

# 联创光电 (600363.SH)

## 向新而行厚积薄发，激光+超导双翼齐飞

优于大市

### 核心观点

**公司 2025 年前三季度实现归母净利润 4 亿元，同比+19.40%。**根据公司 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收 25.03 亿元，同比+2.83%；实现归母净利润 4 亿元，同比+19.40%。单季度数据来看，2025Q3 公司实现营收 8.56 亿元，同比-3.49%、环比+1.06%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比+28.04%、环比-6.80%，业绩情况大幅改善，拐点已至。

**公司聚焦“激光+高温超导”，产业结构逐步优化。**公司成立于 1999 年，成立之初聚焦于 LED 和线缆行业。2019 年公司通过控股新设等方式，将业务拓展至高温超导和激光产品领域，并逐步削减低效低端业务。2025 年公司通过高温超导磁体技术切入商业航天发射赛道。目前公司主营产品为光纤激光器、大功率光源、高温超导感应加热设备、高温超导磁控硅单晶生长设备、高温超导可控核聚变工程装备等。

**深度布局激光核心领域，公司带来业绩拐点。**在低空经济和国防形势等推动下，反无人机系统、激光武器需求增加。公司凭借“核心器件-激光器-整机系统”的完整产业链，实现激光产品营收和利润的大幅增长。未来公司将积极拓展国内外市场，激光产品有望赋能公司业绩持续向好。

**高温超导产品交付，可控核聚变成为重要增长极。**公司高温超导磁控硅单晶生长设备交付，产品能力获市场高度认可，后续订单充足。控股公司中标可控核聚变关键项目，随着星火一号等项目的持续投入，高温超导磁体的研制将成为公司业绩的重要增量。

**技术外溢商业航天，切入商业航天发射赛道。**公司依托高温超导核心技术，通过成立资阳商业航天产业运营公司等方式，目标火箭发射千亿市场。未来技术突破和产品落地将为公司业绩增长带来巨大潜力。

**风险提示：**技术迭代不及预期；市场需求不及预期；传统主业竞争加剧。

**投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在 72.4-75.1 元之间，相对于公司目前股价有 14.6%-18.9%溢价空间。我们假设公司 2025-2027 年归母净利润为 4.77/5.84/6.61 亿元，同比+98%/+22%/+13%；EPS 分别为 1.05/1.28/1.45 元，动态 PE 为 60/49/44 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,240	3,104	3,564	4,099	4,753
(+/-%)	-2.2%	-4.2%	14.8%	15.0%	16.0%
归母净利润(百万元)	334	241	477	584	661
(+/-%)	25.0%	-27.9%	97.9%	22.3%	13.2%
每股收益(元)	0.73	0.53	1.05	1.28	1.45
EBIT Margin	3.3%	2.9%	8.0%	10.6%	12.5%
净资产收益率(ROE)	8.3%	5.8%	10.8%	12.2%	12.8%
市盈率(PE)	86.0	119.2	60.2	49.3	43.5
EV/EBITDA	146.7	143.4	84.8	59.4	45.8
市净率(PB)	7.18	6.93	6.49	6.03	5.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

### 国防军工·军工电子 II

证券分析师：李聪

licong3@guosen.com.cn  
S0980525080006

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	72.40 - 75.10 元
收盘价	63.17 元
总市值/流通市值	30038/30038 百万元
52 周最高价/最低价	78.76/48.09 元
近 3 个月日均成交额	877.10 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 公司营收利润双增长，盈利能力持续改善

根据公司 2025 年三季报,2025 年前三季度公司实现营收 25.03 亿元,同比+2.83%;实现归母净利润 4 亿元,同比+19.40%。单季度数据来看,2025Q3 公司实现营收 8.56 亿元,同比-3.49%、环比+1.06%,实现归母净利润 1.37 亿元,同比+28.04%、环比-6.80%。业绩表现来看,公司 2025 年前三季度营收和利润同比均稳步增长,报告期内公司利润相较同期有较大增幅。

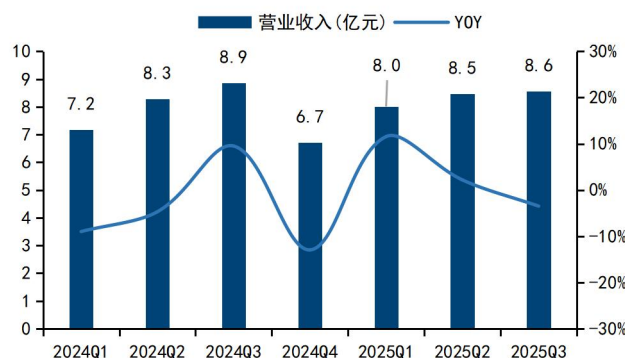
盈利能力方面,2025 年前三季度公司实现毛利率 19.73%,同比+3.84pct;实现净利率 16.48%,同比+16.48pct。2025Q3 公司实现毛利率 20.29%,同比+3.84pct;实现净利率 18.10%,同比+34.17pct。公司“激光+超导”的产业布局业绩成效初显,高利润业务大幅提升公司盈利能力,改善公司盈利状况。

图1：联创光电营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：联创光电单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



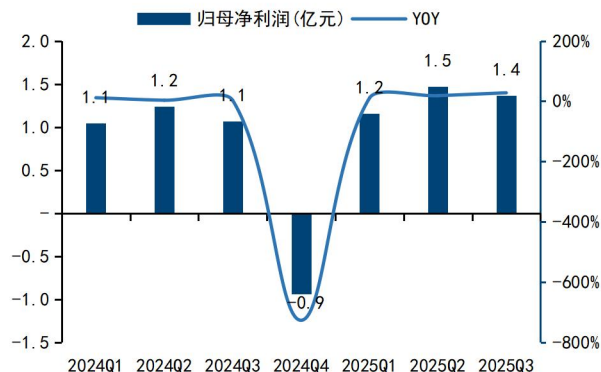
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：联创光电归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：联创光电单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



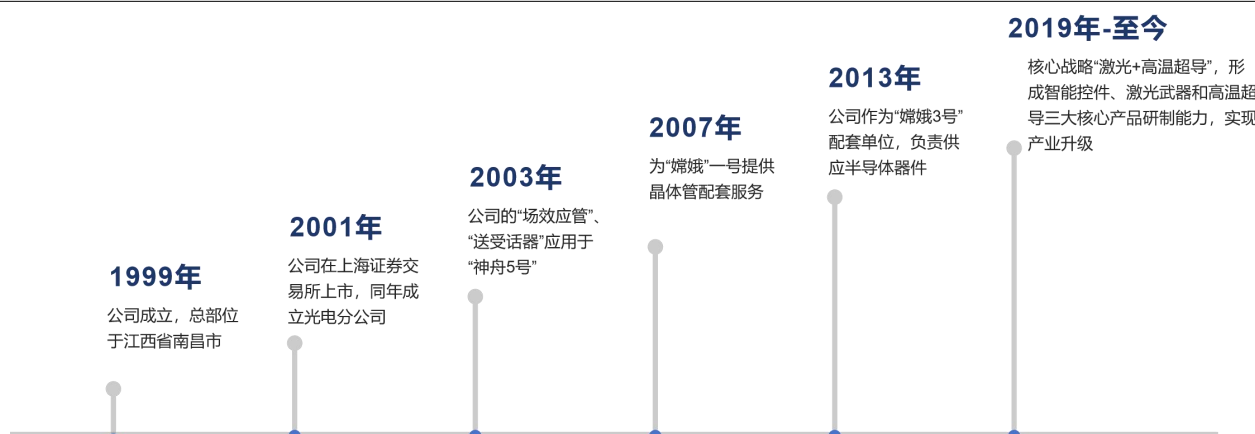
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 二十余年技术沉淀，核心战略优势显现

