仅供内部参考，请勿外传！

嘉立创（001232.SZ）

2026 年 09 月 10 日

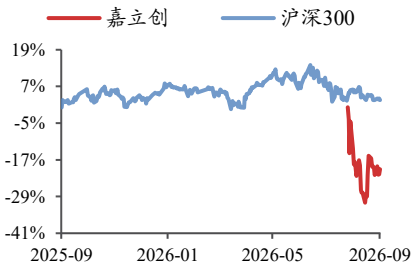
稀缺的电子及机械产业一站式服务商，AI 时代催生供需两旺

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/9/10
当前股价(元)	165.89
一年最高最低(元)	234.50/139.50
总市值(亿元)	921.62
流通市值(亿元)	73.33
总股本(亿股)	5.56
流通股本(亿股)	0.44
近 3 个月换手率(%)	600.87

股价走势图



数据来源：聚源

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

陈蓉芳（分析师）
chenrongfang@kysec.cn
证书编号：S0790524120002

● **国内稀缺软硬件一体化电子研发制造龙头，首次覆盖给予“买入”评级**
公司是国内领先的电子及机械产业一站式基础设施服务商，以软件入口连接制造资源，构建起独有的电子及机械产业链一站式服务，国内单客户价值提升、海外市场扩容、新兴机械业务放量三大增长曲线清晰，长期成长动能充足。我们预计 2026-2028 年归母净利润为 22.59/36.71/58.89 亿元，对应 EPS 为 4.07/6.61/10.60 元，当前股价对应 PE 为 40.8/25.1/15.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **竞争优势：打造电子产业基础设施平台，三大方向构筑公司独有商业模式**
嘉立创的核心竞争力并非来自单一制造工艺，而在于数字化海量长尾订单处理效率、柔性制造体系下能快速承接“小批量、多样化、快交付”研发制造需求与大规模研发用户需求积累三大优势之间形成的协同。在此优势下，公司形成以“软件入口+数字化平台+产业链服务”三大方向为主的商业模式，具有较强稀缺性：**方向一：**以设计制造工业软件切入硬件研发前端，通过免费软件服务连接广大工程师用户，为后续制造服务转化提供需求的流量入口。**方向二：**以 PCB 制造为核心入口，持续向电子元器件供应、PCBA 电子装联等环节延伸。**方向三：**公司依托数字化制造平台和客户资源积累，进一步布局 CNC 加工、3D 打印等机械加工服务，拓展硬件制造服务边界，形成多条收入增长新曲线。

● **从行业看公司：硬件研发制造格局分散，平台化能力塑造差异化竞争地位**
传统 PCB 厂商大多聚焦单一制造环节，部分产业互联网平台虽已向 PCBA、元器件采购、CNC、3D 打印等业务延伸，但在自主 EDA 入口、电子元器件供应链、自建柔性制造能力或多品类协同等方面仍存在不同程度的能力缺口；相比之下，嘉立创已形成覆盖 EDA/CAM、PCB、电子元器件、PCBA 以及 3D 打印、CNC、FA 机械零部件等环节的完整业务体系，并在多个核心业务上形成规模化收入贡献，体现出较高的一站式平台完善度和差异化竞争地位。

● **未来看点：受益 AI 初创浪潮，国内单客户价值提升+海外市场扩容双轮驱动**
行业方面，AI 正在同时降低硬件设计门槛并加快产品迭代节奏，有望持续扩大硬件研发用户池及实物验证需求，催生多人次、多轮打样需求。**公司方面，**随着用户对平台使用深度提升，不同业务之间的交叉采购已开始体现。2026H1，公司 PCBA 付费用户渗透率由 2025 年中期的 16.83%提升至 18.60%，并带动 PCB 收入增长近 3 亿元；机械产业链—电子元器件渗透率亦由 11.27%提升至 12.47%。与此同时，公司正不断深化全球化布局，推进首个海外生产基地落地，积极生产链路较短、设备依赖较低的 3D 打印和 CNC 等机械类业务。

● **风险提示：**下游需求波动、市场竞争加剧、新业务拓展及全球化进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,969	10,232	15,800	24,718	38,813
YOY(%)	18.5	28.4	54.4	56.4	57.0
归母净利润(百万元)	1,054	1,306	2,259	3,671	5,889
YOY(%)	43.7	23.9	72.9	62.5	60.4
毛利率(%)	28.8	28.1	28.9	29.7	30.3
净利率(%)	13.2	12.8	14.3	14.9	15.2
ROE(%)	18.1	18.2	23.9	28.5	31.5
EPS(摊薄/元)	1.90	2.35	4.07	6.61	10.60
P/E(倍)	87.4	70.6	40.8	25.1	15.7
P/B(倍)	15.9	12.8	9.8	7.2	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

目 录

1、 硬件研发制造服务平台，业务链条完善、工程师生态持续扩大 4
1.1、 业务生态持续完善，数字化制造模式驱动公司成长 4
1.2、 股权架构：创始团队具备深厚产业背景，长期共同控制公司发展 5
1.3、 财务分析：PCB 及电子元器件业务稳健增长，PCBA 快速放量打开成长空间 6
2、 打造电子产业基础设施平台，三大方向构筑公司独有商业模式 9
2.1、 公司核心竞争力：数字化、柔性制造与工程师生态共同构筑护城河 10
2.1.1、 数字化系统壁垒：提升海量长尾订单处理效率 10
2.1.2、 柔性制造壁垒：承接“小批量、多样化、快交付”研发制造需求 10
2.1.3、 工程师生态与一站式协同壁垒：用户沉淀与多业务转化相互强化 12
2.2、 软件入口连接制造资源，构建电子及机械产业链一站式服务 13
2.2.1、 方向一：以设计制造工业软件切入硬件研发前端，构建客户流量入口 14
2.2.2、 方向二：提供电子产业链一站式服务，围绕硬件制造全流程拓展服务边界 14
2.2.3、 方向三：机械产业链一站式服务拓展硬件制造边界，满足多元化加工需求 16
3、 从行业看公司：硬件研发制造市场格局分散，平台化能力塑造差异化竞争地位 17
3.1、 PCB：样板及小批量市场空间可观，产业互联网模式形成差异化竞争 17
3.1.1、 市场规模：小批量及样板 PCB 市场空间可观，预计随整体 PCB 市场稳步扩容 17
3.1.2、 竞争格局：样板及小批量 PCB 竞争格局分散，嘉立创平台化优势突出 18
3.2、 电子元器件：长尾采购需求推动产业互联网模式发展，现货能力构筑差异化优势 19
3.2.1、 市场规模：电子元器件市场规模庞大，产品品类高度分散 19
3.2.2、 行业机遇：电子元器件分销由传统线下模式向产业互联网模式延伸 20
3.3、 PCBA：EMS 市场稳步增长，小批量市场更强调柔性制造能力 21
3.3.1、 市场规模：EMS 市场规模持续增长，样品及小批量需求具备发展空间 21
3.3.2、 竞争格局：样品及小批量 PCBA 格局较为分散，嘉立创规模化服务能力突出 21
4、 从行业变革和平台能力看嘉立创未来成长空间 22
4.1、 AI 降低硬件创新门槛，研发用户扩容与迭代频次提升有望扩大打样需求 22
4.2、 工程师生态持续沉淀，业务交叉渗透提升单客户价值 23
4.3、 海外服务网络持续完善，本地化生产布局有望进一步打开增长空间 24
4.4、 机械产业链加速延展，平台能力释放长期成长潜力 24
5、 盈利预测 25
5.1、 关键假设 25
5.2、 相对估值 27
6、 风险提示 27
附：财务预测摘要 28

图表目录

图 1： 嘉立创业务生态持续完善，机械产业链一站式服务开拓第二增长曲线 4
图 2： 嘉立创模式可有效覆盖初创企业长尾需求 5
图 3： 嘉立创股权结构较为集中，实际控制人长期保持稳定 6
图 4： 公司 2026Q2 业绩延续高增 7
图 5： 公司 2026Q2 归母净利润接近翻倍增长 7
图 6： PCBA 业务是主要增长引擎 7

仅供内部参考，请勿外传！

图 7： 公司各项业务毛利率稳定，PCBA 业务领跑盈利水平 7
图 8： 中国市场为基本盘，欧洲市场贡献海外收入主要增量 8
图 9： 线上渠道占据主导，数字化体系提升客户触达效率 8
图 10： 现金流质量持续改善 9
图 11： 营运效率整体保持稳定 9
图 12： 期间费用率整体稳定，销售费用率随业务拓展略有提升 9
图 13： 嘉立创线上 PCB 下单平台 10
图 14： 嘉立创线上 SMT 下单平台 10
图 15： 智能拼板+自动工程处理，将碎片订单转化为规模化生产 11
图 16： 数字化前置处理+智能拼单，提升小批量订单柔性制造效率 11
图 17： 工程师个人使用习惯持续迁移，构筑 To C 端用户黏性壁垒 12
图 18： 工程师生态与一站式服务相互强化，构筑长期用户壁垒 13
图 19： 从研发入口到制造交付，嘉立创构建数字化硬件制造服务平台 14
图 20： 嘉立创设计制造工业软件覆盖硬件研发关键环节，构建研发端入口 14
图 21： 嘉立创已量产 64 层高多层板，可应对复杂场景需求 15
图 22： 产品矩阵丰富，电子元器件现货库存 SKU 超 80 万，有效覆盖客需 15
图 23： 公司围绕硬件研发制造需求，进一步拓展机械产业链服务能力 16
图 24： 2022-2030 年中国 PCB 行业市场规模及预测情况 18
图 25： 2022-2030 年中国样板/小批量板行业市场规模及预测情况 18
图 26： 嘉立创处于独特平台化位置 19
图 27： 2022-2030 年世界电子元器件行业市场规模及预测情况 20
图 28： 2022-2030 年中国电子元器件行业市场规模及预测情况 20
图 29： 产业互联网模式能更好服务长尾需求 20
图 30： 全球电子制造服务（EMS）行业市场规模及预测 21
图 31： AI 驱动硬件研发主体扩容与实物验证需求提升 23
图 32： 业务交叉渗透率有望持续提升，单客户价值增长空间逐步打开 23
图 33： 嘉立创布局 180+国家，全球用户 950 万+ 24
图 34： 嘉立创机械产业服务边界仍有较大拓展空间 25

表 1： 嘉立创表面贴装技术（SMT）工艺能力 15
表 2： 主要硬件研发制造平台对比，嘉立创一站式服务能力较为完善 17
表 3： 样板、小批量行业的主要企业及 PCB 业务营收及毛利率 18
表 4： 主要元器件商城现货 SKU 数量 21
表 5： 主要 PCBA 厂商长尾订单承接及柔性制造能力 22
表 6： 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润增速分别为 72.95%/62.50%/60.41%（单位：亿元） 26
表 7： 公司作为行业龙头估值具备提升空间 27

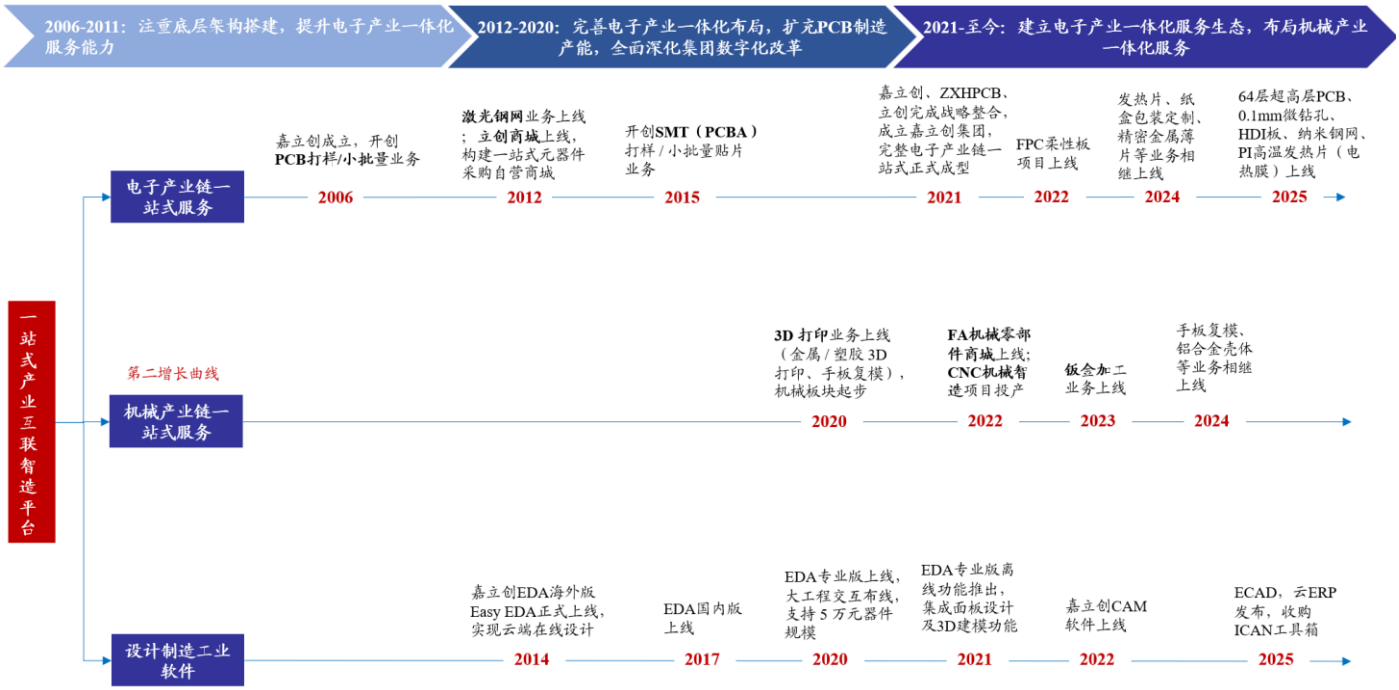
仅供内部参考，请勿外传！

1、 硬件研发制造服务平台，业务链条完善、工程师生态持续扩大

1.1、 业务生态持续完善，数字化制造模式驱动公司成长

公司深耕硬件研发制造领域，持续完善电子及机械产业链服务生态，客户基础与订单规模不断扩大。嘉立创成立于 2006 年，是国内领先的电子及机械产业一站式基础设施服务商，公司以 PCB 样板业务起家，围绕硬件研发及创新场景持续拓展业务边界，目前已形成覆盖 EDA/CAM 等工业软件、PCB 制造、电子元器件供应、PCBA 电子装联以及 3D 打印、CNC、FA 机械零部件等环节的一站式硬件研发制造服务体系。公司以工业软件连接工程师研发需求，通过自建线上平台承接订单，并依托五大自营现代化数字生产基地和智能电子元器件仓储基地完成制造交付，逐步构建从设计、采购到电子制造及机械加工的全链路服务能力，为全球工程师提供**“一个概念进、一个产品出”**的硬件创新服务。2026 年上半年，公司付费用户数达到 97.91 万个，处理订单 1163.94 万笔；EDA 注册用户数达到 736.88 万个，累计设计硬件项目 5593.49 万个，客户覆盖机器人、具身智能、AI 硬件、消费电子、工业控制、汽车电子、通信设备及航空航天等多个领域，并累计服务超过千所国内外高校和科研机构。

