

2026 年 08 月 09 日

中小盘研究团队

并购精选（2026 年第 2 期）：本批金富科技、裕同科技、华源控股值得重点跟踪

——中小盘并购精选

周佳（分析师）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

王悦（分析师）

wangyue2@kysec.cn

证书编号：S0790526080001

● 金富科技：“现金收购+股权绑定”，包装企业跨界液冷打造第二增长极

公司主营塑料防盗瓶盖，21-25 年营收/归母净利润 CAGR 分别为+3.62%/-4.52%，主业增长疲软。在此背景下，公司于 26 年 4 月以现金收购方式切入液冷散热赛道，完成对卓晖金属、联益热能各 51%股权的收购，交易对价合计 5.712 亿元，并推出不超过 3 亿元的定增计划用于液冷扩产项目。卓晖金属深耕液冷流道管路近十年，联益热能专注冷板及分集水器，产品覆盖液冷流道管路、水冷头组件、分集水器等核心液冷结构件，已进入奇宏电子、宝德科技、双鸿电子等液冷头部 ODM/OEM 厂商供应体系。受益于 AI 算力液冷散热需求的加速释放，标的公司经营业绩实现高速增长，25 年 1-10 月，标的合计营收/净利润分别达 3.10 亿元/0.66 亿元，分别为 24 年全年的 3.22 倍/6.93 倍，并承诺标的 26-28 年三年累计承诺净利润不低于 3.9 亿元。随着卓晖金属和联益热能的并表，26H1 公司预计归母净利润达 9,000 万-1 亿元，同比增长 81%-102%，液冷业务并表首季即贡献主要增量，并购协同效应初步兑现，未来金富科技或有望借助 AI 算力驱动液冷渗透率提升的产业趋势打开长期增长空间。

● 裕同科技：“现金收购”落子华研科技与 Gelbert，“1+N+T”战略加速兑现

公司主营品质包装方案，21-25 年营收 CAGR 为 3.64%，在传统包装主业增长趋缓背景下，公司同步推进两笔现金收购：一是以 4.488 亿元收购华研科技 51%股权，切入精密零组件赛道；二是以 654.37 万欧元收购 Gelbert 公司 60%股权，加速全球化布局，两笔收购均采用纯现金方式推进，产业布局方向与战略框架高度匹配。华研科技聚焦 AI 眼镜与液冷散热两大高景气赛道，具备 MIM/CIM/冲压/压铸/CNC 等一体化精密制造能力。业绩承诺方面，华研科技 26-28 年扣非净利润分别不低于 0.75/1.00/1.55 亿元，三年复合增长率超 40%。若两笔收购顺利推进，裕同科技将从消费电子包装龙头向科技产业平台跃迁，在立足包装主业基础上加速构建精密零组件与全球化布局的第二成长曲线。

● 华源控股：现金收购+全资控股，跨界半导体温控构筑增长新引擎

公司主营金属及塑料包装，26H1 营收同比+2.40%，在主业承压背景下，公司采取“先控股、后全资”两阶段策略收购无锡暖芯，以 5,100 万元收购 51%股权实现控股并表，并于 26 年 6 月以整体 2 亿元估值完成剩余 49%股权收购，实现全资控股。业绩承诺由原 25-27 年（900/1,000/1,100 万元）大幅上修至 2026-2028 年（2,000/2,500/3,000 万元），彰显标的方信心。无锡暖芯聚焦半导体专用温控设备，自研 PID 算法实现±0.1℃高精度控温，已导入华润微电子、拓荆科技等 50 余家头部客户，客户好评率达 98%。25 年扣非净利润 994.32 万元，完成率 110.48%。若收购顺利推进，公司将依托暖芯科技与旗下苏州致源真空、上海寰鼎集成三大平台构建半导体装备全制程服务生态，打开中长期成长天花板。

● 风险提示：整合及协同兑现风险、商誉减值风险、宏观经济与行业周期风险。

相关研究报告

《携手北大共建量子实验室，CMOS 伊辛机产业化可期——中小盘信息更新》-2026.8.7

《次新股说（2026 年第 5 期）：本批天海电子、维通利、长裕集团值得重点跟踪——中小盘次新股说》-2026.8.5

《碳市场月报：量价齐升，配额政策调整重塑市场格局——中小盘主题》-2026.8.5

目 录

1、金富科技：“现金收购+股权绑定”，包装企业跨界液冷打造第二增长极	3
1.1、收购事项拆解：采用“现金收购+股权绑定”模式，金富科技跨界液冷散热赛道	3
1.2、金富科技公司概况：包装主业增长承压，积极探寻第二增长曲线	3
1.3、标的公司：AI 算力驱动液冷赛道高景气，标的业绩高增验证成长逻辑	5
2、裕同科技：“现金收购”落子华研科技与 Gelbert，“1+N+T”战略加速兑现	7
2.1、收购事项拆解：“N+T”双线并进，裕同科技以两笔现金收购加速战略版图扩张	7
2.2、裕同科技公司概况：包装主业稳健发展，N 业务积蓄长期增长动能	8
2.3、标的公司：深耕精密零组件一站式制造，构筑多工艺平台型解决方案	9
3、华源控股：现金收购+全资控股，跨界半导体温控构筑增长新引擎	11
3.1、收购事项拆解：先控股、后全资”两阶段落地，华源控股高效卡位半导体温控赛道	11
3.2、华源控股公司概况：传统主业稳健发展，积极开辟半导体第二增长曲线	11
3.3、标的公司：半导体温控赛道景气向上，暖芯科技全资控股后成长弹性可期	13
4、风险提示	15

图表目录

图 1：金富科技深耕包装行业二十余载，2026 年切入液冷散热赛道	4
图 2：金富科技近年来业绩有所波动	4
图 3：金富科技盈利能力有所波动	4
图 4：金富科技货币资金可覆盖并购自有资金部分	5
图 5：全球液冷市场有望保持快速增长	5
图 6：2025 年 1-10 月卓晖金属、联益热能业绩较 2024 全年显著增长	5
图 7：卓晖金属、联益热能液冷散热产品矩阵	6
图 8：公司定增募资加码液冷产能	7
图 9：裕同科技近年来营收增长乏力	9
图 10：裕同科技近年来盈利能力趋弱	9
图 11：裕同科技现金储备充裕，资产负债率稳步下降	9
图 12：华研科技深耕行业十余载	10
图 13：2025 年全球 AI 眼镜出货量同比大增 322%	10
图 14：2025 年中国液冷数据中心市场规模同比增长 45.2%	10

1、金富科技：“现金收购+股权绑定”，包装企业跨界液冷打造第二增长极

1.1、收购事项拆解：采用“现金收购+股权绑定”模式，金富科技跨界液冷散热赛道

金富科技以现金收购方式切入液冷散热赛道。2026年4月，金富科技完成对卓晖金属、联益热能各51%股权的现金收购，交易对价合计5.712亿元，开始切入液冷散热赛道，确立“稳固包装主业基本盘，打造液冷业务新引擎”的双轮驱动战略。公司同步推进资本运作与产能扩张，控股股东陈金培于2026年6月向莫振龙协议转让6%股份，并推出不超过3亿元的定增计划用于液冷扩产项目。股权层面，控股股东陈金培于2026年2月与莫振龙签署协议转让1,560万股（占总股本6%），转让后持股比例由52.79%降至46.79%，受让方股份锁定36个月。这一安排与现金收购形成交易组合，实现了标的方核心利益与上市公司发展的深度绑定。业绩贡献层面，2026H1公司预计归母净利润达9,000万至1亿元，同比增长81%-102%，其中卓晖金属和联益热能受益于液冷市场需求增长，积极推进产能提升及市场开拓，收入和利润增长较快，并表后显著提升公司整体盈利水平。