### 公司聚焦“激光+高温超导”，产业结构逐步优化

公司以 LED 和光电线缆起家，后续逐步剥离盈利能力较低的业务，积极布局智能控制产品、激光科技和高温超导三类高科技产业。公司成立于 1999 年，主要生产 LED 元器件、背光源和光电线缆等产品。2001 年公司于上海证券交易所挂牌上市，同年收购江西金峰电子科技有限公司，在此基础上组建光电分公司，进一步扩大业务范围。此后，公司多次支撑“神舟 5 号”、“嫦娥 1 号”等国家级航天项目，产品承受“航天级”检验，深嵌航天产业供应链。2019 年 6 月，公司 20 周年之际，与江西省电子集团共同设立江西联创光电超导应用有限公司，布局高温超导领域。同年 11 月，公司成立江西中久激光技术有限公司，并与中国工程物理研究院推出“中久光电”激光科研技术产业化平台，至此公司“激光+高温超导”的核心战略形成，产业结构优化。

图5：联创光电发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司主营产品聚焦智能控制产品、背光源及光电电缆、半导体激光产品以及其它新兴业务。公司主要产品包括：1) 智能控制产品，主要包括控制器、变频驱动器等，产品应用于家电及商用电器，是格力、海尔等龙头企业的核心供应商。2) 背光源和光电电缆，主要包括 LED 背光板、高温射频电缆、航空线缆等，产品主要应用于通信、电力、航空等领域。3) 激光产品，主要包括激光电源、半导体泵浦激光增益模块、大功率半导体激光光源以及激光反制系统等，产品应用于工业加工、军工安防等高端领域。4) 新兴业务，主要包括高温超导、电磁弹射等高科技附加值领域，高温超导产品目前有高温超导感应加热装备、高温超导磁控硅单晶生长炉等，电磁弹射领域主要提供发射场所需的高温超导磁体、地面模组、变流控制等高端产品。

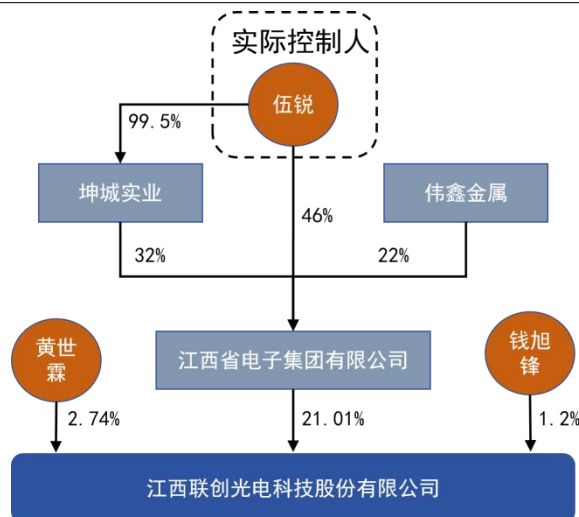
表1：联创电子主营产品情况

产品大类	具体产品	应用领域
智能控制产品	控制器、变频驱动器等	家电及商用电器
背光源及光电电缆	LED 背光板、高温射频电缆、航空线缆、HLF 系列同轴电缆等	通信、电力、航空等
激光产品	激光电源、半导体泵浦激光增益模块、大功率半导体激光光源、“光刃”系列激光反制系统等	工业加工、金属切割、反无人机等

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司股权结构稳定，公司实控人为董事长伍锐。**公司董事长伍锐，现任江西省电子集团有限公司董事长、江西聚变新能源有限责任公司董事长，其间接通过坤城实业、江西省电子集团有限公司等合计持有公司 16.35%的股份。

图6：联创光电股权结构图（截至 2026 年 1 月 22 日）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表2：联创光电主要董事及管理层情况

姓名	职位	个人履历
伍锐	董事长、总裁	男，清华大学硕士研究生。现任江西省电子集团有限公司董事长、江西联创超导技术有限公司董事长、江西聚变新能源有限责任公司董事长；2022 年 2 月起任江西联创光电科技股份有限公司总裁，2024 年 5 月 15 日起任江西联创光电科技股份有限公司董事长。
邓惠霞	董事、副总裁	女，经济学硕士学历，曾先后任职于广东广之旅集团股份有限公司、广东恒捷投资集团有限公司、中信证券股份有限公司、国融证券股份有限公司。2025 年 4 月起任江西联创光电科技股份有限公司副总裁；2025 年 5 月起任江西联创光电科技股份有限公司董事。
万云涛	财务负责人	男，本科学历。取得高级会计师、中级会计职称。曾先后任职于正邦集团、江西高新创投泽信投资管理有限公司。2020 年 4 月入职江西联创光电科技股份有限公司，现任公司财务负责人。
周家禾	董事会秘书	男，康奈尔大学工学硕士，华东理工大学工学学士、金融学学士学历，曾任职于中信证券股份有限公司。2025 年 3 月入职江西联创光电科技股份有限公司，2025 年 4 月起任江西联创光电科技股份有限公司董事会秘书。

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 产业优化升级进展顺利，公司业绩拐点已至

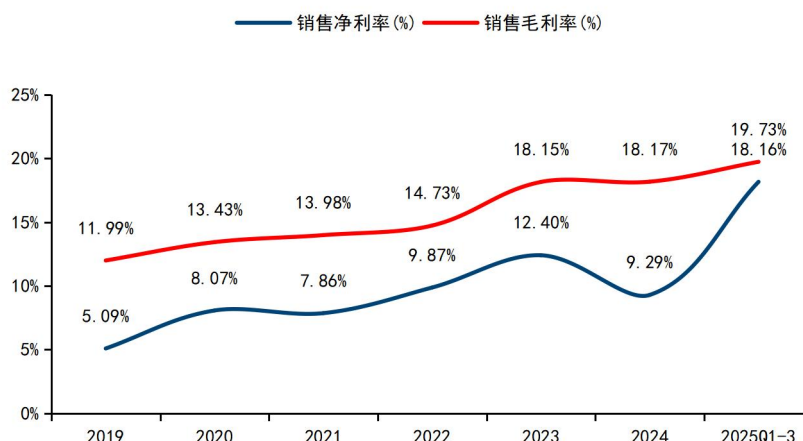
**公司 2025 前三季度业绩明显改善。**根据公司 2025 年三季度报，2025 年前三季度公司实现营收 25.03 亿元，同比+2.83%，归母净利润 4 亿元，同比+19.4%，利润增幅提升明显。

2019-2024 年间，公司逐步优化产业结构，传统智能控制和背光源业务收缩低效益业务，聚焦高价值、高毛利率、高增长领域；新兴领域，布局激光设备、高温超导等高技术、高附加值方向。公司产业结构优化期间，营收方面小幅下降，利润方面小幅波动，公司业绩在优化期整体较为稳定。

随着激光、高温超导等技术的突破和产品交付，2025 年前三季度，公司营收小幅增加，利润大幅增长。主要受益于激光产品带来的高毛利，标志着产业升级的重大突破，利润出现显著修复。

未来，受益于商业航天、低空经济的快速发展，公司在激光设备、反无人机、可控核聚变以及电磁弹射等领域的业绩将逐步兑现，营业收入和利润有望实现更高增速。

图7：联创光电毛利率、净利率情况（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025H1 公司实现营收 16.48 亿元，同比+6.51%；其中智能控制产品/背光源及应用产品/半导体激光系列（含航天微电子器件）/光电线缆收入分别为 8.21/5.96/1.28/0.73 亿元，分别占总营收的 50%/36%/8%/4%。公司 2025H1 毛利率为 19.44%，其中智能控制产品/背光源及应用产品/半导体激光系列/光电线缆毛利率分别为 25.41%/7.17%/24.62%/35.39%。

