



联合研究 | 公司深度 | 沃尔核材 (002130.SZ)

**沃尔核材首次覆盖报告：奔腾不息，智连 AI**

## 报告要点

奔腾不息，沃尔核材追随时代浪潮高速增长。电子产品、电力产品稳健增长，新能源产品受益于新能源汽车高景气度而加速成长。英伟达、华为相继推出 AI 整机柜方案，铜连接产业趋势明确，深耕高速通信线的子公司乐庭智联有望成为公司新增长极。预计公司 24-26 年营业收入为 68.10 亿元、83.78 亿元、97.29 亿元，归母净利润为 9.01 亿元、11.99 亿元、14.06 亿元，对应 PE 为 24.71、18.55、15.83，给予“买入”评级。

## 分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



蔡少东

SAC: S0490522090001



刘泽龙

沃尔核材 (002130.SZ)

2024-11-28

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

## 沃尔核材首次覆盖报告：奔腾不息，智连 AI

### 奔腾不息，内生外延驱动沃尔成长

**热缩材料业务起家，内生外延并举。**公司深耕“新材料+新能源”领域，内生增长显著；2013年，全资收购乐庭电线等五家公司，拓展集团序列。**营收持续扩张，盈利加速增长。**龙头地位显著，2019-2023年，公司营收复合年均增长率为9.52%。拆分来看，沃尔核材可分为电子、电线电缆、电力及新能源四大板块，2024H1营收分别为12.0亿元、7.7亿元、6.2亿元和4.3亿元，占比分别为39%、25%、20%、14%。规模效应推动费用率下降，净利率持续改善。

### 电子&电力产品：国内龙头，行稳致远

**电子产品：热缩管龙头，稳中有进。**公司深耕热缩管等新材料产品，龙头地位稳固。2024H1，电子产品营收为12.03亿元，同比增长16.85%，毛利率为40.61%，同比增长3.64pct。油价回落持续推动电子产品成本下降，毛利率持续提升。**电力产品：下游市场需求向好。**2024H1，电力产品营收为6.19亿元，同比增长17.76%，毛利率达40.67%，同比增长0.14pct。国内核电占比较低，增量空间较大。国内核电建设有望维持中长期高景气度，电力产品有望受益。

### 新能源产品：景气高企，加速扩张

**新能源汽车市场景气度高企推动新能源业务加速扩张。**2024H1，沃尔核材新能源业务营收达到4.32亿元，同比增长25.83%，毛利率为31.30%，同比降低0.46pct。新能源产品可分为两大板块：**1) 风力发电板块**，沃尔新源为主要载体，23年实现营收1.59亿元、净利润0.81亿元；**2) 新能源汽车板块**，相关产品主要有电动汽车充电枪、充电座、车内高压线束及高压连接器等，目前公司直流充电枪产品在国内市场认占有率较高，大功率液冷充电枪已形成批量销售。

### 电线电缆产品：乐庭智联，智连 AI

**电线电缆业务拐点已现，高速通信线放量有望拉动毛利率上升。**24H1，电线电缆业务营收为7.67亿元，同比增长38.27%，毛利率为15.09%，同比增长0.21pct。电线电缆主要由乐庭智联经营，产品包括高速通信线、汽车线、工业线及消费电子线等。算力铜连接产业趋势明确，乐庭智联有望受益：海外侧，NVIDIA推出了GB200 NVL72集群，铜连接为代际增量，乐庭智联需求或提升；国内侧，华为推出集群方案，乐庭智联有望受益于国产算力铜连接产业趋势。

### 投资建议

奔腾不息，沃尔核材追随时代浪潮高速成长。电子产品、电力产品稳健增长，新能源产品受益于新能源汽车高景气度而加速成长。英伟达、华为相继推出AI整机柜方案，铜连接产业趋势明确，深耕高速通信线的子公司乐庭智联核心受益，有望推动电线电缆板块爆发，打造公司新增长极。预计公司24-26年营业收入为68.10亿元、83.78亿元、97.29亿元，归母净利润为9.01亿元、11.99亿元、14.06亿元，对应PE为24.71、18.55、15.83，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、国际环境变换风险；
- 2、上游原材料价格波动风险；
- 3、AI大模型进展不及预期的风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

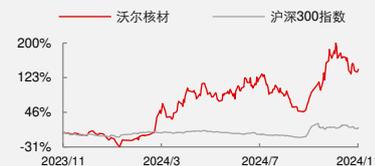
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	17.66
总股本(万股)	125,990
流通A股/B股(万股)	124,915/0
每股净资产(元)	4.24
近12月最高/最低价(元)	22.01/4.97

注：股价为2024年11月27日收盘价

### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

奔腾不息，内生外延驱动沃尔成长 .....	6
热缩材料业务起家，内生外延并举 .....	6
电子&电力产品：国内龙头，行稳致远 .....	10
电子产品：热缩管龙头，稳中有进 .....	10
电力产品：下游市场需求向好 .....	12
新能源产品：景气高企，加速扩张 .....	14
电线电缆产品：乐庭智联，智连 AI .....	16
投资建议 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：沃尔核材发展历程 .....	6
图 2：沃尔核材主要产品 .....	7
图 3：沃尔核材解决方案 .....	7
图 4：沃尔核材营收规模持续扩张 .....	8
图 5：沃尔核材分产品条线营收拆分（单位：亿元） .....	8
图 6：沃尔核材分产品条线营收占比 .....	8
图 7：沃尔核材分板块毛利率 .....	9
图 8：沃尔核材归母净利润 .....	9
图 9：沃尔核材费用率 .....	10
图 10：沃尔核材净利率 .....	10
图 11：沃尔核材电子产品经营情况 .....	10
图 12：沃尔核材主要电子产品 .....	11
图 13：热缩管用途 .....	11
图 14：热缩管市场规模（单位：亿美元） .....	12
图 15：沃尔核材电子产品毛利率与原油价格对比 .....	12
图 16：沃尔核材电力产品经营情况 .....	13
图 17：沃尔核材主要电力产品 .....	13
图 18：2023 年中国核电发电量占比较低 .....	14
图 19：中国核电装机量有望持续增长（单位：GW） .....	14
图 20：中国核电基本建设投资额 .....	14
图 21：沃尔核材新能源产品经营情况 .....	15
图 22：青岛沃尔新源风力发电有限公司营收 .....	15
图 23：青岛沃尔新源风力发电有限公司净利润 .....	15
图 24：沃尔核材主要新能源产品 .....	16
图 25：上海 120kW 以上快充直流充电枪数量仅 1 万个 .....	16
图 26：沃尔核材 CHAOJI 液冷直流充电枪 .....	16
图 27：沃尔核材电线电缆经营情况 .....	17

