

裕同科技 (002831.SZ)

包装龙头主业稳健，新兴业务扬帆起航

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	17,157	17,238	18,684	20,724	23,133
增长率 yoy (%)	12.7	0.5	8.4	10.9	11.6
归母净利润 (百万元)	1,409	1,592	1,708	1,941	2,224
增长率 yoy (%)	-2.1	13.0	7.2	13.7	14.5
ROE (%)	12.3	12.8	13.5	14.4	15.5
EPS 最新摊薄 (元)	1.53	1.73	1.86	2.11	2.42
P/E (倍)	26.8	23.7	22.1	19.4	17.0
P/B (倍)	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6

资料来源: ifind, 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

公司是消费电子包装龙头，收入、利润长期稳健增长，股息回报可观。2013-2025 年公司营收、归母净利润 CAGR 达 17.10%、15.55%。公司注重股东回报，2025 年分红比例提升至 70.61%。

包装主业：多元化、全球化、智能化稳健发展。**1) 多元化：**消费电子为公司优势领域，客户资源丰富，市占率超 30%。公司持续拓宽下游领域，非消费电子行业包装收入占比从 2019 年的 18.2%提升到 2022 年的 24.3%。**2) 全球化：**公司在全球 10 个国家设有 40+生产基地，2025 年海外收入占比达 36%，海外毛利率比国内高 8-11 个 pct。**3) 智能化：**通过智能工厂降本增效，生产人员占比逐步下降，生产人员人均创收从 2016 年的 39.70 万元大幅提升至 2025 年的 112.31 万元。

第二曲线：定位为轻资产优而美精密制造，收购华研迈出关键一步。公司第二曲线将依托主业客户资源及全球布局优势，卡位高附加值成长赛道。公司拟收购华研科技 51%股份，交易金额 4.488 亿元人民币，华研业绩承诺 2026-2028 年平均扣非净利润 1.1 亿元，对应收购估值 8 倍 PE。华研科技重点下游领域包括：

AI 眼镜转轴：华研 AI 眼镜转轴出货全球领先，充分受益终端需求高增。AI 眼镜市场处于高速增长阶段，2025 年全球智能眼镜市场出货量 1477.3 万台，同比增长 44.2%。随着 2026 年国补将智能眼镜纳入补贴范围、多个大厂相继推出新品、AI 应用落地进程加快，全球智能眼镜出货量有望延续快速增长。

液冷零部件：市场高速增长，成长弹性可期。全球 AI 算力需求持续攀升，推动液冷渗透率提升。华研在热管理方面产品布局主要包括 QD、Manifold、冷板机柜框架等。华研携手威铂驰成立合资公司，合作方威铂驰具备深厚热管理技术与专利储备，单相/两相冷板技术精准匹配高算力芯片散热趋势。

盈利预测与投资建议：公司为包装行业龙头，全球布局完善、客户壁垒深厚，主业稳增长、高分红，第二成长曲线拓展思路清晰，切入 AI 眼镜、液冷等高景气领域，防御性与成长性兼具。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 17.08/19.41/22.24 亿元，对应 PE 22.1/19.4/17.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观环境风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、下游行业需求波动风险、新业务拓展不及预期风险、海外人才不足风险等。

买入 (首次评级)

股票信息

行业	轻工制造
2026 年 06 月 04 日收盘价(元)	28.37
总市值 (百万元)	36,549.95
流通市值 (百万元)	20,262.48
总股本 (百万股)	1,288.33
流通股本 (百万股)	714.22
近 3 月日均成交额(百万元)	569.26

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 谭鹭

SAC: S1070526010003

邮箱: tanlu2@cgws.com

相关研究

内容目录

公司简介：消费电子包装龙头，稳增长、高分红	4
包装主业：多元化、全球化、智能化稳健发展	7
下游领域多元化，非 ICT 收入占比持续提升	7
坚定全球化布局，海外收入占比超 30%	8
智能化降本增效，人均创收持续提升	9
第二曲线：定位为优而美精密制造，收购华研迈出关键一步	10
拟控股华研科技，切入精密金属件赛道	10
AI 眼镜转轴：出货全球领先，充分受益终端需求高增	12
液冷零部件：市场高速增长，成长弹性可期	13
盈利预测与投资建议	16
风险提示	18

图表目录

图表 1：裕同科技发展历程	4
图表 2：公司营收及增速	4
图表 3：公司归母净利润及增速	4
图表 4：公司毛利率、净利率趋势	5
图表 5：公司四项费用率趋势	5
图表 6：公司纸制品包装成本结构	5
图表 7：公司主要原材料价格趋势	5
图表 8：公司资本支出与折旧摊销	6
图表 9：公司分红情况	6
图表 10：公司 2025 员工持股计划业绩考核目标增速	6
图表 11：公司 2025 员工持股计划业绩考核目标	6
图表 12：公司主要客户	7
图表 13：公司分品类收入结构	7
图表 14：公司分下游领域收入结构	7
图表 15：公司客户集中度持续降低	8
图表 16：公司分区域收入结构	8
图表 17：公司分区域毛利率（%）	8
图表 18：公司海外布局	9
图表 19：裕同智能工厂稳步推进	9
图表 20：生产人员占比持续下降	10
图表 21：生产人员人均创收持续提升	10
图表 22：华研科技部分财务指标（单位：万元）	11
图表 23：华研科技业绩承诺	11
图表 24：华研科技产品服务	11
图表 25：全球智能眼镜季度出货量	12

图表 26: 全球智能眼镜年度出货量预测.....	12
图表 27: 小米 AI 眼镜 BOM 表预测 (单位, 美元)	12
图表 28: 小米 AI 眼镜产品宣传页面重点强调转轴功能	13
图表 29: 华研 AI 眼镜转轴出货全球领先.....	13
图表 30: 全球 AI 服务器市场规模 (单位: 十亿美元)	14
图表 31: AI 数据中心液冷渗透率持续提升	14
图表 32: 机柜功率密度与制冷方式.....	14
图表 33: 冷板式液冷整体链路图.....	14
图表 34: NVIDIA GB200 NVL72 散热模组拆解.....	14
图表 35: 液冷核心部件简介	15
图表 36: 威铂驰部分专利情况.....	15
图表 37: 公司分产品业绩预测.....	16
图表 38: 公司营业收入及归母净利润预测.....	17
图表 39: 纸包装业务可比公司业绩及估值.....	17
图表 40: 精密零部件业务可比公司业绩及估值	17