**智能控制产品：**2025H1 公司智能控制产品实现营收 8.21 亿元，同比-7%；毛利率为 25.41%，同比+2.44pct。公司在智能控制器板块持续优化，产品向高集成化、自适应算法等方向升级，盈利能力稳步提升。由于削减部分低利润业务，导致公司营业收入略有下降。

**背光源及应用产品：**2025H1 公司背光源及应用产品营收 5.96 亿元，同比+17.95%；毛利率为 7.17%，同比+1.08pct。公司通过自动化线体改造及管理体系升级，由手机背光板等低价值产品转向车载背光板等高价值产品，带动营收增长。

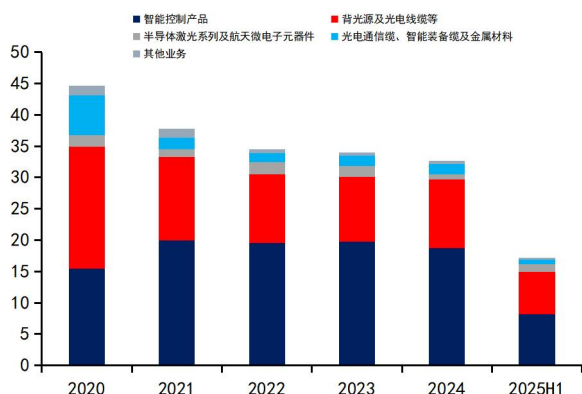
**半导体激光系列：**2025H1 公司半导体激光系列实现营收 1.28 亿元，同比+177%；毛利率为 24.62%，同比-18.56pct。公司 2025H1 业绩增长主要源于激光板块，主要原因为泵浦源、激光器及光刀系列激光反无人机系统的市场拓展和业绩兑现。

**光电线缆：**2025H1 公司光电线缆方面实现营收 0.73 亿元，同比-2.54%；毛利率为 35.39%，同比-3.03pct。

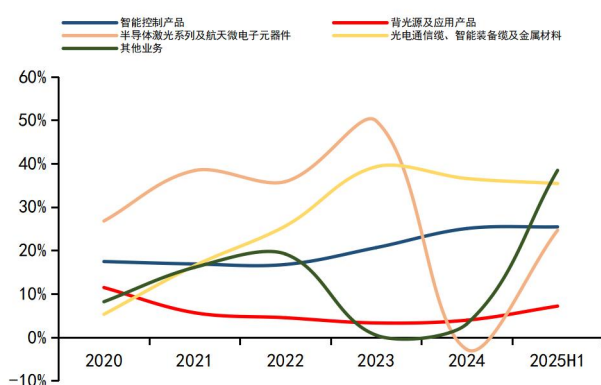
图8：联创光电营收结构情况（亿元）

图9：联创光电主要业务毛利率情况（%）





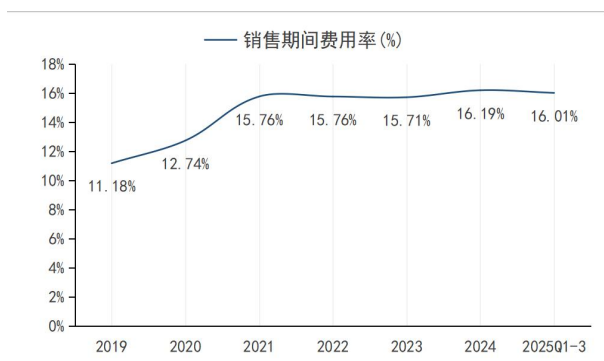
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

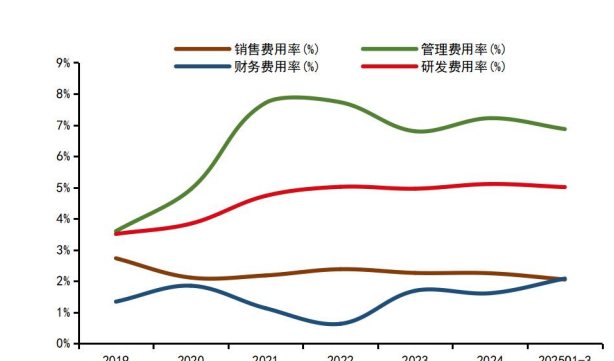
**公司期间近 3 年费用率稳定。**公司 2020–2024 年，期间费用率分别为 12.74%/15.76%/15.76%/15.71%/16.19%，2025 年前三季度期间费用率为 16.01%。自 2019 年公司开启产业结构优化，逐步加大对激光产业、高温超导的研发投入，并相继成立中久光电、联创超导等聚焦各领域的子公司，因此自 2020 年以来公司管理费用率和研发费用率均有增加。近 3 年公司控制费用效果较好，各项费用率基本保持稳定。

图 10: 联创光电期间费用率情况 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11: 联创光电各项费用率情况 (%)



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

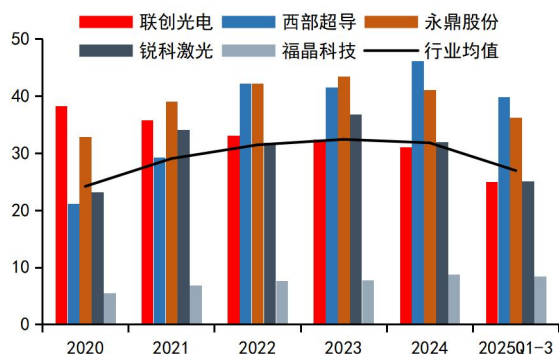
## 同行业对比

联创光电主营业务为智能控制产品/背光源及应用产品/半导体激光系列等，我们重点关注公司战略核心“激光+高温超导”领域的发展情况，选取对应行业典型公司进行对比。西部超导主营业务为高端钛合金材料、超导产品、高性能高温合金材料的研发、生产和销售，服务于航空航天、军工、能源装备等国家战略领域。永鼎股份主营业务为光缆、激光器芯片及高温超导带材等。锐科激光主营光纤激光器及其关键器件，为工业制造提供核心光源。福晶科技主营业务为激光器光学晶体、激光器件等，聚焦激光产业链上游。

**联创光电近年来营业收入处于行业平均水平，2025 年业绩拐点初现。**2020–2024 年公司营业收入呈下降趋势，保持在可对比企业营业收入平均线附近。但 2025 年前三季度公司实现营收 25.03 亿元，同比+3%，营收增长率由负转正，业绩拐点

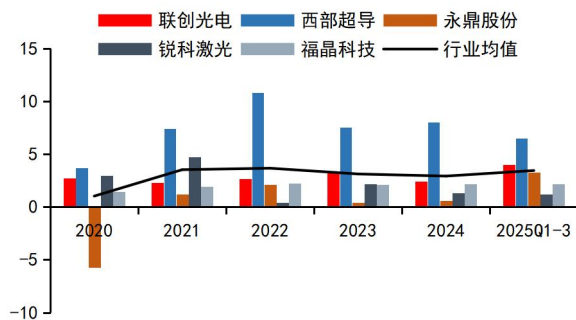
出现。

图 12: 可对比企业营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 可对比企业归母净利润情况 (亿元)

