

康耐特光学 (02276.HK)

产品远销全球，镜片定制化发展领先者

深耕镜片行业 28 年，从上海迈向全球。康耐特光学前身成立于 1996 年，2020 年公司国内市场份额约为 8.5%，同业制造商中排名第一，产品远销全球 90 个国家，2020 年公司出口值占国内/全球树脂镜片出口市场份额 7.3%/0.4%，排名全国第一、世界第九。

眼镜行业空间广阔，需求稳健增长。2023 年全球眼镜市场总规模超 1400 亿美元，其中镜片作为眼镜功能的核心载体，在眼镜市场中规模占比超 40%。2015-2021 年中国眼镜市场规模及镜片市场规模 CAGR 分别为 4.3%/3.4%，增速高于全球，而 2019 年我国镜片人均支出仅为 3.14 美元/人，远低于发达国家水平，国内销量及人均支出均有较大提升空间。当前眼镜功能化需求及更换频率不断提升，伴随青少年近视人口不断增加、人口老龄化趋势及消费升级，离焦镜等近视防控产品及老花镜产品需求不断提升。

定制化生产能力极强，自有品牌持续放量。定制化方面，2018-2022 年公司定制化收入从 1.4 亿提升至 3.03 亿 (CAGR 为 21.3%)，2018-2023H1 定制化占比从 16.4%提升至 20.6%。公司采用国际先进的进口全自动设备，配合远程控制技术与 C2M 闭环系统，实现镜片定制化智能生产，加工精度&交付速度大幅提升，定制订单交付周期短至 72 小时。依托强大的研发&定制化能力，公司有望在眼镜行业产品迭代&升级整合中实现产品持续推陈出新，在 AR/VR/MR 领域有望实现 0-1 突破。自有品牌方面，2018-2020 年自有品牌收入从 4.06 亿增长至 5.31 亿元 (CAGR 为 14.5%)，2018-2021 年 5 月自有品牌占比从 47.5%提升至 51.8%。

盈利预测与投资评级：公司深耕镜片行业，全球地位稳健，客户粘性较强，自有品牌竞争力逐步加强，定制化能力持续深化，自有品牌&定制化产品销售占比稳步提升，驱动单价&盈利能力持续向上。我们预测 2023-2025 年公司总营收同比增长 11.7%/12.9%/13.0%至 17.43/19.68/22.23 亿元，归母净利润同比增长 33.2%/19.4%/21.4%至 3.31/3.95/4.80 亿元，对应 PE 为 8.5X/7.1X/5.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自有品牌销售不及预期、定制化销售不及预期、VR/AR/MR 推进不及预期。

财务指标	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
营业收入 (百万元)	1,356	1,561	1,743	1,968	2,223
增长率 yoy (%)	24.1	15.1	11.7	12.9	13.0
归母净利润 (百万元)	184	249	331	395	480
增长率 yoy (%)	42.9	35.4	33.2	19.4	21.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.43	0.58	0.78	0.93	1.12
净资产收益率 (%)	19.6	21.7	22.4	21.1	20.4
P/E (倍)	16.9	12.5	8.5	7.1	5.9
P/B (倍)	3.3	2.7	2.1	1.7	1.3

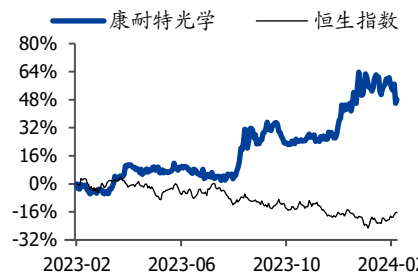
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价。

买入 (首次)

股票信息

行业	工业零件及器材
2月23日收盘价(港元)	7.26
总市值(百万港元)	3,097.12
总股本(百万股)	426.60
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.60

股价走势



作者

分析师 姜文铨

执业证书编号: S0680523040001

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
流动资产	1398	1263	1779	2104	2381
现金	590	336	876	989	1268
应收票据及应收账款	213	251	267	318	342
其他应收款	41	27	49	37	60
预付账款	0	0	0	0	0
存货	409	533	471	644	595
其他流动资产	146	117	117	117	117
非流动资产	413	525	527	533	548
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	333	403	400	403	418
无形资产	1	0	0	0	0
其他非流动资产	79	122	126	129	130
资产总计	1811	1789	2306	2637	2930
流动负债	526	422	644	616	459
短期借款	79	94	281	252	94
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	447	327	363	363	365
非流动负债	348	221	185	149	119
长期借款	312	180	144	108	78
其他非流动负债	36	41	41	41	41
负债合计	874	643	830	765	578
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	427	427	427	427	427
资本公积	287	287	287	287	287
留存收益	237	449	780	1175	1655
归属母公司股东权益	937	1146	1477	1872	2352
负债和股东权益	1811	1789	2306	2637	2930

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
经营活动现金流	58	185	413	240	534
净利润	184	249	331	395	480
折旧摊销	0	0	41	45	50
财务费用	35	26	16	12	2
投资损失	1	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	25	-213	2
其他经营现金流	-161	-89	0	0	0
投资活动现金流	140	-159	-43	-50	-66
资本支出	0	0	2	5	16
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	140	-159	-41	-45	-50
筹资活动现金流	189	-281	-16	-48	-31
短期借款	-5	15	0	0	0
长期借款	-71	-132	-36	-36	-30
普通股增加	122	0	0	0	0
资本公积增加	287	0	0	0	0
其他筹资现金流	-143	-165	20	-12	-1
现金净增加额	388	-255	354	141	437

利润表 (百万元)

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
营业收入	1356	1561	1743	1968	2223
营业成本	896	1023	1090	1211	1346
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	76	70	78	89	100
管理费用	98	89	105	118	133
研发费用	48	66	70	79	89
财务费用	35	26	16	12	2
资产减值损失	5	7	0	0	0
其他收益	17	1	9	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	215	282	393	464	560
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	215	282	393	464	560
所得税	32	33	62	69	80
净利润	184	249	331	395	480
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	184	249	331	395	480
EBITDA	223	289	432	501	589
EPS (元/股)	0.43	0.58	0.78	0.93	1.12

主要财务比率

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
成长能力					
营业收入 (%)	24.1	15.1	11.7	12.9	13.0
营业利润 (%)	38.5	30.9	39.7	18.1	20.5
归属母公司净利润 (%)	42.9	35.4	33.2	19.4	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	33.9	34.4	37.4	38.4	39.4
净利率 (%)	13.5	15.9	19.0	20.1	21.6
ROE (%)	19.6	21.7	22.4	21.1	20.4
ROIC (%)	13.9	17.5	16.7	16.8	17.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.2	36.0	36.0	29.0	19.7
净负债比率 (%)	-17.4	-1.8	-25.3	-29.4	-43.3
流动比率	2.7	3.0	2.8	3.4	5.2
速动比率	1.9	1.7	2.0	2.4	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	6.1	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.58	0.78	0.93	1.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	0.43	0.97	0.56	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	2.20	2.69	3.46	4.39	5.51
估值比率					
P/E	16.9	12.5	8.5	7.1	5.9
P/B	3.3	2.7	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	-1.4	-0.5	-1.1	-1.3	-1.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价。

内容目录

1. 产品远销全球，定制化镜片领先者	6
1.1 公司介绍：深耕树脂镜片，定制化&高端化驱动成长	6
1.2 收入拆分：自有品牌&定制化产品占比提升，驱动盈利能力稳健提升	7
1.3 公司股权结构集中，管理团队经验丰富	10
2. 镜片行业：产品迭代升级，渠道加速整合	12
2.1 发展历史：从刚需到装饰，材质&结构多元化	12
2.2 市场格局：产品创新迭代、国内品牌崛起	13
2.3 市场规模：空间广阔、国内发展潜力可观	15
2.4 产业链拆解：国内供应链能力突出，零售整合有望加速	20
2.4.1 上游原料：进口依赖度较高、高端原料海外仍掌握显著优势	21
2.4.2 中游制造：外资聚焦高端，内资逐步崛起	24
2.4.3 下游销售：格局分散，连锁化趋势显著	25
2.4.4 海外对比：技术领先，格局集中	28
3 康耐特光学：产品力+供应链能力，构筑镜片龙头护城河	32
3.1 产品力：多元化&高端化，一站式满足客户需求	32
3.2 供应链：定制化&柔性化生产，助力产品升级中弯道超车	35
3.3 增量空间：XR 产业趋势兴起，近视镜片重要性凸显	37
4 盈利预测及估值	43
4.1 盈利预测	43
4.2 投资评级	43
风险提示	44

图表目录

图表 1: 公司业绩一览	6
图表 2: 公司发展历程	7
图表 3: 公司日本鯖江生产基地	7
图表 4: 公司镜片分业务模式收入拆分	7
图表 5: 公司镜片分客户类型收入拆分	8
图表 6: 公司镜片分销售区域收入拆分	9
图表 7: 公司镜片分产品类型收入拆分	9
图表 8: 公司镜片分折射率收入拆分	10
图表 9: 公司股权结构	11
图表 10: 公司管理团队基本情况	11
图表 11: 带镜腿的铆钉眼镜	12
图表 12: 富兰克林发明的双焦点镜片	12
图表 13: 眼镜发展简史	12
图表 14: 预计 2023 年全球各地眼镜市场收入规模分布 (百万美元)	13
图表 15: 预计 2023 年全球各地眼镜市场收入前五国家 (百万美元)	13
图表 16: 2021 年眼镜市场按类型划分的市场份额 (%)	13
图表 17: 2019 年大量国际品牌占据较高的全球市场份额 (%)	13
图表 18: 全球眼镜市场线上线下销售收入占比 (%)	14
图表 19: 雷朋官方商城的定制服务及上方的 VR 试戴功能	14
图表 20: 眼镜镜片材料技术迭代	15

图表 21: 全球眼镜产品市场规模及增速 (亿美元)	15
图表 22: 中国眼镜产品市场规模 (亿元, %)	16
图表 23: 眼镜产品平均零售价格 (元)	16
图表 24: 2014-2019 年我国镜片人均支出额 (美元/人)	16
图表 25: 我国近视人口数及近视发生率	17
图表 26: 儿童青少年近视率 (%)	17
图表 27: 近视防控相关政策文件	17
图表 28: 不同年龄段面临的用眼健康问题	18
图表 29: 2021 年中国消费者更换或新购入眼镜频率	18
图表 30: 镜片厂商功能性产品布局	18
图表 31: 消费者对眼镜功能的需求 (2020 年)	18
图表 32: 近视防控主要手段对比	19
图表 33: 离焦镜市场空间测算	19
图表 34: 离焦镜片产品对比	19
图表 35: 2021 年我国老花镜在眼镜市场中占比较小	20
图表 36: 我国老龄化趋势持续提升	20
图表 37: 镜片行业产业链	20
图表 38: 眼镜行业整体价值链拆分	21
图表 39: 各类镜片 (按材料分类) 优缺点	22
图表 40: 树脂镜片制造流程	22
图表 41: 三井化学在高折射率镜片原料领域具有垄断地位	22
图表 42: 三井化学年度财务数据一览	23
图表 43: 三井化学各业务利润占比	23
图表 44: 三井化学各地区销售收入占比	23
图表 45: 镜片原料供应商价值链拆分 (以三井化学为例)	23
图表 46: 2020 年中国树脂眼镜镜片制造商产量	24
图表 47: 2020 年中国树脂眼镜镜片出口值	24
图表 48: 依视路主要收购、合资事件	24
图表 49: 国内主要镜片生产商线上零售价 (常规片)	25
图表 50: 国内主要镜片生产商线上零售价 (防蓝光片)	25
图表 51: 镜片生产商价值链拆分 (以明月镜片为例)	25
图表 52: 眼镜零售商价值链拆分 (以博士眼镜为例)	26
图表 53: 博士眼镜毛利率及净利率比较 (%)	26
图表 54: 博士眼镜销售费用率较高 (%)	26
图表 55: 消费者购买眼镜及镜片的主要渠道	27
图表 56: 消费者对眼镜店品牌的认知情况	27
图表 57: 我国主流眼镜零售商梳理	27
图表 58: 中国镜片市场分渠道零售额 (%)	28
图表 59: 中国镜片厂商对海外镜片原料仍存在依赖	29
图表 60: 中国眼镜行业产业聚集地	29
图表 61: 美国眼镜行业前十及前五十大公司市场份额变化 (百万美元, %)	30
图表 62: 2021 年美国眼镜零售行业头部公司	30
图表 63: 康耐特多元化产品矩阵	32
图表 64: 镜片分折射率收入占比	33
图表 65: 高折射率镜片产品价格更高 (人民币元)	33
图表 66: 公司持续推出新品	33
图表 67: 公司自有品牌收入占比	34

图表 68: 康耐特与启东市人民医院合作成立视光中心.....	34
图表 69: 公司通过抖音渠道推广新品.....	34
图表 70: 2018-2022 年公司研发费用及增速 (百万元)	35
图表 71: 2018-2022 年龙头公司研发费用率.....	35
图表 72: 康耐特与三井化学合作型号.....	35
图表 73: 三井化学向康耐特颁发“MR™品牌国际市场贡献奖”	35
图表 74: 标准化、定制化镜片区别.....	36
图表 75: 2018-2023H1 标准化、定制化镜片销售收入及增速 (百万元、%)	36
图表 76: 2018-2023H1 公司定制化收入占比稳步提升 (%)	36
图表 77: 公司标准化、定制镜片平均销售价格 (元)	36
图表 78: 公司生产基地、研发中心布局.....	37
图表 79: 公司产能、产能利用率 (百万件)	37
图表 80: 康耐特 C2M 业务模式.....	37
图表 81: XR 发展历程.....	38
图表 82: VR/AR/MR 区别.....	38
图表 83: 2016-2023 年全球 VR/AR 出货量及增速 (万台、%)	39
图表 84: 2021-2026E 全球 XR 市场规模及增速 (十亿美元、%)	39
图表 85: 2022-2023 年全球 VR/AR 分场景占比 (出货量口径)	39
图表 86: 2022 年全球 VR/AR 分场景占比 (收入口径)	39
图表 87: XR 一体机核心硬件.....	40
图表 88: Meta Quest 3 MR 一体机成本拆解	40
图表 89: VR 光学方案梳理.....	40
图表 90: AR 光学方案梳理.....	40
图表 91: XR 近视镜片方案梳理	41
图表 92: 苹果 Vision Pro 近视镜片由蔡司供应	42
图表 93: 康耐特光学盈利预测.....	43
图表 94: 可比公司估值.....	43

1. 产品远销全球，定制化镜片领先者

1.1 公司介绍：深耕树脂镜片，定制化&高端化驱动成长

深耕镜片行业 **28** 年，产品远销全球。康耐特光学原为旗天科技，1996 年创建于上海，主要布局标准化镜片生产及销售。1) 海外布局：2010 年成立美国公司，2013 年收购日本 Asahi Optical，加深海外本土化布局。2023H1 海外/国内收入占比分别为 70.4%/29.6%。2) 定制能力：公司持续加强定制化&高端镜片生产能力，布局多元化产品矩阵，依托柔性供应链&高效交付能力持续扩张收入规模，产品结构优化驱动盈利能力不断抬升，2023H1 标准化镜片/定制镜片收入占比分别为 79.1%/20.6%，产品结构持续优化。3) 全球地位：公司国内市场份额约为 8.5%，同业制造商中排名第一，产品销售覆盖全球 90 个国家，2020 年公司出口值占国内/全球树脂镜片出口市场比例分别为 7.3%/0.4%，排名全国第一、世界第九，全球十大市场参与者中唯一总部位于中国的树脂镜片制造商。

图表 1: 公司业绩一览

单位：百万元（人民币）	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入	1058.85	1093.16	1356.08	1561.32	831.16
YOY	24.02%	3.24%	24.05%	15.13%	11.32%
毛利	349.88	382.05	460.16	537.87	309.65
YOY	33.88%	9.19%	20.44%	16.89%	23.97%
归母净利润	111.90	128.46	183.52	248.57	158.58
YOY	42.62%	14.80%	42.86%	35.44%	34.27%
毛利率	33.04%	34.95%	33.93%	34.45%	37.26%
期间费用率	21.79%	18.49%	18.38%	15.56%	15.06%
销售费用率	7.11%	6.14%	5.62%	4.48%	5.36%
管理+研发费用率	10.19%	10.27%	10.75%	9.92%	8.81%
财务费用率	4.48%	2.08%	2.01%	1.17%	0.90%
归母净利率	10.57%	11.75%	13.53%	15.92%	19.08%
存货	332.69	391.36	408.91	533.24	498.17
较上年同期增减					
存货周转天数	157.14	183.27	160.78	165.70	155.46
较上年同期增减		26.13	-22.49	4.92	-14.07
应收账款周转天数	61.07	72.49	58.91	53.49	58.36
较上年同期增减		11.42	-13.58	-5.42	1.21
应付账款周转天数			26.40	19.77	19.93
较上年同期增减				-6.63	-0.11
ROE	29.59%	25.46%	19.58%	21.70%	12.83%
YOY (±)	-39.75%	-4.13%	-5.88%	2.12%	1.13%
资产负债率	72.49%	65.06%	48.25%	35.95%	34.79%
YOY (±)		-7.42%	-16.82%	-12.30%	-7.79%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

发展历程：全球布局深入，依托定制化&柔性供应链，自有品牌&定制产品持续放量。

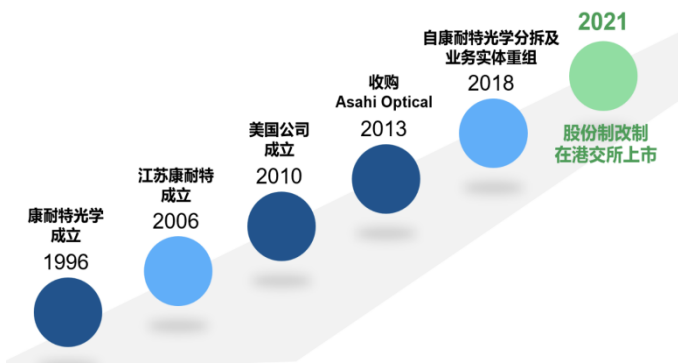
1) 1996-2010 年：深耕标准化镜片生产制造。康耐特光学前身为旗天科技，1996 年创建于江苏，主营标准化镜片生产制造，以开拓国际市场为营销重点。2006 年在江苏启东建立镜片生产基地，成立江苏康耐特光学有限公司。2010 年成立美国康耐特，巩固和拓展北美市场。

2) 2011-2017 年：深化海外本土布局，定制能力逐步形成。2011 年开启全新一站式定制镜片服务模式，成立江苏康耐特光学眼镜有限公司、巩固和拓展国内市场，成立墨西哥康耐特、开拓中南美市场。2013 年收购日本朝日光学株式会社，并购跨国生产基地，实现多基地生产协同。

3) 2018-至今：业务重组落地，镜片集团诞生。2018年自康耐特光学分拆及业务实体重组，引入国内第一条1.74高折射率树脂光学镜片生产线。2020年公司成为中国最大的树脂镜片制造商、出口值居中国第一，2021年康耐特光学于港交所上市。

图表 2: 公司发展历程

图表 3: 公司日本鯖江生产基地



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 收入拆分：自有品牌&定制化产品占比提升，驱动盈利能力稳健提升

按业务模式：代工基本盘稳固，自有品牌占比稳步提升。1) 自有品牌：国内外同步布局，旗下拥有 CONANT、康耐特、ASAHI 三大品牌，2018-2020 年自有品牌业务收入从 4.06 亿元提升至 5.31 亿元（CAGR 为 14.5%），占比从 47.5% 提升至 48.6%，2021 年 5 月末占比进一步提升至 51.8%，通过加强自有品牌布局，缩短接触终端客户的路径，品牌核心竞争力稳步提升。2) ODM：代工客户包括镜片品牌商、批发商、特约分销商、零售商（眼镜店、眼科诊所），公司依托丰富的产品矩阵、领先的技术能力、高效的 C2M 业务模式及一站式服务，实现与客户的深度绑定，2018-2020 年 ODM 业务收入从 4.48 亿元提升至 5.62 亿元（CAGR 为 12.0%）。

图表 4: 公司镜片分业务模式收入拆分

单位：百万元	2018	2019	2020
ODM			
营业收入	448.22	570.72	561.89
YOY		27.3%	-1.5%
占比	52.5%	53.9%	51.4%
自有品牌			
营业收入	405.54	488.13	531.28
YOY		20.4%	8.8%
占比	47.5%	46.1%	48.6%