公司简介：消费电子包装龙头，稳增长、高分红

公司是行业领先、国际知名的品质包装方案商，专注于提供创新的一站式包装解决方案以及可持续智造服务，秉承“1+N+T”发展战略，持续拓宽业务边界。据公司官网，公司1996年以裕同印刷包装厂起步；2001-2005年成功转型大客户定制解决方案模式，切入消费电子头部品牌供应链，并设立苏州裕同推进全国化布局，奠定行业发展根基；2006-2010年确立“高质量、高服务、高价值”的“三高”差异化经营战略，构筑核心竞争壁垒；2010-2015年启动海外拓展，越南裕同落地投产，开启全球化征程；2016年于深交所挂牌上市后，公司多年稳居中国印刷包装企业百强榜首，确立“1+N”战略拓宽经营版图，巩固行业龙头地位；2021年以来，公司秉承“1+N+T”发展战略，首家智能工厂投产运营引领行业智造升级，通过收购仁禾智能、华宝利开拓多元业务新增长极，同时布局菲律宾、墨西哥生产基地深化全球化产能网络，打开长期成长空间。

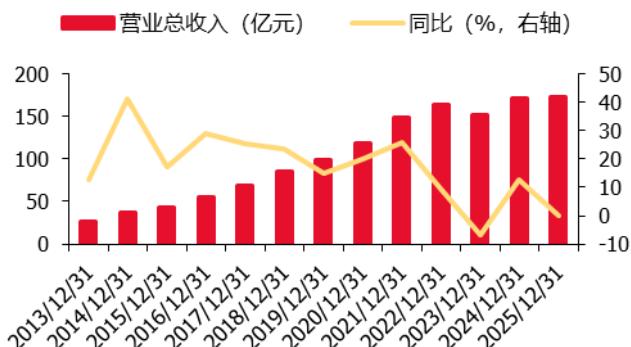
图表1：裕同科技发展历程



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

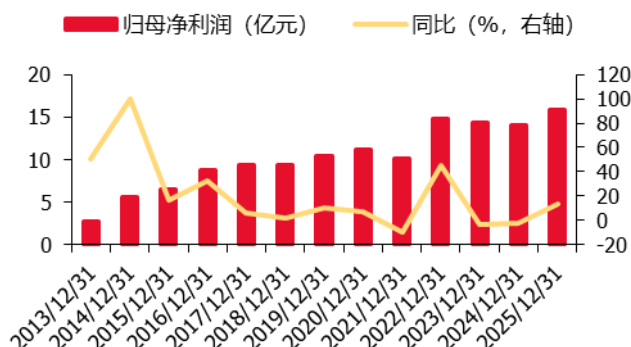
公司收入、利润长期稳健增长。公司2025年营业总收入为172.38亿元，同比+0.47%，2013-2025年营业总收入CAGR达17.10%。公司2025年归母净利润为15.92亿元，同比+13.05%，2013-2025年归母净利润CAGR达15.55%。

图表2：公司营收及增速



资料来源：wind，公司招股说明书，公司2016-2025年报，长城证券产业金融研究院

图表3：公司归母净利润及增速

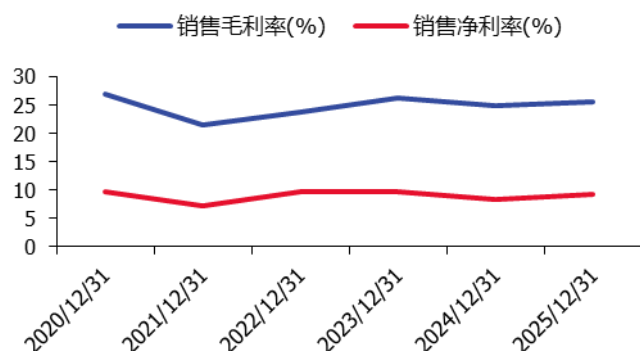


资料来源：wind，公司招股说明书，公司2016-2025年报，长城证券产业金融研究院

公司毛利率中枢在 25%左右、净利率中枢在 9%左右。2020 年公司毛利率、净利率分别为 26.83%、9.73%，2021 年毛利率、净利率分别下降至 21.54%、7.19%，我们认为主要为原材料价格上涨导致。后续毛利率逐步修复，我们认为主要受益于新业务规模效应体现、原材料价格下跌及公司降本增效，2025 年公司毛利率恢复至 25.51%、净利率恢复至 9.17%。

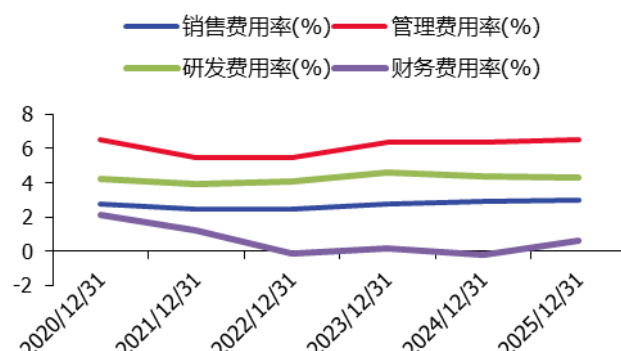
公司费用把控良好，费用率整体稳定。公司销售、管理、研发费用率整体保持稳定，财务费用率主要受汇兑影响，2022-2024 年公司财务费用率接近 0；2025 年财务费用率略有提升，主要是美元汇率波动导致汇兑收益有所减少。

