，业绩增速稳定。2021 年完成股份制改革，并于港交所上市。

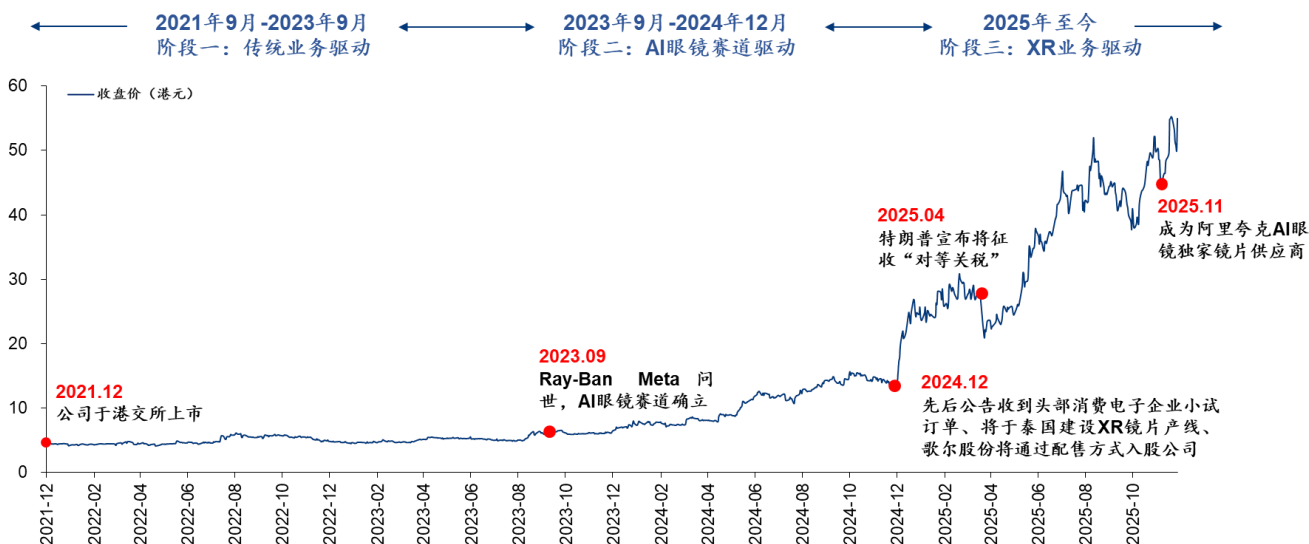
**科技变革阶段 (2024 至今): 智能眼镜开启经营新篇章，从光学基础件供应商向智能视觉科技解决方案商转型升级。** 公司积极推动智能眼镜业务布局，2024 年成立 XR 研究中心，并与多家全球领先的科技及消费电子企业合作，逐步探索第二增长曲线。2024 年收购泰国两块土地建设生产基地，用于布设 XR 业务自动化产线。此外，2025 年初公司得到歌尔股份战略投资，持股比例 20%，未来有望在业务端建立协同。

图表2：公司发展历程及营收复盘



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

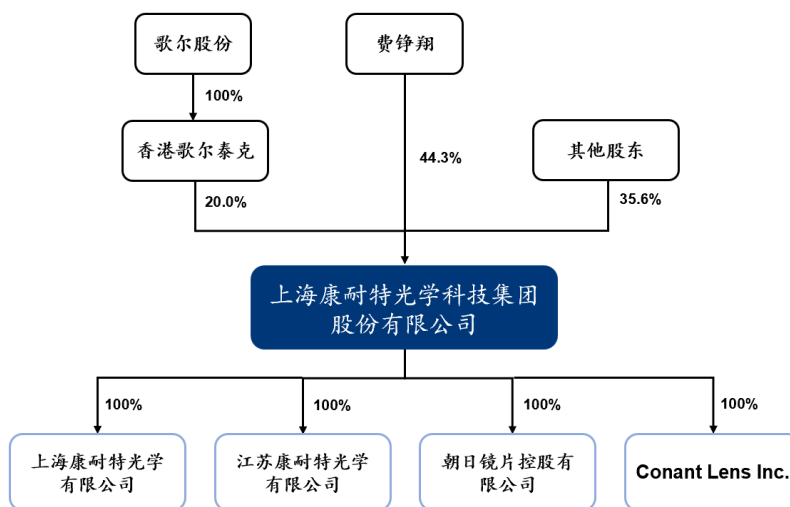
图表3：公司上市以来股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

创始人经验丰富、持股集中，引入歌尔股份作为战投，有望助力智能眼镜业务布局。股权结构方面，截至 25H1 公司实际控制人为创始人费铮翔先生，持股比例 44.3%，为公司第一大股东并任董事长。费铮翔先生于 1982 年获浙江大学化学学士学位，曾在中国科学院有机化学研究所长期从事有机化学研究，1989-1991 年在美国埃默里大学担任博士后研究员。1996 年创立公司前身，2008-2019 年间任董事会主席，在眼镜行业有近 30 年从业经验。公司第二大股东为香港歌尔泰克有限公司（歌尔股份全资子公司），持股比例 20.0%。香港歌尔泰克于 2025 年 1 月 6 日和 1 月 16 日分别完成配售股份和建议收购现有股份后成为第二大股东。歌尔股份为全球 XR 代工龙头，公司拟将配售所得资金用于智能眼镜和 XR 头显设备的镜片和视觉解决方案的研发、设计和制造，有助于智能眼镜业务开展。

图表4：公司股权结构（截止 2025H1）



资料来源：公司公告，华泰研究

发布限制性股权激励计划，激励充分高效。2024 年 11 月公司发布股权激励计划，计划分三期向公司的 7 位高管及 147 名员工授予 1193 万股限制性股票。2025 年 4 月公司进一步修订激励计划，公告指出因公司业务发展的需要，将原定数额的限制性股票改为在 4 年内发放，解锁条件为 2025-2028 年公司归母净利润增速分别不低于 21%/17%/15%/12%，授予比例分别为 20%/20%/30%/30%。股权激励计划锚定中期成长目标，覆盖核心管理人员，激励充分高效，充分调动员工积极性。

图表5：公司股权激励计划

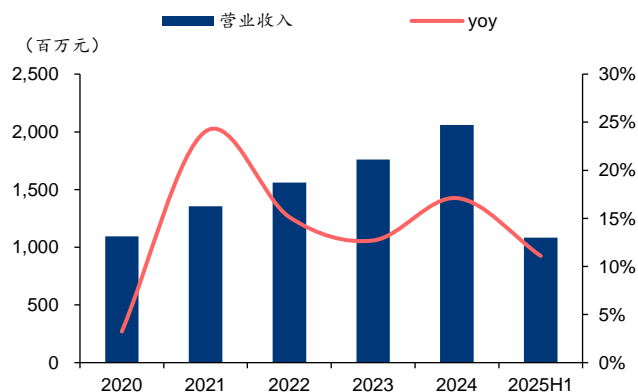
建议选定持有人	职位	建议受限制股份单位数目	解锁条件	激励授予安排
郑育红先生	执行董事	426,000	原激励计划 (2024.11 发布)： 2025-2027 年公司归母净利润增速分别不低于 21%/17%/15%。	2025-2027 年分别授予股份奖励的 33%/33%/34%。
陈俊华先生	执行董事	426,000		
夏国平先生	执行董事	426,000		
王传宝先生	执行董事	350,000	新激励计划 (2025.04 修改)： 2025-2028 年公司归母净利润增速分别不低于 21%/17%/15%/12%。	2025-2028 年分别授予股份奖励的 20%/20%/30%/30%。
徐敬明先生	监事	300,000		
李艳女士	监事	75,000		
唐宝华先生	监事	31,500		
本集团其他 147 名雇员	雇员	9,839,800		
<b>合计</b>		<b>11,874,300</b>		

资料来源：公司公告，华泰研究

## 财务分析：营收增长稳健，盈利能力持续提升

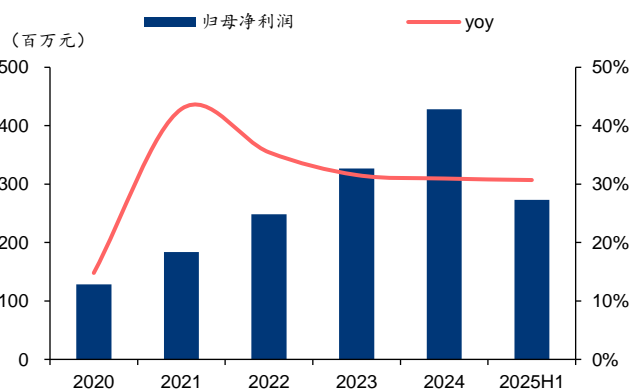
近年来公司营收稳健增长，业务结构优化下利润增速优于收入。据公司财报，收入端，2024 年实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 17.1%，2019-2024 年收入 CAGR 为 14.2%，主要受益于公司国际及国内业务稳步开拓。利润端，2024 年实现归母净利润 4.28 亿元，同比增长 31.0%，2019-2024 年 CAGR 为 30.8%，利润表现优于收入，主要受益于产品结构优化、高毛利率的功能性镜片及定制业务占比提升所致。此外，2025H1 公司营业收入 10.8 亿元，同比增长 11.1%，归母净利润 2.73 亿元，同比增长 30.7%，上半年营收增速放缓主要受美国关税政策阶段性影响，盈利能力进一步提升，主要受益于业务结构优化。

图表6：2020-2025H1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究

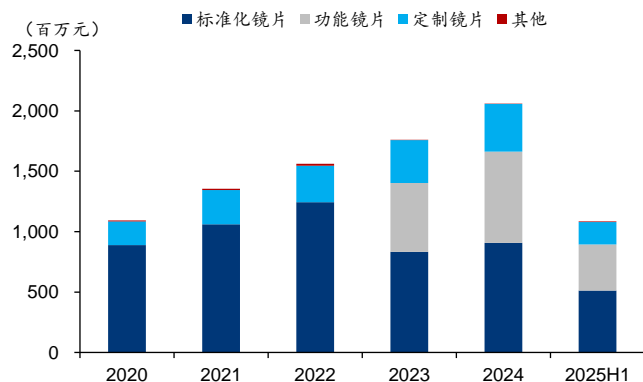
图表7：2020-2025H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰研究

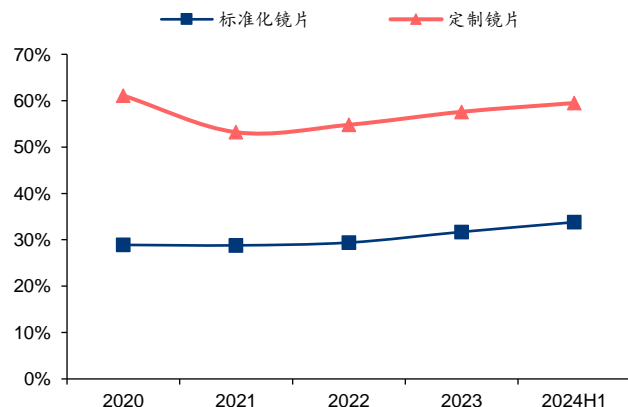
**分品类：2024 年功能镜片贡献主要增量，定制镜片盈利能力突出。**公司业务按产品品类可分为标准化镜片和定制镜片，2024 年起将功能镜片从标准化镜片中分开单独列示。据公司财报，2024 年标准化镜片、功能镜片和定制镜片营收占比分别为 44%/37%/19%，同比增速+8.8%/+32.4%/+11.8%，2025H1 营收同比增速则分别为+20.0%/+8.8%/-4.9%，其中定制镜片收入略有下降主要受美国关税政策阶段性影响。盈利能力方面，2024H1 标准化镜片（含功能镜片）、定制镜片毛利率 33.8%/59.5%。定制镜片业务毛利率显著高于标准化镜片，主要是因为定制产品出厂价格更高，且 C2M 模式优势提高公司盈利空间。

图表8：公司分产品营收结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：公司分产品毛利率

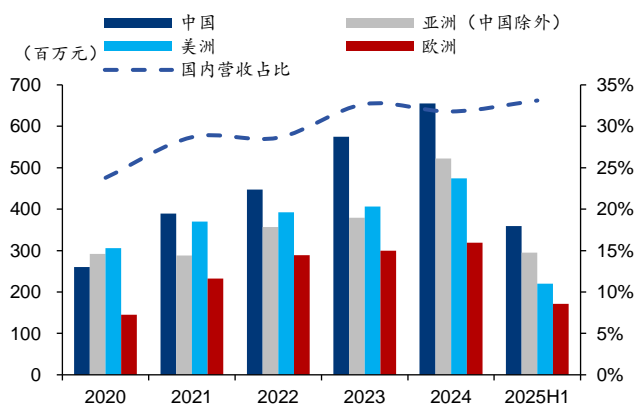


资料来源：Wind，华泰研究

**分地区：海外业务占主导，国内业务以自主品牌为主。**公司成立初期从事海外标准镜片 ODM 业务，后逐步通过功能性镜片及定制服务切入自主品牌业务，2024 年海外各地区业务合计营收 14.1 亿元，占比 68.2%，其中亚洲（中国除外）、美洲、欧洲占比 25.3%/23.0%/15.5%，同比增速+38%/+17%/+6%，大洋洲和非洲营收比重较低，其中美国占总收入比为 13%。同时，公司国内业务近年来快速发展，国内业务以自主品牌为主，2019-2024 年收入 CAGR 为 31.1%，营收比重不断提升，2024 年收入占比 31.8%，主要得益于高折射率系列产品在国内市场份额快速提升带来的高增速。2025H1 中国、亚洲（中国除外）、美洲、欧洲分别实现营收 3.59/2.95/2.20/1.71 亿元，同比增速+19%/+23%/-2%/+6%，中国和亚洲其他地区保持高增速。

