

电子

2025年06月17日

# 舜宇光学科技 (02382)

——加载智驾、XR 与机器视觉，光学舰队再启航（智联汽车系列 45 暨 XR 系列 10）

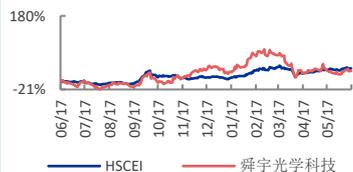
报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2025年06月16日

收盘价 (港币)	64.10
恒生中国企业指数	8729.99
52 周最高/最低 (港币)	96.15/38.95
H 股市值 (亿港元)	701.77
流通 H 股 (百万股)	1,094.80
汇率 (人民币/港币)	1.0934

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

杨海晏 A0230518070003  
yanghy@swsresearch.com  
林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

杨紫璇 A0230524070005  
yangzx@swsresearch.com  
陈俊兆 A0230124100001  
chenjz@swsresearch.com

联系人

杨海晏  
(8621)23297818x  
yanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **舜宇光学 1984 年创立，专注光电 50 年，已成为全球领先的综合光学零件及产品制造商，是“从乡镇企业向现代化生产迈进的典范”。**近 20 年来，坚持“名配角”战略，深耕 8 大应用。“财散人聚，共同成长”，舜宇光学与员工共享成长收益，高管持股低于 10%。

● **舜宇光学三类产品：1) 光学零组件：**包括玻璃/塑料镜片、平面光学产品、手机镜头、车载镜头、安防监控镜头及其他各种镜头；**2) 光电产品：**主要包括手机摄像模组、3D 光电模组、车载模组及其他光电模组；**3) 光学仪器：**主要包括显微镜、光学测量仪器及各种高端光学分析仪器。2024 年舜宇光学实现了高端仪器国产替代，3D 超景深数码显微镜综合性能处于国内领先水平。

● **手机镜头及摄像模组市占率均全球第一，2024 走出周期底部。**2024 年舜宇光学手机镜头市场占有率全球第一，份额达 30.8%；手机摄像模组市场占有率位居全球第一，份额 12.1%。手机光学模组领域，舜宇光学在双摄/ToF/潜望式模组多个创新节点的量产节奏领先同行，彰显公司研发实力。2019 年以来，舜宇光学潜望模组和大像面模组放量出货，2024 年，潜望模组和大像面模组（1/1.5" 及以上）出货量达 24kk。未来，智能手机摄像头在主摄（大像面、尺寸小型化）、长焦/潜望、广角高端化趋势持续。

● **智能驾驶发展迅速，车载镜头出货多年全球第一，第二曲线摄像模组、HUD。**舜宇车载镜头出货量 2012 年以来全球第一，舜宇玻塑混合车载镜头量产经验逾 10 年。2024 年，舜宇车载模组全自动生产线效率提升 30% 以上，加速国产化，舜宇光学 8M 车载模组全球市占率第一。激光雷达、HUD、智能车灯在各种车型上的应用更为广泛。

● **"光学零件→显示模组→整机设计→检测设备"全链路垂直整合，卡位 XR 供应链核心位置。**2024 年舜宇 AR 眼镜已量产，AI 眼镜完成研发，且 AI 眼镜客户扩展至 30 逾家。

● **全球化生产基地与销售网络布局。**舜宇 4 个国内生产基地分别位于河南信阳、上海、浙江余姚、广东中山，境外生产基地主要有印度、越南。

● **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计 2025-2027 年舜宇光学科技营收分别为 434/456/479 亿元，归母净利润分别为 34/39/44 亿元，对应 2025 年 PE 为 19X。2025 年可比公司（瑞声科技、小米集团）平均 PE 24X，较舜宇光学科技高 30%，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：地缘政治和通胀风险，海外建厂风险，供应链管理风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,681	38,294	43,432	45,628	47,935
同比增长率 (%)	-5	21	13	5	5
归母净利润 (百万元)	1,099	2,699	3,442	3,931	4,422
同比增长率 (%)	-54	146	28	14	13
每股收益 (元/股)	1.01	2.48	3.14	3.59	4.04
净资产收益率 (%)	4.90	10.90	12.20	12.23	12.10
市盈率	58.4	23.8	18.6	16.3	14.5
市净率	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 投资案件

### 投资评级与估值

**首次覆盖，给予“买入”评级。**预计 2025-2027 年舜宇光学科技营收分别为 434/456/479 亿元，归母净利润分别为 34/39/44 亿元，对应 2025 年 PE 为 19X。2025 年可比公司（瑞声科技、小米集团）平均 PE 24X，较舜宇光学科技高 30%，给予公司“买入”评级。

### 关键假设点

1) 光电产品：预计 2025 年起，智能手机潜望式/大像面高端型号快速渗透，叠加车载摄像头模组加速放量。2025-27 年预计营收分别为 301/316/332 亿元，增速分别为 15%/5%/5%。由于 2024 年价格进入良性竞争，毛利率持续回升，预计 2025-27 年毛利率分别为 11%/12%/12%。

2) 光学零件：同样受益于智能手机潜望式/大像面高端型号快速渗透和车载 ADAS 镜头普及。2025-27 年预计营收分别为 129/135/142 亿元，增速分别为 10%/5%/5%。由于高端品为增长主力，预计 2025-27 年毛利率持续回升、分别为 36%/38%/40%。

3) 光学仪器：该业务历史上呈现平缓增长态势，机会在于高端国产化突破。基于 2024 销售额同比有所回落，而同时研发端 3D 超景深数码显微镜新品突破。假设 2025-27 年增速维持 10%，营收分别为 4.7/5.2/5.7 亿元。该业务毛利率属三类业务中最高，随着高端产品突破，预计 2025-27 年毛利率维持 46%。

### 有别于大众的认识

市场认为成长股的价值仅在于增速，我们认为失速期，企业的价值在于格局、行业地位。舜宇光学科技 50 年以来构建的产品力壁垒、智能制造壁垒可以作为护城河，而营收/利润的增速不仅与企业内功有关，也与下游产品成熟度有关。舜宇光学已布局 8 大应用，可以适度对冲行业波动风险，尤其在智能汽车、XR、机器人领域的布局，将构建新增长点。