图表4：公司毛利率、净利率趋势



资料来源：wind，公司 2020-2025 年报，长城证券产业金融研究院

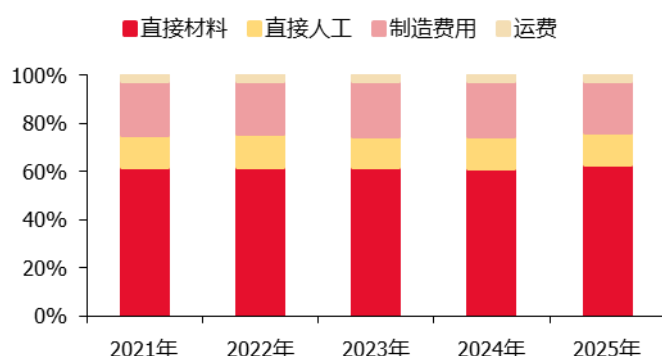
图表5：公司四项费用率趋势



资料来源：wind，公司 2020-2025 年报，长城证券产业金融研究院

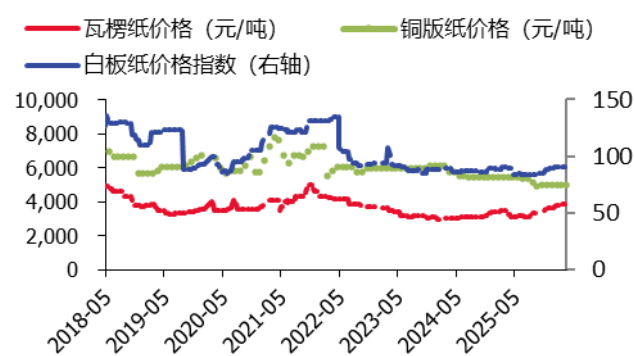
公司直接材料成本占比 60%左右，原材料价格目前低位运行。从公司主营产品纸制品包装的成本结构来看，2025 年直接材料/直接人工/制造费用/运费占比分别为 62.73%/13.42%/21.08%/2.77%，直接材料是影响成本最主要的因素。据公司可转债募集说明书，公司主要原材料包括白板纸、铜版纸、瓦楞纸等，当前价格维持低位。

图表6：公司纸制品包装成本结构



资料来源：公司 2022、2024、2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表7：公司主要原材料价格趋势



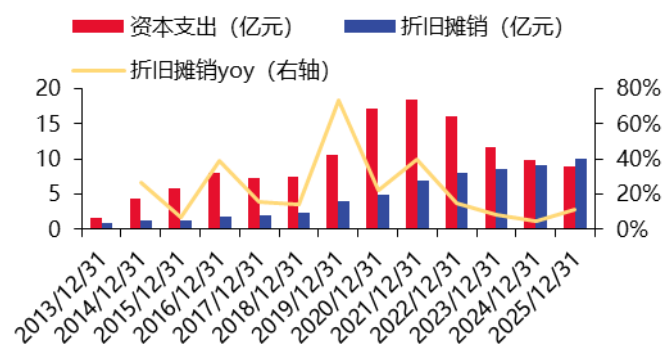
资料来源：wind，中纸在线，长城证券产业金融研究院

资本开支高峰已过，折旧摊销增速放缓，有望逐步释放利润。公司资本开支在 2021 年达到最高点后，开始逐步下降，公司的折旧摊销增速也有所放缓，2016-2022 年公司折旧摊销的增速在 14%-74%，2023-2025 年公司折旧摊销增速放缓至 4%-12%，有利于后续利润释放。据公司 2025 年 5 月 20 日投资者关系活动记录表，公司已在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 多个生产基地及 4 大服务中心，实现了主流经济城市的全覆盖。目前公司高资本开支阶段已经过去，未来将降低土地、厂房等重资产投入，资本开支有望进一步降低，同时公司将结合贸易政策变化及客户需求，通过轻资产模式实现海外规

模扩张，完善国际高品质交付能力，有效降低经营风险。

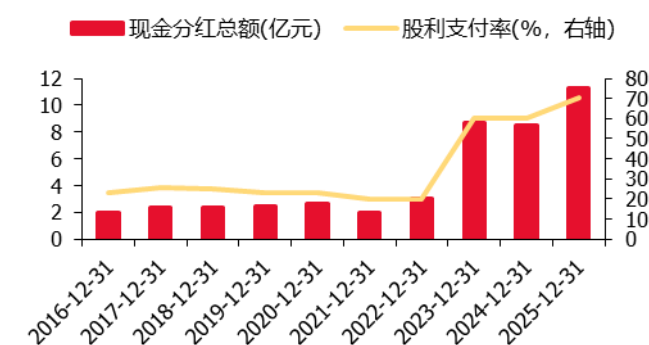
注重股东回报，2025 年分红比例提升至 70.61%。据 wind，公司 2016 年上市至今累计现金分红 45.25 亿元，平均分红率 37.38%。2023 年 12 月，公司发布《关于提高公司 2023 年度至 2025 年度现金分红比例的公告》，拟将公司 2023 年度至 2025 年度现金分红比例确定为：若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，2023 年度至 2025 年度，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 60%。2023、2024、2025 年实际分红比例分别为 60.29%、60.22%、70.61%。

图表8：公司资本支出与折旧摊销



资料来源：wind，公司招股说明书，公司 2016-2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表9：公司分红情况



资料来源：wind，公司招股说明书，公司 2016-2025 年报，长城证券产业金融研究院

股权激励提升员工积极性、绑定核心人才，业绩目标为每年利润稳健增长 8-10%。2025 年 8 月 27 日，公司发布《2025 年员工持股计划（草案）》，考核目标为 2025-2027 年利润。具体考核目标为：以 2024 年归母净利润为基数，2025/2026/2027 年归母净利润较 2024 年增速目标值分别为 10%/20%/30%，对应归母净利润目标值分别为 15.50/16.91/18.32 亿元；触发值分别为 8%/18%/28%，对应归母净利润触发值分别为 15.22/16.63/18.04 亿元。

图表10：公司 2025 员工持股计划业绩考核目标增速

归属期	对应考核年度	以2024年归母净利润为基数，考核2025-2027年度归母净利润增长率	
		目标值	触发值
第一个归属期	2025年	10%	8%
第二个归属期	2026年	20%	18%
第三个归属期	2027年	30%	28%

