

华源控股 (002787.SZ) 从包装龙头到半导体设备新锐，双轮驱动成长可期

2026年05月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

郭彬（分析师）

吕明（分析师）

guobin@kysec.cn

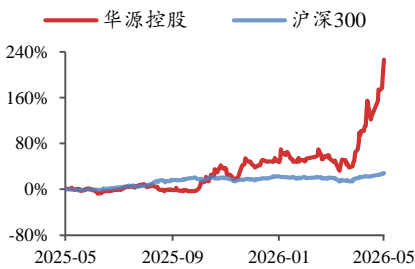
lvming@kysec.cn

证书编号：S0790525090002

证书编号：S0790520030002

日期	2026/5/13
当前股价(元)	27.37
一年最高最低(元)	27.85/7.71
总市值(亿元)	91.74
流通市值(亿元)	68.66
总股本(亿股)	3.35
流通股本(亿股)	2.51
近3个月换手率(%)	414.86

股价走势图



数据来源：聚源

● **2025年公司业绩逆势改善，双轮驱动开启成长新周期，给予“买入”评级**
2025年公司经营呈现“营收短期承压、盈利逆势高增”的特征，全年实现营业收入 23.11 亿元，受下游行业阶段性需求疲软影响同比小幅下降 5.6%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 60.4%。盈利能力持续优化，全年销售毛利率提升至 17.6%，归母净利率攀升至 4.9%，盈利结构持续改善，核心主业盈利质量显著增强。公司核心看点在于已构建“传统包装主业稳筑基本盘 + 半导体高端制造打造第二增长曲线”的双轮驱动格局，2025 年完成半导体业务全链条产业布局，2026 年起正式进入业绩兑现期。公司两大主业所处赛道均具备高成长空间与长期发展潜力，有望实现长期稳定增长。半导体业务 2026 年起正式并表兑现业绩，我们预计 2026-2028 年半导体业务营收分别为 3.30/6.10/9.50 亿元，对应同比增速 100.0%/84.9%/55.7%，将成为公司核心增长引擎，持续打开长期成长空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.66/2.18/3.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.50/0.65/0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 51.5/39.2/27.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 包装主业：经营底盘稳固，核心优势筑牢转型安全垫

2025 年公司金属包装、塑料包装业务虽受下游化工、食品饮料、日化行业短期需求波动影响营收同比小幅下滑，但两大业务毛利率分别逆势提升 2.75、1.16 pct，成本管控能力突出。公司核心竞争优势显著：一是以高毛利化工罐为核心品类，营收占比常年超 55%，下游绑定立邦、海天等全球头部客户，订单与盈利稳定性强；二是具备 A 股稀缺的金属及塑料包装一体化供应能力，可满足头部客户一站式采购需求，客户粘性与抗周期能力突出；三是现金流与制造能力形成强力支撑，2025 年经营活动现金流净额同比大增 128.4%，充裕资金保障半导体业务布局，主业的精密制造与管理经验，可赋能新业务产能爬坡与成本优化。

● 半导体业务：全链条布局落地，第二增长曲线开启放量周期

2025 年公司设立全资子公司苏州华源半导体（原芯源科技）作为半导体业务专属运营平台，通过控股收购无锡暖芯（高精度温控设备）/ 上海寰鼎（RTP 快速热处理设备）、合资设立苏州致源（真空分子泵），完成半导体核心设备多赛道布局，实现从财务投资到产业实体运营的跨越。2026 年 5 月 11 日，公司进一步设立控股子公司苏州华源宏澄科技，布局光通信设备 / 光电子器件制造与销售，持续深化半导体全产业链布局。行业层面，国内半导体设备行业进入国产替代黄金窗口期，核心赛道成长空间广阔，其中 2024 年国内半导体温控设备国产化率仅 34.0%，中高端市场仍由外资主导，国产替代需求迫切。公司旗下业务下游均覆盖国内主流晶圆厂 / 封测厂，协同效应突出，可打造一站式配套解决方案加速市场放量，充分受益于行业国产替代红利。

● **风险提示：** 主业盈利承压、新业务拓展不及预期、汇率波动等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,449	2,311	2,721	3,110	3,537
YOY(%)	1.6	-5.6	17.7	14.3	13.7
归母净利润(百万元)	71	113	166	218	307
YOY(%)	739.0	60.4	46.6	31.2	40.6
毛利率(%)	15.4	17.6	19.0	19.8	22.1
净利率(%)	2.9	4.9	6.1	7.0	8.7
ROE(%)	3.7	6.0	8.1	9.6	11.9
EPS(摊薄/元)	0.21	0.34	0.50	0.65	0.92
P/E(倍)	121.1	75.5	51.5	39.2	27.9
P/B(倍)	4.7	4.6	4.2	3.8	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：包装龙头转型，双轮驱动格局成型.....	4
1.1、 发展历程：深耕包装二十余年，战略切入半导体设备赛道.....	4
1.2、 股权与治理：股权结构稳定，管理层转型战略清晰、执行力明确.....	4
1.3、 公司财务状况与经营业绩分析.....	6
2、 传统主业：包装基本盘稳固，盈利与现金流持续优化.....	10
2.1、 行业概况：需求稳健，头部企业集中度持续提升.....	10
2.1、 包装主业：业绩核心基本盘，经营稳健韧性突出.....	12
2.2、 公司核心竞争优势.....	13
3、 半导体业务：卡位国产替代核心环节，成长弹性逐步兑现.....	16
3.1、 行业红利：半导体设备国产替代大趋势，细分赛道高景气延续.....	16
3.2、 战略布局：锚定半导体国产化机遇，打造第二增长曲线.....	19
3.3、 半导体全链条协同布局（上海寰鼎战略合作）.....	19
3.4、 核心业务线 1：半导体温控设备（无锡暖芯）.....	20
3.5、 核心业务线 2：半导体真空设备（苏州致源）.....	21
4、 盈利预测与关键假设.....	22
4.1、 关键假设.....	22
5、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 华源控股从 1998 年设立起步，深耕金属包装主业到 2025 年切入半导体赛道.....	4
图 2： 截至 2026 年 3 月，公司最终受益入、实际控制人为李志聪，直接持股 32.26%.....	5
图 3： 公司核心管理团队专业履历与职责分工.....	6
图 4： 2026Q1 公司实现营收 5.85 亿元（同比+4.2%）.....	7
图 5： 2026Q1 公司实现归母净利润 0.26 亿元（+15.7%）.....	7
图 6： 2026Q1 公司毛利率/净利率提升 4.4%.....	8
图 7： 2026Q1 公司研发费用率同比回落 0.5 pct.....	8
图 8： 2026Q1 公司经营现金流净额为-1.70 亿元.....	8
图 9： 2026Q1 公司投资现金流净额为-0.92 亿元.....	8
图 10： 2026Q1 公司筹资现金流净额为 1.56 亿元.....	9
图 11： 2026Q1 公司期末现金及现金等价物为 3.66 亿元.....	9
图 12： 2025 年化工罐业务占比高达 55.3%.....	10
图 13： 2025 年华东地区营收占比高达 44.3%.....	10
图 14： 2025 年中国包装行业规模达 20546.27 亿元.....	11
图 15： 2025 年中国包装规上企业数量达 20230 家.....	11
图 16： 2024 年中国金属包装市场规模达 1580 亿元.....	11
图 17： 2023 年中国金属包装规上企业数量达 928 家.....	11
图 18： 2023 年中国塑料包装市场规模达 1623.03 亿元.....	12
图 19： 2023 年中国塑料包装规上企业数量达 2178 家.....	12
图 20： 2024 年中国食品包装市场规模达 3992 亿元（同比增长 7.08%）.....	12
图 21： 2025 年公司金属包装业收入达 17.40 亿元.....	13

图 22: 2025 年化工罐业务占比达 55.3%.....	13
图 23: 公司产品矩阵覆盖金属包装、塑料包装、新能源等.....	14
图 24: 公司在金属包装领域与立邦、阿克苏、佐敦、嘉宝莉、艾仕得等化工涂料龙头形成长期稳定合作.....	14
图 25: 公司产能与布局总览 20 家生产基地全国组网 全品类产能储备充足.....	15
图 26: 2026Q1 公司研发费用率为 2.7%.....	16
图 27: 2025 年公司研发人员为 221 人, 占比为 11.4%.....	16
图 28: 2020-2025 年全球半导体设备市场规模 CAGR 达 13.3%.....	16
图 29: 2025 年全球半导体温控设备市场规模达 8.49 亿元.....	17
图 30: 2025 年全球半导体分子泵市场规模达 6.38 亿元.....	17
图 31: 2025 年中国半导体设备市场规模达 3755 亿元.....	18
图 32: 2025 年中国半导体设备企业注册量达 77225 家.....	18
图 33: 2024 年国产半导体专用温控设备采购比例为 34.0%.....	18
图 34: 上海寰鼎半导体核心设备产品矩阵覆盖自研 RTP 快速热处理设备、半导体封装核心代理设备.....	20
图 35: 无锡暖芯生产基地车间实景.....	21
图 36: 无锡暖芯核心温控设备系列产品.....	21
图 37: 上海致鼎分子泵产品实物图.....	22
图 38: 上海致鼎两岸及亚太地区服务网点布局.....	22
表 1: 预计公司 2026-2028 年收入分别为 27.21/31.10/35.37 亿元, 分别同比+17.7%/14.3%/13.7%.....	23
表 2: 公司包装主业分布 PE 2026/2027/2028 估值分别为 25.2/20.3/17.5 倍.....	25
表 3: 公司半导体板块分布 PE 2026/2027/2028 估值分别为 37.1/59.7/87.1 倍.....	26

1、公司概况：包装龙头转型，双轮驱动格局成型

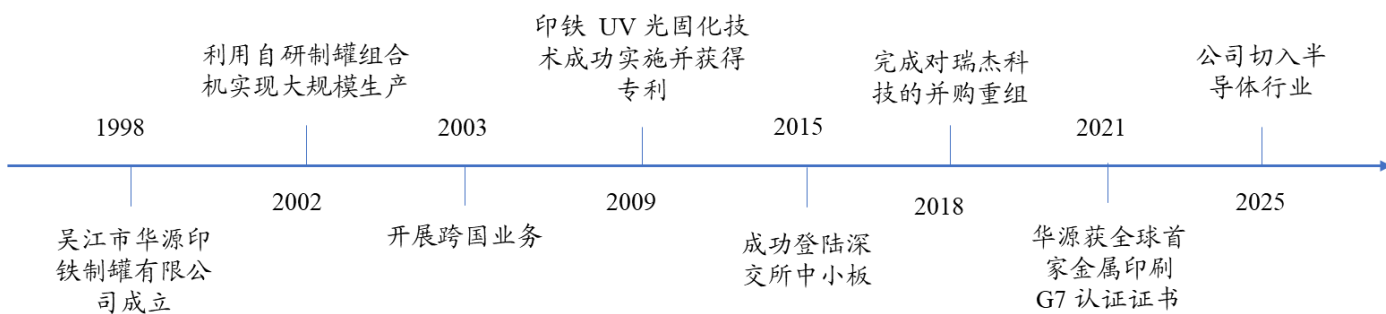
公司成立于 1998 年，2015 年于深交所主板上市。公司深耕包装领域二十余年，核心主营金属、塑料包装产品的研产销，产品覆盖化工罐、食品包装、注塑 / 吹塑制品，长期服务立邦、阿克苏、壳牌等全球头部客户，具备稳定的盈利与现金流支撑。2025 年公司启动战略转型，锚定半导体设备国产替代赛道，通过自主研发与外延并购双轮布局，切入半导体温控设备、磁悬浮分子泵核心领域，形成“传统包装基本盘 + 半导体业务增长极”的双轮驱动发展格局。