图1：嘉立创业务生态持续完善，机械产业链一站式服务开拓第二增长曲线



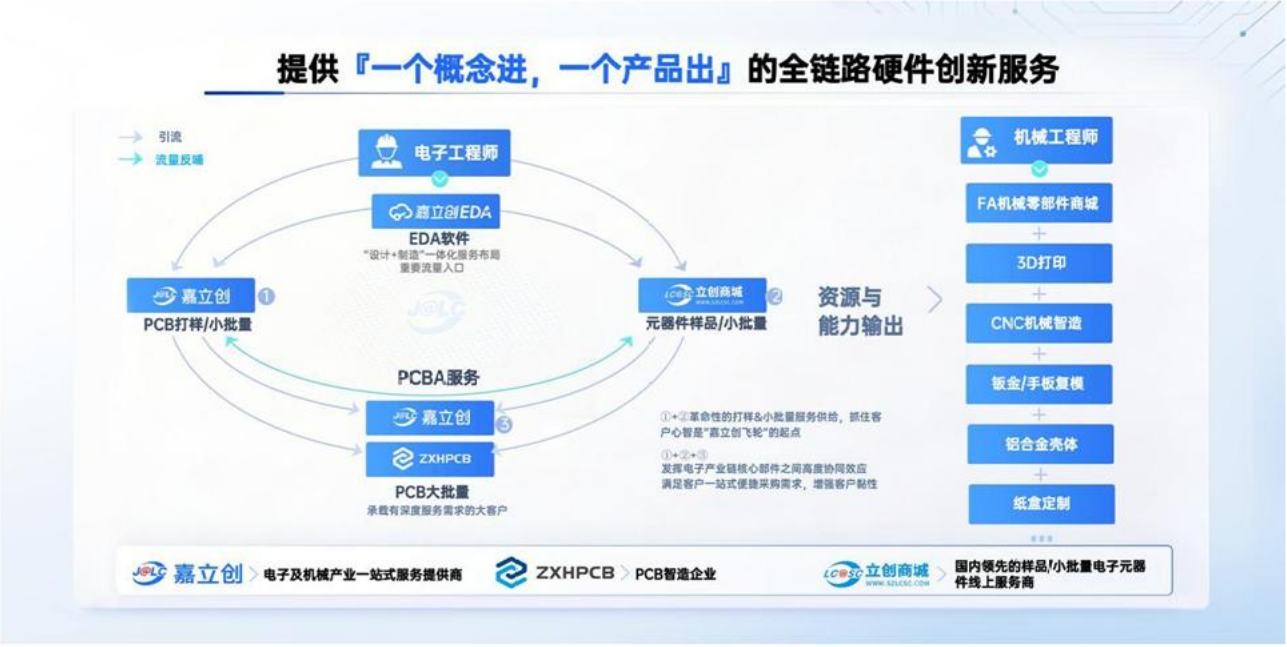
资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

AI 时代加速硬件创新主体扩容，小批量、多品种、快迭代需求有望持续增长。随着大模型、AI 辅助设计、开源硬件及模块化开发工具持续降低硬件研发门槛，创新主体正由大型企业和专业研发团队向初创公司、小型团队及独立开发者进一步扩散。相较于成熟产品的大批量生产，此类客户更强调早期验证和快速迭代，呈现**单次订单规模小、设计版本多、迭代频率高、交付要求快**等特征，有望持续带动 PCB 样板、小批量板、PCBA 及结构件打样需求增长。嘉立创通过线上平台汇聚分散的

仅供内部参考，请勿外传！

长尾订单，并依托数字化系统、智能拼板及柔性制造体系实现规模化处理，在降低小订单制造成本的同时提升交付效率，其商业模式与 AI 时代硬件研发需求日趋碎片化、快速化的趋势高度契合。

图2：嘉立创模式可有效覆盖初创企业长尾需求



资料来源：嘉立创 2026 中报

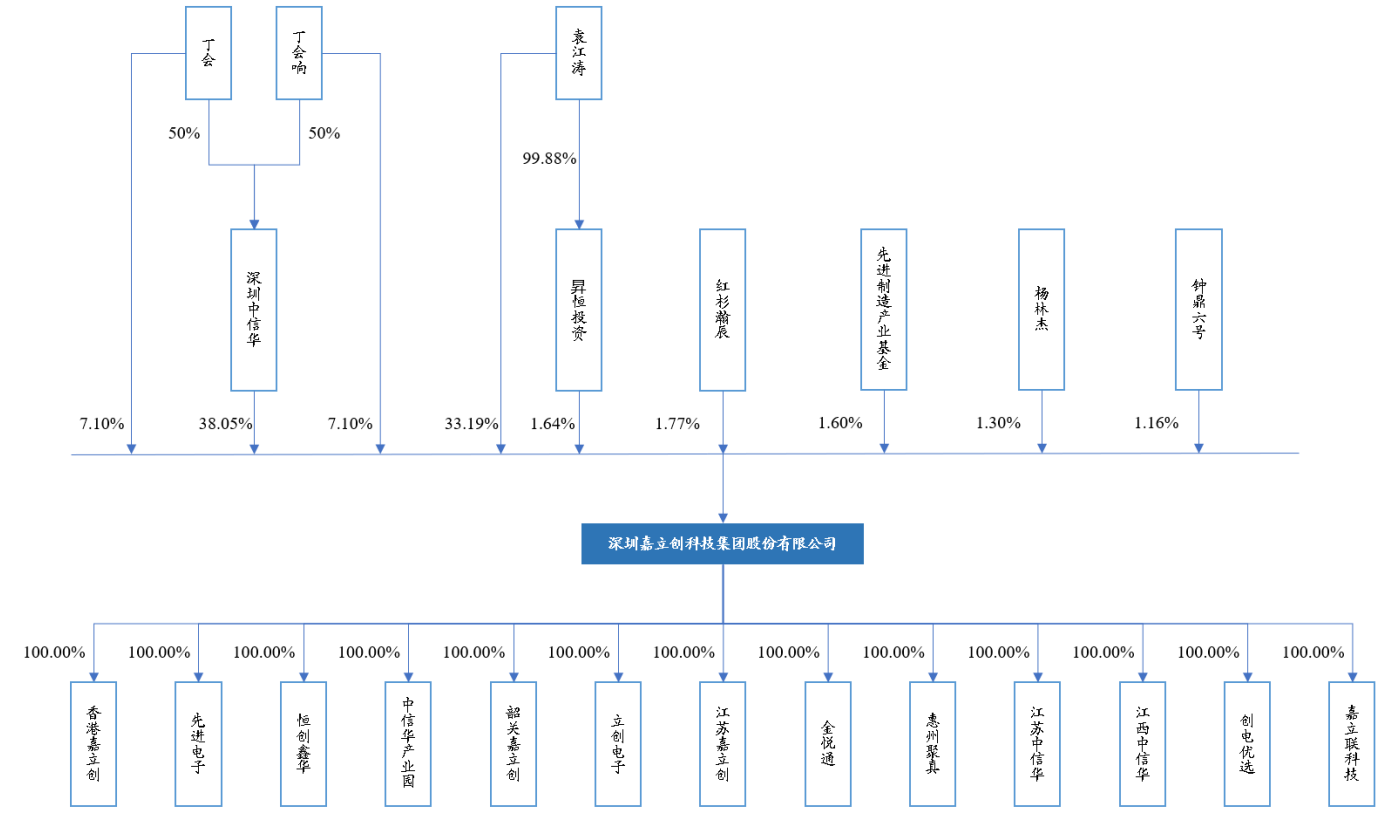
1.2、 股权架构：创始团队具备深厚产业背景，长期共同控制公司发展

创始团队通过直接持股、间接持股及员工持股平台等方式与公司形成长期利益绑定。截至招股说明书签署日，公司第一大股东深圳中信华、第二大股东袁江涛分别直接持有公司 38.05%、33.19%的股份，二者持股比例较为接近。根据实际控制人丁会、袁江涛、丁会响签署的共同控制协议，三方在公司重大事项决策中保持一致行动，共同控制公司。

创始团队成长于深圳华强北所代表的电子产业生态，对硬件研发及采购环节的长尾需求具有较深理解。丁会早期在深圳从事电子产品相关创业，袁江涛则具有电子设计工程师背景，并于 2006 年创办嘉立创、聚焦 PCB 样板及小批量需求。长期贴近电子工程师和初创硬件团队，使公司较早把握“小批量、多品种、快交付”的研发打样痛点。

仅供内部参考，请勿外传！

图3：嘉立创股权结构较为集中，实际控制人长期保持稳定



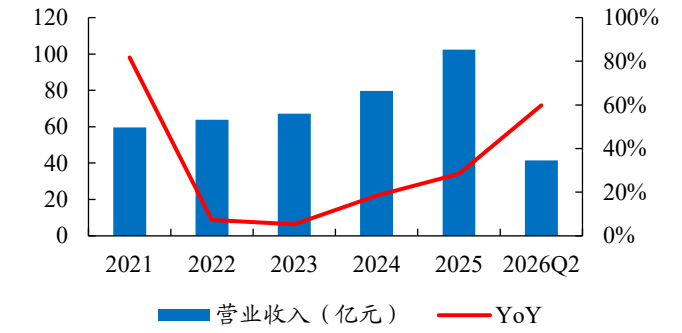
资料来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

1.3、 财务分析：PCB 及电子元器件业务稳健增长，PCBA 快速放量打开成长空间

2021 年以来公司收入规模持续扩张，2024 年以来增长动能明显增强，2Q25 业绩进一步提速。2021-2025 年，公司营业收入由 59.55 亿元增长至 102.32 亿元，复合增长率 14.5%；归母净利润由 6.59 亿元提升至 13.06 亿元。**分阶段看，**2021 年公司收入实现快速增长，主要受益于业务规模扩张以及 PCB、电子元器件等核心业务增长；2022-2023 年受电子产业链景气度变化影响，公司收入增速阶段性放缓，但整体经营仍保持增长。2024 年以来，随着 PCB、电子元器件业务稳步增长以及 PCBA 业务、机械产业链业务快速发展，公司收入增长重新提速，2025 年营业收入/归母净利润同比增长 28.40%/23.93%。**2026Q2 公司实现营业收入 41.44 亿元、归母净利润 6.54 亿元，同比分别增长 59.73%/91.24%，收入端延续高增长，利润增速显著快于收入，盈利弹性进一步释放。**

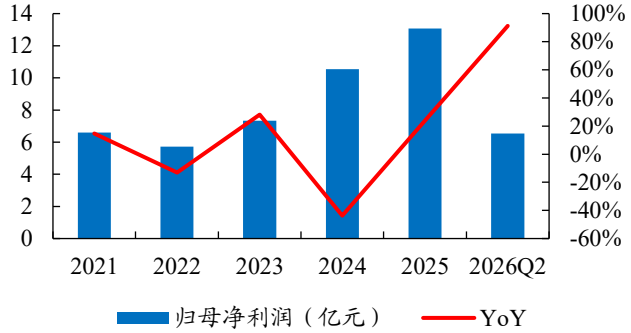
仅供内部参考，请勿外传！

图4：公司 2026Q2 业绩延续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

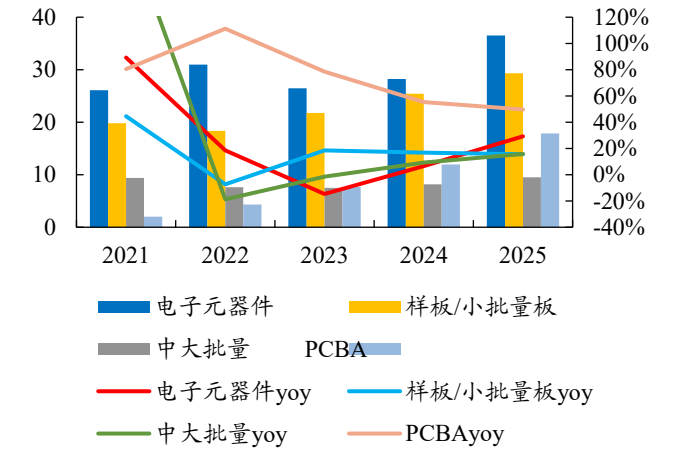
图5：公司 2026Q2 归母净利润接近翻倍增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

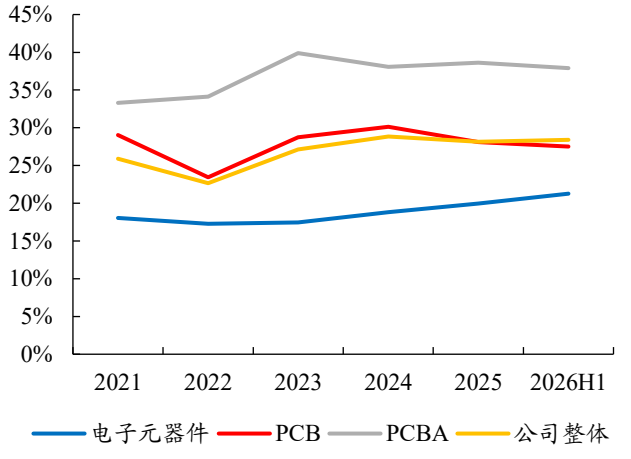
业务端看，PCB、电子元器件构成公司收入基本盘，PCBA 快速成长并成为重要增量来源。分业务看，PCB 仍为公司核心制造业务，其中样板/小批量板收入由 2021 年的 19.82 亿元增长至 2025 年的 29.35 亿元，2021-2025 年复合增长率 10.31%。电子元器件业务 2021-2025 年收入由 26.12 亿元增长至 36.51 亿元，复合增长率 8.73%，持续贡献较大收入规模。PCBA 业务增长最为突出，收入由 2021 年的 2.04 亿元快速提升至 2025 年的 17.89 亿元，2021-2025 年复合增长率 72.09%，随着公司由 PCB 制造向电子装联环节延伸，逐渐成为收入增长的重要驱动力。**机械产业链业务目前处于起步阶段，**2026H1，公司机械产业链业务中 3D 打印、CNC、FA 分别实现收入 1.12/1.38/0.92 亿元，同比增长分别为 65.33%/109.78%/125.18%。