资料来源：裕同科技《2025 年员工持股计划（草案）》，长城证券产业金融研究院

图表11：公司 2025 员工持股计划业绩考核目标

	2025E	2026E	2027E
目标值 (亿元)	15.50	16.91	18.32
触发值 (亿元)	15.22	16.63	18.04

资料来源：裕同科技《2025 年员工持股计划（草案）》，wind，长城证券产业金融研究院

包装主业：多元化、全球化、智能化稳健发展

下游领域多元化，非 ICT 收入占比持续提升

公司在消费电子包装市场具备较强优势，客户基本实现全面覆盖，市占率达到 30%左右。据公司 2025 年报及公司招股说明书，公司在消费电子包装市场处于领先地位，客户覆盖率高，主要客户涵盖了该行业主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等。据公司 2022 年 5 月 18 日投资者关系活动记录表，公司战略部门数据显示，2021 年公司在消费电子类包装市场市占率约 30%左右。

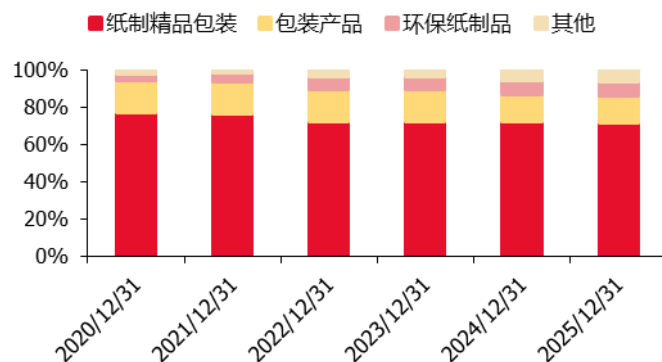
图表12：公司主要客户

	领域	服务品牌
终端客户	移动智能终端	HUAWEI、SAMSUNG、lenovo 联想、SONY、MOTOROLA ...
	计算机	lenovo 联想、hp、DELL...
	游戏机	Nintendo、SONY...
	通信终端产品	NETGEAR、HUAWEI...
	食品和饮品	统一、Nestle...
	香烟	贵州中烟工业有限责任公司、福建中烟工业公司、江西中烟工业有限责任公司...
电子制造服务业客户		FOXCONN、Quanta Computer、PEGATRON 和硕 联合科技、JABIL、COMPAL、wistron...

资料来源：公司招股书，长城证券产业金融研究院

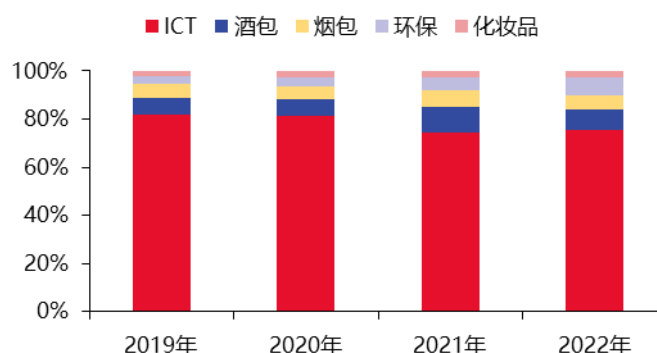
持续推进多元化战略，2022 年非消费电子行业收入占比相比 2011 年显著提升。据公司招股书（申报稿），公司 2011-2013 年非消费电子包装收入占比仅有 10%左右。公司在招股说明书中提及，公司在专注消费类电子产品纸质包装的同时，积极开展业务多元化，拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业包装业务。据裕同科技公众号，公司非消费电子行业包装收入占比从 2019 年的 18.2%提升到 2022 年的 24.3%。

图表13：公司分品类收入结构



资料来源：wind，公司 2020-2025 年报，长城证券产业金融研究院

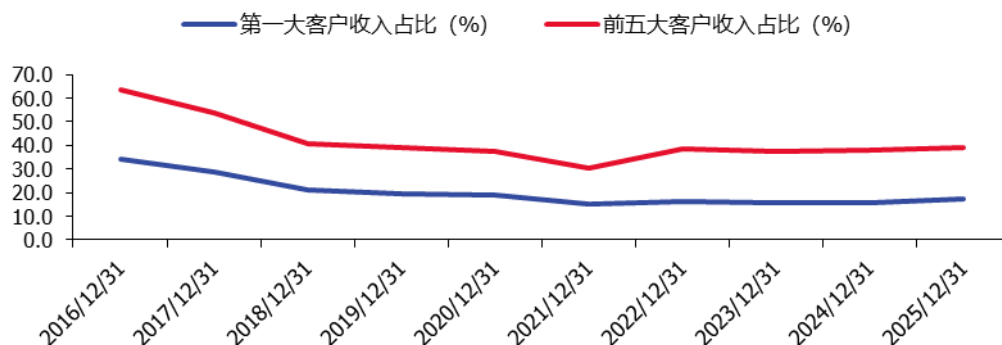
图表14：公司分下游领域收入结构



资料来源：裕同科技公众号，长城证券产业金融研究院

随着公司多元化战略推进，公司客户集中度已经显著降低。前五大客户收入占比从 2016 年的 63.4% 下降至 2025 年的 39.1%，第一大客户收入占比从 2016 年的 34.3% 下降至 2025 年的 17.4%。

