



中國 | 科技、媒體及電訊

18 September 2025

舜宇光學 (2382 HK)

產品結構優化帶動盈利能力提升

受毛利率改善帶動，2025 年上半年收入與純利按年分別增長 4% / 53%

舜宇光學 2025 年上半年收入同比增長 4.2% 至人民幣 196.5 億元，主要驅動因素包括：i) 手機業務（手機鏡頭/手機攝像模組）收入同比增長 1.7% 至人民幣 132 億元，受益於產品結構優化及平均售價（ASP）提升；ii) 車載業務（車載鏡頭/車載模組）收入同比增長 18.2% 至人民幣 34 億元，因 ADAS 滲透率提升推動車載鏡頭出貨量同比增長 21.7%；iii) XR 業務收入同比增長 21.1%，因智能眼鏡產品需求增長。整體毛利率同比提升 2.6 個百分點至 19.8%，主要因手機鏡頭/模組毛利率改善及高毛利車載業務增速更快。成本方面，研發費用同比增長 11.3%，因加大車載、XR、泛物聯網及智能手機相關研發投入；銷售費用因市場活動減少同比下降 18.5%，管理費用同比增長 5.2%，與收入增速持平。上半年淨利潤同比大幅增長 52.6% 至人民幣 16.5 億元，淨利率同比提升 2.7 個百分點至 8.4%。未宣派中期股息（2024 年同期：無）。

手機業務——預期 2025 年下半年收入環比增長

2025 年前 8 個月，手機鏡頭出貨量同比下降 7.6%，手機攝像模組出貨量同比下降 16.0%。儘管出貨量下滑，但產品結構持續優化：手機鏡頭及模組 ASP 均同比提升 20%，推動毛利率擴張。其中，6 片及以上手機鏡頭收入同比增長超 9%，玻璃塑料混合鏡頭收入同比增長超 100%，大像面模組銷售額同比增長 20%。管理層預計 2025 年全年手機業務收入將增長 5%-10%，意味著下半年收入將顯著環比增長，因多品牌高端新機集中發布帶動銷售量、ASP 及毛利率同步提升。

車載業務——受益於 ADAS 滲透率提升

2025 年前 8 個月車載鏡頭出貨量同比增長 22.3%，管理層預計全年收入增速將超 20%，主要受 ADAS 滲透率及像素升級驅動。公司持續深化與地平線、高通、Mobileye 及英偉達等智能駕駛平台合作，擴充車載模組產品線，並加速海外市場拓展，期內新獲歐洲頭部車企 800 萬像素車載模組定點項目。舜宇維持車載鏡頭全球第一地位（市佔率超 30%），充分受益於智能駕駛技術普及。隨激光雷達（LIDAR）在 L3 及以上級別智能駕駛系統中重要性提升，公司已獲得超人民幣 15 億元激光雷達定點項目。

維持「買入」評級，目標價上調至 105 港元

AR/VR 業務收入佔比從 2024 年同期的 5.1% 提升至 2025 年上半年的 6.3%。舜宇在智能眼鏡成像模組市場穩居全球第一，管理層維持全年 XR 業務收入持平指引（VR 增長與 AR 下滑抵消）。我們微調 2025/2026/2027 年淨利潤預測 +2.2%/+0.5%/+1.0%，以反映優於預期的 ASP 及毛利率表現。維持「買入」評級，目標價從 100 港元上調至 105 港元。

買入

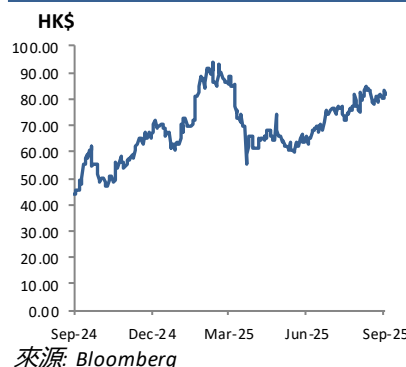
當前股價 (港元)*	81.90
目標價 (港元)	105.00
上升/下跌空間 (%)	28.2%
前次評級	買入
前次目標價	100.00
恒生指數	26,542.28
* 股價截至	18-Sep-25

