

## 舜宇光学科技 (02382.HK)

## 高端化、海外拓展支撑成长韧性，多元新业务打开长线空间

事件：公司发布 2025 年报，全年营收 432.3 亿元，同比+12.9%；净利润 46.4 亿元，同比+71.9%；毛利率 19.7%，同比+1.4pct。我们点评如下：

- **25 全年净利润同比大幅增长，符合此前指引。**公司 25 全年营收 432.3 亿元，同比+12.9%，主要受益于手机、汽车及其他产品收入增长带动；分业务看，25 年手机/汽车/XR/其他产品营收分别为 273/73/24/62 亿元，同比+8.6%/+21.3%/-7.1%/+36.7%。毛利率 19.7%，同比+1.4pct；净利润 46.4 亿元，同比+71.9%；剔除与歌尔光学的换股收益 9.19 亿元，净利润 37.2 亿元，同比+37.8%；盈利能力提升主要受益于手机镜头和摄像模组产品结构持续高端化，以及毛利率更高的车载业务收入占比提升。
- **手机：技术壁垒驱动高端突破，预计 26 年高端化及海外大客户进展将持续。**2025 年公司手机产品营收 273 亿元，同比+8.6%；尽管手机镜头/摄像模组出货量下滑，分别同比-5%/-9%至 12.6/4.9 亿颗，但 ASP 均有大幅提升，并驱动手机业务毛利率同比+1.8pct 至 14.7%。公司高端化持续进展，25 年玻塑混合镜头/潜望镜头/潜望模组收入同比+95.8%/20.7%/55.9%，2 亿大像面自研潜望马达模组、高性能超大光圈胶合棱镜潜望方案等多领域实现量产突破。展望未来，在 2026 年全球手机大盘出货预计同比-12.9% (IDC) 的大背景下，公司将凭借高端化带来的 ASP 持续提升、头部客户份额扩张驱动手机业务逆势提升，此外公司海外大客户多项目实现关键突破，指引 26 年海外客户营收将实现超 100% 增长。
- **车载：智驾渗透驱动收入高增，推动分拆有望实现价值最大化。**2025 年公司车载产品营收 73 亿元，同比+21.3%；车载镜头出货量 1.3 亿件，同比+27%；毛利率 31.9%，同比小幅下降。公司抓住全球 ADAS/ADS 渗透率持续提升机遇，核心客户份额持续提升，同时 25 年长距激光雷达收发一体模组、17M ADS 相机产品等多产品实现量产突破。公司正推动车载光学业务独立分拆上市，目标推动车载业务快速发展、深化全球布局能力。
- **其他：XR 仍将短期承压，泛 IoT 业务成长加速，同时布局光互联产业有望打开新蓝海。**1) **XR**：25 年 XR 产品营收 24 亿元，同比-7.1%，主要系 VR/MR 行业需求疲弱、大客户新品节奏调整拖累；26 年预计 XR 业务仍将承压，指引收入 20 亿元。25 年公司通过与歌尔光学换股合并实现战略互补，联合攻关 AR 光波导量产平台，27 年将量产光机及波导镜片组合产品。2) **其他产品**：25 年其他业务营收 62 亿元，同比+36.7%。公司多场景深度布局，25 年完成 AI 工业相机、AI 可穿戴相机的整机开发与量产；机器人业务在头部客户实现稳定出货。公司指引 26 年泛 IoT 业务收入增速将超 60%。3) **光通信**：公司依托传统光学感知技术积累的加工工艺向光通信器件领域延伸，如高精密封装、主动对准技术、微纳光学制造能力等，预计 27-28 年将会有新品推出。
- **维持“增持”投资评级。**公司手机业务产品结构改善及海内外大客户份额提升仍在持续推进；同时智驾平权浪潮有望驱动车载镜头、摄像模组及其他业务成长增速可观；持续加大 XR/泛 IoT 及机器人等创新业务投入力度，同时前瞻布局光通信业务，有望打开中长期成长空间。我们预计公司 2026/2027 年总收入 468/513 亿元，净利润为 39.9/49.5 亿元，对应 EPS 为 3.65/4.53 元，对应当前股价 PE 为 16.1/13.0 倍，维持“增持”评级。

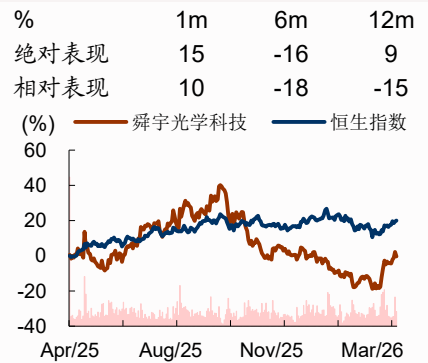
## 增持 (维持)

TMT 及中小盘/电子  
目标估值：NA  
当前股价：64.65 港元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1079
香港股 (百万股)	1079
总市值 (十亿港元)	69.8
香港股市值 (十亿港元)	69.8
每股净资产 (港元)	27.0
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	49.7%
主要股东	达盟信托服务
主要股东持股比例	35.5398%

## 股价表现



## 相关报告

- 《舜宇光学科技 (2382.HK) — 25H1 盈利能力高增，H2 手机、车载业务有望持续稳健增长》2025-08-20
- 《舜宇光学科技 (2382.HK) — 手机光学创新趋势持续，车载、XR、机器人发展动能强劲》2025-06-24
- 《舜宇光学科技 (2382.HK) — 24 年业绩符合预期，关注智驾渗透、手机光学升规趋势带动》2025-04-02

