下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

电子

2026 年 09 月 08 日

嘉立创 (001232)

——全球硬件创新的赋能者与成长者

报告原因：首次覆盖

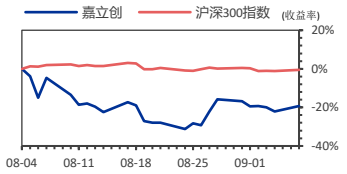
买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 07 日
收盘价（元）	167.91
一年内最高/最低（元）	234.50/139.50
市净率	11.3
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	7,423
上证指数/深证成指	3,932.70/13,774.91

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	16.47
资产负债率%	36.54
总股本/流通 A 股(百万)	556/44
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
梁廷 A0230526030001
liangting@swsresearch.com
黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

联系人

陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **本篇深度报告试图解答嘉立创的诸多问题与预期差，并判断其有较大长期投资价值。**
- **业务有独特性，PCB 仅为起点，实际是“基于硬件创新的全产业链一体化服务”。**主要业务包括印制电路板、电子元器件、电子装联、其他主营业务（例如 EDA/3D 打印/CNC/FA 机械零部件等）。PCB 属于电子，下单网站/电子元器件购销属于互联网/电商，EDA/CAM 属于软件，3D 打印/CNC/FA 属于机械。**投资者应已窥得其延展性与一体化属性。**
- **精巧的商业模式，波特五力/转嫁能力/财务数据为证明，这决定公司成长持续性。**1）绘制了其商业模式一张图，解释延展性和协同性。2）强势的自由现金流、净营业周期，反映了其对上下游的相对强势地位。3）价格转嫁能力：元器件近乎完全转嫁。 PCB 的转嫁是"滞后+部分"的，但公司经常选择“让利策略”获得客户粘性，这是经营策略的一部分。4）**较高的经营质量和产业链话语权意味着成长持续性。例如其波特五力分析有利，前五大客户收入占比仅 1.16%，前五大供应商金额占比仅 15.72%，且趋于下降，再例如 2025 年净现比 146%。**
- **历史指引未来，体现长期主义。**招股说明书划分了三阶段：2006-2011、2012-2020、2021 年后。预计未来重点是全球化、互联网化软件化、拓展硬件创新品类。一些让利给客户的案例证明了其“长期主义”经营策略，体现 Alpha。**这种管理决策的背后，大概率是成本曲线优势。**
- **衡量未来成长的多种尺度。1）预计未来纵向软件化，横向全球化。**前者在 2026 中报、官网、招股说明书披露的”核心技术/研发特色/研发计划”均有佐证。2）问询回复公告披露了全球化的注册地址与收货地址匹配性、订单情况、获客成本、推广费等，应经得起推敲。**2026H1 海外业务收入超过 15 亿元，同比增长 64%，收入占比已达 21%。难能可贵的是，2026H1 披露海外毛利率 34.4%，比境内业务高近 10 个百分点。**3）募集项目对应的收入增量约为每年 53 亿元。4）基于未来硬件创新，得到嘉立创的 TAM 或为 5400-8500 亿元。5）基于用户 ARPU 值， 得到 1920 亿元 TAM (ARPU 值 12000 元,全球用户数 1600 万人)。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**逐项拆解每块业务，再将三费分解为薪酬和非薪酬，分别预测，得到 2026-2028 年嘉立创收入为 151.99/203.05/262.59 亿元，归属于母公司所有者净利润为 19.20/29.60/38.46 亿元。**我们选择三类公司作为比较，参考了 P/E 倍数、P/B 倍数，得到嘉立创的估值目标 1480 亿元。并补充说明三点估值的理由。**
- **风险：汇率波动的风险、贸易摩擦相关风险、原材料价格波动风险，以及研发相关风险，详见正文。**

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10,232	7,173	15,199	20,305	26,259
同比增长率（%）	28.4	54.1	48.6	33.6	29.3
归母净利润(百万元)	1,306	1,030	1,920	2,960	3,846
同比增长率（%）	23.9	73.5	47.0	54.2	30.0
每股收益（元/股）	2.61	2.06	3.46	5.33	6.92
毛利率（%）	28.1	28.4	27.1	27.7	27.0
ROE（%）	18.2	12.5	13.9	17.7	18.7
市盈率	71		49	32	24

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

逐项拆解和预测每块业务，再将三费分解为薪酬和非薪酬，分别预测。**我们这样得到 2026-2028 年，嘉立创收入为 151.99/203.05/262.59 亿元，归属于母公司所有者净利润为 19.20/29.60/38.46 亿元。**

我们选择三类公司作为比较，参考了 P/E 倍数、P/B 倍数，得到嘉立创的估值目标 1480 亿元。并补充说明三点估值的理由。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1）我们预计 PCB 2026-2028 年收入同比增速 34%/28%/25%,毛利率为 27.0%/26.5%/25.0%，较为保守的预测毛利率缓慢下降。

2) 我们预计电子元器件 2026-2028 年收入同比增速 63%/33%/27%，毛利率为 21.0%/23.0%/23.0%，26H1 其收入同比增速 69%已经是重要支撑。

3）我们预计 PCBA 2026-2028 年收入同比增速 48%/42%/35%，毛利率为 38.0%/39.0%/39.0%，介于 2023-2025 年毛利率区间。

4）通过分别预测 3D 打印/CNC/FA/其他主营产品增速并合并，得到其他类型业务 2026-2028 年收入同比增速 77%/50%/50%，毛利率为 8.0%/8.0%/8.0%。其收入增速与 26H1 趋势一致，我们提供的毛利率预测较为保守。

有别于大众的认识

较多投资者用评判沪电股份/深南电路/胜宏科技等研究方法评判嘉立创。**我们认为：两者有较大区别。**我们分析了嘉立创商业模式/波特五力/转嫁能力，论证其经营质量有优势，利于长期成长。嘉立创实际是以 PCB 为初始载体的“软硬一体化的全产业链企业”，甚至可以用互联网商业模型来分析。**纵向软件化、横向全球化，是其区别于较多同行的特点。PCB 只是其起点，定义为”全球硬件创新的赋能者”较为准确。**

较多投资者不清楚未来嘉立创的发展空间。我们用三种方法做了评估：短期产能决定的空间，基于未来硬件创新计算的空间，基于全球用户 ARPU 值计算的空间。**较高的 TAM（总可用市场）这意味着成长上限较高，并非仅仅局限于 PCB 业务。**

股价表现的催化剂

由于全球化加速/新品类拓展/软件拓展，实现较快甚至潜在超预期的增长。

上下游环节延展事件。

核心假设风险

汇率波动的风险。公司外销收入主要使用美元、欧元等外币进行结算。受到宏观经济、 地缘政治等多重因素影响，人民币兑外币的汇率呈现显著波动。

贸易摩擦相关风险。若未来贸易国或者地区的贸易摩擦加剧，会对公司的经营业绩带来不利影响。

原材料价格波动风险，以及研发相关风险，详见正文。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1.精巧的商业模式 5

1.1 嘉立创商业模式一张图 5
1.2 同行比较，数据为证 6
1.3 究竟有多少转嫁能力？ 7
1.4 上下游话语权与波特五力分析 9
1.5 增长质量/财务数据的验证 12

2.历史指引未来，体现长期主义 13

2.1 三阶段后，指引未来 13
2.2 管理决策体现长期主义，体现 Alpha 15

3.衡量未来成长的多种尺度 16

3.1 纵向软件化，横向全球化 16
3.2 空间一：短期产能决定的增长 17
3.3 空间二：未来硬件创新的赋能者 18
3.4 空间三：基于 ARPU 值评估 20

4.估值与风险 22

4.1 逐项拆解主要项目 22
4.2 估值 23
4.3 风险 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：一张图理解嘉立创不同业务的衍生关系 6
图 2：嘉立创波特五力示意图 10
图 3：一张图理解嘉立创不同业务的历史阶段 14
图 4：嘉立创 2026 半年报披露的软件增值业务 16
图 5：嘉立创官网链接的“机械大师”，包含较多软件系列工具 16
图 6：嘉立创海外业务收入占比和海外业务收入增速（单位：%） 17

表 1：嘉立创与可比公司的经营质量比较（单位：现金流百万元，%，人均万元） 7
表 2：主要材料的价格变动率（单位：元/平方米，元/千克，元/克，%） 8
表 3：嘉立创客户非常分散，且前五大客户合计收入占比趋于下降 11
表 4：历年前五大供应商金额占比情况（单位:%） 11
表 5：评估嘉立创的现金流间接法，和自由现金流（单位：百万元） 12
表 6：嘉立创的运营周期堪比优质的互联网、软件或软硬一体化公司（单位：天） 13
表 7：中短期产能将新增 53 亿收入（单位：亿元，%） 17
表 8：分类计算公司未来市场空间（单位:亿美元，亿元，%） 18
表 9：合计得到嘉立创未来的 TAM（单位：亿元，%） 19
表 10：采用用户数、ARPU 值口径评估嘉立创（单位：个，元，%） 20
表 11：计算得到全球潜在研发用户人数，保守取值为 2500-3200 万人 21
表 12：用 ARPU 值方法得到公司的 TAM（单位：元，亿元） 21
表 13：逐项拆解和预测嘉立创收入诸业务（单位：百万元，%） 23
表 14：可比公司估值表（单位：利润百万元，市值亿元） 24

下载日志已记录，仅供内部参考

嘉立创的业务具有一定独特性。根据招股说明书，公司的自我定位为：“通过自建的下单网站和自有的生产仓储基地，公司提供覆盖 EDA/CAM 工业软件、印制电路板制造、电子元器件购销、电子装联等全产业链一体化服务，年交付订单量超两千万笔”。