资料来源：Wind，公司招股书，国盛证券研究所

按客户类型：镜片品牌商占比较高，盈利能力保持稳健。

- 品牌商：客户为国际眼科光学公司，公司负责贴牌生产，品牌商将镜片销售给眼镜店等零售渠道、或加工成车房片，镜片生产技术&工艺均由康耐特开发改进，品牌商不负责技术支持。海外品牌对质量要求较高，客户粘性强。2018-2020 年公司销往品牌商的收入从 4.49 亿元提升至 5.63 亿元（CAGR 为 12.0%），占主营业务收入比例保持 51%-54% 区间，毛利率保持 28%-32% 区间，收入规模及盈利能力保持稳健。
- 批发商：主要负责将康耐特产品转售予其他市场参与者（包括零售商），其不具备加工车房，且规模相对品牌商较小。2018-2020 年收入从 1.95 亿元提升至 2.61 亿元（CAGR 为 15.6%），占比从 22.9% 提升至 23.9%。

- **零售商:** 客户包括眼镜店、眼科诊所。2018-2020年收入从1.46亿元提升至2.07亿元 (CAGR为19.2%)，占比从17.1%提升至18.9%。
- **特约分销商:** 主要负责将康耐特产品转售予其他市场参与者 (包括零售商)，截至2021年5月末在全球拥有60+个特约分销商。2018-2020年收入从0.60亿元下滑至0.59亿元，占比从7.1%下滑至5.4%。
- **个人终端用户:** 包括电商平台用户、位于上海基地&江苏基地&江苏南通市3间零售店面的客户、向若干公司提供的现场验光服务&眼镜销售。2018-2020年收入从3.9百万元提升至4.2百万元 (CAGR为3.8%)，占比从0.45%下滑至0.38%。

图表5: 公司镜片分客户类型收入拆分

单位: 百万元		2018	2019	2020
品牌商				
营业收入		448.55	570.51	562.66
YOY			27.19%	-1.38%
占比		52.54%	53.88%	51.47%
毛利率		28.90%	30.70%	31.20%
批发商				
营业收入		195.25	228.53	260.89
YOY			17.05%	14.16%
占比		22.87%	21.58%	23.87%
毛利率		27.50%	32.40%	35.30%
零售商				
营业收入		145.63	176.42	206.78
YOY			21.14%	17.21%
占比		17.06%	16.66%	18.92%
毛利率		37.60%	40.10%	44.70%
特约分销商				
营业收入		60.47	78.84	58.68
YOY			30.38%	-25.57%
占比		7.08%	7.45%	5.37%
毛利率		34.10%	34.70%	32.00%
个人终端用户				
营业收入		3.86	4.54	4.15
YOY			17.81%	-8.63%
占比		0.45%	0.43%	0.38%
毛利率		68.50%	66.40%	76.30%

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

按销售区域: 欧美为核心区域, 中国境内占比稳步提升。 1) **中国境外:** 公司中国境外销售收入占比长期保持70%以上, 为公司核心业务区域, 2018-2023H1 亚洲(除中国大陆)在境外收入中占比从43.2%下降至34.3%, 美洲占比从31.6%小幅提升至32.5%, 欧洲占比从17.9%稳步提升至24.7%, 欧美占比提升。 2) **中国境内:** 2018-2022年中国境内收入从1.26亿元扩张至4.47亿元 (CAGR为37.3%), 远高于境外2018-2022年CAGR 11.2%, 得益于中国境内自有品牌扩张较快。

图表 6: 公司镜片分销售区域收入拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
境内	125.65	168.92	260.38	389.25	447.17	246.06
YOY		34.44%	54.14%	49.49%	14.88%	21.75%
占比	14.72%	15.95%	23.82%	28.70%	28.64%	29.60%
境外	728.11	889.93	832.79	966.83	1114.15	585.10
YOY		22.22%	-6.42%	16.10%	15.24%	7.45%
占比	85.28%	84.05%	76.18%	71.30%	71.36%	70.40%
亚洲 (除中国)						
大陆)	314.53	397.90	291.54	287.80	356.60	200.88
YOY		26.51%	-26.73%	-1.28%	23.91%	9.02%
美洲	229.97	258.18	305.56	369.91	391.53	189.89
YOY		12.27%	18.35%	21.06%	5.84%	-0.12%
欧洲	129.98	148.21	144.89	232.01	289.18	144.39
YOY		14.03%	-2.24%	60.13%	24.64%	2.78%
大洋洲	18.96	36.23	37.82	47.00	62.70	37.40
YOY		91.09%	4.39%	24.27%	33.40%	69.69%
非洲	34.67	49.39	52.99	30.11	14.14	12.54
YOY		42.46%	7.29%	-43.18%	-53.04%	64.57%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

按产品类型: 定制化能力逐步深化, 销售占比稳步提升。公司生产&销售标准化镜片起家, 2011年拓展定制化镜片业务, 当前定制化已成为战略布局方向。2018-2022年公司定制化收入从1.40亿元提升至3.03亿元(CAGR为21.3%), 高于同期标准化镜片收入CAGR 15.3%。2023H1 标准化/定制化镜片毛利率分别为59.9%/31.4%。2018-2023H1 公司定制化收入占比从16.4%提升至20.6%, 占比稳步提升, 定制化&柔性化生产能力凸显。

图表 7: 公司镜片分产品类型收入拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
标准化镜片						
营业收入	703.00	879.46	887.85	1062.14	1244.06	657.41
yoy (%)		25.10%	0.95%	19.63%	17.13%	9.12%
占比 (%)	82.34%	83.06%	81.22%	78.32%	79.68%	79.10%
毛利率	27.30%	29.10%	28.90%	28.80%	29.40%	31.40%
定制镜片						
营业收入	139.98	168.66	197.84	281.26	303.00	170.92
yoy (%)		20.49%	17.30%	42.17%	7.73%	22.54%
占比 (%)	16.40%	15.93%	18.10%	20.74%	19.41%	20.56%
毛利率	47.10%	52.60%	61.10%	53.20%	54.80%	59.90%
其他						
营业收入	10.79	10.73	7.75	12.68	14.26	2.82
yoy (%)		-0.50%	-27.82%	63.70%	12.46%	-39.48%
占比 (%)	1.26%	1.01%	0.71%	0.94%	0.91%	0.34%

资料来源: Wind, 公司年报, 公司招股书, 国盛证券研究所

按镜片折射率：高折射率镜片占比稳步提升，高端化趋势明确。公司镜片覆盖 1.499-1.74 折射率范围，2020 年 1.499/1.56/1.60/1.67/1.74 折射率镜片收入占比分别为 33.5%/13.8%/22.4%/12.5%/17.8%，2018-2020 年 CAGR 分别为 4.2%/6.2%/24.0%/18.6%/18.7%，高折射率镜片增速快于整体。公司是目前国内唯一具备 1.74 折射率镜片产品规模化生产能力的中国企业，与全球镜片原料龙头三井化学互为重要战略合作伙伴。

图表 8: 公司镜片分折射率收入拆分

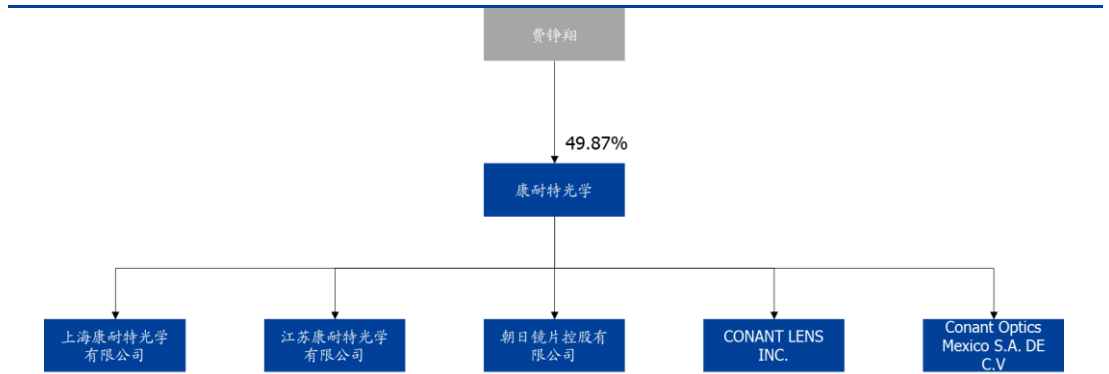
单位: 百万元	2018	2019	2020
1.499			
营业收入	273.66	290.69	297.02
YOY	-	6.22%	2.18%
占比	38.93%	33.05%	33.45%
1.56			
营业收入	108.78	141.78	122.74
YOY	-	30.34%	-13.43%
占比	15.47%	16.12%	13.82%
1.60			
营业收入	129.30	185.54	198.73
YOY	-	43.49%	7.11%
占比	18.39%	21.10%	22.38%
1.67			
营业收入	79.03	98.54	111.20
YOY	-	24.69%	12.85%
占比	11.24%	11.20%	12.52%
1.74			
营业收入	112.22	162.91	158.16
YOY	-	45.17%	-2.92%
占比	15.96%	18.52%	17.81%

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

1.3 公司股权结构集中，管理团队经验丰富

公司股权结构集中，架构稳定。截至 2023 年 6 月 30 日，康耐特集团控股股东兼创始人费铮翔先生持有公司 49.87% 股权，1996 年 12 月费铮翔先生创建旗天科技（2010 年 3 月深交所上市），2008 年 3 月-2019 年 11 月费铮翔先生担任旗天科技董事会主席，2019 年 11 月-2020 年 5 月调任为旗天科技董事，2018 年 6 月旗天科技的树脂眼镜镜片制造业务协定转让予康耐特。

图表 9: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股东持股情况截至 2023 年 6 月 30 日, 控股公司情况截至 2022 年 12 月 31 日。

创始人深耕眼镜行业近 30 年, 管理团队经验丰富。费铮翔先生本科毕业于浙江大学化学系, 1989-1991 年在美国埃默里大学担任博士后研究员, 2010 年 12 月获评为上海领军人才, 同时担任上海市侨商会副会长及上海浦东新区中国人民政治协商会议常务委员, 资历丰厚。公司核心高管均毕业于国内外知名高校, 从业经验丰富。

图表 10: 公司管理团队基本情况

姓名	年龄	职务	过往经历
郑育红	55	执行董事、副总经理	毕业于武汉大学起重运输与工程机械专业, 2008-2019年担任旗天科技董事、副总经理
夏国平	65	执行董事、副总经理	本科毕业于浙江大学物理系, 并取得伯爵翰国际大学行政人员工商管理硕士学位。2010-2017年担任旗天科技董事, 2010-2019年担任副总经理
陈俊华	56	执行董事、副总经理	毕业于上海开放大学公共关系专业, 2009年加入集团, 2014年起担任上海康耐特副总经理, 2017-2021年担任Asahi Optical董事
许胡寅	37	财务总监	本科毕业于上海杉达学院会计学, 拥有超过9年会计和财务管理经验, 2012-2018年担任上海康耐特财务主管、副财务经理、财务经理, 2019年起担任财务总监
曹雪	33	董事会秘书	本科毕业于同济大学日语专业文学专业, 并取得香港都会大学企业管治硕士学位, 深耕镜片行业超8年, 2013-2021年在上海康耐特从事会计及财务管理事务、担任财务主管、海外资产管理部经理, 同时担任朝日镜片董事、Asahi董事

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 镜片行业：产品迭代升级，渠道加速整合

2.1 发展历史：从刚需到装饰，材质&结构多元化

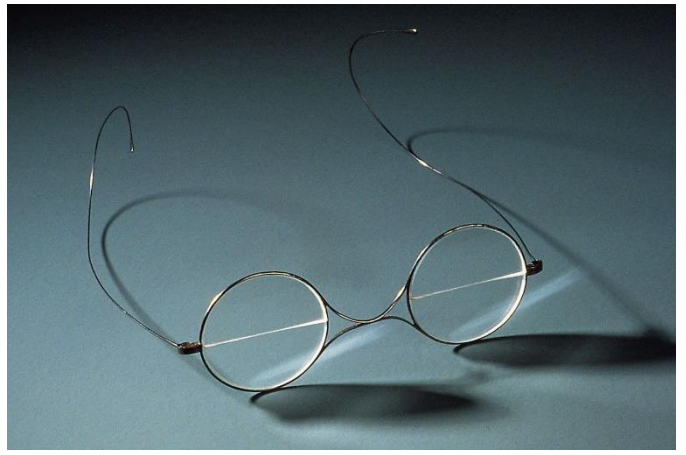
眼镜需求变迁，材料结构多元。眼镜的功能主要分为医疗与装饰，医疗功能集中于镜片，具有调节光量、矫正视力和临床治疗眼病的作用；而装饰功能集中于镜架，除其为镜片配套构成眼镜支架作用外，还具有反映佩戴者时尚品位等的装饰作用。镜片是采用玻璃或树脂等光学材料制作而成的产品，根据镜面材料、曲面设计和镀膜种类等区分为不同类别；伴随材料技术与时尚的发展，镜架材质逐渐从金属和塑料拓展到多种混合材料，设计也更加符合潮流趋势。

图表 11: 带镜腿的铆钉眼镜



资料来源：蔡司官网，国盛证券研究所

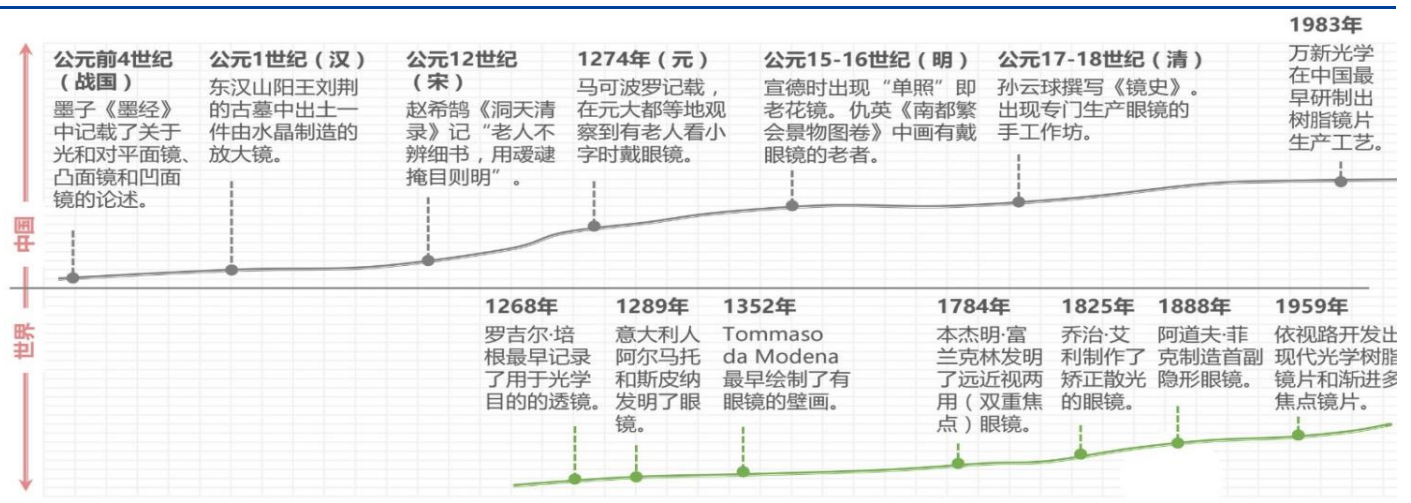
图表 12: 富兰克林发明的双焦点镜片



资料来源：蔡司官网，国盛证券研究所

眼镜伴随人类走过漫长的历史，被称为自人类发现火和车轮以来的第五大重要发明，是人类文化史上的重要一步。镜片的起源历史悠久且众说纷纭，主要说法是在公元 1 世纪，古罗马皇帝尼禄使用一种特殊的视觉设备，通过透明的祖母绿观看角斗士战斗能让眼睛看到的光线更加清晰，以此形成眼镜的雏形。直到 13 世纪末，意大利的玻璃工匠通过使用铆钉和带轴的木质环将两片凹透镜连接在一起，诞生现代意义的第一副眼镜。18 世纪初，富兰克林发明双焦点镜片，这就是如今变焦镜片的前身。20 世纪初，镜腿和鼻托的设计使眼睛的佩戴更加舒适，眼镜质量和外观设计逐步进入成熟时期。

图表 13: 眼镜发展简史



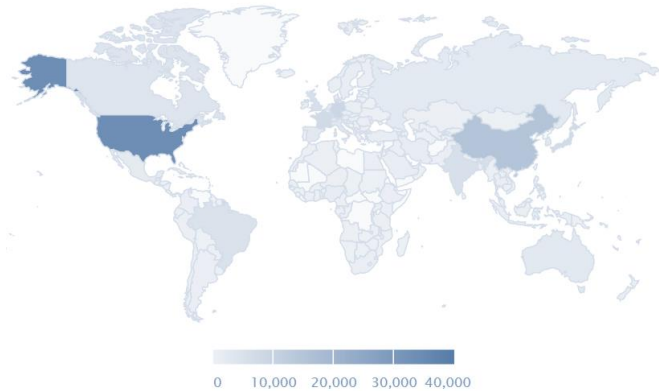
资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

2.2 市场格局：产品创新迭代、国内品牌崛起

行业涵盖眼镜镜片、眼镜框架、隐形眼镜和太阳镜等多种产品。全球眼镜行业呈现出全球化、品牌多元化、渠道多样化及技术创新化等多种趋势：

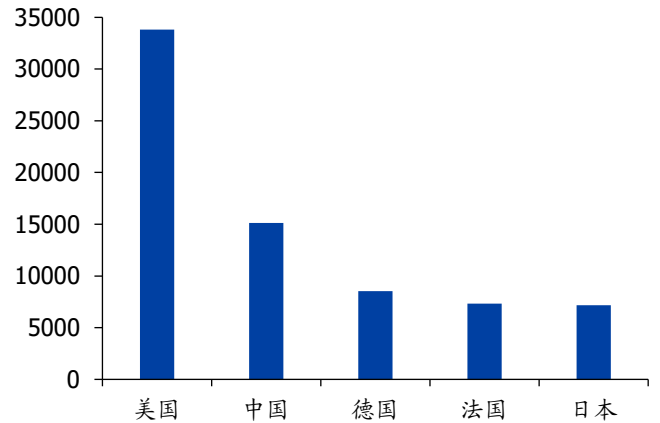
- **眼镜市场在全球各地都有广泛的参与者。**目前北美地区仍是全球最重要的眼镜市场，消费者对高端品牌和时尚眼镜的需求较高；亚太与欧洲地区也是重要的眼镜市场之一，其中中国、德国、法国和日本等国家眼镜市场规模体量领先。

图表 14: 预计 2023 年全球各地眼镜市场收入规模分布 (百万美元)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

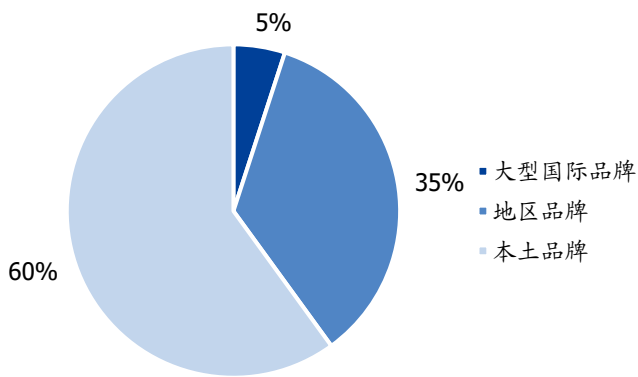
图表 15: 预计 2023 年全球各地眼镜市场收入前五国家 (百万美元)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

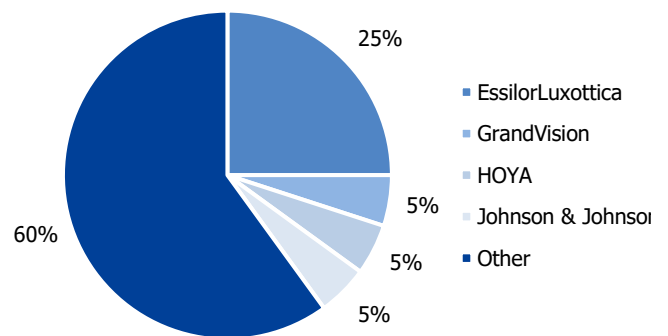
- **外资品牌优势显著，国内镜片品牌崛起。**镜框和整镜市场中大量国际品牌如 Ray-Ban、Seiko、Charmant 等享有全球声誉和较高市场份额，Gucci、Prada、Chanel 等国际知名奢侈品牌也相继入局。同时，各地本土品牌在不同地区崭露头角，近十年逐步走向海外，如日本的 JINS、韩国的 Gentle Monster 和印度的 Lenskart 等。镜片市场中，依视路、豪雅、蔡司等老牌镜片龙头长期掌控高端市场，国内则先后有明月、万新、凯米等镜片品牌布局中端及下沉市场、快速崛起。

