

2026年02月04日

# 华源控股（002787.SZ）

## 聚焦半导体设备及核心配套，第二成长曲线正逐渐开启

### 投资要点

◆ 传统主业聚焦国内外知名企业，经营业绩稳健： 公司成立于 1998 年 6 月 23 日，主营业务为包装产品的研发、生产及销售，金属包装业务具备从产品工艺设计、模具开发、CTP 制版、平整剪切、涂布印刷、产品制造到设备研制等全产业链的生产、技术与服务能力；塑料包装业务同时具有注塑和吹塑的量化生产能力，是国内包装领域为数不多的拥有完整业务链的技术服务型企业。公司市场定位较为明确，在金属包装领域坚持走高端路线，形成了长期稳定的高端客户群体，主要客户立邦、阿克苏、佐敦、嘉宝莉、艾仕得等均为国际国内大型化工涂料企业。公司塑料包装业务主要客户有壳牌、美孚、胜牌、大联石油化工、汉高等多家国内外知名企业。食品包装方面，公司自 2014 年以来已经陆续向彩印铁、瓶盖、食用油等客户供货，相关客户主要包括奥瑞金、娃哈哈、美佳渔业、迈大、旺旺等。公司产品种类齐全，客户结构优质，从公司 2015 年 12 月 31 日上市之后披露的财报显示，公司营收从 2016 年的 10.07 亿元增长至 2024 年的 24.49 亿元，且期间公司归母净利润均为正。2026 年 1 月 20 日，根据公司发布的 2025 年度业绩预告，2025 年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 10,680 万元~11,800 万元，比上年同期增长 50.98%~66.82%。我们认为，公司传统主业稳定发展，客户结构优质，经营业绩稳健，是公司发展稳定的基本盘。

◆ 积极布局半导体业务，聚焦半导体设备及核心配套，第二成长曲线逐渐开启： 近几年公司依托于传统业务稳健的现金流支持，也在积极寻找布局新的业务方向。公司长期聚焦高成长性科技赛道，通过创投基金提前完成早期布局，直接及间接参投项目覆盖新能源汽车、人工智能、半导体等领域，已成功投出宇树科技、优讯芯片、强一半导体、鑫华半导体、固德电材等上市及拟上市企业。通过前期持续跟踪和研判，公司最终选定半导体产业作为核心转型方向，并于 2025 年正式启动战略落地。未来，公司将聚焦半导体设备及核心配套环节，通过“自主设立+股权收购+战略协同”模式构建完整布局，助力高端制造转型与新质生产力拓展。具体布局如下：一是自主培育核心业务，设立控股子公司苏州致源真空科技，聚焦半导体分子泵研发、生产及销售；二是股权收购强化细分赛道，收购无锡暖芯半导体 51% 股权实现控股，其专注半导体温控设备，承诺 2025-2027 年三年平均净利润不低于 1000 万元；三是战略协同完善生态，与上海寰鼎集成电路达成合作，已签控股意向性协议，正式协议磋商中。其主营半导体设备及耗材研发、销售与技术服务，可推动公司多元化布局，打造第二增长曲线。人才层面，已构建国际化专业团队，核心负责人张健博士具备深厚产业经验与人脉，独立董事陈伟教授提供前沿学术指导，搭配台胞顾问团队、新加坡技术支持团队，筑牢业务发展人才根基。上海寰鼎集成电路成立于 2001 年，专注于提供高性能的 SiC 工艺设备，并依托母公司的产业布局为半导体、光电器件、PCB 设备及其耗材的分销和技术服务，客户群体已遍布国内多家半导体厂及封装测试厂。我们认为，通过与上海寰鼎集成电路的合作，公司已经初步完

## 公司快报

机械 | 金属制品III

买入(首次)

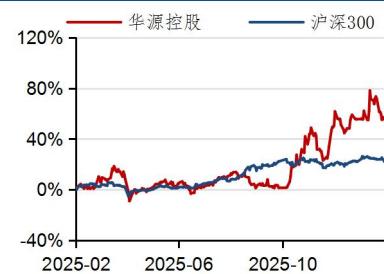
股价(2026-02-04)

12.99 元

### 交易数据

|            |            |
|------------|------------|
| 总市值 (百万元)  | 4,353.94   |
| 流通市值 (百万元) | 3,258.67   |
| 总股本 (百万股)  | 335.18     |
| 流通股本 (百万股) | 250.86     |
| 12 个月价格区间  | 13.70/7.58 |

### 一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 2.85 | 18.53 | 37.74 |
| 绝对收益 | 4.34 | 19.5  | 60.84 |

### 分析师

熊军

SAC 执业证书编号: S0910525050001  
xiongjun@huajinsc.cn

### 分析师

王臣复

SAC 执业证书编号: S0910523020006  
wangchenfu@huajinsc.cn

### 相关报告



成了市场销售渠道的布局。同时，设立控股子公司苏州致源真空科技、收购无锡暖芯半导体 51% 股权实现控股等，是公司在产品供应端的实际落地。通过上述几个方面的布局落地，公司半导体业务转型正在逐步实现，作为第二成长曲线的半导体业务成长预计将逐阶开启，前景可期。

- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2025 年~2027 年分别实现营收 25.37 亿元、27.81 亿元、30.33 亿元，分别实现归母净利润 1.14 亿元、1.43 亿元、1.85 亿元，对应 PE 分别为 38.1 倍、30.5 倍、23.5 倍，考虑到公司战略布局清晰，目前正处于各项目逐步落地阶段，未来成长空间有望持续打开，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**市场竞争加剧风险、并购失败风险、宏观不景气风险、业务转型不及预期风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,411 | 2,449 | 2,537 | 2,781 | 3,033 |
| YoY(%)     | 6.5   | 1.6   | 3.6   | 9.6   | 9.1   |
| 归母净利润(百万元) | 8     | 71    | 114   | 143   | 185   |
| YoY(%)     | -22.1 | 739.0 | 61.7  | 24.9  | 29.7  |
| 毛利率(%)     | 14.4  | 15.4  | 16.4  | 17.9  | 19.2  |
| EPS(摊薄/元)  | 0.03  | 0.21  | 0.34  | 0.43  | 0.55  |
| ROE(%)     | 0.5   | 3.7   | 5.9   | 6.8   | 8.1   |
| P/E(倍)     | 516.4 | 61.6  | 38.1  | 30.5  | 23.5  |
| P/B(倍)     | 2.7   | 2.4   | 2.3   | 2.1   | 2.0   |
| 净利率(%)     | 0.3   | 2.9   | 4.5   | 5.1   | 6.1   |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务拆分

1、考虑到公司传统主业包装产品业务稳健、客户质地优质，我们预计 2025 年~2027 年公司该业务营收增速分别为 3.00%、3.00%、3.00%，预计该业务毛利率分别为 15.50%、15.50%、15.50%；

2、公司积极布局半导体业务，且相关项目逐步落地，我们认为，通过与上海寰鼎集成电路的合作，公司已经初步完成了市场销售渠道的布局。同时，设立控股子公司苏州致源真空科技、收购无锡暖芯半导体 51% 股权实现控股等，是公司在产品供应端的实际落地。我们预计 2026 年~2027 年公司该业务营收分别为 1.50 亿元、3.00 亿元，业务毛利率分别为 40.00%、40.00%；

3、我们预计 2025 年~2027 年公司其他业务营收增速分别为 30.00%、30.00%、30.00%，其他业务毛利率分别为 50.00%、50.00%、50.00%。

表 1：华源控股业绩拆分（百万元）

|              | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>包装产品</b>  | 2,380.03 | 2,398.16 | 2,470.10 | 2,544.20 | 2,620.53 |
| 同比 (%)       |          | 0.76%    | 3.00%    | 3.00%    | 3.00%    |
| 毛利率 (%)      | 13.95%   | 14.60%   | 15.50%   | 15.50%   | 15.50%   |
| <b>半导体业务</b> |          |          |          | 150.00   | 300.00   |
| 同比 (%)       |          |          |          |          | 100.00%  |
| 毛利率 (%)      |          |          |          | 40.00%   | 40.00%   |
| <b>其他业务</b>  | 30.75    | 51.10    | 66.43    | 86.36    | 112.27   |
| 同比 (%)       |          | 66.19%   | 30.00%   | 30.00%   | 30.00%   |
| 毛利率 (%)      | 46.88%   | 52.94%   | 50.00%   | 50.00%   | 50.00%   |
| <b>营收合计</b>  | 2,410.78 | 2,449.26 | 2,536.53 | 2,780.57 | 3,032.80 |
| 同比 (%)       |          | 1.60%    | 3.56%    | 9.62%    | 9.07%    |
| 毛利率 (%)      | 14.37%   | 15.40%   | 16.40%   | 17.89%   | 19.20%   |

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、估值分析

我们选取宝钢包装、昇兴股份、裕同科技、京仪装备作为可比公司，其中：宝钢包装是国内快速消费品金属包装的龙头企业，国内金属包装领域的领导者和行业标准制定者之一；昇兴股份是一家集金属包装产品生产、饮料灌装、协同营销服务、设备研发制造、供应链服务及工业服务于一身的多功能复合型集团化上市公司；裕同科技专注消费电子、酒、个人护理、食品、医疗保健和烟草等六大核心领域包装的同时，注重业务多元化，开发包括宠物用品、消费电子零部件、新材料等产品，以及环保替塑、印前媒体、零售卖场物料、文创产品、注塑、光刻印刷等定制化业务；京仪装备是一家集研发、生产和销售为一体的高端装备制造企业，主要产品包括半导体专用温控设备(Chiller)、晶圆传片设备(Sorter/EFEM)、半导体专用工艺废气处理设备(Local Scrubber)等专用设备，现已广泛应用于半导体、LED、LCD 等领域。华源控股 2025 年对应估值低于可比公司估值均值，2026 年~2027 年对应估值略高于可比公司均值。考虑到公司战略布局

局清晰，目前正处于各项目逐步落地阶段，未来成长空间有望持续打开，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 上市公司 | 市值(亿元) | 归母净利润(亿元) |       |       | PE    |       |       |
|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 宝钢包装 | 76     | 1.98      | 2.86  | 3.80  | 38.5  | 26.6  | 20.1  |
| 昇兴股份 | 66     | 3.26      | 4.55  | 5.62  | 20.2  | 14.4  | 11.7  |
| 裕同科技 | 276    | 16.37     | 18.62 | 21.05 | 16.9  | 14.8  | 13.1  |
| 京仪装备 | 201    | 2.13      | 3.40  | 4.96  | 94.5  | 59.3  | 40.7  |
| 均值   |        |           |       |       | 42.5  | 28.8  | 21.4  |
| 华源控股 | 44     | 1.14      | 1.43  | 1.85  | 38.1  | 30.5  | 23.5  |

资料来源：wind 一致预期、华源控股盈利预测来自华金证券研究所，注：数据截至 2026 年 2 月 4 日，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |       |       |       |       | 利润表(百万元) |           |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度              | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E    | 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产              | 1720  | 1770  | 1951  | 2022  | 2292     | 营业收入      | 2411  | 2449  | 2537  | 2781  | 3033  |
| 现金                | 329   | 534   | 530   | 609   | 687      | 营业成本      | 2064  | 2072  | 2120  | 2283  | 2450  |
| 应收票据及应收账款         | 550   | 502   | 587   | 607   | 696      | 营业税金及附加   | 11    | 14    | 13    | 14    | 16    |
| 预付账款              | 68    | 47    | 72    | 58    | 84       | 营业费用      | 27    | 33    | 30    | 33    | 35    |
| 存货                | 409   | 341   | 427   | 400   | 487      | 管理费用      | 114   | 127   | 109   | 133   | 136   |
| 其他流动资产            | 364   | 346   | 335   | 348   | 337      | 研发费用      | 94    | 89    | 86    | 111   | 118   |
| 非流动资产             | 1026  | 1056  | 1007  | 1001  | 977      | 财务费用      | 41    | 28    | 16    | 14    | 26    |
| 长期投资              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0        | 资产减值损失    | -63   | -20   | -21   | -23   | -25   |
| 固定资产              | 654   | 709   | 676   | 679   | 675      | 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产              | 170   | 159   | 158   | 158   | 147      | 投资净收益     | -1    | -2    | -1    | -2    | -1    |
| 其他非流动资产           | 201   | 188   | 173   | 164   | 155      | 营业利润      | 10    | 98    | 140   | 167   | 225   |
| 资产总计              | 2746  | 2825  | 2958  | 3023  | 3269     | 营业外收入     | 1     | 1     | 18    | 22    | 10    |
| 流动负债              | 1034  | 829   | 911   | 863   | 961      | 营业外支出     | 2     | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 短期借款              | 403   | 477   | 477   | 477   | 477      | 利润总额      | 9     | 94    | 155   | 186   | 232   |
| 应付票据及应付账款         | 341   | 256   | 355   | 303   | 404      | 所得税       | 1     | 26    | 41    | 45    | 51    |
| 其他流动负债            | 289   | 97    | 79    | 84    | 80       | 税后利润      | 8     | 69    | 114   | 141   | 182   |
| 非流动负债             | 56    | 144   | 115   | 95    | 72       | 少数股东损益    | -0    | -2    | -1    | -2    | -4    |
| 长期借款              | 0     | 94    | 65    | 46    | 23       | 归属母公司净利润  | 8     | 71    | 114   | 143   | 185   |
| 其他非流动负债           | 56    | 50    | 50    | 50    | 50       | EBITDA    | 124   | 235   | 259   | 296   | 348   |
| 负债合计              | 1090  | 973   | 1026  | 958   | 1033     |           |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 15    | 13    | 12    | 11    | 7        |           |       |       |       |       |       |
| 股本                | 331   | 342   | 342   | 342   | 342      |           |       |       |       |       |       |
| 资本公积              | 860   | 1016  | 1016  | 1016  | 1016     |           |       |       |       |       |       |
| 留存收益              | 474   | 544   | 644   | 765   | 912      |           |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益         | 1641  | 1839  | 1920  | 2054  | 2229     |           |       |       |       |       |       |
| 负债和股东权益           | 2746  | 2825  | 2958  | 3023  | 3269     |           |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 会计年度              | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E    |           |       |       |       |       |       |
| 经营活动现金流           | 153   | 204   | 129   | 213   | 219      |           |       |       |       |       |       |
| 净利润               | 8     | 69    | 114   | 141   | 182      |           |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销              | 101   | 122   | 89    | 96    | 105      |           |       |       |       |       |       |
| 财务费用              | 41    | 28    | 16    | 14    | 26       |           |       |       |       |       |       |
| 投资损失              | 1     | 2     | 1     | 2     | 1        |           |       |       |       |       |       |
| 营运资金变动            | -72   | -36   | -90   | -39   | -94      |           |       |       |       |       |       |
| 其他经营现金流           | 74    | 20    | -0    | -0    | -0       |           |       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流           | -100  | -42   | -41   | -92   | -82      |           |       |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流           | -147  | 46    | -93   | -42   | -59      |           |       |       |       |       |       |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.03  | 0.21  | 0.34  | 0.43  | 0.55     | P/E       | 516.4 | 61.6  | 38.1  | 30.5  | 23.5  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.46  | 0.61  | 0.39  | 0.64  | 0.65     | P/B       | 2.7   | 2.4   | 2.3   | 2.1   | 2.0   |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 4.75  | 5.49  | 5.73  | 6.13  | 6.65     | EV/EBITDA | 37.4  | 19.3  | 17.3  | 14.9  | 12.3  |
| <b>主要财务比率</b>     |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 会计年度              | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E    |           |       |       |       |       |       |
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)           | 6.5   | 1.6   | 3.6   | 9.6   | 9.1      |           |       |       |       |       |       |
| 营业利润(%)           | 120.3 | 894.2 | 43.0  | 19.4  | 34.8     |           |       |       |       |       |       |
| 归属于母公司净利润(%)      | -22.1 | 739.0 | 61.7  | 24.9  | 29.7     |           |       |       |       |       |       |
| <b>获利能力</b>       |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)            | 14.4  | 15.4  | 16.4  | 17.9  | 19.2     |           |       |       |       |       |       |
| 净利率(%)            | 0.3   | 2.9   | 4.5   | 5.1   | 6.1      |           |       |       |       |       |       |
| ROE(%)            | 0.5   | 3.7   | 5.9   | 6.8   | 8.1      |           |       |       |       |       |       |
| ROIC(%)           | 0.9   | 3.3   | 5.0   | 5.7   | 6.8      |           |       |       |       |       |       |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)          | 39.7  | 34.4  | 34.7  | 31.7  | 31.6     |           |       |       |       |       |       |
| 流动比率              | 1.7   | 2.1   | 2.1   | 2.3   | 2.4      |           |       |       |       |       |       |
| 速动比率              | 1.0   | 1.3   | 1.3   | 1.5   | 1.5      |           |       |       |       |       |       |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0      |           |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转率           | 4.6   | 4.7   | 4.7   | 4.7   | 4.7      |           |       |       |       |       |       |
| 应付账款周转率           | 6.3   | 6.9   | 6.9   | 6.9   | 6.9      |           |       |       |       |       |       |
| <b>估值比率</b>       |       |       |       |       |          |           |       |       |       |       |       |
| P/E               | 516.4 | 61.6  | 38.1  | 30.5  | 23.5     |           |       |       |       |       |       |
| P/B               | 2.7   | 2.4   | 2.3   | 2.1   | 2.0      |           |       |       |       |       |       |
| EV/EBITDA         | 37.4  | 19.3  | 17.3  | 14.9  | 12.3     |           |       |       |       |       |       |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% 至 15% 之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% 至 5% 之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5% 至 15% 之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10% 以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于 -10% 至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10% 以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

熊军、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)