具体来看：（1）业绩承诺方面，交易设置2026-2028年三年业绩承诺期，承诺净利润口径为标的公司扣除非经常性损益前后孰低的归属于标的公司的净利润。交易对方承诺，卓晖金属和联益热能2026年合计实际净利润不低于1.1亿元，2027年及2028年累计实际净利润不低于2.8亿元，三年累计承诺净利润不低于3.9亿元；

（2）业绩补偿方面，若标的公司2026年实际净利润低于1.1亿元，交易对方应以现金方式补足实际净利润与承诺净利润之间的差额；若2027年及2028年累计实际净利润低于2.8亿元，交易对方应以现金方式补足累计实际净利润与累计承诺净利润之间的差额；

（3）减值补偿方面，在2030财务年度届满时，公司将对本次交易完成后持有的标的公司权益价值进行减值测试，并出具以商誉减值测试为评估目的的资产评估报告。若本次交易所涉全部标的资产期末减值额大于交易对方及陈金培在业绩承诺期内应补偿金额，陈金培应以现金方式另行承担差额补偿；业绩补偿与减值补偿合计最高不超过本次交易对价；

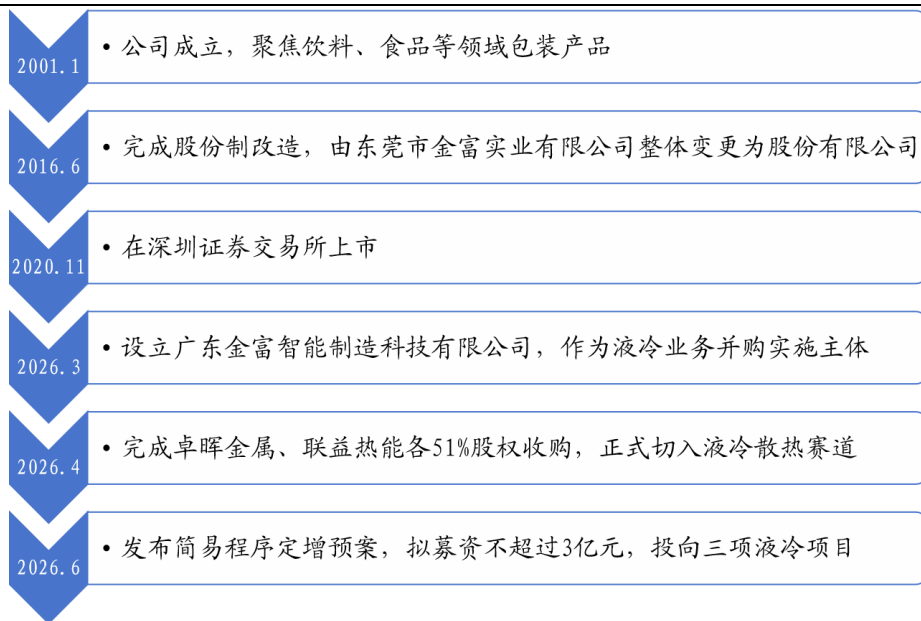
（4）履约保障及股权绑定方面，交易对方同意将其持有的标的公司剩余49%股权质押给上市公司，作为业绩补偿义务及相关收购协议项下义务的担保；若交易对方未足额履行业绩补偿义务，公司控股股东陈金培承担补充偿付责任。同时，莫振龙受让的1,560万股金富科技股份自过户完成之日起36个月内不得转让，相关股份已全部办理质押登记，质押用于担保业绩补偿协议项下的业绩补偿义务，进一步强化标的公司原股东与上市公司的长期利益绑定。

1.2、金富科技公司概况：包装主业增长承压，积极探寻第二增长曲线

定位国内塑料防盗瓶盖头部供应商。2001年公司成立，2020年11月在深交所上市，深耕瓶盖产品市场二十余年，定位国内最大的塑料防盗瓶盖供应商之一，主营业务为饮料、食品等领域的包装产品研发、设计、生产和销售，产品覆盖瓶装饮用水盖、桶装水盖、功能饮料盖、新型拉环盖、调味品盖、奶制品包装盖及软包装

塑料组合盖等，与华润怡宝、景田、娃哈哈、海天味业、可口可乐、燕京集团、达能等知名客户建立了长期稳定合作关系。

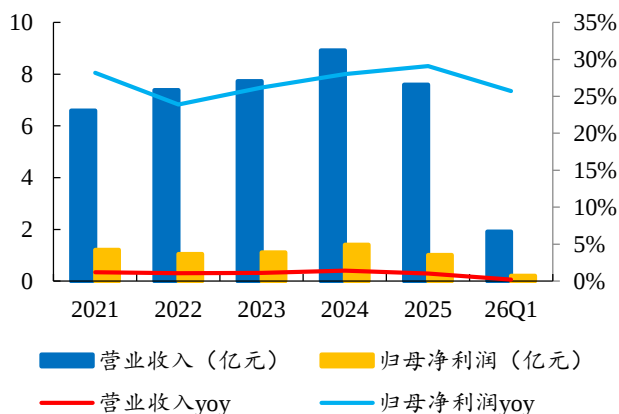
图1：金富科技深耕包装行业二十余载，2026 年切入液冷散热赛道



资料来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

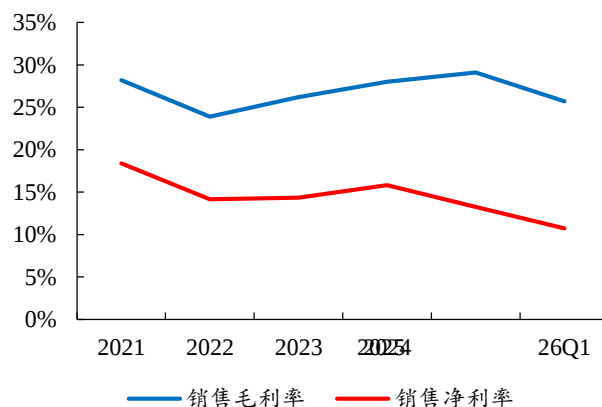
并购诉求方面，包装主业增长疲软，盈利端有所承压。2021-2025 年，公司营业收入由 6.59 亿元增至 7.60 亿元，CAGR 为 3.62%，同期归母净利润由 1.21 亿元降至 1.01 亿元，CAGR 为-4.52%，其中，2025 年公司营业收入/归母净利润分别同比下降 14.80%/28.56%，同期归母净利率由 2021 年的 18.41%降至 2025 年的 13.27%，主因系新产能投产后折旧摊销加大及下游需求波动拖累，盈利水平持续下滑，基于主业增长空间收窄、盈利趋势性走弱背景下，公司通过跨界并购切入液冷散热赛道，积极培育第二增长曲线。