图6：PCBA 业务是主要增长引擎



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司各项业务毛利率稳定，PCBA 业务领跑盈利水平



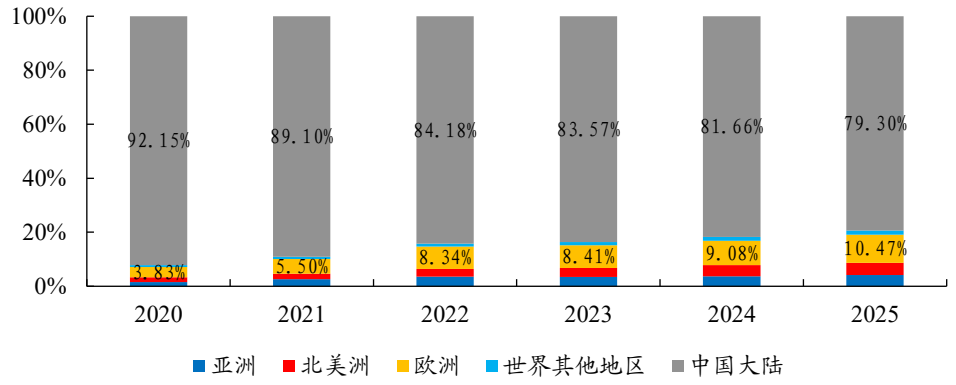
数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区看，中国大陆市场为公司业绩基本盘，海外市场保持较快增长。我们拆分来看：中国大陆市场长期贡献主要收入，2020-2025 年主营业务收入由 29.82 亿元增长至 78.35 亿元，复合增长率达到 21.3%，2025 年占主营业务收入比例约 79.3%，主要受益于国内电子制造产业链完善以及公司 PCB、电子元器件、PCBA 等核心业务持续发展。与此同时，海外市场保持高速增长，2020-2025 年主营业务收入由 2.55 亿元提升至 20.45 亿元，复合增长率达到 51.6%，收入占比由 2020 年的 7.9%提升至

仅供内部参考，请勿外传！

2025 年的 20.7%，逐步成为公司业务增长的重要来源。其中，**欧洲市场为海外业务核心区域**，2020-2025 年主营业务收入由 1.24 亿元增长至 10.34 亿元，复合增长率达到 52.8%，2025 年占海外主营业务收入比例约 50.6%。我们认为，公司海外市场快速增长主要受益于线上化服务模式具备跨区域复制能力，以及全球硬件研发制造需求持续释放。

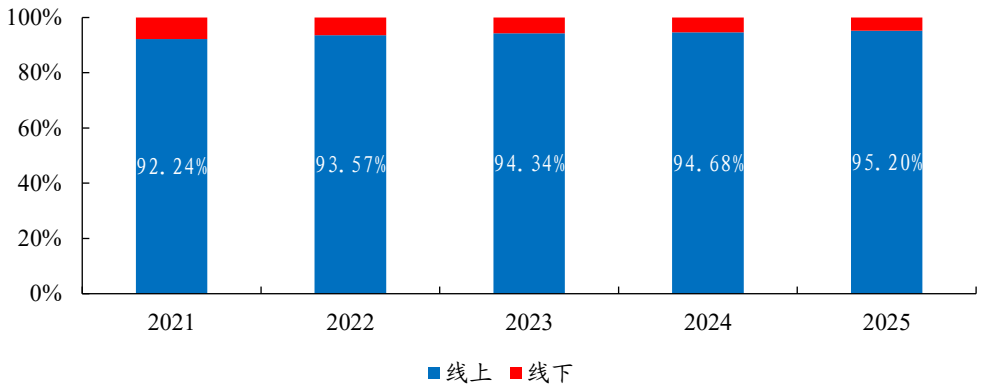
图8：中国市场为基本盘，欧洲市场贡献海外收入主要增量



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售模式以线上渠道为主，线下渠道作为补充，数字化销售体系构成连接客户与制造资源的重要入口。2021-2025 年公司线上销售收入由 53.49 亿元增长至 94.06 亿元，复合增长率达到 15.1%，2025 年线上收入占营业收入比例达到 95.2%。依托线上平台，公司实现客户需求获取、产品报价、订单提交及生产交付等环节的数字化管理，有效提升服务大量小批量、多品类研发制造需求的能力。线下渠道主要承担客户维护、项目沟通及特殊需求支持等补充功能，2021-2025 年，线下收入规模保持相对稳定，但仍作为公司服务重点客户和提升客户粘性的重要补充，与线上渠道形成协同。

图9：线上渠道占据主导，数字化体系提升客户触达效率



数据来源：Wind、开源证券研究所

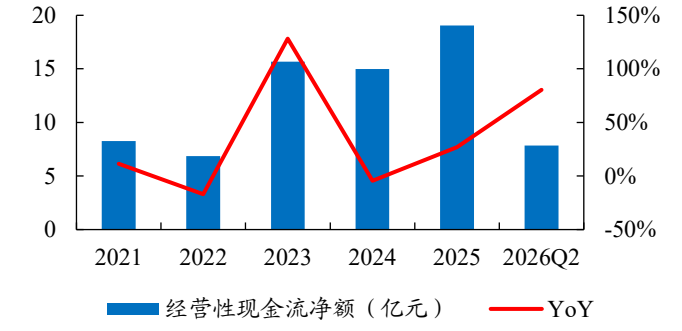
公司经营活动现金流整体保持良好，现金创造能力持续增强。2021-2025 年，公司经营性现金流净额由 8.27 亿元提升至 19.04 亿元，整体保持增长趋势。分阶段看，2022 年受业务规模扩张及营运资金变化影响，经营性现金流净额同比下降 16.98%至 6.87 亿元；2023 年随着经营规模扩大，经营性现金流净额大幅提升至 15.67 亿元，

仅供内部参考，请勿外传！

同比增长 128.18%;2026Q2 公司经营性现金流净额达到 7.85 亿元，同比增长 80.46%，延续较强现金回笼能力，经营现金流表现与业务增长保持较好匹配。

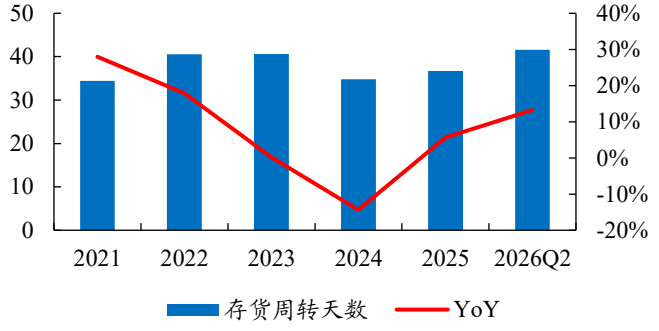
营运效率方面，公司存货周转天数较为稳定，供应链管理能力整体保持良好。2021-2025 年，公司存货周转天数由 34.40 天升至 36.74 天，期间虽有一定波动，但整体变化较为温和：2022-2023 年维持在 40 天左右，2024 年下降至 34.77 天，2025 年小幅回升至 36.74 天。2026Q2 公司存货周转天数为 41.61 天，同比增长 13.26%，较 2025 年有所上升，主要反映业务规模扩大及产品品类持续丰富背景下库存备货需求增加。

图10：现金流质量持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

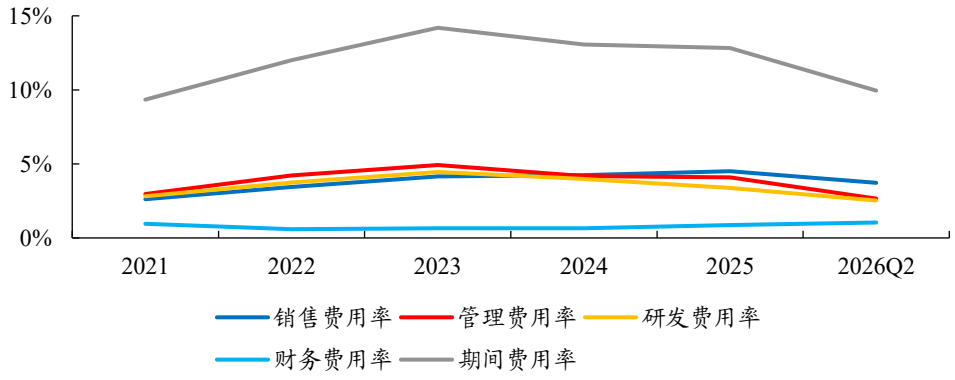
图11：营运效率整体保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用控制方面，公司期间费用率在 2023 年达到阶段高点后持续改善，2026Q2 规模效应进一步显现。2021-2025 年，公司期间费用率由 9.34%提升至 12.83%，其中 2023 年达到 14.20%的阶段高点，随后连续两年回落。2026Q2 期间费用率进一步降至 9.96%，较 2025 年下降 2.87pct。分项看，2026Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.73%/2.66%/2.53%/1.04%，其中管理及研发费用率较 2025 年明显下降。整体来看，随着收入规模快速增长，各项费用得到更充分摊薄，规模效应进一步释放。

图12：期间费用率整体稳定，销售费用率随业务拓展略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 打造电子产业基础设施平台，三大方向构筑公司独有商业模式

仅供内部参考，请勿外传！

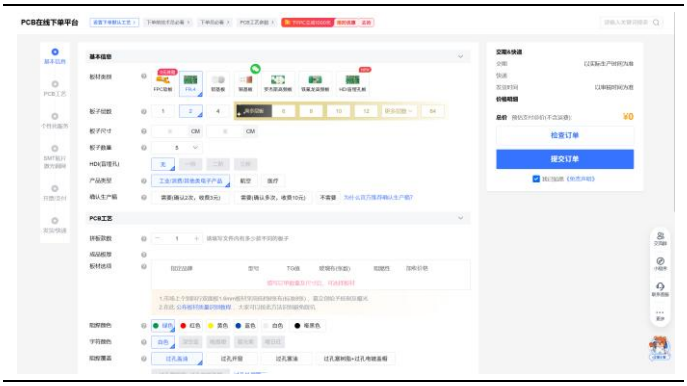
2.1、 公司核心竞争力：数字化、柔性制造与工程师生态共同构筑护城河

嘉立创的核心竞争力并非来自单一制造工艺，而在于数字化系统、柔性制造体系与大规模研发用户需求之间形成的协同。公司聚焦产品研发及硬件创新场景，以工业软件连接研发需求，以数字化技术赋能柔性制造，并通过产业互联网模式整合PCB、电子元器件、PCBA及机械加工等服务，形成覆盖软件、交易与制造环节的一体化服务体系。

2.1.1、 数字化系统壁垒：提升海量长尾订单处理效率

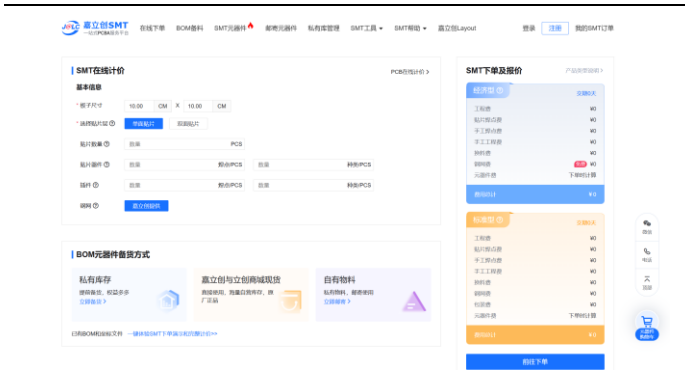
数字化系统是公司规模化承接长尾需求的核心基础。公司面向的PCB样板、小批量及其他研发制造订单具有分散度高、客单价低、交期敏感等特点，需要较高的订单处理效率。公司主要依托官方网站及下单助手实现线上销售，客户可在线完成工艺配置、实时计价、订单生成、支付、生产稿确认、生产及物流进度追踪等流程，实现交易环节高度线上化。

图13：嘉立创线上PCB下单平台



资料来源：嘉立创官网

图14：嘉立创线上SMT下单平台



资料来源：嘉立创官网

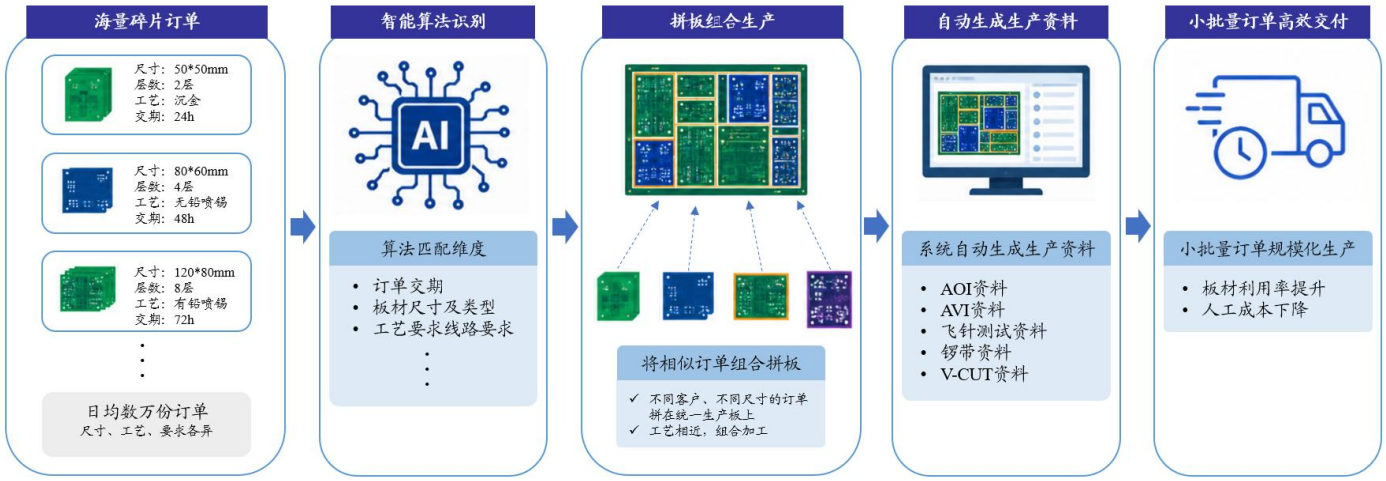
2.1.2、 柔性制造壁垒：承接“小批量、多样化、快交付”研发制造需求

公司柔性制造壁垒的核心在于将海量、小批量、多品类订单通过算法与数字化系统进行重组和标准化处理，再交由自动化生产体系完成高效交付。其中，PCB业务主要依靠智能拼板与自动工程处理技术提升板材利用率和工程效率；PCBA业务则通过智能拼单、生产资料自动生成及“基础库”备料模式降低订单切换和换料成本，两类技术路径共同支撑公司服务研发端碎片化订单的能力。