### 股价表现的催化剂

- 1) 手机、车载光学高端产品增长超预期。
- 2) 主营业务毛利修复超预期
- 3) XR、机器人新业务增长超预期。

### 核心假设风险

地缘政治和通胀风险。海外建厂风险。供应链管理风险。

## 目录

<b>1. 全球领先的综合光学零件及产品制造商 .....</b>	<b>6</b>
1.1 专注光电 50 年，形成三大主业 .....	6
1.2 专注“名配角”战略，深耕 8 大应用 .....	9
1.3 内部培养管理层，与员工共享股权 .....	10
1.4 2019 年起加速布局全球化生产基地 .....	11
<b>2. 持续保持技术领先，构筑竞争壁垒 .....</b>	<b>12</b>
2.1 手机镜头及摄像模组市占率均全球第一 .....	12
2.2 车载镜头出货多年全球第一，第二曲线摄像模组、HUD .....	14
2.3 XR 领域具全链路供应能力，AR 眼镜率先量产 .....	16
<b>3. 盈利预测与估值.....</b>	<b>17</b>
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1：舜宇光学业务拓展史，专注光电领域 .....	6
图 2：舜宇光学营业收入（亿元，%） .....	7
图 3：舜宇光学归母净利润（亿元，%） .....	7
图 4：舜宇光学三大业务的收入占比（%） .....	8
图 5：舜宇光学三大业务的收入增长（亿元） .....	8
图 6：舜宇光学毛利率及净利率（%） .....	8
图 7：舜宇光学各业务毛利率（%） .....	8
图 8：2010 年舜宇光学头部客户 .....	9
图 9：2024 年舜宇光学头部客户 .....	9
图 10：舜宇光学各下游应用的收入增长（亿元） .....	9
图 11：舜宇光学各下游应用的收入分布（%） .....	9
图 12：舜宇光学股权架构稳定 .....	10
图 13：舜宇光学组织架构 .....	11
图 14：扩大全球布局提升大规模高端制造能力 .....	12
图 15：2023 年全球手机镜头厂商月产能（百万颗） .....	13
图 16：2025 年 3 月全球手机镜头出货量（百万颗） .....	13
图 17：舜宇光学手机创新趋势 .....	13
图 18：舜宇潜望模组和大像面模组出货量（kk） .....	13
图 19：2023-2029 车载模组收入规模 .....	14
图 20：舜宇光学车载镜头出货量（kk） .....	15
图 21：舜宇光学车载模组营收（百万元） .....	15
图 22：2024 年，舜宇车载模组全自动生产线效率提升 30%以上 .....	15
图 23：自动驾驶发展迅速，舜宇布局车载光学传感器及投显产品 .....	15
图 24：舜宇光学“光学零件→显示模组→整机设计→检测设备”XR 全链路垂直整合 .....	17
表 1：舜宇光学部分核心人员介绍 .....	11
表 2：舜宇光学手机业务 2024 研发进展 .....	13
表 3：舜宇光学车载业务研发进展 .....	16
表：舜宇光学 XR 发展脉络梳理 .....	

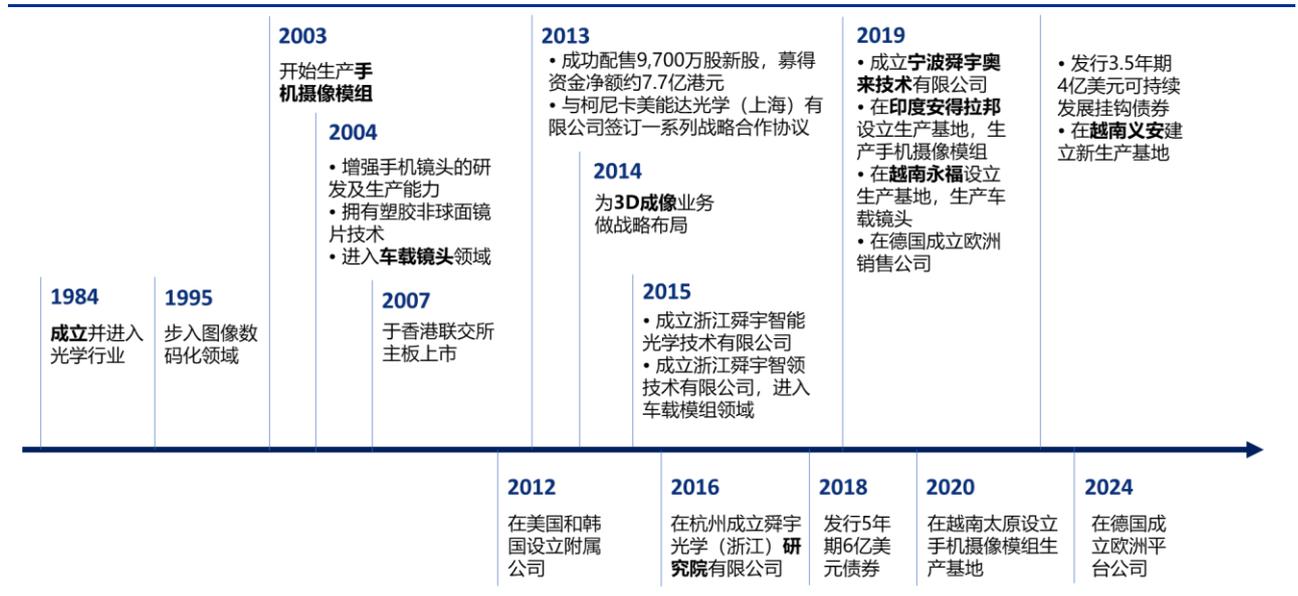
表 5: 舜宇光学科技关键假设 (百万元) .....	18
表 6: 可比公司估值表 .....	18
合并损益表 .....	20
合并资产负债表 .....	20
合并现金流量表 .....	20

# 1. 全球领先的综合光学零件及产品制造商

## 1.1 专注光电 50 年，形成三大主业

舜宇光学科技（集团）有限公司创立于 1984 年，从生产简单光学元件的乡镇企业，跨入现代光电高新技术领域，成为全球领先的综合光学零件及产品制造商。公司于 2007 年 6 月在香港联交所主板上市，是首家在香港上市的国内光学企业，2017 年成功入选恒生指数成分股，2020 年首次纳入恒生中国企业指数。

图 1：舜宇光学业务拓展史，专注光电领域



资料来源：公司公告，申万宏源研究

舜宇光学被著名光学专家王大珩称赞为“从乡镇企业向现代化生产迈进的典范”！舜宇光学科技发展经历了三个阶段：

### 1) 初创期（1984-2003）：借梯登高，深耕细作强化光学冷加工能力

以照相机镜头镜片为突破口，通过厂校联袂、借力登高攻克技术，以股权分配聚拢人心，是舜宇从乡办企业成长为国际大厂的成功要诀。

舜宇光学前身余姚市第二光学仪器厂成立于 1984 年，初期仅有 4 间厂房、6 万元贷款、8 名职工。建厂初期，公司确立光学冷加工方向，但在最初几年仅能承接国内低档照相机镜头加工业务。1988 年，公司与浙大光科系正式建立科技生产联合体，“厂校联袂”战略促使公司攻克光学冷加工技术，以微粉精磨与高速抛光代替传统古典抛光，大幅提升生产效率，借力登高，舜宇的产品开始闯向国际市场。