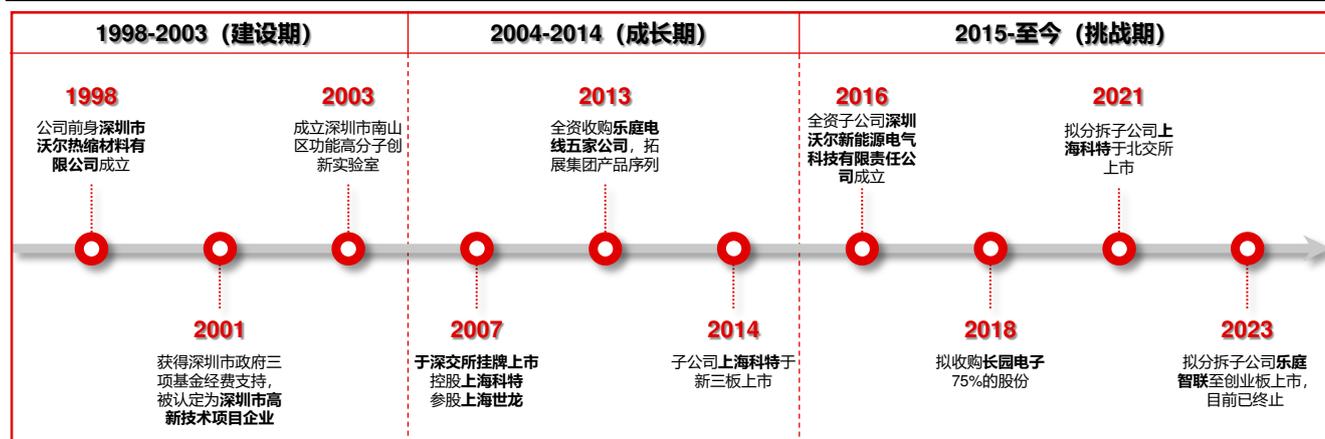
图 28: 沃尔核材主要电线电缆产品.....	17
图 29: 乐庭 SAS 排线系列 .....	17
图 30: 乐庭 QSFP 高速电线系列.....	17
图 31: 英伟达背板连接器 .....	18
图 32: 英伟达 OverPass 连接器.....	18
图 33: Atlas 900 AI 集群.....	19
图 34: Atlas 900 A2 PoD 集群基础单元计算节点组网示意图 .....	19
表 1: 沃尔核材主要子公司及部分参股公司情况 (单位: 亿元) .....	6
表 2: 公司利润敏感性分析 .....	20

## 奔腾不息，内生外延驱动沃尔成长

### 热缩材料业务起家，内生外延并举

公司坚持“新材料+新能源”为主要发展方向，持续致力于新材料、新能源领域纵深发展，增强公司产业整合能力。1998年6月，公司前身深圳市沃尔热缩材料有限公司成立。2007年，公司在深交所上市，并控股上海科特，参股上海世龙。2013年，公司全资收购乐庭电线五家公司，拓展集团产品序列。公司产品广泛应用于电子、电力、冶金、石化、汽车、高铁、煤矿及航天航空等领域，产品远销欧美、东南亚等多个国家和地区。

图 1：沃尔核材发展历程



资料来源：沃尔核材官网，沃尔核材公告，长江证券研究所

**内生外延双轮驱动，重要子公司巩固传统业务优势、加速新兴业务拓展。**据公司 2024 年中报，重要子公司包括常州市沃尔核材有限公司、香港沃尔贸易有限公司、青岛沃尔新源风力发电有限公司、长园电子(集团)有限公司。公司通过香港沃尔控股乐庭智联，乐庭智联是专业从事线材产品研发、制造和销售的技术型电缆制造商。

表 1：沃尔核材主要子公司及部分参股公司情况（单位：亿元）

子公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
常州市沃尔核材有限公司	电子、电力产品	7.8	6.8	2.5	0.5
香港沃尔贸易有限公司	贸易、投资	17.4	9.8	7.8	0.4
青岛沃尔新源风力发电有限公司	风电场的开发、建设及经营	11.3	9.4	0.9	0.5
长园电子(集团)有限公司	电子	16.2	12.4	5.4	0.6

资料来源：沃尔核材公告，长江证券研究所 注：截至 2024 年中报

**公司产品实力领先，下游覆盖行业广泛。**公司主营业务为高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线产品的研发、制造和销售，开发运营风力发电、布局新能源汽车、智能制造等相关产业，具体可分为电子、电力、电线及新能源四个业务板块，各业务板块细分产品具有广泛的下游市场应用领域。

图 2：沃尔核材主要产品

	电子系列产品	电力系列产品	电线系列产品	新能源系列产品
主要产品类别	 热缩管	 核级电缆附件	 高速通信线 400G/800G 线缆 112G 背板线	 电动汽车充电枪
	 双壁管	 高压电缆附件	 汽车线 车载通信线 汽车花线	 高压线束
	 标识管	 冷、热缩电缆附件	 工业线 机器人线缆 工业线缆	 高压连接器
	 连续母排保护套管	 可分离连接器	 消费电子线 电话设备线缆 笔记本电脑线 电源线	 国标交直流充电座
应用领域	电子、电器、通讯、汽车、轨道交通、医疗及核电等领域	发电、配电、成套设备、轨道交通、石油化工等领域	高速通信设备、工业装备及机器人、汽车、消费电子设备等	新能源汽车

资料来源：沃尔核材，长江证券研究所

公司解决方案覆盖电子制造、电力传输、汽车生产、轨道交通、通信行业与新能源发电等领域。在电力传输领域，公司已和中国南方电网、国家电网、中国石化和中国石油天然气集团公司建立了良好的合作关系。