（1）PCB业务的柔性制造能力主要体现在智能拼板与生产资料自动生成。由于公司PCB订单高度分散，公司通过自主研发的智能拼板算法，根据订单交期、板材尺寸及类型、工艺要求、线路结构等因素，将相似度较高的订单进行组合生产。招股书披露，公司可完成日均数万份不同尺寸、要求各异的PCB订单拼板组合，平均订单面积小于1平方米，最快12小时即可完成出货。

仅供内部参考，请勿外传！

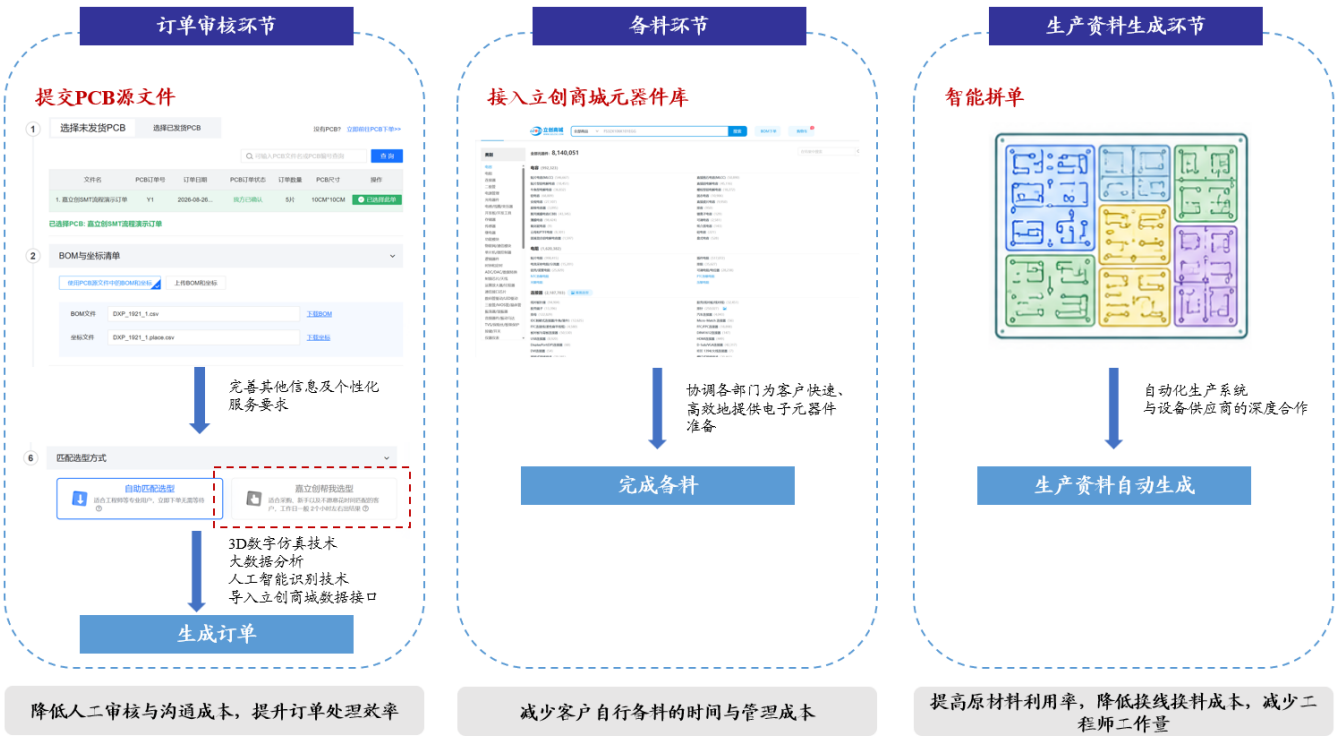
图15：智能拼板+自动工程处理，将碎片订单转化为规模化生产



资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

（2）**PCBA 业务通过数字化技术深度改造订单审核、备料及生产资料生成等前置环节，提升小批量、多样化、短交期订单的处理效率。**公司 PCBA 订单高度分散，传统依赖人工进行订单审核、工程文件处理及备料的方式难以快速响应长尾需求，因此公司通过数字化、信息化技术赋能生产前置环节，形成差异化的 PCBA 服务技术路径。**订单审核环节**，公司通过 3D 数字仿真、大数据分析及人工智能识别等技术提升元器件自动选型匹配能力；**备料环节**，公司依托电子元器件供应体系实现物料快速准备；**生产资料生成环节**，公司通过智能拼单与自动化系统提升生产组织效率。

图16：数字化前置处理+智能拼单，提升小批量订单柔性制造效率



仅供内部参考，请勿外传！

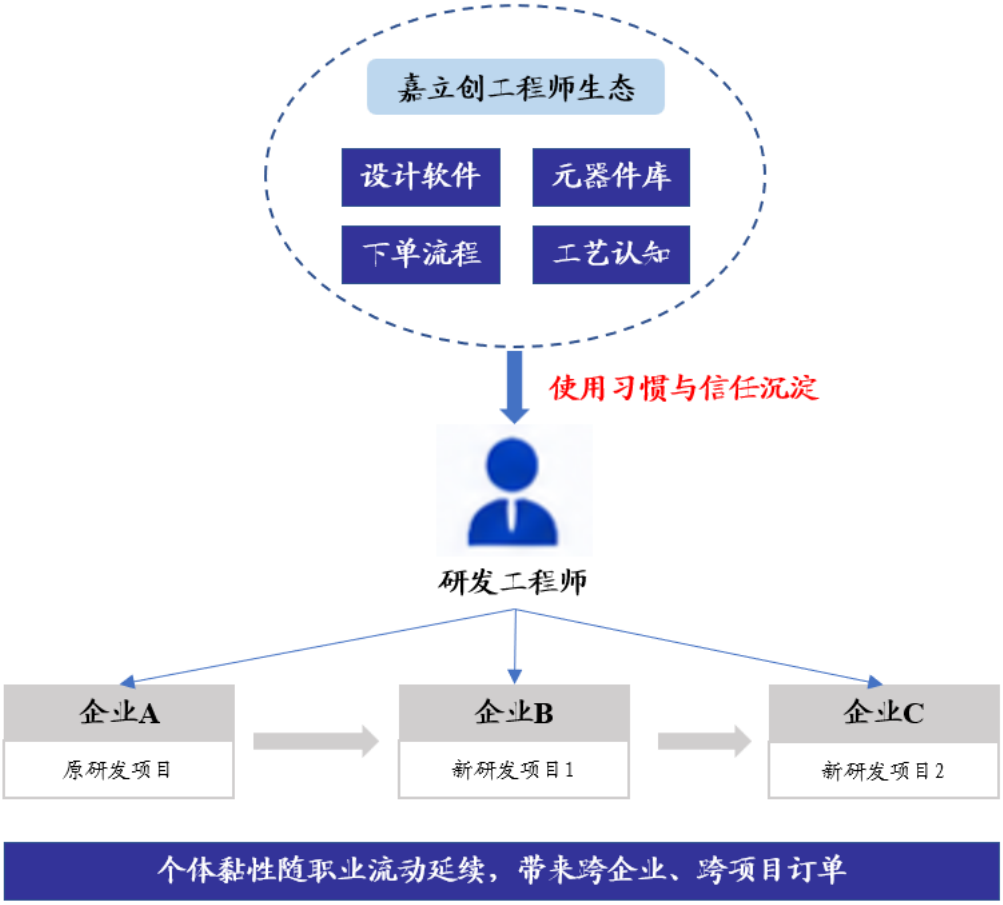
资料来源：嘉立创官网、立创商城、嘉立创招股书、开源证券研究所

2.1.3、 工程师生态与一站式协同壁垒：用户沉淀与多业务转化相互强化

公司通过设计制造工业软件、自助下单平台及产业链服务持续沉淀硬件研发用户，并围绕同一客户群体不断拓展服务深度。工程师用户在研发过程中天然存在多环节、连续性的需求，为公司多业务交叉转化提供基础。客户完成电路设计后，通常会进一步产生 PCB 制造、元器件采购及 PCBA 装联等需求，而公司通过一站式服务将原本分散于不同供应商的环节集中至同一平台。以 PCBA 业务为例，招股书披露，公司 PCBA 订单均来自 PCB 客户，客户在 PCB 订单基础上进一步上传 BOM 及坐标文件，即可完成元器件匹配并进入后续装联流程，体现 PCB 业务对 PCBA 业务较强的客户导流能力。

公司客户虽然以企业为结算主体，但实际需求发起者和平台使用者主要是企业内部的工程师及研发团队，用户关系因此能够沉淀至工程师个体。工程师在长期使用中逐步形成对公司设计软件、元器件库、下单流程及工艺标准的熟悉与信任，并积累相应的设计规范和操作习惯。即使工程师在不同企业之间流动，其使用习惯仍可随个人迁移，并在新的研发团队和项目中继续选择嘉立创，使公司用户关系突破单一企业边界，形成跨企业、跨项目延续的工程师生态壁垒。

图17：工程师个人使用习惯持续迁移，构筑 To C 端用户黏性壁垒

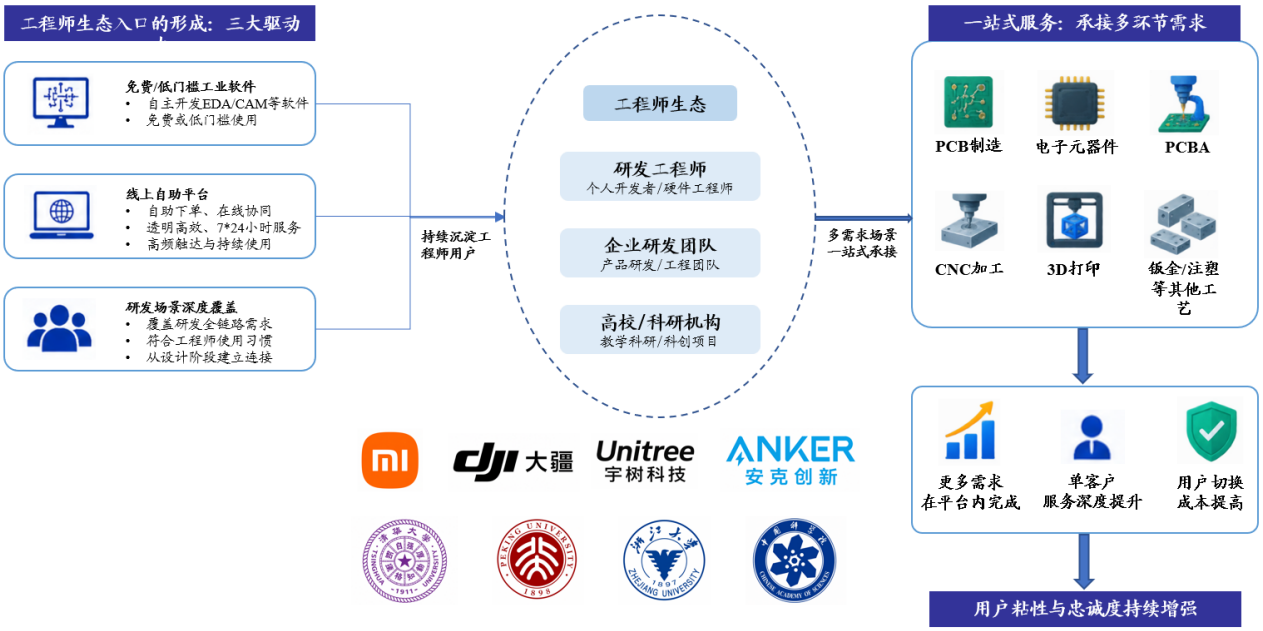


资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

基于持续沉淀的工程师用户，公司进一步将服务范围由电子产业链拓展至机械产业链，持续提升单客户价值。硬件研发通常同时涉及电路设计、电子制造、结构验证及机械加工，公司拓展 3D 打印、CNC、钣金及注塑等业务，能够围绕原有客户承接更多研发需求。一方面，多项业务共享同一工程师用户群体，有效降低新业务获客成本；另一方面，服务范围扩大进一步提高客户使用频次和切换成本，推动工程师生态与一站式服务相互强化。

图18：工程师生态与一站式服务相互强化，构筑长期用户壁垒



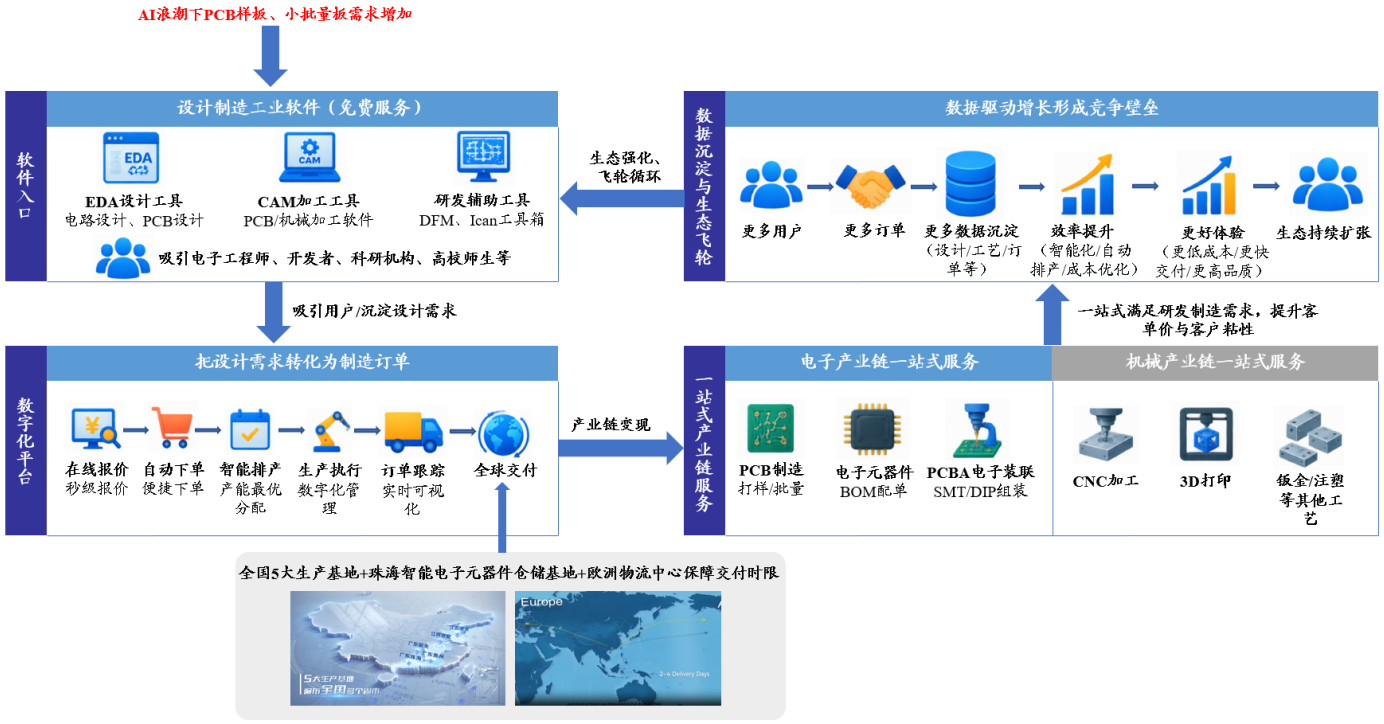
资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