1988 年国内相机市场火热，舜宇制定“两个转变”战略，提出“从单一的国内市场转变为国内和国外市场同时并举。从单一的元部件加工转变为元部件加工和整机生产同时并举”，不仅使得公司从容应对 1999 年相机市场疲软风险，并且实现了产品转型<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 参考：《中国光电之星——舜宇集团腾飞的奥秘》

“财散人聚”是公司重要理念，1994年公司完成股份制改革，建立动态产权制度，聚拢人才，防范家族化经营。第一阶段公司体量虽小，但已展现出国际企业的格局，为后续发展打下坚实基础。

## 2) 第二成长阶段 (2004-2015)：全球光学舞台“名配角”

2004年，舜宇正式提出“名配角”战略，把“成为著名跨国公司的战略合作伙伴”作为公司战略目标。2003年，舜宇开始生产手机模组。2004年公司突破塑胶非球面镜技术，同年进入车载镜头领域。2007年，初代苹果手机问世，智能手机黄金时代的大幕被悄然拉开。舜宇在手机光学升级竞赛的前夕登入世界舞台，2007年获评宁波三星通讯设备有限公司优秀供货商，并于6月成功在香港联交所上市。2008年，舜宇逆金融危机之势，收购韩国手机摄像头企业力量光学 (Power Potics) 54.9%股份，开拓诺基亚、摩托罗拉国际客户。2010年，舜宇 COB 技术迎来智能手机高质量影像机遇<sup>2</sup>。2013年，舜宇收购日本镜头制造商柯尼卡美能达 (Konica Minolta) 在上海的镜头基地，增强 13M 以上手机镜头布局。

这一阶段，舜宇全面布局三星、华为、联想、中兴、OPPO 等“名客户”，确立了光学领域“名配角”地位。2004-2015年，舜宇光学收入增长 34 倍至 107 亿元，归母净利润增长 16 倍至 7.6 亿元。

## 3) 第三成长阶段 (2016-至今)：手机摄影化、智驾传感器多元化，波折前进

舜宇继续深化光学领域优势，并挖掘自动驾驶、AI 医疗等新兴产业机会。2016年，手机单摄性能接近物理极限，安卓厂商大力推进双摄机型，业界风向标苹果推出双摄机型 iPhone 7 Plus。2016年，舜宇千万像素以上的双摄手机镜头开始量产。

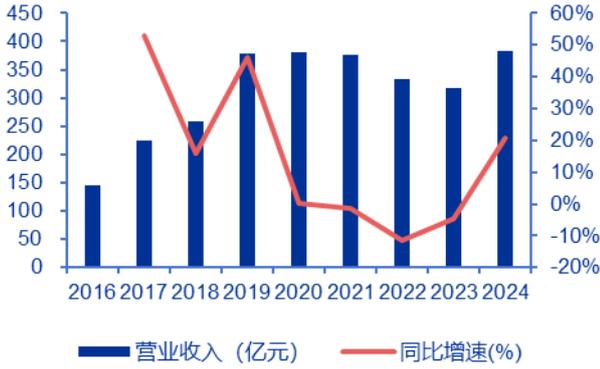
**光学升级方兴未艾，车载领域为公司注入长期动能。**车载摄像头领域，2004年舜宇进入汽车领域，2012年出货量已达全球第一。2016年，以 ACC(自适应巡航)、LKA (车道保持)、APA (自动泊车) 为代表的 L2 自动驾驶时代开启，车载摄像头需求量从 0~1 颗升级为 1~3 颗，L3 将升级至 3~8 颗。车载摄像头成为公司长期增长的坚实动力。2019年，舜宇完成 8M 前/侧/后视车载镜头研发。同年，AR HUD 核心模块亦取得可喜进展。

**2023-2024年，舜宇光学归母净利润触底反弹。**2019年以前，舜宇营收规模保持高增，2020年以后智能手机市场进入存量时代，2022-2023年舜宇光学营收及利润均承压。2023年，消费电子需求复苏不及预期、竞争加剧，舜宇光学零件及光学产品毛利率下滑，净利润为近 8 年新低。2024年，随着营收增长、毛利率修复，舜宇光学净利率回升至 7.3%。

图 2：舜宇光学营业收入 (亿元, %)

图 3：舜宇光学归母净利润 (亿元, %)

<sup>2</sup> P233 《中国光电之星》



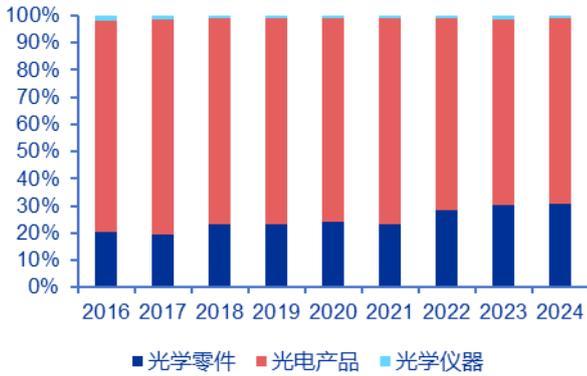
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**舜宇光学三类主要产品：**1) **光学零组件：**主要包括玻璃/塑料镜片、平面光学产品、手机镜头、车载镜头、安防监控镜头及其他各种镜头；2) **光电产品：**主要包括手机摄像模组、3D 光电模组、车载模组及其他光电模组；3) **光学仪器：**主要包括显微镜、光学测量仪器及各种高端光学分析仪器。其中，3D 超景深数码显微镜综合性能处于国内领先水平，2024 年实现了高端仪器国产替代。

图 4：舜宇光学三大业务的收入占比 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：舜宇光学三大业务的收入增长 (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：舜宇光学毛利率及净利率 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：舜宇光学各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 专注“名配角”战略，深耕8大应用

舜宇光学聚焦于光学产品领域，坚定不移地实施“名配角”战略。在成立三十周年庆典上，公司提出了千亿销售的目标，确定了“两个转变”的战略方向——从光学产品制造商向智能光学系统方案解决商转变，从仪器产品制造商向系统方案集成商转变。

坚持“以客户为中心”，始终将客户利益放在首位，已与相关业务板块的全球知名客户达成稳定、紧密、长期的战略合作关系。舜宇光学主要客户包括华为、小米、OPPO、vivo、联想、三星、海康威视、麦格纳、天合、大陆、索尼、松下、奥林巴斯及卡尔蔡司等。

图 8：2010 年舜宇光学头部客户

集团前五大客户	三星	松下	华为	中兴	尼康
知名客户	数码相机镜片业务	手机镜头业务	手机照相模组业务	光学仪器业务	其它业务
	三星 松下 尼康 索尼 奥林巴斯 柯尼卡美能达 宾得 Topcon 富士能 HEC LG	夏普(诺基亚) 三星 富士康 信利 光阵	夏普 华为 中兴 酷派 联想 oppo 天语 桑菲 富士康 金立	基恩斯 卡尔-蔡司 Optika Amscope	松下 三洋 光宝 致伸 Magna Continental Delphi Autoliv Steel-mate TTE 理光 Sindoh 旭丽 全友