图2：金富科技近年来业绩有所波动



数据来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

图3：金富科技盈利能力有所波动

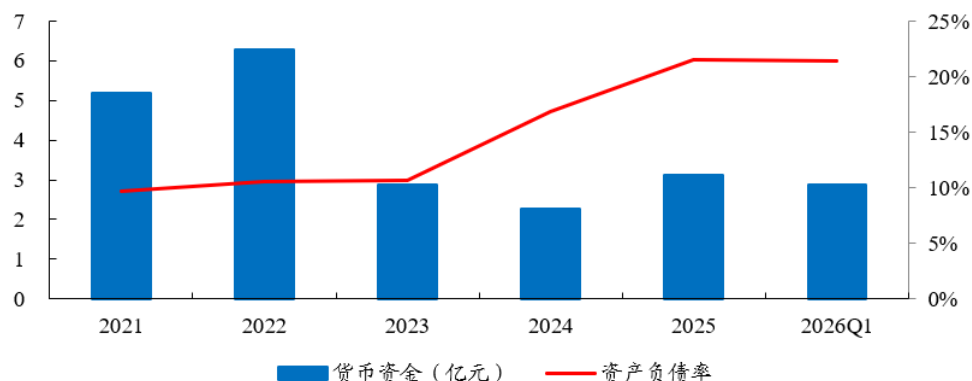


数据来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

并购能力方面，公司账上现金可覆盖本次交易的自有资金部分，资产负债率较为健康。2026Q1 公司货币资金为 2.86 亿元，同期资产负债率为 21.45%。本次 5.712 亿元收购对价中，3.9984 亿元由并购贷款支持，其余 1.7136 亿元由自有资金覆盖，低于公司 2026Q1 账上货币资金。整体而言，公司具备一定现金储备及融资承接能力，

为本次交易实施提供资金基础。

图4：金富科技货币资金可覆盖并购自有资金部分

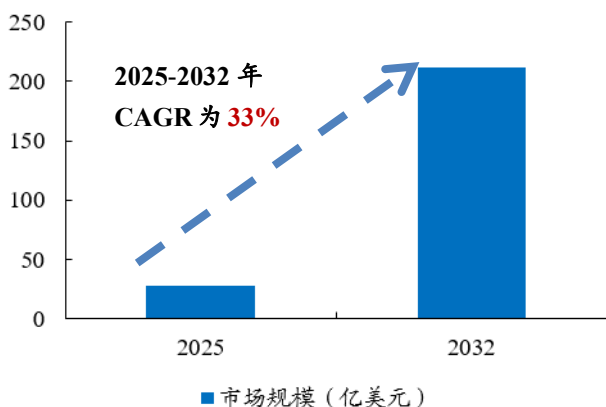


数据来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

1.3、标的公司：AI 算力驱动液冷赛道高景气，标的业绩高增验证成长逻辑

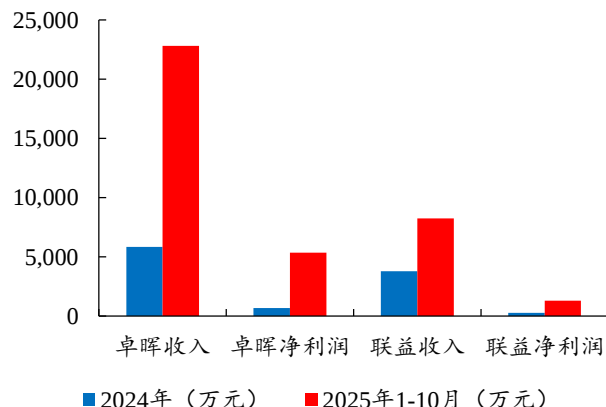
AI 算力驱动液冷渗透率加速提升，标的业绩或进入高增阶段。行业维度来看，根据 IEA 预测，全球数据中心用电量将由 2025 年的 485TWh 增长至 2030 年的 950TWh，其中 AI 专用数据中心用电量同期将增长约 2 倍。随着 AI 服务器 GPU 功率密度持续攀升，传统风冷在高功率场景下面临散热效率与能耗约束的双重瓶颈，液冷技术从“可选”走向“必选”，渗透率提升路径清晰。**市场空间方面**，根据 MarketsandMarkets 数据，全球液冷市场规模预计从 2025 年约 28.4 亿美元增至 2032 年约 211.5 亿美元，CAGR 约 33.2%。**标的业绩方面**，2025 年 1-10 月，卓晖金属实现营收 2.28 亿元、净利润 0.53 亿元，净利率为 23.4%；联益热能实现营收 0.82 亿元、净利润 0.13 亿元，净利率为 15.6%，二者盈利能力均处于液冷散热组件行业较高水平，合计营收/净利润分别达 3.10 亿元、0.66 亿元，分别达到 2024 年全年水平的 3.22 倍和 6.93 倍，业绩呈现高速增长。我们认为在 AI 算力资本开支高景气的背景下，标的公司作为液冷结构件核心供应商，或有望持续受益于行业景气度上行与自身产能释放的双重驱动。

图5：全球液冷市场有望保持快速增长



数据来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

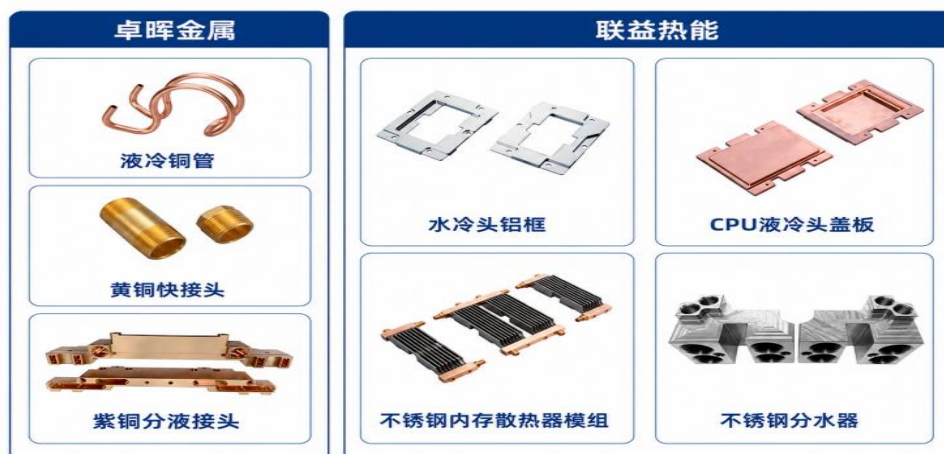
图6：2025 年 1-10 月卓晖金属、联益热能业绩较 2024 全年显著增长



数据来源：金富科技公司公告、开源证券研究所

卓晖金属、联益热能 4 月完成并表，当前多类产品已实现规模化量产。卓晖金属成立于 2015 年，深耕液冷流道管路领域近十年，工艺积淀深厚；联益热能成立于 2022 年，专注冷板及分集水器产品，二者于 2026 年 4 月正式纳入金富科技合并报表范围。标的公司产品覆盖液冷流道管路、水冷头组件、分集水器、铜水冷板、内存条模组等核心液冷结构件，部分核心性能指标已达较高水平，具备从样品试制到规模化量产的全流程交付能力，当前多类产品已实现批量交付，部分高附加值项目仍在打样验证阶段，未来有望贡献增量弹性。