1.1、发展历程：深耕包装二十余年，战略切入半导体设备赛道

华源控股深耕包装行业近三十年，发展历程稳健扎实。1998 年公司前身（吴江市华源印铁制罐有限公司）成立，正式切入金属包装赛道；2002 年实现规模化生产，2003 年启动跨国业务布局；2009 年核心印铁技术获专利，持续夯实技术壁垒；2015 年登陆深交所主板，开启资本化发展新阶段；2018 年并购瑞杰科技拓展塑料包装业务，形成金属、塑料全品类包装制造能力，深度绑定全球头部客户；2021 年获全球首家金属印刷 G7 认证，筑牢稳定的盈利与现金流底座。

2025 年公司启动战略转型，锚定半导体设备国产替代机遇。依托主业积累的扎实制造能力和充足现金流，公司通过对外收购、自主研发两条路径，快速铺开半导体业务布局。公司控股无锡暖芯半导体，切入半导体专用温控设备领域，相关业务已实现盈利并纳入公司报表；同时设立全资子公司苏州致源真空，聚焦半导体晶圆生产核心的磁悬浮分子泵研发落地。公司也在同步储备产业链协同资源，形成了传统包装稳住基本盘、半导体业务开拓新增长的双主业发展格局。

图1：华源控股从 1998 年设立起步，深耕金属包装主业到 2025 年切入半导体赛道



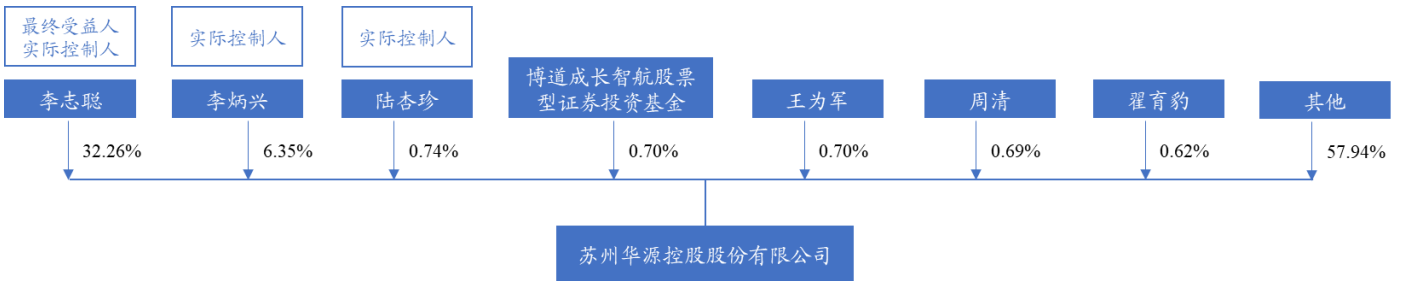
数据来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权与治理：股权结构稳定，管理层转型战略清晰、执行力明确

苏州华源控股股份有限公司股权结构清晰，呈现实际控制人绝对主导、其余股东持股高度分散的特征。截至 2026 年 3 月，公司最终受益人、实际控制人为李志聪，直接持股 32.26%，为公司第一大股东；第二大股东李炳兴持股 6.35%，其余前十大股东均为自然人股东或公募基金产品，单家持股比例均不足 1%，股权集中度高，实控人话语权稳固。产业布局层面，公司通过全资或绝对控股方式，布局包装制品、智

能装备、半导体、新能源、新材料等多领域子公司，业务版图覆盖国内多省市及中国香港地区，产业链延伸布局完善。

图2：截至 2026 年 3 月，公司最终受益人、实际控制人为李志聪，直接持股 32.26%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心管理团队稳定性强、行业积淀深厚、专业能力高度互补，核心成员深耕行业数十年，构建了全链条经营管理体系。董事长、总经理李志聪拥有超 15 年公司核心管理经验，全面统筹公司战略规划与经营管理；1998 年入职的核心骨干沈华加、陆林才，拥有 28 年行业与公司深耕经验，前者主导多项发明专利与实用新型专利、深耕技术研发，后者具备采购、品控、区域运营全链条管理经验，二人分别分管核心业务板块与子公司运营；邵娜女士兼具海外视野与十余年管理经验，统筹公司财务、合规与信息披露核心工作；独立董事吴青川先生拥有 9 次联合国审计项目、20 余项省部级课题的专业积淀，为公司规范治理、科学决策提供强力支撑。

团队对包装、半导体行业发展趋势具备精准的研判能力，保障了公司经营决策的高效性与前瞻性。同时，公司持续优化人才结构，深化产学研合作，搭建完善的人才培养体系，打造了专业配置完备、创新能力突出的人才梯队，为公司长期稳健发展筑牢根基。

图3：公司核心管理团队专业履历与职责分工

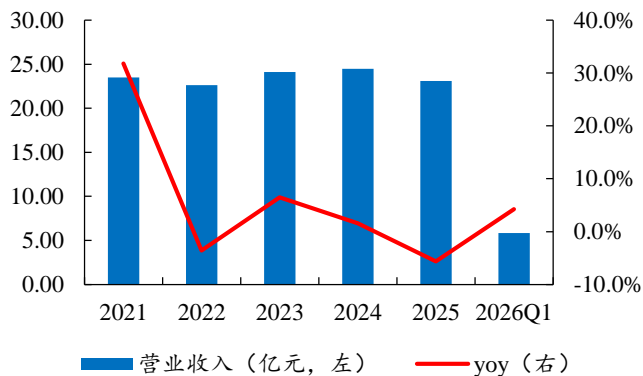


资料来源：公司公告、开源证券研究所

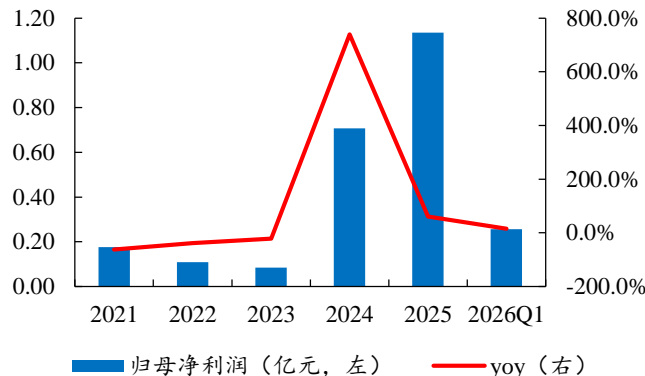
1.3、公司财务状况与经营业绩分析

公司营收端经营底盘稳固，2021-2025 年营收规模始终稳定在 22.00-25.00 亿元区间，各年度分别实现营业收入 23.48 亿元、22.64 亿元、24.11 亿元、24.49 亿元、23.11 亿元，对应同比增速 31.8%、-3.6%、6.5%、1.6%、-5.6%，整体经营韧性突出。2025 年营收同比小幅下滑，主要受下游行业短期需求节奏波动影响，整体规模仍维持在历史稳健运行区间，核心包装主业基本盘未发生改变。2026Q1 公司实现营收 5.85 亿元，同比增长 4.2%，结束 2025 年同比下滑态势重回正增长区间，在下游需求边际回暖、传统包装主业稳量提质及半导体新业务逐步放量的双重驱动下，核心主业的抗周期能力与经营稳定性得到进一步验证。

盈利端呈现明确的拐点式持续高增态势，2021-2023 年受原材料价格大幅波动、行业需求承压等因素影响，归母净利润阶段性承压，各年度分别实现 0.18 亿元、0.11 亿元、0.08 亿元，对应同比增速 -62.2%、-38.5%、-22.1%。2024 年盈利迎来强势修复，全年实现归母净利润 0.71 亿元，同比大幅增长 739.0%；2025 年盈利高增态势延续，全年实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 60.4%，盈利规模再创新高，归母净利率从 2023 年的 0.3% 持续提升至 2025 年的 4.9%，盈利质量与盈利能力持续优化，为公司半导体业务战略转型筑牢了坚实的财务支撑与安全边际。2026Q1 公司实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长 15.7%；归母净利率维持 4.4% 的高位水平，通过精细化费用管控有效对冲了毛利率阶段性波动，盈利稳定性持续增强。

图4：2026Q1 公司实现营收 5.85 亿元（同比+4.2%）


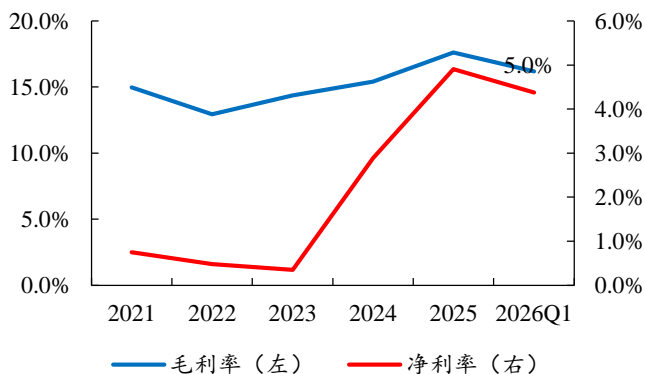
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026Q1 公司实现归母净利润 0.26 亿元（+15.7%）


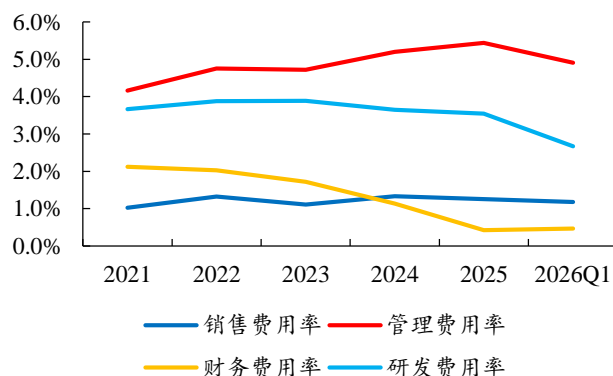
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率呈持续修复、稳步抬升的向好态势，2021-2022 年受上游原材料涨价影响阶段性承压至 12.9% 的低位，2023 年起随原材料成本回落、产品结构优化进入修复通道，2024 年回升至 15.4%，2025 年进一步提升至 17.6%，创下近年新高，盈利底层支撑持续夯实。依托毛利率持续修复叠加费用端精细化管理管控，公司净利率实现跨越式提升，从 2021-2023 年不足 1% 的低位，2024 年大幅升至 2.9%，2025 年进一步攀升至 4.9%，盈利中枢持续上移，盈利质量显著改善。2026Q1 公司单季度净利率达 4.4%，同比提升 0.4 pct，虽较 2025 年全年水平略有回落，但持续维持在 4% 以上的高位区间，较 2021-2023 年的低位水平实现跨越式突破，印证了公司盈利中枢上移的长期趋势，盈利稳定性持续增强。

公司期间费用整体管控成效显著，结构持续优化。核心亮点为财务费用率持续大幅下行，从 2021 年的 2.1% 降至 2025 年的 0.4%，主要系公司优化债务结构、短期借款减少及可转债到期后利息计提减少所致，财务负担显著减轻，直接增厚公司利润。其余各项费用整体平稳可控：销售费用率、研发费用率维持窄幅波动，分别稳定在 1.0%-1.3%、3.5%-3.9% 区间，在保障市场拓展与核心技术研发投入的同时，实现了费用规模的合理管控；管理费用率 2025 年为 5.4%，较 2024 年略有上行，主要系 2025 年公司半导体业务密集布局带来的管理投入增加，整体仍处于合理可控区间，主业精细化管理成效持续凸显。2026Q1 公司销售费用率 1.2%，同比微增 0.2 pct，市场拓展与费用管控实现平衡；管理费用率 4.9%，同比基本持平，半导体业务新增投入被内部运营提效有效对冲；研发费用率 2.7%，同比回落 0.5 pct，系研发投入季节性节奏调整，核心研发投入力度保持稳定，为技术升级与新业务拓展持续赋能。