展开来看，公司披露的主要业务为：

1）印制电路板业务，满足客户“样板，到小批量，再到中大批量”的 PCB 制造需求；

2）电子元器件业务，主要通过全品类现货模式满足客户样品、小批量电子元器件的采购需求；

3）电子装联业务，通过对工程管理及生产环节等流程的高效组织，公司能够快速响应样品、小批量客户的 PCBA 订单需求；

4）其他主营业务，包含 EDA/CAM 工业软件、激光钢网等电子产业配套服务和与电子产业链服务具有“客户同源”特点的 3D 打印、CNC 制造、FA 机械零部件商城等机械产业服务。

从行业属性来看：

1)PCB 业务属于电子，是 AI/半导体的重要支撑；2）下单网站、电子元器件购销等属于互联网与电商，且公司 1P、3P 业务均涵盖[1]；3）EDA/CAM 属于计算机软件，主要为工业软件。4）3D 打印/CNC 制造/FA 机械零部件属于机械。

本篇深度报告试图解答嘉立创的诸多问题与预期差，并判断其有较大长期投资价值。公司同样清楚自身业务的独特性，招股说明书的表述为“业内领先、具有行业变革意义的电子产业一站式基础设施服务提供商“。

1.精巧的商业模式

较多硬科技（电子例如 PCB、机械、通信）投资者与研究者，倾向于研究收入利润增速与大客户，较少关注产业链话语权，很少关注商业模式与“波特五力分析”。

嘉立创几乎与之相反。我们认为其有商业模式优势（即并非大客户模式，而是分散客户模式，甚至是互联网模式），因而拥有较强甚至极强的产业链话语权。所以其商业模式精巧，“波特五力分析”较为有利，只是恰好近年利润表高增。**投资者或许要习惯这种切换，再分析嘉立创，本章展开。**

1.1 嘉立创商业模式一张图

上述的嘉立创不同业务，实际上有着巧妙的内部联系，商业模式一张图帮助分析。

1）商业模式，从传统的重资产模式，新增轻量化的、互联网化、现代化的模式，并且两者融合，成为“解决方案一体化”，公司表述为“全产业链一体化”；

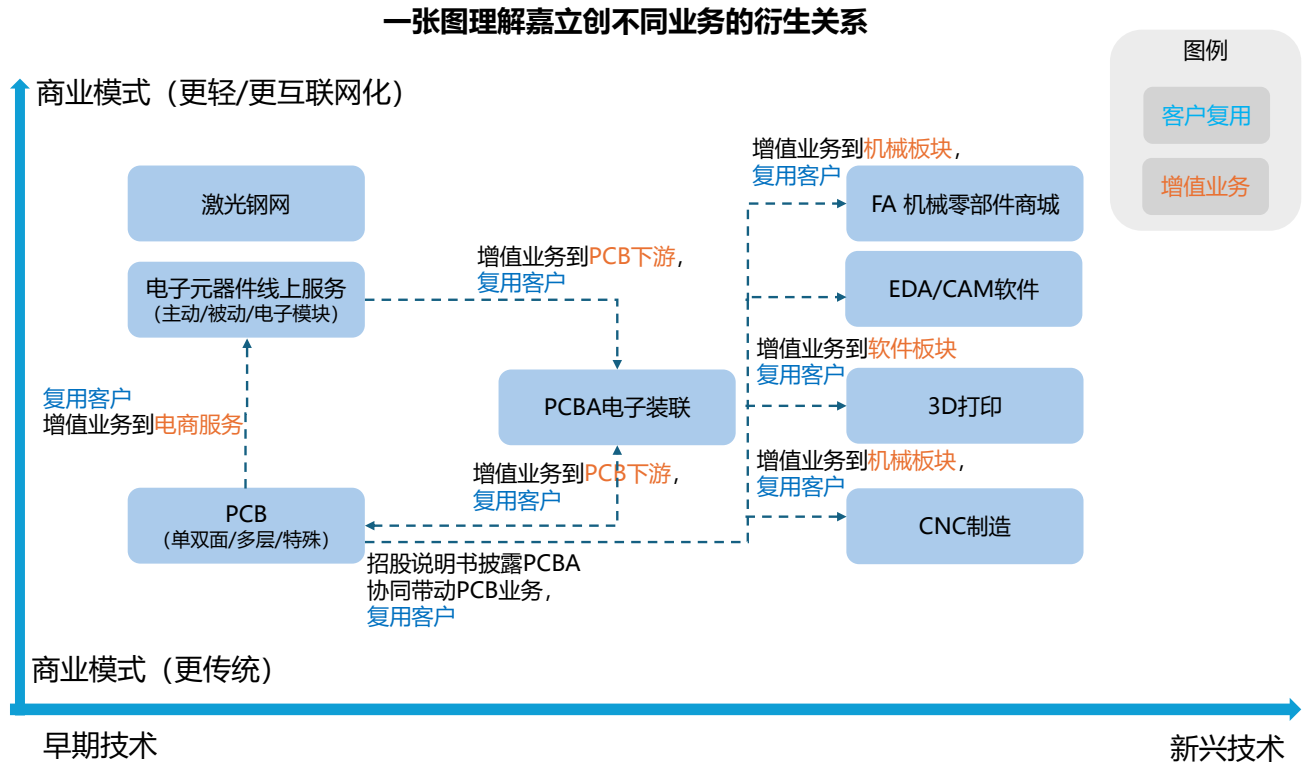
[1] 在电商领域，1P 订单是指平台通过自主生产或批发采购的商品所产生的订单，这类商品的库存归属于平台自身；3P 订单则是由独立卖家在平台上销售自有商品所形成的订单。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）技术难度，从 PCB 工艺相关，到 PCB 下游，再到其他板块（例如机械与软件），未来必然与 AI 人工智能技术深度融合；

3）**“被客户粘性推着走“**。我们预计这些业务拓展，全部来自满足客户后，客户持续提出的增值业务需求。这种商业模式类似计算机软件或互联网。图中标注了其客户复用、增值业务情况。

图 1：一张图理解嘉立创不同业务的衍生关系



资料来源：嘉立创招股说明书，申万宏源研究

1.2 同行比较，数据为证

暂时不讨论收入利润增速，用以下指标评估经营质量与商业模式特点：

1）自由现金流，用于衡量公司经营的内生可持续性。嘉立创、沪电股份、鹏鼎控股有优势；

2）净营业周期。嘉立创 2024-2025 年均约为-40 天，一定程度体现公司“先收款再开工”的产业链话语权，与公司电商/互联网/软件属性有一定关系。大部分优质的高端制造公司约为 50 天。

3）ROE（扣非摊薄）尽管是同步或后验指标，PCB 领军公司普遍较高，包括嘉立创。但较多同行公司 ROE 的提升已经伴随现金流支出的高增，即资本杠杆（深南电路、胜宏科技的 2025 年自由现金流比 2024 年明显下降，ROE 也提升）。

4）人均效率指标，嘉立创与 PCB 领军普遍较高。大量生产工人会减少该指标。

下载日志已记录，仅供内部参考

选取可比公司的标准：招股说明书提供的对标公司；2）尽管商业模式有较大区别，但同属于著名 PCB 公司的沪电股份、深南电路、鹏鼎控股、胜宏科技等；3）EDA 领军公司。

可见：强势的自由现金流、净营业周期，反映了其对上下游的相对强势地位。几乎所有指标都与招股说明书提供的对标公司（兴森科技、金百泽、四会富仕、强达电路、迅捷兴等）有本质不同。嘉立创的这些质量指标与沪电股份、深南电路类似（甚至部分指标更好），而这两家公司当前市值均超过 2000 亿元。

表 1：嘉立创与可比公司的经营质量比较（单位：现金流百万元，%，人均万元）

		自由现金流		净营业周期		ROE		人均创收	人均创利
		2024A	2025A	2024A	2025A	2024A	2025	2025A	2025A
002436	兴森科技	-752	-915	48	55	-4.0%	2.6%	92.7	1.7
301041	金百泽	33	70	72	67	4.5%	0.9%	44.3	1.3
300852	四会富仕	-63	-177	32	26	7.6%	5.0%	69.6	4.6
301628	强达电路	33	-189	12	12	9.1%	10.1%	61.0	7.7
688655	迅捷兴	-51	-105	-17	-37	-1.0%	-4.0%	45.5	-1.5
001232	**嘉立创**	**451**	**509**	**-41**	**-37**	**15.9%**	**17.1%**	**91.4**	**11.7**
002463	沪电股份	177	673	36	29	21.5%	24.9%	124.3	25.1
002916	深南电路	456	73	57	62	11.9%	18.2%	111.5	15.4
002938	鹏鼎控股	4,238	659	39	34	11.0%	10.4%	82.3	7.9
603228	景旺电子	443	-836	13	-1	9.3%	7.8%	74.0	6.0
300476	胜宏科技	524	-2,014	14	-53	12.8%	25.9%	107.2	24.0
688206	概伦电子	-153	41	356	275	-4.6%	-3.0%	79.6	5.6
301269	华大九天	-131	375	181	135	-1.1%	-0.2%	90.8	4.2

注 1：可比公司选择招股说明书对标公司、PCB 领军、EDA 领军

注 2：ROE 采用严谨的扣非且摊薄指标

注 3：不采用公式导出，用经营现金净流入减去购买固定资产无形资产的现金流出计算自由现金流

注 4：净营业周期，严谨的把应收应付票据也计算在内。即应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款及应付票据周转天数

资料来源：ifind,申万宏源研究

1.3 究竟有多少转嫁能力？

既然商业模式、经营质量有优势，应有上下游价格传导甚至转嫁能力，本节分析。

首先，转嫁机制，分线上线下有清晰表述。在 2026 年《关于深圳嘉立创科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请文件的第二轮审核问询函之回复》（下文用“2026 年二轮问询回复公告”代称）的问题 7，有如下公开论述：