图表15：公司客户集中度持续降低

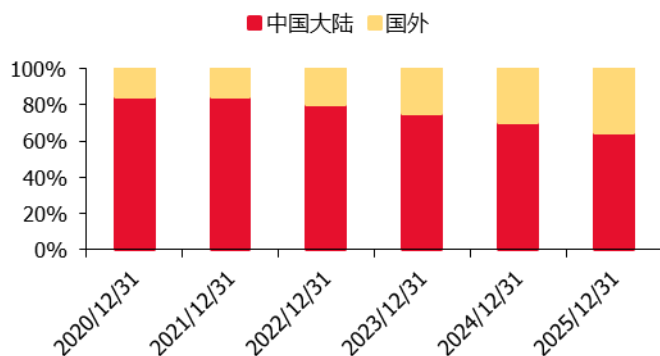


资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，长城证券产业金融研究院

坚定全球化布局，海外收入占比超 30%

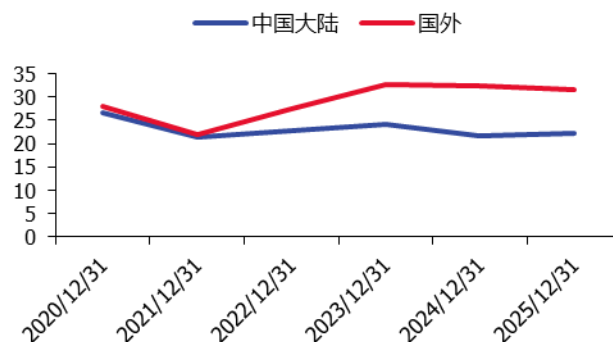
公司全球化战略推进成效显著，海外业务收入规模与占比持续提升，且盈利能力优于国内。从分地区收入结构来看，2020-2025 年公司海外收入由 18.62 亿元增长至 61.31 亿元，年复合增速达 26.91%，收入占比由 15.79% 提升至 35.57%。从分地区盈利水平来看，公司海外业务毛利率亦高于国内，随着公司海外收入规模扩大、规模效应逐步显现，毛利率维持高位，2023-2025 年海外毛利率分别达 32.64%、32.41%、31.54%，同期国内毛利率分别为 24.15%、21.58%、22.19%，海外毛利率较国内高出 8-11 个百分点。

图表16：公司分区域收入结构



资料来源：wind，公司 2020-2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表17：公司分区域毛利率 (%)



资料来源：wind，公司 2020-2025 年报，长城证券产业金融研究院

公司积极推进全球化业务布局，具备全球化的制造优势及交付布局。据公司 2025 年年报，截至 2025 年末，公司已在全球 10 个国家、40 座城市设有 40 多个生产基地及 4 大服务中心。早在 2010 年，公司就率先在越南布局了海外工厂，据公司 2026 年 3 月 13 日投资者关系活动记录表，公司已在越南、印度、泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、墨西哥等国家完成前瞻性布局。公司具备全球化的制造优势以及全球化的交付布局，可快速响应全球市场需求，为公司的持续稳健发展奠定坚实基础。

收购匈牙利 Gelber 包装公司，进一步拓展欧洲市场。公司 2026 年 2 月 26 日公告，公司全资子公司香港裕同拟收购欧洲地区成熟的印刷包装企业 Gelbert 公司 60% 的股权。

Gelbert 在当地拥有成熟的运营团队、生产基地及优质客户资源，具备稳定的本地化交付能力。公司将通过裕同的智能制造能力与 Gelbert 的属地化资源深度结合，更高效地响应国际客户的区域化需求。

图表18：公司海外布局



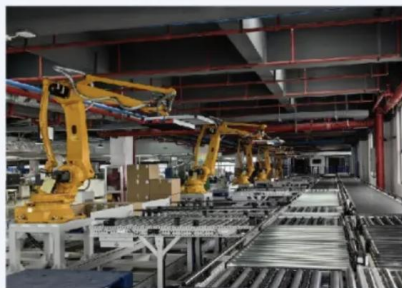
资料来源：裕同科技公众号，长城证券产业金融研究院

智能化降本增效，人均创收持续提升

公司持续推进智能工厂建设，提升运营与管理效率。据裕同科技公众号，截至 2025 年末，公司已有 15 个智能工厂正式投入运营，7 个智能工厂建设和规划中，公司将加快海外智能工厂改造进度。随着智能工厂覆盖范围持续扩大，以及智能化程度持续提高，运营与管理效率有望得到进一步提升。

图表19：裕同智能工厂稳步推进

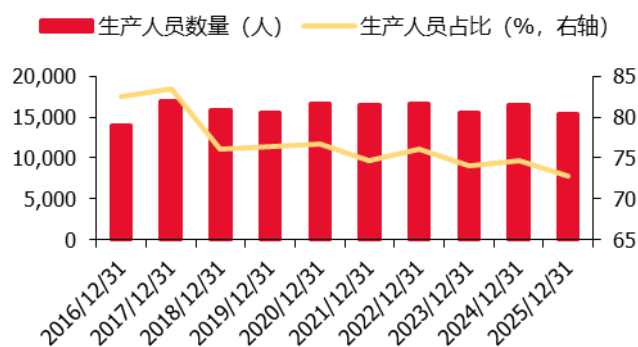
- 已有**15**个智能工厂正式投入运营，**7**个智能工厂建设和规划中，将加快海外智能工厂改造进度。
- 已有深圳裕同、许昌裕同、广西裕同3个国家级绿色工厂。



资料来源：裕同科技公众号，长城证券产业金融研究院

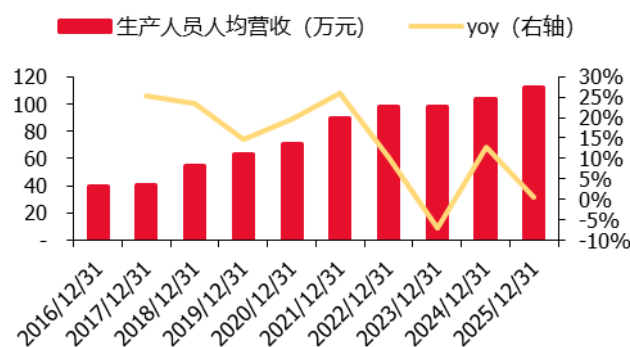
公司智能化战略效果显著，生产人员占比明显下降、人均创收持续提升。公司生产人员占比从 2016 年上市之初的 82.54% 下降至 2025 年的 72.81%，生产人员人均创收从 2016 年的 39.70 万元提升至 2025 年的 112.31 万元。

图表20：生产人员占比持续下降



资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表21：生产人员人均创收持续提升



资料来源：wind，公司 2016-2025 年报，长城证券产业金融研究院

第二曲线：定位为优而美精密制造，收购华研迈出关键一步

公司以精密制造为核心打造第二增长曲线，坚持“优而美”轻资产运营定位，依托主业客户资源及全球布局优势，卡位高附加值成长赛道。据公司 2026 年 3 月 13 日投资者关系活动记录表，在公司“1+N+T”的长期战略中，“N 业务”为第二增长曲线，以新材料、新工艺为核心的精密制造领域，定位“优而美”，聚焦布局核心能力，避免大规模重资产投入。其发展路径包括两个方向：一是立足大客户需求，依托公司积累的全球客户资源与信任关系，持续开发高附加值、差异化的创新产品；二是强化自主研发能力，重点突破新材料国产替代及 AI 硬件等相关业务领域。