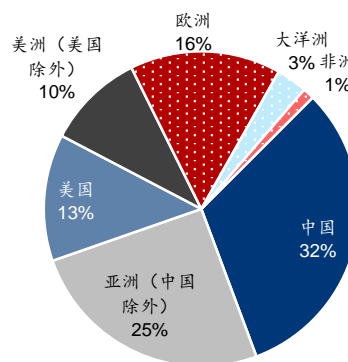
**海外产能布局，积极应对关税风险。**汇兑方面，公司大部分海外销售以美元计值，其余可能以人民币、日元、欧元计值，所涉币值较为稳定，2022-2024 全年、25 年上半年均录得汇兑净收益。关税方面，树脂镜片终端加价倍率较高，消费者对价格敏感度较低，且如上文所述美国区域收入占比并不高（2024 年美国区域占总收入比重 13%）；25 年上半年美国加征关税后，公司积极推动日本及泰国海外产能建设，持续布局全球化生产体系有望缓释关税风险。

图表 10：公司分地区营业收入



资料来源：Wind，华泰研究

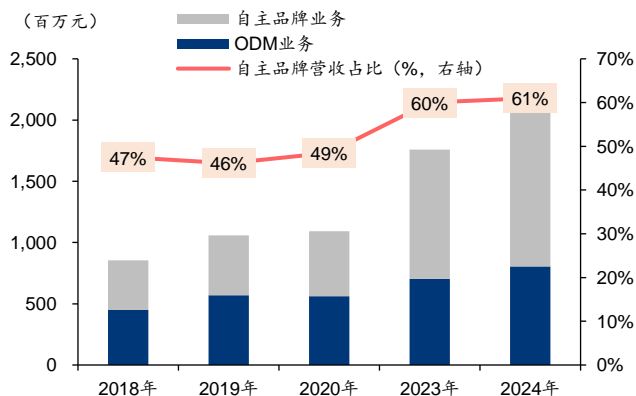
图表 11：公司 2024 年各地区营收占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

**多元渠道布局，加强自主品牌建设。**公司起家于海外 ODM 业务，但近年来逐步加强自主品牌及国内市场建设，打造新动能。根据公司公告及业绩交流会信息，公司 ODM 营收占比已从 2018 年的 53% 下降至 2024 年的 39%，对应自主品牌收入占比从 47% 提升至 61%，成为公司营收贡献主要来源。公司在线下积极加强和眼镜批发零售商、专业眼科医院、眼镜店的合作，利用 B 端渠道加强消费者触达，公司已同多家医院合作（如启东市第二人民医院、启东市中医院）开设视光中心，同时公司积极加强线上多平台的推广，积极布局抖音、小红书等新兴营销渠道，提高品牌曝光度和知名度。

图表 12：公司分渠道营业收入



资料来源：公司招股说明书，公司 24A 业绩会，华泰研究

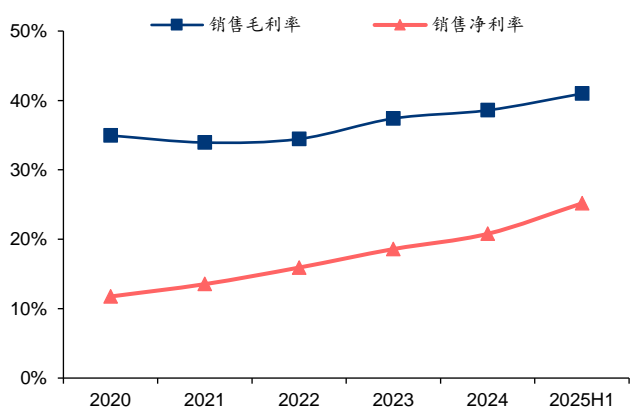
图表 13：康耐特和启东市第二人民医院合作创立视光中心



资料来源：启东市第二人民医院微信公众号，华泰研究

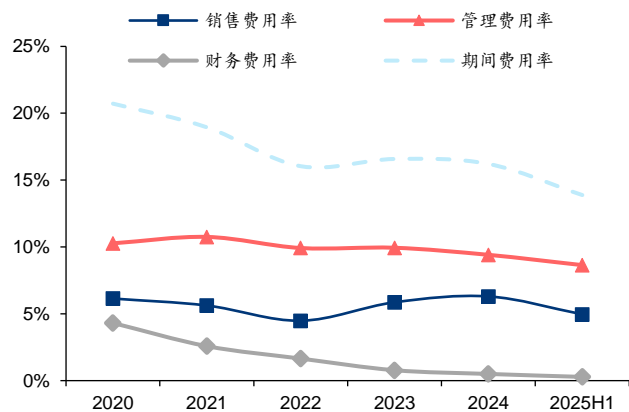
业务结构优化带动毛利率稳步提升,费用率改善增厚盈利能力。2024年公司毛利率38.6%,同比提高1.2pct,2025H1毛利率41.0%,同比提高1.8pct;近年来始终保持稳中有升趋势,主要受益于产品结构持续优化,毛利率较高的定制镜片和功能镜片业务增速高于传统的标准化镜片业务,高折射率镜片占比提高。2024年期间费用率16.2%,同比下降0.4pct,2025H1期间费用率13.9%,同比下降1.8pct,主要受益于公司费用管控工作取得成效,且受益于公司近年经营性现金流状况改善,财务费用率随对外债务融资规模持续下降。综合影响下,2024年公司净利率20.1%,同比提高2.2pct,2025H1净利率25.2%,同比提高3.8pct,盈利能力稳步提升。

图表14: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

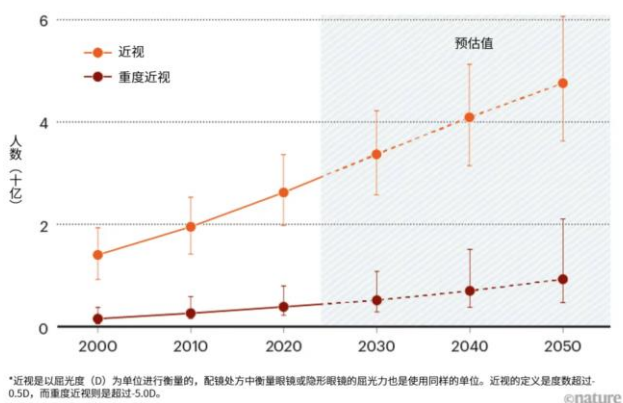
## 传统眼镜：业绩压舱石，有望受益业务结构升级

### 眼镜行业：市场规模稳步扩张，竞争格局分散，国产品牌崛起

**全球居民视力问题正不断加剧。**以最常见近视问题为例，用眼时长增加和户外活动减少等因素正推动全球近视人口持续上升。刊载于《Ophthalmology》的学术研究指出，预计2020年时全球近视患病率约为34%，到2050年近视人口比例将达到50%，影响近50亿人，且主要影响人群逐步从青少年扩散到全年龄段。据沙利文数据，2022年中国眼科疾病患者总计达13.2亿人次，其中屈光不正（含近视、远视、散光、老花）患者达7.2亿人次，充分体现视力问题的种类之多、影响之广。

**全球及中国树脂镜片市场规模稳步增长。**据沙利文数据，2019-2023年，全球树脂镜片零售市场规模由382亿美元增长至478亿美元，CAGR为5.7%；预计2028年将进一步增长至662亿美元，CAGR为6.7%。分地区看，欧洲与北美是镜片零售主要的两大市场，2023年分别占全球市场的41%、31%；亚太地区增速最快，2019-2023年CAGR为6.3%，预计2028年在全球市场中的规模占比将提升至24%。同时，据艾瑞咨询数据，2023年中国镜片市场规模为378亿元，同比增长11%，预计2023-2027年CAGR将达9.1%，增速快于全球市场。

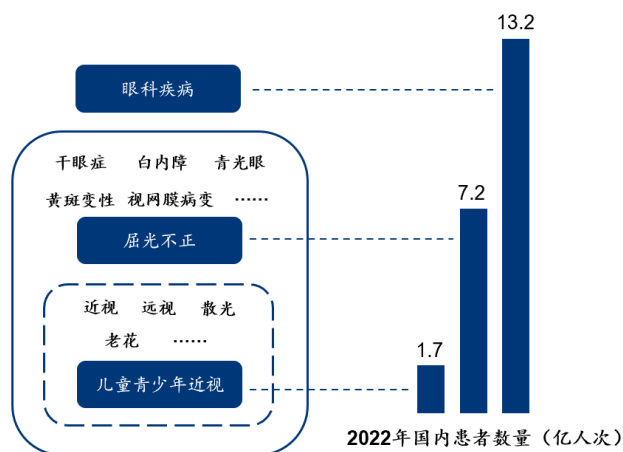
图表16：全球近视人数持续上升



\*近视是以屈光度 (D) 为单位进行衡量的，配镜处方中衡量眼镜或隐形眼镜的屈光力也是使用同样的单位。近视的定义是度数超过-0.5D，而重度近视则是超过-5.0D。

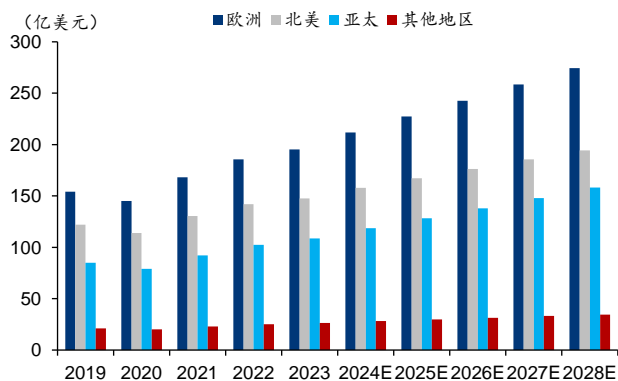
资料来源：Holden, B. A. et al. *Ophthalmology* 123, 1036–1042 (2016), 华泰研究

图表17：主要视力问题及国内患者数量



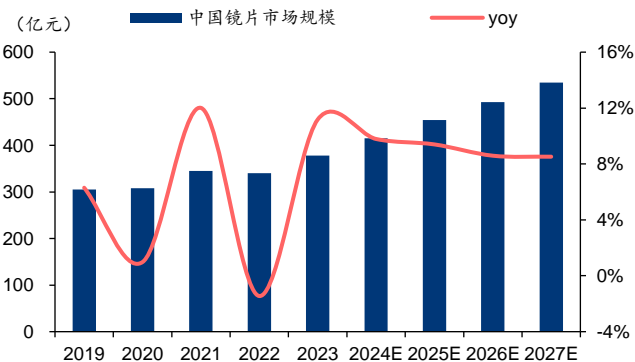
资料来源：弗若斯特沙利文，WHO，华泰研究

图表18：全球各地区树脂镜片市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表19：中国镜片市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

竞争格局方面,全球树脂镜片市场以外资为主导,国产品牌认知度逐步提升。据沙利文《2025年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》,按2024年树脂镜片销售量口径排名,依视路陆逊梯卡以约4亿件销量位列行业第一,康耐特光学以约1.8亿件销量位列第二,中国品牌万新光学、国际巨头豪雅及蔡司则分别位列3-5名。若按照2024年销售额计算,依视路陆逊梯卡以100-120亿美元的销售额位列第一,其次为豪雅/蔡司/罗敦司得,康耐特光学以约3亿美金销售额位列第五,是销售额排名全球前五名中的唯一中国品牌。近年来,以康耐特为代表的中国品牌在高折射树脂镜片的精密加工技术方面已经处于行业的全球领先地位,逐步得到市场认可,国产品牌认知度持续提升。

图表20: 全球树脂镜片销量及销售额排名(2024年)

排名	公司名称	总部	2024年树脂眼镜镜片销量(百万件)
01	依视路陆逊梯卡		~400
02	康耐特		~180
03	万新		~110-120
04	豪雅		~60-65
05	蔡司		~50-55

排名	公司名称	总部	2024年树脂眼镜镜片销售收入(亿美元)
01	依视路陆逊梯卡		~100-120
02	豪雅		~20
03	蔡司		~10-15
04	罗敦司得		~10-12
05	康耐特		~3

资料来源:沙利文《2025年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》,华泰研究

### 发展趋势: 产品升级+场景延伸, 镜片行业仍有量价齐升空间

从供给端看,功能性镜片契合眼镜领域消费升级,产品升级带动行业扩容。普通单光镜片的主要功能即视力矫正,帮助佩戴者清晰视物。功能镜片在普通镜片的基础上,针对特定的适用人群或场景叠加了新的功能,在其适用场景下拥有更好和更全面的视力矫正和防护效果,主要包括近视防控镜片、渐进镜片、光致变色镜片、抗疲劳镜片、防蓝光镜片等分类。随着消费者视力保护意识的增强和数字化时代中用眼场景的变化,功能镜片已成为新的镜片消费趋势,渗透率持续增长,据沙利文数据,2024年我国功能镜片以销售额计的市场占比达到49.4%,同比提高1.2pct。

图表21：功能镜片分类

功能镜片	主要特点	适用场景
近视防控镜片	<ul style="list-style-type: none"> <li>运用微结构镜片技术，控制和减缓儿童青少年近视增长速度；</li> <li>技术含量和单价都较高</li> </ul>	青少年近视预防
渐进镜片	<ul style="list-style-type: none"> <li>含有两个焦距基准点的渐变焦镜片，一般设计为提供从远及近形成视矫正；</li> <li>验配难度较高、技术含量较大</li> </ul>	满足老视人群远近视觉需求
光致变色镜片	<ul style="list-style-type: none"> <li>光致变色镜片是一种当暴露在特定波长的光（一般是紫外光）时会变得深色的镜片，而当不再被此光源照射便会回复原有的透光率而变得清透</li> </ul>	户外运动场景
抗疲劳镜片	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般防疲劳镜片是依据类似与渐进片的原理，在镜片+0.50~+0.77度的调节负荷，来优化镜片的视光度，让调节的微波动是处于一个正常的状态下，调节系统处于正常平衡下，来达到防疲劳的效果</li> </ul>	长时用眼场景
防蓝光镜片	<ul style="list-style-type: none"> <li>防蓝光眼镜是通过镜片表面镀膜（即防蓝光贴膜）将有害蓝光进行反射，或者通过镜片基材加入防蓝光剂，将有害蓝光进行吸收，从而实现对蓝光的阻隔作用，有效减少蓝光对眼睛的持续伤害</li> </ul>	电子产品用眼场景