1）线上销售（占收入 90%+）：统一定价标准，综合原材料价格、产能利用率、利润率、同行价格决定调价，**"新价格实时反映在下单网站上，价格传导较为顺畅"。**

2）线下销售：与客户协议约定按原材料市价调价，或"原材料上升一定幅度时提出调价申请，通常以半年或一年为周期调整报价"。

下载日志已记录，仅供内部参考

其次，元器件业务大量采用线上模式，其价格转嫁较为彻底。浮动定价且快周转，元器件业务毛利率六年区间 15.93%–19.95%（详见 2026 年版本招股说明书），范围仅约 4 个百分点，穿越了上游芯片暴涨暴跌的完整周期(例如 2021 年数字模拟芯片单价暴涨而 2023H1 大跌，以上详见 2024 年版《关于深圳嘉立创科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请文件的审核问询函之回复》（下文用“2024 年首次问询回复公告”代称）问题 13，“关于毛利率”部分的叙述)。

根据2024年首次问询回复公告与招股说明书,2021-2023年经历原料成本大幅变化，元器件业务毛利率分别比基数期变动+2.12/-0.76/+0.17 百分点，还提供了敏感性分析表，验证大部分可以传导转嫁掉。

再次，根据我们分析，对于 PCB 业务，先局部转嫁，实际转嫁效果或有一定滞后。此处列举经典案例：

1）2021 年是压力测试：覆铜板、铜球、锡球分别平均价格变动+67.9%、+38.3%、+57.6%时，PCB 单位材料成本变动+53.2%，单位总成本变动+36.1%，而嘉立创选择售价只提升 8.1%。毛利率从 43.62%下降 14.6 百分点到 29.02%（以上均为 2021 年同比）。**按照第二章“管理决策“部分的论述，或归因于让利策略，体现公司长期主义。**

表 2：主要材料的价格变动率（单位：元/平方米，元/千克，元/克，%）

材料类别（单位）	2020A	2021A	YoY	2022A	YoY	2023A	YoY	2024A	YoY	2025A	YoY
覆铜板（元/平方米）	74.43	124.98	67.9%	82.91	-33.7%	66.06	-20.3%	64.03	-3.1%	67.71	5.8%
铜球（元/千克）	45.33	62.7	38.3%	61.31	-2.2%	62.07	1.2%	68.1	9.7%	72.55	6.5%
锡球（元/千克）	130.77	206.03	57.6%	228.98	11.1%	192.91	-15.8%	225.55	16.9%	245.42	8.8%
锡条（元/千克）	102.18	163.07	59.6%	185.1	13.5%	--	--				
铜箔（元/千克）	67.32	97.42	44.7%	85.65	-12.1%	--	--				
干膜（元/平方米）						3.71	--	3.53	-5.0%	3.43	-2.8%
油墨（元/千克）						37.25	--	37.11	-0.4%	36.78	-0.9%
金盐（元/克）						276.93	--	342.82	23.8%	487.83	42.3%

注 1：将 2024 年披露数据与 2026 年披露数据拼接，可以计算 2023 年材料价格变动率
资料来源：2024 年首次问询回复公告，招股说明书，申万宏源研究

2024 年《关于深圳嘉立创科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请文件的审核问询函中有关财务会计问题的专项说明》（下文用“2024 年专项说明公告”代称）回复承认三点：a)调价滞后于成本波动；b)2020 年毛利率基数异常高；c)并表的中信华（线下中大批量）定价低拉低毛利率。这说明短期（例如 1 年内）价格转嫁是不完全的。

2）**但拉长看，2022–2025 年完成了一轮完整的"先成本下行，再毛利率修复"。**2022 年覆铜板单价下降 33.7%时公司反而"策略性下调售价"，即降价约 8%让利获得客户粘性，（同见第二章）。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023H1，单位成本降幅（-6.65%）大于单价降幅，而毛利率回升 3.44 百分点（以上数据来源同上，即 2024 年版回复公告）；2024–2025 年铜价连续上涨（沪铜+10.5%/+7.7%），覆铜板平均单价增长+5.8%，PCB 毛利率反而平稳，2023-2025 年依次为 28.73%/30.13%/28.09%（以上数据来源均为 2026 年二轮问询回复公告）。

最后，我们认为，利润率趋稳回升的多重结构性力量是：结构/议价权/规模优势。

1)业务结构:低毛利率的元器件收入占比趋于下降,高毛利 PCBA 收入占比趋于提高。

2）产品结构：复杂度高、售价高的多层板占比提升。例如 2026 年二轮问询回复公告“2024 年,……随着多层板在客户中逐步推广渗透……对 PCB 毛利率带来 0.45 个百分点的正向影响”。

3）对上游的议价：根据 2026 年二轮问询回复公告，2023-2025 年覆铜板采购价 64–68 元/㎡，比可比公司（典型值 107–119 元/㎡）低约 30%-40%。原因是公司用通用覆铜板（普通覆铜板占约 98%，而非特殊覆铜板，且中低 TG 值为主）、大批量集采、集中度提升（覆铜板前五大供应商占比提升）、低价时点备货。同一个铜价周期，它的成本波动天然比同行小。

4）规模优势摊薄：2026 年二轮问询回复公告指出“发行人对覆铜板性能要求相对适中，市场合格供应商相对较多，选择空间更大。且发行人采购规模较大，集中采购议价能力相对较强”。

综上，关于嘉立创价格转嫁能力的判断。一方面，转嫁机制真实存在，但不同业务线方式不同。元器件近乎完全转嫁，归因于浮动定价。PCB 的转嫁是"滞后+部分"的，不是教科书式的完全转嫁。但公司经常选择“让利策略”获得客户粘性，这是经营策略的一部分。另一方面，综合毛利率趋稳回升，靠的是多重结构性力量，对冲了周期波动。

1.4 上下游话语权与波特五力分析

上一节探讨转嫁能力，本节小结其上下游话语权与“波特五力”情形。

1）上游供应商对其议价能力。如前叙述分析，线上业务转嫁较为彻底，线下业务部分转嫁且有一定滞后性。但嘉立创经常利用上游价格变动来让利，增加客户粘性和市占率。

2）下游客户对其议价能力偏弱，分散客户模式可以验证。

3）替代品的威胁偏弱。公司的本质是“以 PCB 为切入点的一体化服务”。对于 PCB 产业链，市场经常热议“光的趋肤效应（Skin Effect）对 PCB 负面影响”等，但最终 PCB 依然是电子工程、光电融合工程最好的载体之一。理论上，拓竹为代表的 3D 打印软硬一体化方案有竞争力，但我们预计与嘉立创所在领域是并行关系。

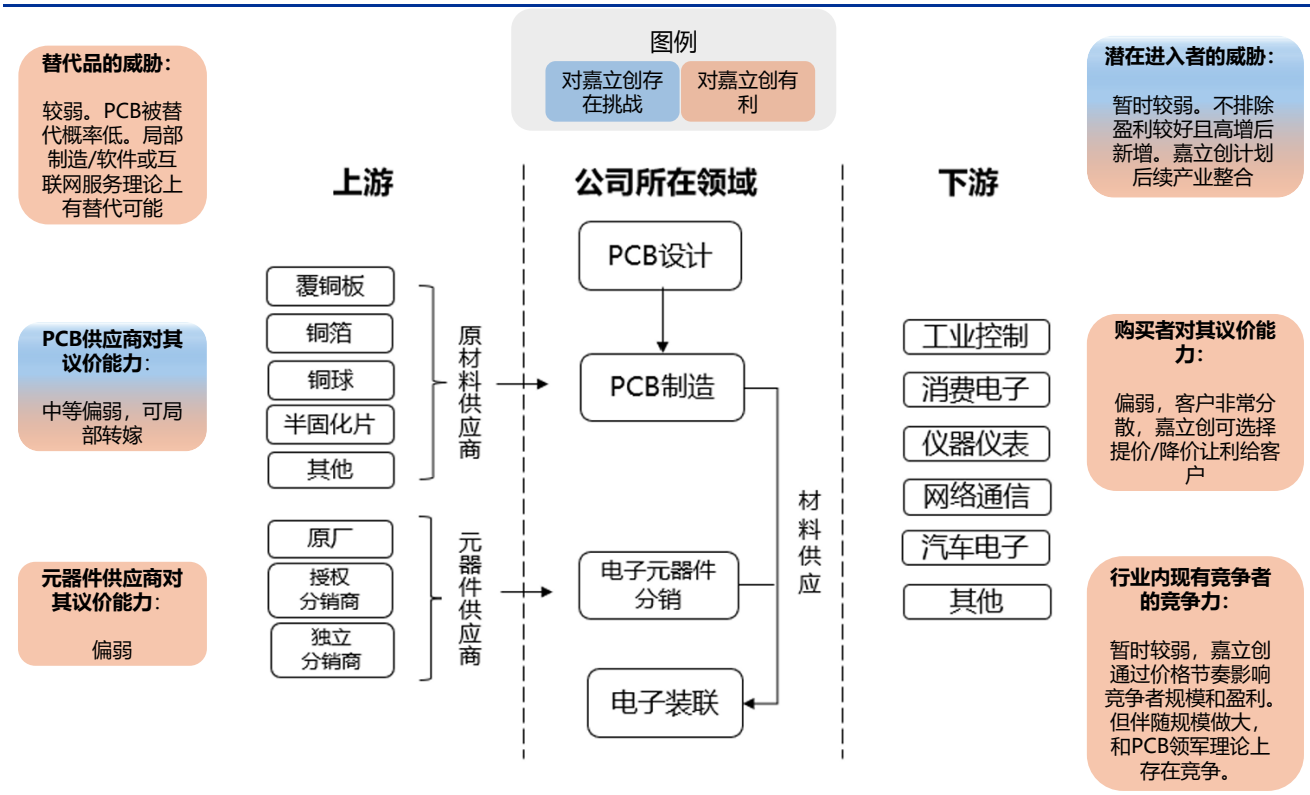
4) 潜在进入者的威胁暂时较弱。**有经验的投资者、分析师了解：长期成长投资容易（甚至最容易）低估潜在进入者，即跨界入侵者。**例如：对 CDN 最终产生负面影响的不是 CDN 而是云，对果汁行业最终产生负面影响的不是果汁而是新式茶饮（因含鲜果茶）。由于其质量高、增速较快，理论上高回报应当吸引潜在进入者。短期来看，其持续扩张的制造产能、