關鍵數據

股票代號	2382 HK
總市值 (港元)	89,665
近3個月人均成交額	821.4
52周最高價 (港元)	96.15
52周最低價 (港元)	43.65
自由流通比率 (%)	61.2%
總股本 (百萬股)	1,094.8

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	8.6%	3.0%
3個月	25.1%	11.8%
6個月	-7.4%	-13.7%

股價1年圖



主要財務數據

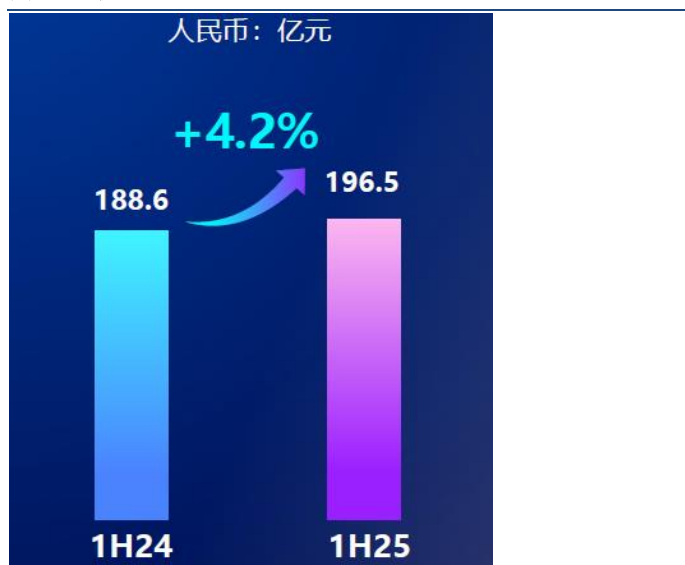
截止12月31日止 (人民幣百萬)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
總營業收入	31,681	38,294	44,461	49,613	55,472
毛利	4,590	7,006	8,391	9,523	10,807
歸母淨利潤	1,099	2,699	3,506	4,151	4,851
同比增長	-54.3%	145.5%	29.9%	18.4%	16.9%
每股收益 (元)	1.004	2.465	3.203	3.791	4.431
P/E (倍)	74.1	30.2	23.2	19.6	16.8
P/B (倍)	3.56	3.22	2.88	2.56	2.27
股息收益率 (%)	0.3	0.7	0.9	1.0	1.2
ROE (%)	5.0	11.4	13.4	14.1	14.6
淨負債 / 股東權益 (%)	Net cash	7	2	Net cash	Net cash

來源：公司資料，Crosby Securities

葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928

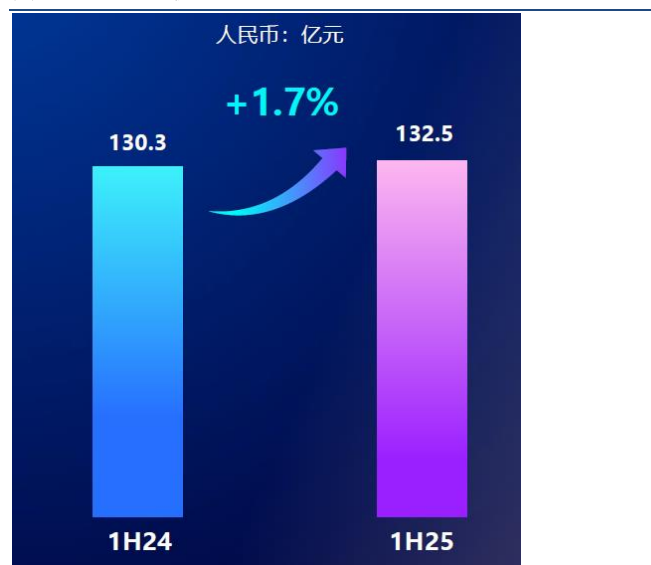
陳儀雯 E Wuen Tan
Ewuen.tan@crosby.com
+852 3476 2720