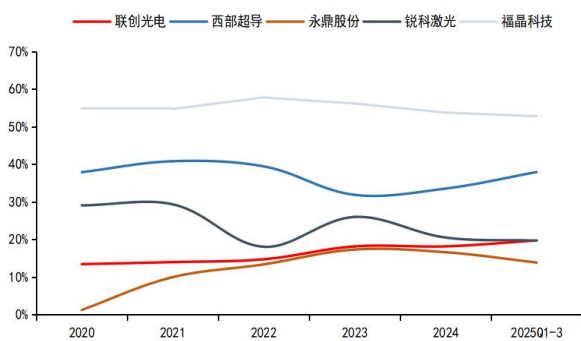


资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

**联创光电毛利率稳步增长, 增速处于行业前列。**公司毛利率自 2020 年起逐年上升, 2020-2024 复合增长率 7.84%, 公司产业结构优化效果明显, 专注高技术高附加值产品, 改善了公司的盈利能力。

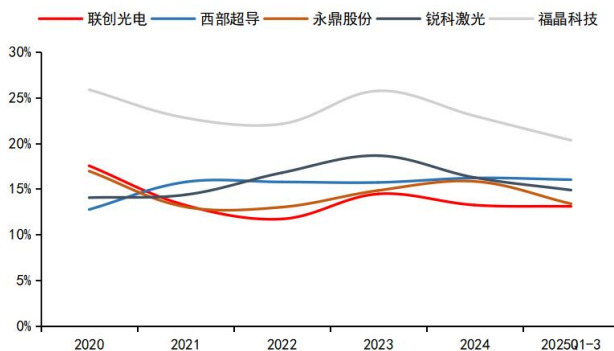
**联创光电期间费用率相较可对比公司处于较低水平。**期间费用率变动趋势与同行业公司可比公司基本一致, 公司 2025 年前三季度期间费用率为 13.08%, 为可比公司同期最低, 证明了公司的费用管控能力、内部管理效率处于同行业前列, 盈利空间有望继续扩大。

图 14: 可对比企业毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 可对比企业期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 公司“激光+超导”业绩兑现，技术外溢切入商业航天发射赛道

### 公司深度布局激光核心领域，市场拓展带来业绩拐点

激光产业链由上游的原材料和元器件、中游的激光器和加工设备以及下游的产品应用组成。产业链上游核心为光学材料和光学元器件，如：晶体材料、特种光纤、激光二极管等。中游核心为激光器，激光器是激光的发射装置，通过粒子数反转和光学谐振等方式产生能量集中、单色性高、方向性好的光束。产业链下游工业制造中的金属、半导体切割，国防军工中的反无人机系统、激光武器中均有广泛应用

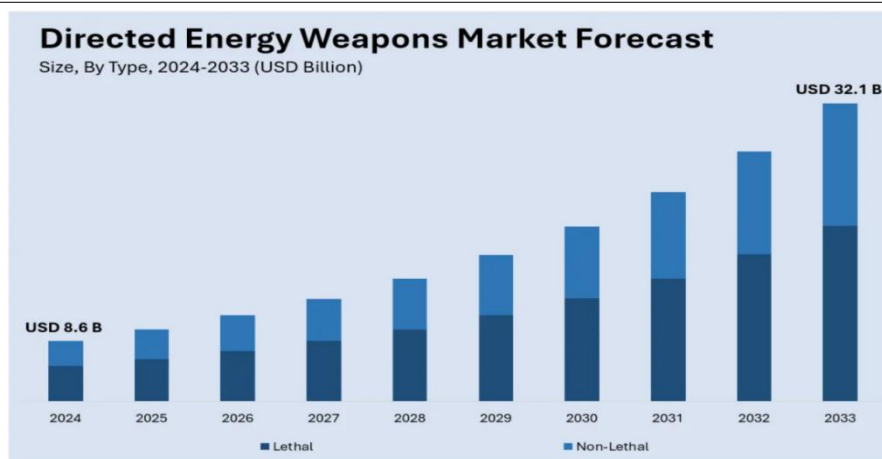
图 16：我国激光器产业链



资料来源：普华永策、中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

全球定向能武器市场规模增长迅速，激光武器是定向能武器的重要组成部分。地缘政治局势紧张以及国防安全加剧，令各国加大了对新兴武器装备的投入，推动了定向能武器市场规模的高速增长。根据 Imarc Group 统计，2024 年全球定向能武器市场规模约 86 亿美元，预计 2033 年将达到 321 亿美元，CAGR 达 15.74%。

图 17：全球定向能武器市场规模预测



资料来源：Imarc Group，国信证券经济研究所整理



激光器是激光武器的核心元器件，国内“三驾马车”拉动激光器行业发展全面提速。1) **国产化替代**：我国激光器产业国产化水平显著提升，据《2025 中国激光产业发展报告》显示，2024 年我国光纤激光器市场销售额达 130 亿元，国产激光器份额占比超 85%。2) **政策扶持**：激光产业作为发展新质生产力的关键领域，各级政府陆续推出相关政策。2024 年湖北省发布《关于推动激光产业高质量发展的实施意见》，计划 2026 年产业规模突破 500 亿元，明确提出扶持激光产业相关企业。3) **技术突破**：2025 年我国万瓦光纤激光器研发成功、微米级光纤包层精密剥离等技术的突破，提升了我国激光器产业在国际的竞争力。

图 18：2020-2025 我国激光器产业市场规模

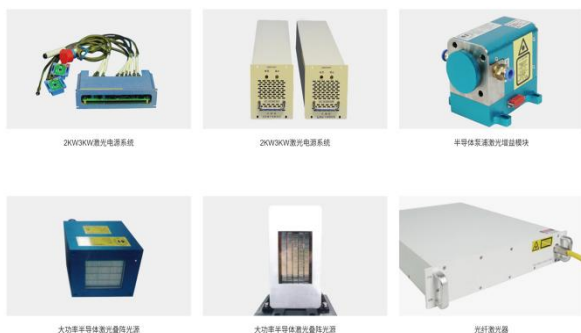


资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

联创光电深度布局激光器产业，构建“核心器件-激光器-整机系统”完整产业链。

1) **核心器件**：公司核心元器件产品主要有高功率激光电源系统、半导体泵浦激光增益模块等，其轻量化高效锁波泵浦源技术使其单支输出功率和功重比达到国内第一、国际领先水平，迈出国产化替代的关键一步。2) **激光器**：公司主营光纤激光器、大功率光源等，依托中国工程物理研究院的技术积累，公司具备高功率光纤激光器的完整技术体系和生产工艺，产品能力达到国际一流水平。3) **整机系统**：公司核心产品为“光刃系列”激光反无人机系统，该系列完成了多轮性能迭代和方案改进，据公司公告称，2025 年公司在智能图像识别算法方面取得突破，“光刃 II”实现了行业首创的行进间“动对动”跟踪与拦截。该系统可以在车载移动状态下，对飞行中的无人机进行探测、捕获、跟踪和毁伤。

图 19：公司激光器件方面的主营产品



资料来源：联创光电，国信证券经济研究所整理

图 20：反无人机系统车载激光武器



资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

公司激光业务由控股公司中久光电承担，核心技术突破带来 2025 年 h1 业绩大幅上涨。中久光电由联创光电和中国工程院物理研究院联合成立，以高端泵浦源激光器件、激光器集成产品及激光反无人机整机系统为核心业务。公司实现了图像识别、伺服系统控制、全流程自动控制等核心技术的自主化，并通过“光刃”系列整机反无人系统进行技术成果转化。据公司公告，该公司 2025 年上半年实现营收 1.14 亿元，同比+261%，实现净利润 1762 万元，同比+401%。

**展望：技术驱动产品能力提升，市场拓展推动业绩增长。**公司未来将聚焦大功率激光器及反无人整机系统，持续进行技术迭代和产品升级，提升公司竞争力。此外，公司产品已获出口许可，“光刃系列”亮相阿布扎比防务展，标着公司积极拓展海外市场，打开军民两用市场通道。未来公司激光产品将成为公司业绩的核心支柱，带来大量收入和高额利润。