图 3：沃尔核材解决方案

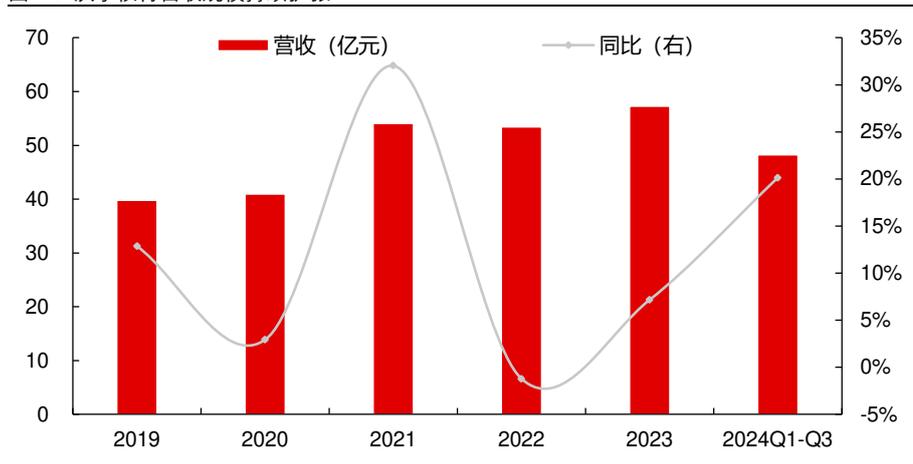
电子制造	电力传输	汽车生产	轨道交通	通信行业	新能源发电
 热缩管	 中低压电力电缆附件	 汽车传动系统	 27.5kV 电力电缆附件	 电动汽车充电枪	 新能源发电
 带胶双壁管	 高压电缆附件	 电子线束	 冷缩电缆附件	 通讯光纤熔接保护产品	 新能源发电
 标识管	 母排管	 电线拼接	 绝缘防护类	 通信连接与防护产品	 新能源发电
 其他热缩产品	 可分离电缆附件	 管路保护	 标识类	 通信电讯传输产品	 新能源发电

资料来源：沃尔核材，长江证券研究所

## 营收规模持续扩张，盈利加速增长

公司在核心市场的龙头地位显著，营收规模持续扩张。2019-2023 年间，公司营收复合年均增长率为 9.52%，主要系市占率提高、客户粘性持续增加及拓展新兴行业市场的增量需求所致。2024 年 Q1-Q3，公司实现营收 48.20 亿元，同比增长 20.13%，主要系公司各业务板块需求大幅释放所致。

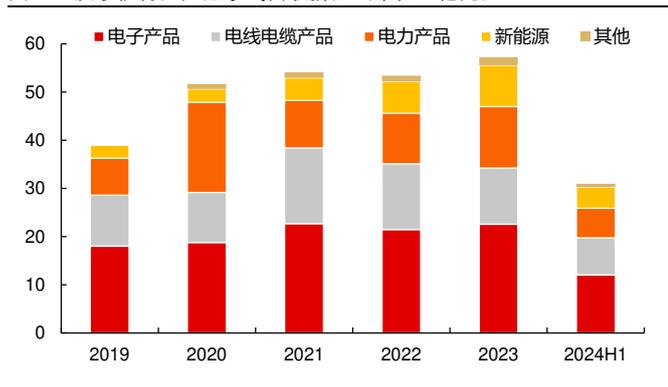
图 4：沃尔核材营收规模持续扩张



资料来源：Wind，长江证券研究所

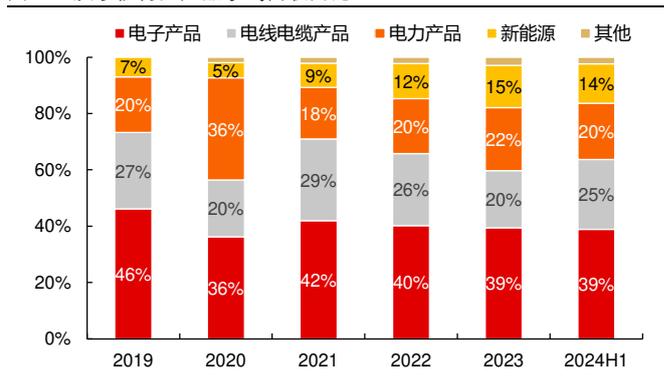
拆分来看，沃尔核材的营收主要来自于电子、电线电缆、电力及新能源四大板块。2024H1，公司电子产品、电线电缆产品、电力产品和新能源产品营收为 12.03 亿元、7.67 亿元、6.19 亿元和 4.32 亿元，同比增长 16.85%、38.27%、17.76%和 25.83%，营收占比分别为 39%、25%、20%、14%。

图 5：沃尔核材分产品条线营收拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

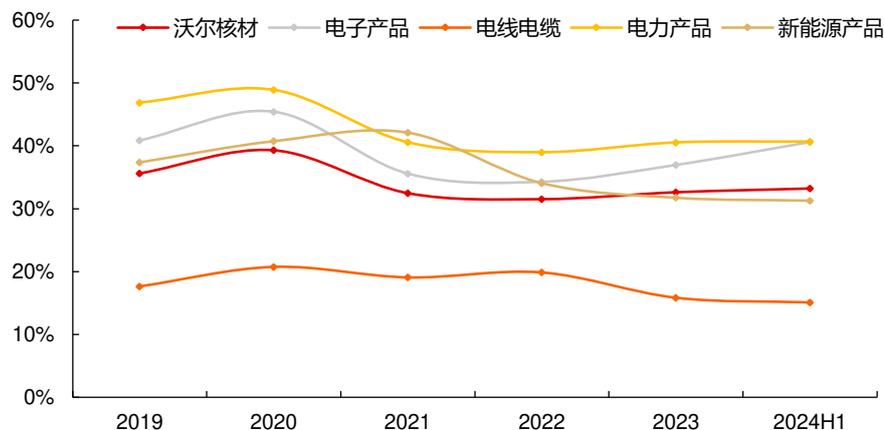
图 6：沃尔核材分产品条线营收占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

沃尔核材 2019-2024H1 的毛利率分别为 35.63%、39.32%、32.49%、31.53%、32.63% 和 33.23%。2021 年毛利率下滑主要受原材料采购成本大幅上涨和会计准则变更影响。2022 年毛利率下滑除原材料采购成本上涨影响以外，还受到新能源产品销售结构变化所带来的产品毛利率降低影响。拆分来看，电子产品、电力产品为公司毛利率水平最高的板块，2024H1 均达到 40% 以上。