图表 16: 2021 年眼镜市场按类型划分的市场份额 (%)



资料来源: Ken Research, 国盛证券研究所

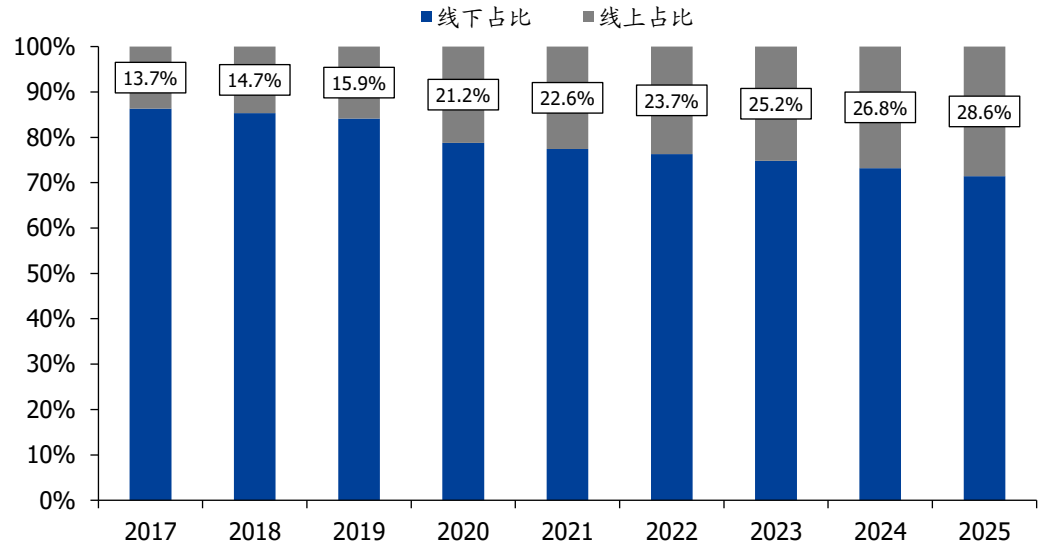
图表 17: 2019 年大量国际品牌占据较高的全球市场份额 (%)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

- **眼镜购买渠道多元化，线上占比逐步提高。**传统线下零售仍是主要销售渠道，但线上零售占比逐年增长，伴随全球线上市场不断扩大，发展潜力不容忽视：根据 Statista 数据，2017-2022 年线上销售占比从 13.7% 增长至 23.7%，年均增长达到 2pct，预计到 2025 年，线上渠道的占比将达到 28.6%。

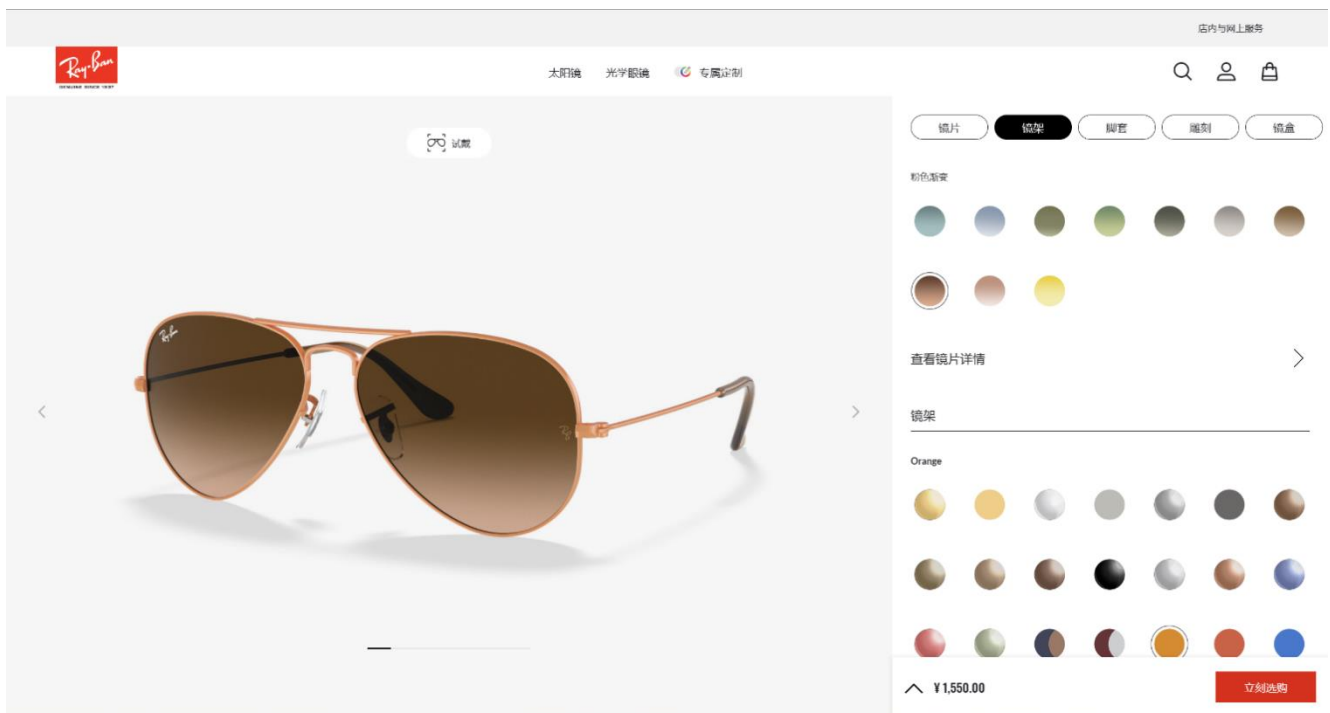
图表 18: 全球眼镜市场线上线下销售收入占比 (%)



资料来源: statista, 国盛证券研究所 注: 2022 年之后的数据为预测数据。

- **新晋 D2C 品牌兴起, 传统零售品牌面临挑战。** 传统眼镜品牌通常依赖传统线下零售渠道, 而 D2C 品牌在线销售, 有效减少店面租金、人员成本等费用, 且由于减少分销商、批发商和零售商等中间环节, D2C 品牌通常能够提供更具竞争力的价格。D2C 品牌以其创新的品牌营销和高频社媒互动迅速吸引年轻一代消费者; 此外, AR 技术应用趋于成熟, 线上 AR 试戴使眼镜在线定制成为可能, 突破线下实体门店的局限性, 相比线下配镜换色和换款降低运营成本又提高消费者的购物乐趣。

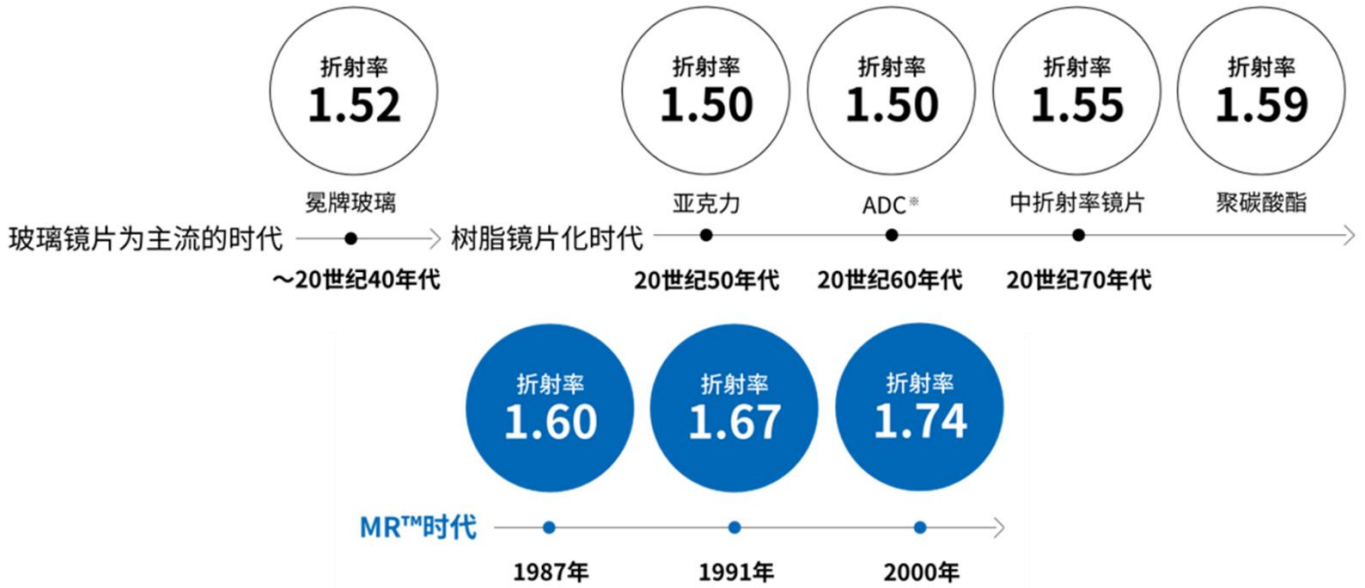
图表 19: 雷朋官方商城的定制服务及上方的 VR 试戴功能



资料来源: 雷朋官方商城, 国盛证券研究所

- **材料&技术革新, 创新产品加速迭代。** 伴随消费者对眼镜功能需求增长, 镜片材料技术、防蓝光镜片、镜片膜层及涂层技术不断升级, 近视防控需求提升促进离焦镜、角膜塑形镜等产品加速引入市场, 而数字化赋能让智能眼镜及虚拟现实眼镜等智能穿戴设备成为消费热门。

图表 20: 眼镜镜片材料技术迭代

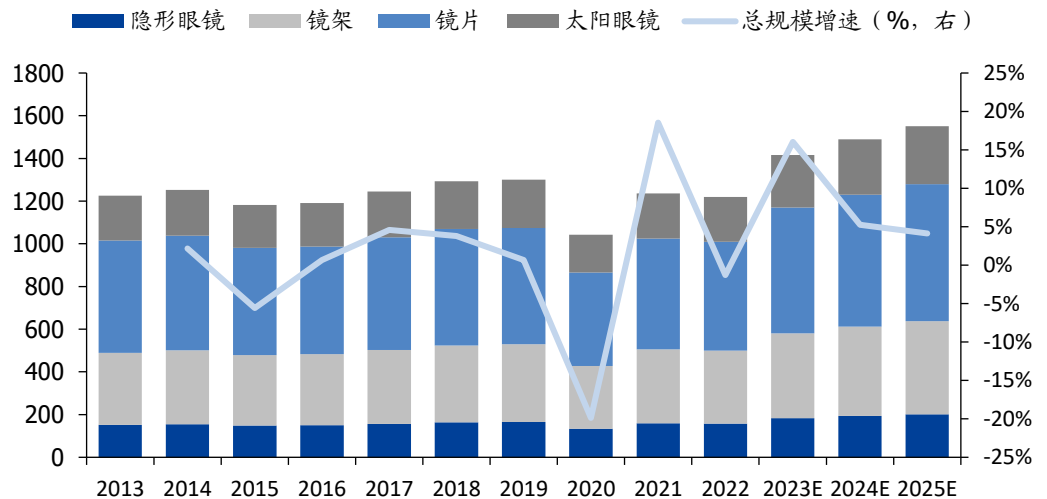


资料来源: 三井化学官网, 国盛证券研究所

2.3 市场规模: 空间广阔、国内发展潜力可观

全球眼镜市场规模增长稳健, 镜片为核心品类。根据 Statista, 2023 年全球眼镜市场总规模超 1400 亿美元, 2015-2025 年全球眼镜市场规模从 1183 亿美元提升至 1552 亿美元 (CAGR 为 2.8%)。从细分市场来看, 镜片作为眼镜功能的核心载体, 在眼镜市场中规模占比超 40%; 根据世界卫生组织发布的《世界视力报告》, 全球至少有 22 亿人视力受损或失明, 其中 10 亿人的视力损伤问题本可预防或尚待解决; 伴随全球老龄化趋势、互联网设备渗透率提升, 未来几年全球眼镜市场规模预计稳健增长。

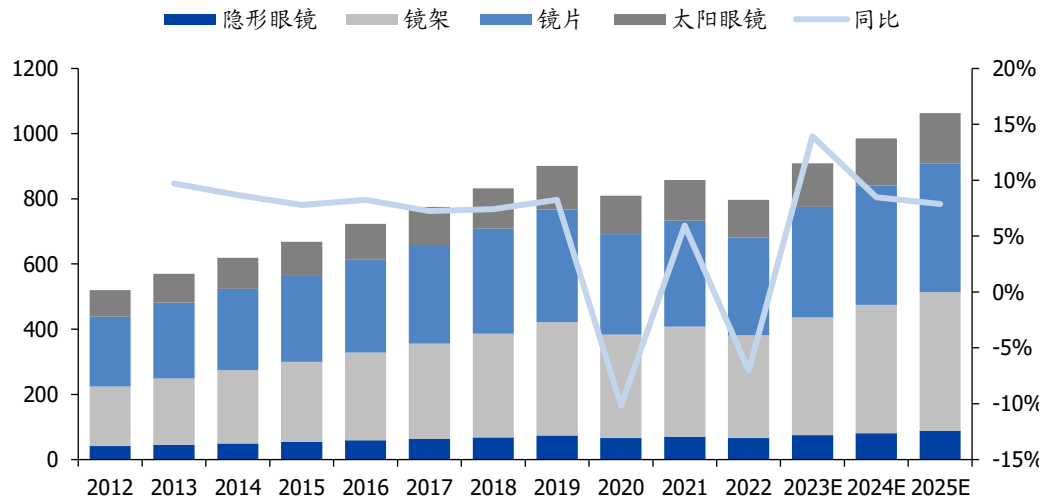
图表 21: 全球眼镜产品市场规模及增速 (亿美元)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

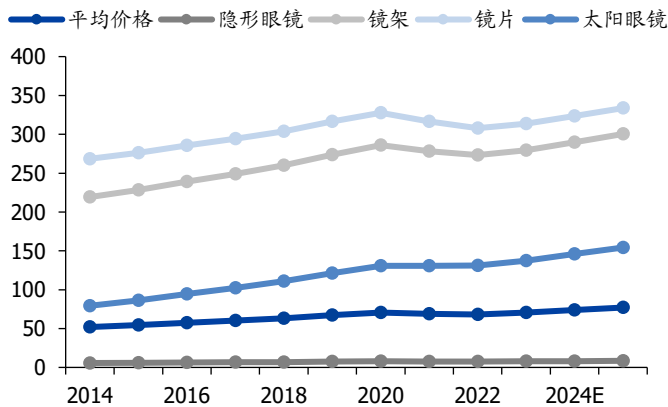
中国市场增速超全球，人均支出提升空间较大。根据 Statista，2015-2021 年中国眼镜市场规模从 668 亿元提升至 858 亿元（CAGR 为 4.3%）。其中，镜片市场规模从 266 亿元提升至 325 亿元（CAGR 为 3.4%），镜片零售均价从 266 元/片提升至 325 元/片（CAGR 为 3.4%），增速显著高于全球。根据明月镜片招股书，2019 年我国镜片人均支出仅为 3.14 美元/人，远低于发达国家水平（法国 60.56 美元/人、德国 52.28 美元/人、美国 39.83 美元/人），我国镜片市场在销量及人均支出方面均有较大提升空间，预计 2025 年市场规模达到 393.2 亿元（CAGR 为 4.9%）。

图表 22: 中国眼镜产品市场规模 (亿元, %)



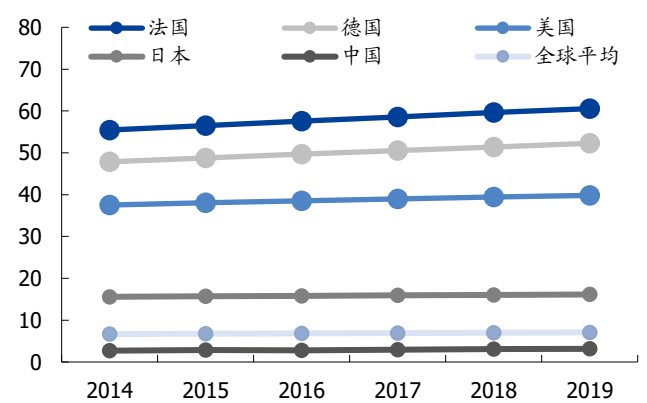
资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 23: 眼镜产品平均零售价格 (元)



资料来源: statista, 国盛证券研究所

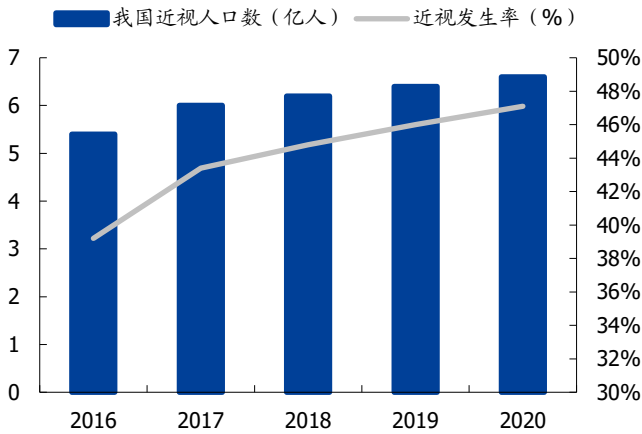
图表 24: 2014-2019 年我国镜片人均支出额 (美元/人)



资料来源: 明月镜片招股说明书, 国盛证券研究所

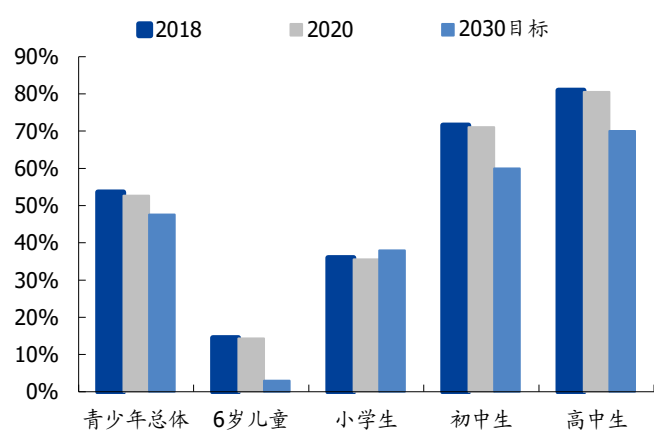
青少年近视管控需求提升，眼镜市场预计从量增转向价增驱动。据中国卫健委发布的《中国眼健康白皮书》，2020 年我国近视人口为 6.6 亿人，2016-2020 年我国人口近视化率从 39.2% 提升至 47.1%，且我国儿童青少年近视化率普遍较高，2018-2020 年近视率分别为 53.6%、50.2%、52.7%，为此教育部、国家卫健委等发布多条政策文件加强近视防控，并提出力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上的目标。此外，伴随 2014-2017 年婴儿潮期间出生人口步入戴镜周期，我们预计 1-3 年内我国近视防控需求有望进一步提升；且预计伴随功能性强、单价高的近视防控镜片需求提升，我国眼镜市场规模逐步从量增转向价增驱动。

图表 25: 我国近视人口数及近视发生率



资料来源:《镜片行业白皮书》, 国盛证券研究所

图表 26: 儿童青少年近视率 (%)



资料来源: 国家卫健委, 国盛证券研究所

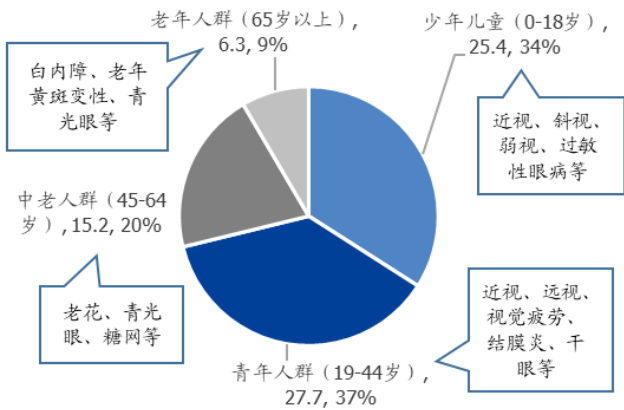
图表 27: 近视防控相关政策文件

时间	部门	政策文件
2016	国卫办妇幼发	《关于加强儿童青少年近视防控工作的指导意见》
2018.6	国家卫健委	《近视防治指南》
2018.8	教育部等 8 部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》
2018.12	市场监管总局	《贯彻落实〈综合防控儿童青少年近视实施方案〉行动方案》
2019.10	国家卫健委疾控局	《儿童青少年近视防控适宜技术指南》
2021	教育部	《关于加强中小学生手机管理工作的通知》
2021	教育部	《关于进一步加强中小学生睡眠管理的通知》
2021	教育部办公厅等十五部门	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021—2025年)》