图6: 2026Q1 公司毛利率/净利率分别为 16.2%/4.4%


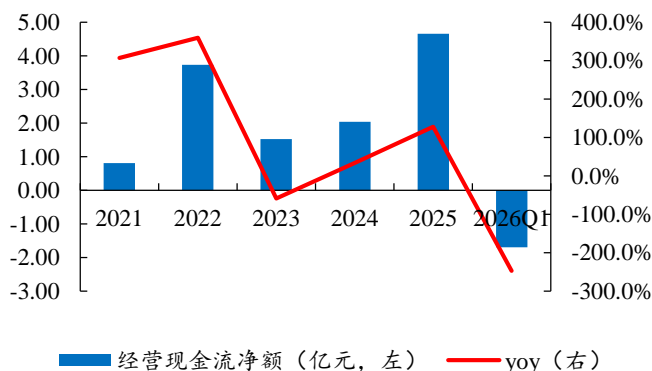
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2026Q1 公司研发费用率同比回落 0.5 pct


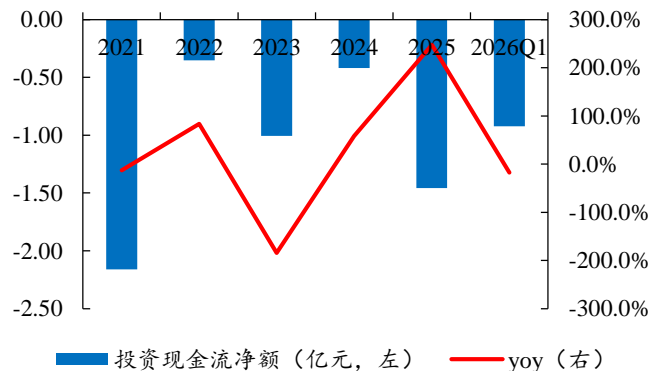
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司经营活动现金流连续五年维持净流入，现金创造能力稳步提升。2021-2024 年经营活动现金流净额分别为 0.81 亿元、3.73 亿元、1.53 亿元、2.04 亿元，主业回款质量扎实；2025 年现金流规模大幅提升，全年实现净额 4.66 亿元，同比增长 128% 创近年新高，主要系银行承兑汇票到期托收增加、主业盈利改善带动回款规模提升所致。充裕的经营性现金流，为公司半导体业务研发、产业并购及产能布局提供了充足资金保障，也为战略转型提供了稳定的流动性支撑。2026Q1 公司经营现金流净额 -1.70 亿元，同比下降 247.52%，主要系部分客户账期调整致本期回款减少、材料采购支付增加所致，属阶段性波动，无持续性影响，主业现金造血根基稳固。

公司投资活动现金流持续净流出，规模与节奏和公司产能优化、战略转型规划高度契合。2021-2024 年投资活动现金流净额分别为 -2.16 亿元、-0.35 亿元、-1.00 亿元、-0.42 亿元，年度波动主要受主业产能技改、设备更新的投入节奏影响；2025 年净流出规模有所扩大，全年投资活动产生的现金流量净额 -1.46 亿元，资金主要投向半导体新业务产业布局与传统主业产能优化，整体支出规模可控，与公司双轮驱动发展战略高度匹配，未对公司整体流动性与经营稳定性产生显著影响。2026Q1 公司投资现金流净额 -0.92 亿元，同比增长 17.8%，支出增加系半导体新业务产能与项目布局推进，契合公司转型规划，为长期成长蓄力。

图8: 2026Q1 公司经营现金流净额为-1.70 亿元


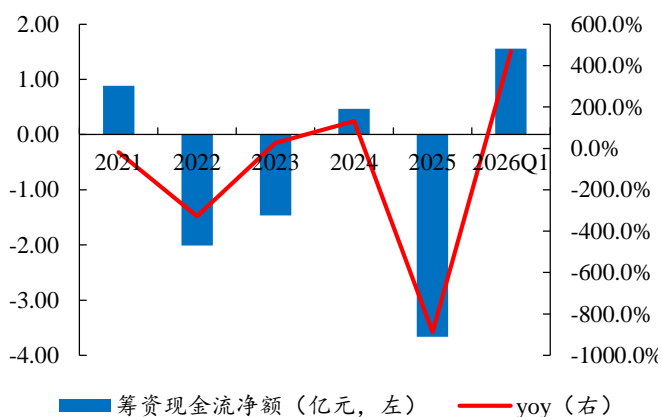
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2026Q1 公司投资现金流净额为-0.92 亿元


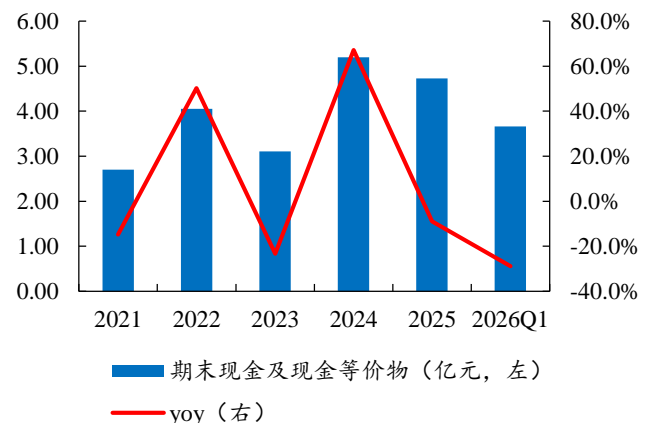
数据来源: Wind、开源证券研究所

筹资活动现金流方面，公司现金流变动与债务优化节奏高度匹配，2021-2024 年筹资活动现金流净额分别为 0.88 亿元、-2.01 亿元、-1.47 亿元、0.46 亿元，随年度融资、偿债节奏呈现阶段性波动，2025 年筹资活动现金流净额为 -3.66 亿元，较去年同期回落 4.13 亿元，主要系公司当期主动偿还借款、持续压降有息负债规模所致，债务结构持续优化，财务安全性与抗风险能力进一步提升。2026Q1 公司筹资现金流净额 1.56 亿元，主要系公司本期银行借款增加所致，有效补充流动性，为半导体业务战略投入提供了充足资金保障。

期末现金及现金等价物储备充裕，流动性支撑充足。公司期末现金及等价物规模整体维持高位，2024 年达 5.20 亿元，同比大幅增长 67.1%；2025 年期末现金及等价物余额 4.73 亿元，虽同比小幅下降 9.0%，但仍保持近 5 亿元的充裕水平，厚实的资金储备为公司主业稳健运营、半导体新业务的研发投入与产业布局提供了充足的流动性保障。截至 2026 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物余额 3.66 亿元，整体资金储备充裕，流动性保持稳健。

图10：2026Q1 公司筹资现金流净额为 1.56 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026Q1 公司期末现金及现金等价物为 3.66 亿元


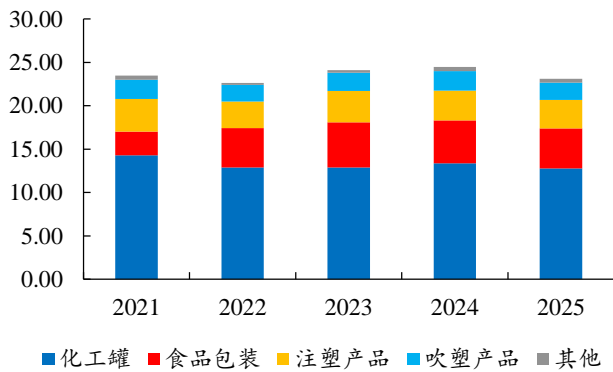
数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品来看，化工罐为公司第一大收入来源，2020-2025 年营收从 10.15 亿元增长至 12.78 亿元，年复合增长率（CAGR）达 4.7%，2025 年占比达 55.3%，核心基本盘稳固，对整体业绩的压舱石作用突出。食品包装为公司第二大收入来源，2020-2025 年营收从 2.18 亿元增长至 4.61 亿元，CAGR 达 16.2%，收入占比自 2020 年的 12.2% 提升至 2025 年的 20.0%，其中 2022 年同比增速达 67.9%，品类扩容成效显著，虽 2025 年受下游需求节奏影响营收小幅下滑，但品类长期成长逻辑未发生改变。注塑产品、吹塑产品营收整体保持平稳，2020-2025 年 CAGR 分别为 0.1%、0.3%，2025 年合计收入占比达 22.7%，与金属包装业务形成品类互补，可满足头部客户一站式采购需求，有效拓宽客户覆盖边界。其他业务 2020-2025 年 CAGR 达 9.8%，整体规模占比稳定在 1%-2% 左右，对公司整体业绩影响有限。

公司全国化市场布局均衡，2025 年受各区域下游需求分化影响，多数区域营收出现阶段性小幅下滑，但整体区域结构保持稳定，多区域协同布局有效分散了单一区域的市场波动风险。华东地区为公司核心经营区域，2020-2025 年营收从 8.16 亿元增长至 10.24 亿元，CAGR 达 4.6%，2025 年占比达 44.3%，为公司业绩提供核

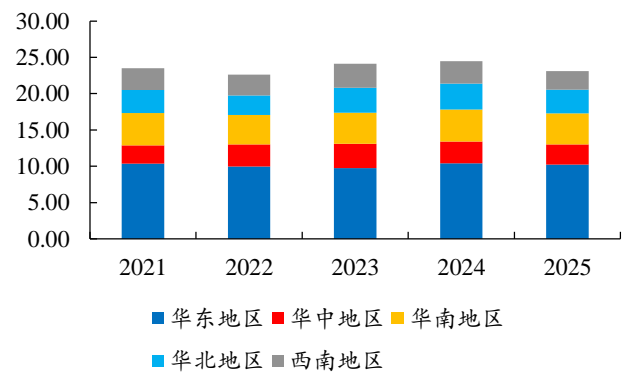
心支撑，营收波动幅度显著小于其他区域，经营韧性突出。其余区域布局均衡，华中、华南、华北、西南地区 2020-2025 年 CAGR 分别达 12.1%、5.6%、4.4%、3.1%。

图12：2025 年化工罐业务占比高达 55.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025 年华东地区营收占比高达 44.3%



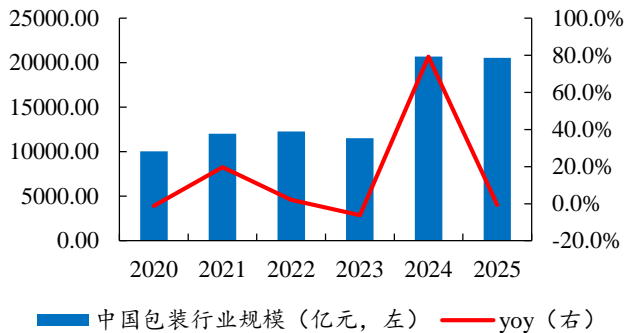
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、传统主业：包装基本盘稳固，盈利与现金流持续优化

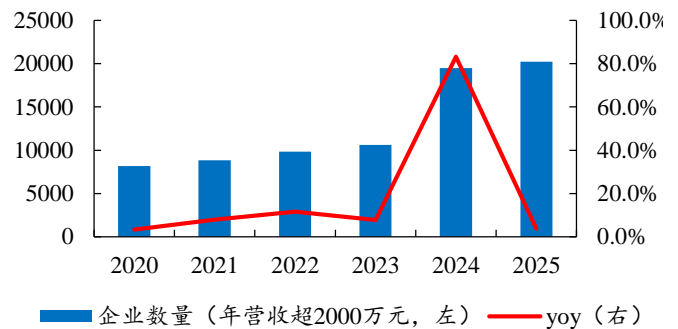
2.1、行业概况：需求稳健，头部企业集中度持续提升

包装行业是国民经济重要的配套型刚需产业，下游广泛覆盖食品饮料、日化、化工等核心领域，市场体量庞大。根据中国包装联合会官方统计数据，2020-2025 年中国包装行业市场规模复合年均增长率（CAGR）达 15.3%，2025 年行业规模达 20546.27 亿元，稳居万亿级赛道；同期年营收超 2000 万元的规上企业数量 CAGR 达 19.8%，2025 年规上企业数量增至 20230 家，市场主体持续扩容。