2.2、 软件入口连接制造资源，构建电子及机械产业链一站式服务

整体模式看，公司围绕硬件研发制造全流程需求，形成以“软件入口+数字化平台+产业链服务”三大方向为主的商业模式，具有较强稀缺性。公司以设计制造工业软件连接研发端用户需求，通过线上数字化平台承接订单，并依托电子产业链一站式服务和机械产业链一站式服务能力，为客户提供覆盖设计、采购、制造及加工环节的综合解决方案，实现从研发需求获取到制造服务交付的业务闭环。

仅供内部参考，请勿外传！

图19：从研发入口到制造交付，嘉立创构建数字化硬件制造服务平台

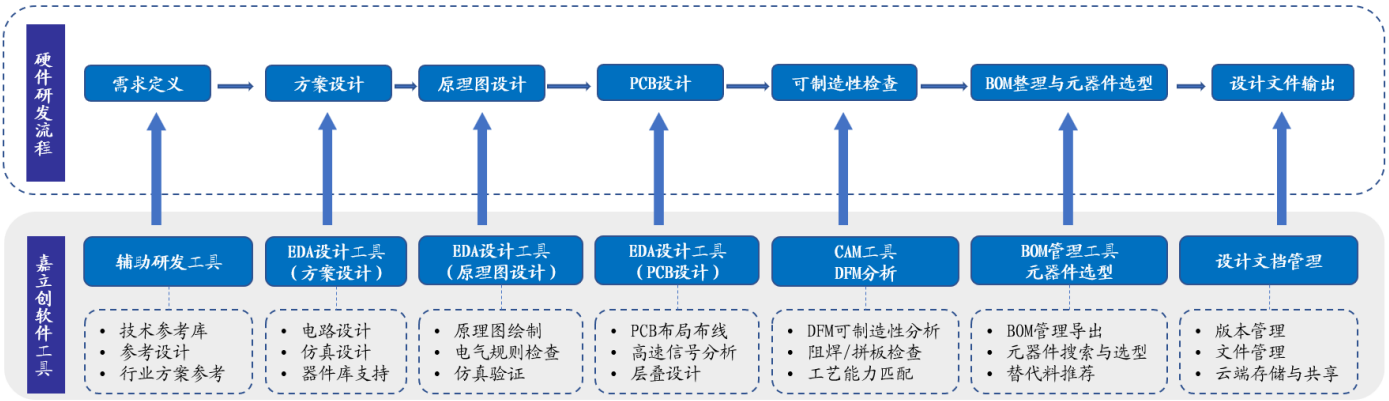


资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

2.2.1、 方向一：以设计制造工业软件切入硬件研发前端，构建客户流量入口

公司以设计制造工业软件切入硬件研发前端，通过免费软件服务连接广大工程师用户，为后续制造服务转化提供需求入口。围绕电子产品研发流程，公司提供EDA/CAM 等设计制造相关工具，以及 BOM 管理、DFM 分析等研发辅助功能，覆盖从产品设计、可制造性分析到生产准备等环节，帮助客户提升硬件研发效率。

图20：嘉立创设计制造工业软件覆盖硬件研发关键环节，构建研发端入口



资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

2.2.2、 方向二：提供电子产业链一站式服务，围绕硬件制造全流程拓展服务边界

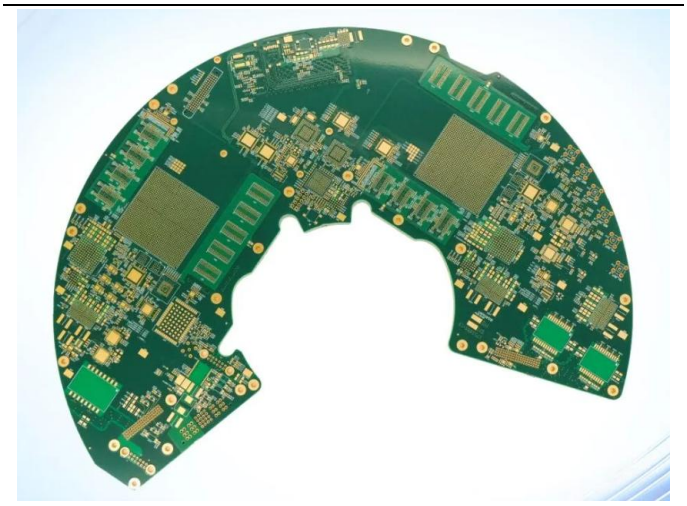
公司以 PCB 制造为核心入口，持续向电子元器件供应、PCBA 电子装联等环节

仅供内部参考，请勿外传！

延伸，构建覆盖电子产品研发制造流程的一站式服务体系。电子硬件产品从设计到落地通常涉及 PCB 设计制造、元器件采购、电子装联及测试等多个环节，公司围绕客户研发制造需求，通过整合不同业务模块，为客户提供从设计文件承接到产品制造交付的综合解决方案。

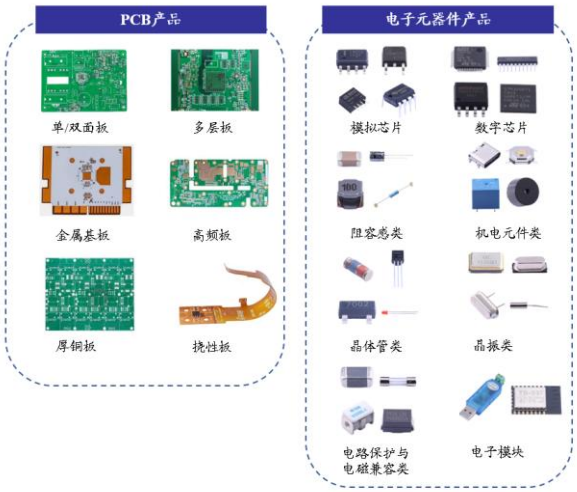
（1）**PCB 制造是公司电子产业链服务的基础业务，也是连接客户需求的重要环节。**公司长期深耕 PCB 样板及小批量制造领域，围绕客户快速验证、产品迭代等研发需求，提供高效率、高柔性的 PCB 制造服务。在此基础上，公司进一步拓展电子元器件供应业务，满足客户在研发生产过程中对于物料采购和供应链管理的需求，提升客户服务深度。

图21：嘉立创已量产 64 层高多层板，可应对复杂场景需求



资料来源：嘉立创公众号

图22：产品矩阵丰富，电子元器件现货库存 SKU 超 80 万，有效覆盖客需



资料来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

（2）**PCBA 电子装联业务进一步推动公司由单一制造环节向电子产品综合制造服务延伸。**通过将 PCB 制造、元器件供应与 PCBA 组装环节进行协同，公司能够覆盖客户从电路板设计到电子装联的多个阶段，提高单客户服务价值，并增强客户粘性。

表1：嘉立创表面贴装技术（SMT）工艺能力

项目	经济型	标准型
焊接面	单面焊接(贴片+插件)	单/双面焊接(贴片+插件)
层数	2, 4, 6 层	无限制
板厚范围	0.8mm - 1.6mm	无限制
尺寸	10*10mm - 470*570mm	70*70mm - 460*510mm
数量	样板（≤30(50)大片）	2 片起贴，无上限
焊盘喷镀	有限制	无限制
PCB 颜色	有限制	无限制
PCB 出货方式	单板，邮票孔拼版	单板，邮票孔拼版，V 割拼版
工艺边	不需要	必须要
Mark 点	不需要	需要

仅供内部参考，请勿外传！

项目	经济型	标准型
SPI 锡膏测试	没有	有
AOI	无	单独检测
最小封装	0402	0201
最小 IC pin 间距	0.4mm	0.35mm
BGA 球径间距	0.5mm	0.3mm
回流焊温度	255+/-5 度(不可调)	240+/-5 度

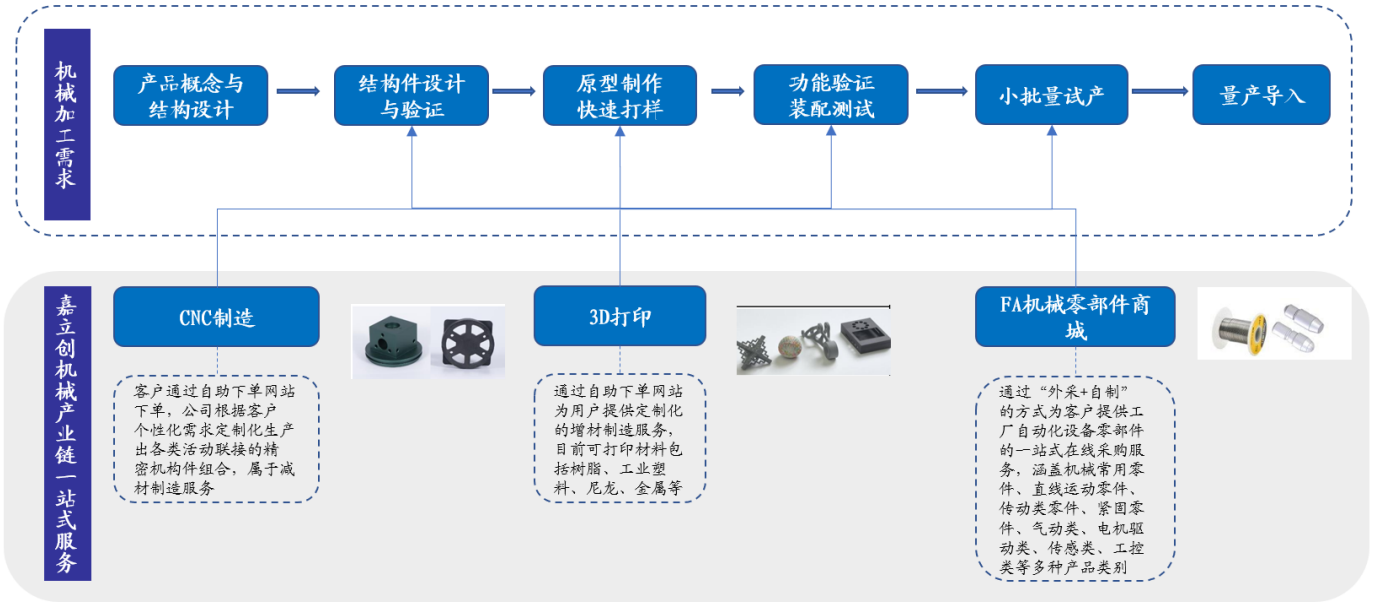
资料来源：嘉立创官网、开源证券研究所

2.2.3、 方向三：机械产业链一站式服务拓展硬件制造边界，满足多元化加工需求

机械产业链服务是公司从电子制造向综合硬件制造拓展的重要方向，有望成为公司长期发展的第二增长曲线。随着智能硬件、创新产品等领域快速发展，客户在研发制造过程中除电子部件需求外，也逐渐增加结构件加工、功能验证及快速打样等机械制造需求。公司依托数字化制造平台和客户资源积累，进一步布局 CNC 加工、3D 打印等机械加工服务，拓展硬件制造服务边界。

公司机械产业链服务主要覆盖产品研发验证和小批量制造阶段，满足客户快速迭代需求。在硬件产品开发过程中，客户通常需要通过结构件制作、样品验证和功能测试不断优化产品设计，公司通过提供 CNC 加工、3D 打印等多种制造工艺，支持客户完成从设计验证到产品迭代的全过程。其中，CNC 加工能够满足金属及塑料零部件的精密加工需求，3D 打印则适用于快速原型制作和复杂结构验证，有助于缩短客户研发周期。

图23：公司围绕硬件研发制造需求，进一步拓展机械产业链服务能力



资料来源：嘉立创官网、嘉立创招股书、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3、 从行业看公司：硬件研发制造市场格局分散，平台化能力塑造差异化竞争地位

嘉立创已形成业内较为少见的“软件+供应链+制造”一体化服务模式，其商业模式的稀缺性造就了公司差异化的竞争地位。传统 PCB 厂商大多聚焦单一制造环节，部分产业互联网平台虽已向 PCBA、元器件采购、CNC、3D 打印等业务延伸，但在自主 EDA 入口、电子元器件供应链、自建柔性制造能力或多品类协同等方面仍存在不同程度的能力缺口；相比之下，嘉立创已形成覆盖 EDA/CAM、PCB、电子元器件、PCBA 以及 3D 打印、CNC、FA 机械零部件等环节的完整业务体系，并在多个核心业务上形成规模化收入贡献，体现出较高的一站式平台完善度和差异化竞争地位。

表2：主要硬件研发制造平台对比，嘉立创一站式服务能力较为完善

	嘉立创	华秋智联	捷配
PCB 业务规模	2025 年 PCB 收入 38.84 亿元；全年 PCB 出货订单近 1,200 万单、付费用户超 100 万	2023 年披露 PCB 月产能 12 万㎡；华秋商城服务客户 30 万+	2021 年披露平台月订单 15 万+、注册用户 76 万+
PCB 最快交付能力	12h	24h	24h
PCBA 业务	✓	✓	✓
自有元器件商城	立创商城	华秋商城	×（曾经上线过自有商城）
EDA 设计软件	嘉立创 EDA	华秋 AI EDA	捷配 EDA
DFM/可制造性分析工具	✓	✓	✓
CAM/制造软件能力	✓	✓	✓
CNC 加工	✓	×	✓
3D 打印	✓	×	✓
其他机械制造	FA 机械零部件等	×	注塑、模具、钣金等
自建制造基地	✓	✓	✓

