

今日焦點:

▶ 沃爾核材 (9981 HK, 港幣17.66元, 市值港幣247億元) : AI數據中心背後被忽略的銅纜供應商

沃爾核材目前是全球第二大高速銅纜製造商(市佔率24.2%),為AI數據中心提供關鍵的互聯部件。未來AI數據中心的增長將高度依賴高速銅纜及電動車充電設備,隨著AI資本開支及電動車普及率加快,這兩項業務均具備強勁的增長彈性。此外,沃爾亦是全球最大的熱縮材料生產商,其產品應用範圍非常廣泛。

收入持續增長,盈利受壓:沃爾公佈2026年第一季度收入為人民幣20.3億元(按年增長15%,按季跌14%)。受高利潤率的電力/風電銷售減少,以及原材料成本傳導滯後影響,毛利率由32.5%降至30.5%。營運開支上升(財務成本按年大增390%,主要由於外匯虧損),導致股東應佔利潤按年下跌7.6%至人民幣2.31億元,淨利潤率為12%(2025年第一季度為14%)。若扣除外匯虧損,核心經營利潤按年增長4%至人民幣3億元,顯示主營業務營運仍然穩健。更重要的是,AI高速銅纜收入估計達人民幣4.2億元(按季增長45%),毛利率達45%,貢獻毛利約人民幣1.89億元(佔總毛利30%),成為唯一實現收入及毛利均錄得增長的業務分部。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,978	0.2%	1.4%
中資企業指數	8,775	0.5%	-1.5%
紅籌指數	4,362	-0.1%	8.6%
滬深300指數	4,769	-0.4%	3.0%
上海A股	4,278	-0.3%	7.1%
上海B股	271	0.8%	7.1%
深圳A股	2,870	-0.6%	8.4%
深圳B股	1,194	0.2%	-5.6%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,230	-0.2%	2.4%
標普500	7,165	0.8%	4.7%
美國納斯達克指數	24,836	1.6%	6.9%
日經平均指數	59,767	0.1%	18.7%
英國富時指數	10,379	-0.7%	4.5%
法國證券公會指數	8,157	-0.8%	0.1%
德國法蘭克福指數	24,128	-0.1%	-1.5%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,709	0.3%	8.4%
銅價 (美元/盎司)	3,095	-0.1%	21.7%
銀價 (美元/盎司)	75	0.4%	4.8%
原油 (美元/桶)	94	-1.5%	67.7%
銅價 (美元/盎司)	13,309	-0.9%	7.1%
鋁價 (美元/盎司)	3,591	-0.6%	19.9%
鎳價 (美元/盎司)	2,017	0.3%	-2.9%
鎘價 (美元/盎司)	3,472	0.1%	11.4%
小麥 (美分/蒲式耳)	608	-0.4%	21.3%
玉米 (美分/蒲式耳)	463	-0.1%	2.5%
糖 (美分/磅)	113	3.4%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,178	0.3%	10.2%
PVC (美元/噸)	5,191	-0.2%	62.5%
CRB 指數	379	0.2%	3.0%
BDI		-0.4%	42.0%

圖 1: 收入及按年增長 (人民幣 十億)

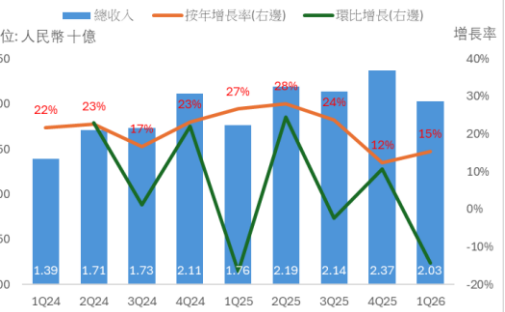
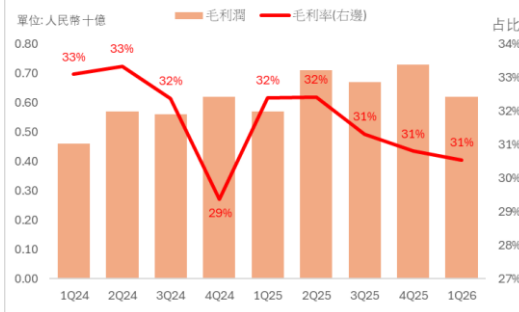


圖 2: 毛利率拆解 (人民幣 十億)



匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.4	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.2		186.9	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	203.1		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	7.0%

圖 3: 運營費用拆解 (人民幣 十億)

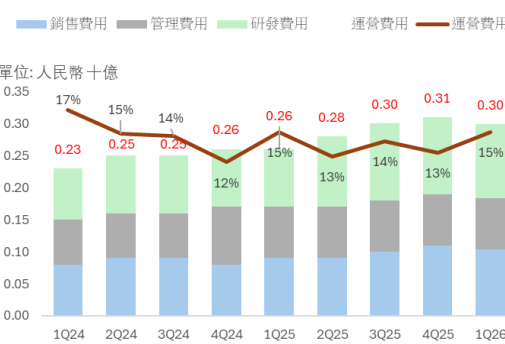
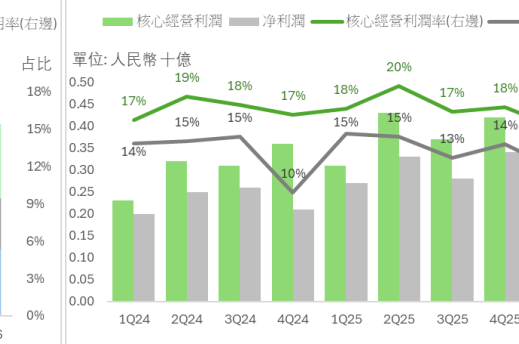


圖 4: 盈利拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

我們基於2020至2025年的財務數據，分析各分部的業務模式及收入趨勢：

穩定增長、盈利基石：電子材料業務提供熱縮管及標識管產品，旗下擁有WOER、LTK及KTG等自有品牌。2024年，該業務在全球市佔率排名第一（20.6%），在中國市佔率達58.5%。收入由人民幣19億元增至2025年的人民幣29億元（複合年增長率約9%）。儘管收入佔比由46%降至34%，業務仍持續穩步擴張。受原材料價格上升影響，毛利率由2020年的45%降至2022年的34%，其後受惠於高利潤率的航空航天/醫療產品，2025年毛利率回升至42%，貢獻總毛利45%，仍然是公司最穩定的盈利基石。

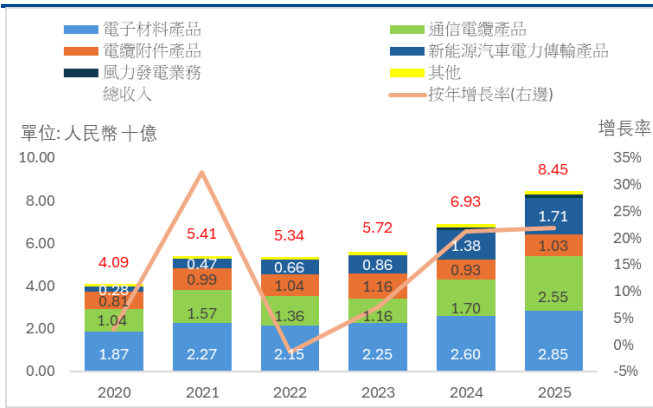
技術領先但競爭加劇：公司憑藉電子材料的絕緣技術，延伸至電力領域，形成電纜附件業務。公司提供核級、高壓熱縮連接器，應用於電力、鐵路、核電及化工等行業。沃爾是國內首家獲得1E級KI類認證核級附件的製造商，彰顯技術領導地位。收入由人民幣8億元增至人民幣10.3億元（複合年增長率約5%），但毛利率由49%降至37%，主因新能源汽車需求轉弱、市場競爭加劇，以及為捍衛市佔率而進行的價格下調。

AI需求帶動增長：受惠於AI數據中心需求，通訊電纜業務收入由人民幣10.4億元增至人民幣25.5億元（複合年增長率約20%），收入佔比由25%升至30%。根據招股說明書，高速銅纜收入由2024年首九個月的人民幣1.8億元，增至2025年首九個月的人民幣7.48億元（按年增長4倍），佔該分部收入40%，貢獻分部收入增長的81%，以及公司整體收入增長的45%。同期，該分部毛利率達23%，主要由毛利率達45.6%的高速銅纜所帶動，遠高於消費及工業用電纜的5.2%毛利率。高速銅纜貢獻該分部毛利的85%、公司整體毛利的18%，以及總毛利增長的71%，成為關鍵的增長及盈利引擎。