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

赵琳 S1090525070012

zhaolin3@cmschina.com.cn

□ 风险提示：宏观经济不及预期风险，行业竞争加剧风险，全球手机市场需求下行预期风险，汽车及XR业务进展不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	31832	38294	43229	46775	51275
同比增长	-4%	20%	13%	8%	10%
营业利润(百万元)	750	2243	3494	3821	4798
同比增长	-72%	199%	56%	9%	26%
归母净利润(百万元)	1099	2699	4639	3989	4946
同比增长	-54%	146%	72%	-14%	24%
每股收益(元)	1.00	2.47	4.25	3.65	4.53
PE	58.8	23.9	13.9	16.1	13.0
PB	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	35144	37470	42363	41774	46062
现金及现金等价物	13085	4509	7482	5318	7710
交易性金融资产	7743	14793	11411	11411	11411
其他短期投资	227	123	4303	4303	4303
应收账款及票据	6785	8006	10580	11448	12549
其它应收款	844	1084	1316	1424	1561
存货	5137	5870	7180	7772	8420
其他流动资产	1324	3085	92	99	109
<b>非流动资产</b>	15153	16337	16852	18852	20852
长期投资	3324	3832	5723	5723	5723
固定资产	9927	10525	9818	11818	13818
无形资产	966	1041	721	721	721
其他	936	940	590	590	590
<b>资产总计</b>	<b>50297</b>	<b>53807</b>	<b>59215</b>	<b>60626</b>	<b>66914</b>
<b>流动负债</b>	21287	22398	27044	25180	27140
应付账款	17768	17943	18418	19937	21599
应交税金	247	403	638	638	638
短期借款	699	1004	4655	1000	1000
其他	2573	3048	3333	3605	3903
<b>长期负债</b>	6129	6117	2406	2406	2406
长期借款	4863	4900	1406	1406	1406
其他	1266	1217	1000	1000	1000
<b>负债合计</b>	<b>27415</b>	<b>28514</b>	<b>29450</b>	<b>27586</b>	<b>29546</b>
股本	105	105	105	105	105
储备	21733	22318	24660	29044	32174
少数股东权益	459	528	616	761	940
归属于母公司所有者权益	22423	24765	29149	32279	36428
<b>负债及权益合计</b>	<b>50297</b>	<b>53807</b>	<b>59215</b>	<b>60626</b>	<b>66914</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2664	3455		3500	4191
净利润	1099	2699		3989	4946
折旧与摊销	2067	2226		0	0
营运资本变动	(553)	(1668)		215	64
其他非现金调整	50	198		(705)	(820)
<b>投资活动现金流</b>	(1488)	(10437)		(750)	(600)
资本性支出	(2488)	(2260)		(2000)	(2000)
出售资产获得的现金	36	24		0	0
投资增减	1563	(8711)		0	0
其它	(598)	511		1250	1400
<b>筹资活动现金流</b>	4858	(1574)		(4914)	(1198)
债务增减	12585	14499		(3655)	0
股本增减	(274)	(369)		0	0
股利支付	517	228		859	798
其它筹资	(6937)	(15476)		(400)	(400)
其它调整	(1034)	(457)		(1718)	(1596)
<b>现金净增加额</b>	<b>6051</b>	<b>(8576)</b>		<b>(2164)</b>	<b>2393</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	31832	38294	43229	46775	51275
主营业务收入	31681	38294	43229	46775	51275
营业成本	27091	31288	34713	37576	40708
<b>毛利</b>	4590	7006	8516	9200	10566
营业支出	3991	4763	5021	5379	5768
<b>营业利润</b>	750	2243	3494	3821	4798
利息支出	449	499	436	400	400
利息收入	575	0	0	0	0
权益性投资损益	22	118	172	200	200
其他非经营性损益	259	1281	2186	1050	1200
非经常项目损益	201	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	1358	3144	5416	4671	5798
所得税	208	367	609	536	672
少数股东损益	51	78	168	145	180
<b>归属普通股股东净利润</b>	1099	2699	4639	3989	4946
<b>EPS(元)</b>	1.00	2.47	4.25	3.65	4.53

主要财务比率

	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-4%	20%	13%	8%	10%
营业利润	-72%	199%	56%	9%	26%
净利润	-54%	146%	72%	-14%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.5%	18.3%	19.7%	19.7%	20.6%
净利率	3.5%	7.0%	10.7%	8.5%	9.6%
ROE	4.9%	10.9%	15.9%	12.4%	13.6%
ROIC	4.8%	10.3%	14.4%	12.6%	13.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.5%	53.0%	49.7%	45.5%	44.2%
净负债比率	11.1%	11.0%	10.2%	4.0%	3.6%
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	5.5	5.7	5.3	5.0	5.0
应收账款周转率	4.3	4.6	4.1	3.8	3.8
应付账款周转率	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.00	2.47	4.25	3.65	4.53
每股经营现金	2.43	3.16	0.00	3.20	3.83
每股净资产	20.44	22.62	26.67	29.54	33.33
每股股利	0.20	0.49	0.79	0.73	0.91
<b>估值比率</b>					
PE	58.8	23.9	13.9	16.1	13.0
PB	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	21.6	13.5	13.6	15.7	12.8

资料来源：公司数据、招商证券；注：2025年现金流量表暂未公布，表中数据以NA列示。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。