图7：卓晖金属、联益热能液冷散热产品矩阵



资料来源：卓晖金属官网、联益热能官网、开源证券研究所

深度绑定全球液冷头部厂商，客户壁垒稳固。标的公司深耕液冷散热结构件领域近十年，已成功进入奇宏电子、宝德科技、双鸿电子等液冷领域头部 ODM/OEM 厂商供应体系，并最终服务于北美头部科技客户等终端客户。2025 年 1-10 月，来自奇宏电子和宝德科技的合计收入占比约为 80%，客户集中度较高但均为行业头部厂商。液冷散热组件行业具备极高的客户认证壁垒。根据公司披露，进入头部客户供应链通常需经过较长周期的认证和反复验证，对产品可靠性、交付稳定性及体系能力均有较高要求；从产品开发到实现稳定量产并进入头部客户体系，通常需要数年时间积累。标的公司已形成覆盖真空钎焊、连续炉钎焊、高频钎焊、精密折弯及高精度气密检测等在内的完整技术体系，防泄漏设计、密封可靠性等核心能力亦需多年工艺经验沉淀。客户一旦确定供应商后，基于产品定制化程度和可靠性要求，更换成本较高，天然形成较强黏性。先发卡位优势叠加客户持续拓展，客户矩阵有望进一步扩容。在巩固奇宏电子、宝德科技等核心客户合作关系的基础上，公司近期已新增台达和比亚迪电子等客户合作并开始小批量供货，富士康已进入送样测试阶段。随着后续产能逐步扩张，客户矩阵有望从头部集中向多元均衡演进，进一步夯实其在液冷散热组件领域的客户壁垒与市场地位。

定增募资加码液冷产能，三大项目协同构建一体化交付能力。2026 年 6 月，公司拟募集资金不超过 3 亿元，全部投向三大液冷扩产项目，包括金富华南液冷板生产基地项目（1.45 亿元）、卓晖金属液冷组件扩产项目（4,500 万元）及联益热能液冷组件扩产项目（1.1 亿元），具体来看，金富华南液冷板生产基地项目定位上游配套，主要为卓晖金属、联益热能提供精密加工配套服务，补充前端切割、精密加工等工艺环节，提升工序自主可控能力；卓晖金属和联益热能则聚焦核心液冷结构件扩产，扩大液冷管路、水冷头、分集水器、铜水冷板等产品的生产规模。通过内部消化现有液冷业务订单需求，公司可减少外部加工依赖，缩短交付周期，提升产品

质量一致性，并在一定程度上降低外部加工成本，增强液冷业务整体盈利能力和交付保障能力。在募集资金到位前，公司已以自筹资金先行投入，液冷产能和订单销量已实现同比、环比稳步攀升。我们认为此次定增落地后，公司液冷业务或有望从“点状扩产”向“链式协同”跃迁，实现从单一工序补足到全链条一体化交付能力的系统性升级，为液冷板块订单承接与规模化放量提供产能支撑。

图8：公司定增募资加码液冷产能



资料来源：联益热能官网、金富科技公司公告、开源证券研究所

并购协同效应显著，双轮驱动逻辑初步兑现。并购逻辑方面，标的公司在液冷流道管路及冷板组件领域已深度嵌入全球头部供应链，金富科技则以产能定增补足前端精密加工环节，推动液冷业务从“单点扩产”向“链式协同”升级，成套液冷零部件一体化交付能力有望构筑差异化竞争壁垒；**兑现业绩方面**，2026H1 归母净利润预增 81%-102%，液冷并表仅 3 个月即贡献主要增量，业绩承诺 2026 年合计净利润不低于 1.1 亿元，对应 5 倍 PE 的收购成本在液冷高景气赛道中具备较高安全边际。整体而言，公司已初步构筑“包装主业稳现金流+液冷业务供高弹性”的双主业架构，跨界并购协同效应初现，有望进一步实现业绩兑现。

2、裕同科技：“现金收购”落子华研科技与 Gelbert，“1+N+T”

战略加速兑现

2.1、收购事项拆解：“N+T”双线并进，裕同科技以两笔现金收购加速战略版图扩张

两笔收购同步推进，裕同科技“1+N+T”战略加速兑现。裕同科技近期同步推进两笔收购，分别对应“N”战略（精密零组件拓展）与“T”战略（全球化布局）两大方向，2026 年 2 月 10 日，公司公告拟以 4.488 亿元现金收购华研科技 51%股权；2 月 25 日，全资子公司香港裕同拟以 654.37 万欧元（约 5348 万元）收购匈牙利 Gelbert 公司 60%股权。两笔收购均采用纯现金方式推进，资金来源为自有及自筹资

金，其产业布局方向与公司“1+N+T”战略框架高度匹配。

具体来看，华研科技收购方面：华研科技收购交易对手方为深圳市观点投资有限公司，由公司实控人王华君、吴兰兰夫妇 100%持股，拆分来看，**（1）业绩承诺方面**，观点投资承诺华研科技 2026-2028 年扣非净利润分别不低于 0.75 亿元、1.00 亿元、1.55 亿元，三年累计不低于 3.30 亿元，相关口径需剔除股份支付费用和超额业绩奖励费用影响；**（2）补偿机制方面**，若三年累计实现扣非净利润低于累计承诺值的 80%，即低于 2.64 亿元，观点投资需以现金、华研科技股份或“现金+股份”方式承担业绩补偿，若期末减值额与 51%股份转让比例的乘积高于应付业绩补偿金额，还需就差额部分承担减值补偿；**（3）估值调整方面**，若三年实际平均扣非净利润达到或超过 1.32 亿元，标的公司整体估值按照“实际平均扣非净利润 x10 倍 PE”调整，最高不超过 13.20 亿元；**（4）付款安排方面**，基础股份转让款 4.488 亿元按照 60%、20%及剩余款项分期支付，其中第二期付款与华研科技 2026-2027 年累计业绩完成情况挂钩，尾款结合估值调整、业绩补偿及减值补偿情况统一结算。