高增長但利潤率受壓：新能源汽車產品分部涵蓋電動車充電價值鏈（充電槍、直流快充/超快充插座、車載配件）。受惠於新能源汽車需求持續增長，收入由人民幣2.8億元增至人民幣17億元（複合年增長率49%），佔比升至24%。公司在中國直流充電槍市場排名第一（市佔率超過41%），客戶基礎廣泛，覆蓋比亞迪、吉利、奇瑞及長安等主流整車廠。然而，隨著業務規模擴大，毛利率由42%降至21%，主要由於為爭取市佔率而降價。2025年，該分部貢獻總毛利的14%，屬高增長但盈利貢獻有限。

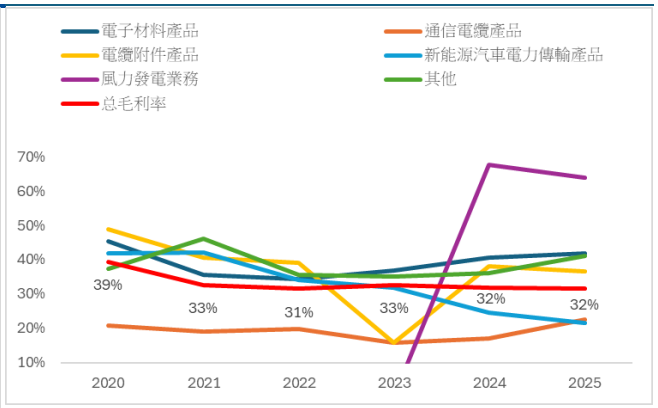
風電及其他業務：此外，公司營運三個自建風電場（總容量144.2兆瓦），所有發電量均全額上網銷售。其他業務（透過深圳華磊）為離散製造企業提供MOM/MES軟件。2025年，這兩項業務合共貢獻收入人民幣3.14億元，佔總收入4%。兩者均錄得盈利（風電毛利率64% / 軟件毛利率41%），惟對公司整體利潤貢獻有限。

圖 5：收入及按年增長（人民幣 十億）



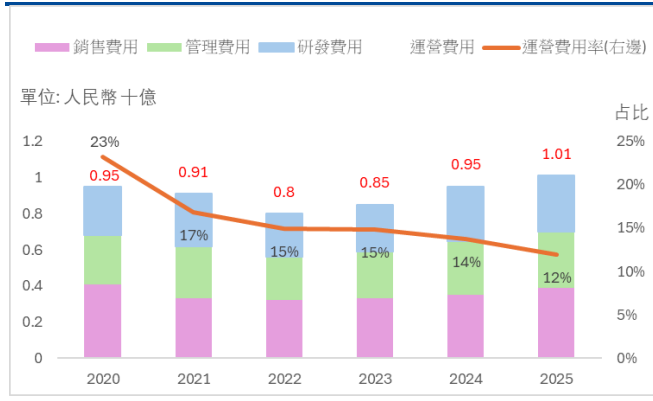
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：毛利率拆解



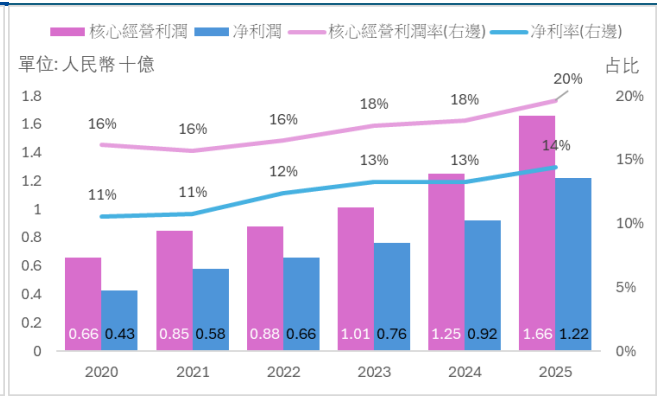
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：運營費用拆解（人民幣 十億）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：盈利拆解（人民幣 十億）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們的看法：股價在近期公佈業績後回落，主要由於毛利率及利潤低於預期。然而，我們認為利潤受壓屬暫時性，因為傳統業務表現穩定，而高速銅纜業務按季增長強勁。此外，外匯虧損屬一次性，而銅價上漲的影響尚未在未來價格中反映，考慮到公司具備較強的定價能力。