资料来源: 教育部, 国家卫健委, 国盛证券研究所

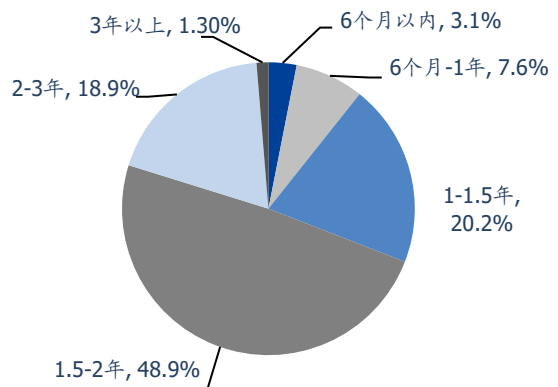
眼镜功能化需求增加, 且更换频率提升。功能需求, 过去的眼镜往往满足于矫正视力, 但不同年龄层面临不同的眼部健康风险, 伴随消费水平及健康意识提升, 消费者对镜片功能化需求日益增强, 镜片厂商相继推出防紫外线、防蓝光、渐进多焦、智能变色、近视防控等功能性产品。其中, 离焦镜及老花镜分别针对青少年近视防控及老年需求提升, 均有望实现较高增长。**更换频率**, 根据艾瑞咨询统计, 我国平均更换或新购入眼镜的频率为 1.7 年/次, 近年来伴随消费者对不同场景功能性需求的追求、定期更换眼镜意识提升使眼镜逐渐从耐用品蜕变为消费品, 推动眼镜市场扩容。

图表 28: 不同年龄段面临的用眼健康问题



资料来源: 欧睿信息小程序, 《镜片行业白皮书》, 国盛证券研究所

图表 29: 2021年中国消费者更换或新购入眼镜频率



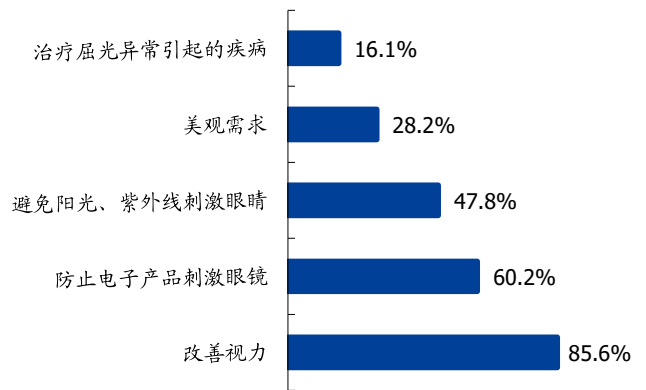
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 30: 镜片厂商功能性产品布局

品牌	功能产品系列	功能一览
HOYA	变色片光智X系列	倍速变色技术。自研新一代紫外光敏感涂层, 显著提升光智X变色镜片的上色与褪色速度。光稳定技术。在各种气候、光环境下提供持续稳定的体验紫外防护。 99%+UV防护。过量紫外线辐射对眼睛的急性影响包括角膜炎和光结膜炎, 慢性影响包括白内障, 豪雅光智X变色镜片提供99%+的UVA/UVB防护, 让眼睛远离紫外线伤害。 旋转涂层。相较于传统的浸渍式工艺, 旋转涂层工艺可以获得更精细且均匀的涂层, 具备更稳定的变色性能。
ZEISS	佳视数码系列	纳米科技莲花镀膜LotuTec。在镜片表面加了一层保护膜, 使眼镜片清洁的更简便、快速、持久。运用绿色视界TM变色技术打造, 迅速对各种光线作出反应。 配合眼睛晶体聚焦。拥有宽大的运用视区, 有针对性地支持0.5至1.25屈光度的近视距离, 适合不同消费者的各种视觉需求与用眼习惯。
ESSILOR	爱赞数码生活系列	双核智能成像技术。成像更精准, 视觉更清晰, 在视近区域减少60%的度数误差和散光。 智能防蓝光系统。区分防护蓝光, 符合国标要求。
明月镜片	智能变色系列	360°全角度减反射技术。全方位减少镜片前后表面反光干扰, 不反光更清透。 智能变色, 方便实用。智能变色镜片随紫外线强弱变化, 自动调节颜色深浅, 一键多用, 无切换烦恼, 出入室内外更方便, 更护眼。 SPC涂层技术, 均匀稳定。采用Spin Coating技术在镜片外表面均匀喷涂变色因子, 使变色后颜色更均匀稳定, 能在短时间内对光线产生开闭反应, 保护眼睛不易受强光伤害。 剪式结构, 快速反应。明月智能变色因子呈剪式结构分布, 当受到紫外线照射时, 分子自动闭合阻挡光线进入, 利用其良好的光响应性和着色性, 对光线变化快速反应, 更高效。

资料来源: 天猫, OJO 眼镜网, 各品牌官网, 国盛证券研究所

图表 31: 消费者对眼镜功能的需求 (2020年)



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

近视防控需求快速增长, 防控手段丰富。近年来我国儿童及青少年受网课及电子产品使用频率增加影响, 近视防控需求快速增长。目前医学及临床研究表明一些治疗手段可以在临床上减缓近视深化, 并降低发生高度近视的可能性, 主要包括使用阿托品 (每天睡前点眼 1 滴)、角膜塑形镜 (夜间佩戴)、多焦点软性角膜接触镜 (日间佩戴)、离焦框架镜 (日间佩戴) 等, 根据 Huang et al (2016) 的临床研究, 高浓度阿托品对于抑制眼轴延长和减缓等效球镜度增加的效果显著大于离焦软镜和周边离焦框架镜。近视防控镜片单品价格高, 促进行业成交客单均价高增。

图表 32: 近视防控主要手段对比

分类	产品	原理	特点	主要产品和价格	等效球镜度减缓量 (D/年)	眼轴减缓量 (mm/年)
药物类	低浓度阿托品	扩张瞳孔、麻痹睫状肌、放松睫状肌、避免睫状肌痉挛。	优点: 使用方便, 每晚一次; 价格低廉 缺点: 对眼轴增长的控制作用原理尚不确定; 存在散瞳、怕光、停药反弹等副作用	尚无获批上市产品, 仅限临床辅助治疗, 100元左右	0.53	0.15
	高浓度阿托品				0.68	0.21
接触镜类	多焦点接触镜	一个镜片中包含用于观察不同距离的处方, 利用周边离焦延缓眼轴增长。	优点: 适用于无法接受OK镜者; 日抛型镜片可减少并发症的发生 缺点: 不适用屈光度数太高者	安视美日抛 800元/30片	0.21	0.11
	角膜塑形镜 (OK镜)	重塑角膜形态, 暂时性降低近视屈光度数。	优点: 夜间配戴 缺点: 价格高昂; 维护成本高; 医疗器械, 对验配要求高	欧普康视“梦戴维” 4800-12800元/副+护理液+润滑液	0.25-0.5	0.15
框架镜类	周边离焦	使用周边区域成像在视网膜前, 从而抑制眼轴增长。	优点: 验配相对简单; 价格适中 缺点: 仅转动眼球影响中心视力清晰度, 近视防控效果有限	明月镜片“轻松控” 1400元 蔡司“成长乐” 1380-3580元	0.12	0.05
	多点近视离焦	镜片中央赋予离焦度数, 光线聚焦在视网膜前, 减缓眼轴增长。	优点: 远用矫正度数和近视离焦度数面积比例稳定, 不因镜片位置改变而发生变化 缺点: 分解后光线对比度有所降低	明月镜片“轻松控Pro”2698元 豪雅“新乐学”3980元 依视路“星趣控”3680-4280元	0.28	0.16

资料来源: 《近视管理白皮书 2019》, 京东, 国盛证券研究所

近视防控市场渗透率低, 成长空间巨大。据教育部及中国卫健委数据, 2020年我国在校人数(非高等教育)为2.47亿人, 全国儿童青少年总体近视率52.7%, 共约1.3亿适龄儿童需要进行近视管理。根据明月镜片公开调研纪要, 2021年离焦框架镜在此类人群中的渗透率仅约3.5%; 得益于离焦镜兼具高性价比、高便利性, 有望成为近视防控主流方式。根据我们测算, 考虑新增需求及更新需求, 预计2030年我国离焦镜总需求量超过3000万副, 渗透率提升至约30%, 市场规模超过600亿元(2021-2030年CAGR为25%)。

图表 33: 离焦镜市场空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
青少年人数(亿人)	2.47	2.48	2.49	2.50	2.52	2.52	2.53	2.54	2.55	2.55	2.56
青少年近视率(%)	52.7%	52.2%	51.7%	51.2%	50.7%	50.2%	49.7%	49.2%	48.7%	48.2%	47.7%
近视管理需求人数(亿人)	1.30	1.29	1.29	1.28	1.28	1.27	1.26	1.25	1.24	1.23	1.22
离焦镜渗透率	2.0%	3.5%	5.3%	7.4%	10.3%	12.9%	16.1%	19.3%	23.2%	26.6%	30.1%
离焦镜行业保有量(百万副)	2.61	4.53	6.76	9.43	13.13	16.30	20.24	24.11	28.73	32.76	36.71
离焦镜新增需求(百万副)	2.00	1.93	2.23	2.66	3.71	3.17	3.93	3.88	4.61	4.04	3.95
更新频率(年)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
离焦镜更新需求(百万副)	0.40	1.75	3.11	4.74	6.74	9.59	12.15	15.38	18.70	22.74	26.46
离焦镜总需求(百万副)	2.40	3.68	5.35	7.40	10.45	12.76	16.08	19.26	23.32	26.77	30.41
离焦镜市场均价(元/副)	2328	2400	2364	2329	2294	2259	2225	2192	2159	2127	2095
零售市场规模(亿元)	56	88	126	172	240	288	358	422	503	569	637
yoy (%)		57.9%	43.1%	36.4%	39.0%	20.2%	24.1%	18.0%	19.3%	13.1%	11.9%

资料来源: 教育部, 中国卫健委, 立鼎产业研究网, Wind, 中央人民政府网, 国盛证券研究所测算

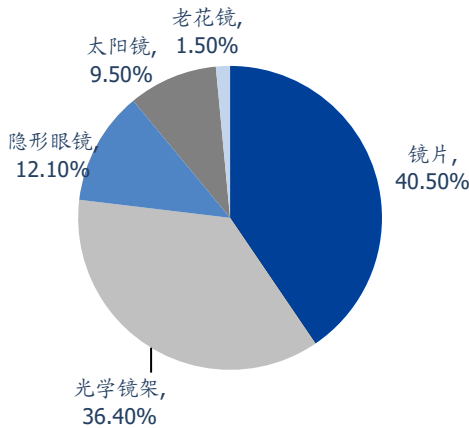
图表 34: 离焦镜片产品对比

分类	描述	优点/缺点	产品	厂家	推出时间	材料	阿贝数	折射率	透氧数	原理	近视控制率
周边离焦	减少旁中心离焦, 但矫正敏锐的中心视力, 而且将周边视觉影像清晰展现在周边视网膜前方, 抑制眼轴边长	优点: 框架眼镜, 患者佩戴时依从性较好。 缺点: 仅转动眼球, 此时产生的注视偏差会使中心视力清晰度受到影响, 近视控制效力弱。	成长乐	德国蔡司	2010	树脂镜片	58.0-32.0	1.5/1.6/1.67	-	周边视力控制技术	30%
			易百分	中国万新眼镜片	2021	树脂镜片	40.0-32.0	1.55/1.6/1.67	-	隐形周边离焦技术	-
			轻松控	中国明月镜片	2021	PMC超亮/KR树脂	40.0-37.0	1.6/1.71	-	周边离焦眼轴控制技术	-
多点近视离焦	分布在镜片上的微透镜使光线聚焦在视网膜前方, 产生延缓眼轴增长的信号区	优点: 远用矫正度数和近视离焦度数面积比例稳定, 不因镜片位置改变而发生变化。 缺点: 分解后对比度降低。	新乐学	日本豪雅	2018	PC材料	30.3	1.591	396	多区正向光学离焦设计	60%
			星趣控	法国依视路	2020	PC材料	31.3	1.591	1021	H.A.L.T高非球微透镜控制技术	67%
			轻松控pro	中国明月镜片	2021	PMC超亮/KR树脂	40.0-32.0	1.6/1.67/1.71	1295	多点近视离焦眼轴控制技术	60%
			小乐园	德国蔡司	2022	PC材料	58.0-32.0	1.5/1.6/1.67	-	C.A.R.E.同心环带微透镜技术	55%

资料来源: 明月镜片投资者关系活动记录, 各产品官网, 艾瑞咨询, 京东, 天猫, 亳州市人民医院眼科公众号, 荔枝新闻网, 国盛证券研究所

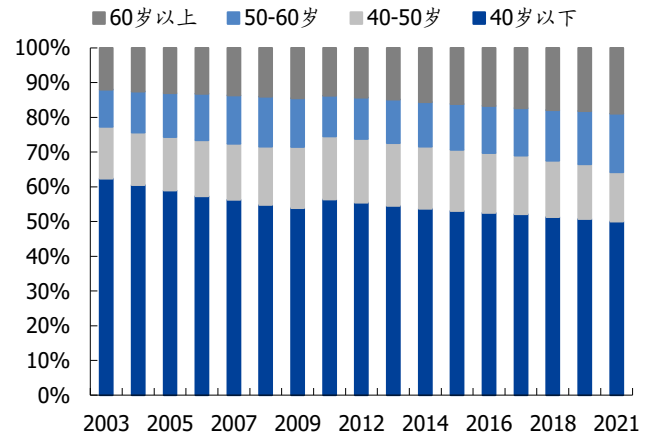
老龄化及消费升级驱动老花镜需求提升。40岁成年人逐步面临眼睛晶状体弹性降低、睫状肌收缩力减弱现象，且无有效药物预防及治疗手段，因此老花镜为刚性需求。根据上海市眼镜行业数据，我国老花镜年需求量约4000万副，根据艾瑞咨询统计，2021年我国老花镜零售规模占比仅为1.5%，低于太阳镜（9.5%）及隐形眼镜（12.1%）。未来人口老龄化趋势预计将进一步催化老花镜需求，2021年我国40-60岁/60岁及以上人口占比分别为31.1%/18.9%（分别较2011年提升1.2pct/5.2pct）；同时新一代中年人消费习惯发生变化、支付能力提升，且多数面临近视和远视双重问题，功能需求更为复杂；据AgeClub调研统计，全国或地方连锁眼镜门店老花镜产品价格仅为100-300元，市场仍以低价竞争为主，伴随消费能力较强的70-80后及其子女逐渐被纳入购买人群，中高端需求有望提升。

图表 35: 2021 年我国老花镜在眼镜市场中占比较小



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 36: 我国老龄化趋势持续提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 产业链拆解: 国内供应链能力突出, 零售整合有望加速

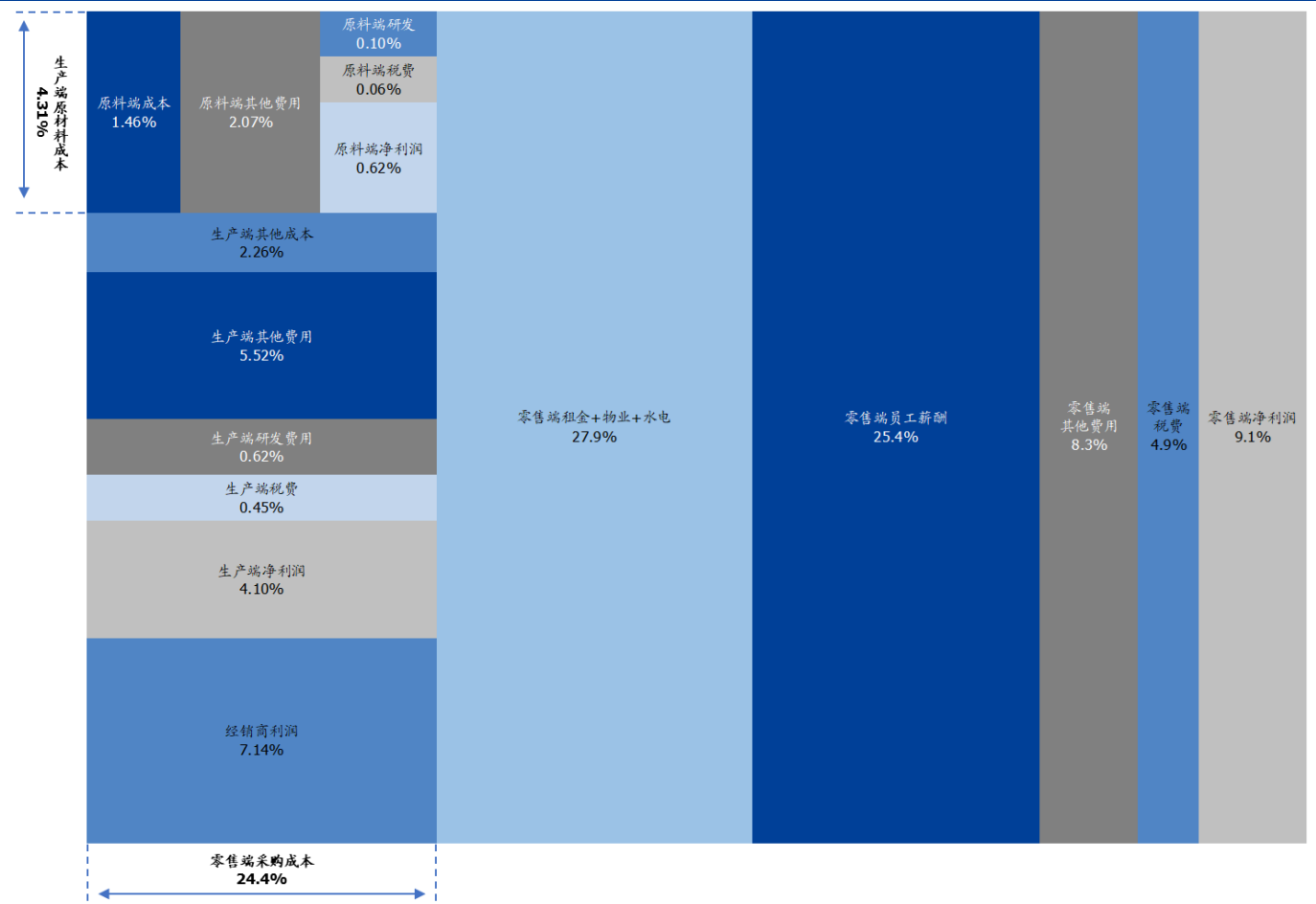
我国眼镜行业产业链由上游原材料(化工原料合成的树脂单体)及辅料(胶带、加硬液)、设备供应商, 中游镜片生产企业(明月镜片、万新眼镜等)和下游销售商(经销商、医院和眼视光中心、大型眼镜连锁店、终端眼镜门店、电商)构成。

图表 37: 镜片行业产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 38: 眼镜行业整体价值链拆分



资料来源: Wind, FactSet, 明月镜片招股书, 国盛证券研究所 注: 以终端零售商的角度进行价值链拆解, 方块大小表示比例大小, 基于公司 2022 年数据进行拆分。

2.4.1 上游原料: 进口依赖度较高、高端原料海外仍掌握显著优势

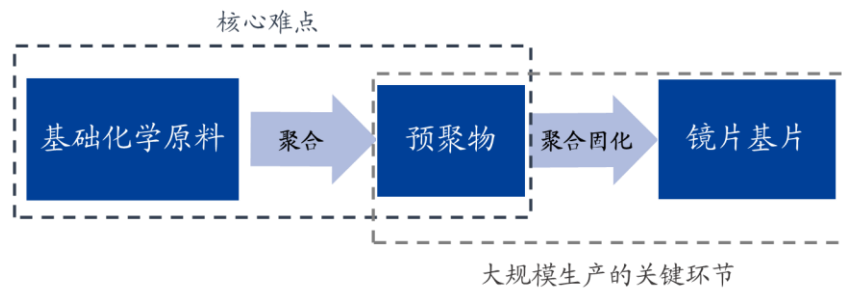
原材料方面, 我国镜片生产商进口依赖度高。从镜片材料演变来看, 镜片行业经历天然材料(水晶)、无机材料(玻璃)、有机材料(树脂、PC)的发展阶段, 目前树脂镜片因其质量轻、价格低而成为主流, 2016-2020 年我国树脂镜片产值从 90.7 亿元增长至 116.3 亿元, CAGR 约为 6.4%, 产量稳中有升。在树脂镜片制造过程中, 预聚物生产技术为核心难点, 目前高折射率镜片的树脂单体等原材料生产技术主要掌握在日本、韩国等少数国家手中, 我国主要向 MITSUI CHEMICALS、日本三菱、韩国 KOC 等企业采购高折射率的树脂材料, 国内原材料供应商多专注于低折射率树脂单体的研发及生产。