人眼在静止状态下的个性化镜片设计

↓

符合眼球运动轨迹的个性化镜片设计

↓

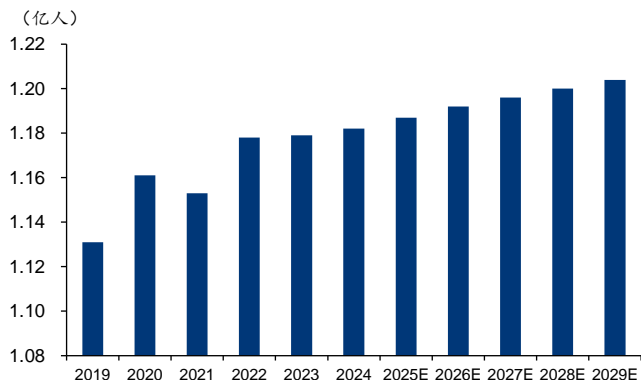
自由设计，匹配用户生活习惯和生活场景

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

青少年近视和中老年老视已成为两大国民视力问题，功能镜片需求广阔。根据弗若斯特沙利文数据，2024年中国儿童青少年近视人数约为1.18亿人，老视人口约为4.47亿人，且在25-29年仍将逐年增长。功能镜片根据其设计和功能差异可适配特定人群，其中近视防控镜片和渐进镜片分别适用于青少年和中老年人，有望开辟市场增量空间：

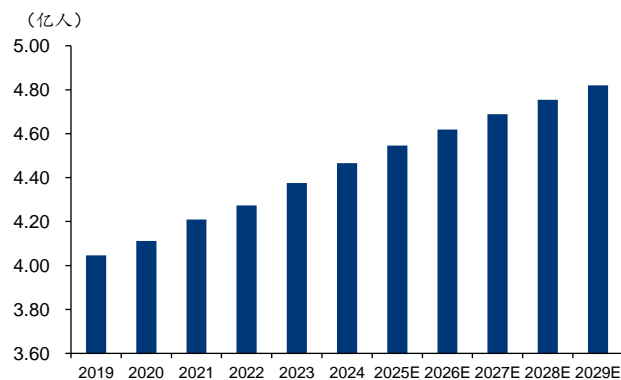
- 1) 近视防控镜片：**换镜周期最短，产品附加价值高。儿童青少年阶段由于近视度数持续发生变化，消费者平均换镜周期约为1年，换镜频率高于成年人。相较于普通镜片，近视防控镜片具有更为复杂的镜面结构，设计和生产技术难度大，单副具有更高的价值量，在替代普通镜片的过程中创造增量价值。
- 2) 渐进镜片：**2021年中国眼镜市场中老花眼镜的占比仅为1.5%，渗透率较低。传统老花眼镜的痛点是老视者仅在观察近距离物体时需要佩戴，而在远距离视物时需要摘下眼镜，使用不便。渐进镜片可于佩戴后使老视者看清远、近距离物体，且相比双焦点镜片不需要视线频繁对焦，结合中老年人消费意愿的提高和老年工作场景创造的刚性需求，预计老花眼镜和渐进镜片渗透率将快速提升。

图表22：中国儿童青少年近视人数



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

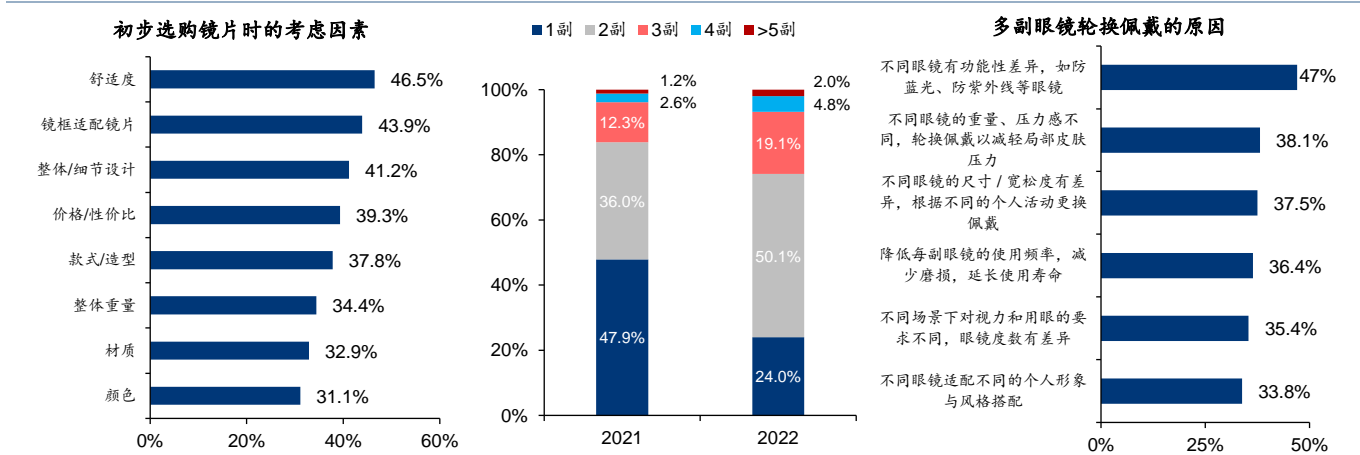
图表23：中国老视（45岁以上）人数



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

从需求端看，使用场景延伸带动消费频次提升，“一人多镜”将成为多数之选。随着眼镜功能性的发展完善和产品品类的持续拓展，消费者对眼镜的需求已逐渐从单一的视力矫正转向综合矫正效果、舒适性、美观性、与特定场景适配性的多元化需求体系，眼镜的个性化、时尚化表达属性逐步得到挖掘，正在经历由“低频的工具型消费”向“高频的场景型消费”的定位转变。据艾瑞咨询数据，2022年中国眼镜消费者中拥有2副眼镜或以上的比例从52%大幅上升至76%，26%的消费者同时拥有3副或更多眼镜，不同眼镜的功能性差异是轮换佩戴的最主要原因，与个人形象相适配的美观需求也为主要原因之一。展望未来，我们认为消费者根据不同场景需求分别配镜有望成为常态，“一人多镜”利好行业扩容。

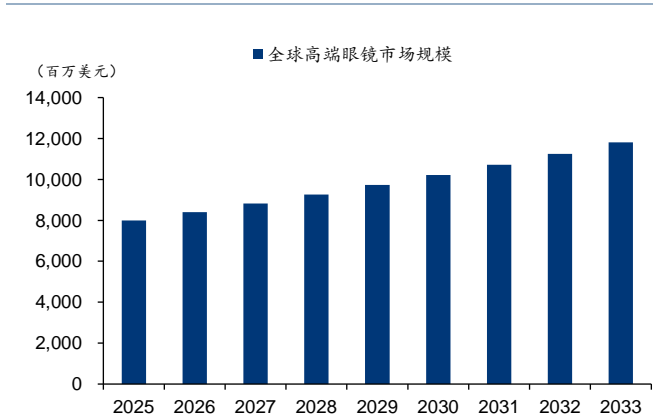
图表24：2022年消费者持有多副眼镜比例上升，主要考虑因素为功能性差异



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

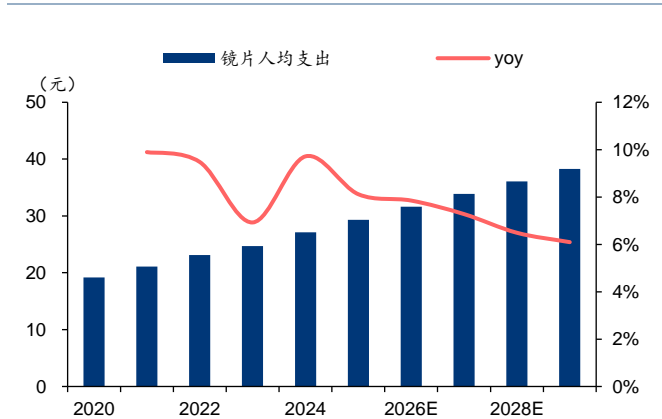
“一人多镜”有望开启镜片市场量价齐增新周期。我们认为，眼镜消费品属性不断强化，未来将从量、价两方面突破传统眼镜市场天花板。1) 销量：功能镜片种类不断丰富，区分多类眼镜使用场景，“一人多镜”成为消费新趋势；眼镜逐步从视力矫正工具转变为时尚单品，其美观性激励消费者同时持有多副眼镜用于更换，并吸引视力健康人群佩戴眼镜。2) 单价：品牌、设计、功能等因素为眼镜附加工具属性以外的额外价值，高端眼镜的定价将突破原有上限，消费者心智变化支撑其对更高单价眼镜的购买意愿。镜片为眼镜核心组件，受益眼镜市场量价双增，高端镜片适用于眼镜高价值单品，有望突破原有上限开启新增长周期。

图表25：全球高端眼镜市场规模预测



资料来源：DiMarket，华泰研究

图表26：中国镜片人均支出



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

## 竞争优势：产品+制造优势领先，传统业务仍具成长潜力

我们认为传统镜片业务是公司业绩压舱石，且未来仍具成长潜力：1) 从行业端看，如前文所述，全球居民视力问题仍在不断加剧，树脂镜片市场规模稳步扩张，且伴随产品结构升级+使用场景延伸，功能型镜片需求持续提升，镜片行业有望持续扩容；2) 公司在传统镜片领域深耕多年，产品矩阵齐全，制造优势领先，品牌影响力持续提升，2024 年在全球树脂镜片销售量/销售额口径统计排名中分别位列第二/第五，是销售额排名全球前五名中的唯一中国品牌，未来一方面有望通过客户合作+市场开拓扩大收入规模，另一方面通过业务模式转型（代工→自有品牌）和产品结构优化（标准镜片→功能镜片及定制业务）持续提升盈利能力，看好公司传统业务成长潜力。

## 产品端：产品矩阵丰富，在高折镜片领域建立竞争壁垒

产品端，公司产品矩阵丰富，充分满足各类人群的差异化需求。公司可提供标准化、功能型、定制化等不同类型的树脂镜片，截至 24 年 SKU 达 700 万个，产品系列丰富，一站式满足各类终端用户需求。例如：1) 分不同折射率产品看，公司可覆盖 1.499/1.56/1.60/1.67/1.74 等不同折射率，尤其在高折射率镜片领域建立较强竞争优势；2) 分不同应用场景看，不仅满足日常使用，还涵盖电竞、钓鱼、运动等各类特殊应用场景；3) 分不同功能看，可满足偏光、防刮、光致色变、防蓝光、抗反光、防尘、防雾等一系列功能。

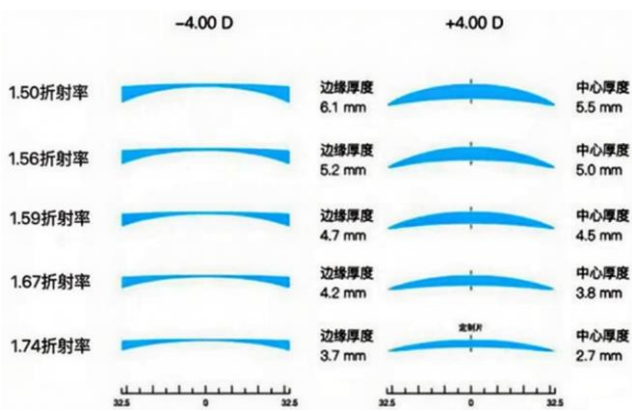
图表27：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

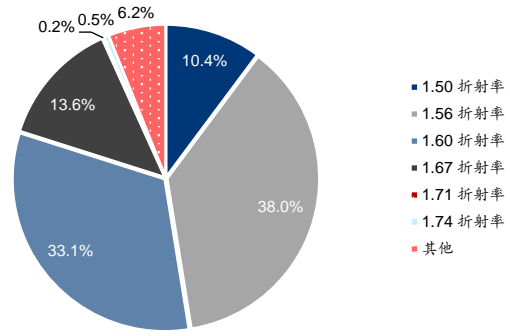
其中，高折射率镜片生产壁垒高，未来市场空间广阔。折射率是指光在真空中的传播速度与光在该镜片材料中的传播速度之比，反映镜片对光线的折射能力，相同屈光度下高折射率近视镜片的边缘较薄。镜片常见的折射率有 1.56、1.60、1.67 等，1.74 为当前市场中量产的最高折射率产品。相较于普通镜片，高折镜片以其轻薄性可提升佩戴的舒适度和美观性，在镜片屈光度数较高时提升尤为明显，适用于高度近视人群。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年 1.74 高折镜片在中国渗透率仅 0.5%，未来在高度近视人群中仍有较大的持续渗透空间。1.74 高折镜片由于原材料稀缺、生产技术难度高，国内至今仍只有少数厂商能够供应，产品具有高价值量优势，未来市场空间广阔。