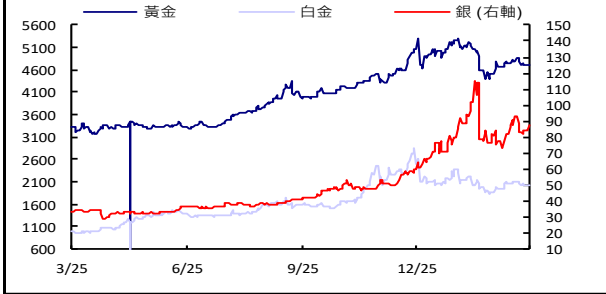
市場對沃爾最大的憂慮在於「光進銅退」對AI連接的影響。不過，NVIDIA行政總裁黃仁勳在GTC 2026大會上已明確指出，兩種技術將共存：光纖適用於較長距離(>7米)，在成本及能源效益上具優勢，但光纖供應緊張且價格昂貴；銅纜則適用於機櫃內(<3米)及相鄰機櫃(3-7米)的連接，具備低延遲、低功耗及低成本優勢。未來3至5年，銅纜仍將是主流方案。LightCounting預測，2025至2029年全球高速銅纜市場的複合年增長率為27%，其中AEC（有源銅纜，即DAC加上信號增強芯片）在2024至2028年的複合年增長率達45%。AI集群持續擴張，將帶動銅纜的絕對需求。

沃爾已鎖定中國超過60%的Rosendahl發泡機生產線產能（全球每年供應約10條線），憑藉其工藝技術，能夠大規模生產224G銅纜。公司深度融入安費諾（Amphenol）、莫仕（Molex）、泰科電子（TE）、立訊精密及奕樺等連接器巨頭的供應鏈。雖然沃爾屬二級供應商，但其合作夥伴均是AI核心推動者（安費諾為NVIDIA GB200的獨家銅纜供應商）。進入這些供應鏈需要多年認證，構成強大的准入門檻。

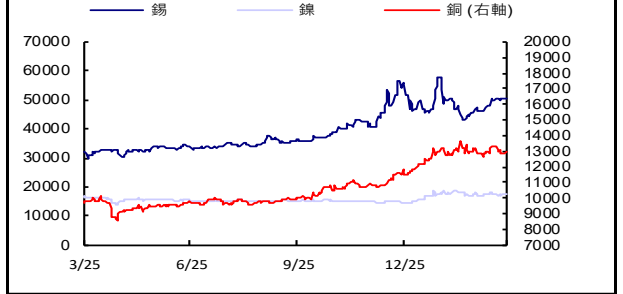
2026年第一季資本開支顯著，主要用於惠州及馬來西亞廠房，以及新增約10條Rosendahl發泡機生產線，帶動總產能提升300%。主要催化劑：(1) 448G樣品已送交主要客戶進行認證，預計1至2個季度內完成。新產品將帶動性能及價值升級；(2) 作為比亞迪核心「兆瓦閃充」供應商，比亞迪計劃建設超過20,000個充電站，將直接帶動液冷充電槍的出貨量。該股現價對應2026財年預測市盈率約17倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

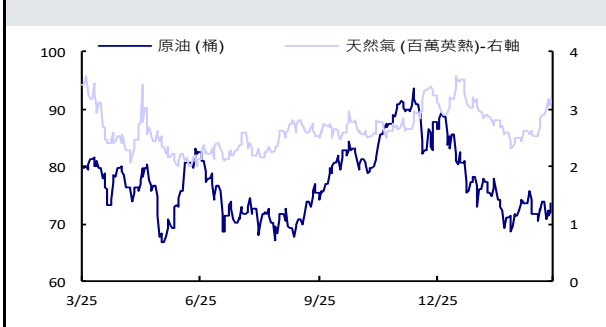
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4722	0.0	(3.3)	41.7
白金 (盎司)	2015	0.0	(0.2)	104.1
銀 (盎司)	84	(3.7)	19.0	160.4



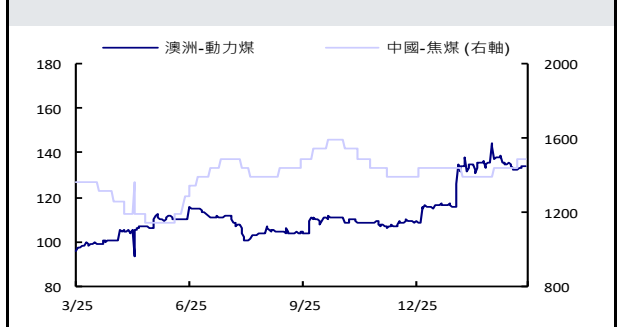
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12954	0.0	4.3	36.0
鎳 (噸)	17469	0.0	4.9	5.5
錫 (噸)	50331	0.0	9.6	57.4



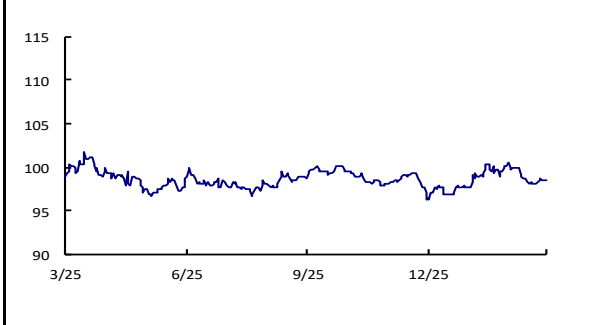
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.4	(2.0)	51.5	49.8
天然氣 (百萬英熱)	2.5	0.0	(16.8)	(20.4)



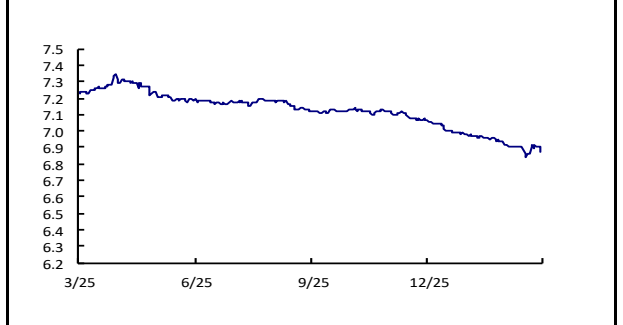
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	0.0	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	133.7	0.0	14.2	42.6



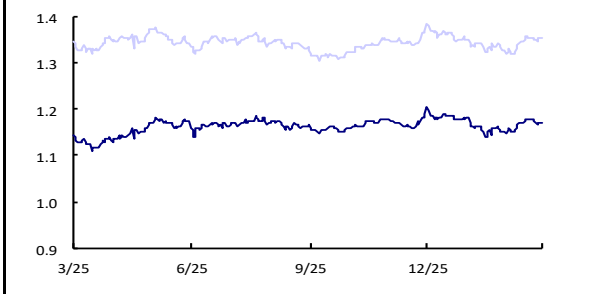
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.5	(0.1)	1.4	(0.9)



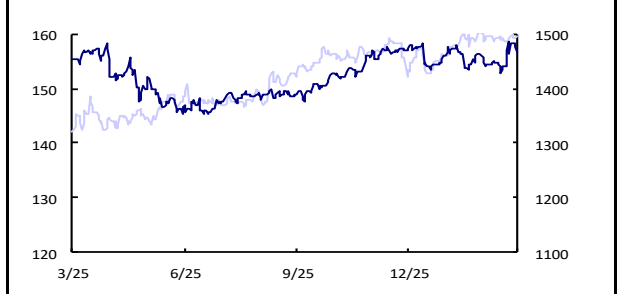
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	0.5	(12)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.1	(11)	3.1
英鎊	1.4	0.1	(0.3)	1.6



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.4	(0.1)	4.0	10.9
韓圓	1475.5	0.6	2.1	1.4



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年5月1日
個人收入與支出	月		26年4月30日
耐久財訂單	月		26年4月29日
工廠訂單	月		26年5月4日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月30日
貿易收支	月		26年5月5日
批發庫存	月		26年4月29日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
就業報告	月		26年5月8日
消費者物價指數	月		26年5月12日
零售業銷售額	月		26年5月14日
生產者物價指數	月		26年5月13日
成屋銷售量	月		26年5月11日
工業生產指數	月		26年5月15日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28日
新屋銷售	月		26年5月5日
商業庫存	月		26年5月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
失業率報告	月		26年5月19日
消費者物價指數	月		26年5月21日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有深圳市沃爾核材股份有限公司 - H股(9981.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455