下载日志已记录，仅供内部参考

享誉世界的品牌与网络效应限制了潜在进入者。中长期来看，预计嘉立创在资本市场会利用资本杠杆，完成产业整合，减少潜在进入者威胁。

5）行业内现有竞争者的竞争力较弱。之前章节已经论证，明显优于招股说明书提供的对标公司，甚至其价格策略会明显影响对标公司的经营情况。未来不排除与一线 PCB 公司存在竞争，只是嘉立创的目标受众是全球硬科技产业的研发人员，面向长尾客户；一线 PCB 公司的目标受众是供应链部门，面向大型客户。

图 2：嘉立创波特五力示意图



资料来源：嘉立创招股说明书，申万宏源研究

根据 2024 年版招股说明、2026 年版招股说明书，可以发现，其下游客户非常分散，上游供应商趋于分散，佐证前文判断。**前五大客户收入占比从 2021 年的 2.34%下降到 2025 年的 1.16%，供应商占比从 2021 年的 23.97%下降到 2025 年的 15.72%。**

对上游供应商的采购成本，构成企业的重要竞争力。在 2026 年二轮问询回复公告中指出：嘉立创 2023-2025 年覆铜板采购成本为 66.06/64.03/67.71 元/平方米，强达电路披露 2023-2025 年其为 107-119 元/平方米(该公告同时披露采用强达电路 2025Q1-Q3 值近似代替 2025 全年值)，其他对标公司未披露。

尽管上述公告从供应商价格特点、层数、TG 值等方面差异做了一定解释，但如此明显的价差，仍可归因于规模优势等要素。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：嘉立创客户非常分散，且前五大客户合计收入占比趋于下降

前五大	2021		2022		2023		2024		2025	
	客户名	收入占比	客户名	收入占比	客户名	收入占比	客户名	收入占比	客户名	收入占比
1	华立科技集团	0.76%	威胜集团	0.55%	尚研集团	0.60%	威胜集团	0.41%	麦格米特	0.28%
2	威胜集团	0.68%	华立科技集团	0.51%	华立科技集团	0.53%	华立科技集团	0.35%	华立科技集团	0.25%
3	深圳市鹏图电子有限公司	0.32%	尚研集团	0.48%	威胜集团	0.47%	尚研集团	0.28%	尚研集团	0.23%
4	宁波杜亚机电技术有限公司	0.30%	Finder Technology Ltd	0.35%	科陆国际集团	0.21%	宁波杜亚机电技术有限公司	0.18%	海尔集团	0.22%
5	尚研集团	0.27%	深圳市鹏图电子有限公司	0.34%	珠海市快蜂科技有限公司	0.19%	科陆国际集团	0.15%	威胜集团	0.18%
合计	—	**2.34%**	—	**2.25%**	—	**2.00%**	—	**1.38%**		**1.16%**

资料来源：嘉立创 2024 年版招股说明书，嘉立创 2026 年版招股说明书，ifind，申万宏源研究

表 4：历年前五大供应商金额占比情况（单位:%）

供应商名称	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
建滔积层板	8.40%	5.54%	5.64%	3.67%	4.49%
江西省航宇新材料集团	5.72%	5.10%	5.58%	3.65%	—
江西省宏瑞兴科技	4.16%	1.75%	—	3.85%	4.43%
江西江南新材料科技	—	1.78%	2.90%	2.91%	2.61%
得捷电子	—	—	1.73%	1.58%	1.49%
华正新材	—	—	1.72%	—	—
北京远大创新集团	—	1.97%	—	—	—
南亚电子集团	3.70%	—	—	—	—
德州仪器	1.99%	—	—	—	—
金安国纪	—	—	—	—	2.70%
前五合计	**23.97%**	**16.15%**	**17.56%**	**15.67%**	**15.72%**

注：部分供应商用了缩写，完整版详见招股说明书

资料来源：2024 年版招股说明书，2026 年版招股说明书，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 增长质量/财务数据的验证

使用“现金流间接法”、自由现金流、净营业周期来评估公司的经营质量。用现金流方法，可以评估公司对上下游的转嫁能力，也可以鉴定公司的利润表指标是否扎实。用净营业周期，可以分析公司运转的利弊在哪里。

表 5：评估嘉立创的现金流间接法，和自由现金流（单位：百万元）

	25Q1A	25Q2A	26Q1A	26Q2A
净利润	248.16	341.90	376.49	653.86
加：资产减值准备	23.41	2.55	25.45	17.23
信用减值损失	4.95	-2.72	3.75	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	84.49	91.05	104.68	116.14
无形资产摊销	4.51	4.52	4.69	5.25
使用权资产折旧	4.77	4.53	4.54	5.16
长期待摊费用摊销	4.20	4.72	8.26	8.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.67	1.61	0.19	-0.78
固定资产报废损失	0.07	0.05	0.03	1.86
公允价值变动损失	-9.30	-1.24	-10.02	-0.28
财务费用	3.99	4.01	3.76	3.54
投资损失	-4.72	-14.51	-7.50	-15.27
递延所得税资产减少	-3.14	0.05	-2.03	-4.52
递延所得税负债增加	-1.77	10.66	-2.34	13.64
			-	-
存货的减少	-20.54	-58.54	347.14	252.67
	-	-	-	-
经营性应收项目的减少	131.56	118.79	166.17	274.34
经营性应付项目的增加	107.93	140.83	471.48	490.12
间接法-经营活动产生的现金流量净额	**327.83**	**435.00**	**480.47**	**784.63**
经营活动产生的现金流量净额	327.83	435.00	480.47	784.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	372.68	248.39	420.83	415.52
（近似）自由现金流	-44.85	186.61	59.64	369.11

注：由于上市时间较短，所以单季度现金流口径仅仅披露了以上季度

资料来源：ifind, wind,申万宏源研究

一方面，公司的经营现金净流入超过净利润，对上游的转嫁是关键（经营性应付项目增加），大部分季度的自由现金流也较为可观。另一方面，公司的净营业周期为负数，这是一个优质的互联网（或软件或软硬一体化公司）的运营效率。

大多数电子、通信、机械公司的收入利润或许可观，但净营业周期超过 100 甚至 200 天。从纯财务投资的角度，经营质量与嘉立创有较大差距。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：嘉立创的运营周期堪比优质的互联网、软件或软硬一体化公司（单位：天）

营运能力	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026H1A
营业周期(天)		40.85	51.66	50.47	43.28	44.59	49.53
存货周转天数(天)		34.40	40.55	40.60	34.77	36.74	41.61
应收账款及应收票据周转天数(天)	1.43	10.14	16.70	13.91	12.53	17.87	21.96
应收账款周转率(公布值)	428.72	52.04	30.12	33.47	37.91	41.10	
应付账款周转天数(天)	66.76	51.12	60.48	62.91	63.68	60.29	54.83
应付账款及应付票据周转天数(天)	55.69	78.07	85.89	87.83	88.77	91.38	87.44
净营业周期(天)		-10.27	-8.82	-12.44	-20.40	-15.70	-5.30
净营业周期(含应收应付票据)(天)	-27.38	-33.53	-28.64	-33.31	-41.48	-36.77	-23.87

注：由于对于运营能力，应收周转天数、存货周转天数、营业周期、净营业周期越短越好，此处用红色表示数值小

资料来源：Wind,申万宏源研究

还有一个更利于广为传颂的指标：2025 年公司的净现比为 146%（即经营现金净流入 19.04 亿元除以归母净利润 13.06 亿元，2023-2024 年也是类似高水平），这非常直观的反映了公司的增长质量。