资料来源：各厂商官网、开源证券研究所

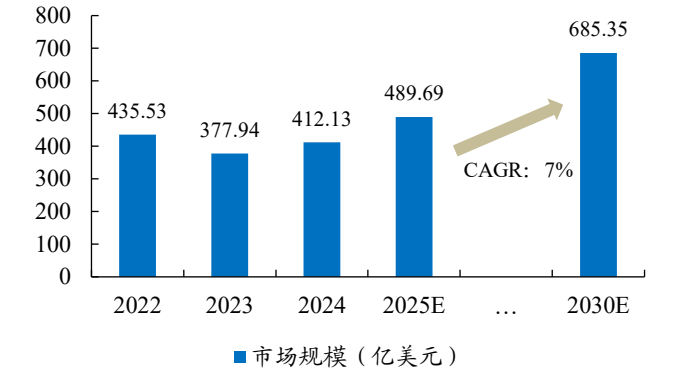
3.1、 PCB：样板及小批量市场空间可观，产业互联网模式形成差异化竞争

3.1.1、 市场规模：小批量及样板 PCB 市场空间可观，预计随整体 PCB 市场稳步扩容

小批量及样板 PCB 约占整体 PCB 市场 17.5%，细分市场空间可观。据 Prismark 统计，小批量板和样板产值占比分别为 10%-15%和 5%，按小批量板占比中值测算，二者合计占 PCB 市场产值的 17.5%。根据 Prismark 数据，2025 年中国大陆 PCB 市场规模达到 489.69 亿美元，预计 2030 年增至 685.35 亿美元，2025-2030 年复合增长率为 7.0%。据此测算，2025 年中国大陆小批量及样板 PCB 市场规模为 85.70 亿美元，预计 2030 年达到 119.94 亿美元，伴随 PCB 整体市场持续扩容，小批量及样板细分市场仍具备较大的成长空间。

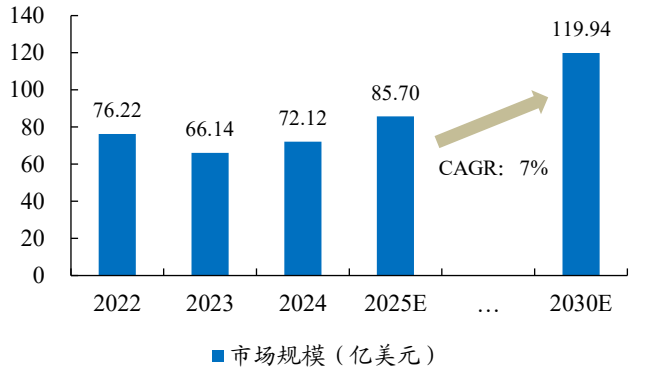
仅供内部参考，请勿外传！

图24：2022-2030 年中国 PCB 行业市场规模及预测情况



数据来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

图25：2022-2030 年中国样板/小批量板行业市场规模及预测情况



数据来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

3.1.2、 竞争格局：样板及小批量 PCB 竞争格局分散，嘉立创平台化优势突出

样板及小批量 PCB 市场参与者众多，传统模式下竞争格局较为分散。行业内参与者主要包括三类：一是以获取大批量订单为主要目标、同时承接部分样板及小批量需求的大批量 PCB 厂商；二是综合实力较强、客户覆盖较广的专业样板及小批量 PCB 企业；三是服务半径有限、主要覆盖区域性客户的样板及小批量 PCB 工厂。不同类型企业在客户覆盖、交期能力及工艺复杂度方面存在明显差异，其中专业样板及小批量厂商通常具备更强的柔性生产和客户服务能力，而区域性小厂则更多依赖本地客户资源。

从盈利能力看，嘉立创的平台化运营优势亦有所体现。2025 年公司 PCB 业务毛利率为 28.09%，高于兴森科技、金百泽、迅捷兴、四会富仕及强达电路等可比企业。相较传统 PCB 企业，嘉立创通过线上平台汇聚大量分散的样板及小批量订单，并依托自动报价、智能拼板、自动排产及柔性制造体系，将碎片化需求转化为规模化生产，在降低获客、工程处理及生产切换成本的同时提升设备和材料利用效率，因此能够在小批量、高频次订单场景下保持较好的盈利水平。我们认为，较高的 PCB 业务毛利率一定程度上反映了公司“订单密度+数字化系统+柔性制造”平台化模式带来的效率优势。

表3：样板、小批量行业的主要企业及 PCB 业务营收及毛利率

	嘉立创	兴森科技	金百泽	迅捷兴	四会富仕	强达电路
2025 年 PCB 业务收入（亿元）	38.84	48.97	4.00		18.31	6.72
PCB 业务毛利率	28.09%	25.26%	21.17%	8.52%	16.45%	26.10%

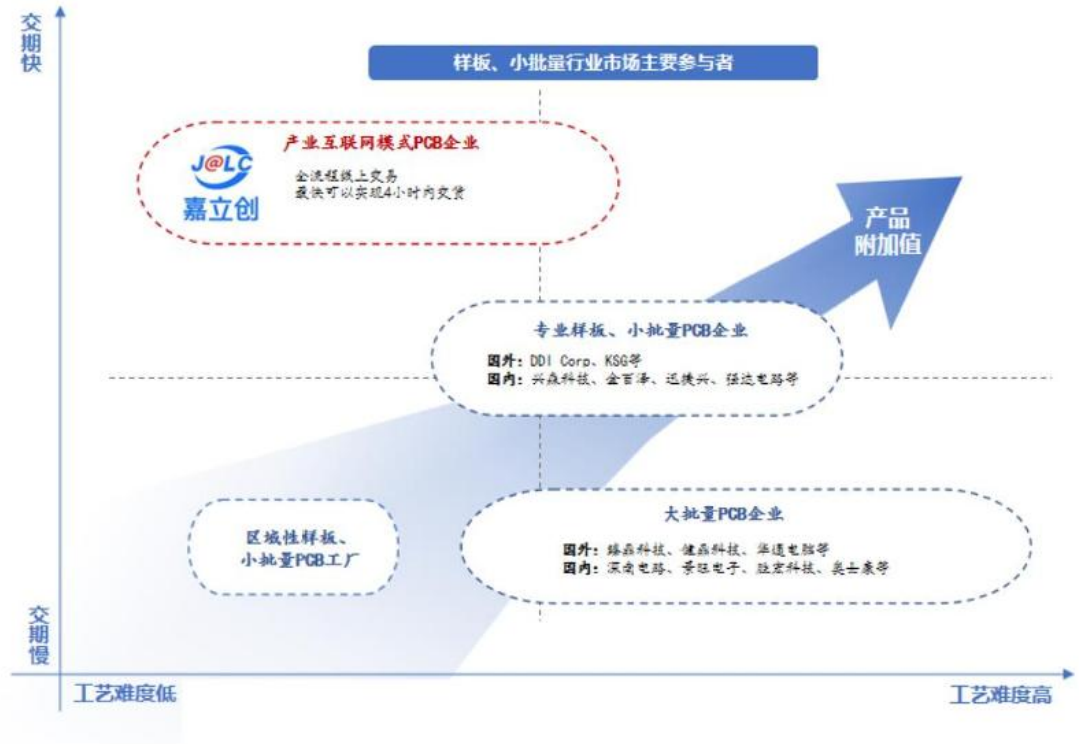
资料来源：Wind、开源证券研究所

从竞争位置看，嘉立创处于样板及小批量 PCB 市场中较为独特的平台化位置。其一端连接海量中小企业、研发团队及个人开发者，另一端依靠自建数字化制造体系承接复杂度不断提升的订单需求，使公司同时具备较广客户覆盖、较快交付能力和较强工艺承接能力。相较传统区域性小厂，嘉立创在客户规模、数字化和交付效

仅供内部参考，请勿外传！

率方面优势更明显；相较以大批量订单为主的 PCB 厂商，公司则更加聚焦研发端长尾需求，因此形成了与传统制造企业不同的竞争路径。

图26：嘉立创处于独特平台化位置



资料来源：嘉立创招股书

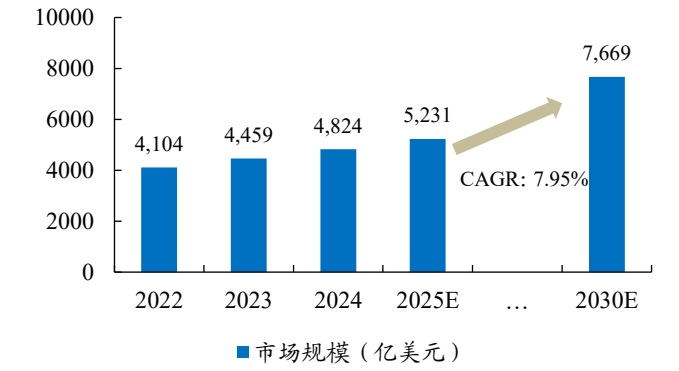
3.2、 电子元器件：长尾采购需求推动产业互联网模式发展，现货能力构筑差异化优势

3.2.1、 市场规模：电子元器件市场规模庞大，产品品类高度分散

电子元器件广泛应用于航空航天、通信、能源、医疗、家电、交通等领域，根据应用场景及参数差异可进一步细分为数千万种 SKU。根据 The Business Research Company 数据，2022-2024 年中国通用电子元器件市场规模由 530.31 亿美元增长至 609.80 亿美元；预计 2025-2030 年行业复合增长率为 6.70%，2030 年市场规模达到 913.36 亿美元。

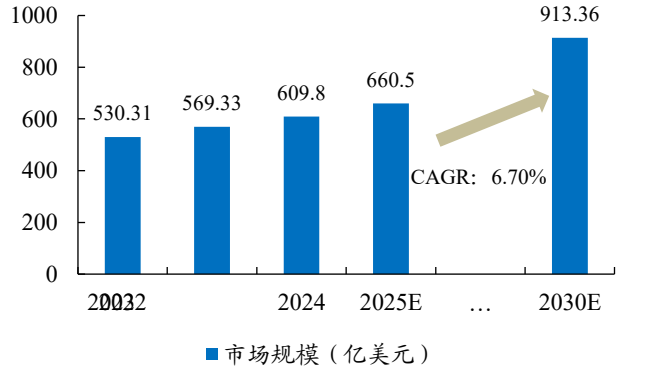
仅供内部参考，请勿外传！

图27：2022-2030 年世界电子元器件行业市场规模及预测情况



数据来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

图28：2022-2030 年中国电子元器件行业市场规模及预测情况

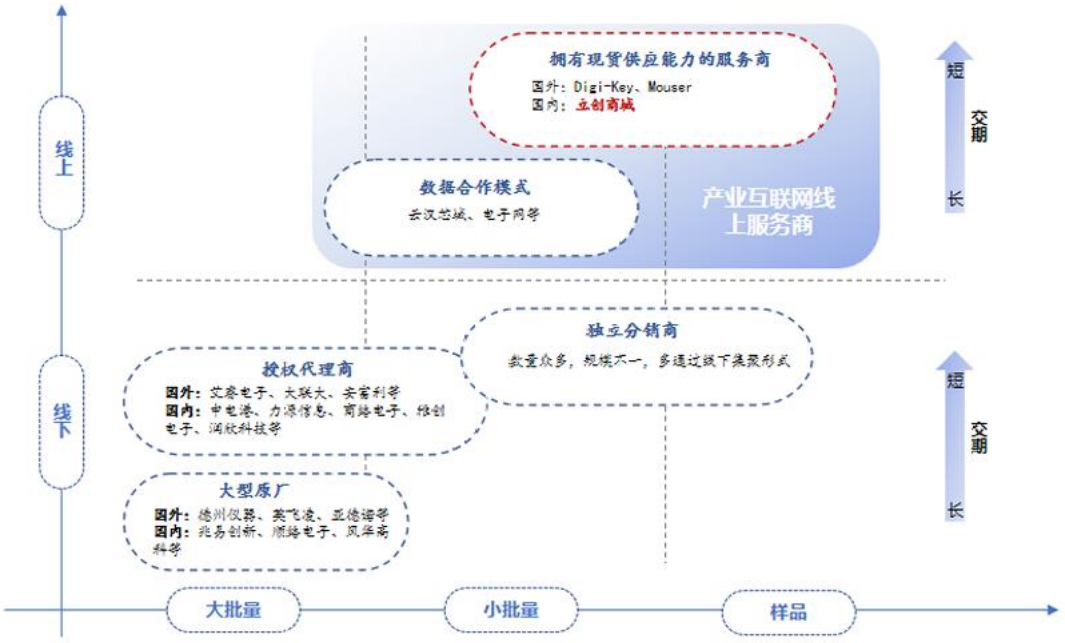


数据来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

3.2.2、 行业机遇：电子元器件分销由传统线下模式向产业互联网模式延伸

传统分销模式主要服务大型客户，交易客户数量较少但客单价较高，采购及销售流程较依赖人工；**产业互联网模式则主要面向长尾客户**，通过线上平台实现物料信息、库存及价格查询，并利用数字化技术提高比价、下单和供应商管理效率，同时通过覆盖更多 SKU 满足客户一站式采购需求。产业互联网模式因此更适合零散、高频、多 SKU 的样品及小批量采购场景。

图29：产业互联网模式能更好服务长尾需求



资料来源：嘉立创招股书

嘉立创与华秋商城、云汉芯城、电子网均采用互联网技术提升元器件交易效率，但公司在现货备货模式上形成较明显差异。四者均通过数字化技术优化供应商管理、订单审批、物料搜索、BOM 服务及仓储管理等环节；其中云汉芯城、电子网以数据

仅供内部参考，请勿外传！

合作模式为主、备货相对较少，而嘉立创则更加重视现货模式，2026 中报公布电子元器件现货库存 SKU 超过 81 万。

表4：主要元器件商城现货 SKU 数量

	立创商城	华秋商城	云汉芯城	华强电子网/HQBUY
备货模式	现货	现货	数据合作+现货	平台聚合为主，另有云仓备货
库存 SKU	81.97 万	30 万+	20 万+	2 万+云仓库存 SKU

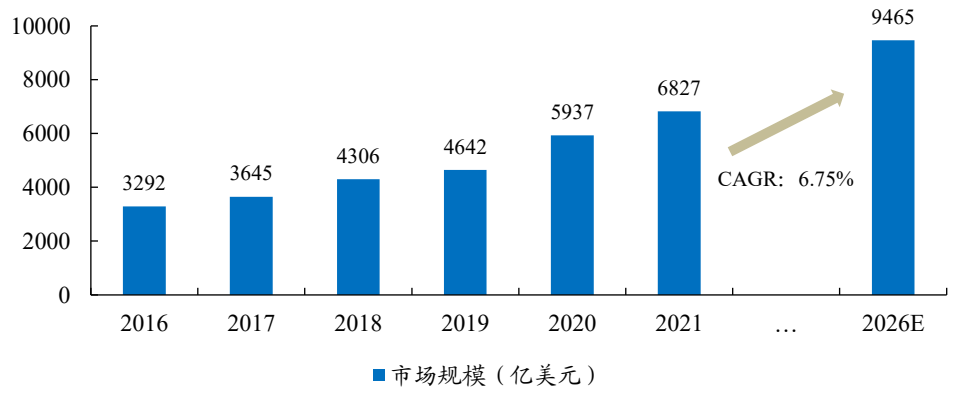
资料来源：嘉立创 2026 年半年度报告、华秋智联官网、云汉芯城官网、华强电子网集团官网、开源证券研究所