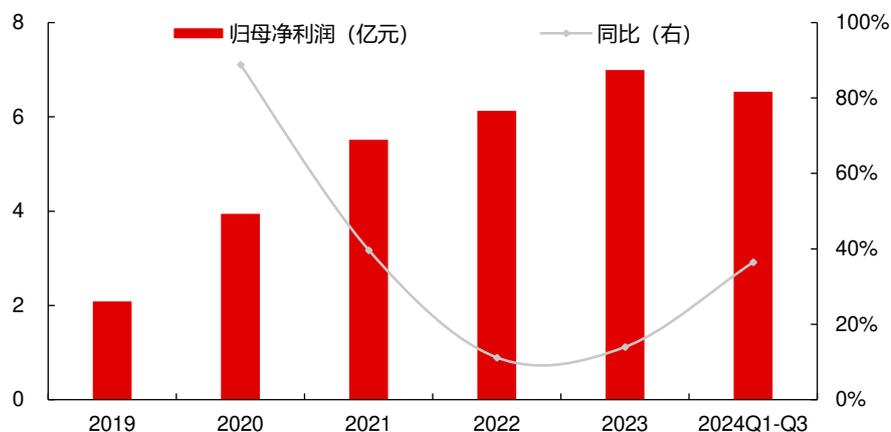
图 7: 沃尔核材分板块毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**2019-2024H1, 沃尔核材归母净利润稳定增长。**2019-2023 年间, 沃尔核材归母净利润分别为 2.10 亿元、3.96 亿元、5.53 亿元、6.14 亿元和 7.00 亿元, 同比增长分别为 921.69%、88.82%、39.66%、11.18%和 14.00%。2024 年 Q1-Q3, 公司归母净利润达到 6.55 亿元, 同比增长 36.45%, 归母净利润快速增长。

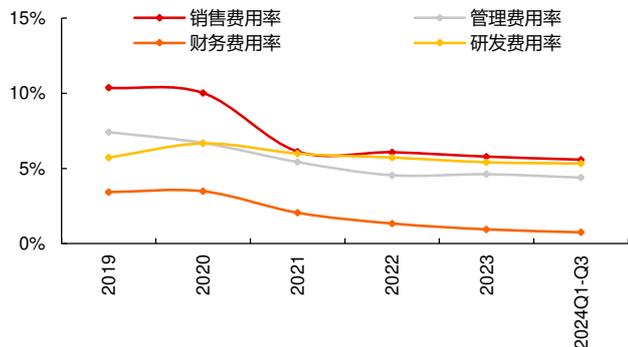
图 8: 沃尔核材归母净利润



资料来源: Wind, 长江证券研究所

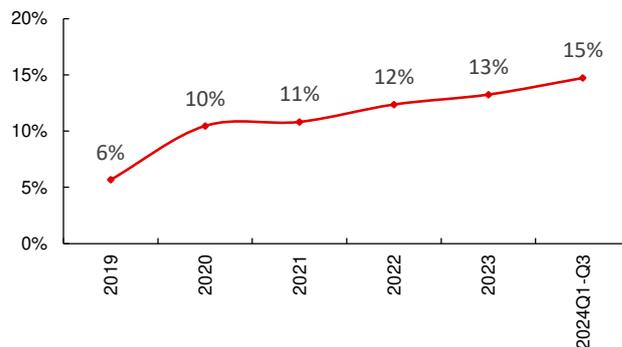
**规模效应推动费用率下降, 净利率持续改善。**2019-2023 年, 沃尔核材研发费用率为 5.73%、6.66%、5.99%、5.73%、5.42%, 研发支出较为稳健。2019-2023 年, 净利率分别为 5.67%、10.46%、10.81%、12.36%、13.24%。规模效应驱动费用率改善, 公司经营质量不断提升。

图 9：沃尔核材费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：沃尔核材净利率



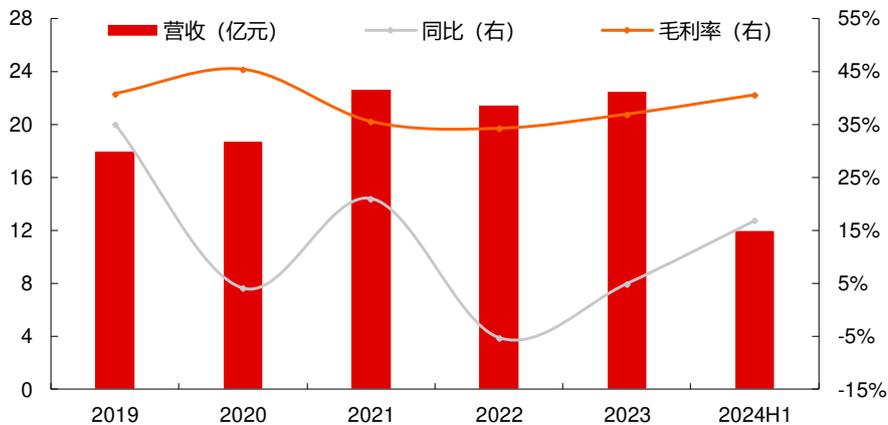
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 电子&电力产品：国内龙头，行稳致远

### 电子产品：热缩管龙头，稳中有进

电子业务营收加速增长，毛利率保持平稳。2024H1，沃尔核材电子业务实现营收 12.03 亿元，同比增长 16.85%，毛利率增长至 40.61%，同比增长 3.64pct，主要系规模效应叠加上游原材料价格回落所致。

图 11：沃尔核材电子产品经营情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司布局热缩管等新材料产品，下游市场广阔，行业地位稳固。电子系列产品主要包括热缩管、双壁管、标识管、母排管等。公司电子类产品具有收缩方便、耐高温、阻燃、防腐、无卤环保等优良特点，为电线、电缆、电气设备提供彻底的绝缘防护功能，广泛应用于电子、电器、通讯、汽车、轨道交通、医疗及核电等众多领域。

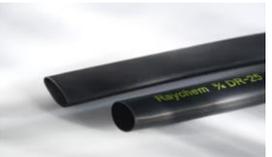
图 12: 沃尔核材主要电子产品

主要产品大类	图示	应用领域
<b>热缩管</b> : 包括无卤无红磷热缩管、无卤环保非阻燃热缩管、耐高温阻燃热缩管等		汽车、通讯、电子、家用电器等众多领域
<b>双壁管</b> : 包括无卤阻燃双壁管、高温胶双壁管、汽车线束用半硬性双壁管等		核电、电子设备、汽车线束、家用电器、船舶等众多领域
<b>标识管</b> : 包括 135度热缩标识管、低烟无卤高阻燃标识管、标识卡等		船舶、轨道交通、通讯、精密仪器等领域
<b>连续母排保护套管</b> : 包括 1kV、10kV、20kV、35kV等多种规格		电力行业、通信、汽车、船舶等领域

资料来源: 沃尔核材年报, 长江证券研究所

热缩管是一种特制的聚烯烃材质热收缩套管, 为公司电子产品系列的核心品类之一。热缩管的用途: 1) 屏蔽接头保护; 2) 电池端子识别和密封; 3) 软管的机械保护; 4) 细规格电线和光纤电缆的绝缘和应力消除; 5) 管道降噪; 6) 户外防潮、防霉、防风雨; 7) 基材、管道、软管和电缆的隔热; 8) 线路和电路颜色编码绝缘和保护组件和线路; 9) 照明元件的机械保护。