2.历史指引未来，体现长期主义

2.1 三阶段后，指引未来

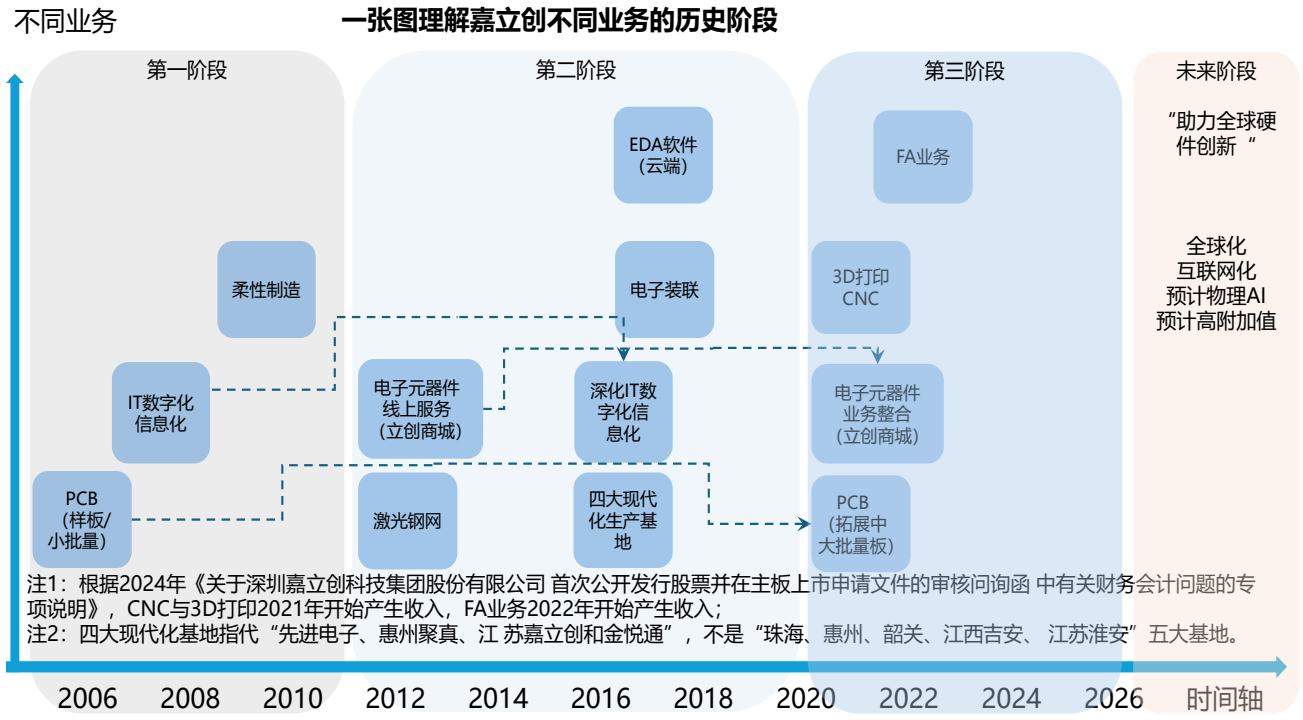
在 2024 年版招股说明书、2026 年最新招股说明书，都阐明历史沿革的三大发展阶段。

第一阶段，2006-2011 年，公司自我表述为“底层架构+一体化能力”，我们还看到了“中台化”思考。2006 年起，公司从事 PCB 样板、小批量板制造业务，并在早期扩张（或为线下地推）意识到信息化及数字化建设的意义，于是拓展线上。公司持续加大 IT 建设、数字化投入，并注重底层架构搭建，积累柔性制造服务经验。

这些约 20 年前的发展与思考，在后续大量复用，促成当前商业模式优势。如果采用互联网术语，可以定义为“中台化思考”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：一张图理解嘉立创不同业务的历史阶段



注 1：根据 2024 年专项说明公告，CNC 与 3D 打印 2021 年开始产生收入，FA 业务 2022 年开始产生收入；

注 2：四大现代化基地指代“先进电子、惠州聚真、江苏嘉立创和金悦通”，不是“珠海、惠州、韶关、江西吉安、 江苏淮安”五大基地。

资料来源：嘉立创招股说明书，嘉立创 2024 年专项说明公告，申万宏源研究

第二阶段，2012-2020 年，公司自我表述为“完善一体化布局+补充产能+深化数字化改革”，我们看到了利用客户粘性上下游拓展的思路。2012 年开始，拓展了激光钢网、立创商城（现货 电子元器件交易网站）。尤为可贵的是，海内外先后上线 EDA 软件，并布局电子装联服务（基于 PCB、电子元器件的增值业务）。四大现代化生产基地、贯彻数字化建设战略也可圈可点。

值得注意的，2012-2020 年，也是国内互联网、 “互联网+ “、云计算如火如荼的年代，公司布局契合时代大背景。此外，**第一阶段的线下增加线上、第二阶段的上线 EDA 软件，均为形成客户粘性后，持续满足客户新需求、增值业务需求。**具体如：

1) 客户的小样 PCB 研发需要线下，但标准化需求和量价沟通呼唤线上；

2) 客户研发需要 PCB，且元器件与 PCB 是 Cross-sell 关系；元器件、PCB 与电子装联再次是 cross-sell 关系；

3) 客户研发的前道环节是 PCB 设计，但原有软件往往既非国产，又非云化。有余力的公司可以发展云化/线上 PCB EDA 软件业务。若有现代的 PCB EDA，不仅满足客户需求，也利于明确后续的 PCB/PCBA 细节指标。

第三阶段，2021 年至今，公司自我表述为“确立电子产业一体化+布局机械一体化”，我们看到了硬科技赛道拓展。2021 年开始，整合中大批量 PCB 制造业务（即 PCB 服务的

下载日志已记录，仅供内部参考

高端化）、整合电子元器件业务。公司还进一步布局“客户同源、服务同质”的机械产业板块，陆续培育出 3D 打印、CNC 制造、FA 机械零部件商城等业务。

至此，基于公司表述的“客户同源、服务同质”，可以推测：横向电子、机械，到通信、汽车、机器人、量子等行业或赛道，均有可能；纵向的生产、制造、互联网服务、工业软件，均符合逻辑。

指引未来：尽管公司在招股说明书、2026 年半年报尚未大量篇幅论述未来，但投资者可以根据历史沿革来推测：

1)全球化。这是利用登陆资本市场杠杆优势的红利；

2)继续互联网化。上市后企业品牌往往增强，更利于互联网营销；

3)**延续第三阶段的思路，增加软件附加值，涵盖客户硬件创新的品类。**在公司披露的研发计划和知识产权中，投资者可窥得端倪。

2.2 管理决策体现长期主义，体现 Alpha

嘉立创的商业模式更加类似一个电商、互联网或软件公司，其经营策略并非完全关注需求、景气度与大客户，而会考量市占率与话语权。定价策略反映管理决策，会体现 Alpha。

证据之一是 2022 年公司的降价让利策略。根据 2024 年专项说明公告，"受公共卫生事件反复和电子产业需求增长放缓的影响……同时铜价的回落使公司材料成本有所降低，公司综合考虑生产和市场因素，策略性下调产品售价，导致 2022 年毛利率同比下滑"。

在上游原材料降价，需求偶然低迷时，较多公司会选择维持价格，提高毛利率以抵消需求量的平淡。但嘉立创这种策略性降价，会增加客户黏性、给同行压力、提高市占率。

数据验证，体现公司的“长期主义”。值得注意的是：2022 年 PCB 业务单位成本只降了 1.04%（材料-13.35%被直接人工 19.03%增长、制造费用+20.6%增长抵消），售价却降了 8.25%，即嘉立创的毛利率主动让出 5-7 百分点。该让利发生在需求收缩期，效果是公司 PCB 销量基本平稳，而同期金百泽收入-10.4%、迅捷兴-21.2%。**由于 PCB 对其他业务的协同与导流关系（当年电子元器件、PCBA 收入分别同比增长 19%/111%），公司当年收入增长 7%，同行收入降幅明显且主要为 PCB，这意味着公司提高了市占率。**

证据之二是 2023H2 的元器件业务。根据 2024 年首轮问询回复公告，2023H1 全行业需求低迷时（云汉芯城收入同比-42.9%、电子网-61.1%、行业均值-52.0%），公司收入同比仅降 21.3%，且毛利率反而从 17.28%升至 18.44%。即价格随行就市，但成本管控和现货库存优势让它具备韧性，在下行期用相对价格优势获得客户粘性，提高市占率。

这种管理决策的背后，大概率是成本曲线优势。智能拼板算法（日均数万订单组合生产、板材利用率优势）、自动化审单/CAM（人工成本远低于传统厂）、订单密度带来的规模摊薄。例如，2022 年 PCB 毛利率 23.44%时（如前文叙述，主动地让利策略）仍有约 9%的净利率空间。此外，招股书同时披露"产能相对不足，不得不放弃一些潜在订单"，说明它

下载日志已记录，仅供内部参考

并不需要用低价抢单，让利策略更多是下行期增加客户粘性、增加市占率的选择，会促成竞争力 Alpha。

3.衡量未来成长的多种尺度

有经验的投资者了解：经营质量与增长，往往存在某种平衡与折中。此前篇幅论述质量，本章节论述未来成长。产能、硬件创新、ARPU 值，各自给投资者提供了估算的思路。

3.1 纵向软件化，横向全球化

在 2026 半年报中，系统性绘制了高附加值的软件业务布局。其官网首页，也列举了软件介绍，包括：1）工业软件部分的 EDA/CAM/DFM/云 ERP/ICAN/ECAD/机械大师等；2）工程师社区部分的“EDA 扩展广场”；3）“更多服务”部分的 3D 查看器/开放平台。

图 4：嘉立创 2026 半年报披露的软件增值业务



资料来源：嘉立创招股说明书，嘉立创 2026 半年报，申万宏源研究

图 5：嘉立创官网链接的“机械大师”，包含较多软件系列工具



资料来源：嘉立创官网，申万宏源研究

公司的核心技术/研发特色/研发计划，也可窥知后续的软件提升计划。

1）招股说明书的“核心技术”部分，涵盖 EDA/PCB/电子元器件/电子装联。其中：”**一种基于 AST 的网表数据存储结构设计和生成方法“、“基于 3D 电路仿真的数字孪生技术”、“ PCB 智能拼板系统”、”大数据精益备补货系统“、“PCBA 工程文件自动化处理技术”等，都展现了软件能力。**这些技术对应的专利/软件著作权，招股说明书同样披露。

2）公司披露了研发进程中的项目，均与软件有关。**例如 PCBA 工程文件自动化处理技术、高多层线路板 CAM 软件研发及智能化应用项目、云端机械 CAM 智能编排系统、高性能轻量化三维渲染 SaaS 平台、Forface 3D 零件搜索等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

根据这些披露，投资者会认为其是一个软硬一体化的工业软件企业，而淡化 PCB 痕迹。

纵向软件化，横向全球化。全球化布局也决定了后续关于公司 TAM 金额的上限。

首先，在 2024 年首轮问询回复公告的问题 10 中，披露了全球化的注册地址与收货地址匹配性、订单情况、获客成本、推广费等，较为详尽。

其次，海外业务分布较为均匀，增速与毛利率俱佳。2026H1 海外业务收入超过 15 亿元，同比增长 64%，收入占比已达 21%。**难能可贵的是，2026H1 披露海外毛利率 34.4%，比境内业务高近 10 个百分点。**