图表28：常见折射率镜片厚度对比



资料来源：上海东方肝胆外科医院微信公众号，华泰研究

图表29：不同折射率镜片国内市场份额占比（2024年）

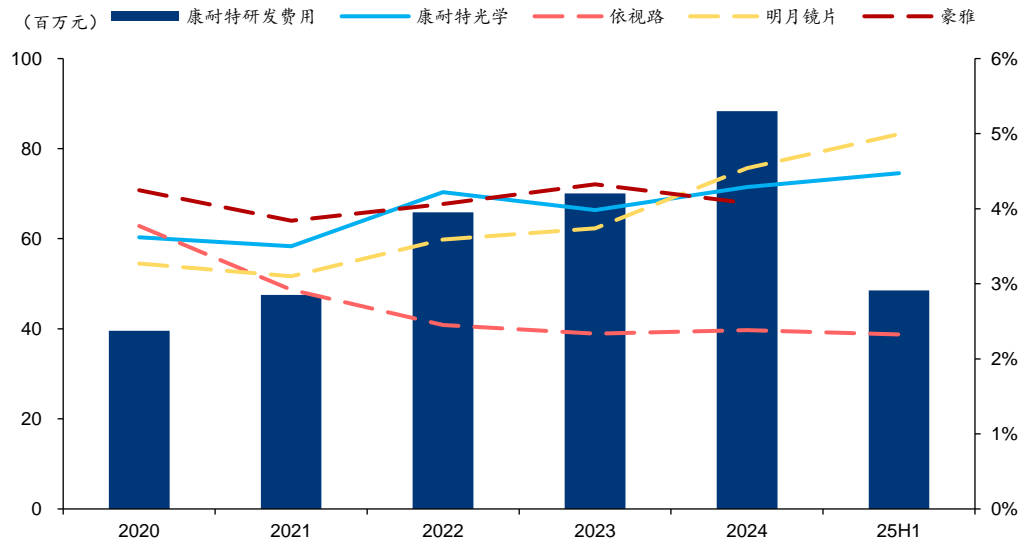


资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

公司研发能力突出，在高折射率镜片领域已构筑壁垒。2024 年公司研发费用 8834 万元，研发费用率 4.29%，2020-2024 年研发费用逐年增长，研发费用率基本维持在 3.5%-4.5% 水位，在行业中处于较高水平。在高折射率镜片领域，公司旗下控股子公司日本朝日光学是全球最早生产 1.74 高折镜片的厂商，从 2000 年首次出产至今积累了深厚的技术底蕴；公司自身于 2018 年研发 1.74 高折镜片并通过行业标准检测，成为首家掌握此项核心技术的国内企业，打破了依视路、蔡司等外资品牌在高折射率镜片领域的垄断地位，并凭借出色的产品力及性价比优势逐步获取高端市场。

海外质量认证齐备，与头部企业合作开展 XR 研发项目。海外镜片行业准入门槛高，欧美地区销售镜片需要取得 CE 认证、美国 FDA 认证硬性资质要求，对生产商技术能力、产品质量提出高标准；公司持续推动产品技术研发，完善内控制度与质量管理体系，认证资质齐备，截至 2024 年持有 133 项技术专利，新增 15 项专利授权。XR 业务方面，2024 年起公司与国内外消费电子企业签署产品供应框架协议，合作开展 XR 研发项目，体现公司技术能力受头部企业认可。

图表30：公司研发费用及费率对比



注：豪雅 2024 财年为 2024/4/1-2025/3/31，以此类推；其余公司 2024 财年为 2024/1/1-2024/12/31，以此类推。  
资料来源：Wind，各公司官网，华泰研究

与高折射率树脂单体主要供应商三井化学深度合作，锁定上游稀缺原料。高折射率树脂单体是生产高折镜片必需的稀缺原料，目前主要由日韩企业向全球供应。三井化学是日本最大的化工集团之一，也是全球主要的高折射率树脂单体供应商，旗下 MR™ 系列树脂材料在具有高折射率的同时，染色性、抗冲击性等指标相对其他材料具有优势，在世界各国被广泛使用。2018 年，公司引入三井化学 MR-174™ 材料，建立起稳定的 1.74 高折镜片供应链，并始终与三井化学保持紧密合作关系。目前在 1.74 高折镜片原料领域，国内厂商除公司外，仅明月镜片于 2024 年起得到三井化学 MR-174™ 材料供应，公司原料端竞争优势依然稳固。

技术优势赋能，打造基于功能性的高折镜片产品矩阵，建立竞争护城河。公司积极推动功能性在高折镜片产品上的应用，1.74 系列产品已涵盖防蓝光、防紫外、室外变色等功能。单焦点、UV++、FreeForm 等系列产品将折射率拓展至 1.74，同时搭载了不同的功能组合，使高折镜片消费者选择产品时拥有更高自由度。公司具有多年生产 1.74 高折镜片积累的技术和工艺优势，在打造基于折射率和功能性双维度的产品矩阵方面处于领先地位，伴随此类高端产品销售快速增长，产品结构优化下公司盈利能力有望稳步提升。

图表31：三井化学 MR 材料在性能上具备优越性

	MR™ 系列				其他材料				
	MR-8™	MR-7™	MR-10™	MR-174™	PC	亚克力	中折射率	ADC	冕玻璃
折射率 (ne)	1.6	1.67	1.67	1.74	1.59	1.6	1.55	1.5	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	优秀	好	一般	好	好	好	好	无
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

资料来源：三井化学 MR 镜片材料公众号，华泰研究

图表32：公司 1.74 系列产品功能矩阵

功能					
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	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：康耐特光学公众号，华泰研究

**制造端：全球化产能布局，C2M 柔性供应能力领先**

产能方面，布局四大生产基地，夯实制造优势。目前公司拥有上海、江苏、日本靖江三大生产基地，另有泰国生产基地建设中。其中，上海基地主要生产 1.60、1.67 折射率镜片，并拥有用于定制镜片业务的自动化产线；江苏基地产能规模最大，主要生产 1.499、1.56 及 1.74 折射率镜片及镜片模具；日本基地来源于公司收购的日本朝日光学公司，主要生产 1.67、1.74 高折射率镜片。据公司公告，2024 年上述三大基地合计产量 2.09 亿件，若以销量计算，2024 年康耐特光学树脂镜片销量位列全球第二。

新建泰国生产基地深化 XR 布局，日本增设产线强化供应链韧性。2024 年下半年公司先后在泰国购买两块土地，合计花费 4.4 亿泰铢（约合人民币 8700 万元），购入面积达 6.3 万平方米，主要用于建设高折镜片和 XR 产品配套镜片的自动化产线，并配套仓库、物流及销售等各环节；在 2025 年 3 月的中资企业高水平“走出去”大会上，康耐特首席财务官许胡寅表示泰国工厂将于 26 年实现初步投产，为公司未来发展 AI 眼镜领域业务打下基础。2025 年 5 月，为应对北美关税波动风险，公司公告将使用 400 万美元资金于日本基地新建定制镜片自动化产线，已于 2025 年 11 月正式投产；首期产能约为现有定制镜片产能的 20%，可覆盖北美市场的定制镜片需求，增强供应链韧性，深化公司全球化制造优势。

图表33：公司生产基地情况

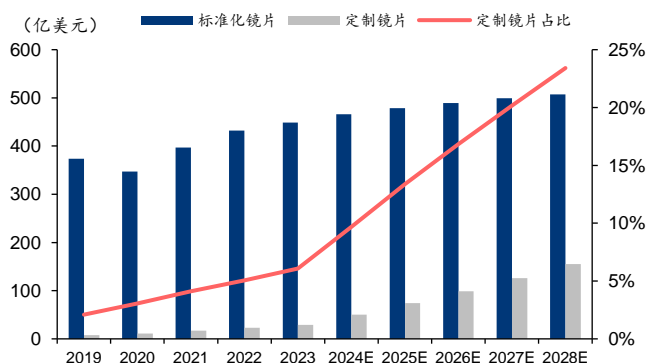


资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

**积极探索 C2M 生产模式，建立领先的柔性供应能力。**据沙利文数据，伴随消费者个性化需求提升，定制化镜片需求快速增长，2023 年全球定制镜片市场规模仅约 29 亿美元，占镜片市场整体的 6%，但 2019-2023 年 CAGR 达 39%，预计到 2028 年定制镜片市场规模可达 155 亿美元，在镜片市场中占比将提升至 23%。公司自 2011 年起开展定制镜片业务，并为其开创了镜片行业的 C2M 供应模式，目前在该领域已建立较强领先优势：直接服务零售终端，客户通过终端下单，订单信息直达公司自动化产线设备，实现订单处理的智能化和自动化，可有效提升定制镜片的交付效率。C2M 模式使公司可在客户于终端下单后 24 小时内完成加工全流程，基本实现 48-72 小时内全球订单交付，构建了稳定高效的定制镜片全球供应体系。

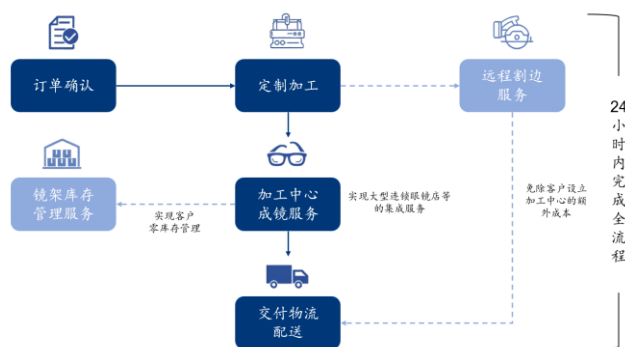
**C2M 业务模式实现了工厂端与零售端的双向利益改进：**1) 康耐特（生产商）：打通与终端零售店铺之间的合作通路，增强合作关系的紧密性；绕开传统供应链中批发商、分销商等中间环节，出厂单价提价空间大，提高盈利水平；获取消费者定制需求的原始数据，把握市场趋势，逐步增加产品可选参数提升定制能力。2) 零售终端：提高对消费者镜片定制需求的响应速度，无需提前对定制产品备货，减少库存积压；若将镜架寄存于生产商，由生产商组装成镜后直接向消费者发货，则可进一步实现定制镜片业务的零库存管理。

图表34：镜片市场中定制镜片占比持续上升



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表35：C2M 业务模式示意图



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

## 智能眼镜：新增长曲线，产业迎来放量节点

### AI 驱动的智能交互革命，迈入高速发展期

智能眼镜是 AI 技术应用的理想载体。智能眼镜即在传统眼镜基础上融合了 AI 技术的新产品，是一种结合人工智能与智能穿戴技术的设备。它通过计算机视觉、语音识别、自然语言处理等技术，提供智能信息增强、实时数据交互以及个性化辅助功能，不仅集成了相机、眼镜、墨镜和蓝牙耳机的多重功能，更能为用户提供卓越智能化音频体验。智能眼镜以其轻便性和强交互性被认为是 AI 技术的最好载体：**1) 轻便性**：智能手机以其可随身携带的便捷性成为了使用频率最高的智能产品，眼镜相较于手机更为轻便，可持续佩戴一整天，使 AI 眼镜具有潜在的全天候使用场景。**2) 强交互性**：眼镜是人类穿戴设备和电子设备中最靠近人体三大感官（眼睛、嘴巴、耳朵）的设备，在 AI 交互中具有得天独厚的优势，可以直接、自然且高效地完成图像、语言和声音的输入与输出。

图表36：AI 智能眼镜与人类感官可实现多重交互



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

技术路线：根据携带功能不同，智能眼镜可分为 AI 音频眼镜、AI 拍摄眼镜和 AI+AR 眼镜。

**1) AI 音频眼镜**：通常在镜腿位置集成音频和触控系统，在蓝牙耳机的功能基础上增加 AI 语音交互、录音等功能，是智能眼镜的基础形态。**2) AI 拍摄眼镜**：在 AI 音频眼镜的基础上加装摄像头，提供第一视角拍摄、AI 识物、联网直播等功能，可通过摄像头感知周边环境并提供相应智能服务。**3) AI+AR 眼镜**：在 AI 拍摄眼镜的基础上进一步集成 AR 光学显示技术，用户能够直接透过镜片看到显示图像，AI 大模型可通过 AR 显示实时输出信息，实现更简便的信息交互。

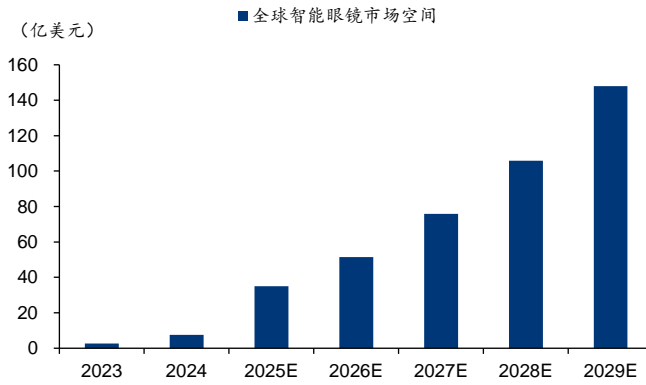
图表37：AI 眼镜分类

	AI 音频眼镜	AI 拍摄眼镜	AI+AR 眼镜
核心功能	通过AI识别语音指令，实现音乐播放、通话等功能	通过摄像头实时捕捉画面，可用于第一人称视角直播等场景	在用户视野中叠加导航等虚拟信息，实现虚实融合的视觉体验
AI大模型	✓	✓	✓
蓝牙	✓	✓	✓
麦克风/扬声器	✓	✓	✓
摄像头		✓	✓
存储		✓	✓
光学组件			✓
显示屏			✓
代表产品 (发布时间)	华为智能眼镜2 2023.09 界环AI音频眼镜 2024.08	Ray-Ban Meta 2023.09 小米AI眼镜 2025.06	雷鸟X3 Pro 2025.05 夸克AI眼镜 2025.11