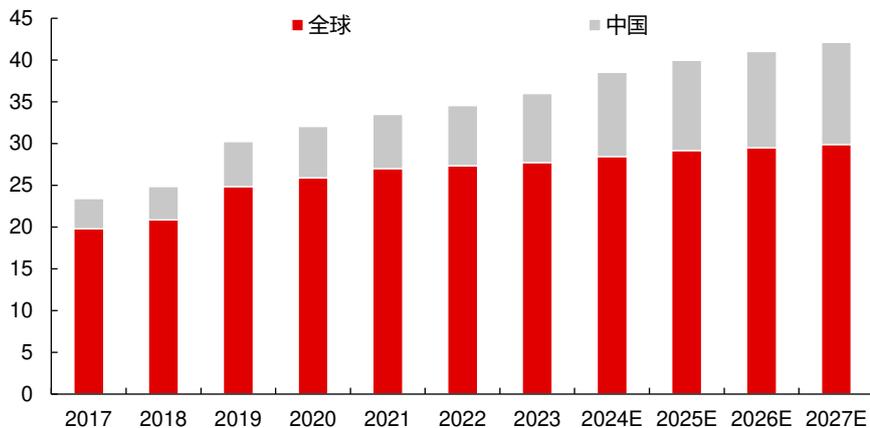
图 13: 热缩管用途

 <b>重型管材</b>	 <b>线束管材</b>	 <b>汽车和卡车热缩管</b>
 <b>医疗热缩管</b>	 <b>电力系统管材</b>	 <b>特种管材</b>

资料来源: 泰科, 长江证券研究所

国内热缩管市场空间稳步增长, 汽车和通信领域为重要下游市场。根据贝哲斯咨询, 2027 年市场规模有望超 12 亿美元, 2017-2027 年 CAGR 或可达 12%。热缩管市场前景广阔, 市场规模有望随着各应用领域的不断发展而稳步扩张。汽车和通信为热缩管市场的重要细分市场, 其高景气度有望推升热缩管市场规模增速。

图 14：热缩管市场规模（单位：亿美元）



资料来源：贝哲斯咨询，长江证券研究所

油价自高点回落推动电子产品成本下降，公司电子产品毛利率持续提升。沃尔核材电子产品的上游原材料包括聚烯烃、聚氯乙烯等，因而成本与油价具有较强的正相关性。2021年以来油价呈现较为疲软态势，驱动公司电子产品成本回落，毛利率自 2021 年 H1 以来有所提升。

图 15：沃尔核材电子产品毛利率与原油价格对比

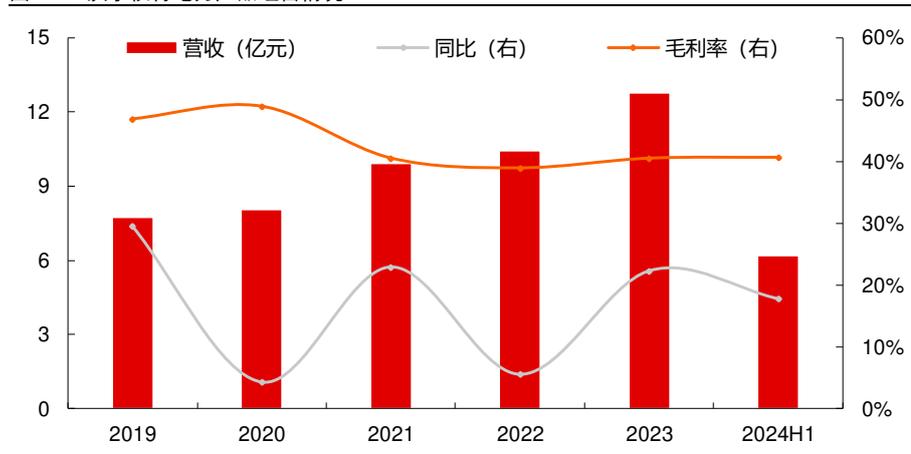


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 电力产品：下游市场需求向好

电力业务营收持续向好，毛利率维持高位。2024H1，沃尔核材电力业务营收达 6.19 亿元，同比增长 17.76%，毛利率达 40.67%，同比增长 0.14pct。2021-2024H1，电力业务毛利率保持在 40%附近，整体较为平稳。

图 16: 沃尔核材电力产品经营情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

电力系列产品涵盖各应用领域及各电压等级的电缆附件、可分离连接器等。产品具备为电缆与输电线路提供保护、连接和固定等功能。公司电力产品具有施工科学方便、绝缘强度高、性能可靠等优点, 广泛应用于发电、配电、成套设备、轨道交通、石油化工等领域。

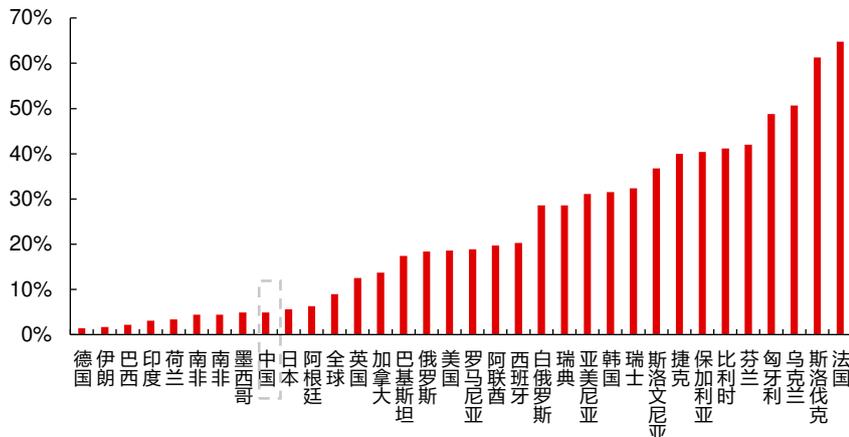
图 17: 沃尔核材主要电力产品

主要产品大类	图示	应用领域
核级电缆附件		核电领域
高压电缆附件		高压输电领域
冷、热缩电缆附件		发电、配电、成套设备、轨道交通、化工、冶金、高铁等领域
可分离连接器		电气设备

资料来源: 沃尔核材公告, 长江证券研究所

中国核电发电量占比较低, 未来增量空间较大。2023 年, 中国核电发电量占比为 4.9%, 居于全球较低水平。2024 年 1-6 月, 中国累计发电量为 44354.5 亿千瓦时, 运行核电机组累计发电量为 2122.61 亿千瓦时, 占全国累计发电量的 4.8%, 未来建设空间较大。