图 6：嘉立创海外业务收入占比和海外业务收入增速（单位：%）



资料来源：嘉立创招股说明书，ifind，申万宏源研究

下面将用数种方法，计算嘉立创未来的空间。其离不开“纵向软件化、横向全球化”。

3.2 空间一：短期产能决定的增长

本次 IPO 募集资金 42 亿元，投入 5 个项目，表中 T 为建设起点。

可以得到，募集项目对应的收入增量约为每年 53 亿元。

表 7：中短期产能将新增 53 亿收入（单位：亿元，%）

募投项目	投资额(亿)	达产新增收入(亿)	达产新增净利(亿)	释放节奏	IRR
高多层 PCB 产线（淮安涟水）	12	23.23	4.08	T3:25%→T4:50%→T5:100%	15.65%
PCBA 智能产线（韶关+珠海）	11.5	14.52	2.43	T3:50%→T4:80%→T5:100%	21.73%
智能电子元器件中心（珠海）	7.4	11.51	0.65	T3:25%→T4:60%→T5:100%	12.38%

下载日志已记录，仅供内部参考

机械产业链产线（韶关）	6.3	3.98	0.87	T3:40%→T4:80%→T5:100%	14.20%
研发中心及信息化	4.8	—	—	12 个月	—
合计	42	53.24	8.03	—	—

注：依据为募投项目概况与披露的各项目效益分析

资料来源：嘉立创招股说明书，申万宏源研究

3.3 空间二：未来硬件创新的赋能者

基于以下基础数据，来计算未来的空间（TAM）：

1）根据 Prismark 预测，到 2030 年，全球 PCB 行业产值将达到 1,233.48 亿美元左右，2025 年至 2030 年复合增长率约为 7.7%。小批量板和样板的产值规模占比分别为 10%-15%和 5%，因此样板/小批量板 42.58/85.15-127.73 亿美元（招股说明书有论述）。

2)根据 The Business Research Company 数据，全球通用电子元器件 2024 年 4,823.57 亿美元，2025-2030 CAGR 约 7.95%，2030 年预计 7,668.80 亿美元(招股说明书有论述)；在电子元器件领域里，不足整体电子产品制造商总数 1%的超级客户主要直接向原厂采购，采购金额为总体市场份额的 44%左右，而 其余 99%以上的制造商主要通过分销商渠道采购约 56%的市场份额（同样，招股说明书有论述）。

3）根据 New Venture Research 的报告显示，2016 至 2021 年，全球 EMS 行业市场规模从 3,292 亿美元增长至 6,827 亿美元，预计 2026 年全球 EMS 市场规模有望达到 9,465 亿美元， 2021-2026 年复合增长率约为 6.75%（招股说明书有论述）。若按照 7%CAGR 外推至 2030 年，达到 12,395 亿美元。

4）根据 Wohlers Associates《Wohlers Report 2022》，2025 年全球 3D 打印市场规模约 298 亿美元（据 WR2026，2025 年实际约 242 亿美元），2031 年预计 853 亿美元（未直接提供 2030 年预测值）。3D 打印样品/小批量占比较高，因增材制造天然服务于原型/小批量场景。

5）根据 Research and Markets， 2025 年全球 CNC 机械市场规模约 938 亿美元，2030 年预计约 1,339 亿美元。

表 8：分类计算公司未来市场空间（单位:亿美元，亿元，%）

PCB 细分	2025 年全球(亿美元)	2030E 全球(亿美元)	2030E 折人民币(亿)	占比
样板	42.58	61.67	413	5%
小批量板	85.15-127.73	123.35-185.02	826-1240	10-15%
样板+小批量合计	127.73-170.31	185.02-246.69	**1239-1653**	15-20%
电子元器件	**2025 年全球(亿美元)**	**2030E 全球(亿美元)**	**2030E 折人民币(亿)**	**占比**

下载日志已记录，仅供内部参考

全球通用电子元器件市场规模	4,823.57	7,668.80	51,381	
其中：分销渠道（56%）	2,701.20	4,294.53	28,773	
其中：样品/小批量分销	135.06-216.10	214.73-343.56	**1439-2302**	5-8%
PCBA/EMS	**2026 年全球(亿美元)**	**2030E 全球(亿美元)**	**2030E 折人民币(亿)**	
全球 EMS 市场规模	9,465	12,395	83,047	
其中：样品/小批量 EMS	283.95-473.25	371.85-619.75	**2491-4152**	3%-5%
机械零部件	**2025 年全球(亿美元)**	**30/31E 全球(亿美元)**	**30/31E 折人民币(亿)**	**样品/小批量占比**
3D 打印（增材制造）	298	853	5715	
其中：样品/小批量占比	8.94-14.9	25.6-42.7	171-286	3%-5%
CNC 数控机床	938	1339	8971	
其中：样品/小批量占比	9.38	13.39	90	1%
FA 工厂自动化零部件	暂不计入	暂不计入	暂不计入	
合计	—	—	**261-376**	—

注：用美元兑人民币汇率 6.7 计算；

资料来源：招股说明书，Prismark，The Business Research，New Venture Research，《Wohlers Report 2022》,Research and Markets,申万宏源研究

这样可以得到，未来嘉立创的 TAM 或为 5400-8500 亿元，明细如下。其中，全球化是实现以下测算的基础。2025、2026H1 年公司海外收入高速增长，契合趋势。

表 9：合计得到嘉立创未来的 TAM（单位：亿元，%）

板块	2030E 全球 TAM(亿人民币)	占比	主要数据来源
PCB 样板+小批量	1239-1653	约 20%-25%	Prismark
电子元器件样品/小批量分销	1439-2302	约 30%	The Business Research Company
PCBA/EMS 样品+小批量	2491-4152	约 50%	New Venture Research
机械零部件样品/小批量	261-376	约 5%，未来增长	Wohlers Associates / Research and Markets
全球硬件创新服务市场 TAM 合计	**约 5400-8500 亿元**	**100%**	**—**

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 空间三：基于 ARPU 值评估

既然嘉立创的未来是国际化、软件化（或互联网化、电商化），这家公司销售的并非"电子产品里的电路板"，而是"研发过程的一次打样/试产"。可以采用用户数与 ARPU 值的思路，来计算收入：

收入 ≈ 工程师数量 × 人均在研项目数 × 项目迭代速度 × 单次打样价值 × 公司份额

一方面，根据公司披露，可以得到公司的用户数、ARPU 值明细表。特别值得注意的是，计算 ARPU 值，需要考虑年末比年初付费用户数有增长，因此要计算加权 ARPU。

表 10：采用用户数、ARPU 值口径评估嘉立创（单位：个，元，%）

用户指标	2023	2024	2025	真实披露源
注册用户数（万个）	548.71	711.89	959.16	招股说明书
期末付费用户数（万个）	84.29	100.42	135.73	二轮问询回复公告
累计处理订单数（万笔）	1,439.85	1,764.34	2,108.18	招股说明书
加权 ARPU（元/ 人/ 年）	**8023**	**8328**	**8368**	主营收入除以年初年末平均付费用户数
ARPU（元/人/ 年）	7728	7659	7279	主营收入除以年末付费用户数
PCB 付费用户（万个）	65.38	78.23	100.4	二轮问询回复公告
PCBA 付费用户（万个）	11.52	14.28	16.83	二轮问询回复公告
多层板渗透率	15.99%	17.25%	16.82%	二轮问询回复公告
外销收入占比	16.43%	18.34%	20.70%	招股说明书

资料来源：招股说明书，2026 年二轮问询回复公告，申万宏源研究

另一方面，投资者可以估算全球研发创新人员人数。2025 年，根据科技部部长阴和俊《建设科技强国，支撑高质量发展》，我国研发创新人员人数大约 795 万人[2]，2023 年其大约 724 万人[3]。而根据下表格，可以假设我国硬件创新人才占全球 20%-30%，得到全球硬件创新人数 2500-3200 万人。

以上数据还可以这样校验：根据 UNESCO《Higher Education Global Trends Report 2025》，全球高等教育在校生总数 2.69 亿人，STEM 类专业比例约 30%。而预计硬件相关工程人才约占 STEM30%，且硬件研发人员绝大部分是受过相关高等教育的，同样对应全球两三千万人（STEM 覆盖 Science/Technology/Engineering/Mathematics、IT 五大门类）。

[2] 建设科技强国 支撑高质量发展——访科技部党组书记、部长阴和俊，人民日报，2026/7/6
[3] 七十五载长歌奋进 赓续前行再奏华章—新中国 75 年经济社会发展成就系列报告之一，国家统计局官网，2024/9/9

下载日志已记录，仅供内部参考

表 11：计算得到全球潜在研发用户人数，保守取值为 2500-3200 万人

参考数据	中国占全球比重	来源	中国占比含义
中国人口	约 17%-18%	联合国人口数据（约 14.1 亿/约 81 亿）	绝对下界：中国研发人员规模世界第一，硬件创新人群集中度必然高于人口占比
高被引科学家	19.7%	科技部（2025 年，1,406 人次，世界第二）	人才类指标：中国高端科研人才全球占比已近两成
制造业增加值	约 30%（2025 年）	世界银行/国家统计局；工信部国新办发布会（2025 年 9 月）	上界：硬件设计与制造供应链高度绑定，中国制造业全球占比约 30%构成硬件创新人群集中度的合理上限

中国研发人数 A ÷ 中国占比 B	B = 30%	B = 25%	B = 20%
A = 795 万人年（2025 年）	**2,650**	**3,180**	3,975
A = 724 万人年（2023 年）	**2,413**	**2,896**	3,620