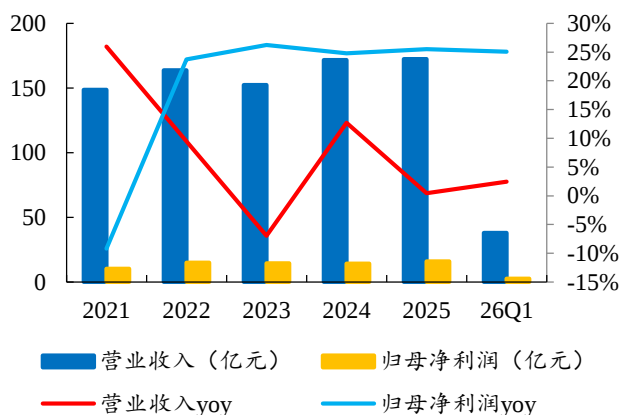
Gelbert 收购方面，交易对价 654.37 万欧元（约合人民币 5,348 万元），对应标的公司 60%股权，100%股权整体估值约 1,091 万欧元。标的公司 2024 年实现营业收入约 6,313 万元人民币、EBITDA 约 1,394 万元人民币，交易对应 2024 年 EBITDA 约 6.4 倍，估值水平具备安全边际。拆分来看，**（1）付款安排方面**，总对价中约 572.58 万欧元于交割日支付（占比约 87.5%），剩余约 81.80 万欧元作为保留购买价款，分两期（每期约 40.9 万欧元）与标的公司 2026 年、2027 年经营业绩考核结果挂钩支付；**（2）业绩考核方面**，标的公司在考核期内年收入须不低于 2024 年收入（约 6,313 万元），且 EBITDA 须达到 2024 年 EBITDA 的 85%以上（约 1,185 万元），若未能达标，公司有权不予支付相应年度的保留购买价款；**（3）创始人锁定方面**，创始人 Róbert Gellér 将保留 40%股权，并承诺自交割日起 10 年内不从事竞争性业务，且在业绩考核期内继续服务公司，保障业务平稳过渡。

2.2、裕同科技公司概况：包装主业稳健发展，N 业务积蓄长期增长动能

定位国内领先的品质包装方案商。公司深耕包装行业二十余年，于 2016 年 12 月在深交所上市，其主营业务为一站式包装解决方案及可持续智造服务，产品矩阵涵盖纸质包装、植物纤维环保包装、可降解新材料、软包装、功能材料模切、文化创意印刷、标签、炫光膜、消费电子零部件及碳纤/玻纤复材等多元品类。下游客户覆盖消费电子、智能硬件、白酒等核心赛道，并持续向化妆品、奢侈品、食品及医疗保健等新应用领域拓展，客户结构与业务矩阵持续优化。

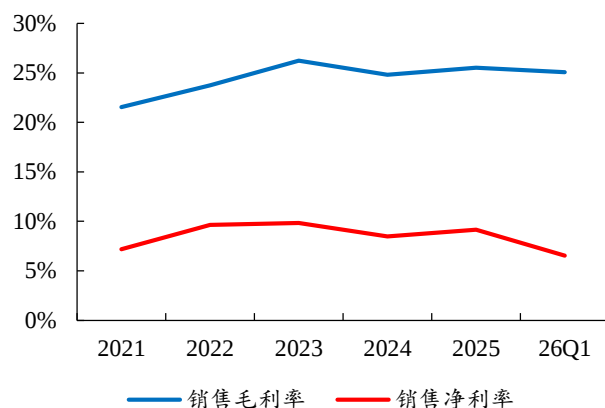
并购诉求方面，主业增长趋缓，亟待培育第二增长曲线。纸制精品包装行业整体增速放缓，2021-2025 年，公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 3.64%/11.86%，2025 年公司纸制精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品收入分别同比变动 -0.39%/-0.19%/+1.70%，传统包装主业增长动力趋弱。公司坚定推进“1+N+T”战略，在包装主业基础上，持续向精密零组件、智能机器人、AI 智能硬件等新兴领域拓展。

图9：裕同科技近年来营收增长乏力



数据来源：裕同科技公司公告、开源证券研究所

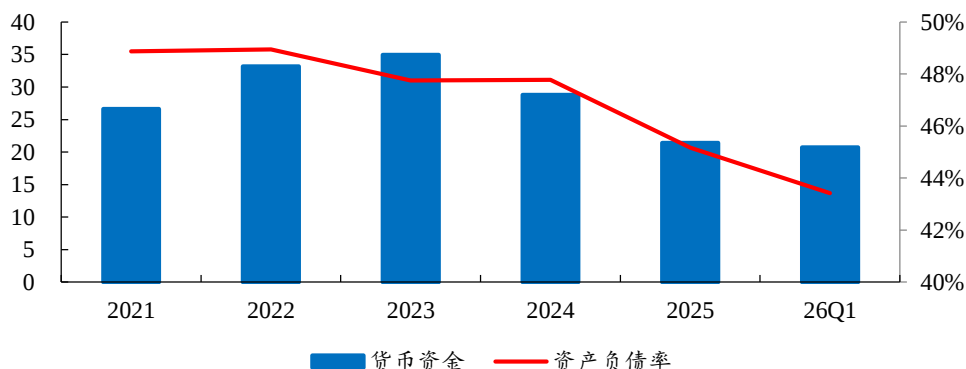
图10：裕同科技近年来盈利能力趋弱



数据来源：裕同科技公司公告、开源证券研究所

并购能力方面，现金储备充裕，实控人持股比例较高。截至2026Q1，公司货币资金达20.74亿元，同期资产负债率约43.43%，处于行业健康水平，资金储备充沛，为并购整合及后续产能扩张提供较大财务弹性。股权结构层面，控股股东吴兰兰持股49.50%、实际控制人吴兰兰、王华君夫妇合计持股约61.11%，高持股比例为后续通过协议转让等方式引入战略合作方、实现利益绑定提供了潜在操作空间。

图11：裕同科技现金储备充裕，资产负债率稳步下降

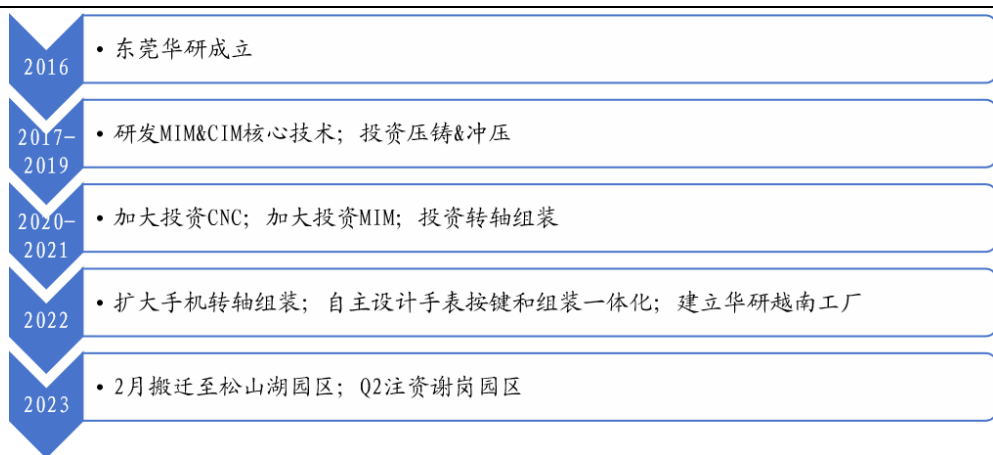


数据来源：裕同科技公司公告、开源证券研究所

2.3、标的公司：深耕精密零组件一站式制造，构筑多工艺平台型解决方案

定位具备垂直整合能力的一站式精密零组件整体解决方案服务商。华研科技成立于2016年，聚焦于不锈钢、钛合金、磁性材料、高性能散热材料等领域，具备一体化设计、研发、零件制造、组装与销售能力。公司业务领域涵盖新材料研发、MIM（金属注射成型）、CIM（陶瓷注射成型）、冲压、压铸、精密注塑、CNC、抛光等精密制造工艺，产品广泛应用于智能手机、智能手表、笔记本电脑、VR/AR、新能源汽车等领域。在液冷散热领域方面，华研科技的业务布局主要集中于散热材料的研发以及服务器液冷相关金属零组件及模组的制造，目前正积极推进相关技术的研发和产品验证工作。