3.3、 PCBA：EMS 市场稳步增长，小批量市场更强调柔性制造能力

3.3.1、 市场规模：EMS 市场规模持续增长，样品及小批量需求具备发展空间

PCBA 是 EMS 的重要组成部分，伴随电子产业专业化分工深化，EMS 市场规模持续扩张。根据 New Venture Research 数据，全球 EMS 市场规模由 2016 年的 3,292 亿美元增长至 2021 年的 6827 亿美元，预计 2026 年达到 9465 亿美元，2021-2026 年复合增长率为 6.75%。国内 EMS 需求主要分为中大批量和样品、小批量两类，其中后者主要服务中小企业、科研院所及工程师的产品研发和硬件创新需求，随着电子产品持续迭代升级，样品及小批量 PCBA 需求具备持续增长基础。

图30：全球电子制造服务（EMS）行业市场规模及预测



数据来源：嘉立创招股书、开源证券研究所

3.3.2、 竞争格局：样品及小批量 PCBA 格局较为分散，嘉立创规模化服务能力突出

样品及小批量 PCBA 市场当前仍较为分散，更强调柔性制造、快速交付和复杂订单处理能力。公司招股书指出，国内中大批量 EMS 领域竞争已相对充分，而样品及小批量 EMS 参与者相对较少，企业规模普遍较小、技术和装备水平存在差异，其“小批量、多样化、快交付”的特征也对生产组织和快速响应能力提出更高要求。嘉立创 2025 年 PCBA 订单达到 142.04 万单，最快 15 小时交付、最小元器件引脚间距 0.35mm，并依托 PCB 制造和立创商城形成“PCB+元器件+PCBA”协同服务体系，在小批量长尾订单的规模化承接方面形成较强差异化能力。

仅供内部参考，请勿外传！

表5：主要 PCBA 厂商长尾订单承接及柔性制造能力

指标	对应能力	嘉立创	华秋智造	PCBWay	Eurocircuits	Screaming Circuits
年 PCBA 订单量	长尾订单获取及规模化处理能力	142.04 万单（2025）	/	/	2.06 万单（2025）	/
最快 PCBA 交付时间	柔性制造能力	15 小时	24 小时	24 小时起	3 个工作日起	24 小时
最小元器件引脚间距	精密贴装能力	0.35mm	0.30mm	0.25mm	0.35mm	0.35mm
PCB+元器件配套体系	产业链协同	自有 PCB 制造+立创商城	自有 PCB+华秋商城	自有 PCB+Turnkey 采购	自有 PCB+采购服务	PCB 外协+Turnkey 采购

资料来源：各厂商官网、开源证券研究所

4、 从行业变革和平台能力看嘉立创未来成长空间

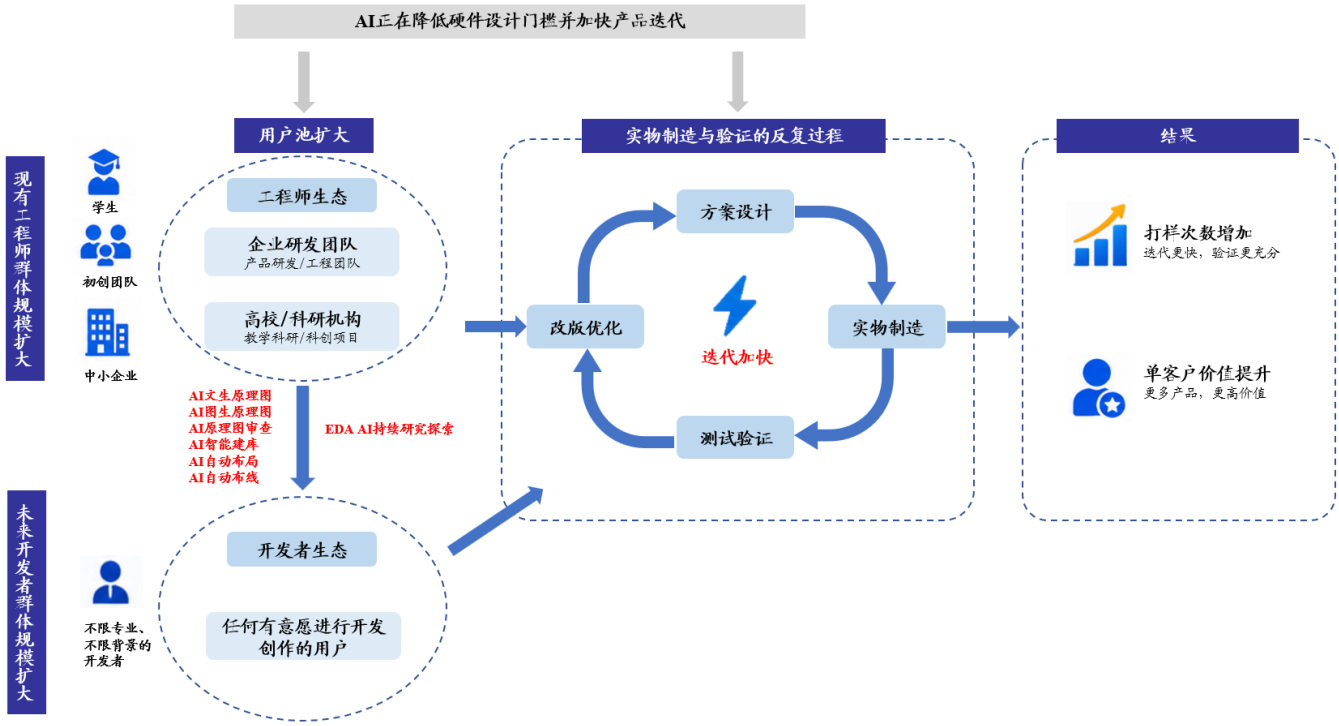
4.1、 AI 降低硬件创新门槛，研发用户扩容与迭代频次提升有望扩大打样需求

AI 正在同时降低硬件设计门槛并加快产品迭代节奏，有望持续扩大硬件研发用户池及实物验证需求。公司 2026H1 半年报指出，EDA 云端化、开源硬件、模块化设计和 AI 辅助设计正在降低硬件设计门槛，使学生、创客、独立开发者、中小企业及传统企业团队更容易完成第一版设计；与此同时，AI 正从数字世界向物理世界延伸，机器人、智能硬件、工业终端、汽车电子等产品均需经历电路、元器件、结构、工艺、测试及多轮改版，前端设计效率提升后，实物制造与验证环节的重要性进一步凸显。

我们认为，随着公司持续投入 EDA AI 研发，AI 有望进一步将电子设计从“专业工具操作”转化为“自然语言/图像驱动的需求表达”，使缺乏电子专业基础的开发者也能够借助 AI 完成电路设计、原理图生成、PCB 设计及元器件选型等工作。**AI 有望将嘉立创的用户入口由“会画板的工程师”扩展至“有硬件创意的人”，使硬件研发逐步从专业技能驱动转向需求表达驱动。**

仅供内部参考，请勿外传！

图31：AI 驱动硬件研发主体扩容与实物验证需求提升

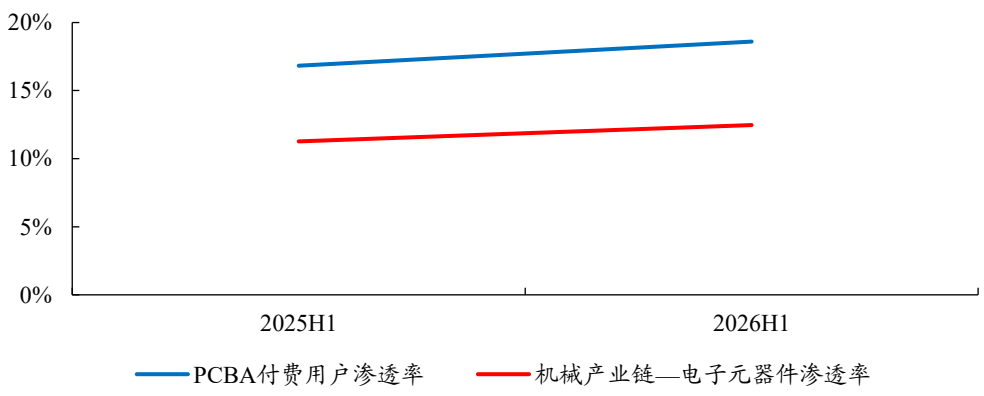


资料来源：嘉立创 2026 中报、开源证券研究所

4.2、 工程师生态持续沉淀，业务交叉渗透提升单客户价值

围绕同一批硬件研发用户持续扩充服务品类，嘉立创有望通过业务交叉渗透进一步提升单客户价值。公司以 EDA 聚集工程师并导入 PCB 打样需求，在此基础上向电子元器件、PCBA 及机械零部件等环节延伸，形成“客户同源、技术同根、服务同质”的一站式业务体系；随着用户对平台使用深度提升，不同业务之间的交叉采购已开始体现。2026H1，公司 PCBA 付费用户渗透率由 2025 年中期的 16.83%提升至 18.60%，并带动 PCB 收入增长近 3 亿元；机械产业链—电子元器件渗透率亦由 11.27%提升至 12.47%。

图32：业务交叉渗透率有望持续提升，单客户价值增长空间逐步打开



数据来源：嘉立创 2026 中报、开源证券研究所（注：PCBA 付费用户渗透率=同时采购 PCB 和 PCBA

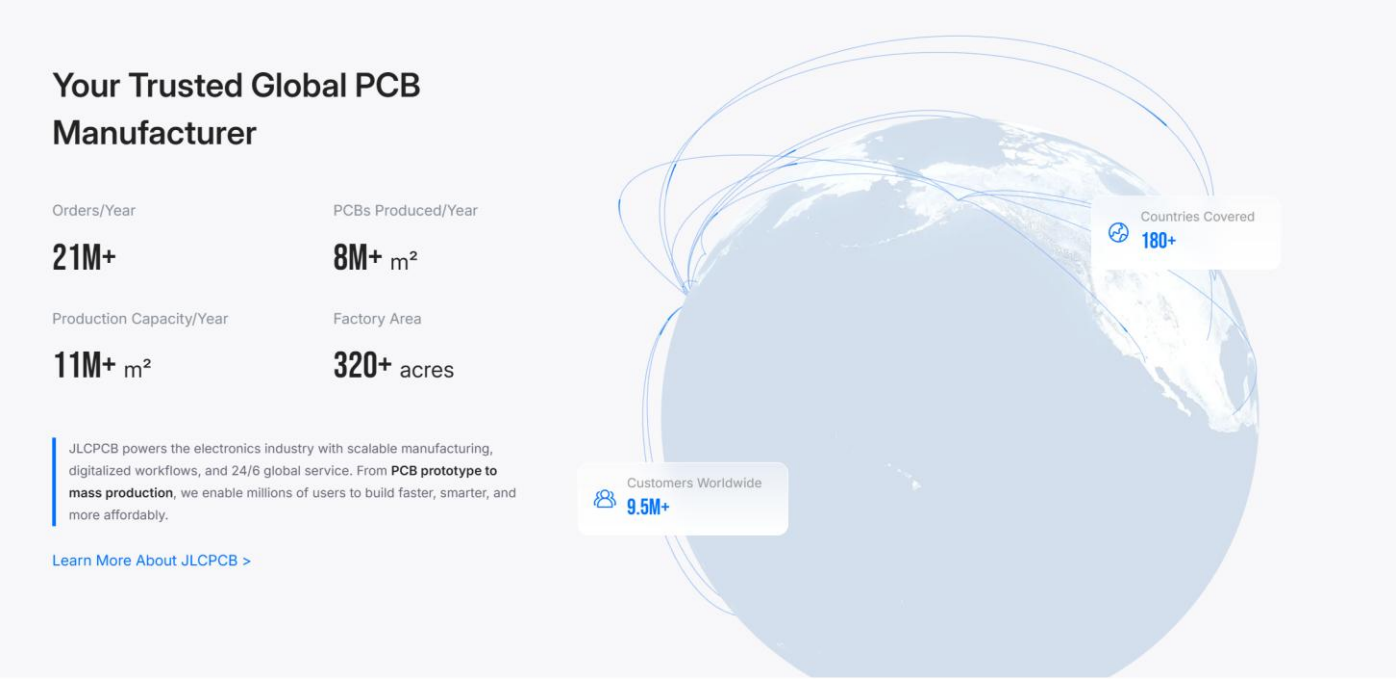
仅供内部参考，请勿外传！

服务的客户数/PCB 下单客户总数，机械产业链—电子元器件渗透率=同时采购机械产业链服务和电子元器件的客户数/机械产业链客户总数）

4.3、 海外服务网络持续完善，本地化生产布局有望进一步打开增长空间

公司正由“国内制造、海外服务”逐步向更深层次本地化布局延伸。目前公司生产基地仍全部位于国内，已在欧亚地区设立分支机构，承担品牌运营、销售服务、仓储物流及售后等职能；同时，公司正推进首个海外生产基地落地，并优先考虑生产链路较短、设备依赖较低的 3D 打印和 CNC 等机械类业务。结合海外工程师对小批量、非标及短交期服务的需求，公司后续若逐步完善本地化生产与交付能力，有望进一步缩短服务半径并提升海外客户响应效率。