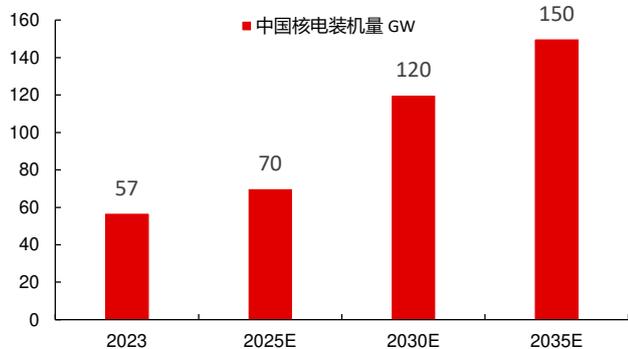
图 18: 2023 年中国核电发电量占比较低



资料来源: 世界核协会, 长江证券研究所

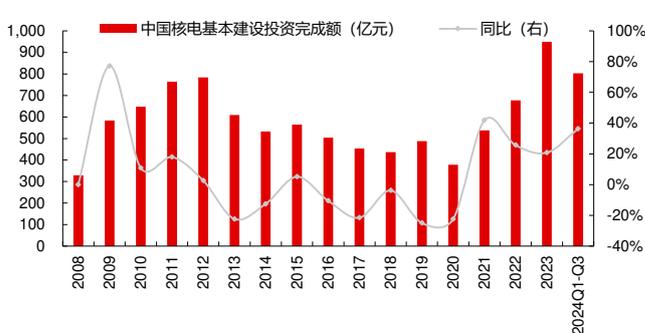
“十四五”及 2035 年中长期将是我国迈向核能强国的战略机遇期，公司电力产品有望持续受益。《“十四五”现代能源体系规划》提出：在确保安全的前提下，积极有序推动沿海核电项目建设，合理布局新增沿海核电项目；到 2025 年，核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右。根据中国核能行业协会及有关机构的研究成果，到 2035 年，我国核电在运和在运装机容量将达 2 亿千瓦左右，发电量约占全国发电量的 10% 左右。

图 19: 中国核电装机量有望持续增长 (单位: GW)



资料来源: 国家原子能机构, 中国核能行业协会, 长江证券研究所

图 20: 中国核电基本建设投资额

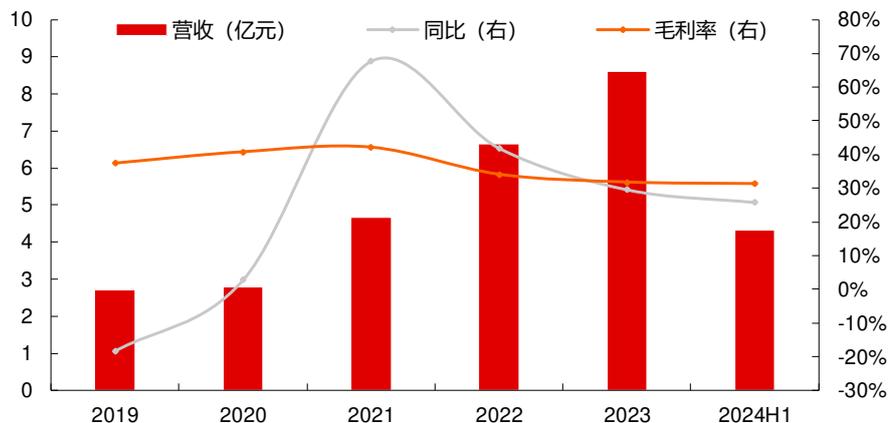


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 新能源产品：景气高企，加速扩张

新能源汽车市场景气度高企推动新能源业务加速扩张。2024H1，沃尔核材新能源业务营收达到 4.32 亿元，同比增长 25.83%，毛利率为 31.30%，同比降低 0.46pct。2022-2024H1，板块毛利率有所下滑，主要系毛利率较低的新能源汽车产品营收占比快速增长所致。

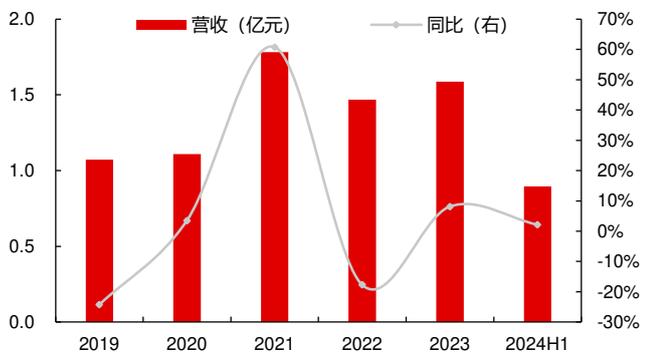
图 21：沃尔核材新能源产品经营情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

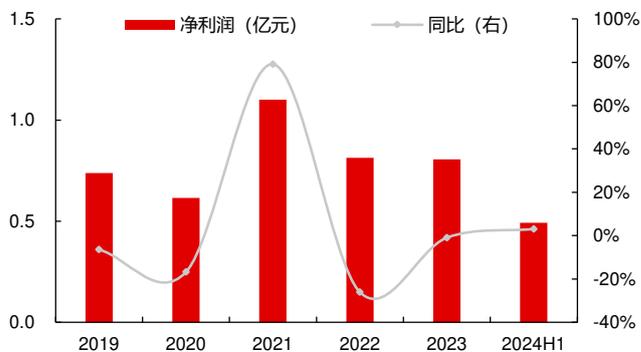
沃尔核材新能源产品包括风力发电和新能源汽车两大板块。在风力发电板块，青岛沃尔新源风力发电有限公司是重要的组成部分之一。沃尔新源 2023 年实现营收 1.59 亿元，净利润 0.81 亿元，风力发电业务实现平稳运行。根据沃尔核材 2024 年半年报，青岛风电河头店、东大寨及河崖风电场总容量为 144.2MW，2024 年半年度实现上网电量 1.76 亿千瓦时，所发电量全部销售给国网山东省电力公司烟台供电公司。

图 22：青岛沃尔新源风力发电有限公司营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：青岛沃尔新源风力发电有限公司净利润



资料来源：Wind，长江证券研究所

在新能源汽车板块，相关产品主要有电动汽车充电枪、充电座、车内高压线束及高压连接器等。目前公司直流充电枪产品在国内市场上认可度和占有率较高，大功率液冷充电枪也已形成批量销售。