图表 39: 各类镜片 (按材料分类) 优缺点

镜片种类	优点	缺点	目前使用情况
玻璃镜片	清晰度略比树脂镜片高, 还有着较高的折射率; 表面硬度高, 比其他材料的镜片更耐刮、耐磨	重量大, 影响舒适性; 易碎; 色像差比大, 容易引起周边视力降低	随树脂镜片的生产技术与工艺的提升, 近年来使用玻璃镜片越来越少
水晶镜片	折射率、密度高于玻璃镜片; 耐高温、耐摩擦、不易潮湿	硬度大、加工难、重量大、价格贵、光学性能差	现在已经基本不用
树脂镜片	重量轻, 佩戴更舒适; 抗冲击能力强, 不易碎更安全; 透光性好, 容易进行再加工可以满足特殊需要	表面耐磨性、抗化学腐蚀能力比玻璃差, 表面易划伤, 吸水性比玻璃大 (可通过镀膜方法改善); 导热性差, 软化温度低, 容易变形而影响光学性能	价格便宜, 是现在市面上镜片主流
PC镜片	强韧、不易破裂, 能够有效防止激烈运动时镜片的碎裂; 质量轻; 有良好防紫外线性能	表面容易刮伤, 且价格高、加工麻烦以及色散控制不够理想	主要应用于太阳眼镜和运动眼镜

资料来源: 亿超眼镜网, 观研报告网, 寰熙医疗, 几米眼镜公众号, 国盛证券研究所

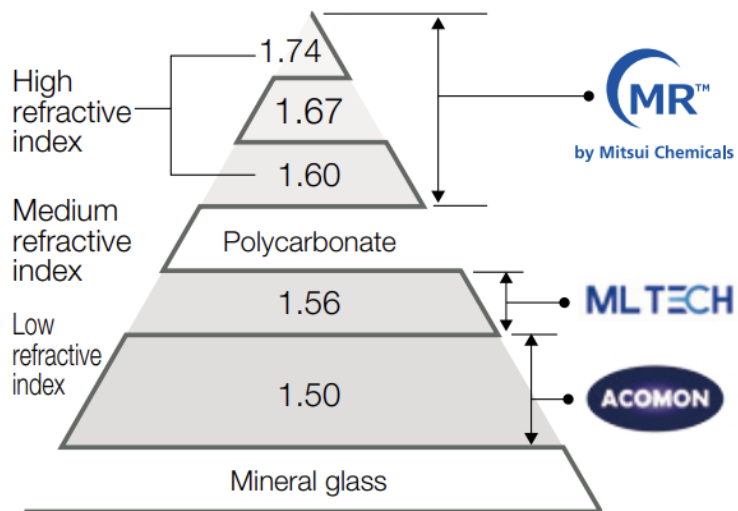
图表 40: 树脂镜片制造流程



资料来源: 明月镜片招股说明书, 国盛证券研究所

上游原料供应商凭借技术及并购整合构筑垄断优势。以日本三井化学为例, 公司拥有 MR 材料专利, 在树脂镜片原料产业具备垄断地位。公司研发投入长期维持在 2% 以上, 是全球少数能够提供 1.67/1.74 折射率预聚物的公司之一, 并在 2013 年并购同业公司韩国 KOC Solution 的 51% 股份, 目前已占据全球约 45% 的镜片原料市场份额。公司 2022 财年镜片材料业务营业收入约为 1471 亿日元, 根据 Factset 数据, 公司塑料树脂材料及制造业务占总利润约 25.52%, 毛利润/净利润分别约为 973.59/211.56 亿日元, 毛利率/净利率分别为 66.2%/14.4%。

图表 41: 三井化学在高折射率镜片原料领域具有垄断地位



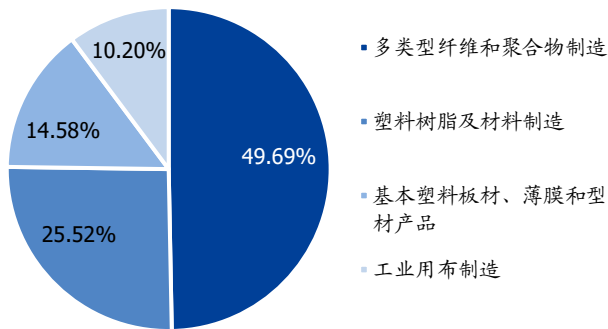
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 42: 三井化学年度财务数据一览

单位: 十亿日元	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
营业总收入	1550.1	1343.9	1212.3	1328.5	1482.9	1349.5	1211.7	1612.7	1879.5
YOY	-1.02%	-13.30%	-9.79%	9.59%	11.62%	-9.00%	-10.21%	33.09%	16.54%
毛利润	241.6	274.4	293.0	309.4	316.3	298.4	293.8	378.7	381.5
YOY	13.59%	13.58%	6.78%	5.60%	2.23%	-5.66%	-1.54%	28.90%	0.74%
净利润	17.3	23.0	64.8	71.6	76.1	34.0	57.9	110.0	82.9
YOY	-168.92%	32.95%	181.74%	10.49%	6.28%	-55.32%	70.29%	89.98%	-24.64%
毛利率	15.59%	20.42%	24.17%	23.29%	21.33%	22.11%	24.25%	23.48%	20.30%
销售及管理费用率	12.87%	15.14%	15.86%	15.50%	15.03%	16.99%	17.71%	15.30%	15.14%
净利率	1.12%	1.71%	5.35%	5.39%	5.13%	2.52%	4.78%	6.82%	4.41%
存货周转天数	81.5	89.5	95.6	92.2	88.9	101.0	107.2	91.6	97.4
较上年同期增减	81.50	8.04	6.06	-3.42	-3.27	12.11	6.21	-15.65	5.87
应收账款周转天数	87.63	88.22	91.00	93.59	88.99	92.99	91.68	73.25	69.20
较上年同期增减	0.59	2.78	2.58	-4.59	4.00	-1.31	-18.43	-4.05	
应付账款周转天数	46.34	47.45	60.17	60.52	57.61	59.99	48.48	32.88	32.48
较上年同期增减	1.11	12.72	0.35	-2.91	2.38	-11.51	-15.60	-0.40	
经营性现金流净额	58.29	145.91	100.44	82.66	109.49	142.23	174.32	92.58	101.24
较上年同期增减	14.81	87.62	-45.47	-17.78	26.83	32.74	32.09	-81.74	8.66
资本开支	37.48	45.25	42.93	54.02	55.94	99.77	76.58	116.22	137.86
较上年同期增减	-16.01	7.77	-2.32	11.09	1.92	43.83	-23.19	39.64	21.64
ROE	4.55%	5.83%	15.59%	14.89%	14.31%	6.28%	10.18%	16.66%	11.06%
YOY (±)	11.44%	1.28%	9.76%	-0.70%	-0.58%	-8.03%	3.90%	6.48%	-5.60%
资产负债率	38.87%	37.57%	33.18%	32.39%	32.31%	35.68%	36.18%	36.95%	35.70%
YOY (±)	-1.72%	-1.30%	-4.39%	-0.79%	-0.08%	3.37%	0.50%	0.77%	-1.25%

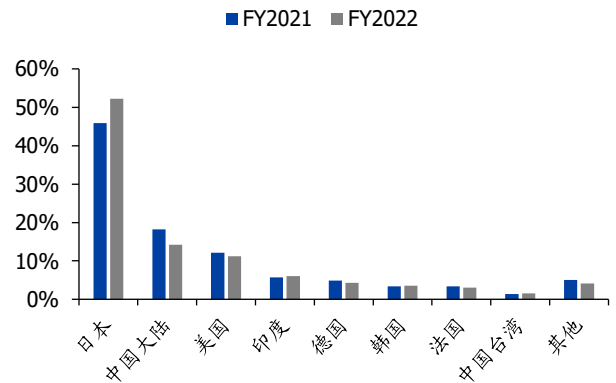
资料来源: FactSet, 国盛证券研究所

图表 43: 三井化学各业务利润占比



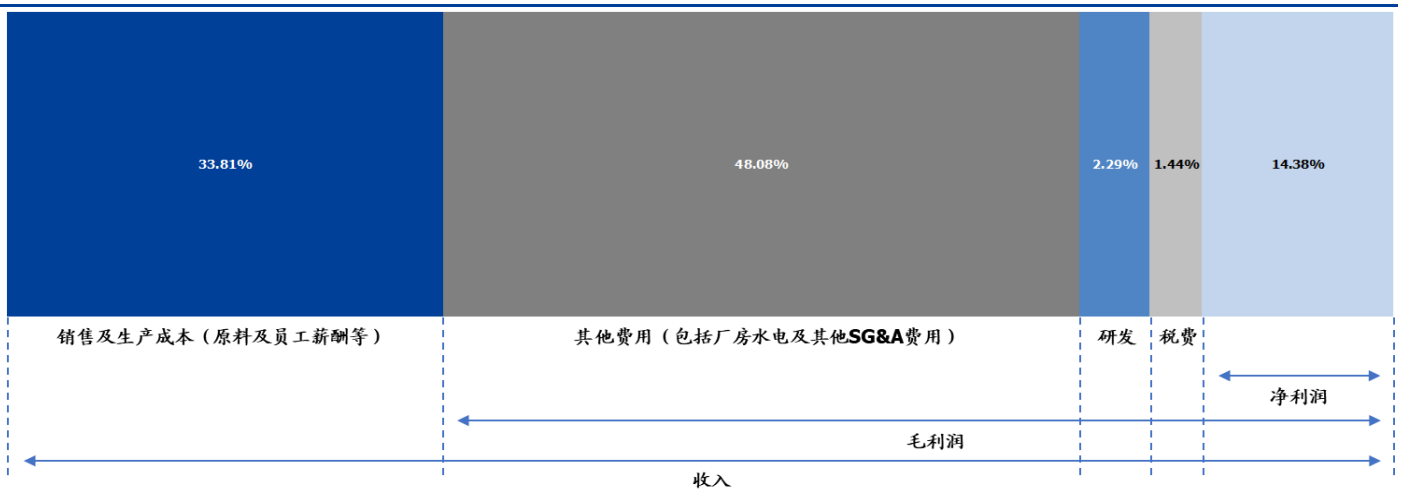
资料来源: FactSet, 国盛证券研究所

图表 44: 三井化学各地区销售收入占比



资料来源: FactSet, 国盛证券研究所

图表 45: 镜片原料供应商价值链拆分 (以三井化学为例)

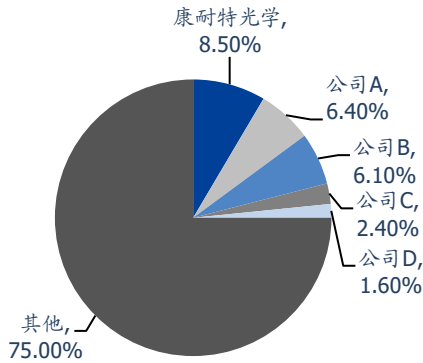


资料来源: FactSet, 公司年报, 国盛证券研究所 注: 基于 2022 年数据。

2.4.2 中游制造：外资聚焦高端，内资逐步崛起

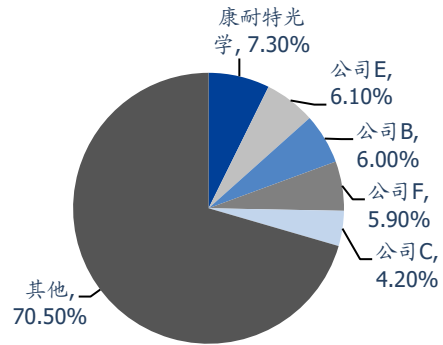
我国镜片市场行业格局分散。我国区域性镜片企业数量多且规模小，以从事代工业务为主，目前已形成以江苏丹阳、福建厦门、广东深圳、浙江温州为主要生产基地的产业集群，行业格局较为分散。根据康耐特招股书援引弗若斯特沙利文的数据，2020年我国树脂眼镜镜片制造商CR5为25%，其中康耐特光学以8.5%的份额行业居首；2020年我国镜片出口值CR5为29.5%、全球镜片市场收入规模CR10为34.1%，其中康耐特光学在中国/全球份额分别为7.3%/0.4%，位居全国第一、世界第九。

图表 46: 2020 年中国树脂眼镜镜片制造商产量



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

图表 47: 2020 年中国树脂眼镜镜片出口值



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

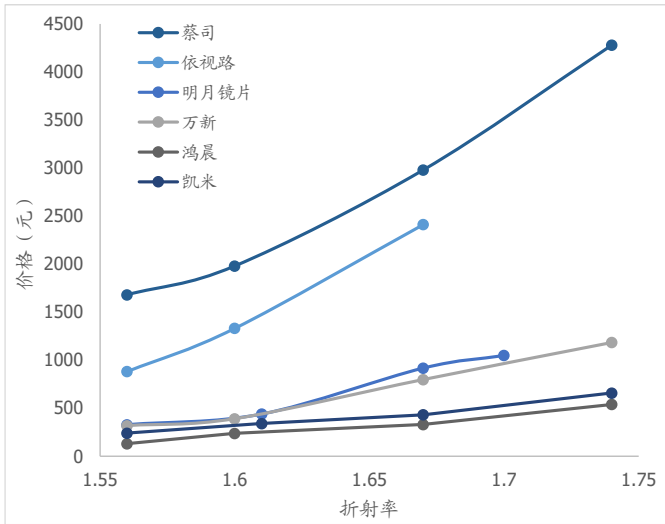
外资品牌聚焦高端镜片，国产镜片逐步升级品牌。20世纪90年代之后以依视路为代表的外资镜片企业通过投资、并购等方式抢滩中国市场，外资企业在技术、品牌、管理等方面具备领先优势，品牌溢价较高。根据艾瑞咨询，以销售额口径统计，2020年外资品牌依视路和蔡司市场份额占比均超过20%；而明月、康耐特等国产主流品牌采取差异化竞争策略，在退出过度竞争的低端低价市场的同时深耕中端价格带；预计未来伴随国产镜片品牌持续树立国民品牌形象，有望逐步抢占中高端市场份额。

图表 48: 依视路主要收购、合资事件

年份	合作/收购企业	情况
2009	丹阳奥尔帝光学	丹阳奥尔帝光学与依视路集团于2009年正式签订了合资合作协议。
2010	万新光学	万新光学公司与依视路正式签约合作，依视路注资入股万新公司。
2011	尊龙光学（优立光学）	尊龙光学与法国依视路（中国）投资公司进行了合作，成立了新的公司江苏优立光学眼镜有限公司，持股51%。
2011	视悦光学	视悦光学与依视路达成了合资合作协议
2012	（新）天鸿光学	天鸿光学与法国依视路集团合资，正式更名为新天鸿光学有限公司，注册资产为1亿人民币，自此成为一家中法合资企业
2013	厦门雅瑞光学	依视路收购厦门雅瑞光学，获得50%股份，其中暴龙和陌森是中国两个最著名的太阳镜品牌。
2016	创天光学（奥天光学）	法国依视路收购总部位于中国江苏的创天光学眼镜有限公司55%股权，与法国依视路集团合资成立江苏奥天光学
2016	香港光合作用集团	依视路通过对香港光合作用集团持股50%建立了伙伴关系，其中木九十即为旗下品牌之一。
2019	黄金屋光学	黄金屋光学与法国依视路集团合资
2021	GrandVision	依视路收购荷兰眼镜零售商GrandVision

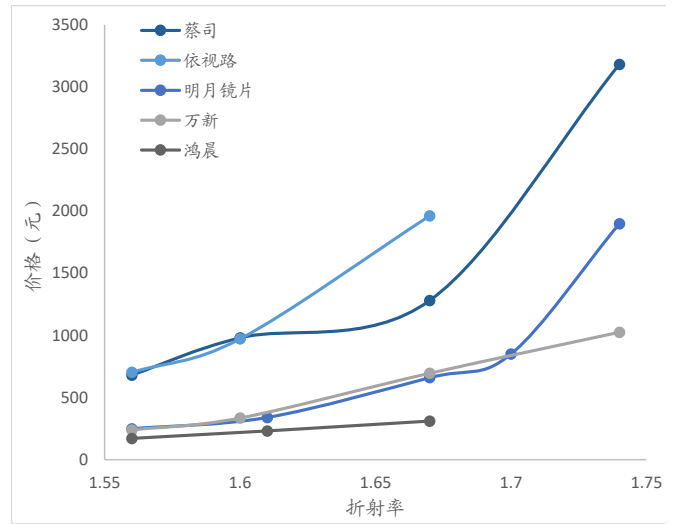
资料来源：丹阳人民政府网，万新官网，MoSeeker网站，中国眼镜网，华丽志，国盛证券研究所

图表 49: 国内主要镜片生产商线上零售价 (常规片)



资料来源: 天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

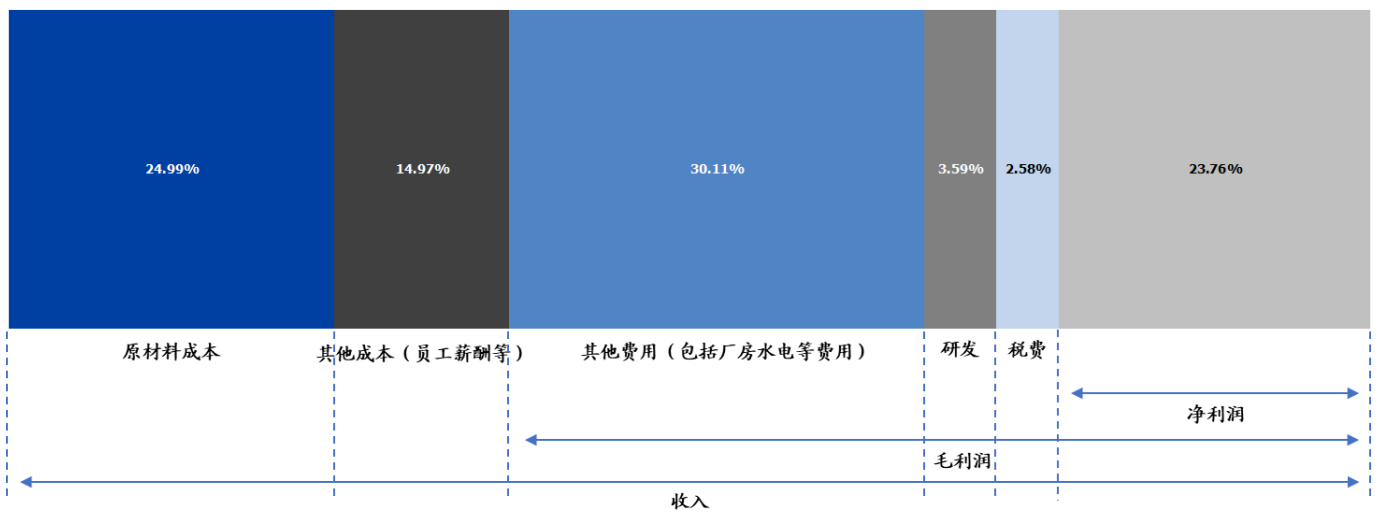
图表 50: 国内主要镜片生产商线上零售价 (防蓝光片)



资料来源: 天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

以明月镜片为例, 2018年-2021H1 公司综合镜片产品单价从 11.16 元/片提升至 18.45 元/片, CAGR 为 18.3%, 假设增速保持不变, 2022 年公司综合镜片产品单价约为 21.94 元/片, 毛利率为 60.04%。公司除镜片外其余产品毛利占比较小, 因此对净利率影响较小, 故假设公司镜片业务净利率约等于公司综合净利率 23.76%。公司出货渠道分为直销和分销, 占比分别为 70%/30%, 分销渠道中工厂将产品分销给各地经销商, 再由经销商将产品销售至零售商, 2020 年镜片经销商综合毛利率为 29.26%。

图表 51: 镜片生产商价值链拆分 (以明月镜片为例)