图12：华研科技深耕行业十余载

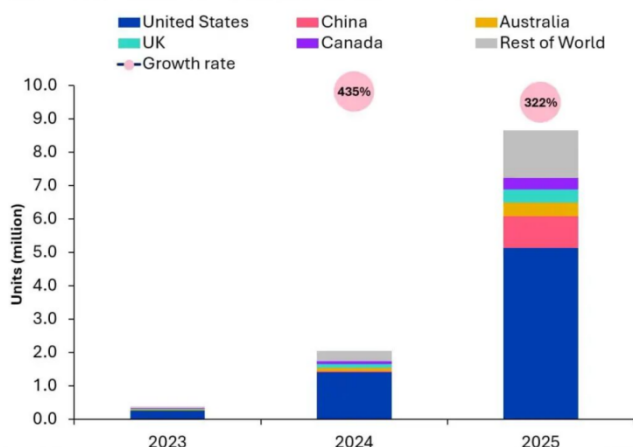


资料来源：华研科技公司官网，开源证券研究所

卡位 AI 眼镜与液冷散热两大高景气赛道，业绩高增路径清晰。行业维度来看，AI 眼镜方面，根据 Omdia，2025 年全球 AI 眼镜出货量达 870 万台，同比大幅增长 322%，预计 2026 年突破 1,500 万台；液冷散热方面，据赛迪报告，2025 年中国液冷数据中心市场规模已达 159.8 亿元，同比增长 45.2%，预计 2028 年将增至 470.4 亿元，三年实现翻倍以上增长，随着高功率算力集群加速普及，液冷已从“可选项”跃升为“必选项”；公司维度来看，华研科技已在这两大赛道形成卡位优势，AI 眼镜转轴模组技术领先，可提供从研发到量产的一站式服务，终端客户覆盖谷歌、三星、META、亚马逊、微软、索尼等全球头部品牌；液冷散热领域亦积极布局相关零部件及模组业务。业绩层面，公司 2026-2028 年扣非净利润承诺分别为 0.75 亿元、1.00 亿元、1.55 亿元，三年复合增长率超 40%，高增目标彰显成长信心。叠加裕同科技客户资源与资本赋能，华研有望充分受益于 AI 眼镜出货量持续放量与液冷渗透率加速提升的双重景气周期，成为公司“1+N+T”战略中具备高增潜力的业务板块。

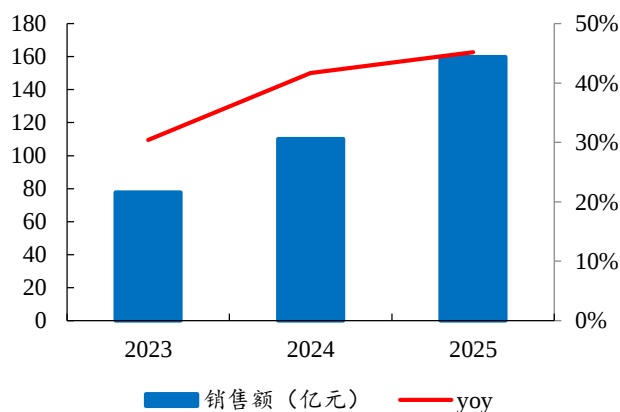
图13：2025 年全球 AI 眼镜出货量同比大增 322%

Global AI glasses shipments by market (2023-2025)



资料来源：Omdia、开源证券研究所

图14：2025 年中国液冷数据中心市场规模同比增长 45.2%



资料来源：赛迪、开源证券研究所

具备一体化精密制造能力，构筑 AI 硬件核心零部件护城河。华研科技已具备强大的垂直整合、材料研发和精密模组设计及制造能力，在折叠手机转轴、手表结构件和智能眼镜转轴模组的设计及制造方面具有技术和客户优势。2024 年及 2025 年 1-8 月，公司研发费用分别为 5,627.54 万元、4,956.58 万元，占营收比例分别达 9.08%、

10.87%，持续的研发投入驱动产品矩阵向高附加值领域延伸。在液冷散热领域，公司业务布局主要集中于散热材料研发及服务器液冷相关金属零部件及模组制造，目前正积极推进相关技术的研发和产品验证工作。未来随着全球 AI 算力需求持续攀升带动液冷渗透率加速提升，公司有望推动液冷相关产品从研发验证转至批量供货阶段，为公司业绩增长贡献新的增量空间。

深度绑定全球头部消费电子品牌供应链，打造高壁垒客户矩阵。华研科技终端客户涵盖谷歌、三星、META、亚马逊、微软、索尼等全球头部优质消费电子品牌。消费电子行业对精密零部件的供应商准入极为严苛，通常需经历材料认证、工艺验证、小批量试产、量产爬坡等多阶段审核，整体认证周期长达 1-2 年。公司深度绑定头部品牌的核心供应链体系，在折叠手机转轴、智能手表结构件、AI 眼镜转轴模组等品类中占据核心供应份额，客户粘性较强、替换成本较高，先发卡位优势显著。

裕同科技逐步消费电子包装龙头向多行业一站式包装解决方案提供商升级。本次收购为裕同科技“1+N+T”战略落地的关键一步。公司正从消费电子包装龙头向多行业一站式包装解决方案提供商升级，公司在立足包装主业的基础上，向精密零部件及模组等新兴领域延伸布局，进一步丰富产品矩阵、提升客户综合服务能力；华研科技则可借助裕同强大的客户平台资源与资金支持，增强自身核心竞争力，加速向新兴领域拓展。整体来看，本次收购有望推动裕同科技从包装龙头向科技产业平台跃迁，第二成长曲线轮廓已逐步清晰。

