

其他电子零部件 III

沃尔核材 (002130.SZ)

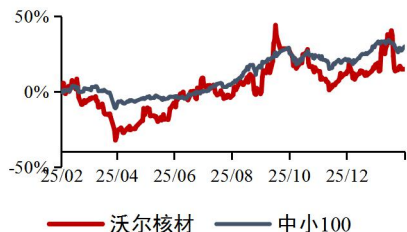
买入-A(维持)

产能业绩稳步释放，铜连接龙头市场地位稳固

2026年2月10日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



投资要点:

➤ 公司发布 2025 年业绩预告。公司预计 2025 年归母净利润 11.0-11.8 亿元，同比增长 29.8%-39.2%；扣非归母净利润 10.4-11.1 亿元，同比增长 29.8%-39.2%。按照业绩预告中值测算，公司 25Q4 或实现归母净利润 3.2 亿元，同环比分别增长 65.7%、20.5%。公司电子材料、通信线缆、电力产品以及新能源汽车产品市场需求持续提升，各业务板块营收均实现不同程度增长，其中通信线缆与新能源汽车业务增速较快。

市场数据：2026年2月9日

收盘价（元/股）：	27.32
总股本（亿股）：	12.60
流通股本（亿股）：	11.45
流通市值（亿元）：	312.68

基础数据：2025年9月30日

每股净资产（元/股）：	5.13
每股资本公积（元/股）：	0.23
每股未分配利润（元/股）：	3.65

资料来源：常闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

➤ 高速铜缆供需两旺，公司 2026 年通信板块业绩展望乐观。公司已于 1 月 27 日顺利通过港交所上市聆讯标志着公司“AI+新能源”全球化龙头进程得以加速。根据公司最新发布的港股招股书预测，2025 年全球高速铜缆市场规模达 19 亿元，有望以 26.9% 的 CAGR 至 2029 年达到 49 亿元。按 2024 年全球收入计算，公司是全球第三大、国内第一大覆盖高速铜缆的通信电缆制造商。2025 年前三季度，公司高速铜缆收入达 7.5 亿元，较 2024 年同期增长 316.6%；高速铜缆毛利率为 45.6%，毛利贡献 3.4 亿元，占 2025 前三季度毛利的 18.2%，随着高速铜缆占比进一步提升对整个公司业绩的拉动将愈加明显。英伟达 NVL72 是数据中心高速铜缆的主要推动者，根据英伟达 2025 年 10 月底在 GTC2025 华盛顿的表述，2025-2026 预计有 1000 万颗 Blackwell（一颗两个 die）出货，绝大部分将为 NVL72 的机柜形态。

➤ 英伟达 Rubin 平台或升级 448G 铜缆，北美 ASIC、国产算力接力，铜连接市场中短期需求无虞。英伟达在 CES2026 上正式发布了 Rubin 平台，采用 NVLINK6 每 GPU 带宽 3.6TB（双向），较 Blackwell 平台翻倍，在机柜铜缆数量受限的情况下或采用 448G 定制 SERDES，对铜缆的信号带宽和抗衰减提出了更高要求，价格将显著提升。公司已完成单通道 448G 高速通信线样品的开发，交付重点客户验证中。2026-2027 在英伟达平台 Rubin 逐渐上量下，高速铜缆需求迎来量价齐升市场爆发。展望 2028 以后，Kyber 机柜或迎来 NVLINK 通信技术重大变化，但我们认为铜连接的生命周期依然旺盛，目前业内已形成了“正交 PCB&连接器，短距用铜，长距用光”的共识。以北美 ASIC 为例，谷歌 TPU 3D Cube 中的立方体内、亚马逊 Trainium 服务器背板以及相邻机柜 AEC、微软 Maia 服务器背板以及 Meta ASIC 服务器背板等均使用了高速铜缆互联。国内方面，以华为 910C 为代表的超节点方案多使用了性价比最优的铜连接方案，因此我们认为铜连接仍处于供给扩张状态。公司