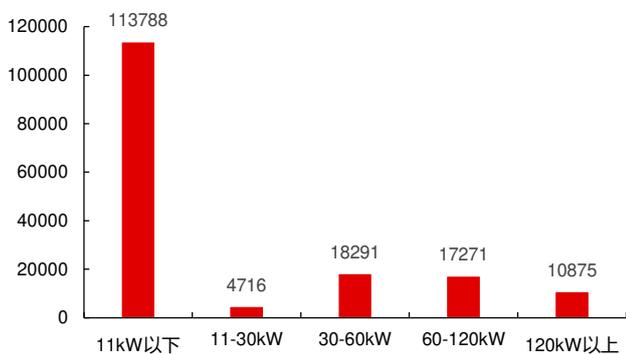
图 24：沃尔核材主要新能源产品

主要产品大类	图示	应用领域
电动汽车充电枪		充电桩
高压线束		新能源领域商用车、物流车及乘用车
高压连接器		
国标交直流充电座		

资料来源：沃尔核材公告，长江证券研究所

2024 年半年度，新能源汽车产销量高增叠加充电基础设施政策落地，公司新能源汽车相关产品增长态势良好。在充电枪产品方面，公司持续打造并巩固国标直流充电枪在国内市场的竞争优势和市占率；推进液冷充电枪等大电流快速充电枪产品及材料开发项目。

图 25：上海 120kW 以上快充直流充电枪数量仅 1 万个



资料来源：《中国高压快充产业发展报告（2023-2025）》（华为），长江证券研究所

图 26：沃尔核材 CHAOJI 液冷直流充电枪

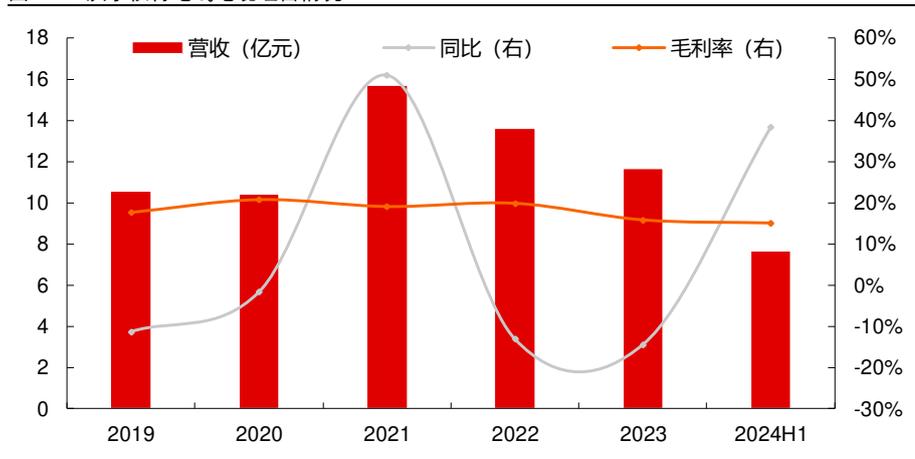


资料来源：沃尔核材，长江证券研究所

## 电线电缆产品：乐庭智联，智连 AI

电线电缆业务业绩拐点已现，高速通信线放量有望拉动毛利率上升。2024H1，沃尔核材电线电缆业务营收为 7.67 亿元，同比增长 38.27%，毛利率为 15.09%，同比增长 0.21pct。高速通信线毛利率高于板块平均水平，AI 浪潮有望推动高速通信线营收占比提升，从而带动电线电缆业务毛利率提升。

图 27：沃尔核材电线电缆经营情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

电线电缆产品主要包括高速通信线、汽车线、工业线及消费电子线等类别产品。公司的电线电缆业务在产品的设计开发、品质稳定性、产品品类及规模化生产等方面具有较强竞争优势。公司该板块产品主要专注于高速通信设备、工业装备及机器人、汽车、消费电子设备等核心市场。

图 28：沃尔核材主要电线电缆产品

主要产品大类	图示	应用领域
高速通信线	 400G/800G 线缆    112G 背板线	数据中心交换机、工业路由器设备、服务器等
汽车线	 车载通信线    汽车花线	汽车领域
工业线	 机器人线缆    工业线缆	工业机器人、服务机器人、特种机器人及工业各类设备、机床等设备
消费电子线	 电器装备线缆    单芯屏蔽线    电源线	工业、消费电子设备、影音通讯系统等领域

资料来源：沃尔核材公告，长江证券研究所

公司电线电缆系列产品主要由乐庭智联经营，2024 年上半年受益于数通行业需求提升，乐庭智联经营较佳。乐庭智联在电线行业深耕多年，拥有一支强大的研发技术团队，具有丰富的产品开发经验和制程控制经验。报告期内，在数据通信行业的快速回暖及其他下游市场领域产品需求增长的推动下，公司电线业务板块迎来发展新机遇。

图 29：乐庭 SAS 排线系列

图 30：乐庭 QSFP 高速电线系列



资料来源：乐庭电线，长江证券研究所



资料来源：乐庭电线，长江证券研究所

**NVIDIA 推出了 GB200 NVL72 大型集群，铜连接产品成为代际增量，有望推动乐庭智联发展。**GB200 NVL72 以机架级设计连接 36 个 Grace CPU 和 72 个 Blackwell GPU，是一款液冷式机架级解决方案。GB200 Grace Blackwell 超级芯片是 NVIDIA GB200 NVL72 中的关键组件。电缆为该集群重要的通信连接方式，“铜互联”成为该产品重要的特征之一。

图 31：英伟达背板连接器



资料来源：英伟达，长江证券研究所

图 32：英伟达 OverPass 连接器



资料来源：Fiber Mall，长江证券研究所

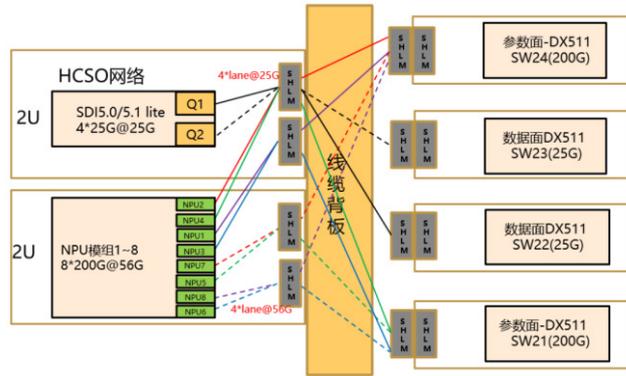
**算力大建设背景下，国内头部算力厂商华为已推出 Atlas 900 AI 集群方案，乐庭智联有望受益于国产算力铜连接产业趋势。**Atlas 900 AI 集群通过华为集群通信库和作业调度平台，整合 HCCS、PCIe 4.0 和 100G RoCE 三种高速接口，充分释放昇腾芯片性能。Atlas 900 A2 PoD 集群基础单元中使用 4 个 DX511 交换机，交换机通过 Cable 背板与计算节点连接。