行业长期发展利好明确，公司主营的金属、塑料包装核心覆盖食品饮料、日化等刚需赛道，需求韧性强、抗周期属性突出，可提供稳定的订单与现金流支撑；同时环保监管趋严、下游品牌方对供应链稳定性要求提升，持续推动行业落后产能出清，市场份额向具备全国产能布局、核心大客户资源与强成本管控能力的头部企业集中，叠加下游消费升级带动高端定制化、功能性包装需求增长，头部企业可通过产品结构优化持续打开盈利成长空间。

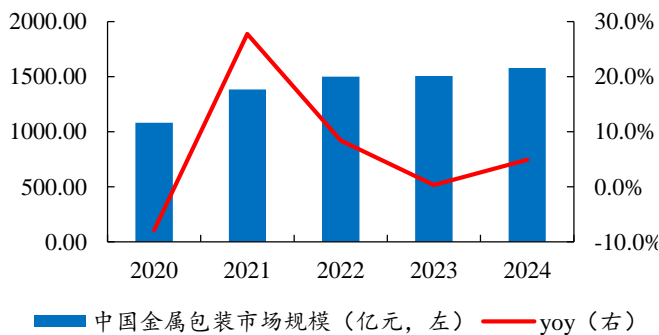
图14：2025年中国包装行业规模达20546.27亿元


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

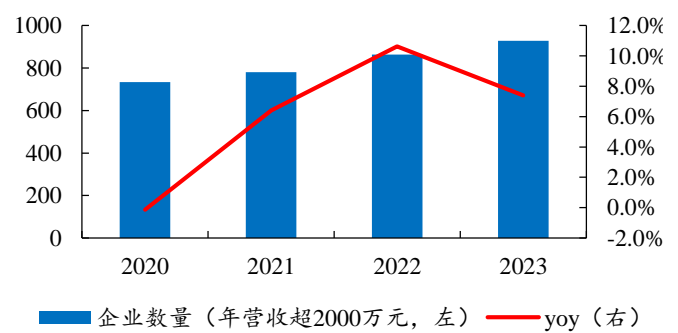
图15：2025年中国包装规上企业数量达20230家


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

金属包装是包装行业核心细分赛道，也是公司深耕多年的核心主业，公司金属包装产品涵盖化工罐、食品罐、金属旋开盖、印涂铁等，广泛覆盖涂料化工、食品饮料、润滑油等刚需消费领域，已与立邦、阿克苏诺贝尔、海天等行业头部客户建立长期稳定合作。根据中国包装联合会统计数据，我国金属包装行业市场规模稳步扩容，2020-2024年行业市场规模复合年均增长率（CAGR）达9.9%，2024年整体市场规模达1580亿元。企业数量方面，行业内年营收超2000万元的规上企业数量呈稳步增长趋势，从2019年的735家增长至2023年的928家，市场主体持续扩容。

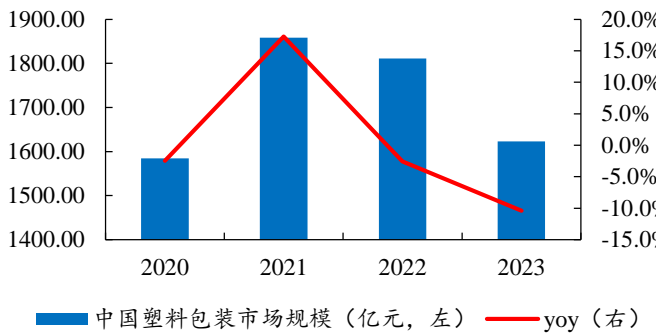
图16：2024年中国金属包装市场规模达1580亿元


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

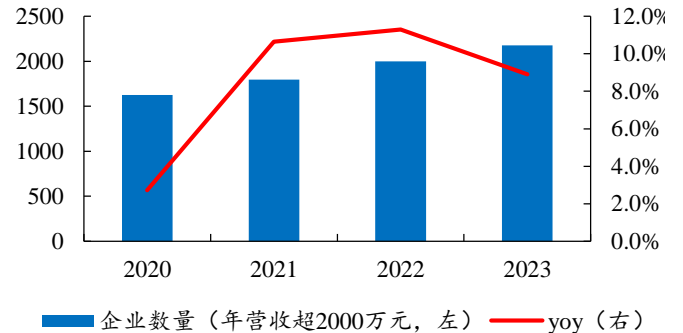
图17：2023年中国金属包装规上企业数量达928家


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

塑料包装是包装行业的重要组成品类，也是公司第二大核心主业，公司主营注塑、吹塑类食品级与工业塑料包装产品，广泛覆盖食品饮料、润滑油、日化等刚需领域，与多家行业头部客户建立长期稳定合作。根据中国包装联合会统计数据，我国塑料包装行业2020-2023年市场规模复合年均增长率（CAGR）为0.8%，2023年市场规模达1623.03亿元；行业规上企业（年营收超2000万元）数量稳步增长，2020-2023年CAGR达10.3%，数量从2019年的1581家增至2023年的2178家。

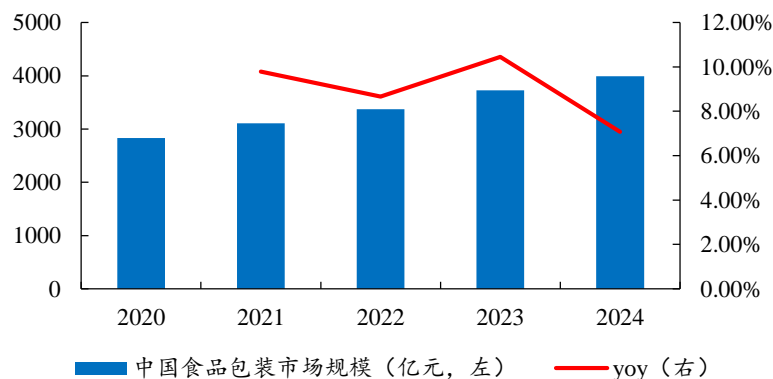
图18：2023 年中国塑料包装市场规模达 1623.03 亿元


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

图19：2023 年中国塑料包装规上企业数量达 2178 家


数据来源：中国包装联合会、开源证券研究所

食品包装是包装行业核心应用领域，也是公司金属、塑料包装主业的重要下游赛道，公司食品罐、食品级塑料包装等产品，广泛覆盖食品饮料、调味品等刚需场景，与海天等头部客户建立长期稳定合作。根据智研瞻产业研究院整理，中国食品包装行业市场规模保持稳健增长，2020-2024 年复合年均增长率 (CAGR) 达 9.0%，2024 年市场规模达 3992 亿元，行业刚需属性突出，抗周期能力强劲。

图20：2024 年中国食品包装市场规模达 3992 亿元（同比增长 7.08%）


数据来源：智研瞻产业研究院、开源证券研究所

2.1、包装主业：业绩核心基本盘，经营稳健韧性突出

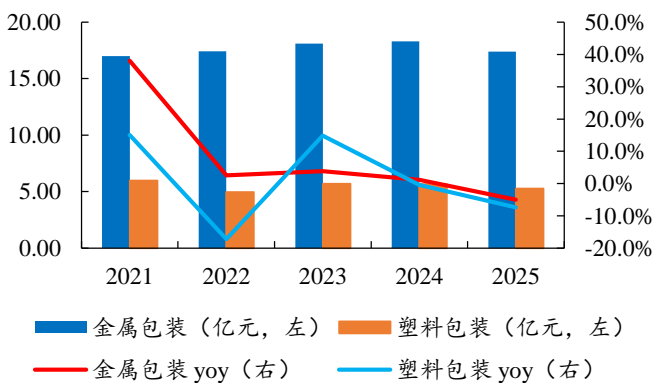
依托包装行业稳健的市场底盘，公司包装主业是公司业绩核心基本盘，经营态势平稳、业务结构稳固，整体营收保持稳健增长，持续为公司贡献稳定的营收与现金流，也为半导体新业务的战略转型提供了坚实的资金支撑。2020-2025 年公司营业收入复合年均增长率 (CAGR) 达 5.3%，2025 年实现营业收入 23.11 亿元，虽受下游行业短期需求波动影响同比小幅下滑 5.6%，但整体经营底盘稳固，韧性突出。

分业务来看，金属包装为公司第一大核心主业，2020-2025 年营收 CAGR 达 7.1%，增长表现跑赢公司整体水平，常年贡献公司约七成以上营收，是最核心的业绩与利润来源；2025 年受下游化工、食品饮料行业阶段性去库存、终端需求短期疲软影响，客户订单节奏有所收缩，全年实现营收 17.40 亿元，同比下滑 5.0%，营收

占比仍稳定在 75.3%，毛利率同比提升 2.75 pct，核心主业基本盘稳固。塑料包装为公司第二大核心主业，2020-2025 年营收 CAGR 达 0.2%，整体规模保持平稳，与金属包装形成双品类协同互补；2025 年受下游日化、配套消费品行业需求波动影响，订单阶段性回落，全年实现营收 5.25 亿元，同比下滑 7.4%，营收占比 22.7%，毛利率同比提升 1.16 pct，业务整体运营保持平稳。

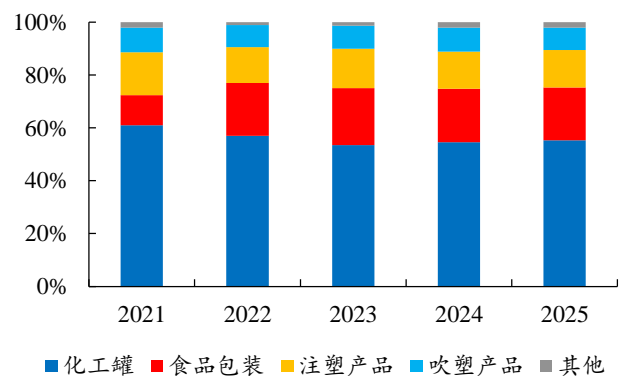
产品结构方面，公司产品矩阵多元且核心品类优势稳固：化工罐为第一大核心产品，营收占比常年保持在 50% 以上，2025 年占比达 55.3%，持续筑牢主业经营底座；食品包装业务长期增长动能强劲，营收占比从 2021 年的 11.5% 提升至 2025 年的 20.0%，2020-2025 年食品包装营收 CAGR 达 16.2%，已成为主业稳健经营的重要支撑；注塑、吹塑产品营收占比长期保持稳定，其中注塑产品营收占比基本维持在 13%-19% 区间，2025 年占比 14.2%，吹塑产品营收占比常年稳定在 8%-11% 区间，2025 年占比 8.5%，多元产品矩阵进一步完善了公司全品类供给能力。

图21：2025 年公司金属包装业收入达 17.40 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2025 年化工罐业务占比达 55.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、公司核心竞争优势

整体来看，包装行业刚需抗周期的特征为企业发展提供了稳定的市场底盘，而公司包装主业能够长期保持营收稳步增长、业务结构持续优化、现金流稳定充裕，核心在于公司二十余年深耕行业构建的深厚护城河与全维度核心竞争力，具体体现在以下五大方面：

优势一：公司具备金属 + 塑料双品类一体化供应能力，产品体系完善、规格覆盖全面，可高效满足客户多元化、定制化需求。**金属包装领域**，公司已形成圆罐、钢提桶、方桶 3 大系列、1000 余个品种，覆盖 0.25-42L 全标准规格，可实现 0.14mm-0.50mm 全厚度马口铁化工罐生产，适配不同客户的差异化需求。**塑料包装领域**，布局注塑、吹塑两大品类，其中注塑类容器覆盖 1L-25L 全规格圆桶、直桶、椭圆桶，吹塑类容器可广泛适配润滑油、食品、化工等多行业包装需求，与金属包装形成强力互补。**食品包装领域**，产品涵盖金属盖、食品罐、食品包装印涂铁等，已深度布局国内外高端一线品牌客户；公司搭建起国际一流的食物安全管控体系，同时参与并主导多项国际、国内行业标准制定，产品竞争力与行业话语权持续提升。