圖 1 總收入



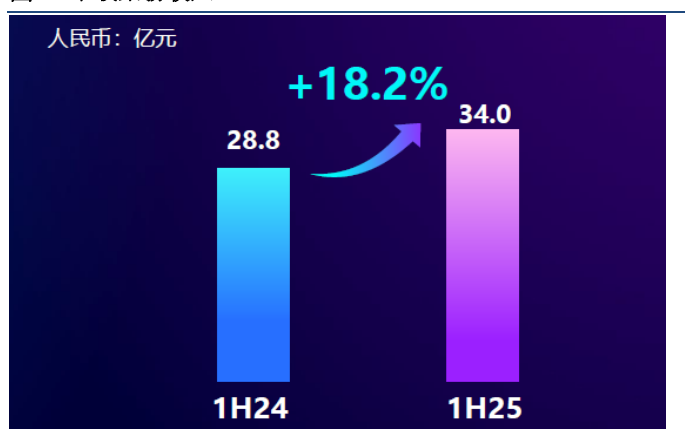
來源：公司資料, Crosby Securities

圖 2 手機業務收入



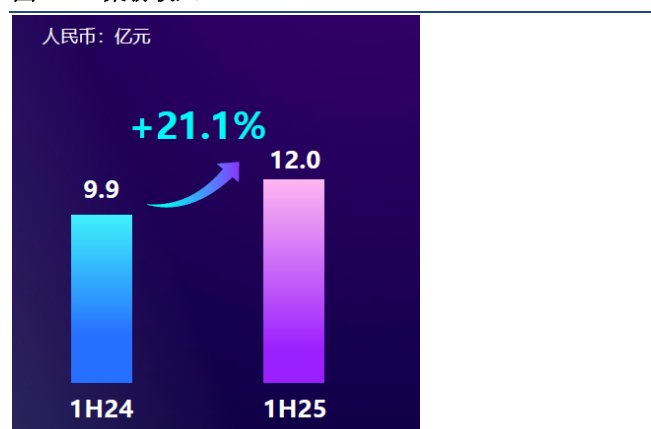
來源：公司資料, Crosby Securities

圖 3 車載業務收入



來源：公司資料, Crosby Securities

圖 4 XR 業務收入



來源：公司資料, Crosby Securities

圖 5 XR 業務—智能眼鏡市場前景 (2024-2035E)



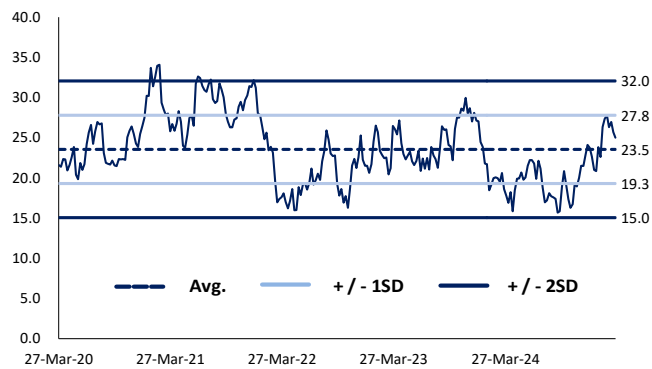
來源：IDC and WellsennXR, Crosby Securities

圖 6 生產基地與區域平台



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 7 歷史五年預測市盈率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities

圖 8 歷史五年預測市賬率區間



來源: Bloomberg, Crosby Securities



主要財務數據

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Profit & Loss (RMBm)					
Optical Components	9,555	11,708	14,179	16,216	18,803
YoY%	0.9	22.5	21.1	14.4	16.0
Optoelectronic Products	21,599	26,157	29,776	32,839	36,054
YoY%	(7.4)	21.1	13.8	10.3	9.8
Optical Instruments	527	430	506	557	615
YoY%	30.5	(18.4)	17.7	10.3	10.3
Turnover	31,681	38,294	44,461	49,613	55,472
YoY%	(4.6)	20.9	16.1	11.6	11.8
COGS	-27,091	-31,288	-36,070	-40,089	-44,665
Gross profit	4,590	7,006	8,391	9,523	10,807
Margin	14.5%	18.3%	18.9%	19.2%	19.5%
Selling & distribution	-415	-439	-489	-546	-582
Admin	-1,010	-1,399	-1,356	-1,513	-1,692
R&D	-2,566	-2,924	-3,335	-3,721	-4,105
Other opex	253	530	400	447	499
Total opex	-3,738	-4,233	-4,780	-5,333	-5,880
YoY%	(6.4)	13.2	12.9	11.6	10.2
Operating profit	852	2,773	3,611	4,190	4,927
Margin	2.7%	7.2%	8.1%	8.4%	8.9%
Other income / (exp)	933	752	737	792	792
Finance costs	-449	-499	-467	-385	-344
Associates' income	23	118	137	153	171
Pre-tax profit	1,358	3,144	4,019	4,751	5,547
Tax	-208	-367	-422	-499	-582
Profit after tax	1,150	2,777	3,597	4,252	4,964
Margin	3.6%	7.3%	8.1%	8.6%	8.9%
Minority Interest	-51	-78	-90	-101	-113
Net profit	1,099	2,699	3,506	4,151	4,851
YoY%	(54.3)	145.5	29.9	18.4	16.9
Margin	3.5%	7.0%	7.9%	8.4%	8.7%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
Core profit	1,099	2,699	3,506	4,151	4,851
YoY%	(54.3)	145.5	29.9	18.4	16.9
Margin	3.5%	7.0%	7.9%	8.4%	8.7%
EBITDA	3,423	5,611	6,745	7,663	8,732
YoY%	(29.4)	63.9	20.2	13.6	13.9
Margin	10.8%	14.7%	15.2%	15.4%	15.7%
Fully diluted EPS (RMB)	1.004	2.465	3.203	3.791	4.431
YoY%	(54.3)	145.5	29.9	18.4	16.9
DPS (RMB)	0.200	0.493	0.638	0.755	0.883
YoY%	(54.4)	146.5	29.4	18.4	16.9
Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	852	2,773	3,611	4,190	4,927
Dep. & Amort.	2,571	2,838	3,134	3,473	3,805
Chg in working cap	6,014	-3,272	-2,879	-119	-134
Others	-6,521	1,495	47	52	59
Cash from operations	2,917	3,834	3,913	7,597	8,657
Tax paid	-252	-379	-336	-427	-500
Net cash from operations	2,665	3,455	3,578	7,170	8,157
YoY%	(63.9)	29.7	3.5	100.4	13.8
Capex	-2,379	-3,435	-828	-2,909	-2,900
Investments	2,973	-6,760	-694	-728	-765
Disposal of assets	0	0	0	0	0
Interest received	933	752	737	792	792
Others	-3,015	-993	-879	-734	-835
Net cash from investments	-1,488	-10,437	-1,664	-3,579	-3,707
Issue/ buyback of shares	-0	-0	0	0	0
Interest paid	-449	-499	-467	-385	-344
Dividends paid	-481	-219	-538	-698	-827
Net change in debt	-725	210	-1,000	-1,000	0
Others	6,513	-1,066	85	71	81
Net cash from financing	4,858	-1,575	-1,919	-2,012	-1,090
Net change in cash	6,034	-8,556	-6	1,579	3,360
Adjustments	17	-20	0	0	0
Opening cash	7,033	13,085	4,509	4,503	6,082
Closing cash	13,085	4,509	4,503	6,082	9,441
FCF	286	20	2,750	4,261	5,257
YoY%	(91.4)	(93.0)	13,555.3	55.0	23.4