图 33: Atlas 900 AI 集群



资料来源：华为官网，长江证券研究所

图 34: Atlas 900 A2 PoD 集群基础单元计算节点组网示意图



资料来源：华为官网，长江证券研究所

## 投资建议

奔腾不息，沃尔核材追随时代浪潮高速增长。电子产品、电力产品稳健增长，新能源产品受益于新能源汽车高景气度而加速成长。英伟达、华为相继推出 AI 整机柜方案，铜连接产业趋势明确，深耕高速通信线的子公司乐庭智联有望成为公司新增长极。预计公司 24-26 年营业收入为 68.10 亿元、83.78 亿元、97.29 亿元，归母净利润为 9.01 亿元、11.99 亿元、14.06 亿元，对应 PE 为 24.71、18.55、15.83，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、国际环境变换风险。国际环境复杂，潜在的贸易禁令可能会对公司的正常业务开展产生影响。
- 2、上游原材料价格波动风险。公司电子产品的盈利能力受上游原材料价格波动影响较大，可能较大幅度地影响电子产品板块的盈利水平。
- 3、AI 大模型进展不及预期的风险。AI 大模型处于发展阶段，存在研发进展缓慢、性能不及预期的可能性，可能对公司的高速通信线业务带来不利影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于公司历史收入与毛利率波动情况以及 AI 有望推动高速通信线需求增长的产业趋势，对公司未来营收业绩进行预测。基于以上假设，我们预计公司 2025-2026 年分别实现归母净利润 12.0 亿元和 14.1 亿元，同比增速分别为 33.2%和 17.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司下游需求减少、AI 相关业务竞争格局恶化等，则公司未来收入业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2026 年公司归母净利润为 10.1 亿元和 11.9 亿元，同比增速分别为 22.2%和 17.3%。

表 2：公司利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	57.2	68.1	83.8	97.3	57.2	65.2	75.0	85.5
YOY	7.2%	19.0%	23.0%	16.1%	7.2%	14.0%	15.0%	14.0%
毛利率	32.6%	33.3%	33.6%	33.2%	32.6%	32.1%	31.5%	31.1%
归母净利润	7.0	9.0	12.0	14.1	7.0	8.3	10.1	11.9
YOY	14.0%	28.6%	33.2%	17.2%	12.2%	18.2%	22.2%	17.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5723	6810	8378	9729	货币资金	1005	1400	1911	2658
营业成本	3856	4543	5566	6494	交易性金融资产	60	60	60	60
毛利	1868	2267	2812	3234	应收账款	2160	2573	3212	3783
%营业收入	33%	33%	34%	33%	存货	710	833	1005	1155
营业税金及附加	51	61	75	87	预付账款	57	68	89	110
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	724	849	1043	1217
销售费用	331	395	461	506	<b>流动资产合计</b>	<b>4717</b>	<b>5783</b>	<b>7319</b>	<b>8984</b>
%营业收入	6%	6%	6%	5%	长期股权投资	54	57	60	63
管理费用	264	347	377	409	投资性房地产	16	16	16	16
%营业收入	5%	5%	5%	4%	<b>固定资产合计</b>	<b>2521</b>	<b>2454</b>	<b>2392</b>	<b>2334</b>
研发费用	310	395	461	535	无形资产	296	336	376	416
%营业收入	5%	6%	6%	6%	商誉	731	731	731	731
财务费用	54	53	55	56	递延所得税资产	78	80	80	80
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	589	760	840	930
加：资产减值损失	-41	-1	-1	-1	<b>资产总计</b>	<b>9002</b>	<b>10217</b>	<b>11815</b>	<b>13555</b>
信用减值损失	-21	0	0	0	短期贷款	683	773	873	983
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	849	997	1221	1425
投资收益	12	12	13	13	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>876</b>	<b>1096</b>	<b>1474</b>	<b>1733</b>	应付职工薪酬	197	227	278	325
%营业收入	15%	16%	18%	18%	应交税费	80	89	109	126
营业外收支	-3	-2	-1	0	其他流动负债	924	1083	1238	1377
<b>利润总额</b>	<b>873</b>	<b>1094</b>	<b>1473</b>	<b>1733</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>2734</b>	<b>3168</b>	<b>3719</b>	<b>4237</b>
%营业收入	15%	16%	18%	18%	长期借款	623	723	833	953
所得税费用	115	131	177	208	应付债券	0	0	0	0
净利润	758	963	1296	1525	递延所得税负债	76	77	77	77
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>700</b>	<b>901</b>	<b>1199</b>	<b>1406</b>	其他非流动负债	107	106	109	112
少数股东损益	57	63	97	119	<b>负债合计</b>	<b>3539</b>	<b>4074</b>	<b>4738</b>	<b>5378</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.56</b>	<b>0.71</b>	<b>0.95</b>	<b>1.12</b>	归属于母公司所有者权益	4908	5526	6362	7343
					少数股东权益	555	618	715	834
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>5463</b>	<b>6143</b>	<b>7077</b>	<b>8177</b>
	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>负债及股东权益</b>	<b>9002</b>	<b>10217</b>	<b>11815</b>	<b>13555</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>828</b>	<b>844</b>	<b>984</b>	<b>1293</b>					
取得投资收益收回现金	4	12	13	13	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-6	-3	-3	-3		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-250	-191	-200	-209	每股收益	0.56	0.71	0.95	1.12
其他	-73	-141	-50	-60	每股经营现金流	0.66	0.67	0.78	1.03
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-326</b>	<b>-324</b>	<b>-241</b>	<b>-259</b>	市盈率	13.48	24.71	18.55	15.83
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.94	4.03	3.50	3.03
股权融资	43	-2	0	0	EV/EBITDA	8.41	16.94	12.96	10.97
银行贷款增加 (减少)	157	190	210	230	总资产收益率	7.8%	8.8%	10.2%	10.4%
筹资成本	-114	-345	-445	-519	净资产收益率	14.3%	16.3%	18.8%	19.1%
其他	-450	28	3	3	净利率	12.2%	13.2%	14.3%	14.5%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-364</b>	<b>-129</b>	<b>-232</b>	<b>-286</b>	资产负债率	39.3%	39.9%	40.1%	39.7%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>138</b>	<b>392</b>	<b>511</b>	<b>748</b>	总资产周转率	0.66	0.71	0.76	0.77

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。