图23：公司产品矩阵覆盖金属包装、塑料包装、新能源等



资料来源：公司官网、开源证券研究所

优势二：高端客户资源壁垒深厚，品牌影响力持续凸显。公司锚定高端包装赛道，深耕行业多年积累了稳固的全球头部客户群体，品牌认可度高、客户粘性强。**金属包装领域**，公司聚焦高端路线，与立邦、阿克苏、佐敦、嘉宝莉、艾仕得等国际国内大型化工涂料龙头形成长期稳定合作；**塑料包装领域**，核心客户覆盖壳牌、美孚、胜牌、汉高等全球知名企业，已搭建成熟的产品运营体系；**食品包装领域**，2014年起逐步切入奥瑞金、娃哈哈、旺旺等头部品牌供应链，客户布局持续完善。高端客户严苛的准入要求，推动公司全链条能力升级，持续夯实品牌竞争力，稳固核心客群，为业绩长期稳健发展提供了坚实支撑。

图24：公司在金属包装领域与立邦、阿克苏、佐敦、嘉宝莉、艾仕得等化工涂料龙头形成长期稳定合作



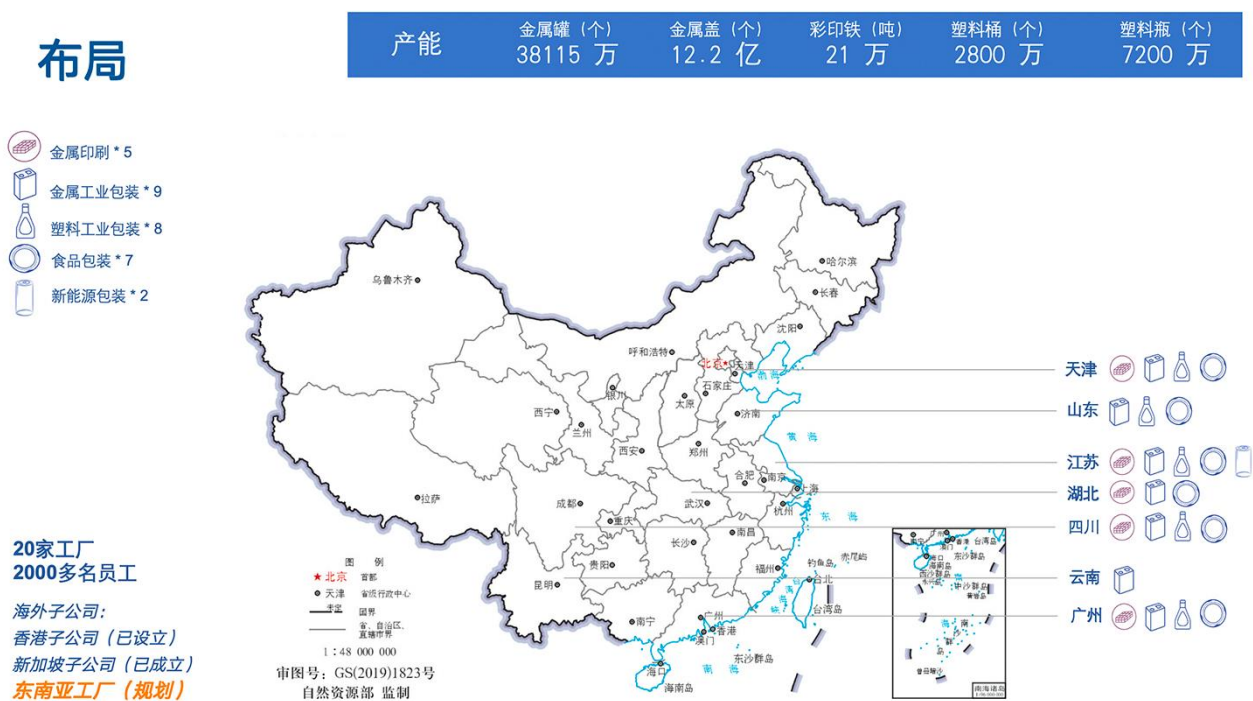
资料来源：公司公告、开源证券研究所

优势三：公司实现全产业链一体化布局，综合竞争优势突出。公司是国内包装行业稀缺的兼具金属、塑料包装全产业链能力的企业，业务覆盖工艺设计、模具开发、生产制造、设备研制改造全环节。2025年上半年，公司金属罐、金属盖、彩印铁产能分别达 38115 万个、12.2 亿个、21 万吨，塑料包装产能合计达 1 亿个，规模化优势显著。全产业链布局对内可实现全流程成本管控与效率优化，增厚盈利空间；对外可快速响应客户定制化需求，深化核心客户绑定，形成了同行难以复制的综合竞争优势。未来公司将持续延伸产业链，向一体化包装解决方案服务商稳步升

级。

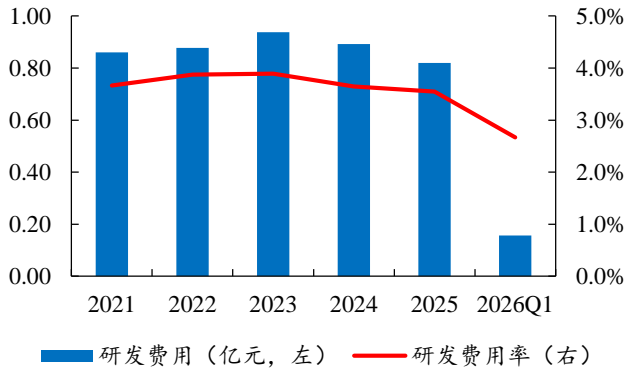
优势四：公司全国化产能布局完善，全球化布局稳步推进。公司秉持贴近客户的经营模式，在国内华东、华南、华北、西南、华中五大核心经济圈布局 20 家生产基地，配套 2000 余名专业员工，形成覆盖全国核心市场的生产服务网络。**属地化的产能布局**，让公司可快速响应客户需求，提供高效贴身的配套服务，强化核心服务竞争力；可有效压降物流运输成本，突破包装产品运输半径约束，持续优化成本结构；可精准适配头部客户全国化扩张的配套需求，进一步深化与核心客户的合作绑定。**海外市场方面**，公司已设立中国香港、新加坡子公司，同步规划东南亚工厂，稳步推进全球化布局，为长期发展打开增量空间。

图25：公司产能与布局总览 20 家生产基地全国组网 全品类产能储备充足

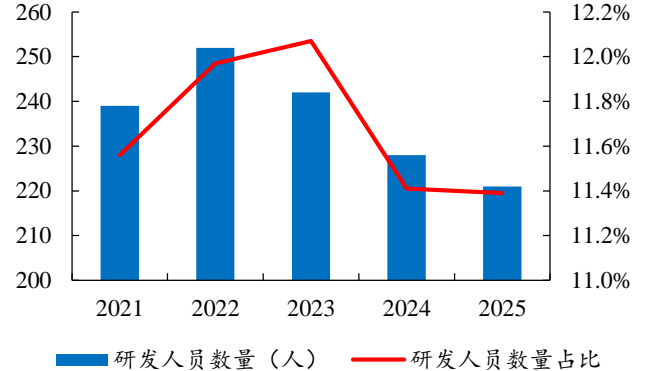


资料来源：公司官网

优势五：公司研发与人才体系协同发力，构筑长期发展核心优势。公司研发投入长期保持稳定，2021-2025 年研发费用维持在 0.82-0.94 亿元区间，研发费用率在 3.5% 左右；2026Q1 研发费用 0.16 亿元，研发费用率 2.7%，系研发投入季节性节奏调整所致，核心研发投入力度保持稳定。公司研发团队配置稳固，2020-2025 年研发人员数量始终保持在 220 人以上，研发人员占比连续 6 年稳定在 11% 以上，建有国内先进的技术研发中心，截至 2026 年 3 月，公司拥有 750+ 项发明专利并实现产业化应用。公司在工艺优化、产品防伪、原材料降耗、高标准品控及设备改造等方面具备行业领先优势，同时与江南大学、常州大学、东洋制罐株式会社深度合作，紧跟国际前沿技术。核心管理团队深耕包装行业多年，协同性强、决策高效；公司持续优化人才结构，联合高校建立人才培养机制，形成了专业齐全、结构合理、创新能力突出的人才团队，为公司高质量发展提供坚实保障。

图26: 2026Q1 公司研发费用率为 2.7%


数据来源: Wind、开源证券研究所

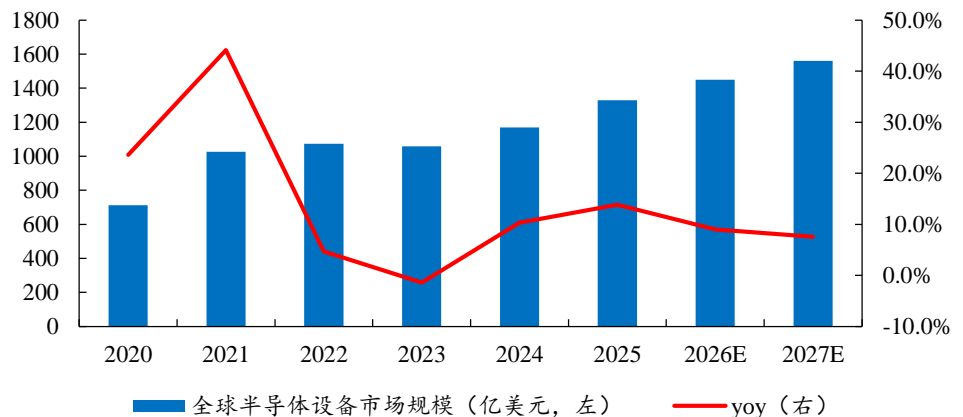
图27: 2025 年公司研发人员为 221 人, 占比为 11.4%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、半导体业务：卡位国产替代核心环节，成长弹性逐步兑现

3.1、行业红利：半导体设备国产替代大趋势，细分赛道高景气延续

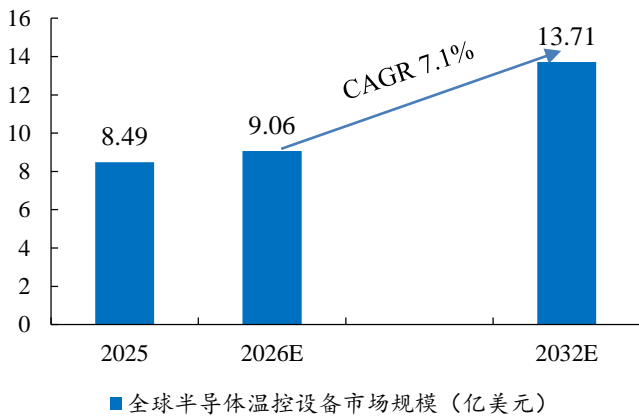
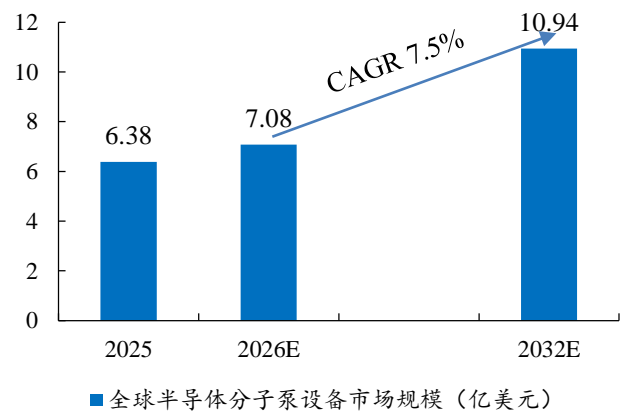
半导体设备是半导体产业链核心上游，景气度随产业周期与晶圆厂扩产节奏波动。根据 SEMI 统计及行业一致预测，全球半导体设备市场 2020-2021 年迎来强上行周期，市场规模从 712 亿美元攀升至 1026 亿美元，2021 年同比增速达 44.1%；2022-2023 年受行业库存周期调整影响进入短期盘整，2023 年市场规模小幅回落至 1059.1 亿美元。2024 年以来，伴随 AI 算力需求提升、行业周期见底回升，市场重回双位数增长，2024 年规模达 1168.6 亿美元（同比 + 10.3%），2025 年进一步攀升至 1330 亿美元（同比 + 13.8%）。**展望未来**，行业将延续稳健增长，SEMI 预测 2026 年、2027 年市场规模将分别达到 1450 亿美元、1560 亿美元。全球半导体设备市场的持续扩容，将直接带动热处理、温控、真空系统等核心配套部件的需求释放，为国内厂商带来广阔的国产替代机遇。