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：2024 年舜宇光学头部客户



资料来源：公司公告，申万宏源研究

舜宇光学已经形成 8 大业务板块：手机事业、汽车事业、安防事业、显微仪器事业、机器人事业、AR/VR 事业、工业检测事业、医疗检测事业。舜宇自 2003 年开始生产手机摄像头模组，2003-2019 年手机光学为舜宇光学主要增长引擎；2020 年以来，增长引擎切换成车载光学。

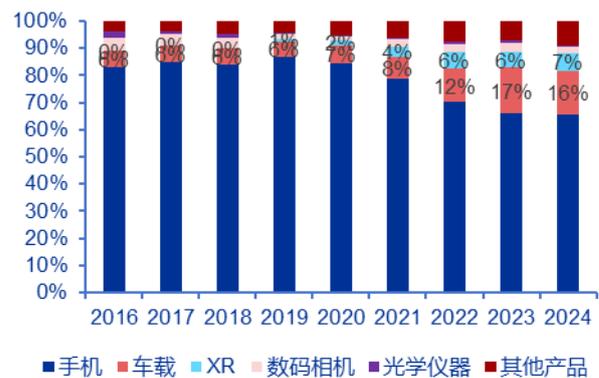
行业地位：据 Techno Systems Research Co., Ltd 2024 年报告，舜宇光学车载镜头的市场占有率连续多年位居全球首位，手机镜头市场占有率全球第一，手机摄像模组市场占有率位居全球第一。

图 10：舜宇光学各下游应用的收入增长（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：舜宇光学各下游应用的收入分布（%）



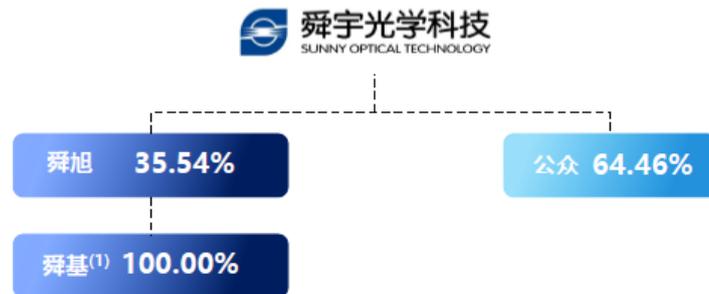
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 内部培养管理层，与员工共享股权

“财散人聚，共同创造”是创始人王文鉴重要理念，舜宇光学积极与广大员工分享利益，避免企业家族化，激发公司活力。舜宇多次战略转型的背后，是与员工收益共享的股权机制。

**舜宇光学通过员工持股计划共享成长收益，核心创始人、高管持股低于 10%。**舜宇光学的最大股东为舜旭有限公司，2024 年末持股 35.54%。舜宇集团雇员海外信托持有**舜基**全部已发行股本，且舜基拥有舜旭 100.00%股权，该信托由约 400 名员工持股人组成，代表公司早期及核心员工群体。据 2024 年年报披露的舜宇集团雇员海外信托的受益人情况，叶辽宁先生拥有 8.75%权益，王文鉴先生连同达盟信托服务（香港）有限公司拥有当中 1.69%权益，王文杰先生实益拥有当中 3.54%权益。

图 12：舜宇光学股权架构稳定



(1) 舜宇集团雇员海外信托为舜基有限公司全部已发行股本的信托，王文鉴先生连同达盟信托服务（香港）有限公司为舜宇集团雇员海外信托的两位受托人其中之一，兼为该信托之受益人之一。

\* 于2024年12月31日

资料来源：舜宇公告，申万宏源研究

#### 舜宇光学行政总裁从初代两位创始人向新一代管理层交接：

现任董事会名誉主席王文鉴先生，王先生于 1984 年加入余姚县城北光学仪器厂，任职工厂厂长，自 1994 年该公司转制为股份有限公司后担任总经理，并于 2009-2012 年任行政总裁之职。据 2024 年报披露，王文鉴先生为舜光信托的受益人及成立人，舜光拥有舜宇光学已发行股本 3.03%。

孙泱先生，1995 年毕业于宁波大学，取得经济学学士学位，并于 2005 年获取上海财经大学颁授的经济学硕士学位。孙先生于 2002 年加入舜宇集团，担任投资管理中心总监。孙先生自 2012-2024 年间任行政总裁。

新任行政总裁王文杰先生，于 1989 年从浙江大学光学仪器专业毕业后加入舜宇光学，作为舜宇引进的第一名大学生，从基层起步历任集团多个管理部门及子公司负责人，2024 年 月 日获委任为本公司行政总裁兼授权代表。年当选为中国光学学会副理事

长，负责推动中国光学行业发展；2022 年主导舜宇集团与浙大杭州国际科创中心合作，创立“浙大科创-舜宇创新研究院”；2025 年入选浙江省科学企业家，全省仅 10 名。