资料来源：VR 陀螺，深圳市 VR 产业联合会，华泰研究

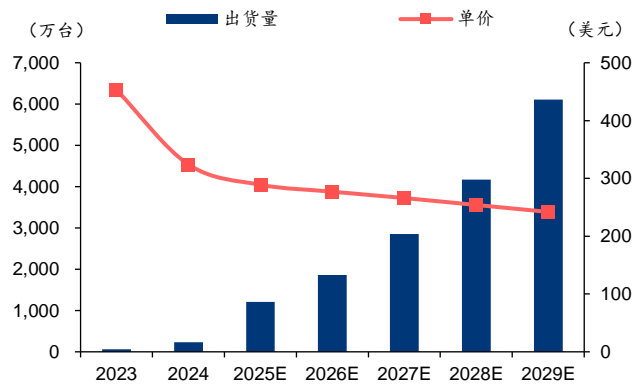
**市场规模：迈入高速发展期，2024-2029E 规模 CAGR 可达 81.7%。**据沙利文《2025 年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，2023-2024 年全球智能眼镜市场规模从 2.6 亿美元增长至 7.5 亿美元，同比增速高达 184.0%；拆分量价看，2023-2024 年全球智能眼镜出货量从 58 万台增长至 230 万台(yoy+296.6%)，均价从 453 美元/台下降至 324 美元/台(yoy-28.4%)。展望未来，伴随技术进步、消费者需求转变及销售价格下移，智能眼镜有望快速商业化，据沙利文预计，到 2029 年，全球智能眼镜市场规模有望达到 147.9 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达到 81.7%，其中出货量有望达到 6,107 万台，2024-2029 年 CAGR 达到 92.7%，预计到 2029 年，出货单价将达到 250 美元以下，2024-2029 年 CAGR 为-5.7%。

图表38：全球智能眼镜市场规模



资料来源：沙利文《2025 年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，华泰研究

图表39：全球智能眼镜出货量及单价



资料来源：沙利文《2025 年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，华泰研究

**产业链：智能眼镜集成多种功能，产业链覆盖领域广泛。**上游：主要为智能眼镜硬件结构供应商，如光学模组、显示模组、声学模组、传感器模组、交互模组、电源、结构件等，模组可进一步分为镜片、镜架、摄像头等部件。其中，显示模组和光波导方案仅在 AR 眼镜产业链中涉及。**中游：**包括 ODM/OEM 厂商、软件/系统厂商以及 AI 大模型厂商，负责完成 AI 眼镜的软件功能、系统组装与解决方案。**下游：**包括智能眼镜品牌厂商以及销售渠道商等，渠道商包括传统视光渠道和线上平台渠道，主要完成智能眼镜的终端销售。

图表40：智能眼镜产业链

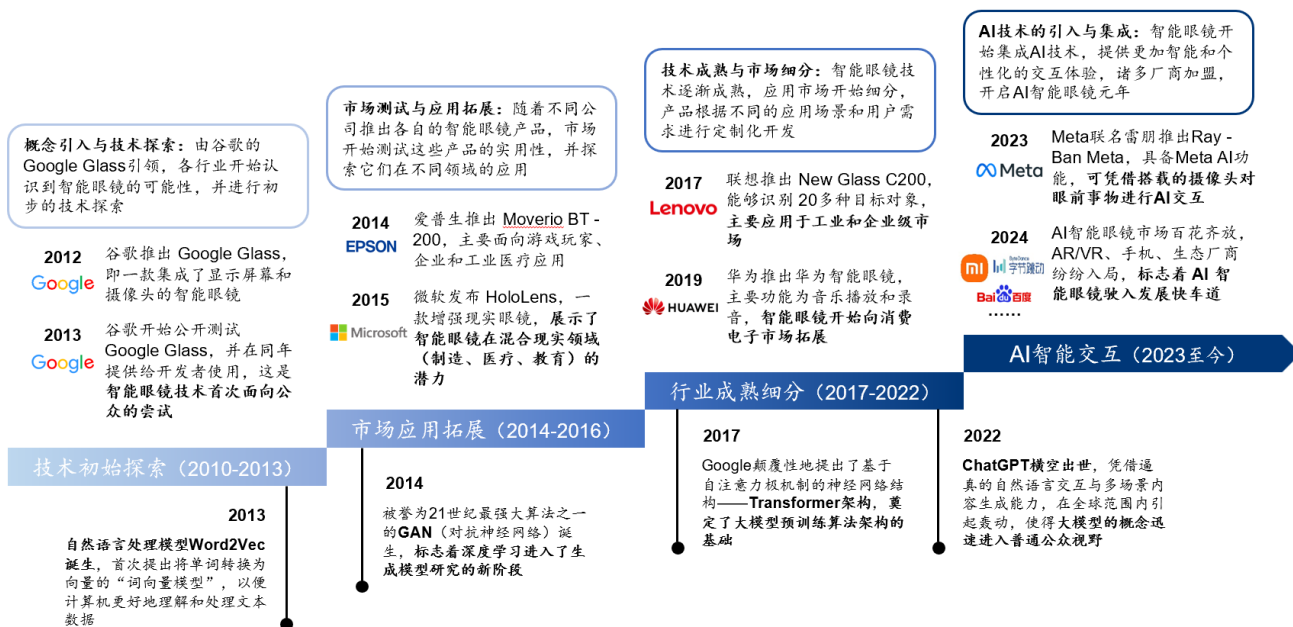


资料来源：弗若斯特沙利文，艾瑞咨询，华泰研究

## AI 眼镜：应用传统树脂镜片，已至放量节点

Rayban Meta 爆款 AI 眼镜热销标志产业化条件已成熟，市场进入快速发展期。2023 年 9 月，Meta 发布其与 Ray-ban 合作开发的第二代 AI 眼镜 Ray-Ban Meta，售价定为与第一代相同的 299 美元，但产品性能显著提升。Ray-Ban Meta 接入了 AI 大模型，使用更清晰的摄像头和定制扬声器，降低机身重量，强化电池续航能力，成功打造出现象级单品。2023Q4，Ray-Ban Meta 销量就超过第一代产品全生命周期出货量。根据 IDC 数据，2024 年末 Meta 在 AI 眼镜市场中的份额已达 84%，标志产业化条件已成熟，也催化市场进入快速发展期。2025 年 6 月，小米发布其首代 AI 眼镜，搭载 1200 万像素高清摄像头和开放式耳机，支持视频通话和直播等功能，售价为 1999 元，功能与价格均对标 Meta Ray-Ban。国内消费者对小米眼镜热情高涨，小米官方商城库存在发布会结束半小时内即显示售罄，3 天内售出超 5 万台。作为国内首家发售 AI 拍摄眼镜的大厂，小米 AI 眼镜的成功体现出国内市场也已具备 AI 眼镜产业化的土壤。

图表 41：AI 眼镜产业发展历程



资料来源：林子雨等，《大模型概念、应用与技术实践》（厦门大学信息学院计算机科学与技术系，2025 年 2 月），艾瑞咨询，华泰研究

AI 眼镜新品集中发布，揭开“百镜大战”序幕。2025 年至今，多家 AI 眼镜厂商已完成新一轮产品迭代，行业中新进入者涌现，增长热潮将至。当前 AI 眼镜市场参与者种类繁多，特点各异：**1) Meta**：行业当前的龙头和引领者，其产品 Ray-Ban Meta 树立行业标杆，持续推进产品和功能迭代，并积极探索 AI+AR 眼镜等前沿领域；**2) 消费电子大厂**：包括小米、华为、苹果、三星、联想等，其消费电子供应链与客户群体高度匹配 AI 眼镜行业，硬件研发能力出色；**3) 互联网大厂**：包括百度、字节跳动、阿里巴巴、谷歌等，具备自研 AI 大模型技术储备，软件生态系统发展完善；**4) 智能眼镜行业的科创公司**，包括雷鸟创新、李未可等，创新能力强，且具备一定智能眼镜技术积累，积极推动新技术落地；**5) 相关行业跨界厂商**：包括三大运营商、理想、闪极等，在渠道等方面具备差异化优势，通过推出 AI 眼镜强化业务生态体系或提升市场影响力；**6) 完全跨界厂商**：如老凤祥等，其核心能力与竞争对手迥异，产品聚焦与自身主业相关的细分市场。

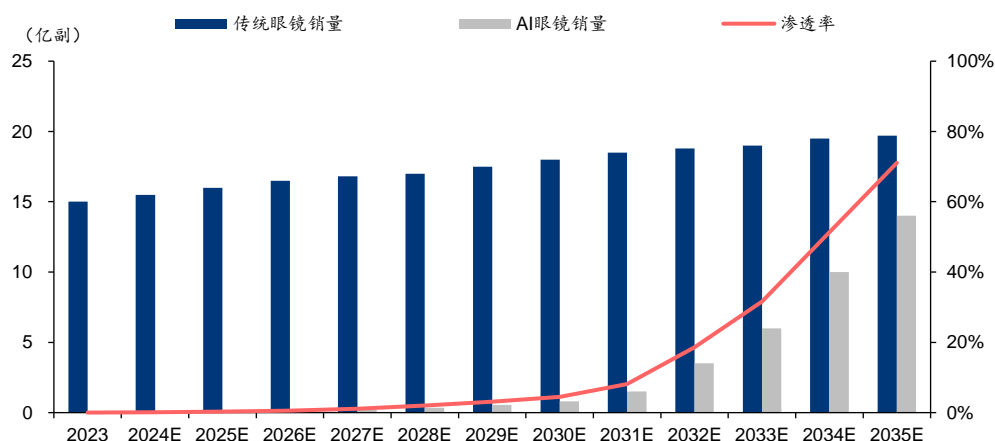
图表42：主要不带显 AI 眼镜及数据梳理

【品牌】名称	上线时间	语音通话	AI 语音交互	翻译	拍摄	视频通话	视觉识别	直播	动作交互	充电盒	裸机重量/g	续航/h	价格/元
Meta	【Meta】Ray-Ban Meta	2023.9	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	42	4	299美元
HUAWEI	【华为】智能眼镜2	2024.5	✓	✓	✓				✓		37.2	11	1699
SUPERHEXA	【蜂巢科技】界环AI音频眼镜	2024.8	✓	✓	✓						30.7	11	699
MI	【小米】小米AI眼镜	2025.6	✓	✓	✓	✓	✓	✓			40	8.6	1999
RayNeo	【雷鸟创新】雷鸟V3	2025.1	✓	✓	✓	✓	✓			✓	39	7	1999
Lawaken	【李未可】View AI	2025.6	✓	✓	✓	✓			✓		38	8	1999
EnterTech	【回车科技】Looktech AI眼镜	2024.11	✓	✓	✓	✓	✓				37	14	199美元
KANAAN	【加南科技】Kanaan-K1 Pro	2024.12	✓	✓	✓	✓	✓		✓		30	8	1388
THUNDERROBOT	【雷神科技】Aura AI魔镜	2025.6	✓	✓	✓	✓	✓			✓	39	4	1999
Lenovo	【联想】Lecoo 斗战者	2025.7	✓	✓	✓	✓	✓			✓	37	4	2499
SHARGE	【闪极】拍拍镜	2024.12	✓	✓	✓	✓					50	15	999
Phancy	【第四范式】Phancy One	2025.8		✓	✓	✓	✓				39	12	999
CHINA TELECOM	【中国电信】天翼AI智能眼镜	2025.7发布	✓	✓	✓	✓	✓			✓	38	7	1999
Baidu	【百度】小度AI眼镜	2025.11	✓	✓	✓	✓	✓			✓	39	7.5	2299
理想	【理想】Livis	2025.12	✓	✓	✓	✓	✓			✓	36	18.8	1999
中国联通	【中国联通】eSIM AI运动眼镜	2024H2起发售	首款具有独立联网能力（无需手机/Wifi）的智能眼镜，可联网接打电话、使用AI云服务等										
中国移动	【中国移动】移动爱家	2025.4发布	AI拍摄+AI音频，与影目科技、李未可合作开发，搭载自研“飞天”大模型										
字节跳动	【字节跳动】Vision+	预计2026年初	搭载豆包大模型，具备翻译、识别等功能，支持AR导航与短视频拍摄创作，价格1200-1500元										
Google	【谷歌】Project Aura	预计2026年初	与XREAL战略合作，搭载Android XR系统，在问答、识物功能基础上强化记忆和上下文感知能力										
Apple	【苹果】Apple Glasses	预计2026年发布	定位为iPhone扩展配件，具有语音控制、拍照录像、实时翻译、导航指引、环境识别等功能										
SAMSUNG	【三星】Galaxy Glass	预计2026年发布	基于Android XR系统运行，操作系统由谷歌、高通与三星协同开发；搭载Gemini大模型；支持独立连接移动网络										
老凤祥	【老凤祥】翎语-悠伴AI眼镜	2025.7发布	搭载豆包大模型，切入中老年用户，打造帮听、帮看、帮记、亲情共享功能										

资料来源：各公司官网，各公司京东直营店，勇芯科技公众号，VR陀螺等，华泰研究

供给端与需求端双向驱动，AI眼镜市场已至放量节点。Wellsenn XR 预测，2025年起随着大厂入场参与竞争，AI眼镜的发展趋向成熟，不带显AI眼镜的销量将大幅增长，预计销量从2025年的400万副增长至2030年的8000万副，CAGR为82%。2030年起，AI+AR技术的发展成熟有望推动AR眼镜进入高速发展期，开启智能眼镜的新增长阶段，至2035年销量达14亿副，对传统眼镜渗透率为71%，2030-2035年CAGR为77%。