注 1：人口数据可参考联合国《2024 年世界人口展望》

注 2：高被引科学家占比，来源为科技部/中央人民政府官网《我国科技创新成果丰硕 为高质量发展注入强劲动能》，转引自 Clarivate《Highly Cited Researchers 2025》

注 3：制造业增加值占全球约 30%，来源为工信部官网《李乐成出席“高质量完成‘十四五’规划”主题新闻发布会 介绍“十四五”时期大力推进新型工业化，巩固壮大实体经济根基有关情况》，2025/9/9

资料来源：中央人民政府官网，工信部官网，申万宏源研究

于是可以得到公司基于 ARPU 值方法得到的 TAM。其中：

1）ARPU 值，基于当前年初年末加权值方法。远期达到 15000 元并不激进，因为考虑了海外客户的“购买力平价”问题，即国内外价差；

2）付费用户数，基于上文计算的 2500-3200 万人，基于不同渗透率分别估算。

3）其中 ARPU 值 12000 元、全球用户数 1600 万人，对应 1920 亿元 TAM，可以作为中远期目标。

表 12：用 ARPU 值方法得到公司的 TAM（单位：元，亿元）

付费用户规模情景（率）	ARPU 8,368 元	ARPU 12,000 元	ARPU 15,000 元
	2025 加权口径 · 价不动	中枢上移 +43%（原模型档）	全球化兑现 +79%
① 现状：135.73 万付费 2025 年末披露	当前主营 98.8 亿	162.9 亿	203.6 亿
② 付费化率起步提升：500 万池 2500 万 × 20%	418.4 亿	600.0 亿	750.0 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

③ 付费化率大幅提升：960 万池 3,200 万 × 30%；近似为存量注册 959.16 万 × 100% 全转付费（注册数披露）	**803.3 亿**	**1,152.0 亿**	1,440.0 亿
④ 全球化扩散：1,600 万池 3,200 万 × 50%	**1,338.9 亿**	**1,920.0 亿**	2,400.0 亿
⑤ 全面付费化（极值参考）：3,200 万池	2,677.8 亿	3,840.0 亿	4,800.0 亿

资料来源：嘉立创招股说明书，申万宏源研究

4.估值与风险

4.1 逐项拆解主要项目

公司收入大类包括 PCB、电子元器件、PCBA、其他类型业务、其他业务。根据 2026H1 半年报，“其他类型业务”包括 3D 打印、CNC、FA 等。“其他业务”应为非主营业务，每年数亿元。

根据前文分析：

1）我们预计 PCB 2026-2028 年收入同比增速 34%/28%/25%，毛利率为 27.0%/26.5%/25.0%。我们较为保守的预测毛利率缓慢下降，公司的长期主义并不追求中短期较激进的提价策略。

2）我们预计电子元器件 2026-2028 年收入同比增速 63%/33%/27%，毛利率为 21.0%/23.0%/23.0%，26H1 其收入同比增速 69%已经是重要支撑。毛利率缓慢上升也契合 2023-2025 年的毛利率趋势。

3）我们预计 PCBA 2026-2028 年收入同比增速 48%/42%/35%，毛利率为 38.0%/39.0%/39.0%，介于 2023-2025 年毛利率区间。

4）通过分别预测 3D 打印/CNC/FA/其他主营产品增速并合并，得到其他类型业务 2026-2028 年收入同比增速 77%/50%/50%，毛利率为 8.0%/8.0%/8.0%。其收入增速与 26H1 趋势一致，我们提供的毛利率预测较为保守。

5）同时提供其他业务（非主营业务）的 2026-2028 年预测。

再将三费分解为薪酬和非薪酬，分别预测。我们还仔细评估和预测了 CAPEX、各种周转率、各种减值情况。**这样得到 2026-2028 年，收入为 151.99/203.05/262.59 亿元，归属于母公司所有者净利润为 19.20/29.60/38.46 亿元。**

合并损益表详见文末财务摘要。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：逐项拆解和预测嘉立创收入诸业务（单位：百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	3,277	5,955	6,387	6,726	7,969	10,232	15199	20305	26259
		82%	*7%*	*5%*	*18%*	*28%*	*49%*	*34%*	*29%*
PCB 销售收入	1,696	2,920	2,600	2,927	3,361	3,884	5196	6651	8314
YoY		*72%*	*-11%*	*13%*	*15%*	*16%*	34%	28%	25%
毛利率	43.6%	29.0%	23.4%	28.7%	30.1%	28.1%	27.0%	26.5%	25.0%
其中：样板小批量	1,371	1,982	1,837	2,177	2,541	2,935			
其中：中大批量	325	938	762	750	820	949			
电子元器件销售收入	1,380	2,612	3,099	2,645	2,822	3,651	5948	7911	10047
YoY		*89%*	*19%*	*-15%*	*7%*	*29%*	63%	33%	27%
毛利率	15.9%	18.0%	17.3%	17.4%	18.8%	20.0%	21.0%	23.0%	23.0%
PCBA 销售收入	113	204	431	769	1,195	1,789	2651	3765	5082
YoY		*81%*	*111%*	*78%*	*55%*	*50%*	48%	42%	35%
毛利率	45.9%	33.3%	34.1%	39.9%	38.1%	38.6%	38.0%	39.0%	39.0%
其他类型业务	48	64	94	173	313	556	982	1473	2209
YoY		*33%*	*47%*	*84%*	*81%*	*78%*	77%	50%	50%
毛利率	24.1%	30.1%	18.7%	15.5%	15.7%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
3D 打印		34	50	70	100	162	246	357	536
YoY		--	*47%*	*40%*	*43%*	*62%*	52%	45%	50%
CNC 制造		15	20	50	90	164	344	517	775
YoY		--	*33%*	*150%*	*80%*	*82%*	110%	50%	50%
FA		15	20	50	70	107	231	358	537
YoY		--	*33%*	*150%*	*40%*	*53%*	116%	55%	50%
其他主营产品		--	4	3	53	123	160	241	361
YoY			*21400%*	*-28%*	*1619%*	*133%*	30%	50%	50%
其他业务销售收入	40	155	163	212	278	351	422	506	607
YoY		*289%*	*5%*	*30%*	*31%*	*26%*	20%	20%	20%

资料来源：ifind,嘉立创招股说明书，嘉立创 2026H1 半年报，申万宏源研究

4.2 估值

与第一章同行比较类似，我们选择：1）招股说明书提供的对标公司（兴森科技、金百泽、四会富仕、强达电路、迅捷兴等）；2）尽管商业模式有较大区别，但同属于著名 PCB 公司的沪电股份、深南电路、鹏鼎控股、胜宏科技等；3）EDA 领军公司。**由于嘉立创的业务包括 PCB 一体化服务与 EDA 为代表的工业软件，应在以上三类以外很难寻找到更贴合的参考公司。**

这些公司的 2026/2027 年平均 P/E 倍数为 134/72。其中：对标公司/PCB 领军/EDA 领军的 2026 平均 P/E 倍数为 85/39/445，2027 平均 P/E 倍数为 53/24/219 倍。

我们选择 50X2027P/E 作为嘉立创的估值目标，对应 1480 亿元。下面补充说明三点估值的理由：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）**对于招股说明书提供的对标公司、EDA 公司，估值有差异。**其中一个原因是，中小市值公司的交易并不充分，往往 P/E 偏高。即使业绩低于预期，交易也不充分有效。另一个原因是，部分公司处于轻资产/新型商业模式赛道，拥有赛道溢价。这两者都容易造成：经营不平稳/中小市值的公司，即使利润微薄，P/E 倍数较高。而经营平稳/中大市值公司，在表格中即 PCB 领军，往往 P/E 倍数不高。

我们选择的 P/E 目标介于两者之间，且嘉立创尚属于中等市值。“纵向软件化、横向全球化”和分散客户模式，都是 PCB 领军不具备的商业模式优势，因此嘉立创应当享有估值优势。

2）PB 的比较。PCB 领军主要依靠机器生产，评估 PB 估值倍数较为公允。**若选择沪电股份、深南电路当前的 13XP/B 作为目标（从 7.4X 提高到 13X），也将对应约 1660 亿市值目标。**

换一个视角理解上述 P/E 与 P/B 的选择。参考可比公司，给予 50 倍 P/E 倍数。但恰恰 PCB 两大领军沪电股份、深南电路的 2027 年 P/E 低于 30 倍(但市值超过 2000 亿元)，为何两者有区别？主要是因为其是大客户模式（区别于嘉立创），达到规模优势后，可以依赖机器的生产杠杆。因此，可以使用制造业的 P/B 估值倍数来评估。假如两者能找到下一个较大空间的赛道并坚定投入（类似嘉立创登陆资本市场之后的规划），其利润会打折，规模优势不会如此明显，P/E 倍数会提高。

3）稀缺性。上述公司，除了嘉立创之外，每一家对照公司都能找到“明确的上市公司竞争对手”，例如华大九天对照概伦电子，沪电股份对照深南电路等，但嘉立创的商业模式下，真正的直接对手不明确。所以还应当考虑稀缺性因素。

目标市值离当前有较大空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值表（单位：利润百万元，市值亿元）

		市值	市净率	市盈率		利润	
		2026/9/7	PB-LF	2026PE	2027PE	2026E	2027E
002436	兴森科技	625	11.1	141	77	444	807
301041	金百泽	33	--	--	--	--	--
300852	四会富仕	85	--	--	--	--	--
301628	强达电路	84	7.0	49	40	170	213
688655	迅捷兴	67	10.0	65	42	103	161
002463	沪电股份	2360	**13.1**	38	24	6247	9840
002916	深南电路	2486	**13.8**	44	30	5712	8304
002938	鹏鼎控股	2086	6.1	40	27	5278	7763
603228	景旺电子	1061	7.6	47	26	2262	4149
300476	胜宏科技	2243	6.1	25	15	8908	15236
688206	概伦电子	212	5.0	582	226	37	94
301269	华大九天	511	9.6	308	211	166	242
	平均数		**8.9**	**134**	**72**		
001232	嘉立创	933	**7.4**	**49**	**32**	1920	2960