**表 1：舜宇光学部分核心人员介绍**

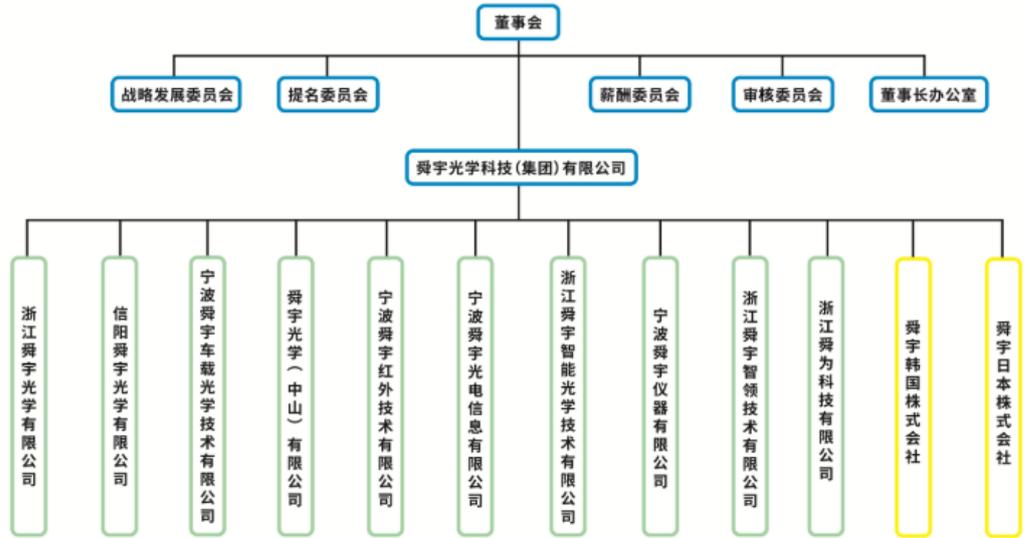
核心人员	职务	工作经历背景
叶辽宁	执行董事、董事会主席兼董事会策略及发展委员会主席	1984 年加入余姚县城北光学仪器厂，1995 年起在该公司担任副总经理自 2007 年 5 月起担任执行董事；舜宇集团创办人之一，负责舜宇集团政策制订及决策。
王文杰	执行董事、行政总裁、授权代表以及策略及发展委员会成员	1989 年毕业于浙江大学光学仪器工程学系（现光电科学与工程学院），取得工学学士学位，并于毕业后加入舜宇集团；其自 2013 年 12 月起担任执行董事，并于 2024 年 11 月 26 日获委任为本公司行政总裁兼授权代表；于 2017 年被选举为中国光学学会副理事长，负责推动中国光学行业发展负责舜宇集团全面运营及管理。
王文鉴	非执行董事、董事会名誉主席、董事会提名委员会成员以及策略及发展委员会成员	1984 年加入余姚县城北光学仪器厂，任职工厂厂长，自 1994 年该公司转制为股份有限公司后担任总经理；2012 年 3 月调任为非执行董事舜宇集团的创办人之一。
王锁炯	非执行董事、提名委员会成员以及策略及发展委员会成员	1996 年 9 月加入舜宇集团，主要从事仪器业务的营销工作，并负责开发海外业务；2007 年 9 月起，为宁波舜宇电子有限公司的总经理助理，且彼于 2009 年 4 月前负责制订公司战略、拓展业务及管理营运；
董克武	副总裁	负责舜宇集团人力资源管理及法务管理
马建峰	副总裁兼联席公司秘书	2010 年 12 月后加入舜宇集团
张宝忠	总裁助理	1999 年 9 月加入舜宇集团，多年来一直从事研发及管理相关的工作，曾任职宁波舜宇光电信息有限公司（舜宇光电）常务副总经理、宁波舜宇仪器有限公司（舜宇仪器）智能装备业务总经理及浙江舜宇智领技术有限公司（舜宇智领技术）总经理

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.4 2019 年起加速布局全球化生产基地

**全球化网络：**由于舜宇在国际业务的拓展较早，公司自 2012 年起即设立美国、韩国子公司。2019 年，舜宇光学在印度及越南设立生产基地，分别生产手机摄像模组及车载镜头。2024 年，舜宇光学已有美国、日本、韩国、印度公司以外，进一步完善了越南公司的建设，目前越南公司现已基本具备了平台化和现地化的服务能力。2024 年在德国新成立舜宇欧洲公司，实现对欧洲客户的现地化服务。

**图 13：舜宇光学组织架构**



资料来源：舜宇官网，申万宏源研究

**舜宇光学生产基地：**四个国内生产基地分别位于河南信阳、上海、浙江余姚、广东中山，其中浙江余姚分为城西产业基地、余姚阳明产业基地、余姚兰江产业基地。境外生产基地主要有印度、越南。

图 14：扩大全球布局提升大规模高端制造能力

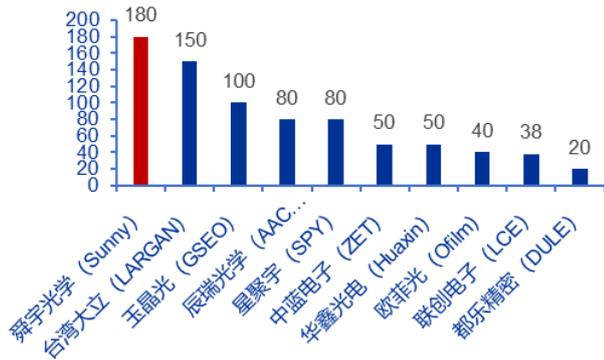


资料来源：公司公告，申万宏源研究

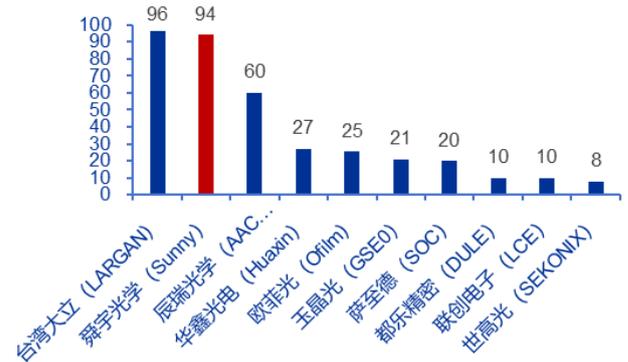
## 2. 持续保持技术领先，构筑竞争壁垒

### 2.1 手机镜头及摄像模组市占率均全球第一

根据公司公告，2024 年舜宇光学手机镜头市场占有率全球第一，份额达 30.8%；手机摄像模组市场占有率位居全球第一，份额.%。

**图 15：2023 年全球手机镜头厂商月产能（百万颗）**


资料来源：潮电智库，申万宏源研究

**图 16：2025 年 3 月全球手机镜头出货量（百万颗）**


资料来源：潮电智库，申万宏源研究

**手机光学模组领域，舜宇光学在双摄/ToF/潜望式模组多个创新节点的量产节奏领先同行，彰显公司研发实力。**2013 年，舜宇即获得三星电子「优秀供应商奖」。据公司年报，在 2015/2018/2019/2020 年，舜宇光学分别在业内率先量产双摄模组/ToF 模组/5 倍潜望式/10 倍潜望式模组。

**2019 年以来，舜宇光学潜望模组和大像面模组的出货量快速增长。**2023 年，大像面（1/1.3"）一体式设计手机摄像模组量产，搭载自研 OIS 马达；2024 年，潜望模组和大像面模组（1/1.5" 及以上）出货量达 24kk。

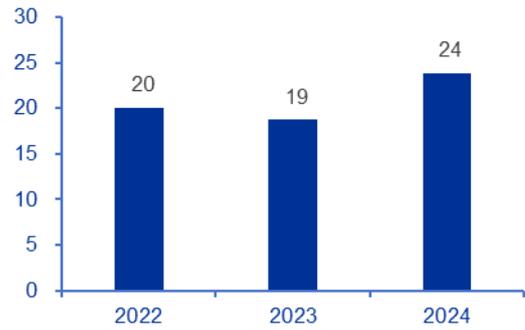
**表 2：舜宇光学手机业务 2024 研发进展**

业务	进展（截至 2024 年）	研发及技术成果（2024 年）
多折棱镜	基于 40 年玻璃冷加工经验的创新和优化	实现量产：多折棱镜
手机镜头	大像面主摄手机镜头核心供应商	实现量产：多款 7 片塑胶镜片手机镜头；多款玻塑混合手机镜头；多群组长焦手机镜头
手机摄像模组	自研一体化模组，处于行业领先	完成研发：大光圈反射式潜望模组；超低肩高一体化马达主摄模组 实现量产：多款光学防抖一体化马达主摄模组；一体化马达潜望模组