图28: 2020-2025 年全球半导体设备市场规模 CAGR 达 13.3%


数据来源: SEMI、同花顺、开源证券研究所

全球半导体设备市场持续扩容，直接带动芯片制造核心配套的温控设备、真空分子泵需求释放，两大赛道增长确定性强，国产替代窗口期凸显。**半导体温控设备**是刻蚀、薄膜沉积等核心制程中影响晶圆良率的关键配套，根据 QYResearch 数据，2025 年全球半导体温控设备市场规模达 8.49 亿美元，预计 2026-2032 年复合年增长率 7.10%，2032 年将攀升至 13.71 亿美元。**行业格局上**，ATS、Shinwa Controls 等海外龙头占据市场主导，国内厂商依托本土晶圆厂扩产红利、供应链优势加速渗透，行业核心壁垒集中在客户认证与装机规模，市场竞争已升级为综合性能与全生命周期服务能力的比拼。**行业增长核心来自三大驱动**：全球晶圆厂扩产带来的新增装机需求；先进制程升级推动单机价值量与应用密度双升；全球环保合规趋严加速存量设备迭代替换。

半导体真空分子泵是半导体制程获取高 / 超高真空环境的刚需核心部件，根据 QYResearch 数据，2025 年全球半导体领域分子泵市场规模达 6.38 亿美元，预计 2026-2032 年复合年增长率 7.50%，2032 年将达 10.94 亿美元。**行业格局上**，全球市场高度集中，阿特拉斯科普柯、岛津两大龙头合计占据近 50% 市场份额；需求端集中于亚太半导体制造集聚区，该区域贡献全球 70% 的市场份额。**行业增长核心来自三大逻辑**：先进制程迭代带动高端产品渗透率与需求规模双升；国内晶圆厂持续扩产打开确定性国产替代空间；功率半导体、先进封装等新赛道进一步拓宽需求场景。整体来看，两大细分赛道均处于稳步扩容周期，且国产化率仍处低位，国内厂商具备明确的成长机遇。

图29：2025 年全球半导体温控设备市场规模达 8.49 亿元

图30：2025 年全球半导体分子泵市场规模达 6.38 亿元


数据来源：QYResearch、开源证券研究所

数据来源：QYResearch、开源证券研究所

中国是全球半导体设备市场的核心增长极，也是半导体产业链自主可控战略落地的关键领域。国内半导体设备市场在周期波动中保持强劲增长态势，市场规模从 2021 年的 2037 亿元，历经 2022 年短期调整后进入快速上行通道，2023-2024 年分别实现 29.3%、35.5% 的同比高增，2025 年市场规模攀升至 3755 亿元，同比增长 10.0%，预计 2026 年将进一步达到 4131 亿元，延续 10.0% 的稳健增长。全球市场占比从 2021 年的 28.8% 提升至 2024 年的 42.4%，2025 年达 41.0%，预计 2026 年稳定在 41.3%，增长动能显著优于全球整体市场。

产业供给端，国内半导体设备产业生态持续完善，相关企业注册量从 2022 年的 55534 家稳步扩容至 2025 年的 77225 家，期间虽有阶段性波动，但市场主体

规模持续扩大，为国产技术突破与产业落地筑牢了基础。伴随国内晶圆厂产能持续扩张、供应链自主可控需求持续强化，国内半导体设备厂商技术迭代与客户认证进程持续加快，核心细分赛道国产化率稳步提升，国产替代具备广阔的成长空间。

图31：2025年中国半导体设备市场规模达3755亿元

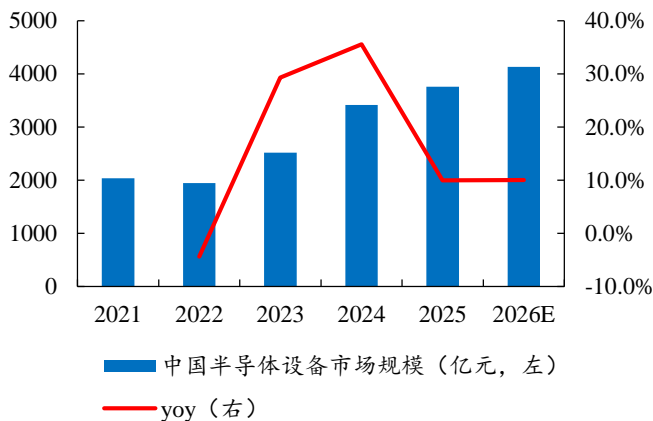
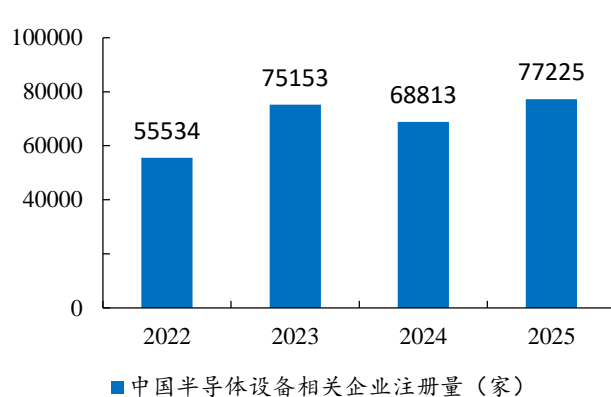


图32：2025年中国半导体设备企业注册量达77225家

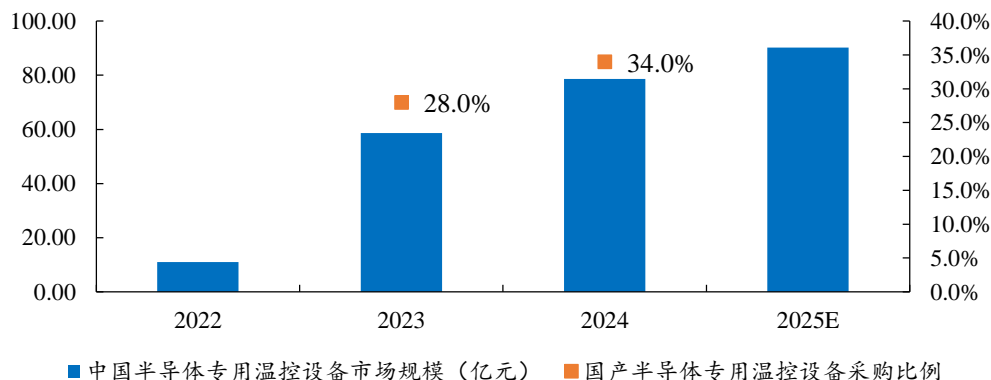


数据来源：中商情报网、开源证券研究所

数据来源：中商情报网、开源证券研究所

中国是全球半导体专用温控设备最大消费市场与核心增长极，2024年中国市场占全球份额达24.86%，居全球首位，2024-2030年复合年增长率预计达10.24%，增速领跑全球；生产端，2023年中国厂商全球市场份额为20.0%，预计2030年将提升至32.2%，增速全球领先。**国内市场规模快速扩容**，从2022年的11.04亿元增长至2024年的78.60亿元，预计2025年将进一步增至90.20亿元。伴随国内厂商技术突破与晶圆厂供应链自主可控需求提升，国产替代进程持续提速，国内市场国产设备采购比例从2023年的28.0%提升至2024年的34.0%，替代空间广阔。**产品与应用层面**，液冷型机型为市场主流（2023年占比超81%），双通道机型占比持续提升，预计2030年将达53%；应用端高度集中于刻蚀环节，2023年该领域市场占比达61.37%。

图33：2024年国产半导体专用温控设备采购比例为34.0%



数据来源：观研报告、博研咨询、开源证券研究所

3.2、战略布局：锚定半导体国产化机遇，打造第二增长曲线

2025 年公司明确高端制造核心战略，于 11 月出资 3 亿元设立全资子公司苏州华源半导体有限公司（暂定名芯源科技），作为半导体业务专属的运营实体与投资整合平台，既聚焦集成电路专用设备及耗材的研发产销，也统筹产业链相关项目布局。公司以与上海寰鼎集成电路有限公司的深度战略合作为核心锚点，后续快速通过控股收购无锡暖芯半导体、合资设立苏州致源真空科技，落地半导体温控设备、真空分子泵两大核心业务，正式实现从财务投资向半导体产业实体运营的跨越，构建起“传统主业稳基本盘 + 半导体高端制造打造第二增长曲线”的双轮驱动格局。

目前公司半导体业务已形成三大协同互补的核心板块：其一是以上海寰鼎为核心的半导体快速热处理（RTP）设备自研、全球龙头封测设备代理业务；其二是以无锡暖芯为主体的半导体高精度温控设备业务；其三是苏州致源为主体的半导体真空分子泵业务。三大板块客户高度重合、方案强协同，可共同打造一站式半导体设备配套解决方案，加速客户认证与市场放量，夯实公司半导体业务的长期成长基础。

3.3、半导体全链条协同布局（上海寰鼎战略合作）

全球半导体供应链本土化趋势明确，国内半导体设备与耗材国产替代持续提速，芯片制造、封测全流程的核心设备与配套耗材市场规模稳步扩容，本土企业迎来重要的发展窗口期。其中，公司布局的温控设备、真空分子泵所属的半导体辅助设备，与本次合作覆盖的 RTP 快速热处理设备、封测全流程设备、制程耗材均为芯片制造的刚需环节，仅国内 RTP 设备细分赛道 2025 年采购规模已突破 35 亿元，年复合增长率维持在 18% 以上；国内封测设备市场规模 2025 年已突破 500 亿元，先进封装设备年复合增长率达 20%，赛道成长空间与国产替代潜力显著。

为加速半导体转型战略落地，2025 年 12 月，公司以 4000 万元整体估值收购上海寰鼎 56% 股权，深化半导体设备与耗材赛道全链条布局。上海寰鼎成立于 2001 年，深耕半导体行业二十余年，已形成自研设备耗材、国际设备分销与技术服务双轮驱动的成熟业务体系，核心竞争力突出。**自研端**，其核心产品覆盖 RTP 快速热处理设备、TCF 高阶制程配套产品、精准控温设备、热耦合晶圆 / 清洁晶圆等核心制程耗材，其中 RTP 设备自 2007 年商业化以来累计装机量超 450 台，在半导体细分赛道具备领先优势；**代理产品端**，公司获韩国韩美半导体、美国诺信 March、赫立工业等全球龙头授权，产品覆盖等离子清洗机、反应离子刻蚀系统、回流焊炉等封测全流程核心设备；**分销与服务端**，公司聚焦半导体、光电器件、PCB 设备及耗材的分销与技术服务，与全球 20 家知名制造商建立深度合作，同时为全球头部测试机厂商提供配套运维服务。**客户与团队层面**，上海寰鼎汇聚 80 余名行业专业人才，已完成国内主流晶圆厂、封测厂的供应商资质准入，客户覆盖合肥长鑫、华润微、通富微电、日月光等国内头部集成电路制造与封测企业，拥有覆盖半导体全产业链的优质客户渠道与成熟市场服务能力。

本次控股收购是公司半导体转型战略的关键落地动作，与现有半导体业务形成强互补协同，全方位夯实公司半导体业务核心竞争力：**技术与产品端**，可快速补齐公司 RTP 设备、先进制程耗材、封测核心设备的产品矩阵空白，与已落地的无锡暖芯温控设备、苏州致源真空分子泵业务形成强协同，实现半导体前道制造 + 后道封

测环节“设备+耗材+服务”的全链条覆盖，大幅拓宽业务成长边界；**渠道与客户端**，上海寰鼎已完成国内全主流晶圆厂、IC载板厂商、第三代半导体企业、封测厂及设备商的供应商资质准入，拥有全覆盖的客户代码，不仅可加速自有产品的市场导入与批量供货，更可通过贴牌模式赋能无锡暖芯、苏州致源等旗下半导体子公司，帮助其快速进入下游客户供应链，大幅缩短客户认证周期，实现集团内渠道资源复用与全渠道协同，**加快全产品线业绩实现制造端**，可充分发挥公司资本优势、精密制造能力与上海寰鼎的技术研发、渠道服务优势，加速核心产品的研发迭代与规模化量产，推动 RTP 设备全系列、核心耗材的本地化生产，进一步降本增效、提升产品市场竞争力；**供应链端**，可整合双方全球供应链资源，强化与国际头部半导体设备、耗材制造商的合作深度，提升供应链稳定性与议价能力，构建协同发展的产业生态。

长期来看，本次战略合作将推动公司快速完成半导体设备多赛道布局，实现从单一核心配套部件供应商向半导体设备与耗材综合解决方案服务商的转型，深度把握国内半导体产业国产替代的历史机遇，打开公司第二增长曲线的长期成长空间。

图34：上海寰鼎半导体核心设备产品矩阵覆盖自研 RTP 快速热处理设备 & 半导体封装核心代理设备



资料来源：上海寰鼎公司官网、开源证券研究所

3.4、核心业务线 1：半导体温控设备（无锡暖芯）

无锡暖芯是华源控股半导体战略的重要配套业务布局，公司通过两步完成对无锡暖芯的控股布局：前期通过旗下华源创投以 4600 万元取得无锡暖芯 46% 股权，完成赛道前瞻卡位；2025 年 12 月通过全资半导体平台以 5100 万元收购标的合计 51% 股权（含前述 46% 股权及创始股东 5% 股权），交易完成后实现控股并表，正式落地半导体设备实体运营业务。无锡暖芯于 2021 年 6 月成立，专注半导体及 5G 控温系统解决方案，核心产品覆盖高精度 Chiller（工业冷水机）、冷热循环机、温度控制系统等，可适配半导体刻蚀、薄膜沉积、光刻、检测等核心制程的高精度温控需求，可对标海外龙头品牌，打破海外技术垄断。

技术端，无锡暖芯拥有 14 项温控相关国家专利，自研全温区恒温设备矩阵，适配半导体制程严苛要求，叠加母公司精密制造协同，技术壁垒坚实。**客户端**，半导体设备行业准入壁垒高、客户粘性强，公司已积累 50+ 优质核心客户、100+ 合作经销商，无锡暖芯主要客户覆盖华润微电子、拓荆科技、长飞半导体等半导体产业链核心厂商，实现稳定供货，斩获 98% 客户好评。同时，无锡暖芯已中标多个下

游厂商温控设备采购项目，优质客户资源为业务持续放量提供坚实支撑。

图35：无锡暖芯生产基地车间实景



资料来源：无锡暖芯公司官网

图36：无锡暖芯核心温控设备系列产品



资料来源：无锡暖芯公司官网

3.5、核心业务线 2：半导体真空设备（苏州致源）

苏州致源是华源控股半导体战略的核心布局，2025 年 12 月由公司全资半导体平台华源半导体与上海致鼎合资设立，注册资本 5000 万元，华源控股持股 51% 实现控股并表。苏州致源聚焦半导体真空分子泵的研发、生产与销售，核心依托合资方上海致鼎二十余年的分子泵领域技术积淀、全球化客户资源与全产业链服务能力，与华源控股旗下无锡暖芯的温控设备形成强业务协同，进一步完善公司半导体核心配套设备产品矩阵。

合资方上海致鼎成立于 2008 年，其母公司台湾致扬 2002 年设立于中国台湾新竹市，深耕半导体、光电及真空工业领域二十余年。上海致鼎专注于分子泵研发、维修及全生命周期服务，可为半导体、光电等高端制造领域提供一站式真空设备解决方案，2010 年起逐步完成全球化布局，已在日本、韩国、新加坡、德国、美国等半导体核心区域设立分公司及专业维修基地。

上海致鼎坚持核心技术自主可控，构建了坚实的竞争壁垒：技术端，自主突破磁悬浮系统、数字化监控系统等关键技术，打破海外厂商长期技术垄断；供应链与服务端，攻克分子泵关键零部件国产化难题，破解进口配件高成本、长交期的行业痛点，搭建了全品牌、全型号的全生命周期服务体系；客户端，搭建完善的技术人才培养体系，打造了可覆盖全品类技术难题的专业工程师团队，凭借原厂级服务质量与快速响应能力，已与全球前十半导体生产企业中的八家建立长期稳定合作，行业认可度与渠道优势显著。

图37：上海致鼎分子泵产品实物图


资料来源：上海致鼎官方公众号

图38：上海致鼎两岸及亚太地区服务网点布局


资料来源：上海致鼎官方公众号

4、盈利预测与关键假设

4.1、关键假设

收入端：如前文所述，公司 2025 年已完成半导体业务布局，2026 年起半导体业务正式纳入合并报表，公司收入增长核心来自三大维度：

(1) 传统包装主业筑牢营收基本盘，短期承压后重回稳健小幅增长。2025 年受行业短期需求波动影响，公司金属、塑料包装营收小幅承压，同比分别下降 5.0%、7.4%；两大核心主业深耕食品饮料、化工、日化等刚需赛道，与立邦、阿克苏诺贝尔、海天等全球头部客户建立长期稳定合作，订单基本盘稳固。未来公司将通过持续优化产品结构、深化全国渠道渗透，预计 2026-2028 年包装主业将保持 2%-3.5% 的稳健小幅增长，为公司营收筑牢安全底座。

(2) 半导体业务依托芯源科技战略平台完成全链条布局，2026 年起正式放量，打造第二增长曲线，是驱动公司 2026-2028 年营收增速上行的核心引擎。2025 年公司通过控股收购上海寰鼎、无锡暖芯，合资设立苏州致源，完成半导体核心赛道布局，国内半导体产业链自主可控进程持续深化，晶圆厂、封测厂扩产带动设备与耗材国产化需求加速释放，赛道成长空间广阔。公司三大核心业务形成强协同，预计 2026-2028 年半导体业务分别实现营收 3.30/6.10/9.50 亿元，同比增速分别达 100.0%/84.9%/55.7%，营收占比从 12.1% 提升至 26.9%：

其一是控股收购上海寰鼎，核心业务覆盖自研 RTP 快速热处理设备、TCF、cleaner foil 等制程耗材，以及国际设备分销与技术服务，其中 RTP 设备累计装机量超 450 台，已实现国产化制造；其拥有覆盖国内全主流晶圆厂、IC 载板、三代半导体、封测厂及设备商的成熟渠道与客户准入资质，可通过贴牌模式赋能无锡暖芯、苏州致源等子公司，大幅缩短客户认证周期、加速全产品线市场放量。

其二是控股收购无锡暖芯，聚焦半导体温控设备，该产品是晶圆制造、封测环

节的核心配套设备，下游扩产带动需求持续扩容，国产替代空间充足，公司已完成核心技术突破，具备规模化供货能力，已切入华润微电子、拓荆科技等核心厂商供应链。

其三是布局苏州致源，核心产品为半导体真空分子泵，该产品是半导体制程关键配套设备，国产替代需求迫切，市场空间持续扩容，公司依托合资方二十余年的技术积淀与客户资源，已完成核心产品研发落地，正加速推进客户验证与批量供货。

(3) 产业链延伸业务贡献补充性营收增量。围绕包装主业与半导体新业务，拓展配套服务、精密加工等延伸业务，稳步推进新项目落地，挖掘补充增长空间，预计 2026-2028 年保持稳步增长。

盈利端：其一是剔除 2024 年一次性非经常性损益的基数扰动，预计 2026-2028 年公司无大额非经常性损益发生，归母净利润完全由主营业务内生增长驱动，半导体多板块布局落地让盈利增长具备较高确定性与可持续性；其二是半导体设备、耗材等高附加值、高毛利业务营收占比持续提升，叠加集团内技术、渠道全链条协同降本增效，将持续优化公司盈利结构，拉动整体盈利中枢上移，释放合理盈利弹性；其三是上海寰鼎成熟客户渠道可实现集团内子公司复用，有效降低新业务市场开拓与客户认证成本，叠加传统主业规模效应摊薄固定成本，整体费用端平稳可控，保障盈利底座稳定。

表1：预计公司 2026-2028 年收入分别为 27.21/31.10/35.37 亿元，分别同比+17.7%/14.3%/13.7%

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
营业收入（亿元）	24.11	24.49	23.11	27.21	31.10	35.37
yoy	6.5%	1.6%	-5.6%	17.7%	14.3%	13.7%
归母净利润（亿元）	0.08	0.71	1.13	1.66	2.18	3.07
yoy	-22.1%	739.0%	60.4%	46.6%	31.2%	40.6%
归母净利率	0.3%	2.9%	4.9%	6.1%	7.0%	8.7%
销售毛利率	14.4%	15.4%	17.6%	18.3%	18.6%	18.8%
销售费用率	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用率	4.7%	5.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%
财务费用率	1.7%	1.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%
研发费用率	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
按行业拆分						
分行业	2023	2024	2025	2026	2027	2028
金属包装业（亿元）	18.10	18.31	17.40	17.83	18.46	19.01
yoy	3.8%	1.1%	-5.0%	2.5%	3.5%	3.0%
占比	75.1%	74.7%	75.3%	65.5%	59.3%	53.7%
塑料包装业（亿元）	5.70	5.67	5.25	5.39	5.57	5.74
yoy	14.9%	-0.5%	-7.4%	2.5%	3.5%	3.0%
占比	23.6%	23.2%	22.7%	19.8%	17.9%	16.2%
半导体（亿元）				3.30	6.10	9.50
yoy				100.0%	84.9%	55.7%
占比				12.1%	19.6%	26.9%
其他（亿元）	0.31	0.51	0.46	0.69	0.97	1.12

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
yoy	24.5%	66.2%	-9.5%	50.0%	40.0%	15.0%
占比	1.3%	2.1%	2.0%	2.5%	3.1%	3.2%
按地区拆分						
分地区	2023	2024	2025	2026	2027	2028
华东地区 (亿元)	9.73	10.41	10.24	12.24	14.21	16.34
yoy	-2.4%	6.9%	-1.6%	19.5%	16.1%	15.0%
占比	40.4%	42.5%	44.3%	45.0%	45.7%	46.2%
华中地区 (亿元)	3.38	3.02	2.76	3.21	3.65	4.12
yoy	11.4%	-10.6%	-8.8%	16.5%	13.5%	12.9%
占比	14.0%	12.3%	11.9%	11.8%	11.7%	11.6%
华南地区 (亿元)	4.27	4.37	4.27	4.96	5.60	6.33
yoy	5.6%	2.3%	-2.2%	16.0%	13.0%	13.0%
占比	17.7%	17.8%	18.5%	18.2%	18.0%	17.9%
华北地区 (亿元)	3.43	3.60	3.28	3.95	4.53	5.18
yoy	26.8%	4.7%	-8.7%	20.5%	14.5%	14.5%
占比	14.2%	14.7%	14.2%	14.5%	14.6%	14.7%
西南地区 (亿元)	3.29	3.09	2.56	2.85	3.11	3.39
yoy	13.9%	-5.8%	-17.3%	11.3%	9.3%	9.0%
占比	13.6%	12.6%	11.1%	10.5%	10.0%	9.6%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

本次估值采用分部 PE 估值法，拆分公司包装主业与半导体业务分别定价。核心原因是公司两大业务分属不同发展阶段，盈利模式、成长属性与市场定价逻辑差异显著，分部估值能够更公允地反映公司各板块的真实价值，规避单一估值法对多元化业务的定价偏差。

包装主业选取国内金属包装龙头宝钢包装、昇兴股份作为可比公司，两家公司与华源控股包装业务的产品品类、下游应用、客户结构及经营模式高度匹配，对标合理性强。估值层面，包装行业作为成熟刚需赛道，估值中枢相对稳定。截至估值基准日，可比公司 2025 年静态 PE 均值为 29.2 倍，2026-2028 年动态 PE 均值分别为 19.1 倍、15.3 倍、13.0 倍，对应包装行业公允估值中枢。我们预计 2025 年公司包装主业归母净利润为 1.13 亿元，2026-2028 年分别为 1.15/1.16/1.17 亿元，对应 2025 年静态 PE 为 33.1 倍，2026-2028 年动态 PE 分别为 25.2 倍、20.3 倍、17.5 倍，估值水平略高于行业可比公司均值，或具备充分的合理性与支撑逻辑。

针对公司包装主业表现 PE 高于行业均值的情况，核心原因有三点：第一，公司主业以高毛利化工罐为核心，营收占比常年超 50%，下游绑定全球头部化工企业，订单稳定性与盈利质量优于同业，同时食品包装业务保持 15% 以上的复合增速，本身具备一定的成长溢价；第二，公司是 A 股少有的同时具备金属 + 塑料包装一体化供应能力的企业，本次选取的可比公司宝钢包装、昇兴股份均以单一金属包装为核心主业，公司一体化布局可满足头部客户一站式采购需求，客户粘性与抗周期能力更突出，具备合理的稀缺性溢价；第三，公司当前市值已合理体现半导体新业务的成长预期，剔除这部分对应市值后，主业实际估值与行业中枢基本匹配。

表2：公司包装主业分布 PE 2026/2027/2028 估值分别为 25.2/20.3/17.5 倍

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
宝钢包装	65.4	1.9	3.1	3.8	4.5	0.1	0.2	0.3	0.4	34.9	21.3	17.1	14.6
昇兴股份	72.1	3.1	4.3	5.4	6.3	0.3	0.4	0.5	0.6	23.5	16.9	13.5	11.4
可比公司均值										29.2	19.1	15.3	13.0
华源控股	85.6	1.1	1.1	1.2	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	33.1	25.2	20.3	17.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（宝钢包装、昇兴股份的盈利预测均来自 Wind 一致预期）

半导体业务选取国内半导体温控设备龙头京仪装备为核心可比公司，二者核心产品、技术路线、下游晶圆制造 / 封测应用场景及国产替代核心成长逻辑完全契合，对标性极强。半导体设备赛道高景气、高壁垒、国产替代空间广阔，资本市场给予赛道内企业显著的成长估值溢价，估值水平显著高于传统制造业，截至估值基准日，可比公司 2025 年静态 PE 为 161.3 倍，2026-2028 年动态 PE 分别为 73.5 倍、50.1 倍、36.1 倍。

公司半导体业务通过 2025 年系列收购完成全链条产业布局，先后控股无锡暖芯（半导体高精度温控设备）、合资设立苏州致源（半导体真空分子泵）、控股收购上海寰鼎（半导体 RTP 快速热处理设备、封测设备及制程耗材）三家核心标的，2025 年 12 月完成全部股权交割，2026 年起正式纳入合并报表，2025 年无相关并表利润贡献。目前三家标的均处于客户验证收尾、产能爬坡阶段，2026 年起逐步兑现业绩，2026-2028 年预测归母净利润分别为 0.51/1.02/1.90 亿元，对应动态 PE 分别为 37.1/59.7/87.1 倍，呈现逐年上行的特征。这一特征与成熟企业业绩释放后 PE 下行的规律存在本质差异，核心源于公司半导体业务尚处布局初期，净利润从较低基数起步呈持续增长态势。随着客户认证落地、规模化供货启动，公司业绩增长确定性将持续提升；叠加后续公司半导体平台持续推进产业整合、外延收购完善布局，公司盈利能力与净利润规模仍有可观的提升空间，长期成长属性将持续支撑 PE 中枢稳步上移。

上述估值定价具备充分合理性：（1）公司三大半导体产品均为晶圆制造前道、后道封测环节的核心刚需配套，当前国内高端温控设备、真空分子泵、RTP 快速热处理设备国产替代率均处于低位，海外厂商长期主导市场，在国内晶圆厂持续扩产、供应链自主可控需求迫切的背景下，国产厂商增长确定性强；（2）公司半导体业务 2026 年才进入业绩兑现初期，利润基数远低于行业龙头，核心产品通过头部晶圆厂、封测厂验证后，将快速进入规模化批量供货阶段，业绩增长弹性充足；（3）三家收购标的下游客户高度重合，可实现客户资源共享、联合招投标，提供“温控 + 真空 + 热处理 + 耗材服务”一站式半导体设备综合解决方案，相较单一品类的可比公司，客户粘性更强、订单获取能力更突出、长期成长天花板更高；（4）2027 年公司半导体业务动态 PE 为 59.7 倍，对应 2026-2028 年净利润复合增速超 90%，估值与业绩高成长性高度契合，仍处于半导体设备赛道合理估值区间。随业绩持续放量、国产替代不断突破，公司估值有望向行业内全产业链布局的龙头企业看齐，或具备充足的长期向上空间。

综上，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 27.21/31.10/35.37 亿元，分别同

比 +17.7%/14.3%/13.7%；归母净利润分别为 1.66/2.18/3.07 亿元，分别同比 +46.6%/31.2%/40.6%，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司半导体板块分布 PE 2026/2027/2028 估值分别为 37.1/59.7/87.1 倍

公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE (倍)			
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
京仪装备	238.7	1.5	3.2	4.8	6.6	0.9	1.9	2.8	3.9	161.3	73.5	50.1	36.1
可比公司均值										161.3	73.5	50.1	36.1
华源控股	85.6	0.0	0.51	1.02	1.90	0.0	0.15	0.30	0.57	0.0	37.1	59.7	87.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（京仪装备的盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

(1) 主业盈利承压风险

公司传统金属、塑料包装主业所处行业同质化竞争激烈，下游头部客户集中度较高、议价能力较强，公司面临市场份额流失、毛利率下行的压力；同时主业下游覆盖化工、食品饮料等领域，若下游行业需求出现波动，或马口铁、塑料粒子等核心原材料价格出现大幅上涨，将直接影响公司主业盈利水平，存在盈利持续承压的风险。

(2) 新业务拓展不及预期风险

公司半导体新业务尚处布局初期与业绩兑现起步阶段，核心产品面临技术研发迭代、下游晶圆厂与封测厂客户认证周期长、规模化量产爬坡不及预期的不确定性；半导体设备赛道海外龙头垄断优势显著，国内国产化厂商加速入局，市场竞争日趋激烈，新业务存在市场拓展难度超预期的风险；同时 2025 年公司密集完成多家半导体标的控股收购与合资设立，若后续业务整合、团队融合、战略协同不及预期，叠加新业务持续的研发与产能投入，可能对公司整体盈利造成拖累，存在业绩兑现不及预期的风险。

(3) 汇率波动风险

公司半导体业务涉及海外设备代理、核心零部件进口采购，相关交易多以美元等外币结算，汇率波动将直接影响采购成本与业务盈利水平；同时公司新加坡海外子公司经营收支以外币结算，存在明确外汇敞口，若未来汇率出现大幅波动，可能产生汇兑损益，对公司整体净利润造成扰动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1770	1555	1988	1965	2473
现金	534	487	546	644	727
应收票据及应收账款	502	460	671	615	850
其他应收款	17	5	21	8	25
预付账款	47	34	75	42	95
存货	341	330	457	428	553
其他流动资产	329	238	218	228	223
非流动资产	1056	1046	1080	1090	1097
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	709	636	699	740	772
无形资产	159	150	148	133	118
其他非流动资产	188	261	233	217	207
资产总计	2825	2601	3068	3054	3570
流动负债	829	649	961	753	988
短期借款	477	271	523	368	469
应付票据及应付账款	256	279	365	309	444
其他流动负债	97	99	73	75	75
非流动负债	144	94	85	75	65
长期借款	94	50	41	31	21
其他非流动负债	50	44	44	44	44
负债合计	973	743	1046	828	1054
少数股东权益	13	9	6	1	-6
股本	342	335	335	335	335
资本公积	1016	986	986	986	986
留存收益	544	625	762	952	1215
归属母公司股东权益	1839	1849	2015	2225	2522
负债和股东权益	2825	2601	3068	3054	3570

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	204	466	-37	414	139
净利润	69	112	164	213	300
折旧摊销	122	118	94	110	120
财务费用	28	10	17	17	16
投资损失	2	-2	1	0	0
营运资金变动	-36	202	-306	79	-295
其他经营现金流	20	27	-8	-6	-3
投资活动现金流	-42	-146	-103	-127	-121
资本支出	121	96	139	119	130
长期投资	65	-62	0	0	0
其他投资现金流	14	12	36	-8	10
筹资活动现金流	46	-366	50	-87	-10
短期借款	74	-206	252	-155	101
长期借款	94	-44	-9	-10	-10
普通股增加	10	-6	0	0	0
资本公积增加	156	-30	0	0	0
其他筹资现金流	-288	-80	-193	78	-101
现金净增加额	209	-47	-90	201	8

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2449	2311	2721	3110	3537
营业成本	2072	1904	2204	2493	2755
营业税金及附加	14	17	16	18	22
营业费用	33	29	34	39	44
管理费用	127	126	145	167	189
研发费用	89	82	95	109	124
财务费用	28	10	17	17	16
资产减值损失	-22	-20	-22	-23	-25
其他收益	24	16	19	18	18
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	-2	2	-1	-0	-0
资产处置收益	9	-1	2	2	3
营业利润	98	140	212	266	385
营业外收入	1	2	1	2	2
营业外支出	4	7	4	4	5
利润总额	94	135	209	263	381
所得税	26	23	45	50	81
净利润	69	112	164	213	300
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-7
归属母公司净利润	71	113	166	218	307
EBITDA	240	265	321	392	519
EPS(元)	0.21	0.34	0.50	0.65	0.92

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	1.6	-5.6	17.7	14.3	13.7
营业利润(%)	894.2	43.4	50.9	25.6	44.8
归属于母公司净利润(%)	739.0	60.4	46.6	31.2	40.6
获利能力					
毛利率(%)	15.4	17.6	19.0	19.8	22.1
净利率(%)	2.9	4.9	6.1	7.0	8.7
ROE(%)	3.7	6.0	8.1	9.6	11.9
ROIC(%)	3.4	5.4	6.8	8.5	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	34.4	28.6	34.1	27.1	29.5
净负债比率(%)	5.9	-4.8	3.4	-8.7	-7.4
流动比率	2.1	2.4	2.1	2.6	2.5
速动比率	1.6	1.8	1.5	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	7.0	8.0	7.5	7.7	7.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.34	0.50	0.65	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.39	-0.11	1.24	0.41
每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.52	6.01	6.64	7.52
估值比率					
P/E	121.1	75.5	51.5	39.2	27.9
P/B	4.7	4.6	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	36.1	31.8	26.8	21.2	16.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

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。

分析师承诺

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、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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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