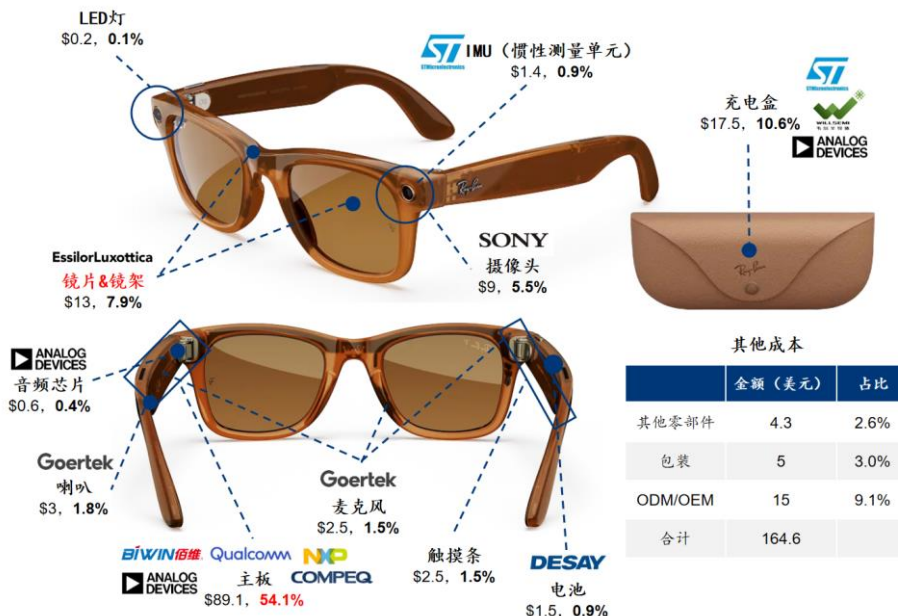
图表43: AI眼镜市场规模及渗透率



资料来源: Wellsenn XR, 华泰研究

在镜片方面, 不带显 AI 眼镜仍可使用普通树脂镜片, 但“轻薄+功能性”镜片更受青睐。不带显 AI 眼镜的科技属性集中于镜架, 由于不涉及显示功能, 所需镜片与传统眼镜并无太大差异, 消费者可延续传统线下验光配镜逻辑, 即由消费者向验光机构提供 AI 眼镜镜框及镜片需求, 再由验光机构完成镜片的定制与安装。以 Meta Ray-Ban 和小米 AI 眼镜为例, 近视用户可在购买时选择屈光度在一定范围内的镜片, 也可在购买产品后自行前往品牌方认证的眼镜店进行自主配镜。值得注意的是, AI 眼镜普遍重于传统眼镜 (因其镜架集合了众多电子元器件), 为满足全天候佩戴需要, AI 眼镜追求减重在所难免, 因而镜片的轻薄程度和功能属性 (例如变色、抗疲劳等) 尤为重要, 在高折射率、功能性镜片领域积淀深厚的头部品牌更易得到相关品牌方认可, 有望优先受益。

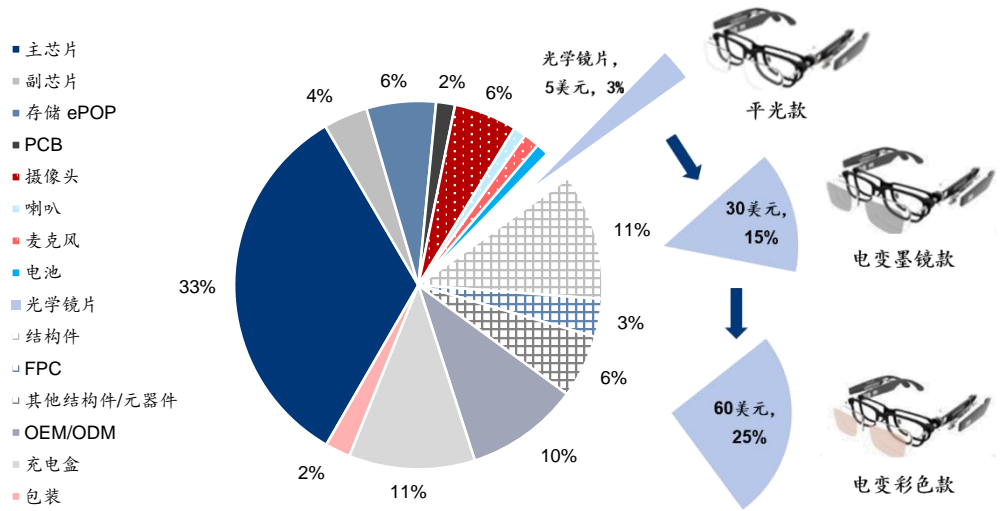
图表44: Meta Ray-Ban 成本拆分



资料来源: Wellsenn XR, 华泰研究

树脂镜片在 AI 眼镜中价值量占比虽不高，但作为唯一需个性化定制的产品组件，对使用体验影响较大。Wellsenn XR 对 Ray-Ban Meta 的成本拆解结果显示，镜片和镜架的总成本为 13 美元，占 Ray-Ban Meta 除主板外成本的 34%，考虑主板、OEM、包装费等成本后，镜片和镜架的总成本占比仅为 7.9%。同时，平光款小米 AI 眼镜的镜片成本为 5 美元，约占总成本的 3%。尽管在集成众多智能化组件的 AI 眼镜中传统树脂镜片价值量占比不高，但消费电子产品中几乎所有配件都是标品，只有带屈光度数的镜片是需要定制的个性化产品，其重量及佩戴舒适度是影响用户体验的重要因素；对于镜片制造商而言，AI 眼镜带来的是纯增量业务，且对镜片折射率、功能性的要求要高于普通眼镜，随着 AI 眼镜的进一步发展，镜片有望搭载更多新技术以提高价值量（根据 Wellsenn XR 的拆解，小米眼镜彩色电变款中镜片的成本为每副 60 美元，相较于平光款提升了 10 倍以上）。

图表45：三款小米 AI 眼镜成本结构对比

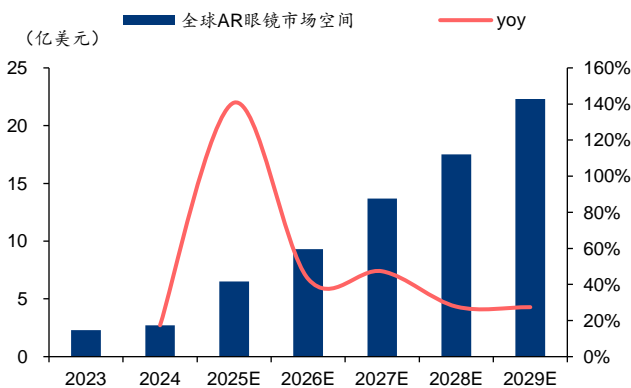


资料来源：Wellsenn XR，华泰研究

### AR 眼镜：光学显示模块为核心，角逐新智能终端

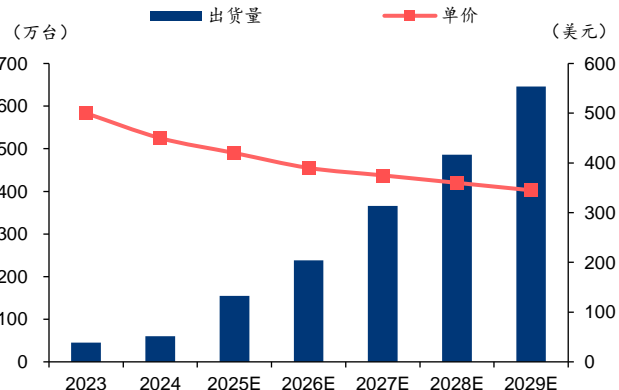
AR 眼镜有望成为继智能手机之后的下一代智能终端。AR 眼镜是具有 AR 显示功能的 AI 眼镜，实现了视觉、听觉和语言全方位的人机交互，是 AI 眼镜的“终极形态”。我们认为，AR 眼镜对智能手机的优势与智能手机对电脑的优势相似，便携性和交互性进一步提升，有望在技术成熟后逐渐实现市场渗透。据沙利文预测，到 2029 年全球 AR 眼镜市场规模将达到 22.3 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 52.5%；2029 年出货量有望达到 646 万台，2024-2029 年 CAGR 为 60.8%。

图表46：全球 AR 眼镜市场规模



资料来源：沙利文《2025 年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，华泰研究

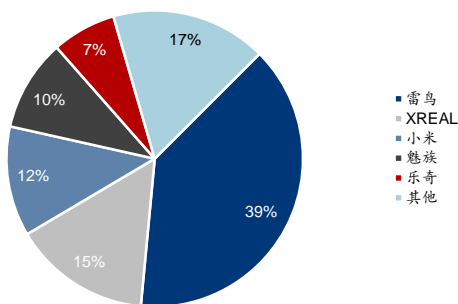
图表47：全球 AR 眼镜出货量及单价



资料来源：沙利文《2025 年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，华泰研究

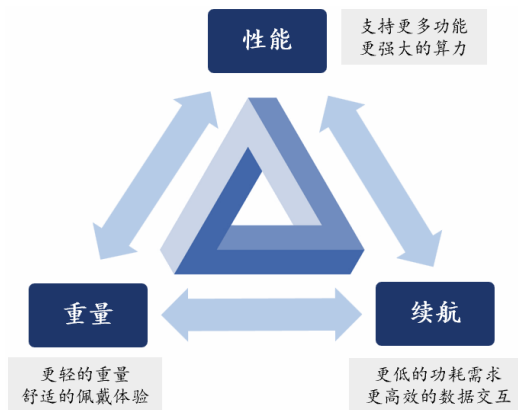
**性能、重量、续航的“不可能三角”问题亟待克服。**AR眼镜在设计时必须面对体积重量、电池续航和显示效果之间的取舍与平衡，当前的AR眼镜在三方面都有提升空间。1) 重量：不带显的Ray-ban Meta机身重量42克，配镜后约50克，仍明显重于普通眼镜15-30克的重量；AR眼镜如雷鸟X3 Pro重量为76克，长时间佩戴后无法保证舒适性。2) 性能：当前光波导和Micro LED技术提供的图像水平仍有较大提升空间，且视差与深度不匹配引起的眩晕问题尚未得到妥善解决。3) 续航：Meta Ray-Ban和小米眼镜的单次最高使用时长分别为约4小时和8小时，尚未能实现在一日内的连续使用。AR眼镜在成为大众随身设备前仍需进一步革新技术，不断突破“不可能三角”的限制。

图表48：1H25国内消费级AI/AR市场品牌销量份额占比



资料来源：CINNO Research, 华泰研究

图表49：性能、重量、续航构成AI眼镜“不可能三角”



资料来源：芯原股份官网, 华泰研究

**当前AR眼镜市场以科创公司为主，头部厂商积极布局。**据CINNO Research数据，雷鸟、XREAL合计占据国内AI/AR市场超50%的市场份额，而小米、阿里、华为等大厂宣布切入赛道，现有产品技术路线多样、产品功能迥异，性能、重量、成本端控制和优化随产品迭代改善明显，行业仍处于探索阶段，市场规模相对较小。

**解构AR眼镜可知，光学显示模块为AR眼镜核心组件。**AR眼镜作为增强现实技术的硬件载体，其功能实现依赖于显示模块、处理器、传感器、电池及尤其关键的光学镜片之间的精密协同。在这些组件中，光学镜片用于实现显示功能，直接决定了用户视觉体验的沉浸感、清晰度和舒适度，甚至是决定AR整机能否规模量产并推广至消费级市场的核心组件。例如，根据Wellsenn XR对Even G1 AR眼镜的成本拆解，其光学显示单元成本占比超50%，接近不带显AI眼镜整机成本。

图表50：AR眼镜四大核心模块

**传感器：环境感知与交互的桥梁**

AR眼镜配备了包括摄像头、LIDAR（激光雷达）、ToF（飞行时间）传感器、麦克风等多种传感器，实现精准的环境感知、空间建模和手势识别，从而支持直观的自然交互。

**电池：续航能力的保障**

电池是AR眼镜的能量来源，其容量和功耗管理直接影响设备的使用时间。由于AR眼镜需要支持高性能计算和显示，电池技术成为其轻量化和长续航的关键挑战。



**处理器：AR眼镜的“大脑”**

处理器是AR眼镜的计算核心，负责运行操作系统、处理传感器数据、渲染虚拟图像以及执行AI算法。目前，主流AR眼镜通常采用高通、联发科、英伟达AR系列芯片或自研AR专用处理芯片。

**显示模块：虚拟图像的生成者**

显示模块是AR眼镜中负责生成虚拟图像的核心部件，通常采用Micro-OLED、LCoS（液晶硅）或DLP（数字光处理）等技术。它的主要作用是将计算机生成的虚拟内容转化为可见的图像，并通过光学系统传递到用户眼中。光学镜片是显示模块中至关重要的组成部分。

资料来源：沙利文《2025年智能眼镜光学科技服务行业白皮书》，华泰研究

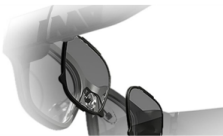



目前光波导方案已成为 AR 光学显示主流技术路线，所用镜片工艺壁垒较高。AR 眼镜在发展中先后尝试多种光学显示方案，例如离轴透镜、自由曲面、Birdbath、光波导等。其中，AR 光波导方案利用光波导技术将光线引导至人眼，具有轻薄、高透光率的优点，是当前主流技术方案。由于光波导片具有特殊制作工艺，无法直接定制屈光度数，AR 眼镜对近视人群一般需要另附树脂镜片。传统方案为使用磁吸或卡扣方法将树脂镜片固定于光波导片内侧，该方法需要承担两块镜片的重量和厚度，影响舒适度与美观性。当下技术趋势是一体化贴合方案，将光波导片与树脂镜片一体化，能够有效提升轻薄性。一体化贴合方案技术难度较高，目前已在夸克 AI 眼镜、雷鸟 X3 Pro 等新机型中得到应用，有效减轻整体重量。

图表51：各类光学显示技术对比

成像模组	离轴光学类	棱镜类	自由曲面类	Birdbath类	光波导类
原理图					
厚度	>50mm	>10mm	>9-25mm	10-20mm	<3mm
轻量化水平	低	低	较低	一般	高
FOV (视场角)	>70°	10° -20°	20° -55°	30° -60°	25° -80°
Eyebox (出瞳范围)	较大	小	一般	一般	大
成像质量	好	较好	好	好	好 / 较好
透过率	40%-70%	<50%	~50%	<50%	>80%
代表产品	DreamGlass	Google Glass	Epson ET-300	ODG R9	INMO Air 2
特点	最早应用于军工领域的AR光学方案，头戴式产品支持光路离轴传播。	AR商业化初始尝试方案；微型投影仪完成投影，棱镜结构将光线反射入人眼。	半透半反曲面镜使显示屏和环境光线同时进入人眼，实现虚实结合的成像效果。	通过鸟盆状凹面镜和二次反射光路设计，可模拟人眼固定距离对焦。	光路在波导介质中通过全反射传播，实现光路折叠的效果。有多种耦合技术路线。
优劣势	结构简单、工艺成熟且视场角大；但产品体积过大导致应用场景有限。	技术成熟、成本低廉；但视场角与被镜体积成正比，难以兼顾轻便性和成像效果。	实现光机内部的光路传播，更轻便且成像效果好；但仍有产品厚重、图像畸变问题。	主材料为玻璃和塑料，成本低且轻便，图像质量好；但模组厚、透光率低、视野小。	具有高透光率、轻薄等优势，且动眼框范围大、投影光机可旁置。是未来发展趋势。

资料来源：Wellsenn XR，华泰研究

图表52：AR 眼镜近视镜片方案对比

<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">磁吸式</div>  <p><b>INMO Air 2</b></p> <div style="border: 1px dashed black; border-radius: 15px; padding: 10px; margin-top: 10px;"> <p>优点：拆卸、安装操作简便，可自由配近视镜片</p> <p>缺点：搭载双镜片，整机重量大</p> </div>	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">卡扣式</div>  <p><b>Rokid Glasses</b></p>	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">一体化贴合方案</div>  <p><b>雷鸟X3 Pro</b></p> <div style="border: 1px dashed black; border-radius: 15px; padding: 10px; margin-top: 10px;"> <p>优点：镜片二合一，有效减重、降低厚度</p> <p>缺点：技术难度大，近视镜片无法单独拆卸</p> </div>	<div style="border: 1px solid black; border-radius: 10px; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">屈光度调节方案</div>  <p><b>魅族StarV View</b></p> <div style="border: 1px dashed black; border-radius: 15px; padding: 10px; margin-top: 10px;"> <p>优点：无需安装近视镜片，度数调节灵活</p> <p>缺点：仅对显示画面有效、仅适用于BirdBath方案</p> </div>
---	--	--	--

资料来源：各公司京东自营店，华泰研究

AR 眼镜配套镜片门槛更高，具备高折射率镜片研发生产能力的企业有望受益。1.67 等高折射率镜片的光学特性与光波导 AR 眼镜的技术需求存在多重耦合优势：**1) 重量层面**，高折射率镜片厚度薄重量轻，显著改善佩戴舒适度，为 AR 眼镜轻量化创造条件；**2) 显示层面**，高折射率材料能够提升全反射临界角容差，从而使反射路径更稳定，减少杂散光干扰，提升显示效果；**3) 成本层面**，据沙利文数据，基于 1.67 等高折射率树脂镜片材料的纳米压印工艺能够将光波导技术下的单镜片成本控制在 50 美元以内，这将成为推动 AR 眼镜实现商业化的重要驱动力之一。综上所述，掌握 AR 眼镜配套高折射率光学镜片精密加工技术且具备规模化量产能力的头部光学企业将成为推动 AR 眼镜商业化加速的重要产业角色。

### 竞争优势：硬科技+软生态融合，打造视觉科技解决方案平台

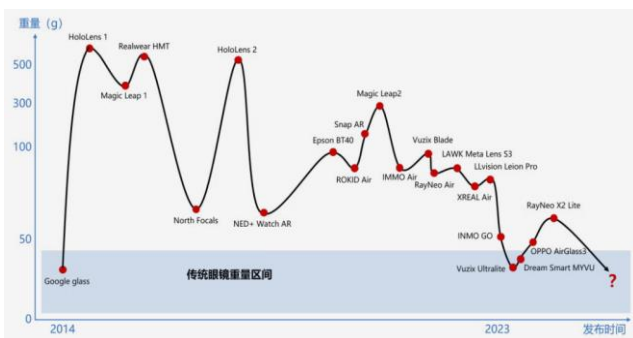
镜片作为智能眼镜中唯一需要定制个性化组件，是影响智能眼镜商业化渗透进程的重要环节。公司作为传统视光领域头部企业，经过多年深耕，建立了“高折镜片技术+规模量产能力+柔性定制生态”的全链路核心竞争力，既契合智能眼镜向消费级市场渗透的轻量化趋势，又通过智能验配系统打通“硬件+服务”的商业模式，有望充分受益于产业崛起红利。当前，公司依托上述优势已切入阿里夸克 AI 眼镜产业链，未来在竞争优势加持和产业资源支持下，公司有望继续拓展客户资源，在智能眼镜领域打开第二增长曲线，看好公司作为“视觉科技解决方案平台”的核心优势及长期成长潜力。

### 看底层逻辑，核心能力与智能眼镜产业需求高度契合

硬科技+软生态融合，公司已构建高折镜片技术+规模量产能力+柔性定制生态的核心能力圈，与智能眼镜产业需求高度契合，具体而言：

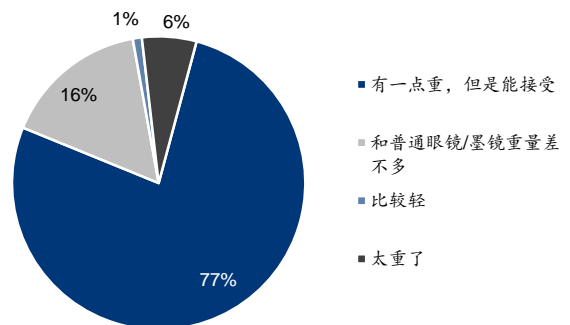
**一、技术层面-高折镜片技术突破。**眼镜的重量直接决定佩戴的舒适度，影响单次使用时长上限，减重是 AI 眼镜发展的必然趋势。以 Ray-Ban Meta 为例，其主板、电池等电子元件总重不到 10 克，减重空间主要在结构件和镜片。公司通过与日本三井化学的深度合作，采用 MR-174 树脂材料打造 1.74 高折射率镜片，通过纳米级多层镀膜工艺实现透光率提升至 98.5%（普通树脂镜片约 92%）。此外，在 1.67 高折射率镜片中，公司通过全行业领先的生产技术工艺，在保证生产良率的前提下，实现了中心点厚度小于 0.4 毫米的重大突破。此外，公司拥有的树脂光波导镜片技术（CN119781094A）专利更实现了镜片与光波导层的一体成型，解决了传统玻璃波导易碎、重量大的缺陷，适配消费级 AR 眼镜的轻量化需求。

图表 53：AR 眼镜整机重量演变



资料来源：舜宇奥来公众号，华泰研究

图表 54：多数国内消费者认为 Ray-Ban Meta 偏重



资料来源：Wellsenn XR，华泰研究

**二、制造层面-精密制造与规模量产能力。**光波导技术对镜片表面平整度、纳米级镀膜精度及光学均匀性要求极高，制造过程中微米级瑕疵即可导致图像畸变或光效损失，未来基于光学镜片的精密制造和规模量产能力也尤为重要。同时，消费电子产品的渗透不仅依赖技术创新，同时也需要压降成本以增强价格优势，沙利文数据显示量产良率若低于 80%将直接推高单品成本 35%以上，对 AR 眼镜在实际销售场景中的商业化渗透带来极大的影响。如前文所述，公司在全球拥有四大生产基地，2024 年树脂镜片销量位列全球第二，且早在 2018 年即研发 1.74 高折镜片并通过行业标准检测，成为首家掌握此项核心技术的国内企业。目前公司在高折射树脂镜片的精密加工技术方面已经处于行业的全球领先地位，并率先完成了相关产品的量产化布局，能够为智能眼镜品牌厂商提供了高度可靠的技术产品方案。

**三、服务层面-C2M 打造柔性定制生态。**镜片（或显示模组）是智能眼镜组件中唯一需要定制的个性化产品，我们认为 AI 眼镜的镜片定制需求会高于传统眼镜：1) 消费者需求：AI 眼镜作为可穿戴智能设备，消费者对其需求将不仅局限于光学性能和舒适性等，为获得最佳使用体验而选择定制镜片的倾向增强。2) 镜片 SKU 增多：新功能的集成促使 AI 眼镜镜片在更多维度上体现差异化，产品 SKU 增多，标准化镜片难以全面适配，且为零售商带来更大库存压力。3) 光波导一体化贴合：光波导片与树脂镜片的贴合和成镜组装需要特定工艺，无法在零售端完成，未来制造端根据个性化参数完成生产和组装，并直接向消费者发货的模式或将成为常态。公司于 2011 年创新眼镜行业 C2M 模式，十余年经营中积累丰富经验与海量用户数据，SKU 超 700 万个，其 AI 配镜平台能够整合百万级用户瞳距数据和 VR 眼动的追踪数据，能够快速响应客户需求并提供符合标准的产品，先发优势明显。

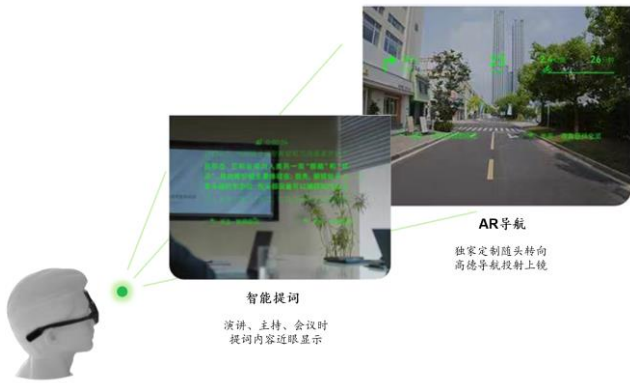
#### 看边际变化，依托产品力优势已切入大厂智能眼镜产业链

**阿里推出夸克 AI 眼镜 S1，具备近眼显示功能。**2025 年 11 月，夸克 AI 眼镜 S1 线上开售，原价定为 4699 元。作为阿里首款自研 AI 眼镜，夸克 S1 搭载通义千问大模型，产品取得多方面突破：**功能**方面，通过双目衍射光波导方案实现近眼显示，属于 AI+AR 眼镜，可提供 AR 导航、近眼字幕等功能；**AI 生态**方面，深度整合阿里生态，推出“看一看”安全支付功能，是国内首款集成生物识别支付的智能眼镜；**重量**方面，含平光镜总重 51g 接近 AI 拍摄眼镜水平，减重卓有成效；**续航**方面，提供眼镜盒、充电夹、换电仓三种充电方案，可满足消费者在不同场景下的充电需求。

**康耐特光学为夸克 AI 眼镜独家镜片供应商。**公司提供一体化贴合光波导镜片，支持近视定制，实现处方一体化与光波导显示的有机结合。以天猫旗舰店为例，消费者购买夸克 AI 眼镜时可选择平光镜片或康耐特近视镜片，近视方案最高可支持 0 至 800 度的线上定制。公司为夸克 AI 眼镜独家供应镜片，是其 XR 镜片产品首次切入大厂产品链的里程碑事件，未来 XR 业务有望产生规模化的收入。

**公司核心能力得到多方面体现。**1) **研发能力**：公司独创“一体化贴合+树脂光波导”的镜片解决方案并已申请专利，运用于夸克 AI 眼镜中可有效满足近视人群的使用需求，并实现近视镜片的减重减薄，提高佩戴舒适度和美观性；2) **高折镜片技术**：公司为夸克 AI 眼镜提供 1.60、1.67、1.74 三种折射率的近视镜片，偏光度数定制上限为 800 度，高于不带显 Ray-Ban Meta 的 600 度和带显 Meta Ray-Ban Display 的 400 度，可提供更丰富的镜片选择并提高镜片价值量；3) **C2M 定制能力**：公司基于 C2M 供应模式，实现夸克 AI 眼镜近视镜片的线上定制化流程，消费者在系统内上传验光单后，公司自动化产线基于验光数据完成定制化生产并配送至消费者家中，从而省去了传统模式中线下验光的流程，凭借 C2M 柔性化生产能力提高了定制的效率。

图表55: 夸克 AI 眼镜 S1 具备近眼显示功能



资料来源: 天猫精灵公众号, 夸克淘宝旗舰店, 华泰研究

图表56: 基于 C2M 供应能力的线上定制化配镜流程



资料来源: 夸克淘宝旗舰店, 公司官网, 微信公众号, 华泰研究

**看未来展望, 技术/产能/客户全链条资源储备, 新业务发展可期**

**建设 XR 研发中心与生产基地, 引进歌尔股份战略投资。**公司 2024 年起在生产、研发和资本端深入开展 XR 业务布局。2024 年 9 月, 公司公告已成立 XR 光学研发和服务中心, 并已与跨国消费电子企业签署框架协议, 收到对方客制化镜片的正式订单。生产端, 公司先后于泰国收购两块土地用于建设 XR 业务自动化产线; 研发端, 全球头部科技和消费电子企业的研发项目进展顺利并收到小试订单。2024 年 12 月至 2025 年 1 月, 引进歌尔股份战略投资, 歌尔股份全资子公司香港歌尔泰克先后通过新股配售+建议收购取得公司 20%股份成为第二大股东, 并承诺 3 年内不减持。

图表57: 公司布局 AI 眼镜时间线



资料来源: 公司公告, 华泰研究

**歌尔股份为 XR 代工龙头, 有望与公司产生协同效应。**歌尔股份以声学业务起家, 持续深化光学领域技术积累, 已成长为全球 XR 设备代工龙头, 切入 Apple Vision Pro、Ray-Ban Meta、小米 AI 眼镜等大厂 XR 产品供应链, 2025 年推出 Mulan2 和 Wood2 两款轻量级 AR 眼镜参考设计。我们认为, 歌尔股份战略入股公司并承诺 3 年内不减持, 有利于建立稳固的合作关系; 公司与歌尔股份能力互补, 将产生协同效应增强核心竞争力。**1) 技术研发:** 歌尔股份光学领域技术积累深厚, 子公司歌尔光学掌握 AR 光波导领域技术, 产品包括 Micro LED 光机、显示模组、叠合镜片等, 与公司树脂镜片技术结合可覆盖 AR 光学显示领域, 有望加速技术突破。**2) 产业协同:** 歌尔股份已切入大厂 AI 眼镜产品供应链, 为 Ray-Ban Meta 提供声学模组, 为小米 AI 眼镜提供 OEM/ODM 代工服务; 公司在产业链中的切入点为镜片及光学模组, 可与歌尔股份形成产业协同, 增强供应和议价能力。**3) 市场开拓:** 歌尔股份从事消费电子代工业务, 与消费电子厂商已建立合作关系, 有望协助公司对接上游厂商切入其产品供应链; 公司自身已布局镜片全球销售网络, 对下游终端零售市场开拓能力较强。

图表58: 歌尔光学 AR 光学方案产品矩阵



资料来源: 歌尔光学官网, 华泰研究

图表59: 歌尔股份服务多家3C大厂, 已参与AI眼镜产业



资料来源: 公司公告, 公司官网, Wellsenn XR, 华泰研究

横向对比, 公司具备较强的规模化/柔性化生产能力, 并在XR领域建立先发优势。对比国内外主要镜片企业, 我们认为公司过往主要定位光学基础件供应商而非眼镜品牌商, 因此在终端渠道建设及品牌影响力上略弱于国内外主要眼镜品牌, 但公司作为中国最大的镜片制造商及出口企业, 产品种类丰富, 产能布局领先, 在规模化量产能力和柔性化定制能力上具备竞争优势, 且较早切入XR领域研发建立先发优势, 目前在技术端、产能端、客户端全链条资源储备充足, 新业务发展可期。

图表60: 公司核心能力与国内外主要竞争对手对比

	明月镜片	康耐特光学	依视路陆逊梯卡
<b>产品定位</b>	直接面向终端消费者, 聚焦中高端市场, 打造高端镜片品牌	主营标准镜片和功能镜片的 ODM 及自主品牌业务, 及部分定制服务, 不直接对接消费者, 因此出厂均价较低, 但产品品类丰富, 在终端可覆盖中高端市场	全球眼镜零售业务领导者, 树脂镜片龙头。按沙利文发布的2024年销售量和销售额数据计算, 产品平均单价是康耐特光学的10倍以上
<b>商业布局</b>	海外主要在日本、东南亚及欧洲有业务布局, 2024年海外业务收入占比不足10%	产品销往全球90多个国家(截至2024年, 公司年报), 中国最大的镜片出口商, 2024年海外业务占公司收入的65%以上	业务覆盖全球150多个国家(截至2024年, 公司年报), 2024年北美/EMEA收入占比45%/37%
<b>供应链管理</b>	通过高效的物流配送体系, 实现定制片48小时内国内订单交付, 保障产品及时供应	打造C2M业务模式, 收到订单后工厂可在24小时内完成加工, 全球订单48小时内完成交付	布局47大全球生产基地、562家验光配镜实验室(截至2024年, 公司年报), 设立118个分销中心实现物流高效流转
<b>研发能力</b>	可自主生产1.71高折射率镜片。2024年研发费用率4.5%, 镜片相关专利100+, 掌握上游原材料树脂单体生产工艺, 产品已切入AI眼镜产业链	可自主生产1.67、1.74等高折射率镜片。2024年研发费用率4.3%, 镜片相关专利100+, 已成立XR业务研发中心并取得大厂研发项目成果	研发网络遍布全球50个国家, 2024年年研发投入6亿欧元; 智能眼镜实验室拥有15,000项专利与研发成果, 为AI眼镜Ray-Ban Meta提供镜片
<b>销售渠道</b>	与国内零售终端关系紧密, 直销收入占比过半; 海外业务通过经销商和零售商, 占比较少	ODM客户为镜片品牌商, 自有品牌业务通过批发商、分销商和零售商等渠道销往各个国家	依托17,638家实体店(截至2024年, 公司年报)和旗下众多核心电商平台, 为消费者提供全渠道体验
<b>品牌建设</b>	全国范围内品牌体验店近千家, 具有丰富的广告渠道, 逐步建立高端镜片品牌的心智	过往主要定位光学基础件供应商, 较少进行终端营销, 品牌影响力有待提升	旗下拥有Ray-Ban、Oakley等知名品牌, 代理香奈儿、Prada等奢侈眼镜, 品牌认知度高

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 弗若斯特沙利文, VRAR星球, 华泰研究

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

**收入端：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 23.47/27.94/32.52 亿元，同比 +13.9%/+19.0%/+16.4%。主要假设如下：

**标准镜片：**据公司半年报，25H1 标准镜片收入同比+20.0%至 5.13 亿元，毛利率 33.6%（同比+2.8pct）。如前文所述，全球视力问题人口数量稳定增长，需求端扩张带动标准镜片营收增长，公司持续深耕树脂镜片赛道，稳步提升现有客户供应份额的同时，有望持续拓展标准镜片客户数量及销售渠道，我们预计 2025-2027 年公司标准镜片业务收入为 10.56/12.04/13.55 亿元，同比+16.5%/+14.0%/+12.5%。同时，伴随产品结构优化（高折镜片占比提升）和业务结构优化（自主品牌业务占比提升），标准镜片毛利率有望延续稳步上行趋势，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 33.5%/34.0%/34.5%。

**功能镜片：**据公司半年报，25H1 功能镜片收入同比+8.8%至 3.82 亿元，毛利率 40.6%（同比+2.8pct）。25H1 受海外关税等因素扰动收入增速阶段性放缓，我们预计下半年起逐步恢复。展望未来，受益于使用场景延伸，“一人多镜”将成为多数之选，眼镜消费品化、镜片附带功能增加驱动价值量提升，我们预计功能镜片业务有望延续相对高增速，我们预计 2025-2027 年公司功能镜片业务收入为 8.72/10.47/12.45 亿元，分别同比 +15.5%/+20.0%/+19.0%。同时，伴随产品结构优化（高折镜片占比提升）和业务结构优化（自主品牌业务占比提升），功能镜片毛利率有望延续稳步上行趋势，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 40.5%/41.5%/42.5%。

**定制镜片：**据公司半年报，25H1 定制镜片收入同比-4.9%至 1.85 亿元，毛利率 61.9%（同比+2.4pct）。25H1 收入同比承压主要受美国关税等因素影响，我们预计下半年起逐步恢复。公司柔性化定制能力突出，未来尤其在 AR 眼镜领域有望打开成长空间，伴随公司定制化产能逐步落地及新业务商业化进展加速，我们预计 2026-2027 年收入有望快速增长，因此我们预计 2025-2027 年公司定制镜片业务收入为 4.15/5.40/6.48 亿元，同比 +5.0%/+30.0%/+20.0%。同时，公司定制镜片附加值较高，我们预计保持相对高毛利率，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 62.0%/62.0%/62.0%。

**费用端：**1) 销售费用：公司广告投入占比较低，销售费用主要包括职工薪酬、物流费等稳定开支，考虑到公司从 24H2 起强化费用控制，25H1 销售费率下降明显，我们预计销售费用率后续将持续稳步下降，2025-2027 年销售费用率为 5.5%/5.3%/5.1%。2) 管理费用（不包括研发费用）：我们预计管理费用率将随营业收入增长而小幅降低，2025-2027 年管理费用率为 5.0%/4.9%/4.8%。3) 研发费用：公司 2024 年起加大对 XR 业务的研发投入，承接头部消费电子和科技企业的研发项目，我们预计研发费用率将在行业内较高水平的基础上进一步提高，2025-2027 年研发费用率为 4.4%/4.5%/4.6%。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.47/27.94/32.52 亿元，同比 +13.9%/+19.0%/+16.4%，综合毛利率分别为 41.1%/42.2%/43.0%，归母净利润分别为 5.51/6.81/8.16 亿元，同比+28.7%/+23.5%/+19.8%。

图表61：收入拆分及盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>标准镜片</b>						
收入	1244.06	833.40	906.85	1,056.39	1,204.43	1,355.42
YoY			8.8%	16.5%	14.0%	12.5%
<b>功能镜片</b>						
收入		570.54	755.15	872.20	1,046.66	1,245.27
YoY			32.4%	15.5%	20.0%	19.0%
<b>定制镜片</b>						
收入	303.00	353.52	395.28	415.04	539.64	647.60
YoY	7.7%	16.7%	11.8%	5.0%	30.0%	20.0%
<b>其他收入</b>						
收入	14.26	2.17	3.48	3.48	3.48	3.48
YoY	12.5%	-84.8%	60.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计</b>						
营业收入	1,561.32	1,759.64	2,060.77	2,347.11	2,794.21	3,251.77
YoY	15.1%	12.7%	17.1%	13.9%	19.0%	16.4%
营业成本	1,023.45	1,101.51	1,265.67	1,381.78	1,614.89	1,852.53
毛利率	34.4%	37.4%	38.6%	41.1%	42.2%	43.0%
销售费用率	4.5%	5.9%	6.3%	5.5%	5.3%	5.1%
管理费用率	7.8%	6.4%	5.2%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用率	4.2%	4.0%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%
归母净利润	248.57	327.02	428.28	551.26	681.07	815.79
YoY	35.4%	31.6%	31.0%	28.7%	23.5%	19.8%
归母净利率	15.9%	18.6%	20.8%	23.5%	24.4%	25.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 估值分析

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.51/6.81/8.16 亿元，同比 +28.7%/+23.5%/+19.8%，对应 EPS 为 1.15/1.42/1.70 元。公司为全球树脂镜片主要生产商，我们选取眼镜/镜片行业上市公司明月镜片、博士眼镜，以及同属于光学领域的精密光学制造商永新光学作为可比公司。参考可比公司 Wind 一致预期 2026 年平均 PE 为 42 倍，考虑到公司在传统镜片领域龙头优势显著，核心能力与智能眼镜产业需求高度契合，尤其在高折镜片领域建立竞争优势，客户资源丰富，有望受益智能眼镜产业大势，我们给予公司 2026 年 46 倍目标 PE，对应目标价 72.00 港元（汇率 1 人民币=1.1022 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

图表62：可比公司估值表

公司代码	公司简称	财报货币	市值 (亿元/亿港元)	归母净利润 (财报货币, 亿)					PE (倍)				
				2024A	2025E	2026E	2027E	25-27 年 CAGR	2024A	2025E	2026E	2027E	
301101 CH	明月镜片	人民币	92.39	1.77	2.00	2.29	2.65	+14.5%	52	46	40	35	
300622 CH	博士眼镜	人民币	81.75	1.04	1.30	1.56	1.87	+21.7%	79	63	52	44	
603297 CH	永新光学	人民币	128.60	2.09	2.76	3.70	4.74	+31.5%	62	47	35	27	
平均值									<b>+22.6%</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>42</b>	<b>35</b>
2276 HK	康耐特光学	人民币	262.28	4.28	5.51	6.81	8.16	+24.0%	49	43	35	29	

注：数据截至 2026 年 1 月 15 日收盘；康耐特光学市值单位为亿港元，其余可比公司市值单位为亿元；人民币兑港币汇率为 1:1.1022。

资料来源：公司公告，华泰研究预测

## 风险提示

**镜片需求不及预期：**眼镜除视力矫正外的功能非刚需，受国内外宏观环境波动影响。经济发展、居民收入等宏观因素影响消费者产品选择、换镜频率等决策，因此导致的需求波动将会对公司业绩产生影响。

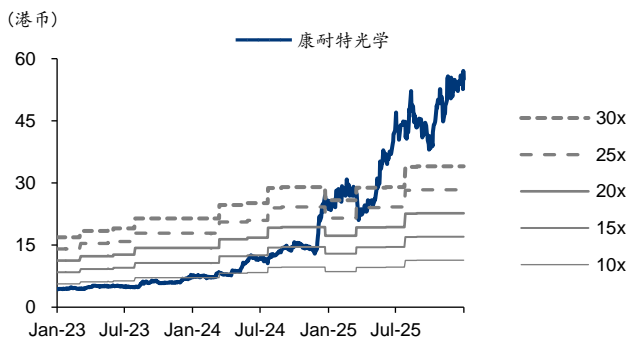
**行业竞争加剧：**树脂镜片生产商和品牌商行业参与者较多，如竞争对手大幅扩张产能，或进行技术突破，将会导致竞争加剧，进而对公司经营产生影响。

**原材料价格波动：**公司原材料主要依靠外部采购，在成本中占比高，高折射率树脂单体供应商稀缺。如原料端发生价格变动、生产计划调整，将对公司制造端造成影响。

**智能眼镜发展不及预期：**智能眼镜当前仍存在诸多不确定性，如“不可能三角”解决方案、光波导对近视人群的适用方案、成本及重量控制方案尚无明确解法，若技术发展进度不及预期，将影响产品整体竞争力，无法取得预期的市场规模，进而导致公司新业务业绩不及预期。

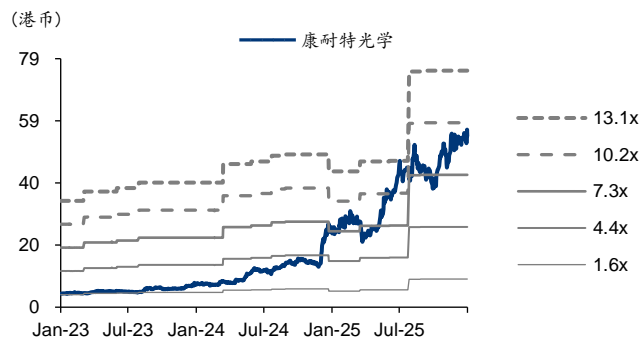
**地缘政治风险：**公司在日本、泰国建设海外工厂，且产品销往全球 90 余个国家。若关键区域发生地缘政治问题，可能会对原材料进口或产品出口产生影响，进而对公司营收和盈利水平造成扰动。

图表63：康耐特光学 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表64：康耐特光学 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 康耐特光学（2276 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 康耐特光学（2276 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司