3、华源控股：现金收购+全资控股，跨界半导体温控构筑增长新引擎

3.1、收购事项拆解：先控股、后全资”两阶段落地，华源控股高效卡位半导体温控赛道

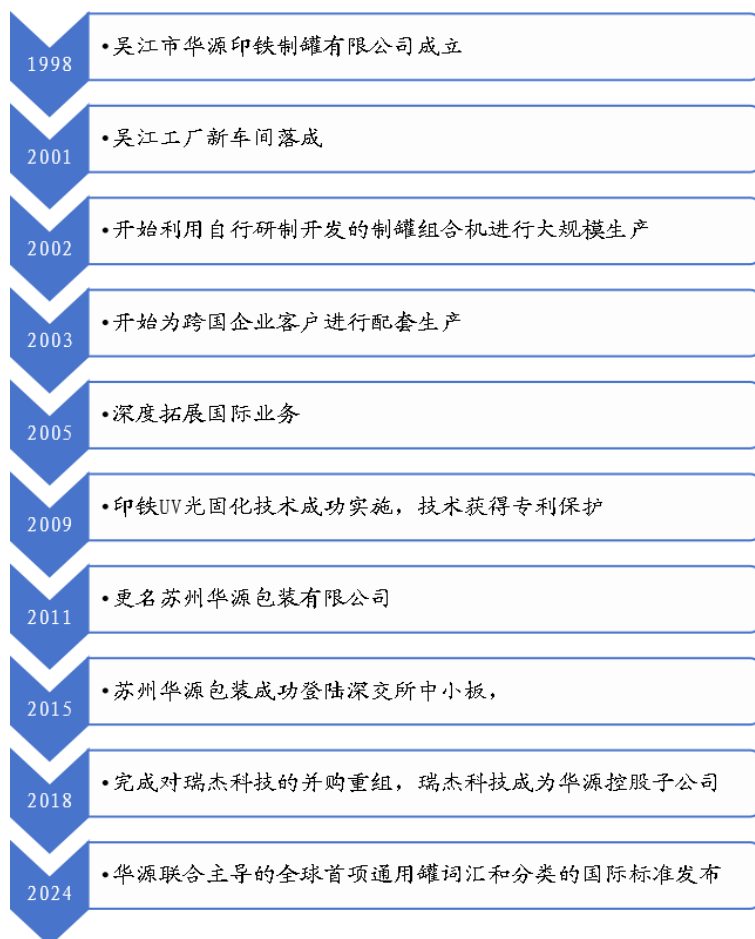
华源控股对无锡暖芯的收购采取“先控股、后全资”的两阶段策略，整体节奏紧凑高效。本次收购分两个阶段实施，（1）**第一阶段：收购 51%股权，实现控股并表。**2025 年 12 月，华源控股以现金 5,100 万元收购无锡暖芯 51%股权。收购资金中 4,600 万元用于收购公司下属企业华源创投所持暖芯科技 46%股权，500 万元用于收购创始人王光光所持 5%股权。交易前，上市公司已通过华源创投间接持有标的 46%股权；交易完成后，华源半导体直接持有 51%股权，暖芯科技成为公司控股子公司，纳入合并报表范围，转让方承诺暖芯科技 2025-2027 年度经审计扣非净利润分别不低于 900 万元、1,000 万元、1,100 万元；（2）**第二阶段：收购剩余 49%股权，实现全资控股。**2026 年 6 月，公司完成对无锡暖芯剩余 49%股权的收购，持股比例由 51%提升至 100%，实现全资控股。本次收购以整体 2 亿元估值进行，不涉及股份发行，剩余股权收购完成后，交易双方同步重新签署业绩承诺协议，将承诺期调整为 2026-2028 年，对应净利润目标大幅上修至 2,000 万元、2,500 万元、3,000 万元，业绩目标大幅上修，反应标的方对自身订单放量和盈利能力提升具备较强信心。

3.2、华源控股公司概况：传统主业稳筑基本盘，积极开辟半导体第二增长曲线

定位国内包装领域具备完整业务链的技术服务型公司。公司于 1998 年成立，于 2015 年在深交所上市，其主营业务为包装产品的研发、生产及销售，金属包装领域，公司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

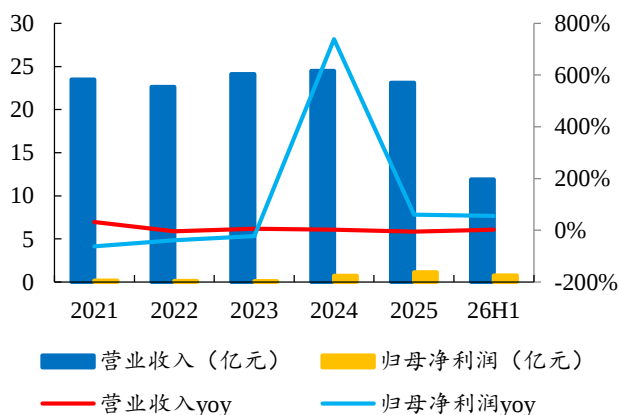
设备研制等全产业链的生产、技术与服务能力；塑料包装领域，公司具备注塑和吹塑的量化生产能力，下游客户覆盖化工、食品、润滑油等领域，产品矩阵较为完善。

图15：华源控股深耕包装领域二十余载

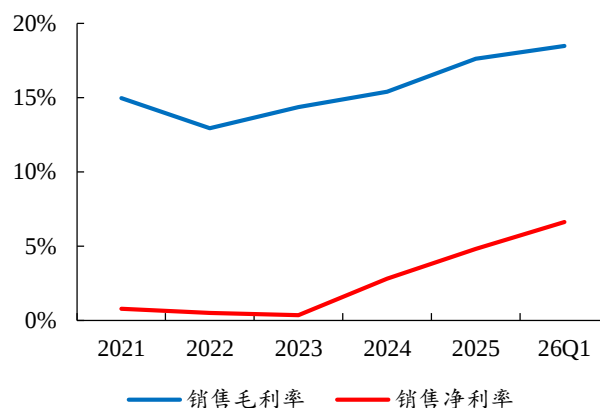


资料来源：华源控股公司官网、开源证券研究所

并购诉求方面，传统主业增长承压，亟需突破天花板。从行业层面看，金属包装行业整体步入成熟期，下游化工、食品、润滑油等传统领域需求增速中枢长期维持在个位数水平，市场增量空间有限；同时，行业竞争格局相对分散，原材料价格波动及下游客户议价能力增强持续挤压盈利空间，传统包装企业普遍面临增量不增利的经营困境；**从公司层面看**，华源控股26年上半年实现营业收入11.90亿元，同比增长2.40%，其中传统包装板块贡献收入11.38亿元，增长较为乏力；归母净利润7,508.33万元，同比增长1%，我们分析利润增长主要来源于半导体业务并表贡献（当期创收3,071.12万元），传统主业对利润贡献较为有限。在包装主业增长疲软、内生性突破乏力背景下，公司通过外延并购切入半导体设备等具备高成长性与技术壁垒的优质赛道，加速构建第二增长曲线，已成为当前突破发展瓶颈的战略选择。

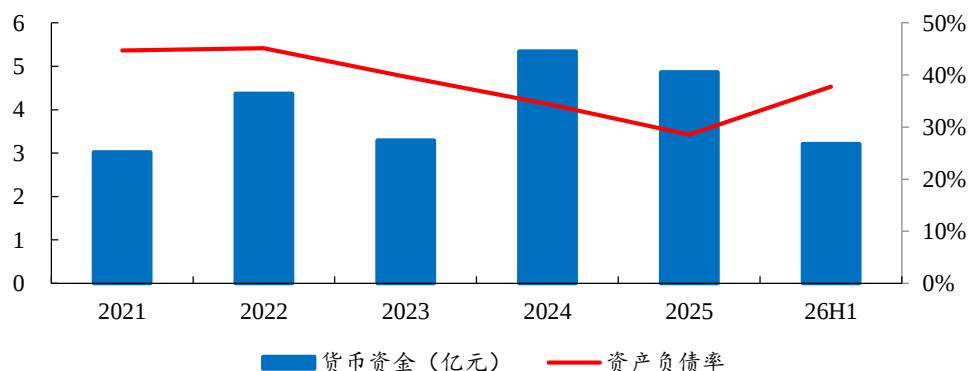
图16：华源控股传统包装板块增长乏力


数据来源：裕同科技公司公告、开源证券研究所

图17：华源控股传统主业对利润贡献有限


数据来源：裕同科技公司公告、开源证券研究所

并购能力方面，公司账面现金充裕+控股权集中，为外延式并购提供坚实基础。截至2026H1，公司资产负债率仅为37.78%，处于行业低位，货币资金达3.21亿元，资金储备充裕。此外，公司前十大股东合计持股44.28%，其中实控人李志聪持股32.53%，李炳兴持股6.40%，家族整体持股比例约40%。整体而言，充沛的现金储备与高集中度的股权结构，为公司多维度并购操作的构筑了坚实的财务及制度基础。