### 公司高温超导订单剧增，可控核聚变成为重要增长极

超导态是指超导材料在满足临界温度、临界磁场、临界电流密度等条件下所维持的电阻为零且具有完全抗磁性（迈斯纳效应）的状态。超导材料因此广泛应用于可控核聚变、磁悬浮、电力传输等领域。

以维持超导态的临界温度 40K（-233℃）为分界点，可分为低温超导和高温超导。超导技术始于低温超导，直到 1986 年前西德物理学家伯格茨发现钡-铜-氧系的超导电性，标志着超导发展进入高温超导阶段。高温超导技术相比低温超导，具有更高的磁场强度、更宽的工作温区和更低的失超风险，适用的场景也更为广泛。

表3：高温超导和低温超导特性对比

特性	低温超导	高温超导
核心材料	NbTi、Nb <sub>3</sub> Sn 等	BSCCO、REBCO 等
工作温区	T<40K, 液氮温区（4.2K）	T>40K, 液氮温区（4.2K）至液氮温区（77K）
磁场强度	0-15T	0-30T 以上
磁体体积及重量	制冷能耗较高，磁体体积及重量较大	制冷能耗较低，磁体体积及重量较小
主要应用领域	磁共振成像（MRI）、核磁共振波谱分析、可控核聚变、超导磁控单晶炉等	可控核聚变、超导电力、超导磁控单晶炉、超导感应加热装置等

资料来源：上海超导招股说明书，国信证券经济研究所整理

**国家重视新质生产力发展，超导领域政策结构持续完善。**1）顶层设计：《十五五规划》中明确提出布局未来产业，推动氢能和核聚变能成为新的经济增长点，高温超导作为可控核聚变的核心技术，未来产业化前景广阔。2）部委协同：工信部、科技部等多个国家部委联合发布的《关于推动未来产业创新发展的实施意见》中提出加快超导材料等前沿新材料的创新应用，为超导行业的发展提供了明确的路径。3）地方跟进：2025 年地方陆续出台的一系列政策为超导技术突破和产业化发展提供资金支持和路径指引。广州市政府在《广州市加快建设先进制造业强市规划》中提出集中攻关超导技术，并建设材料制备与表征研发平台；上海设立未来产业基金，资金规模 100 亿元，用于推动可控核聚变、量子计算的科技成果转化，同年上海科技委为超导材料、磁体、应用技术等提供资金支持，最高金额达 500 万元。

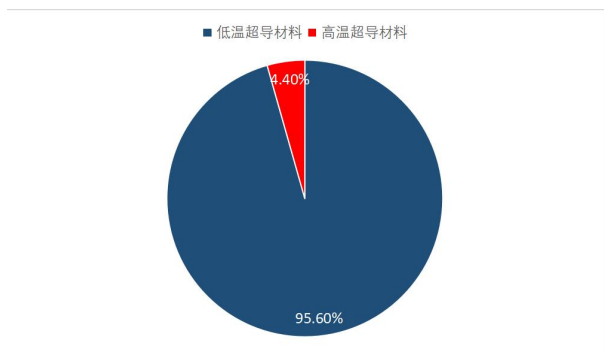
表4: 近期超导领域政策及事件梳理

事件名称	时间	主要机构	核心内容
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	2025. 10	中国共产党第二十届中央委员会	推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点
《关于推动未来产业创新发展的实施意见(工信部联科〔2024〕12号)》	2024. 01	工业和信息化部、教育部、科技部等	前瞻部署新赛道, 加快超导材料等前沿新材料的创新应用
上海设立百亿基金	2025. 01	上海市政府	未来产业基金的规模为100亿元, 周期为15年, 由上海市财政全额出资。定位为逆周期耐心资本, 旨在推动上海乃至中国的科技成果转化。
《关于发布2025年度关键技术研发计划“超导”项目申报指南的通知》	2025. 01	上海市科学技术委员会	超导材料技术、超导磁体技术、超导应用技术三大专题和镍基高温超导材料制备与机理研究、20T高磁场下临界电流测量系统研制、高温超导电力电缆中继技术研究四个方向提供资金支持
《广州市加快建设先进制造业强市规划(2024—2035年)的通知》	2025. 12	广州市政府	开展高温超导材料研究, 建设超导材料制造设备于一体的大型超导材料制备与表征研发平台。开展实用化超导材料的规模化制备工艺研究, 拓展低温超导材料应用场景, 推动高温超导材料在可控核聚变、电力传输等领域应用。

资料来源: 国务院、工信部、国家自然科学基金委员会、上海科学技术委员会、广州市政府, 国信证券经济研究所整理

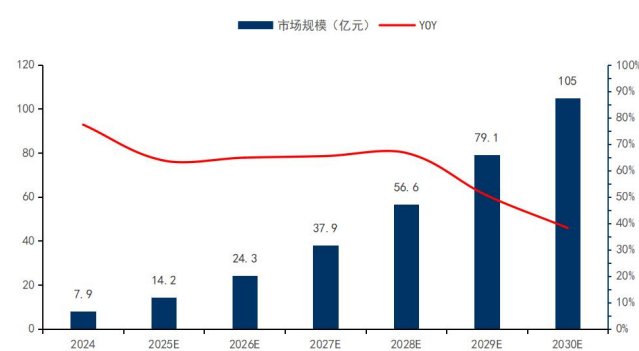
**我国超导材料市场规模不断扩大, 高温超导市场份额占比有望提升。**《2025-2030年中国超导材料深度分析及投资前景研究预测报告》统计, 2025年超导材料市场规模预计为92亿元, 2026年将增至139.2亿元。目前国内超导材料市场仍以低温超导为主, 高温超导材料处于产业初期, 随着技术的突破和规模化应用带来的成本效应, 高温超导的市场份额有望大幅提升。

图21: 我国超导材料市场份额占比



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图22: 全球高温超导带材市场规模及预测

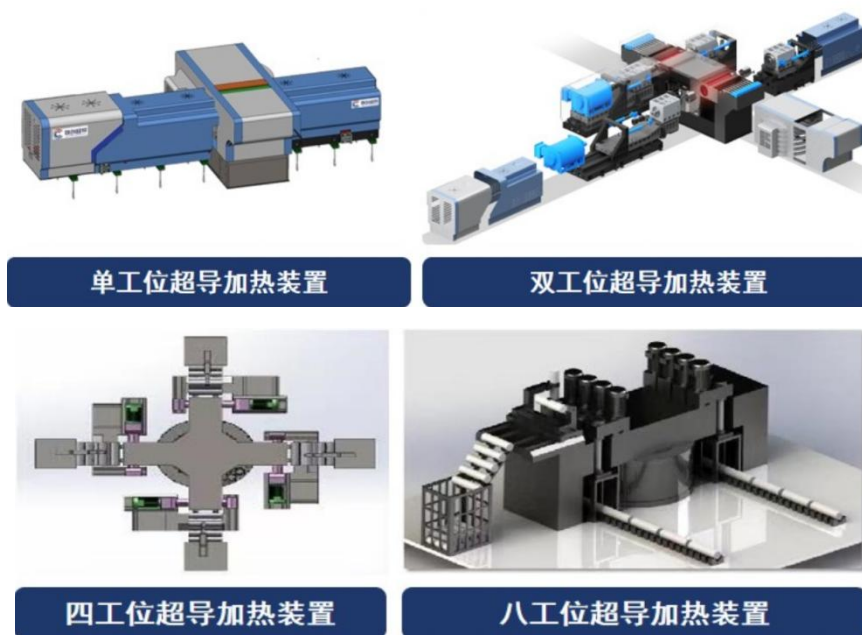


资料来源: 赛迪数据, 国信证券经济研究所整理

**公司布局高温超导, 形成三大产品矩阵。**联创光电控股的联创超导, 聚焦高温超导领域的业务, 形成了高温超导感应加热设备、高温超导磁控硅单晶生长设备、高温超导可控核聚变工程装备的产品矩阵。

1) 高温超导感应加热设备: 公司成功研制全球唯一的兆瓦级高温超导感应加热产品, 且已实现量产。公司最新产品电热转换效率最高可达90%, 产品能力处于市场领先地位, 竞争力强, 市场份额有望进一步提升。