目前已部署了 16 台进口发泡芯线挤出机，产能全球领先。

➤ **全球热缩材料、直流充电枪龙头，国内电缆附件头部厂商，非通信基本盘稳固。**随着工业自动化、轨道交通、航空航天、核电等行业的发展，高性能绝缘保护材料需求不断上升，公司位于全球及国内热缩材料龙头，全球市占率约 20.6%。充电枪方面，受益于国内车桩比仍有空间、V2G 等电网新模式建设以及 800V 和更高电压平台的新能源汽车应用，国内 DC 充电枪市场预计从 2025 年 17 亿元增长至 2029 年 41 亿元。公司在全球和国内新能源车充电产品市场公司规模位列第五，其中 DC 充电枪第一，增长前景广阔。电缆附件方面，受益于“十五五”电网投资更加聚焦特高压、配电网、智慧电网等，高端电缆附件产品需求增长。公司位于全球电缆附件制造商第七以及国内第一。我们认为公司非通信业务处于新能源基建核心环节，行业贝塔持续景气。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 11.6/18.8/25.7 亿元（前次预测为 12.9/19.4/26.3 亿元），同比增长 36.3%/62.7%/36.4%，暂不考虑港股发行摊薄对应 EPS 为 0.92/1.49/2.04 元，2 月 9 日收盘价对应 PE 为 29.8/18.3/13.4 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：大客户自制铜缆比例增加、其他供应商导入等导致公司 224G 铜缆收入不及预期，大客户 448G 铜缆价格增长不及预期，英伟达变更 Rubin 平台设计导致高速铜缆市场下滑超出预期，电力电子板块由于大宗原材料成本上涨下游传导不畅毛利率下滑。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,723	6,927	9,037	12,150	15,896
YoY(%)	7.2	21.0	30.5	34.4	30.8
净利润(百万元)	700	848	1,156	1,880	2,565
YoY(%)	14.0	21.0	36.3	62.7	36.4
毛利率(%)	32.6	31.7	32.4	35.1	35.9
EPS(摊薄/元)	0.56	0.67	0.92	1.49	2.04
ROE(%)	13.9	15.0	17.4	22.8	24.9
P/E(倍)	49.1	40.6	29.8	18.3	13.4
P/B(倍)	7.0	6.2	5.3	4.2	3.4
净利率(%)	12.2	12.2	12.8	15.5	16.1

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4717	5538	8010	8964	12065
现金	1005	1028	1936	1215	2257
应收票据及应收账款	2531	2904	4187	5533	7184
预付账款	57	61	93	114	157
存货	710	865	1170	1415	1770
其他流动资产	413	679	623	687	697
非流动资产	4285	4728	5024	5514	6150
长期投资	54	57	67	76	86
固定资产	2521	2719	3038	3566	4239
无形资产	296	289	264	238	213
其他非流动资产	1413	1662	1656	1633	1613
资产总计	9002	10265	13034	14478	18216
流动负债	2734	2875	4761	4632	6328
短期借款	683	344	620	654	300
应付票据及应付账款	1192	1513	3011	2828	4721
其他流动负债	859	1019	1130	1150	1308
非流动负债	5	8	1062	881	701
长期借款	623	901	721	541	361
其他非流动负债	183	360	341	341	341
负债合计	3539	4137	5822	5513	7030
少数股东权益	555	594	693	855	1076
股本	1260	1260	1260	1260	1260
资本公积	271	271	271	271	271
留存收益	3592	4227	5169	6598	8548
归属母公司股东权益	4908	5535	6518	8110	10110
负债和股东权益	9002	10265	13034	14478	18216

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	828	898	1538	550	3181
净利润	758	921	1255	2042	2786
折旧摊销	231	255	255	301	363
财务费用	54	41	51	50	56
投资损失	-12	-17	-15	-16	-16
营运资金变动	-310	-469	-2	-1826	-5
其他经营现金流	107	167	-6	-1	-1
投资活动现金流	-326	-545	-497	-785	-985
筹资活动现金流	-364	-330	-133	-1139	-500
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.67	0.92	1.49	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.71	1.22	0.44	2.52
每股净资产(最新摊薄)	3.90	4.39	5.17	6.44	8.02

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5723	6927	9037	12150	15896
营业成本	3856	4729	6107	7883	10191
营业税金及附加	51	57	75	91	103
营业费用	331	354	452	583	763
管理费用	264	302	371	510	668
研发费用	310	349	497	620	795
财务费用	54	41	51	50	56
资产减值损失	-62	-97	-108	-119	-159
公允价值变动收益	0	0	1	1	1
投资净收益	12	17	15	16	16
营业利润	876	1089	1463	2381	3248
营业外收入	2	2	3	3	3
营业外支出	5	17	2	2	2
利润总额	873	1074	1464	2383	3250
所得税	115	153	209	340	464
税后利润	758	921	1255	2042	2786
少数股东损益	57	73	99	162	221
归属母公司净利润	700	848	1156	1880	2565
EBITDA	1140	1366	1734	2699	3617

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	21.0	30.5	34.4	30.8
营业利润(%)	20.9	24.3	34.4	62.8	36.4
归属于母公司净利润(%)	14.0	21.0	36.3	62.7	36.4
获利能力					
毛利率(%)	32.6	31.7	32.4	35.1	35.9
净利率(%)	12.2	12.2	12.8	15.5	16.1
ROE(%)	13.9	15.0	17.4	22.8	24.9
ROIC(%)	12.2	13.2	15.3	21.1	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.3	40.3	44.7	38.1	38.6
流动比率	1.7	1.9	1.7	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.5	3.5	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	49.1	40.6	29.8	18.3	13.4
P/B	7.0	6.2	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	31.1	26.0	20.1	13.2	9.5

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