图18：华源控股现金储备充裕


数据来源：华源控股公司公告、开源证券研究所

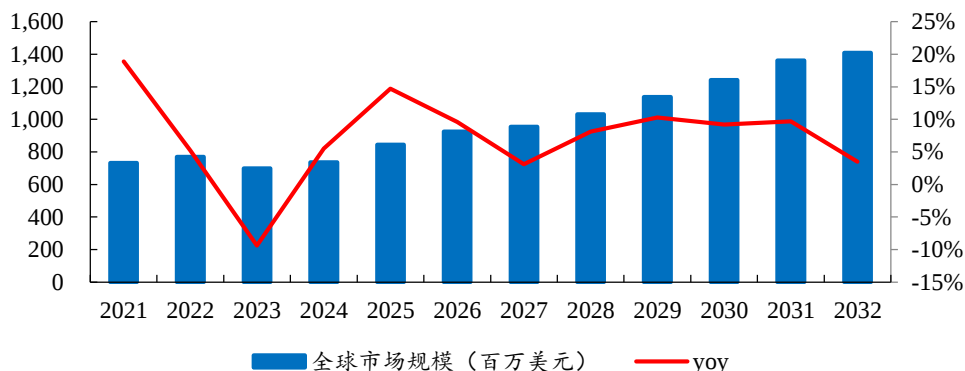
3.3、标的公司：半导体温控赛道景气向上，暖芯科技全资控股后成长弹性可期

暖芯科技聚焦半导体专用温控设备，构筑“核心温控设备+配套零配件”一体化业务体系。公司成立于2021年，主营业务为半导体专用温控设备的研发、生产、销售及维修服务，并配套开展温控系统所需流体、压力及工控零配件的研发与产销业务，现已构建起“以半导体温控设备为核心、流体/压力零配件为配套支撑”的业务格局。其产品主要包括高精度Chiller（工业冷水机）、冷热循环机、温度控制系统等，产品已成功导入华润微电子、拓荆科技、广州芯粤能、台湾力晶等知名客户供应链。

受益于半导体国产替代加速与下游扩产需求，无锡暖芯全资控股后有望迎来营收与利润的快速释放。行业维度来看，半导体温控设备赛道景气度持续上行。根据QY Research数据，预计2027-2032年全球半导体温控设备市场规模CAGR为7.3%，预计2032年市场规模将达14.1亿美元，竞争格局方面，中国厂商份额快速提升，

其市占率由 2021 年的 10.59% 提升至 2025 年的 30.19%，2032 年预计达 41.07%；消费端中国市场份额由 2021 年的 17.22% 提升至 2025 年的 28.23%，2032 年预计达到 33.85%，成为全球最大需求区域。**公司财务维度来看**，暖芯科技 2025 年 1-9 月实现营业收入 2,736.78 万元，净利润 665.92 万元，已接近 2024 年全年水平；2025 年全年扣非净利润达 994.32 万元，超额完成首年业绩目标，完成率 110.48%。2026 年 6 月完成剩余 49% 股权收购后，业绩承诺大幅上修至 2026-2028 年净利润分别不低于 2,000 万元、2,500 万元、3,000 万元，较原承诺显著提升。

图19：全球半导体温控设备市场规模稳健增长



资料来源：QY Research，开源证券研究所

部分性能对标海外龙头，夯实国产替代基础。产品性能层面，无锡暖芯核心产品覆盖超低温循环液体恒温设备、中低温循环液体恒温设备及节能型 Chiller 等完整矩阵，可匹配刻蚀、薄膜沉积、光刻、检测等半导体制程的高精度温控要求，部分性能指标对标 ATS、SMC 等海外龙头，已具备国产替代的技术底座。根据 SEMI 官网信息，公司已有成功为台积电客户配套节能型 Chiller 的经验，验证其产品进入国际顶级晶圆厂供应链的技术实力；**技术深度层面**，公司自研 PID 温控算法，可实现 $\pm 0.1^{\circ}\text{C}$ 高精度控温，满足半导体制程对温度稳定性的严苛标准；拥有 14 项温控相关国家专利，自研全温区恒温设备矩阵，覆盖从超低温到中低温的宽温域应用场景，技术完整度位居国内同业前列。此外，公司自主研发并提供 AI 端侧液冷解决方案，布局高算力场景下的散热需求，有望在 AI 芯片、HPC 等新兴领域打开增量空间。

深度绑定 50+ 头部客户，高准入门槛构筑坚实护城河。半导体温控设备作为制程良率的关键保障环节，需经历产品验证、小批量试用、批量供货等多阶段严格测试，整体导入周期通常 1-2 年，一旦通过验证并进入供应链，出于设备稳定性、工艺一致性及替换成本考量，客户粘性极强，替换意愿较低。公司已成功卡位头部客户供应链，积累 50 余家优质核心客户、100 余家合作经销商，深度服务华润微电子、拓荆科技、长飞半导体、广州芯粤能、台湾力晶等知名半导体企业，实现稳定批量供货，客户好评率达 98%，终端客户覆盖逻辑芯片、存储芯片、功率半导体等多个细分领域，客户结构均衡且多元化。2025 年公司接连中标多项下游采购项目，验证了客户拓展的持续性与产品竞争力。2025 年公司扣非净利润达 994.32 万元，超额完成首年业绩目标，订单兑现能力初步验证。优质客户资源与持续拓展能力，或将驱动公司业务进入加速放量周期。

本次收购为华源控股从传统包装制造向半导体装备领域跨界转型的关键一步。华源控股方面，全资控股后，无锡暖芯将与公司旗下苏州致源真空（分子泵）、上海寰鼎集成（RTP 热处理及耗材）两大半导体平台深度联动，形成产品互补与上下游

协同，共同服务于刻蚀、薄膜沉积、晶圆热处理、芯片封测等全制程，完善半导体装备产业链布局，华源控股将实现从传统包装制造向半导体设备领域的跨界延伸，推动公司整体向科技制造方向转型升级。

4、风险提示

（1）整合及协同兑现风险：若收购方与标的公司分属不同行业（如爱丽家居跨界收购存储测试企业、真爱美家引入 AI 公司、友邦吊顶引入出版 AI 公司），收购方在相关行业领域可能缺乏经营经验、人才储备及客户资源，协同效果存在不确定性。

（2）商誉减值风险：溢价收购或将形成大额商誉，若标的公司未来经营业绩未达预期，商誉减值将对上市公司当期利润产生不利影响。

（3）宏观经济与行业周期风险：三个并购案例涉及标的均处于科技成长赛道，对宏观环境及产业政策变化较为敏感。若未来宏观经济下行或产业政策进入调整周期，或对公司经营产生负面影响。

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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、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