拟控股华研科技，切入精密金属件赛道

裕同科技拟收购华研科技 51%股份，交易金额 4.488 亿元人民币。据公司 2026 年 2 月 11 日发布的《关于收购东莞市华研新材料科技股份有限公司 51%股权暨关联交易的公告》，裕同科技拟收购东莞市华研新材料科技股份有限公司（以下简称“华研科技”“标的公司”或“目标公司”）51%股份。标的公司 100%股份整体估值为 8.8 亿人民币，以此计算本次 51%股份的收购价为 4.488 亿人民币。公司于 2026 年 2 月 10 日签署《关于东莞市华研新材料科技股份有限公司 51%股份之转让协议》。本次交易完成后，华研科技将成为公司的控股子公司，并纳入公司合并报表范围。

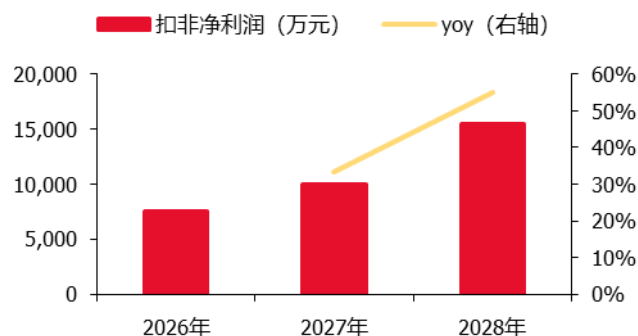
业绩承诺 2026-2028 年平均扣非净利润 1.1 亿元，对应收购估值 8 倍 PE。股份转让协议中约定，目标公司业绩承诺期为 2026-2028 年，2026-2028 年承诺归属于目标公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于 0.75、1、1.55 亿元，三年平均扣非净利润 1.1 亿元，对应收购估值 8 倍 PE。

图表22：华研科技部分财务指标（单位：万元）

数据截止时间	总资产	净资产	营业收入	归母净利润
2025年8月31日	78,488.59	21,877.69	45,590.71	4,022.02
2024年12月31日	59,565.33	20,958.82	61,961.62	7,127.48

资料来源：《裕同科技：关于收购东莞市华研新材料科技股份有限公司 51% 股权暨关联交易的公告》，长城证券产业金融研究院

图表23：华研科技业绩承诺



资料来源：《裕同科技：关于收购东莞市华研新材料科技股份有限公司 51% 股权暨关联交易的公告》，长城证券产业金融研究院

东莞市华研新材料科技有限公司成立于 2016 年，致力于为客户提供一站式精密金属及陶瓷零组件整体解决方案，是一体化设计、研发、制造、组装整体解决方案的专精特新国家级“小巨人”高新技术企业。

华研科技产品服务涵盖新材料开发、精密结构件、精密传动及热管理等。在精密结构件方面，华研产品主要包括 AI 眼镜转轴、智能手表零部件、智能手机转轴、游戏机/手机/电脑转轴等，在热管理方面，华研产品主要包括快拆接头 QD、液冷分歧管、全金属机柜框架、金属冷板模组等。**华研科技在折叠手机转轴、手表结构件、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，终端客户涵盖谷歌、三星、META、亚马逊、微软、索尼等全球知名品牌客户。**

图表24：华研科技产品服务

细分领域	新材料开发	精密结构件	精密传动	热管理
产品	电子封装技术材料	AI 眼镜：转轴	空心杯行星减速器	快拆接头（QD）
	高导热材料	智能手表：表壳、按键、表带、底板、表扣/表舌、表带按键	无框力矩关节模组	液冷分歧管
	磁性材料	智能手机转轴	智能电子锁执行器	全金属机柜框架
	抛光材料	游戏机/手机/电脑转轴	汽车中控旋转执行器	金属冷板模组
	转轴材料		洗衣机滚轴执行器	
	轻金属之铝合金			
	轻金属之钛合金			

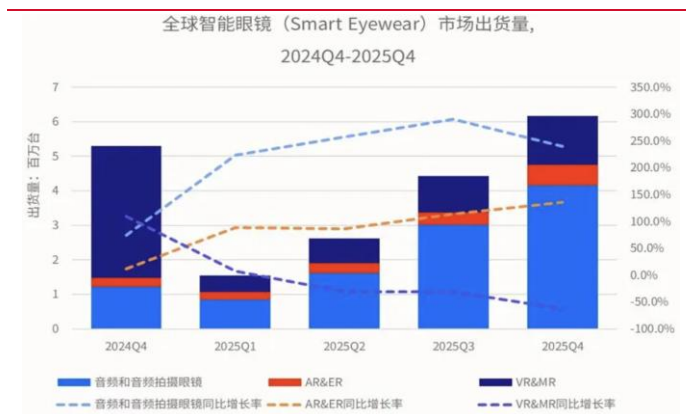
资料来源：华研科技官网，长城证券产业金融研究院

此次收购协同效应强，一方面，华研帮助裕同从包装延伸至精密零部件，加强消费电子大客户粘性；另一方面裕同为华研提供平台及客户资源，有望加速客户开发及产品落地。裕同科技是行业领先、国际知名的包装方案商，公司^[1]与全球科技领域顶尖的多家头部企业建立了深度合作。通过本次收购，1) 公司进一步丰富产品结构，除为客户提供包装等业务外，可以为客户提供精密零部件、模组等一站式综合服务解决方案，通过产业链的横向延伸，进一步增强客户粘性，实现协同发展；2) 公司可以利用现有全球顶尖客户资源和平台资源，为华研科技业务进行赋能，为其导入客户资源和提供资金支持，促进华研科技现有业务及潜在业务的协同发展。