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**展望未来，智能手机摄像头高端化趋势持续：**1) 主摄技术趋势：大像面、尺寸小型化、差异化功能（双 OIS 协同/超级分辨率/可变光圈）；2) 长焦，旗舰机型采用 5X/10X 潜望。苹果自 iPhone 16 Pro Max 开始搭载潜望光学变焦。3) 广角，视频的高帧率应用/自由曲面镜头以及大角度云台防抖。

**图 17：舜宇光学手机创新趋势**
**图 18：舜宇潜望模组和大像面模组出货量（kk）**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：\*大像面模组指芯片面大小 1/1.5" 及以上的模组

## 2.2 车载镜头出货多年全球第一，第二曲线摄像模组、HUD

车载光学镜头主要分为前视、侧视、后视和环视四大类。前视镜头主要用于车辆前方视野的监控，是 ADAS 系统的核心组件之一；侧视镜头则用于车辆两侧盲区监测，有助于提高行车安全性；后视镜头则安装于车辆后部，用于倒车时提供清晰视野；环视镜头则通过四个或更多个侧视镜头拼接成 360 度全景影像，为驾驶员提供全方位视野。

目前车载摄像头模组市场竞争格局呈现“国际 Tier1 主导全球，本土厂商加速替代”的特征。据咨询机构 Yole 的数据，2023 年全球车载摄像头模组的出货量达到 2.36 亿颗，市场规模为 57 亿美元，其中汽车图像传感器市场规模达到了 23 亿美元，汽车镜头市场达 17 亿美元。预计 2029 年将达到 84 亿美元，CAGR 为 6.9%，汽车 CIS 市场规模的 CAGR 将达 5.2%，汽车镜头市场规模的 CAGR 将达 6.5%。

图 19：2023-2029 车载模组收入规模



资料来源：Yole，申万宏源研究

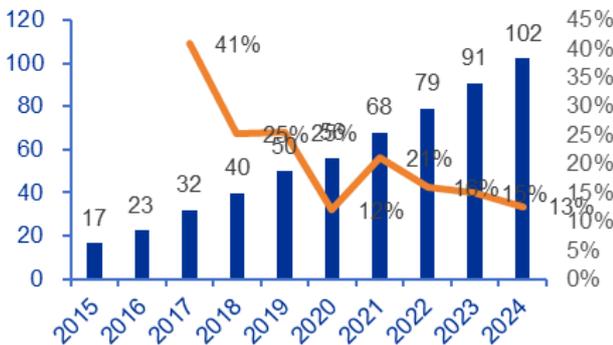
舜宇车载镜头出货量已多年份额全球第一。车载镜头主要企业包括舜宇光学科技、Sekonix、Nidec Sankyo、Shinwa、Maxell、亚洲光学、大立光电、玉晶光电、Ricoh、Sunex、佳凌科技、欧菲光、联合光电等。舜宇光学从 年进入车载镜头领域，在

2012 年成为全球第一的车载镜头生产厂商。2013 年, 宁波舜宇车载光学技术有限公司 (舜宇车载光学) 荣获全球 500 强企业 MAGNA「战略供货商」称号。2013 年, 舜宇光学车载镜头全球市场占有率上升至 28.7%; 2024 年, 舜宇光学车载镜头出货量突破 1 亿件大关, 全球市场占有率 32.3%。

**舜宇玻塑混合车载镜头量产经验逾 10 年。** 2012 年舜宇车载光学成功量产了全球首款 ADAS 应用玻塑镜头, 并持续研发迭代含有更多塑料镜片、更高像素的 ADAS 车载镜头。玻塑混合车载镜头, 因性价比较高, 广泛应用于后视、环视车载摄像头。截至 2023 年底, 全球超过 3400 万辆汽车搭载了舜宇车载光学的 ADAS 玻塑混合镜头, 十多年来充分赢得市场和客户的广泛认可, 产品广泛应用于奥迪、通用、大众、戴姆勒、丰田等全球知名汽车品牌上。

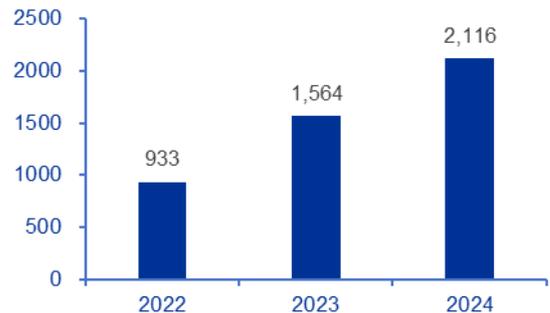
**2024 年, 舜宇光学 8M 车载模组全球市占率第一。** 2021 年, 基于地平线、Mobileye 和英伟达平台的 8M 像素环境感知模组, 已获取 10 余家客户定点, 其中地平线和 Mobileye 项目已实现量产; 2022 年新增 7 个 8MP ADAS 模组定点项目。2022-24 年间, 舜宇加速建设车载模组产能。2024 年, 车载模组营收 21.16 亿元, 其中, 8M 车载模组全球市场份额第一。

图 20: 舜宇光学车载镜头出货量 (kk)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 21: 舜宇光学车载模组营收 (百万元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 22: 2024 年, 舜宇车载模组全自动生产线效率提升 30%以上

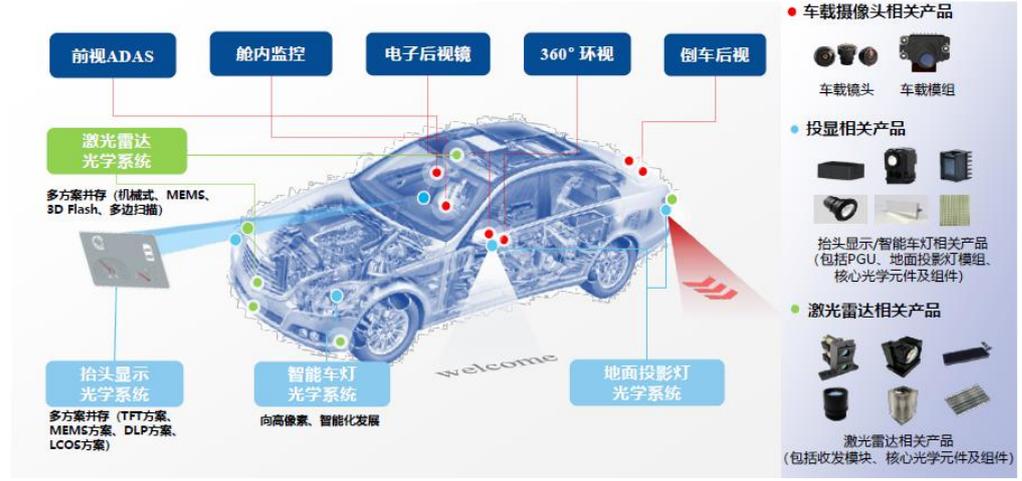
车载模组全自动生产线体完成研发,  
可实现整线全流程自动化,  
效率 **提升30%以上**