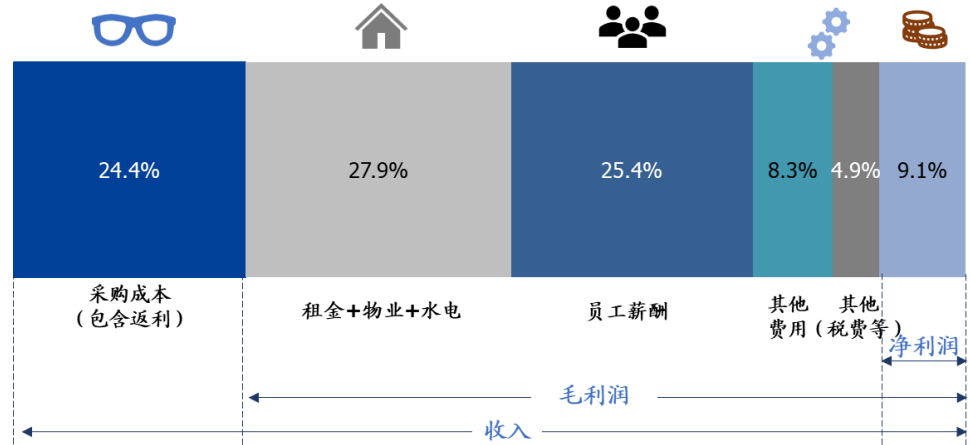


资料来源: Wind, 公司招股书, 国盛证券研究所 注: 基于 2022 年的数据。

2.4.3 下游销售: 格局分散, 连锁化趋势显著

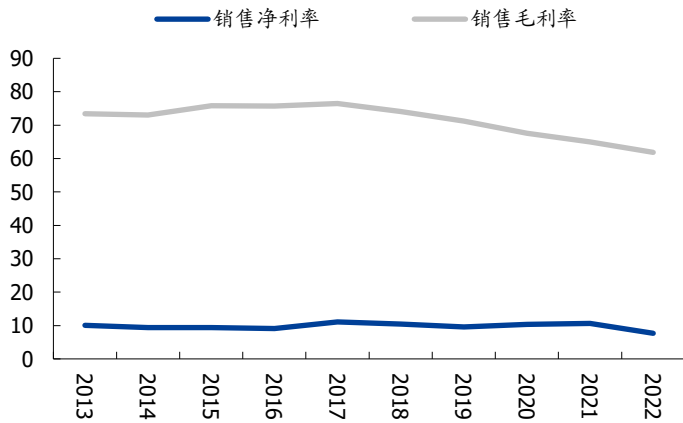
眼镜零售方面, 高毛利、低净利, 渠道链条长导致零售商较难集中。眼镜零售价值拆分中, 头部零售商凭借规模效应及品牌口碑能够获得一定采购优势, 供应商通常给予较高折扣, 根据博士眼镜招股书, 公司单幅框架镜采购价格平均低于 150 元, 返利占收入比重为 5%-7%, 此外由于视光服务具备专业及定制化属性且知名零售品牌具备一定溢价空间, 对应镜片及镜架产品毛利率 (含供应商返利) 可达 70%-80%; 房租和人工固定开支分别占营业收入的 20-30%, 且客户消费频次较低, 导致行业净利率仅约 10%。由于渠道服务属性重于产品属性, 渠道较高毛利率给予不同形式门店生存空间, 因此渠道较难集中。

图表 52: 眼镜零售商价值链拆分 (以博士眼镜为例)



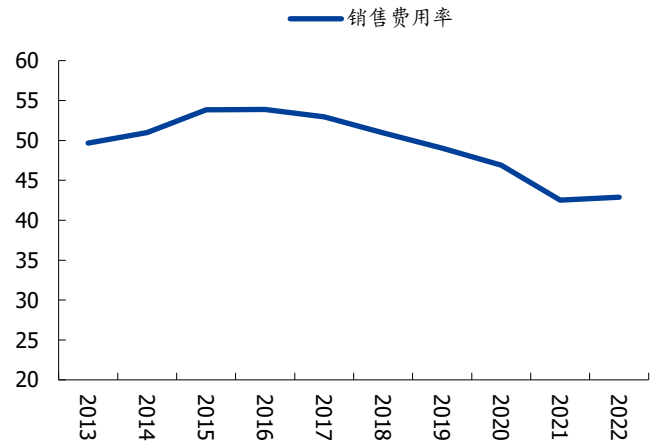
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所 注: 基于 2016 年的数据。

图表 53: 博士眼镜毛利率及净利率比较 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

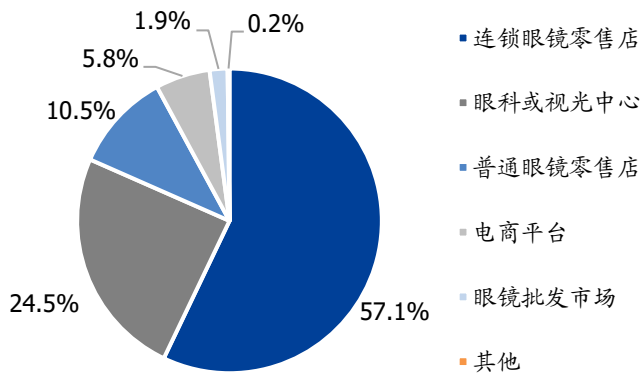
图表 54: 博士眼镜销售费用率较高 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

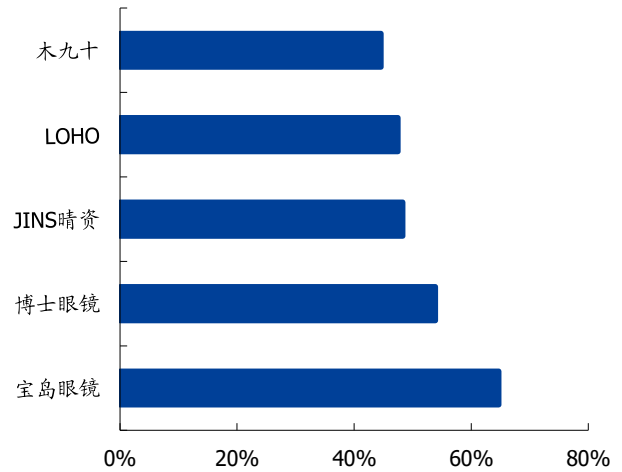
线下零售保持主流地位, 头部零售商品牌效应明显。由于配镜过程中验光、配镜、试戴等步骤依托于线下设备及专业人员服务使得线下门店成为消费者的主要选择, 根据艾瑞咨询, 2021 年 68%的消费者选择在零售店购买眼镜。目前我国眼镜零售店包括全国性连锁零售商 (宝岛眼镜、博士眼镜等)、地方性零售商 (宝视达等) 和个体经营眼镜店。其中连锁零售商包括宝岛眼镜、博士眼镜等专业零售商以及近年来兴起的木九十、LOHO 等快时尚眼镜店; 全国连锁眼镜店具备较强品牌效应, 根据艾瑞咨询, 消费者对于宝岛眼镜、博士眼镜的认知度均超过 50%。

图表 55: 消费者购买眼镜及镜片的主要渠道



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 56: 消费者对眼镜店品牌的认知情况



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

眼镜零售商格局分散, 预计未来整合加速, 快时尚眼镜店快速扩张。根据我们渠道调研, 截至 2022 年末我国眼镜零售门店数量超过 12 万家, 截至 2022 年末, 宝岛眼镜门店数量约为 1200 家, 博士眼镜门店数量 513 家 (其中直营 492 家), 市占率均不足 1%, 眼镜零售格局呈现分散化特点。近年来宏观环境波动对中小零售店经营产生冲击, 但头部连锁品牌凭借良好的信用条件与筹资能力实现逆势扩张, 2020-2021 年博士眼镜扩张近 100 家直营门店, 同时 2023 年收购汉高信息、推进轻加盟策略, 市场份额有望持续提升。此外, 近年来快时尚眼镜店以潮流风格、开放式陈列、独特品牌文化等吸引更多年轻消费者, 国潮品牌快速崛起, 木九十近十年期间快速覆盖国内一、二线城市核心商圈及海外市场、门店数突破 800 家。

产品结构中高端化, 连锁门店更易获取消费者信任。伴随近视防控需求快速增长、老龄化加剧带动老花镜需求提升, 零售商产品结构不断调整, 多点渐进、离焦镜等中高端近视防控产品占比不断提升。2022 年博士眼镜青少年近视防控离焦镜片及成人渐进镜片销量分别同比增长 19.96%/21.81%; 此类产品具有较强医疗属性, 而与医院等医疗机构深度合作连锁眼镜门店具备专业的验光和眼科咨询服务, 同时连锁门店统一的品牌形象及规模化运营塑造专业可靠的品牌形象, 更能够获得消费者认可及信赖。

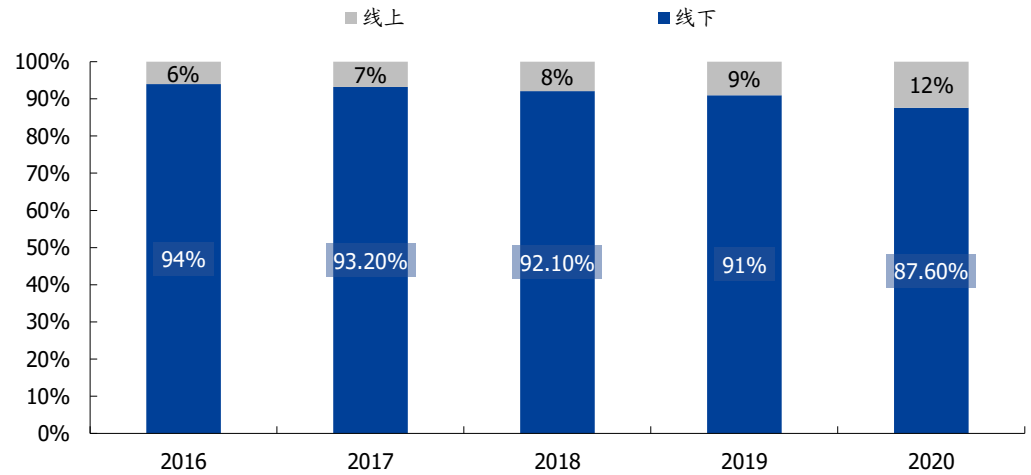
图表 57: 我国主流眼镜零售商梳理

分类	品牌	门店数量	销售额	简介	
全国连锁	宝岛眼镜	宝岛眼镜	1200家	-	成立于1956年台湾, 1997年进入中国大陆, 在武汉开设了首家大陆分公司。在专业化+数字化战略下, 不断引进国际级视光高科技产品及设备, 和国家级重点高校合作, 培养专业人才, 同时不断引进专业设备、筛选专业商品、为消费者提供视健康专业服务。
	博士眼镜	博士眼镜	直营近490家, 目前开放加盟	8.87亿元	成立于1993年, 是国内眼镜零售行业首家上市公司, 经营网点已遍布23个省份, 代理销售全球100多个知名品牌, 与全球许多知名眼镜企业建立了长期战略合作关系, 与众多信誉卓著的国内外大型连锁商业机构合作, 建立广泛的销售和服务网络。
	GBV 大光明眼镜	大光明眼镜	500+	-	成立于2005年, 定位为大众信赖的专业视光验配中心, 以注重眼健康为导向, 把GBV大光明眼镜打造为集眼视光医疗、眼视光教育、眼镜文化、眼镜设计、眼镜连锁于一体的眼视光综合品牌。
快时尚眼镜店	木九十	木九十	800+	10亿+	成立于2010年, 是为全球年轻人而生的新锐造型眼镜品牌。木(材质源于竹木)九(持久品质)十(完美的制造工艺)以做中国最好的潮流眼镜品牌为宗旨, 赋予眼镜新主张, 用佩戴彰显自我, 2022年启动明星代言项目, 聘请龚俊为代言人转化粉丝社群。
	LOHO	LOHO	近1000家	-	成立于2012年, LOHO首创的M2C新模式, 依托柔性供应链数字化管理, 预测市场趋势, 打破行业垄断, 从工厂制造直接对接销售终端; 合作全球知名设计师, 紧跟时尚趋势, 赋予眼镜更高性价比的品牌体验。
区域连锁	宝视达	宝视达	600+家	-	成立于1987年, 目前占据河南眼镜零售业的半壁江山。公司始终坚持“以质量为前提, 靠质量求生存, 以管理促发展”的战略指导思想, 以时尚、健康、专业为服务理念。本着与供货商、企业及消费者实现多赢、共赢的战略方针, 与国际一线品牌建立战略合作关系。

资料来源: 各品牌官网, 公司招股书, 国盛证券研究所

抢占流量入口，线上+线下融合趋势显著。近年来受到电商普及、宏观环境冲击线下场景式消费等因素影响，龙头零售品牌多维度拓展线上流量入口，2016-2020年眼镜零售行业线上销售占比从6%快速提升至12%。头部厂商及零售商通过入驻电商平台开展促销活动，引导隐形眼镜、太阳镜等线下依赖度较低的品类进行销售转化；同时通过线上直播、知识推送等方式转化公域与私域流量，引导顾客线下体验，建立线上线下协同的顾客专业化服务场景。如宝岛眼镜2015年推进数字化战略，目前在大众点评、小红书、知乎、抖音等平台运营8000+账号、在微信公众号和企业微信累积会员超过1000万人，线上运营实力突出。

图表 58: 中国镜片市场分渠道零售额 (%)



资料来源:《中国镜片行业白皮书》，国盛证券研究所

2.4.4 海外对比: 技术领先，格局集中

原料端: 海外掌握高端原料，国内逐步实现原料自制。根据日本三井化学 2022 财年披露，2022 财年研发费用率为 2.29%，公司已掌握 1.67/1.74 折射率原料的大批量生产技术，并已经开始进行下一轮 1.60/1.67/1.74 折射率原料的扩产计划，加速占领高折射率原材料的市场份额。对比国内，根据明月镜片招股书，公司目前对日本三井化学及韩国 KOC 具有一定程度的原材料依赖；虽经过不断投入研发，公司成功掌握部分树脂原材料自主生产技术及改进工艺，目前已实现 1.56 和 1.60 折射率预聚物自主批量生产，但对于 1.67 及以上折射率预聚物仅掌握实验室制备的配方和流程，难以大批量生产。

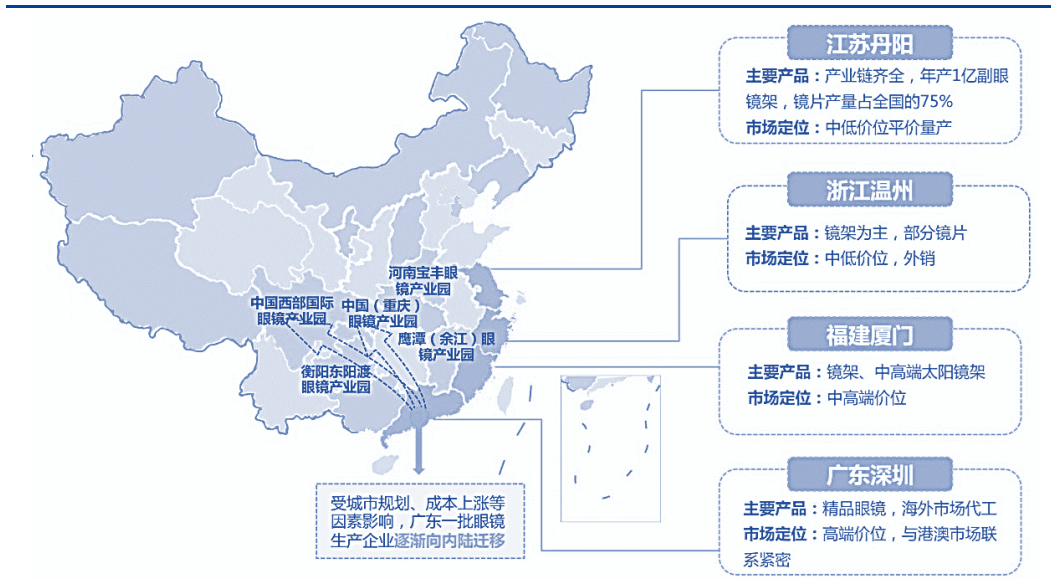
图表 59: 中国镜片厂商对海外镜片原料仍存在依赖

		采用产品				
		折射率 1.60		折射率 1.67		折射率 1.74
		MR-8™	MR-8™plus	MR-7™	MR-10™	MR-174™
 康耐特	上海康耐特光学有限公司	●	●	●	●	●
 万新光学	江苏万新光学有限公司	●		●		
 汇鼎镜片	江苏黄金屋光学有限公司	●		●		
 奥天	江苏奥天光学有限公司	●		●		
 伟星光学	浙江伟星光学有限公司	●		●		
 优立光学	江苏优立光学眼镜有限公司	●				
 汇鼎镜片	江苏汇鼎光学眼镜有限公司	●		●		
 天润光学	江苏天润光学镜片有限公司	●		●		
 HI VISION	江苏海一比真光学镜片有限公司	●				
 明月	江苏明月光电科技有限公司	●			●	

资料来源: 三井化学官网, 国盛证券研究所

制造端: 承接代工需求、发展迅速, 国内制造能力突出。中国在过去几十年通过为海外镜片公司代工、产业发展迅速, 生产设备先进、生产技术和经验丰富, 目前已成为全球最大的眼镜制造国之一, 在广东、浙江、江苏、福建等地形成规模化的产业集群。其中, 江苏丹阳镜片制造能力最为突出, 当地镜片年产量约占全国产量的 75%、世界镜片产量的近 50%。

图表 60: 中国眼镜行业产业聚集地

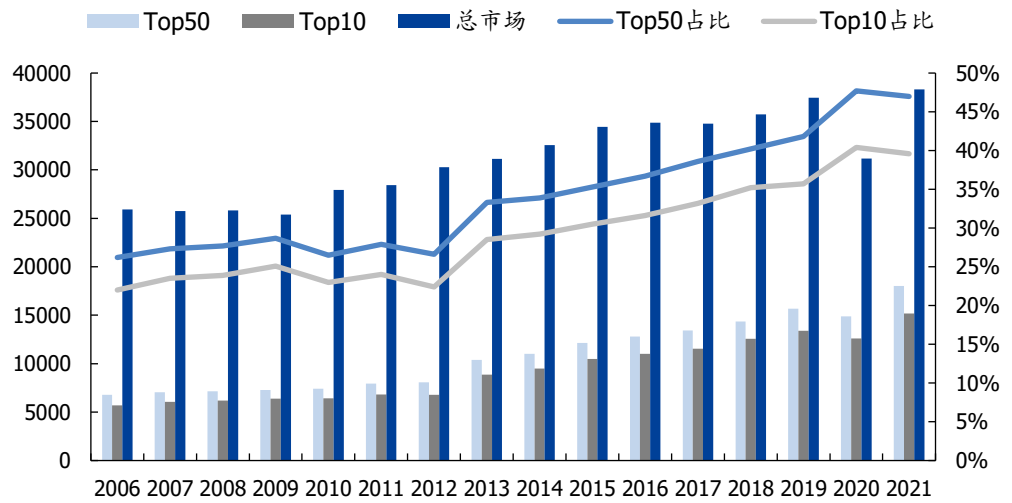


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

零售端: 海外眼镜份额集中, 国内分散。2006-2021年美国眼镜行业前50的公司市场份额占比从26.2%上升至47.0%, 头部10家公司的占比从22.0%提升至39.6%, 市场集中度持续提升。近五年来行业头部公司基本保持稳定, 其中 Vision Source L.P.为2013年由美国数千家独立验光师诊所签订合同成立的责任医疗组织, 截至2021年底已有门店

3139家，营收规模达26.7亿美元；Luxottica Retail为全球最大的眼镜企业之一，2018年与依视路正式合并，截至2021年底美国范围内已有门店2043家，营收达24亿美元。对比国内，海外眼镜行业独立验光诊所发达且市场资本化程度较高，头部公司持续通过收购合并方式推动行业逐步集中。

图表 61: 美国眼镜行业前十及前五十大公司市场份额变化 (百万美元, %)