下载日志已记录，仅供内部参考

注 1：其他公司采用 wind 一致预期，嘉立创尚未有足够多市场预测，此处采用我们的利润预测；
注 2：金百泽、四会富仕等无 wind 一致预期的 2026-2027 年利润；
资料来源：Wind, ifind,申万宏源研究

4.3 风险

汇率波动的风险。公司外销收入主要使用美元、欧元等外币进行结算。受到宏观经济、地缘政治等多重因素影响，人民币兑外币的汇率呈现显著波动。

贸易摩擦相关风险。若未来贸易国或者地区的贸易摩擦加剧，公司可能无法及时进口部分受限的电子元器件，又或者因下游领域的市场需求受贸易摩擦影响导致需求下降，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

原材料价格波动风险。PCB 业务主要原材料包括覆铜板、铜球等，采购价格受相关大宗金属价格波动影响明显；电子元器件业务需采购各类主动元器件、被动元器件及电子模块等， 受行业需求、原厂产能变化等因素的影响，采购价格亦会存在较大波动。

研发相关风险。公司所处的产业互联网领域对高水平的研发技术人才争夺激烈，如果公司不能持续根据市场变化匹配具备竞争力的薪酬及健全人才培养机制，公司会面临核心研发技术人员流失 的风险，对公司生产经营带来负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

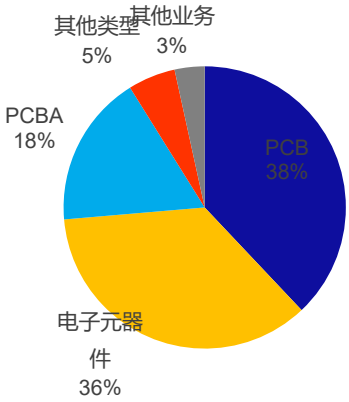
财务摘要

合并损益表

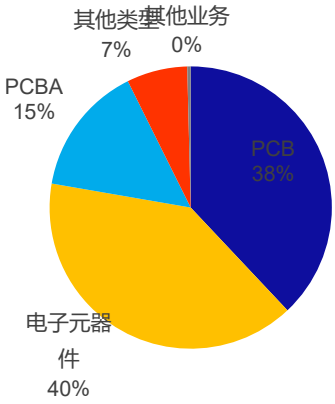
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,969	10,232	15,199	20,305	26,259
营业收入	7,969	10,232	15,199	20,305	26,259
PCB	3,361	3,884	5,196	6,651	8,314
电子元器件	2,822	3,651	5,948	7,911	10,047
PCBA	1,195	1,789	2,651	3,765	5,082
其他类型	313	556	982	1,473	2,209
其他业务	278	351	422	506	607
营业总成本	6,768	8,734	12,830	16,966	22,025
营业成本	5,671	7,353	11,082	14,682	19,165
PCB	2,348	2,793	3,793	4,889	6,236
电子元器件	2,291	2,923	4,699	6,091	7,736
PCBA	740	1,098	1,644	2,296	3,100
其他类型	264	511	904	1,355	2,032
其他业务	28	29	42	51	61
税金及附加	57	68	101	135	175
销售费用	339	461	615	817	1,013
管理费用	333	418	553	721	880
研发费用	317	345	471	609	768
财务费用	53	88	8	3	25
其他收益	60	36	20	120	190
投资收益	54	49	20	90	90
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	10	0	0	0
信用减值损失	-13	-4	-19	-31	-37
资产减值损失	-89	-55	-123	-128	-122
资产处置收益	-4	-1	-1	-1	-1
营业利润	1,221	1,533	2,265	3,390	4,355
营业外收支	-1	9	1	-1	4
利润总额	1,220	1,542	2,266	3,389	4,359
所得税	166	236	347	429	512
净利润	1,054	1,306	1,920	2,960	3,846
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,054	1,306	1,920	2,960	3,846

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

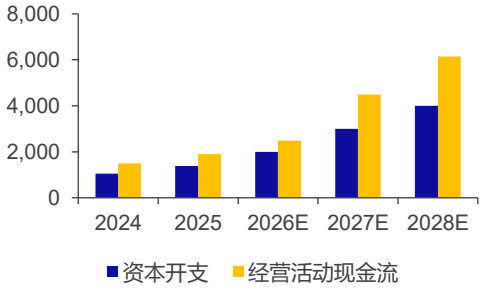


合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,054	1,306	1,920	2,960	3,846
加：折旧摊销减值	432	479	829	1,146	1,545
财务费用	17	16	8	3	25
非经营损失	-63	-56	-19	-89	-89
营运资本变动	25	88	-88	667	984
其它	48	76	-165	-200	-166
经营活动现金流	1,499	1,904	2,485	4,486	6,145
资本开支	1,046	1,387	2,000	3,000	4,000
其它投资现金流	-372	-769	-895	-825	-825
投资活动现金流	-1,418	-2,156	-2,895	-3,825	-4,825
吸收投资	0	0	4,693	0	0
负债净变化	-10	0	45	50	300
支付股利、利息	0	0	8	3	25
其它融资现金流	44	95	0	0	0
融资活动现金流	34	95	4,730	47	275
净现金流	115	-158	4,320	708	1,596

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流(百万元)



下载日志已记录，仅供内部参考

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,972	6,285	12,667	15,035	18,225
现金及等价物	3,621	4,255	9,489	11,111	13,621
应收款项	426	806	1,300	1,694	1,698
存货净额	590	911	1,527	1,829	2,506
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	334	313	350	400	400
长期投资	90	103	103	103	103
固定资产	2,869	3,693	5,010	7,019	9,634
无形资产及其他资产	688	920	920	920	920
资产总计	8,618	11,001	18,700	23,078	28,882
流动负债	2,399	3,391	4,477	5,895	7,853
短期借款	100	105	150	200	500
应付款项	1,928	2,758	3,799	5,167	6,825
其它流动负债	372	528	528	528	528
非流动负债	409	431	431	431	431
负债合计	2,809	3,822	4,908	6,326	8,284
股本	500	500	556	556	556
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,771	2,823	7,460	7,460	7,460
其他综合收益	30	41	41	41	41
盈余公积	130	220	353	558	823
未分配利润	2,379	3,595	5,382	8,137	11,718
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	5,810	7,179	13,792	16,751	20,598
负债和股东权益合计	8,618	11,001	18,700	23,078	28,882

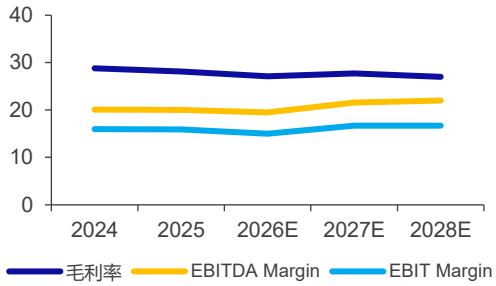
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

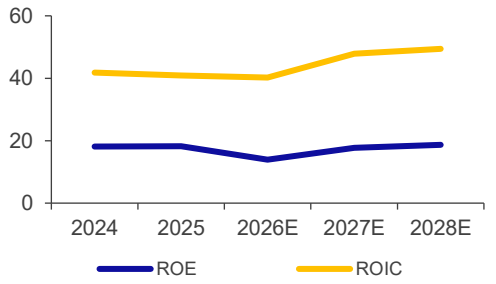
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	1.90	2.35	3.46	5.33	6.92
每股经营现金流	2.70	3.43	4.47	8.07	11.06
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	10.46	12.92	24.82	30.15	37.08
关键运营指标(%)					
ROIC	41.9	40.9	40.2	47.8	49.4
ROE	18.1	18.2	13.9	17.7	18.7
毛利率	28.8	28.1	27.1	27.7	27.0
EBITDA Margin	20.1	20.0	19.5	21.6	22.0
EBIT Margin	16.0	15.9	15.0	16.7	16.7
营业总收入同比增长	18.5	28.4	48.6	33.6	29.3
归母净利润同比增长	43.7	23.9	47.0	54.2	30.0
资产负债率	32.6	34.7	26.2	27.4	28.7
净资产周转率	1.37	1.43	1.10	1.21	1.27
总资产周转率	0.92	0.93	0.81	0.88	0.91
有效税率	14.3	15.8	15.4	13.0	12.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	88.5	71.4	48.6	31.5	24.3
P/B	16.1	13.0	6.8	5.6	4.5
EV/Sale	11.8	9.2	6.2	4.6	3.6
EV/EBITDA	58.6	45.8	31.7	21.5	16.3
股本	500	500	556	556	556

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

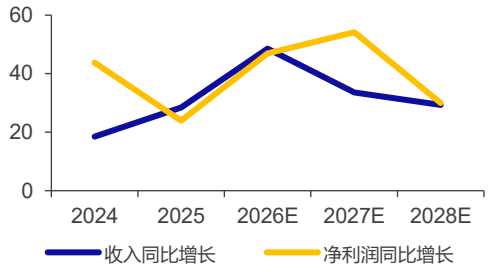
经营利润率(%)



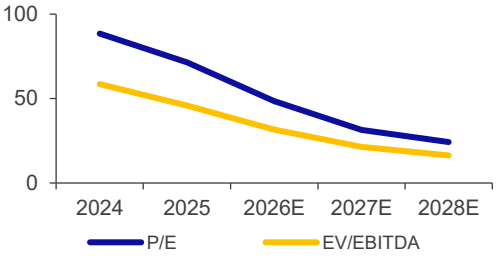
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。