车载模组全自动生产线体

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**智能驾驶发展迅速, 新兴光学应用前景广阔。** 激光雷达、HUD、智能车灯在各种车型上的应用更为广泛。

图 23: 自动驾驶发展迅速, 舜宇布局车载光学传感器及投显产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 3：舜宇光学车载业务研发进展**

业务	进展 (截至 2024 年)	研发及技术成果 (2024 年)	客户
车载镜头	在高端 ADAS 车载镜头方面，技术处于行业领先	完成研发：800 万像素加热车载镜头、800 万像素超低反镀膜车载镜头、 <b>行业首款</b> 800 万像素前视玻塑混合车载镜头	
车载模组	持续获得了 Mobileye、地平线、高通和英伟达主流自动驾驶平台的适配认证	完成研发：800 万像素加热车载模组 实现量产： <b>行业首款</b> 小尺寸防疲劳驾驶一体机系统	
激光雷达 / HUD	持续为激光雷达和 HUD 厂商赋能	完成研发：长距离激光雷达模块、全固态补盲激光雷达平台化模块 实现量产：基于 HUD 头部厂商芯片设计，自主开发的 PGU	<b>激光雷达</b> ：覆盖欧洲、北美、日本知名车厂及国内新能源汽车品牌 <b>HUD</b> ：主要为欧洲、日本著名汽车品牌及国内新能源车厂

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 XR 领域具全链路供应能力，AR 眼镜率先量产

舜宇光学通过“光学零件→显示模组→整机设计→检测设备”全链路垂直整合，卡位 XR 供应链核心位置。2021 年，舜宇完成 VR 模块 AA 设备研发，用于 VR 模块及液晶显示屏幕的主动对准。光学显示模组方面，舜宇光学具有 Pancake 光机、MicroLED 光机、Lcos 光机方案。整机系统方面，2024 年舜宇已实现 AR 眼镜量产。光学成像方面，大力投资衍射光波导。感知及交互方面，舜宇公司具有眼球/面部追踪摄像头、6DoF 摄像头、3D 摄像头。

2024 年，完成 AI 眼镜研发，且 AI 眼镜客户扩展至 30 逾家。

**表 4：舜宇光学 XR 发展脉络梳理**

时间	具体进展
2014 年	启动 XR 技术预研，探索“光学+传感器+算法”全链布局
2015 年	成立子公司浙江舜宇智能光学，针对 AR/VR 提供 2D/3D 解决方案
年	出货首款菲涅尔透镜

时间	具体进展
	VR/AR 镜片、镜头实现量产， Pancake 短焦光学模组研发启动
2017 年	VR 菲涅尔镜片实现量产， 折叠光路技术取得突破， 进入北美 VR 客户供应链
2019 年	成立舜宇奥来子公司， 聚焦 AR 眼镜半导体光学综合方案 开发衍射光波导技术， 布局 MicroLED 显示方案
2020 年	突破衍射光波导技术， 完成单色 AR 波导片研发， 进入 Meta 供应链体系
2021 年	成立舜为科技有限公司， 开发彩色 AR 波导片及新一代 VR 空间定位镜头 双菲涅尔镜片 VR 目镜量产 绑定 PICO 等国内头部客户
2022 年	量产 Pancake 光学模组， 为 Meta Quest 2 提供 Pancake 光学模组
2023 年	签约上海临港 XR 产业项目， 拟投资 108 亿元建设舜宇半导体光学研制基地， 布局 AR 光波导片等核心零部件研发及生产；
2024 年	2024 年 XR 业务收入 26 亿元， MR 屏视一体化模块市占率全球第一 光学显示模组：单色及彩色 MicroLed 光机实现量产（行业首家， 最小体积） XR 整机系统：AR 眼镜实现量产
2025 年	构建光波导/MicroLED 模组全产业链能力， 研发 AI 驱动的高精度 SLAM 模组

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：舜宇光学“光学零件→显示模组→整机设计→检测设备”XR 全链路垂直整合



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 盈利预测与估值

#### 关键假设：

1) **光电产品**：预计 2025 年起，智能手机潜望式/大像面高端型号快速渗透，叠加车载摄像头模组加速放量。2025-27 年预计营收分别为 301/316/332 亿元，增速分别为 15%/5%/5%。由于 2024 年价格进入良性竞争，毛利率持续回升，预计 2025-27 年毛利率分别为 11%/12%/12%。

2) **光学零件**：同样受益于智能手机潜望式/大像面高端型号快速渗透和车载 ADAS 镜头普及。2025-27 年预计营收分别为 129/135/142 亿元，增速分别为 10%/5%/5%。由于高端品为增长主力，预计 2025-27 年毛利率持续回升、分别为 36%/38%/40%。

**3) 光学仪器:** 该业务历史上呈现平缓增长态势, 机会在于高端国产化突破。基于 2024 销售额同比有所回落, 而同时研发端 3D 超景深数码显微镜新品突破。假设 2025-27 年增速维持 10%, 营收分别为 4.7/5.2/5.7 亿元。该业务毛利率属三类业务中最高, 随着高端产品突破, 预计 2025-27 年毛利率维持 46%。

**表 5: 舜宇光学科技关键假设 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	38,002	37,497	33,197	31,681	38,294	43,432	45,628	47,935
<b>光电产品</b>	28,494	28,334	23,326	21,599	26,157	30,081	31,585	33,164
<b>光学零件</b>	9,181	8,776	9,468	9,555	11,708	12,879	13,523	14,199
<b>光学仪器</b>	326	387	403	527	430	473	520	572
<b>营业成本</b>	29,304	28,761	26,592	27,091	31,288	35,270	36,459	38,013
<b>光电产品</b>	24,904	24,452	20,830	20,411	23,803	26,772	27,794	29,184
<b>光学零件</b>	5,252	5,309	6,305	6,841	7,973	8,242	8,384	8,519
<b>光学仪器</b>	198	212	234	310	231	255	281	309
<b>毛利率(%)</b>	22.9%	23.3%	19.9%	14.5%	18.3%	18.79%	20.09%	20.70%
<b>光电产品</b>	12.6%	13.7%	10.7%	5.5%	9.0%	11.0%	12.0%	12.0%
<b>光学零件</b>	42.8%	39.5%	33.4%	28.4%	31.9%	36.0%	38.0%	40.0%
<b>光学仪器</b>	39.2%	45.1%	42.0%	41.2%	46.2%	46.0%	46.0%	46.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**舜宇光学是光电行业领先企业, 面向智能手机、EV、XR 等 8 大行业应用。可比公司选择业态类似的消费电子企业:**