资料来源: Vision Monday, 国盛证券研究所

图表 62: 2021年美国眼镜零售行业头部公司

公司名称	门店数量	公司简介
Vision Source,LP	3139	成立于1991年，会员数量已超过4000名。公司于1997年被TLC Vision Corporation收购，又于2015年被依视路同意收购，在2006年成立Smile Source，并于2013年加入ACE。
Luxottica Retail	2043	成立于1961年，是全球时尚、奢侈和运动眼镜领军企业。公司产品销售遍布全球150多个国家，通过并购收购不断扩大其在全球不同区域范围内的零售业务。
National Vision Holdings, Inc.	1278	成立于1990年，是美国第二大、增长最快的眼镜零售公司之一，拥有近1300家门店和2200多名验光师。公司2011年收购AC Lens，增加电商平台，2014年被Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.的关联公司收购。
Walmart Inc.	3422	成立于1962年，是一家全球领先的零售企业。于2019年9月推出沃尔玛健康中心，2022年收购AR光学科技技术公司，与Elton John合作扩大产品系类、增加用户体验。
EyeCare Partners LLC	686	成立于2015年，是一家临床一体化眼科护理领先企业，拥有超过1000名供应商，与世界著名的视觉护理卓越中心合作。公司通过不断的收购和扩建活动收购眼科诊所和手术中心。
Costco Optical	543	成立于1976年，提供各种类型的隐形眼镜、名牌设计眼镜和太阳镜及最新的高清镜片技术。公司与验光医生合作在门店内或附近设有诊所，于2016年与福利公司VBA签订协议成为其眼健保险提供商。
Visionworks of America, Inc.	716	成立于1984年，是美国第六大光学连锁店，在全美近40个州和哥伦比亚特区拥有700多家门店，提供多种眼镜和隐形眼镜选择，以及为客户提供一流的眼科检查服务。
Capital Vision Services dba MyEyeDr.	817	成立于2001年，管理着多家独立验光诊所，提供全面和个性化的光学服务。公司先后进行多次收购和合作，2014年收购Doctor's Vision Centers和Eye Care Associates，2015年进行资本重组，2019年被高盛收购，2021年与美国验光师协会建立合作伙伴关系。
Warby Parker	158	成立于2010年，通过设计眼镜本身、直接向消费者销售，提供比其他品牌价格更低的处方眼镜。
Keplr Vision	286	成立于2019年，是一家提供业务支持服务和供应链管理给私人眼科诊所的公司。公司通过合并、合作和联盟等方式扩张，在西部地区有较强影响力。

资料来源: Vision Monday, 各公司官网, 国盛证券研究所

国内供应链能力突出，零售整合有望加速。国内供应链能力逐步完善，上游原料逐步实现自制，部分高端原料仍依赖进口，中游制造端产量全球领先，制造技术逐步提高、目前广东、浙江、江苏、福建等地形成规模化的产业集群，生产制造能力全球领先。目前国内眼镜零售门店仍处于整合早期、伴随龙头连锁品牌门店数量快速扩张、供应链&品牌势能逐步放大，且通过资本化手段加速渠道加盟转型，市场集中趋势有望加速。

3 康耐特光学：产品力+供应链能力，构筑镜片龙头护城河

3.1 产品力：多元化&高端化，一站式满足客户需求

产品矩阵丰富，满足客户多元化需求。公司拥有超过 600 万个 SKU，包括双焦镜片、单光镜片、三焦镜片、渐进镜片等，镜片覆盖 1.499-1.74 折射率范围，镜片产品功能全面，包括偏光、防刮、光致变色、防蓝光、抗反光、防尘等，能够满足各类客户多元化需求。

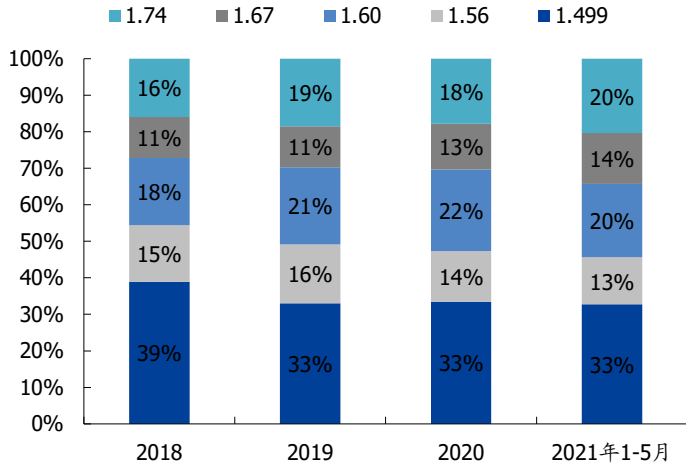
图表 63: 康耐特多元化产品矩阵



资料来源：公司官网，公司招股书，国盛证券研究所

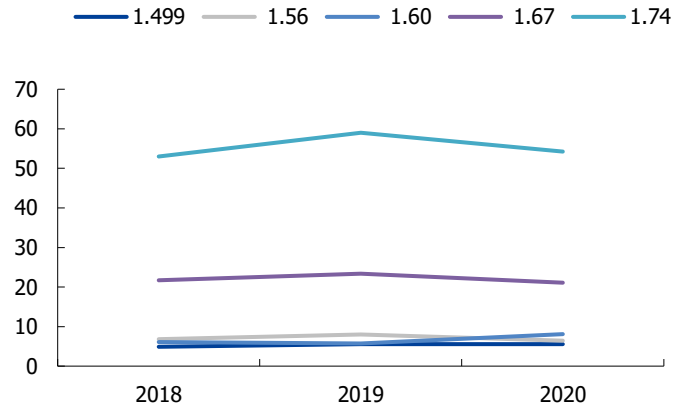
镜片价格&生产制造难度与折射率呈正相关。折射率是用来计量光线穿过一个媒介到达另一媒介时的弯曲程度，高折射率的媒介可更有效地弯曲光线，高折射率镜片的边缘比近视屈光度相同、折射率较低的镜片更薄。2020 年公司 1.74/1.67/1.60/1.56/1.499 折射率镜片平均售价分别为 54.24/21.09/8.09/6.43/5.56 元/片。2018-2020 年 1.74/1.67 折射率产品收入占比逐年提升，带动公司盈利能力稳步上行。

图表 64: 镜片分折射率收入占比



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 65: 高折射率镜片产品价格更高 (人民币元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

产品迭代推新, 矩阵持续扩充。公司依托强大的技术研发、供应链定制化&柔性化生产能力, 持续扩充多元化产品矩阵, 新品包括 1.74 Fix 双曲面减薄镜片、针对青少年近视防控推出的儿童离焦镜片、UV PLUS 蓝光防护镜片、成人多点渐进产品等。

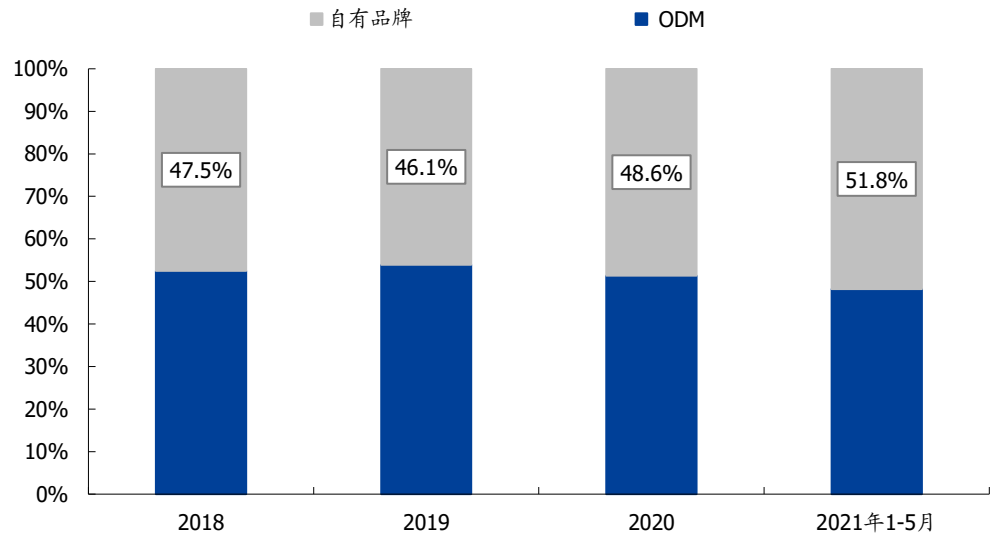
图表 66: 公司持续推出新品

1.74 Fix双曲面减薄镜片	青少年近视管理	UV PLUS蓝光防护镜片	等像镜片
应用: 轻薄、边缘清晰、高质量视觉效果	根据青少年眼球曲率、面型、习惯而设计的各种矫视镜片	阻隔有害蓝光/眩光、透光率高达96%、防紫外线UV400	矫正左右不等像现象、提升双眼视力
主打市场: 全球消费者、中高度近视人群	学校、青少年	商务人士、学生等数码产品使用人群	屈光参差性远视/近视/弱视人群
推广策略: 为高需求客户提供超薄品质镜片	环形点触针孔设计缓解青少年近视状况	高阻隔率高透光、真护眼不偏色	缓解视觉疲劳、提升双眼协同、避免斜视加大

资料来源: 上海康耐特光学, 国盛证券研究所

自有品牌占比稳步提升。2018-2020 年公司自有品牌业务收入从 4.06 亿元提升至 5.31 亿元 (CAGR 为 14.5%)。截至 2021 年 1-5 月, 自有品牌占比提升至 51.8%, 逐渐成为公司业绩增长核心驱动力, 品牌竞争力逐步增强。

图表 67: 公司自有品牌收入占比



资料来源: Wind, 公司招股书, 国盛证券研究所

渠道布局专业、多元。公司通过与医院合作成立视光中心, 借助医院专业化渠道背书, 宣传视力保护防控知识, 推荐护眼矫视眼镜, 直接接触终端客户。此外, 公司掌握国内高度数模具生产&镜片生产加工工艺技术, 与医院合作推出白内障术后恢复镜片、超高光度镜片等特殊产品。公司布局抖音等新兴电商渠道, 通过专业科普方式提升品牌力。

图表 68: 康耐特与启东市人民医院合作成立视光中心



资料来源: 今启网公众号, 公司年报, 国盛证券研究所

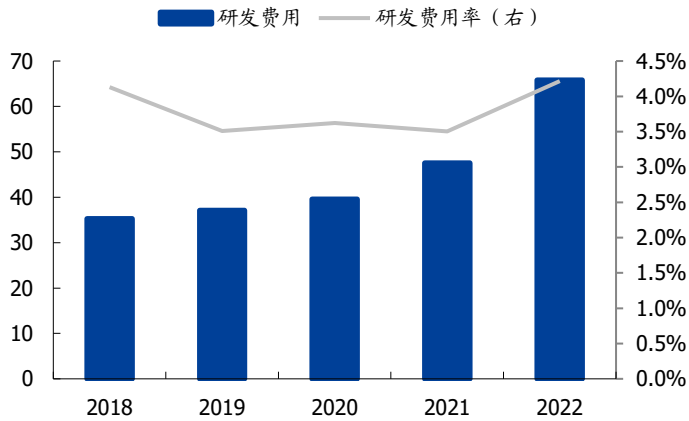
图表 69: 公司通过抖音渠道推广新品



资料来源: 抖音, 国盛证券研究所

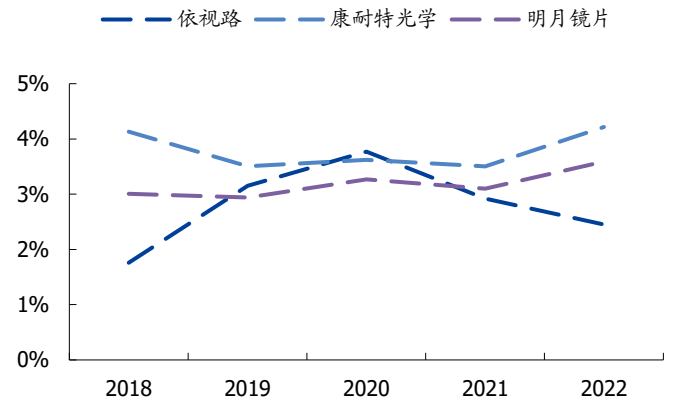
高度重视技术革新, 研发投入行业领先。公司研发实力雄厚, 拥有高分子化学合成、仪器分析、多功能检测三个实验室, 多年蝉联高新技术企业, 曾被上海市政府认定为“上海市认定企业技术中心”, 并获得“上海市高新技术成果转化百佳企业”称号, 荣获诸多专利与奖项。公司 2018-2022 年研发费用率分别为 4.1%/3.5%/3.6%/3.5%/4.2%, 位于行业内领先水平。

图表 70: 2018-2022 年公司研发费用及增速 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 71: 2018-2022 年龙头公司研发费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国际认可度高, 美誉度高。MR™系列材料方面, 康耐特是日本三井化学最重要的战略合作伙伴之一。三井化学曾向康耐特颁发“MR™品牌国际市场贡献奖”, 康耐特凭借其在MR™产品推广方面的积极贡献, 获得镜片原料领域全球龙头三井化学的高度认可。

图表 72: 康耐特与三井化学合作型号



资料来源: 上海市眼镜行业协会, 国盛证券研究所

图表 73: 三井化学向康耐特颁发“MR™品牌国际市场贡献奖”



资料来源: 上海市眼镜行业协会, 国盛证券研究所

3.2 供应链: 定制化&柔性化生产, 助力产品升级中弯道超车

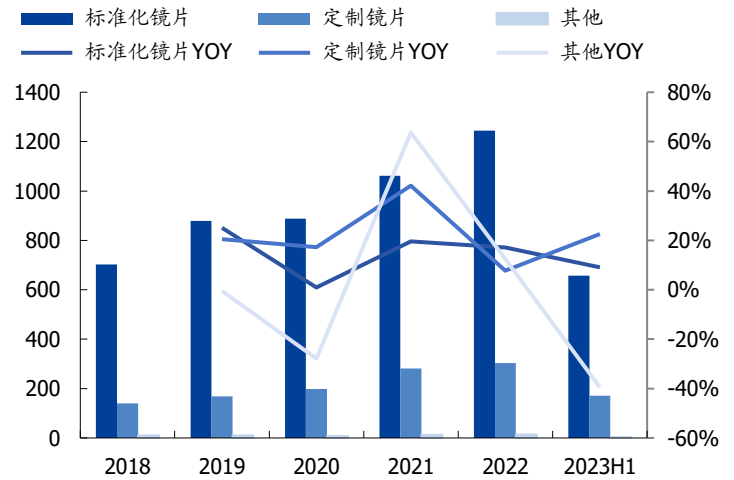
定制化占比稳步提升, 驱动单价&盈利能力稳步上行。定制化镜片对厂商的设计&生产制造&服务能力提出较高要求、壁垒较高。公司定制化镜片收入占比逐年稳步提升, 2018-2022 公司定制化收入从 1.40 亿元增长至 3.03 亿元 (CAGR 为 21.3%), 增速快于标准化镜片 (CAGR 为 15.3%)。截至 2023H1, 定制化占比达到 20.6%。2020 年公司定制化/标准化镜片平均价格为 54.2/8.4 元/片, 定制化价格显著高于标准化。2018-2020 年定制化镜片平均价格基本维持稳定, 伴随定制化出货占比提升, 拉动整体平均价格从 8.33 元/片提升至 9.95 元/片。

图表 74: 标准化、定制化镜片区别

	标准化	定制化
价格	提供参考价格	根据用户需求报价
性质&功能	根据一般参数制造	将各种参数组合于单一镜片以矫正视力缺陷, 如老花、近视、散光的组合; 更强的矫视能力; 满足客户特殊要求

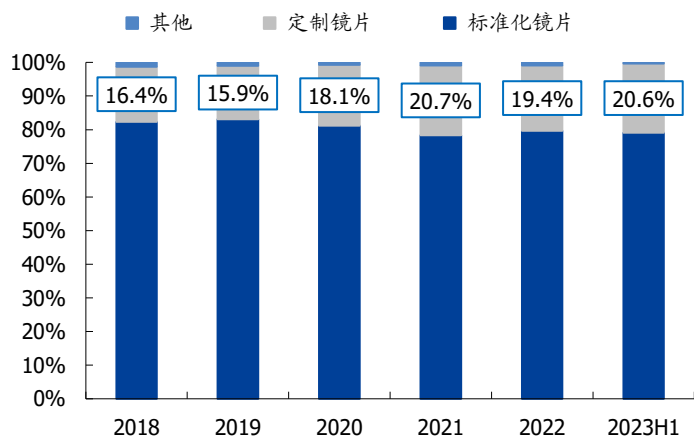
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 2018-2023H1 标准化、定制化镜片销售收入及增速 (百万元, %)



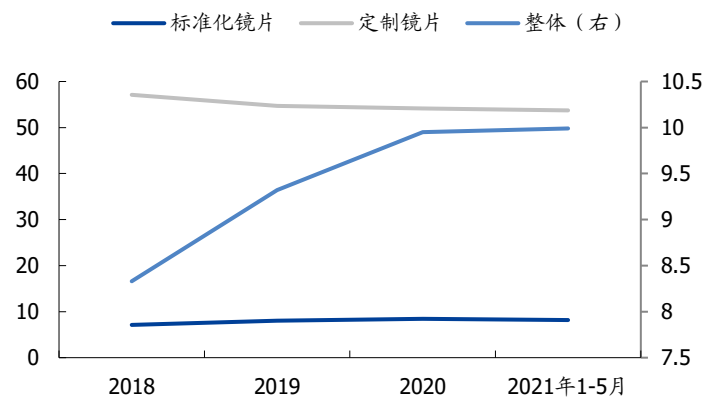
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 2018-2023H1 公司定制化收入占比稳步提升 (%)



资料来源: Wind, 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 77: 公司标准化、定制镜片平均销售价格 (元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

三大基地分工明确, 积极扩产提升份额。产能定制化&自动化水平不断提升, 生产工艺&效率持续优化。

- 上海基地: 生产 1.60/1.67 折射率标准化镜片及定制化镜片为主, 2023 年定制化产能预计比 2020 年翻倍, 定制化能力进一步提升; 同时布局研发中心。
- 江苏基地: 生产 1.499/1.56/1.74 折射率标准化镜片为主, 同时生产镜片模具。2023 年标准化镜片产能预计比 2020 年+13.6%; 同时布局研发中心。
- 日本基地: 生产 1.67/1.74 折射率标准化镜片为主。

图表 78: 公司生产基地、研发中心布局



资料来源: 上海康耐特光学公众号, 国盛证券研究所

图表 79: 公司产能、产能利用率 (百万件)

基地	生产产品	产能 (2020)	产能利用率 (2020)	产能 (2023E)
上海	1.60、1.67折射率标准 化镜片	20.13	85.5%	20.13
	定制镜片	4.26	85.2%	8.66
江苏	1.499、1.56、1.74折 射率标准化镜片 镜片模具生产	118.95	90.3%	138.15
日本靖江	1.67、1.74折射率标 准化镜片	2.36	87.5%	2.36

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

依托 C2M 新业态模式满足终端客户一站式需求。C2M 模式指工厂直面终端销售, 主要客户为眼科医院/眼镜店/诊所/连锁店/大型商超/在线网店。公司远程系统建设完善, 用户在线订单系统下单后, 信息直接传输至公司软件&生产设备; 同时也可以和客户自有系统打通, 提升客户下单便捷性&交付效率。

图表 80: 康耐特 C2M 业务模式

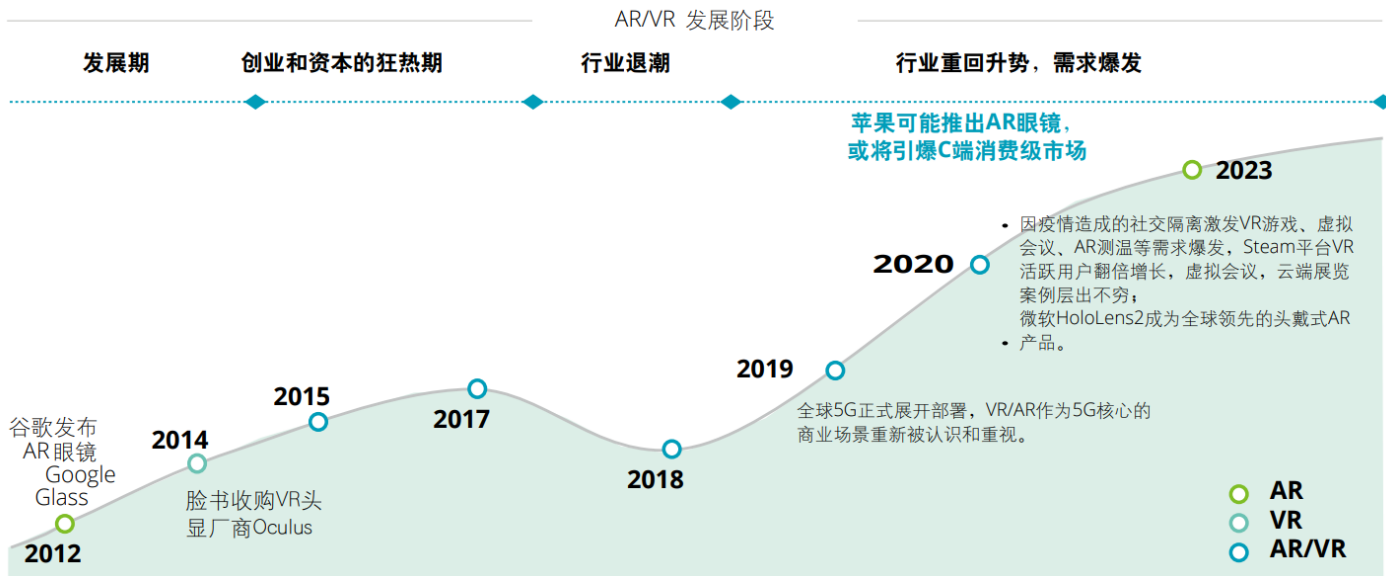


资料来源: 第 1 眼镜汇编, 国盛证券研究所

3.3 增量空间: XR 产业趋势兴起, 近视镜片重要性凸显

XR 高速发展可期, 新兴生态逐步形成。XR 分为 VR/AR/MR, 其中 VR 针对纯虚拟场景, 强调用户与虚拟场景的互动, AR 针对现实场景与虚拟场景结合, 强调对周围真实场景进行 3D 建模, MR 则是二者的结合。2012 年第一台 AR 眼镜产品由谷歌发布, 2014 年 Facebook 进军 VR 领域、完成对头显厂商 Oculus 的收购, 随即引爆创业和资本狂热。伴随 5G 的兴起, VR/AR 再次被重视, 疫情进一步催化行业需求爆发。

图表 81: XR 发展历程



资料来源：德勤《全球XR产业洞察：元宇宙系列白皮书-未来已来》，国盛证券研究所

图表 82: VR/AR/MR 区别

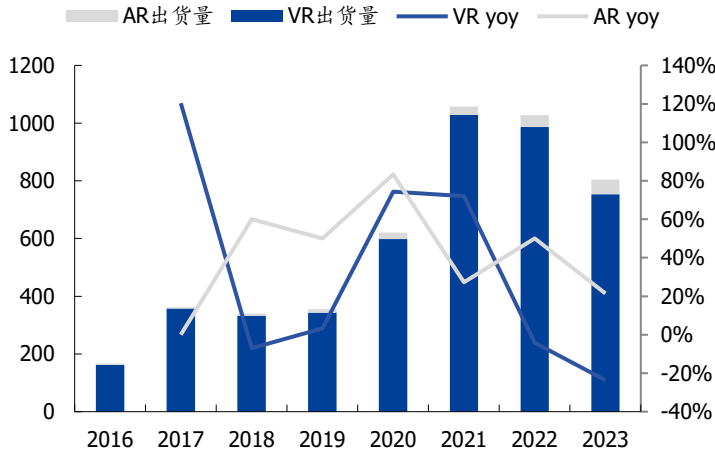
技术路线	定义	交互	技术	应用场景	相关玩家
VR	虚拟现实	纯虚拟场景，用户与虚拟场景互动	Graphics、虚拟场景构建	家用/游戏/娱乐	Meta、Pico（字节）
AR	增强现实	现实场景+虚拟场景结合，在摄像头拍摄的画面基础上，结合虚拟画面进行展示 & 互动	复原人类视觉功能，自主跟踪并对周围真实场景进行3D建模	信息提示/社交/娱乐/观赏/设计	微软、Magic Leap（国内）、Nreal（国内）、Rokid（国内）
MR	混合现实	结合AR+VR	视网膜投影技术、立体显示技术、自然交互技术、3D建模技术	工业/展览/建筑/医疗/教育	Meta、微软、苹果

资料来源：EDA365，国盛证券研究所

需求有望重回高增，预计 2022-2026 年全球 XR 市场规模 CAGR 为 36.2%。根据 Wellsenn XR，2016-2023 年 VR 设备出货量从 162 万台增长至 753 万台（CAGR 为 24.5%），AR 设备出货量从 5 万台增至 51 万台（CAGR 为 39.3%）。根据 Statista 预测，2022-2026 年全球 XR 市场规模有望从 293 亿美元增长至 1008 亿美元（CAGR 为 36.2%）。

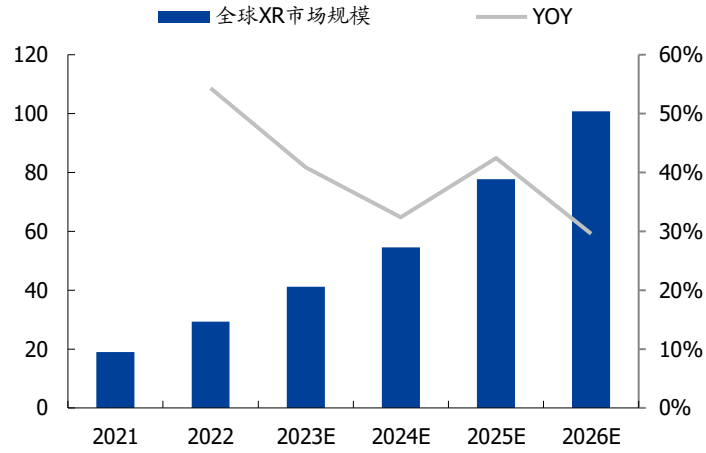
应用多元，C 端消费为核心驱动。根据 Wellsenn XR，1) VR: 2022-2023 年全球 VR 头显 B 端出货 70/69 万台（占比 5.9%/9.2%），具体场景包括教育/医疗/游艺设备/文旅等，C 端出货 1115/684 万台，具体场景包括游戏娱乐等；2) AR: 2022-2023 年全球 AR 头显 B 端出货 10.6/11.0 万台（占比 25.1%/21.8%），具体场景包括文旅/教育/工业/医疗/军事等，C 端出货 31.7/39.5 万台，具体场景包括观影/信息提示等。根据 Statista，2022 年全球 VR/AR 前五大应用场景为电子/服务业/制造业/电商/政府（分别占比 32.0%/12.9%/10.3%/5.2%/4.9%）。

图表 83: 2016-2023 年全球 VR/AR 出货量及增速 (万台, %)



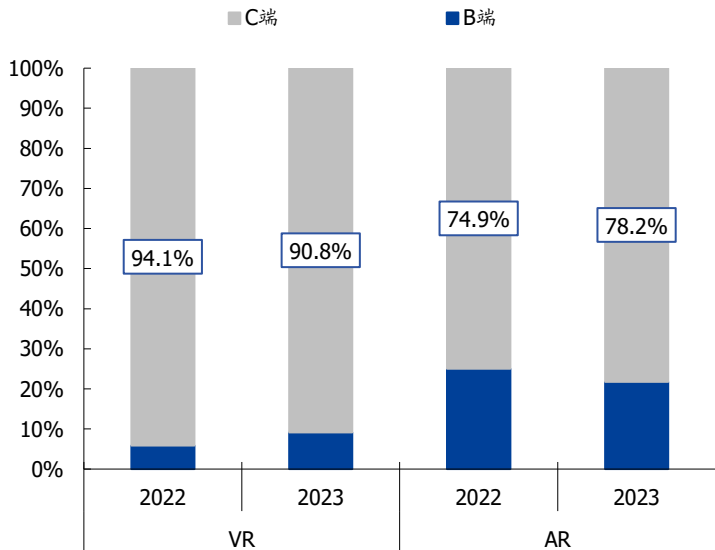
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表 84: 2021-2026E 全球 XR 市场规模及增速 (十亿美元, %)



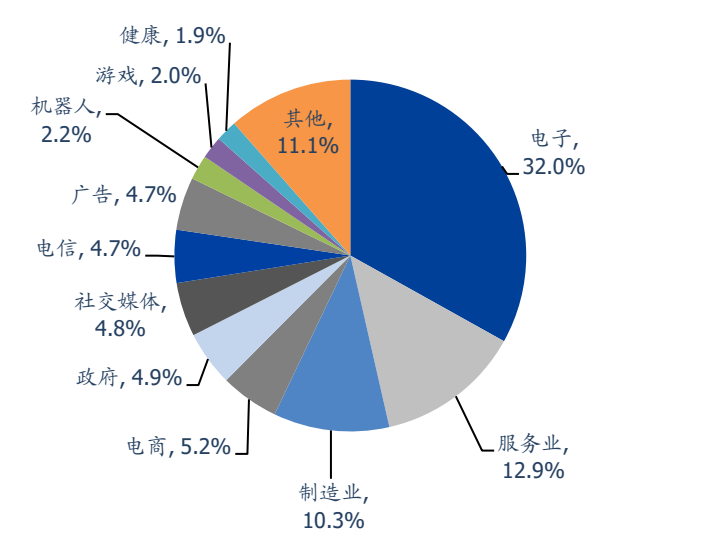
资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 85: 2022-2023 年全球 VR/AR 分场景占比 (出货量口径)



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所 注: Sell out 口径, 不含 VR 盒子/无屏 AR。

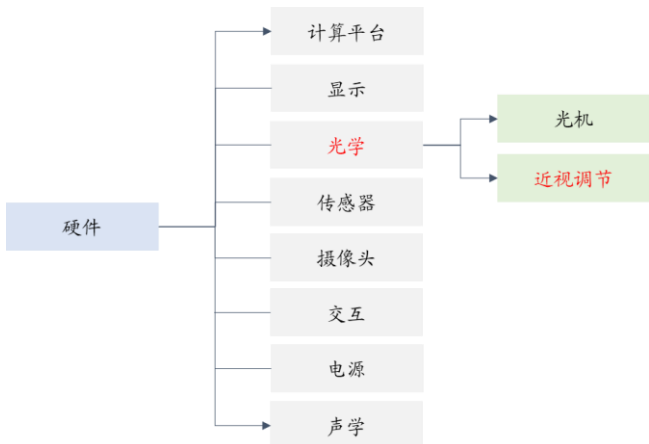
图表 86: 2022 年全球 VR/AR 分场景占比 (收入口径)



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

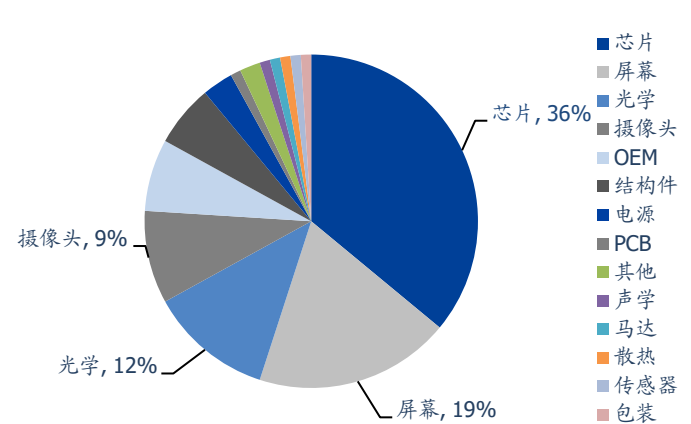
光学是 XR 一体机核心环节, 其中近视镜片在落地过程中重要性凸显。XR 硬件端主要包括计算平台、显示、光学、传感器、摄像头、交互、电源、声学等, 其中光学环节包括光机、近视调节等。根据 Wellsenn XR 对 Meta Quest 3 的拆解, 芯片/屏幕/光学/摄像头构成一体机主要成本 (成本占比分别为 36%/19%/12%/9%)。

图表 87: XR 一体机核心硬件



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所绘制

图表 88: Meta Quest 3 MR 一体机成本拆解



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

光学方案持续迭代，相关厂商技术突围。

- **VR:** 目前 VR 光学方案主要包括非球面透镜、菲涅尔透镜、Pancake、多叠折返式自由曲面、异构微透镜阵列、液晶偏振全息、超表面/超透镜，其中菲涅尔透镜是当前主流选择，相关玩家包括 Meta、Pico 等；Pancake 即将大规模应用，相关玩家包括华为、苹果等，其余技术路线份额均较低或仍处于前沿阶段。
- **AR:** AR 光学方案多次迭代，不同 AR 光学适配不同屏幕。目前存在离轴透镜、棱镜、BirtBath、自由曲面、光波导 5 种技术路线，不同方案之间差异较大。根据 Wellsenn XR，光波导具有轻薄、透过率高的优点，目前被认为是最具应用前景方案，缺点在于光效低，因此对显示屏的面积/体积/像素密度提出较高要求。

图表 89: VR 光学方案梳理

	非球面透镜	菲涅尔透镜	Pancake	多叠折返式自由曲面	异构微透镜阵列	液晶偏振全息	超表面/超透镜
常规FOV	90-180°	90-120°	70-100°	80-100°	150-180°	60-100°	80-150°
常规TTL	40-50mm	40-50mm	15-20mm	40-50mm	20-30mm	5-10mm	1-2mm
成像质量	边缘成像好	容易产生伪影和畸变	边缘成像质量好但容易产生伪影	容易产生畸变	视场角超大但容易产生伪影和畸变	FOC和Eyebox	色差小
优点	成本便宜	较轻薄、便宜	轻薄、成像质量好	有利于眼部元器件布置	轻薄、超大视场角	超薄、可实时变焦	超薄、光路可定制
量产价格	5-10元	15-20元	120-180元	50-100元	-	-	-
发展阶段	淡出市场	主流选择	即将大规模应用	小众市场	前沿研究	前沿探索	前沿探索
代表产品	VR盒子、PS VR	Meta Quest2、Pico neo3	华为VR Glass、苹果MR	Lynx	暂无	暂无	暂无

资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表 90: AR 光学方案梳理

	离轴透镜	棱镜	BirtBath	自由曲面	光波导
显示屏幕	LCD/OLED	LCOS/硅基OLED	硅基OLED	硅基OLED	LCOS/LBS/硅基OLED/MicroLED
理论光效	50%	15%	25%	35-80%	0.1-15%
亮度(尼特)	< 1000	3000-1万	1000-3000	1000-3000	3000-100万
体积	4-5寸	0.2-0.5寸	0.49-0.7寸	0.49-0.7寸	0.11-0.23寸
相关玩家	Meta AR、联想Mirage	Google Glass	Xreal Air、Rokid Max、雷鸟Air	联想Yoga T1、Arkonw A1	雷鸟X2、影目air、Hololens 2、李未可









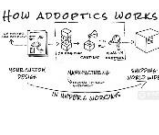
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

近视镜片为落地核心环节，当前磁吸/插入式为市场主流。随 XR 机型逐渐减薄，磁吸/插入式近视镜片凸显更换/拆卸便捷、视力矫正范围广的优点，但是由于镜片种类繁多，物流运输/库存管理/消费者体验复杂程度将大幅提升，同时也会增加重量负担。苹果第一代 Vision Pro MR 产品采用磁吸式，由蔡司供应近视镜片，定价方面，搭配蔡司普通镜片需另付 99 美元、处方镜片需另付 149 美元。

预装处方镜片优化体验，核心技术仍待突破。预装处方镜片具有减重、减薄、提升用户体验感的优点，但是行业技术层面仍有待攻克。苹果目前仍在对预装处方镜片方案持续研发；Meta 收购 Luxexcel，将 3D 打印处方镜片与 WaveGuides 等光波导技术融合，更擅长生产基于光波导的 AR 光学方案；Addoptics 宣称可生产支持偏振光的 Pancake 透镜。不同玩家持续研发迭代，行业有望迎来新突破。

康耐特有望凭借强大的技术实力&优异的定制化生产能力在 XR 行业迭代中获取一定份额。眼镜行业目前正经历产品迭代&升级整合阶段，产品不断推陈出新，具备定制化&柔性化生产能力的国内龙头企业有望在产品升级中实现弯道超车，康耐特未来成长可期。

图表 91: XR 近视镜片方案梳理

方案	玩家	近视镜片方案	图片	优点	缺点	进展
外加近视镜片	Rokid	屈光度调节（仅调节眼镜中显示内容的清晰度）+插入式		更换&拆卸方便，视力矫正范围广，不影响显示屏性能/视线追踪准确性	镜头组合种类繁多，物流运输/零售店库存管理难度大，消费者使用复杂程度提升	技术相对成熟
	雷鸟	磁吸式				
	影目	磁吸式				
	Xreal	卡扣式				
	Meta	磁吸式				
	苹果 (Vision Pro)	磁吸式				
	Pico	磁吸式				
预装处方镜片	苹果	预装处方镜片（研发中）	/	提升用户体验感	高度个性化，共享/转售难度提高，用户眼睛健康状况&近视度数可能改变	研发层面仍待突破
	Luxexcel（2022年12月被Meta收购）	直接用3D打印工艺制造镜片		提升用户体验感；采用轻薄的光学透明树脂材料，具有快速UV固化特性，可快速打印出光学镜片	具有高双折射率，且在阳光下会变黄，无法在偏振光下使用	技术仍在改进
	Addoptics	3D打印出模型后，注入热固化树脂形成光学镜片		提升用户体验感；采用固化更慢的树脂材料，具有更好的机械&光学性能，双折射率低，且不易变黄	制造时间较久	技术仍在改进

资料来源：天猫旗舰店，青亭网，国盛证券研究所整理

图表 92: 苹果 Vision Pro 近视镜片由蔡司供应



资料来源: IT之家, 国盛证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

根据我们预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 17.43/19.68/22.23 亿元（同比分别 +11.7%/+12.9%/+13.0%）。拆分来看：

- **标准化镜片：**标准化镜片为公司基本盘业务，客户结构稳定，持续高端化升级，高折射率镜片、功能性镜片出货占比提升，销售均价逐步抬升，预计收入保持稳健增长，2023-2025 年分别同比+10%/+10%/+10%。
- **定制化镜片：**公司 2011 年开始发力定制化业务，并以持续提升定制比例为战略目标，2023H1 定制化业务占比 20.56%，随公司定制化生产&交付能力逐步加强，预计定制化业务占比稳步提升，预计 2023-2025 年定制化占比分别为 21.5%/23.5%/25.5%。
- **盈利能力：**毛利率方面，随公司产品结构持续优化（高端化&定制化&自有品牌化）、内部成本优化能力不断加强，预计毛利率保持稳步提升态势。2023H1 毛利率为 37.3%，预计 2023-2025 年毛利率分别为 37.4%/38.4%/39.4%，逐年稳步提升。期间费用率方面，随公司加大产品研发&渠道布局，同时规模效应凸显&内部持续降本优化，预计 2023-2025 年期间费用率保持稳定，2023-2025 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别保持 4.5%/6.0%/4.0%。

图表 93: 康耐特光学盈利预测

单位: 百万元	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入	1058.85	1093.16	1356.08	1561.32	1743.27	1967.73	2222.61
YOY	24.0%	3.2%	24.1%	15.1%	11.7%	12.9%	13.0%
归母净利润 (亿元)	111.90	128.46	183.52	248.57	330.97	395.23	479.73
YOY		14.8%	42.9%	35.4%	33.2%	19.4%	21.4%
毛利率	33.0%	34.9%	33.9%	34.4%	37.4%	38.4%	39.4%
净利率	10.6%	11.8%	13.5%	15.9%	19.0%	20.1%	21.6%
分产品类型							
标准化镜片							
总标准化镜片	879.46	887.85	1062.14	1244.06	1368.47	1505.31	1655.84
YOY	25.1%	1.0%	19.6%	17.1%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	83.1%	81.2%	78.3%	79.7%	78.5%	76.5%	74.5%
定制镜片							
总定制镜片	168.66	197.84	281.26	303.00	374.80	462.42	566.77
YOY	20.5%	17.3%	42.2%	7.7%	23.7%	23.4%	22.6%
占比	15.9%	18.1%	20.7%	19.4%	21.5%	23.5%	25.5%

资料来源: Wind, 公司招股书, 国盛证券研究所

4.2 投资评级

公司深耕镜片行业，全球地位稳健，客户粘性较强，自有品牌竞争力逐步加强，定制化能力持续深化，自有品牌&定制化产品销售占比稳步提升，驱动单价&盈利能力持续向上。预计 2023-2025 年公司归母净利润将分别为 3.31/3.95/4.80 亿元，同比分别 +33.2%/+19.4%/+21.4%，对应 PE 为 8.5X/7.1X/5.9X。选取同处于光学行业的永新光学、明月镜片、博士眼镜作为可比公司，2024 年可比公司平均估值为 22.9X，考虑公司经营稳健，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 94: 可比公司估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE			EPS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603297.SH	永新光学	83.28	74.91	28.8	23.1	17.6	2.60	3.24	4.25
301101.SZ	明月镜片	63.11	31.32	37.6	29.7	23.6	0.83	1.06	1.33
300622.SZ	博士眼镜	27.12	15.57	20.8	15.7	12.3	0.75	0.99	1.27
	平均			29.1	22.9	17.8			
2276.HK	康耐特光学	28.14	6.60	8.5	7.1	5.9	0.78	0.93	1.12

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价, 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

风险提示

自有品牌销售不及预期: 如镜片行业竞争加剧, 公司自有品牌销售不及预期, 可能导致经营业绩承压。

定制化销售不及预期: 定制化比例提升空间受宏观环境及消费习惯影响, 行业定制化需求不达预期, 可能导致公司经营业绩承压。

VR/AR/MR 推进不及预期: XR 放量受玩家推新和需求景气度共同影响, 行业放量不及预期, 可能导致公司增量业绩无法释放。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com