图 23: 联创超导系列化标准产品



资料来源：联创超导，国信证券经济研究所整理

2) 高温超导磁控硅单晶生长设备：光伏级硅单晶生长设备已于 2024 年实现量产，磁场强度达 4000Gs 的电子级硅单晶生长设备于 2025 年底完成产品定型。目前公司部分产品已经交付宁夏旭樱，产品生产的晶棒氧含量远低于行业标准要求的 12ppm。据公司公告称，宁夏旭樱后续有大规模采购意愿，意向订单金额超 9 亿元。随着批量化交付，公司营收有望大幅提升。

表 5: 产品优势

降低硅棒含氧量	成本低	提高单晶质量	磁场强	操作简便	温度适应性强
硅棒含氧量从 12ppma 降至 3-4ppma	无需消耗液氮，运行温区高，制冷成本低	有效抑制熔体对流、熔面温度起伏，降低硅单晶中间隙氧浓度、提高掺杂物的径向均匀性	磁场强度 600Gs-5000Gs	一键拉晶	高温超导磁体工作温度范围广，热稳定性高，不容易失超

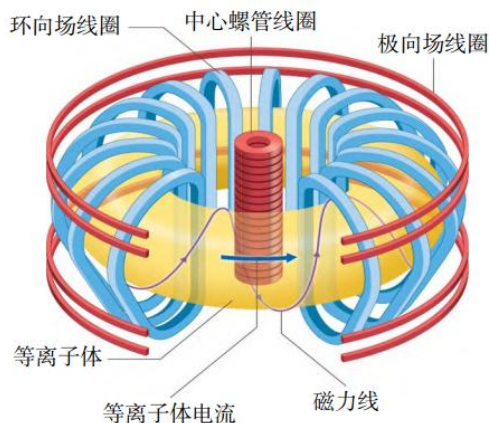
资料来源：联创超导，国信证券经济研究所整理

3) 高温超导可控核聚变工程装备：该领域为高温超导技术壁垒最高、前景最广阔的应用方向，主要为可控核聚变中的托卡马克装置提供环向场线圈、中心螺线管线圈和极向场线圈等超导磁体系统。2025 年公司完成国内首个基于高温超导缆线的 D 型线圈 20K 温区低温实验，商业化应用迈出关键一步。目前，公司深度参与“星火一号”可控核聚变项目，该项目全期投入预计超 100 亿元。联创超导作为核心供应商，主要负责超导磁体的设计和制造，2024 年中标 4180 万元磁体订单，随着“星火一号”项目的推进，预计 2029 年项目建成时，累计订单可达 40 亿元。未来高温超导可控核聚变的研制将成为公司业绩增长的核心增量。

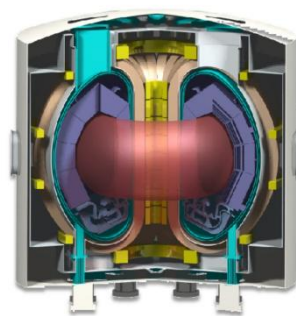
图 24: 托卡马克装置结构图

图 25: “星火一号”聚变-裂变混合堆





资料来源：武松涛，《托卡马克聚变装置的关键突破与展望》，科技导报，2025，42(12)，p122，国信证券经济研究所整理



“星火一号”高温超导混合堆主机设计



超导磁体

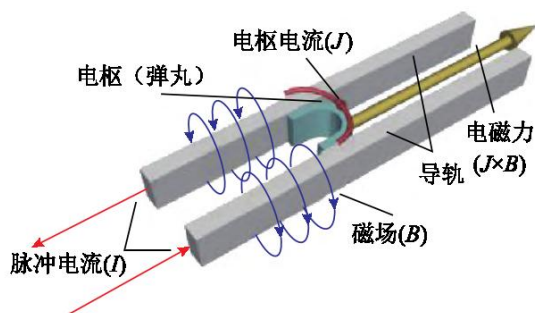
资料来源：联创超导，国信证券经济研究所整理

**展望：公司高温超导应用加快落地，可控核聚变将成重要增长极。**2024 年，联创超导 2024 年实现收入 1.54 亿元，归母净利润 1033.96 万元，已实现盈利。公司通过产能扩张、增加研发投入、强化市场推广等多种措施，不断加速高温超导的落地应用，未来随着技术突破和订单落地，公司盈利能力有望进一步提升。

### 公司技术外溢商业航天，电磁弹射市场潜力巨大

电磁弹射系统是利用电磁力驱动发射物并将其加速到高速或超高速度的新型发射装置，是一种把电磁能变换成动能的能量变换技术。电磁弹射作为新兴高端技术，主要应用于舰载机起飞、动能武器、磁悬浮列车等领域。福建舰的入列，标志着我国电磁弹射技术达到了世界先进水平。

图 26：轨道式电磁发射技术示意图



资料来源：马伟明，《电磁发射技术的研究现状与挑战》，电工技术学报，2023，38(15)，p3944，国信证券经济研究所整理

图 27：歼-35 舰载机电磁弹射训练



资料来源：央视网，国信证券经济研究所整理

**电磁弹射与商业航天契合度高，为火箭发射开辟全新路径。**1) 提升运载效率：电磁弹射进行火箭发射，在起飞阶段为火箭提供了初速度，可减少火箭自身携带的燃料，提升载荷重量。据资阳商业航天电磁发射试验中心介绍，同等起飞质量下，电磁弹射火箭可携带载荷为传统火箭的 2 倍以上。2) 发射成本降低：通过减少燃料和简化火箭结构，可大幅降低火箭发射成本。据 Universe Space Tech 报道，发射 1kg 载荷所需的能源成本仅为 0.5 美元，电磁弹射火箭发射的整体成本预计为几十美元/kg，远低于当前 SpaceX 的发射成本。3) 发射频率高：电磁弹射



减少了发射时燃烧和爆炸过程，发射平台易于维护，可缩短发射准备周期，提升发射效率，契合我国未来低轨卫星星座的大规模部署需求。2025 年 4 月，航天电磁发射试验中心建立全球首个超导磁悬浮技术路线电磁发射验证平台，并完成首次试验，标志着我国电磁火箭发射从“理论阶段”进入“技术验证”。

图 28: 2020-2025 我国激光器产业市场规模

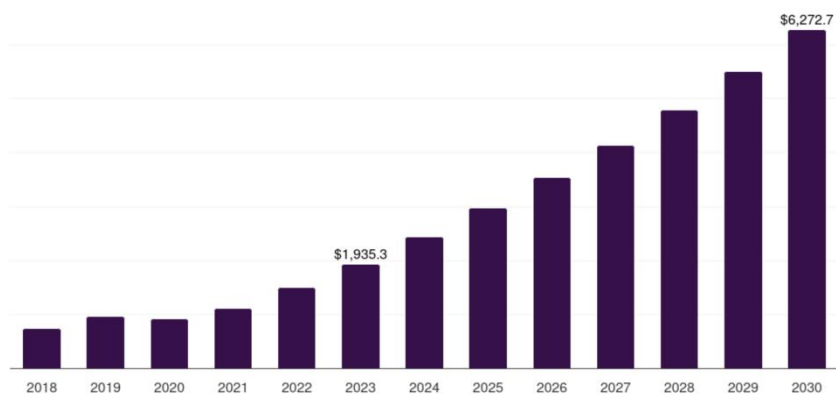


资料来源: Universe Space Tech, 国信证券经济研究所整理

**高温超导是电磁弹射核心技术之一，联创光电切入商业航天发射赛道。**1) **商业布局：**公司依托其在高温超导磁体方面的核心技术优势，提前布局商业航天发射领域，据公司公告称，公司拟投资设立资阳商业航天产业运营公司，已签署《出资人协议》。2) **核心技术：**公司采用“超导磁悬浮与电磁推进+运载火箭”的技术路线，聚焦“总体解决方案+高端装备制造”的发展方向，目标实现“航班化”的航天发射能力。3) **业务进展：**2025 年 7 月，联创超导中标资阳商业航天发射技术研究院“大功率低温制冷系统与模型超导磁体研制服务采购项目”，中标金额 1960 万元，标志着公司开辟了全新的业务领域。