1) 瑞声科技

瑞声科技是苹果链感知解决方案供应商。六大业务: 声学产品分部包括笔记本背靠背扬声器、手表扬声器等扬声器产品。扬声器电磁传动及精密结构件分部包括横向线性马达、金属中框等产品。光学产品分部包括玻塑混合镜头、光学模组等产品。PSS 车载及消费声学产品分部提供扬声器、功放、算法以及调音服务于一体的垂直一体化解决方案。传感器及半导体产品分部包括气压传感器、气流传感器等产品。其他产品分部包括结构件、散热部件等产品。

2) 小米集团

消费电子知名品牌, 主营智能手机、物联网(IoT)和生活消费产品、EV。

综上, 预计 2025-2027 年舜宇光学科技营收分别为 434/456/479 亿元, 归母净利润分别为 34/39/44 亿元, 对应 2025 年 PE 为 19X。2025 年可比公司 (瑞声科技、小米集团) 平均 PE 24X, 较舜宇光学科技高 30%, 给予公司“买入”评级。

**表 6: 可比公司估值表**

代码	简称	股价 (港元, HKD)	总市值	归母净利润 (百万元, CNY)	PE
----	----	--------------	-----	------------------	----

		2025/6/16	(亿元, CNY)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2018.HK	瑞声科技	40.05	439	2,393	2,885	3,328	18	15	13
1810.HK	小米集团-W	54.15	12,851	42,719	48,365	58,649	30	27	22
<b>平均</b>							24	21	18
2382.HK	舜宇光学科技	64.10	642	3,442	3,931	4,422	19	16	15

资料来源: Wind, 申万宏源研究

小米集团 Non-IFRS 归母净利润为自主预测, 瑞声科技采用 Wind 一致预测。

## 4. 风险提示

- 1) **地缘政治冲突、通胀压力以及国际贸易波动等风险。** 国家间或非国家行为体之间双边或多边冲突不确定性上升, 全球政治右转趋势明显, 贸易保护主义上升, 在关税、汇率、要素资源价格等方面均有影响, 对企业运营及投资产生风险。
- 2) **海外建厂风险。** 随着海外投资的增加, 海外用工与国内存在差异性, 可能存在海外用工风险。
- 3) **供应链管理风险。** 部分核心原材料、元器件、高端设备供应有限, 受能源紧缺、气候变化、国际关系、通胀及汇率波动影响。

**合并损益表**

单位: 百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,681.26	38,294.49	43,432.35	45,627.62	47,935.01
主营收入	31,681.26	38,294.49	43,432.35	45,627.62	47,935.01
营业成本	-27,090.82	-31,288.46	-35,269.54	-36,459.49	-38,012.53
销售及营销费用	-415.10	-439.33	-477.76	-501.90	-479.35
一般行政管理费用	-1,009.90	-1,399.23	-1,395.44	-1,529.21	-1,632.71
研发费用	-2,566.48	-2,924.11	-3,316.43	-3,484.06	-3,660.25
其他经营损益	1,208.13	1,281.27	1,300.00	1,350.00	1,400.00
利息支出	-449.15	-499.38	-408.95	-530.66	-553.37
投资收益	22.52	118.38	118.38	118.38	118.38
资产减值损失	-22.31	-0.10	0.00	0.00	0.00
其他非经常性损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
除税前利润	1,358.15	3,143.53	3,982.61	4,590.68	5,115.19
所得税	-207.83	-366.51	-475.68	-595.34	-623.57
净利润	1,150.32	2,777.02	3,506.92	3,995.34	4,491.62
少数股东损益及其他	50.91	77.87	65.04	64.60	69.17
归属普通股股东净利润	1,099.42	2,699.16	3,441.88	3,930.74	4,422.45

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

**合并资产负债表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,143.96	37,470.04	47,427.09	51,890.46	57,659.37
现金及等价物	13,084.52	4,508.66	10,605.11	12,286.84	13,663.75
应收款项	8,485.24	10,078.11	11,429.94	12,007.54	12,614.64
存货	5,136.94	5,870.11	6,516.65	6,829.29	7,091.43
其他流动资产	8,437.26	17,013.16	18,875.38	20,766.78	24,289.55
非流动资产	15,153.12	16,337.22	16,871.08	17,520.79	17,871.46
长期投资	3,293.28	3,806.19	3,807.19	3,807.03	3,806.80
固定资产	9,927.32	10,524.50	11,272.05	11,819.60	12,167.15
投资物业	30.63	25.75	25.75	25.75	25.75
无形资产及商誉	965.58	1,040.96	900.93	950.42	964.10
其他非流动资产	936.32	939.81	865.15	917.99	907.65
资产总计	50,297.08	53,807.26	64,298.17	69,411.24	75,530.84
流动负债	21,286.63	22,397.56	29,381.56	30,499.28	32,127.26
短期借款	699.00	1,003.59	5,554.41	5,871.75	6,462.76
应付款项	20,501.95	21,261.89	23,721.63	24,513.65	25,547.35
其他流动负债	85.69	132.08	105.51	113.88	117.16
非流动负债	6,128.82	6,116.75	6,116.75	6,116.75	6,116.75
负债合计	27,415.45	28,514.31	35,498.30	36,616.03	38,244.01
股本	105.16	104.97	104.97	104.97	104.97
总储备	22,317.81	24,659.55	28,101.43	32,032.16	36,454.61
其他股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非控股权益	458.66	528.43	593.47	658.08	727.25
权益总额	22,881.63	25,292.95	28,799.87	32,795.21	37,286.83
负债和股东权益合计	50,297.08	53,807.26	64,298.17	69,411.24	75,530.84

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

**合并现金流量表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,150.32	2,777.02	3,506.92	3,995.34	4,491.62
加: 折旧摊销减值			1,252.45	1,452.45	1,652.45
利息净支出			408.95	530.66	553.37
投资损失			-	-	-

营运资本变动			461.38	-98.22	164.45
其它经营现金流			0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	2,664.47	3,455.31	5,511.32	5,761.85	6,743.50
资本开支			-2,000.00	-2,000.00	-2,000.00
其它投资现金流			-1,530.16	-1,875.17	-3,407.51
投资活动现金流	-1,487.86	-10,436.84	-3,530.16	-3,875.17	-5,407.51
支付股利和利息			-408.95	-530.66	-553.37
其它融资现金流			4,524.25	325.71	594.29
融资活动现金流	4,857.71	-1,574.46	4,115.29	-204.95	40.92
净现金流	6034.32	-8555.99	6096.46	1681.73	1376.91

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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

### 机构销售团队联系人

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

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。