图33：嘉立创布局 180+国家，全球用户 950 万+



资料来源：Jlcpcb 官网

4.4、 机械产业链加速延展，平台能力释放长期成长潜力

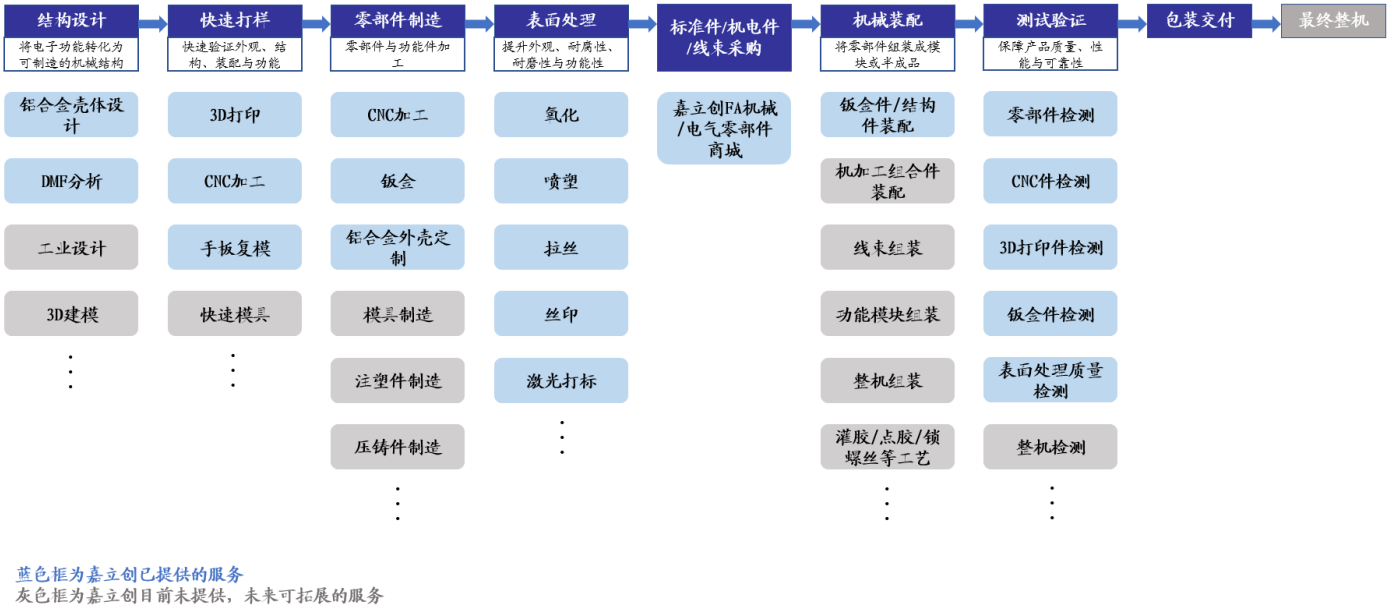
从完整硬件产品研发制造流程看，电子功能实现后仍需经历结构设计、快速打样、零部件加工、表面处理、标准件采购、机械装配、测试验证及包装交付等多个环节，机械产业链服务需求较为分散且品类众多。公司目前已围绕硬件研发及小批量制造场景布局 3D 打印、CNC 机械智造、钣金加工、手板复模、铝合金壳体、面板定制及 FA 机械/电气零部件商城等业务，并进一步延伸至表面处理、零部件检测及纸盒包装定制等配套环节，初步形成从快速打样、结构件制造到标准件采购及包装交付的机械产业链服务体系。2026H1，公司 3D 打印/CNC/FA 业务收入分别同比增长 65.33%/109.78%/125.18%，机械产业链与电子元器件业务客户交叉渗透率由 11.27%提升至 12.47%，显示既有工程师客户向机械制造环节延伸的协同效应正在逐步释放。

我们认为，公司机械产业链扩张的核心并非单纯增加加工品类，而是将 PCB 业务中积累的线上获客、数字化报价、柔性制造和长尾订单组织能力向更多机械制造环节复用。向前看，通用结构设计、注塑及压铸、快速模具及量产模具、线束加工、

仅供内部参考，请勿外传！

整机装配与可靠性测试等环节仍具进一步拓展空间；若公司持续围绕同一批硬件研发客户完善服务品类，有望进一步提升客户交叉渗透率与单客户价值，并推动平台由电子产业链一站式服务向更完整的硬件研发制造基础设施延伸。

图34：嘉立创机械产业服务边界仍有较大拓展空间



资料来源：嘉立创官网、开源证券研究所

5、 盈利预测

5.1、 关键假设

收入端：公司围绕硬件研发场景持续完善电子及机械产业链一站式服务体系，未来增长主要来自研发型客户持续扩容、现有客户多业务交叉渗透、高附加值产品占比提升以及新增产能逐步释放。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 158.00/247.18/388.13 亿元，同比增长 54.42%/56.44%/57.04%。关键假设如下：

（1）**PCB 样板及小批量业务：**公司长期聚焦工程师研发端样板及小批量 PCB 需求，依托 EDA 入口、线上获客及柔性制造体系承接海量碎片化订单。随着 AI 辅助设计、开源硬件及模块化设计降低硬件创新门槛，研发主体及产品迭代频次有望持续增加；同时，多层板、HDI、FPC 等高附加值产品快速增长进一步提升 PCB 业务价值量。考虑公司样板及小批量业务为 PCB 核心发展方向，叠加后续产能释放，我们预计 2026-2028 年该业务收入同比增长 35.0%/37.0%/39.0%。

（2）**PCB 中大批量业务：**公司中大批量 PCB 业务主要由中信华板块承接，与样板及小批量业务相比客户集中度更高、价格竞争更充分，公司战略重心仍主要聚焦研发端样板及小批量需求。考虑电子行业需求增长以及公司高多层 PCB 产能建设仍将对中大批量业务形成一定支撑，我们预计 2026-2028 年该业务收入同比增长 31.0%/33.0%/35.0%，增速整体低于样板及小批量业务。

（3）**PCBA 电子装联业务：**PCBA 是公司电子产业链中增长最快的核心业务之一，与 PCB 业务具有较强协同性。当前 PCBA 在公司 PCB 客户中的渗透率仍处于较低水平，随着客户需求由采购裸板逐步向完整功能电路板延伸，以及新增 PCBA 产能逐渐释放，我们预计 2026-2028 年 PCBA 业务收入同比增长 68.0%/90.0%/80.0%。

仅供内部参考，请勿外传！

（4）**电子元器件业务：**公司电子元器件业务主要服务工程师研发阶段“小批量、多品类、高频次”的采购需求，并与 PCB、PCBA 业务形成一站式协同。随着公司持续扩充现货品类、加强 AI、机器人、医疗、工控及储能等重点行业客户覆盖，并受益于电子产业链内部交叉采购，我们预计 2026-2028 年电子元器件业务收入同比增长 60.0%/50.0%/50.0%。

（5）**机械产业链业务：**公司近年来逐步将电子产业链中已经验证的数字化运营及柔性制造模式向机械产业链复制，目前已形成 3D 打印、CNC、FA 等业务。随着产能扩张、柔性制造体系成熟以及原有电子工程师客户向机械加工场景进一步渗透，我们预计 2026-2028 年机械产业链业务收入同比增长 113.0%/100.0%/90.0%，成为公司未来重要的新增收入来源。

利润端：随着 PCB 样板及小批量、PCBA 及机械产业链业务持续放量，高毛利业务占比提升及产品结构升级对盈利能力形成支撑；同时，随着公司数字化管理能力提升，管理费用率有望进一步摊薄。我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 22.59/36.71/58.89 亿元，同比增长 73.0%/62.5%/60.4%。

表6：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润增速分别为 72.95%/62.50%/60.41%（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**79.69**	**102.32**	**158.00**	**247.18**	**388.13**
YoY	18.5%	28.4%	54.4%	56.4%	57.0%
归母净利润	**10.54**	**13.06**	**22.59**	**36.71**	**58.89**
YoY	43.7%	23.9%	73.0%	62.5%	60.4%
归母净利率	**13.23%**	**12.77%**	**14.30%**	**14.85%**	**15.17%**
分产品拆分营收					
PCB	33.61	38.84	52.05	70.81	97.77
PCB：样板、小批量板	25.41	29.35	39.62	54.28	75.45
PCB：中大批量	8.20	9.49	12.43	16.53	22.31
PCBA	**11.95**	**17.89**	**30.05**	**57.10**	**102.78**
电子元器件	**28.22**	**36.51**	**58.42**	**87.63**	**131.45**
其他业务类型（主要是机械产业链业务及电子产业链配套业务）	**3.13**	**5.56**	**11.85**	**23.70**	**45.04**
分产品拆分营收同比					
PCB	**14.81%**	**15.55%**	**34.02%**	**36.04%**	**38.07%**
PCB：样板、小批量板	16.70%	15.50%	35.00%	37.00%	39.00%
PCB：中大批量	9.31%	15.71%	31.00%	33.00%	35.00%
PCBA	**55.43%**	**49.68%**	**68.00%**	**90.00%**	**80.00%**
电子元器件	**6.70%**	**29.39%**	**60.00%**	**50.00%**	**50.00%**
其他业务类型（主要是机械产业链业务及电子产业链配套业	**80.81%**	**77.80%**	**113.00%**	**100.00%**	**90.00%**

仅供内部参考，请勿外传！

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
务）					

资料来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 相对估值

在硬件创新需求持续增长、电子研发制造服务线上化及一站式渗透率不断提升的趋势下，公司凭借数字化系统、柔性制造能力以及工程师生态优势，有望持续承接 PCB 样板及小批量、PCBA、电子元器件及机械产业链需求增长，巩固电子及机械产业一站式服务平台的竞争优势。

我们选取 PCB 业务具有一定可比性的兴森科技、强达电路、迅捷兴作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 分别为 87.0/47.3 /32.7 倍。嘉立创以样板及小批量 PCB 为核心，并向 PCBA、电子元器件及机械产业链持续延伸，一站式平台协同效应逐步释放，同时未来三年业绩保持较高成长性，目前估值具备提升空间。我们预计 2026-2028 年归母净利润为 22.59/36.71/58.89 亿元，对应 EPS 为 4.07/6.61/10.60 元，当前股价对应 PE 为 40.8/25.1/15.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司作为行业龙头估值具备提升空间

公司名称		收盘价（元）	归母净利润（亿元）				EPS（元）				PE（倍）			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002436.SZ	兴森科技	40.12	1.3	5.2	14.1	20.2	0.1	0.3	0.8	1.2	500.2	130.8	47.9	33.4
301628.SZ	强达电路	117.44	1.2	1.7	2.1	2.7	1.6	2.3	2.7	3.6	80.0	56.9	47.2	36.1
688655.SH	迅捷兴	54.86	(0.2)	1.0	1.6	2.6	(0.2)	0.8	1.2	2.0	(336.9)	73.2	46.8	28.6
	平均										81.1	87.0	47.3	32.7
001232.SZ	嘉立创	162.08	13.1	22.6	36.7	58.9	2.35	4.07	6.61	10.60	70.6	40.8	25.1	15.7

资料来源：Wind、开源证券研究所（可比公司兴森科技数据为开源证券研究所盈利预测，强达电路、迅捷兴数据为 Wind 一致预期，时间截至 2026 年 9 月 10 日）

6、 风险提示

下游需求波动风险：公司主要服务于电子研发、样板及小批量生产需求，若消费电子、工业控制、汽车电子等下游景气度不及预期，可能影响客户研发投入及订单需求，进而对公司收入增长造成不利影响。

市场竞争加剧风险：PCB、电子元器件及电子产业链服务领域参与者众多，若行业竞争加剧，或竞争对手通过降价、扩产及优化服务抢占市场，公司可能面临订单增速放缓、产品价格下降及盈利能力承压的风险。

新业务拓展及全球化进展不及预期风险：公司持续推进电子元器件、机械产业链服务及海外市场布局，相关业务仍需投入较多资金和资源。若新业务客户拓展、供应链建设或海外本地化进展不及预期，可能影响公司长期增长空间及经营业绩。

仅供内部参考，请勿外传！

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4972	6285	8316	11481	16622
现金	664	385	2673	4498	8127
应收票据及应收账款	318	698	472	627	1116
其他应收款	13	12	26	33	60
预付账款	42	69	93	169	237
存货	590	911	1319	2178	3229
其他流动资产	3344	4211	3732	3975	3854
非流动资产	3647	4716	6179	8555	12438
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2522	3257	4571	6750	10264
无形资产	165	478	533	595	672
其他非流动资产	960	980	1075	1209	1502
资产总计	8618	11001	14495	20036	29061
流动负债	2399	3391	4625	6745	9943
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1534	2200	3399	5332	8203
其他流动负债	866	1191	1226	1413	1741
非流动负债	409	431	431	431	431
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	409	431	431	431	431
负债合计	2809	3822	5057	7176	10375
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	500	500	500	500	500
资本公积	2771	2823	2823	2823	2823
留存收益	2509	3815	5526	8975	14417
归属母公司股东权益	5810	7179	9438	12860	18686
负债和股东权益	8618	11001	14495	20036	29061

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1499	1904	3913	5519	8759
净利润	1054	1306	2259	3671	5889
折旧摊销	329	419	470	707	1056
财务费用	53	88	127	198	304
投资损失	-54	-49	-70	-55	-57
营运资金变动	25	88	1113	959	1524
其他经营现金流	93	51	13	38	43
投资活动现金流	-1418	-2156	-1392	-3246	-4765
资本支出	1048	1395	1891	3068	4942
长期投资	-476	-845	0	0	0
其他投资现金流	106	84	499	-178	177
筹资活动现金流	34	95	-232	-448	-366
短期借款	-10	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	11	52	0	0	0
其他筹资现金流	33	43	-232	-448	-366
现金净增加额	115	-158	2289	1825	3628

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7969	10232	15800	24718	38813
营业成本	5671	7353	11234	17376	27053
营业税金及附加	57	68	99	160	257
营业费用	339	461	600	840	1397
管理费用	333	418	537	915	1475
研发费用	317	345	614	970	1471
财务费用	53	88	127	198	304
资产减值损失	-89	-55	0	0	0
其他收益	60	36	52	56	51
公允价值变动收益	13	10	11	11	11
投资净收益	54	49	70	55	57
资产处置收益	-4	-1	-1	-2	-2
营业利润	1221	1533	2693	4330	6926
营业外收入	2	12	4	5	6
营业外支出	3	3	12	13	8
利润总额	1220	1542	2685	4321	6924
所得税	166	236	426	650	1035
净利润	1054	1306	2259	3671	5889
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1054	1306	2259	3671	5889
EBITDA	1547	1960	3154	5020	7962
EPS(元)	1.90	2.35	4.07	6.61	10.60

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	28.4	54.42	56.44	57.03
营业利润(%)	35.4	25.5	75.6	60.8	60.0
归属于母公司净利润(%)	43.7	23.9	72.95	62.50	60.41
获利能力					
毛利率(%)	28.8	28.1	28.9	29.7	30.3
净利率(%)	13.2	12.8	14.30	14.85	15.17
ROE(%)	18.1	18.2	23.9	28.5	31.5
ROIC(%)	16.9	17.2	23.2	27.8	30.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	34.7	34.9	35.8	35.7
净负债比率(%)	-4.5	0.5	-25.0	-32.5	-41.8
流动比率	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.4	1.6
应收账款周转率	42.3	45.9	44.1	45.0	44.5
应付账款周转率	5.7	6.0	5.8	5.9	5.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.35	4.07	6.61	10.60
每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	3.43	7.04	9.93	15.77
每股净资产(最新摊薄)	10.46	12.92	16.99	23.15	33.63
估值比率					
P/E	87.4	70.6	40.8	25.1	15.7
P/B	15.9	12.8	9.8	7.2	4.9
EV/EBITDA	51.5	40.4	24.5	15.0	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

仅供内部参考，请勿外传！

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn