

联创光电 (600363)

传统光电龙头转型蓄力，激光+超导开启成长第二曲线

买入 (首次)

2023 年 01 月 12 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,586	3,753	3,937	4,795
同比	-6%	5%	5%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	232	339	516	783
同比	-14%	46%	52%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	0.75	1.13	1.72
P/E (现价&最新股本摊薄)	53.26	36.38	23.93	15.75

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **传统光电器件国内领军企业，聚焦三大主业开展转型升级：**联创光电成立于 1999 年，起家于光电器件，于 2019 年开始逐步转型升级，收缩盈利能力较差的非核心业务，聚焦智能控制器、激光武器和高温超导三大主业。公司已陆续剥离毛利率较低的光缆、铜丝加工、传统电力缆等业务，并已签订意向协议商洽剥离主营背光源产品的联创致光。非核心业务陆续剥离后，公司整体业务布局将更加明晰，盈利能力迎来显著提升。
- **合作中物院十所，打造军用激光武器国内龙头：**全球反制无人机市场规模将从 2021 年 8.43 亿美元增长至 2029 年 57 亿美元，激光武器作为最有效反制无人机方式，市场空间广阔。公司与中物院十所合作，拥有国内最先进激光技术，激光武器核心部件泵浦源、激光器已于 2021 年 4 季度量产，并于今年迅速放量，激光武器整机产品光刃 I 已经完成验收，光刃 II 也已临近验收。2022Q3 公司激光系列产品收入 5,042 万元，同比增长 423%。目前公司 3.5 亿元产能已处于满负荷生产状态，正加速产能扩建，随着公司产品的陆续销售，预计激光板块将实现高速增长。
- **高温超导技术独步全球，市场需求潜力大：**高温超导设备应用于金属热加工领域，相较于传统工频炉可节约超 50%电耗，国内高温超导感应加热设备仅设备替换市场空间就近千亿元。公司历时近十年研发成功全球首台兆瓦级高温超导感应加热设备，首台设备已在中铝东轻举办交付仪式，进一步收获广亚铝业等客户订单，目前公司在手订单超 50 台。公司积极布局高温超导熔炼炉等应用，有望进一步打开长期成长空间。
- **智能控制器行业增长稳定，汽车电子与高端光耦赋予新动能：**公司智能控制器产品应用于高端智能家电，正加速向汽车领域布局，在产品、下游应用与产能端三重发力：1) 产品端，公司布局高端光耦，产品技术国内领先。2) 下游应用端，公司切入汽车电子领域，借力参股公司宏发电声，成功切入北汽、广汽、比亚迪、奔驰、丰田、本田、吉利等供应体系。3) 产能端，公司加速汽车电子智能控制器与高端光耦产能扩充。
- **盈利预测与投资评级：**公司加速业务转型升级，聚焦智能控制器、激光及高温超导三大业务板块，产能持续扩充，基于此，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 3.39/5.16/7.83 亿元，当前市值对应 PE 分别为 36/24/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能扩张进度不及预期；背光源板块业务亏损超预期；线缆等低盈利资产剥离进度不及预期；高温超导设备市场拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.11
一年最低/最高价	14.85/36.09
市净率(倍)	3.43
流通 A 股市值(百万元)	12,120.25

基础数据

每股净资产 (元,LF)	7.90
资产负债率 (% ,LF)	38.99
总股本(百万股)	455.25
流通股(百万股)	447.08

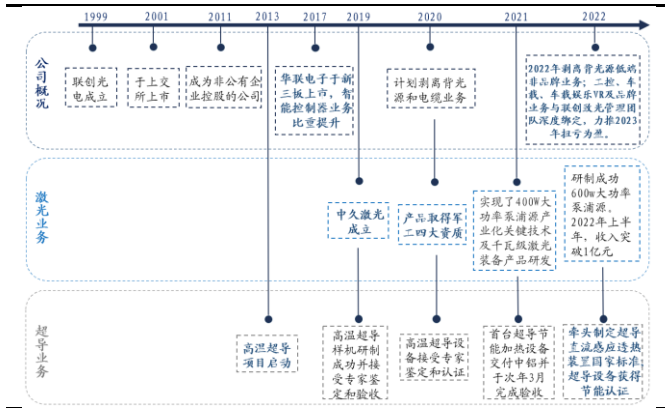
相关研究

特此致谢东吴证券 (香港) 对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼、唐权喜和王润芝的指导。

1. 收缩非核心业务，聚焦主业静待业绩腾飞

国内光电器件领军企业，传统业务加速瘦身，聚焦智能控制器、激光及高温超导三大重点优化业务布局。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图2：联创光电重点业务布局情况



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

2. 合作中物院十所，打造军用激光武器国内龙头

高功率激光器前景广阔，国产替代诉求强烈：据 Strategies Unlimited 预测，2019-2025 年全球高功率半导体激光器的市场规模将从 16.4 亿美元增长至 28.2 亿美元，CAGR 为 9.4%。我国 1~3kW 和 3~6kW 的中小功率光纤激光器基本实现国产替代，6~10 kW 和 10 kW 以上的国产化率水平分别为 51% 和 49%，未来几年国产替代空间大。

无人机发展带来安全隐患，激光武器反制备受青睐：据 Polaris Market Research 预测，2021 年全球反无人机市场规模 8.43 亿美元，预计在以 27% 的年均复合增长率增长，至 2029 年达 57 亿美元。直接摧毁类系统占无人机反制系统超 9 成，其中激光武器为最优选择。

依托九院十所推进科研转化，激光武器迎来放量期：2019 年 11 月，公司与九院十所合作，成立中久激光技术有限公司，2021 年公司成功将九院十所科研成果产业化，泵浦源和激光器产品于 2022 年实现业绩迅速增长。2022 年公司激光武器整机光刃一顺利实现销售，激光业务产能快速释放，产品订单数量高速增长，目前 3.5 亿元产能已处于满负荷生产状态。

3. 高温超导技术全球领先，市场需求潜力大

公司具备全球唯一的兆瓦级感应加热设备生产能力，产品技术遥遥领先：目前全球仅有德国和韩国各有一台工业级超导感应加热装置，这些设备的工业生产效率远落后于公司的产品。

高温超导技术领跑全球，订单加速上行：公司的超导业务板块由参股子公司联创

超导作为营运主体。高温超导设备行业壁垒较高，公司设立专利障碍，加深技术护城河。优化销售模式助力公司迅速开拓客户群，节能认证落地进一步刺激下游客户产品需求。供应中铝集团的首台设备交付仪式顺利举行，公司产品迎来高曝光度，订单量加速上行。产品矩阵加速完善，提前布局产能扩张蓄力长期成长。布局高温超导技术向其他应用领域拓展，打开高温超导设备天花板。

4. 智能控制器行业增长稳定，汽车电子与高端光耦赋予新动能

智能控制器市场庞大，智能终端促进需求增长：据 Frost & Sullivan 估算，2024 年全球智能控制器行业市场规模将达到 1.96 万亿美元；中国市场这一数据将达 3.81 万亿元，2018-2024 年均复合增长率为 12.3%，远高于全球平均增速。

立足高端智能家电领域，开拓汽车电子新应用：公司智能控制器业务通过控股子公司华联电子经营，是公司支柱业务技术。公司智能控制器产品主要应用于高端智能家电客户涵盖国内外一线知名厂商。技术、客户、产能共振，助力公司开拓智能控制器在汽车领域应用：**1）技术方面：**公司在高端智能家电领域积累了产品防水、抗震技术经验，助力公司顺利突破汽车领域产品技术壁垒。**2）客户方面：**联创光电持有国内继电器龙头宏发股份 20% 的股份，华联电子的汽车用智能控制器产品通过向宏发供货，顺利切入知名汽车厂商供应链。**3）产能扩张：**2022 年 9 月 3 日，厦门华联电子（翔安）工业园正式竣工，智能控制器年产能达 30 亿元，规划逐步投产至 2024 达到年产值 30 亿元，其中新增产能主要用于新能源汽车智能控制器、高效电机变频驱动智能控制器、高端光耦等产品。

光耦市场由国际巨头垄断，公司布局高端光耦引领国产替代：据 QYResearch 预测，2027 年将达 24.9 亿美元。目前中国大陆厂商市占率不足 3%，国产替代空间巨大。

5. 盈利预测与投资评级

综合来看，公司核心业务激光武器、智能控制器和高温超导设备订单充足、产能有序扩张，非重点业务逐步剥离低盈利部分，公司整体盈利能力稳健提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.39/5.16/7.83 亿元，同比增速为 46%/52%/52%，当前市值对应 PE 分别为 36/24/16 倍。根据可比公司加总各分部估值，公司 2022 年对应市值为 128 亿元，2023 年对应市值为 198 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

产能扩张进度不及预期；背光源板块业务亏损超预期；背光源、线缆等资产剥离进度不及预期；高温超导设备市场拓展不及预期。

联创光电三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,247	3,410	3,731	4,569	营业总收入	3,586	3,753	3,937	4,795
货币资金及交易性金融资产	1,158	1,560	1,846	2,502	营业成本(含金融类)	3,085	3,129	3,150	3,724
经营性应收款项	1,031	927	834	903	税金及附加	12	15	17	19
存货	845	598	702	769	销售费用	78	82	86	106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	276	240	228	259
其他流动资产	213	326	348	395	研发费用	170	179	192	238
非流动资产	3,255	3,539	3,894	4,398	财务费用	41	55	60	66
长期股权投资	2,041	2,297	2,642	3,149	加:其他收益	34	26	28	34
固定资产及使用权资产	570	667	702	699	投资净收益	372	394	475	637
在建工程	285	193	146	123	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	148	168	188	208	减值损失	-45	-36	-33	-33
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	55	58	61	64	营业利润	285	438	672	1,022
其他非流动资产	155	155	155	155	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	6,502	6,949	7,625	8,967	利润总额	286	439	673	1,023
流动负债	2,269	2,180	2,063	2,267	减:所得税	5	7	11	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	749	749	749	749	净利润	282	432	661	1,007
经营性应付款项	1,168	1,126	974	1,136	减:少数股东损益	50	93	146	223
合同负债	17	19	19	22	归属母公司净利润	232	339	516	783
其他流动负债	335	286	321	359	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.75	1.13	1.72
非流动负债	417	547	677	807	EBIT	-45	136	291	484
长期借款	270	400	530	660	EBITDA	73	277	447	655
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.98	16.64	19.98	22.34
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	6.46	9.04	13.10	16.34
其他非流动负债	142	142	142	142	收入增长率(%)	-6.29	4.67	4.88	21.80
负债合计	2,686	2,727	2,740	3,074	归母净利润增长率(%)	-14.22	46.41	52.00	51.93
归属母公司股东权益	3,345	3,658	4,176	4,961					
少数股东权益	471	563	709	932					
所有者权益合计	3,816	4,221	4,885	5,893					
负债和股东权益	6,502	6,949	7,625	8,967					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	196	393	269	647	每股净资产(元)	7.34	8.03	9.17	10.90
投资活动现金流	40	-29	-37	-37	最新发行在外股份(百万股)	455	455	455	455
筹资活动现金流	-308	37	55	46	ROIC(%)	-0.95	2.62	4.95	7.07
现金净增加额	-75	402	287	656	ROE-摊薄(%)	6.93	9.27	12.35	15.79
折旧和摊销	118	140	157	171	资产负债率(%)	41.31	39.25	35.94	34.28
资本开支	-244	-164	-164	-164	P/E(现价&最新股本摊薄)	53.26	36.38	23.93	15.75
营运资本变动	84	113	-182	-10	P/B(现价)	3.69	3.37	2.96	2.49

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