**展望：商业航天发射市场广阔，电磁弹射为公司业绩带来巨大潜力。**Grand View Research 统计，2023 年我国航天发射服务市场规模为 19 亿美元，预计 2030 将达到 63 亿美元，复合增长率 18.3%。随着电磁弹射技术在火箭发射领域的应用，作为最早布局该领域的公司，将享受其带来的业绩红利。

图 29：2018-2030 我国航天发射服务市场规模



资料来源：Grand View Research，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

#### 1、智能控制产品

营业收入：公司传统基本盘稳健，由此我们假设公司 2025-2027 年智能控制产品业务营收为 18.6/18.5/18.6 亿元。

毛利率：业务结构优化，带来毛利率提升，盈利能力稳中向好。由此我们假设公司 2025-2027 年智能控制产品毛利率分别为 26.9%/26.4%/26.8%。

#### 2、背光源及应用产品

营业收入：公司聚焦高端产品战略，预计营收小幅增长。由此我们假设公司 2025-2027 年背光源及应用产品营收分别为 9.5/9.5/10.5 亿元。

毛利率：削减低利润业务带来毛利提升，我们假设公司 2025-2027 年背光源及应用产品毛利率为 3.2%/5.5%/6.9%。

#### 3、半导体激光系列及航天微电子元器件

营业收入：核心增长量，未来需求增长和产能提升带来营收大幅上涨，我们假设 2025-2027 年激光产品收入为 2.8/5.2/7.6 亿元。

毛利率：我们假设公司 2025-2027 年激光产品毛利率为 32.3%/34.1%/35.7%。

#### 4、光电通信缆、智能装备缆及 21 金属材料

营业收入：公司传统业务相对稳健，我们假设 2025-2027 年该领域收入为 1.6/1.7/1.8 亿元。

毛利率：我们假设公司 2025-2027 年该领域毛利率为 34.2%/36.5%/39.8%。

#### 5、其它业务

营业收入：高温超导和电磁弹射技术突破带来业绩兑现，我们假设 2025-2027 年该领域收入为 3.2/6.2/9.1 亿元。

毛利率：高毛利高附加值领域，我们假设公司 2025-2027 年该领域毛利率为 33.3%/32.5%/31.0%。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 35.6/41.0/47.5 亿元，同比 +14.79%/+15.03%/+15.95%；毛利率分别为 21.9%/23.9%/25.1%。

表6：联创光电业务拆分

		2024	2025E	2026E	2027E			2024	2025E	2026E	2027E
智能控制	营业收入（亿元）	18.8	18.6	18.5	18.6	背光源	营业收入（亿元）	9.4	9.5	9.5	10.5
	营业成本（亿元）	14.1	13.6	13.6	13.6		营业成本（亿元）	9.0	9.2	8.9	9.8
	毛利润（亿元）	4.7	5.0	4.9	5.0		毛利润（亿元）	0.4	0.3	0.5	0.7
	毛利率（%）	25.0%	26.9%	26.4%	26.8%		毛利率（%）	3.9%	3.2%	5.5%	6.9%
激光产品	营业收入（亿元）	0.8	2.8	5.2	7.6	光电通信缆	营业收入（亿元）	1.6	1.6	1.7	1.8
	营业成本（亿元）	0.8	1.9	3.4	4.9		营业成本（亿元）	1.0	1.1	1.1	1.1
	毛利润（亿元）	0.0	0.9	1.8	2.7		毛利润（亿元）	0.6	0.6	0.6	0.7
	毛利率（%）	-2.5%	32.3%	34.1%	35.7%		毛利率（%）	36.5%	34.2%	36.5%	39.8%

其它业务	营业收入（亿元）	0.5	3.2	6.2	9.1	合计	营业收入（亿元）	31.0	35.6	41.0	47.5
	营业成本（亿元）	0.5	2.1	4.2	6.2		营业成本（亿元）	25.4	27.8	31.2	35.6
	毛利润（亿元）	0.0	1.1	2.0	2.8		毛利润（亿元）	5.6	7.8	9.8	11.9
	毛利率（%）	3.7%	33.3%	32.5%	31.0%		毛利率（%）	18.2%	21.9%	23.9%	25.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理与预测

费用率：我们假设公司 2025-2027 年销售费用率为 2.20%/2.03%/1.91%；管理费用率为 5.81%/5.32%/4.81%；研发费用率为 5.03%/5.04%/5.06%。

表 7：公司盈利预测假设条件

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-4.17%	14.79%	15.03%	15.95%
营业成本/营业收入	81.83%	78.12%	76.13%	74.87%
管理费用率	6.33%	5.81%	5.32%	4.81%
研发费用率	5.11%	5.03%	5.04%	5.06%
销售费用率	2.25%	2.20%	2.03%	1.91%
营业税及附加/营业收入	0.67%	0.73%	0.75%	0.73%
所得税税率	5.45%	8.00%	10.00%	15.00%
股利分配比率	41.48%	42.00%	42.00%	42.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

## 2025-2027 年业绩预测

根据公司发布的 2025 年业绩预告，预计全年归母净利润为 4.35 亿元至 5.32 亿元，同比增长 80.36%至 120.57%；扣非净利润为 3.83 亿元至 4.92 亿元，同比增长 100.70%至 157.82%。展望 2026-2027 年，公司激光产品 and 高温超导领域的快速拓展，公司收入有望稳健提升。

按照上述假设条件，我们假设公司 2025-2027 年归母净利润为 4.77/5.84/6.61 亿元，同比+98%/+22%/+13%；EPS 分别为 1.05/1.28/1.45 元。

表 8：公司 2025-2027 年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	31.04	35.64	40.99	47.53
营业成本（亿元）	25.40	27.84	31.21	35.59
销售费用（亿元）	0.70	0.78	0.83	0.91
管理费用（亿元）	2.24	2.11	2.22	2.32
研发费用（亿元）	1.59	1.79	2.06	2.41
财务费用（亿元）	0.50	0.11	0.04	-0.02
营业利润（亿元）	3.13	6.24	7.83	9.50
利润总额（亿元）	3.05	6.24	7.83	9.50
归母净利润（亿元）	2.41	4.77	5.84	6.61
EPS（元）	0.53	1.05	1.28	1.45
ROE	5.81%	10.78%	12.24%	12.82%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：70.4-75.1 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	-4.2%	14.79%	15.03%	15.95%	15.00%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	8.00%
营业成本/销售收入	81.8%	78.12%	76.13%	74.87%	72.00%	72.00%	70.00%	70.00%	68.00%	65.00%
管理费用/销售收入	6.3%	5.81%	5.32%	4.81%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用/销售收入	5.1%	5.03%	5.04%	5.06%	5.04%	5.05%	5.05%	5.05%	5.05%	5.05%
销售费用/销售收入	2.2%	2.20%	2.03%	1.91%	1.80%	1.80%	1.80%	1.60%	1.60%	1.60%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.73%	0.75%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%
所得税税率	5.5%	8.00%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	41.5%	42.00%	42.00%	42.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	8.00%
无风险利率	2.00%	Ka	12.68%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.89
公司股价（元）	63.17	Ke	7.33%
发行在外股数（百万）	455	E/(D+E)	95.24%
股票市值(E, 百万元)	28482	D/(D+E)	4.76%
债务总额(D, 百万元)	1620	WACC	7.20%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法得出公司合理价值区间为 70.4-75.1 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		12.6%	12.7%	12.80%	12.9%	13.0%
永续 增长 率变 化	2.2%	75.07	75.07	75.07	75.07	75.07
	2.1%	73.83	73.83	73.83	73.83	73.83
	2.0%	72.65	72.65	72.65	72.65	72.65
	1.9%	71.51	71.51	71.51	71.51	71.51
	1.8%	70.42	70.42	70.42	70.42	70.42