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Balance Sheet (RMBm)					
Fixed assets	9,927	10,525	8,219	7,655	6,749
Associates & JCE	1,665	1,856	2,155	2,405	2,689
Goodwill & intangibles	195	138	138	138	138
Deferred tax assets	204	217	252	281	314
Others	3,162	3,602	4,182	4,666	5,217
Non-current assets	15,153	16,337	14,946	15,145	15,107
Inventories	5,137	5,870	6,226	6,920	7,709
Trade & bills receivables	7,855	9,211	9,136	10,194	11,398
Prepayments, deposits & others	14	109	126	141	157
Investments	7,113	13,874	14,567	15,296	16,061
Cash	13,085	4,509	4,503	6,082	9,441
Others	1,941	3,898	4,526	5,050	5,646
Current assets	35,144	37,470	39,084	43,682	50,413
Total assets	50,297	53,807	54,029	58,827	65,520
Trade & bills payables	20,325	20,825	18,776	20,868	23,250
Accruals & other payables	0	0	0	0	0
Tax payable	29	190	221	246	275
Bank loans	735	976	1,018	851	1,517
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	198	406	471	526	588
Current liabilities	21,287	22,398	20,486	22,491	25,631
Bank loans	0	0	0	0	0
Bonds, CB & debentures	5,238	5,207	4,166	3,332	2,666
Deferred tax liabilities	753	753	875	976	1,091
Others	138	157	157	157	157
Non-current liabilities	6,129	6,117	5,197	4,465	3,914
Total liabilities	27,415	28,514	25,683	26,956	29,544
Total net assets	22,882	25,293	28,347	31,870	35,976
Share capital	105	105	105	105	105
Reserves	22,318	24,660	27,628	31,081	35,105
Shareholder's equity	22,423	24,765	27,733	31,186	35,210
Minority interests	459	528	614	685	765
Total Equity	22,882	25,293	28,347	31,870	35,976
Total debts	5,973	6,183	5,183	4,183	4,183
Net cash/(debts)	7,112	-1,674	-680	1,899	5,258
BVPS (RMB)	20.900	23.103	25.892	29.111	32.861
Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	14.5	18.3	18.9	19.2	19.5
EBITDA margin	10.8	14.7	15.2	15.4	15.7
EBIT margin	2.7	7.2	8.1	8.4	8.9
Net margin	3.5	7.0	7.9	8.4	8.7
Net margin (Core profit)	3.5	7.0	7.9	8.4	8.7
Effective tax rate (%)	15.6	12.1	10.9	10.9	10.8
Selling exp as % of rev	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
Admin exp as % of rev	3.2	3.7	3.1	3.1	3.1
R&D exp as % of rev	8.1	7.6	7.5	7.5	7.4
Other opex as % of rev	(0.8)	(1.4)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Total opex as % of rev	11.8	11.1	10.8	10.8	10.6
Interest coverage (x)	1.9	5.6	7.7	10.9	14.3
Dividend payout (%)	19.9	20.0	19.9	19.9	19.9
Balance sheet ratios					
Inventory days	66	64	61	60	60
Acct. rec. days	87	81	75	71	71
Acct. payable days	224	240	200	180	180
Cash cycle	-71	-94	-64	-50	-49
Net debt/equity (%)	Net cash	6.6	2.4	Net cash	Net cash
Net debt/total cap (%)	Net cash	6.2	2.3	Net cash	Net cash
Current ratio (x)	1.65	1.67	1.91	1.94	1.97
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.68	0.74	0.82	0.88	0.89
Financial leverage (x)	2.11	2.21	2.05	1.92	1.87
EBIT margin (%)	5.7	9.5	10.1	10.4	10.6
Interest burden (x)	0.75	0.86	0.90	0.93	0.94
Tax burden (x)	0.81	0.86	0.87	0.87	0.87
ROE (%)	5.0	11.4	13.4	14.1	14.6
ROIC (%)	8.5	15.3	14.5	15.7	17.5

來源: Company data, Crosby Securities

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和／或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和／或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。