AI 眼镜转轴：出货全球领先，充分受益终端需求高增

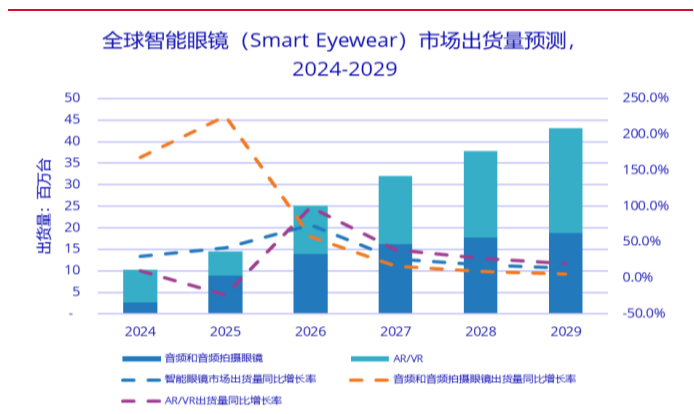
全球智能眼镜市场高增长。据 IDC 数据, 2025 年全球智能眼镜市场出货量 1477.3 万台, 同比增长 44.2%。其中, 中国出货量 246.0 万台, 同比增长 87.1%。随着 2026 年国补将智能眼镜纳入补贴范围、多个大厂相继推出新品、AI 应用落地进程加快, 智能眼镜市场有望延续高增长趋势。

图表25：全球智能眼镜季度出货量



资料来源：IDC，长城证券产业金融研究院

图表26：全球智能眼镜年度出货量预测



资料来源：IDC 中国，电子发烧友网，长城证券产业金融研究院

AI 眼镜涉及多个零部件环节，AI 眼镜市场高增有望带动零部件需求增长。我们认为，AI 眼镜为高度集成化的轻量化智能终端，AI 眼镜整机设计复杂度高，对小型化集成、精密制造与结构可靠性要求严苛。当前全球 AI 眼镜市场处于高增长阶段，上游零部件环节需求高增确定性强，具备核心零部件自研能力、深度绑定头部终端客户的精密零部件供应商有望受益。

图表27：小米 AI 眼镜 BOM 表预测（单位，美元）

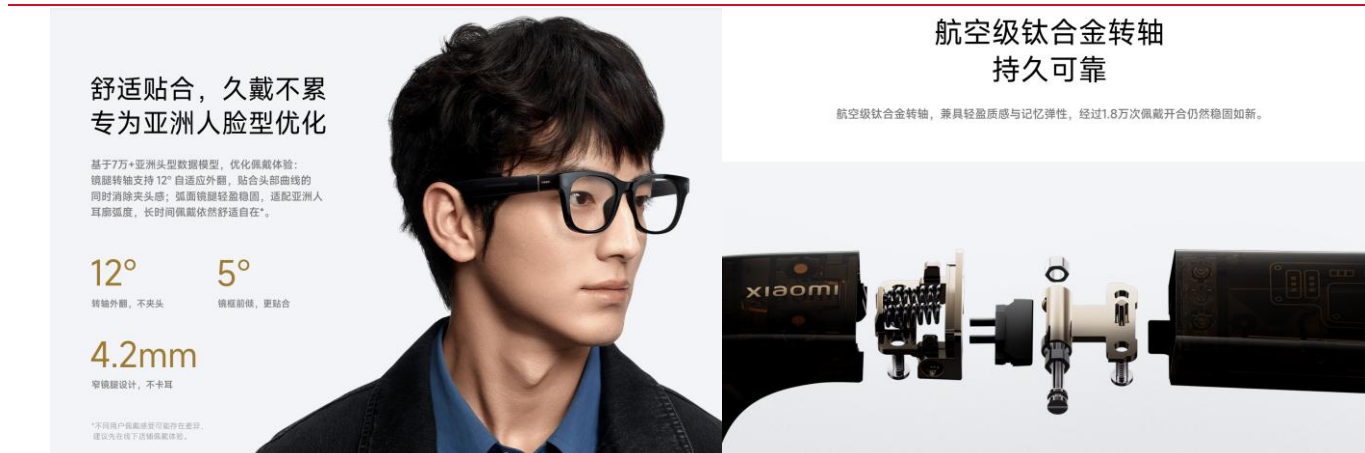
硬件	厂商/型号	平光版	电变墨镜版	电变彩色版
				
主芯片	高通AR1	60	60	60
副芯片	BES2700	7	7	7
存储ePOP	佰维2+32GB	11	11	11
PCB		3	3	3
摄像头	索尼IMX681/欧菲光模组	10	10	10
喇叭	歌尔	2	2	2
麦克风	楼氏	2.5	2.5	2.5
电池	ATL/德赛	2	2	2
光学镜片	明月/唯酷	5	30	60
结构件		20	20	20
FPC		6	6	6
其他结构件/元器件		10	10	10
OEM/ODM	歌尔	18	18	18
充电盒		20	20	20
包装		4	4	4
合计		180.5美元	205.5美元	235.5美元
税后成本（不考虑良率、运损，按7.1汇率折合人名币）		1281.55元	1459.05元	1672.05元

资料来源：维深信息 wellsen XR，长城证券产业金融研究院

转轴铰链是 AI 眼镜的核心零部件之一，设计与制造存在较高壁垒。转轴铰链是 AI 眼镜的核心零部件之一，其设计与制造直接决定产品佩戴体验、结构稳定性与使用寿命。AI 眼镜的转轴铰链结构复杂, 由多个直径 1-3mm 的微型精密零件组成, 需同时满足轻量化、高精度、高耐用性、多功能集成等要求, 在材料选用、结构设计、制造工艺、品质管控