资料来源：国信证券经济研究所分析



## 相对估值：72.4-80.6 元

分别从传统基本盘为 LED 产品、激光业务和高温超导三个维度选取可比公司。基本盘业务选取三安光电、和而泰，激光业务选取锐科激光、福晶科技，高温超导选取国光电气、西部超导。可比公司 2026 年平均 PE 为 63 倍。考虑到相较上述公司，联创光电 26 年激光和高温超导处于业绩增长初期。由此，我们给予公司 2026 年合理 PE 为 58-63 倍，对应股价为 72.4-80.6 元。

表 12: 可比公司情况（数据截止 2026. 1. 30）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600703. SH	三安光电	809. 2	16. 2	0. 1	0. 2	0. 4	165. 3	65. 9	45. 0
002402. SZ	和而泰	344. 4	37. 3	0. 8	1. 0	1. 3	47. 7	36. 6	28. 7
688776. SH	国光电气	119. 0	109. 8	1. 1	1. 4	1. 8	104. 2	80. 2	61. 6
688122. SH	西部超导	550. 9	84. 8	1. 6	1. 9	2. 3	53. 2	44. 4	37. 4
300747. SZ	锐科激光	173. 8	30. 9	0. 3	0. 5	0. 6	91. 3	62. 6	51. 7
002222. SZ	福晶科技	330. 0	70. 2	0. 6	0. 8	1. 0	114. 5	87. 9	70. 5
	均值						96. 0	62. 9	49. 2
001283. SZ	联创光电	284. 8	63. 2	1. 1	1. 3	1. 5	60. 2	49. 3	43. 5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（可比公司为 Wind 一致预测值）

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 72.4-75.1 元之间，相对于公司目前股价有 14.6%-18.9%溢价空间。我们假设公司 2025-2027 年归母净利润为 4.77/5.84/6.61 亿元，同比+98%/+22%/+13%；EPS 分别为 1.05/1.28/1.45 元，动态 PE 为 60/49/44 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 72.4-75.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们以公司业务维度分别选取了三安光电、和而泰、西部超导、锐科激光等 6 家公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 作为相对估值的参考，给予公司 58-63 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2025-2027 年收入同比变化+14.79%/+15.03%/+15.95%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估 2025-2027 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 21.9%/23.9%/25.1%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司 2025-2027 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**激光产品需求不及预期的风险：**公司未来主要营收增长为激光产品，若激光产品产品销量增长放缓或需求不及预期，则公司会面临销量不及预期、进而对公司业绩产生不利影响。

### 技术风险

**技术突破不及预期：**公司所处行业属于高科技行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术突破不及预期的风险，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

**关键技术人才流失风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

### 政策风险

公司产品一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1834	2066	2200	2500	2900	营业收入	3240	3104	3564	4099	4753
应收款项	1001	1100	1074	1011	1042	营业成本	2652	2540	2784	3121	3559
存货净额	672	666	649	652	688	营业税金及附加	25	21	26	31	35
其他流动资产	191	208	214	225	252	销售费用	73	70	78	83	91
<b>流动资产合计</b>	<b>3697</b>	<b>4040</b>	<b>4136</b>	<b>4388</b>	<b>4882</b>	管理费用	220	224	211	222	232
固定资产	971	957	914	847	756	研发费用	161	159	179	206	241
无形资产及其他	120	93	90	87	85	财务费用	55	50	11	4	(2)
投资性房地产	247	239	239	239	239	投资收益	390	431	400	400	400
长期股权投资	2526	2774	3034	3304	3584	资产减值及公允价值变动	(40)	(166)	(50)	(49)	(48)
<b>资产总计</b>	<b>7561</b>	<b>8102</b>	<b>8413</b>	<b>8865</b>	<b>9544</b>	其他收入	(145)	(151)	(179)	(206)	(241)
短期借款及交易性金融负债	1255	1047	1183	1056	1043	营业利润	420	313	624	783	950
应付款项	1160	1405	1491	1672	1911	营业外净收支	(11)	(8)	0	0	0
其他流动负债	200	260	271	268	266	<b>利润总额</b>	<b>408</b>	<b>305</b>	<b>624</b>	<b>783</b>	<b>950</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2615</b>	<b>2712</b>	<b>2944</b>	<b>2996</b>	<b>3221</b>	所得税费用	7	17	50	78	142
长期借款及应付债券	154	484	254	254	254	少数股东损益	67	47	96	121	147
其他长期负债	189	114	90	81	68	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>334</b>	<b>241</b>	<b>477</b>	<b>584</b>	<b>661</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>343</b>	<b>598</b>	<b>344</b>	<b>335</b>	<b>322</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2958</b>	<b>3310</b>	<b>3288</b>	<b>3331</b>	<b>3543</b>	净利润	334	241	477	584	661
少数股东权益	597	639	695	766	851	资产减值准备	38	(16)	3	(2)	(3)
股东权益	4006	4152	4429	4768	5151	折旧摊销	108	133	93	104	109
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7561</b>	<b>8102</b>	<b>8413</b>	<b>8865</b>	<b>9544</b>	公允价值变动损失	40	166	50	49	48
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	55	50	11	4	(2)
每股收益	0.73	0.53	1.05	1.28	1.45	营运资本变动	(44)	112	113	216	128
每股红利	0.20	0.22	0.44	0.54	0.61	其它	11	43	53	72	88
每股净资产	8.80	9.12	9.73	10.47	11.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>487</b>	<b>680</b>	<b>789</b>	<b>1023</b>	<b>1032</b>
ROIC	1.95%	1.83%	7%	11%	14%	资本开支	0	91	(101)	(81)	(61)
ROE	8.35%	5.81%	11%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	18%	18%	22%	24%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(200)</b>	<b>(157)</b>	<b>(361)</b>	<b>(351)</b>	<b>(341)</b>
EBIT Margin	3%	3%	8%	11%	13%	权益性融资	2	2	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	11%	13%	15%	负债净变化	(295)	330	(230)	0	0
收入增长	-2%	-4%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(91)	(100)	(201)	(245)	(277)
净利润增长率	25%	-28%	98%	22%	13%	其它融资现金流	710	(755)	136	(127)	(13)
资产负债率	47%	49%	47%	46%	46%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>(292)</b>	<b>(294)</b>	<b>(372)</b>	<b>(291)</b>
股息率	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>134</b>	<b>300</b>	<b>400</b>
P/E	86.0	119.2	60.2	49.3	43.5	货币资金的期初余额	1605	1834	2066	2200	2500
P/B	7.2	6.9	6.5	6.0	5.6	货币资金的期末余额	1834	2066	2200	2500	2900
EV/EBITDA	146.7	143.4	84.8	59.4	45.8	企业自由现金流	0	422	367	631	683
						权益自由现金流	0	(3)	263	501	672

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032