等方面均有较高要求。

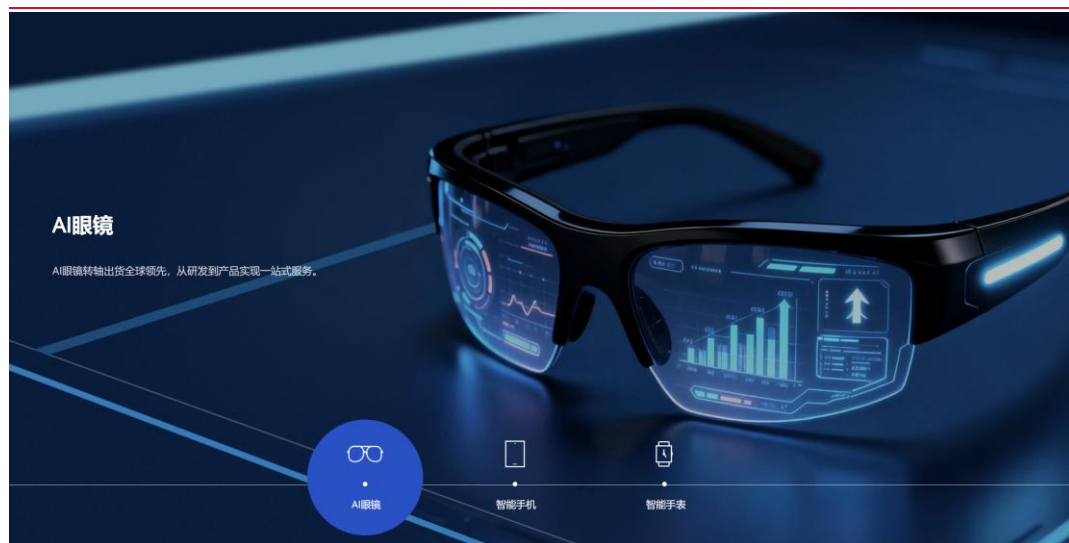
图表28：小米 AI 眼镜产品宣传页面重点强调转轴功能



资料来源：小米官网，长城证券产业金融研究院

据华研科技官网，华研科技 AI 眼镜转轴出货全球领先，提供从研发到产品的一站式服务。随着 AI 眼镜市场增长，公司有望受益。

图表29：华研 AI 眼镜转轴出货全球领先



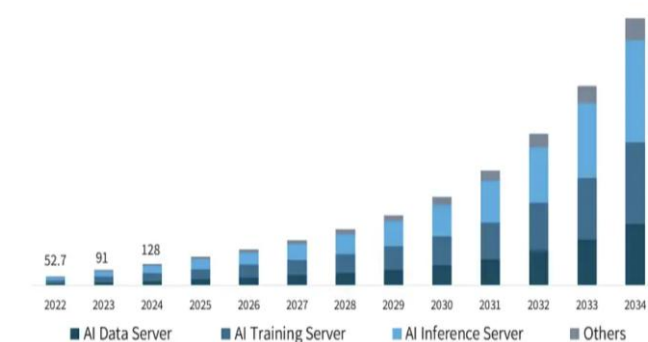
资料来源：华研科技官网，长城证券产业金融研究院

液冷零部件：市场高速增长，成长弹性可期

全球 AI 算力需求持续攀升，AI 服务器市场规模高速增长。据 GMI 数据，2024 年全球 AI 服务器市场规模达到 1280 亿美元，预计 2025-2034 年维持较高速增长趋势。

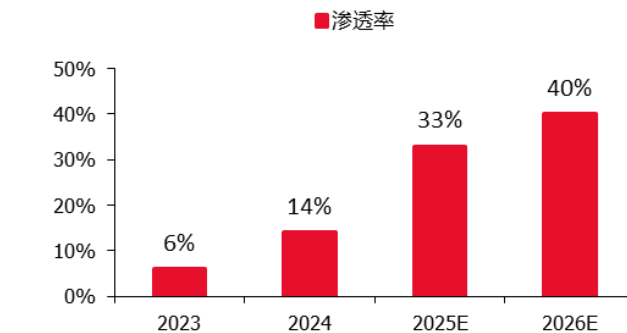
算力升级推动液冷渗透率持续提升。据中兴通讯液冷技术白皮书，算力的持续增加促进通讯设备性能不断提升，芯片功耗和热流密度也在持续攀升，产品每演进一代功率密度攀升 30~50%。芯片功率密度的持续提升直接制约着芯片散热和可靠性，并带来整柜功率密度的增长，传统风冷散热能力难以为继，液冷作为数据中心新兴制冷技术，被应用于解决高功率密度机柜散热需求。根据 TrendForce 集邦咨询预估，液冷在 AI 数据中心的渗透率将从 2024 年 14%提升至 2025 年 33%，并且未来仍有望持续提升。

图表30：全球 AI 服务器市场规模（单位：十亿美元）



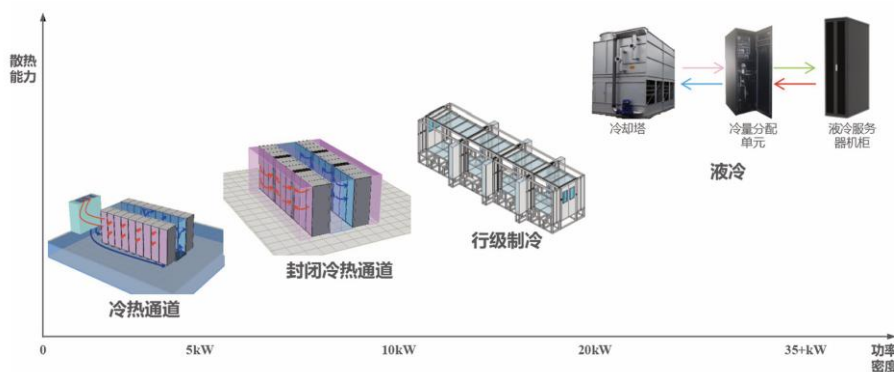
资料来源：GMI，长城证券产业金融研究院

图表31：AI 数据中心液冷渗透率持续提升



资料来源：TrendForce 集邦咨询，长城证券产业金融研究院

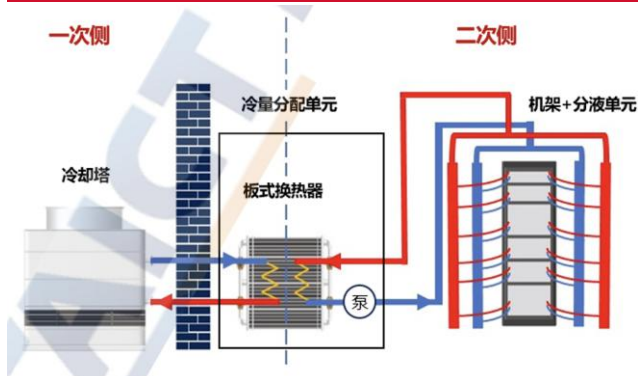
图表32：机柜功率密度与制冷方式



资料来源：中兴通讯液冷技术白皮书，长城证券产业金融研究院

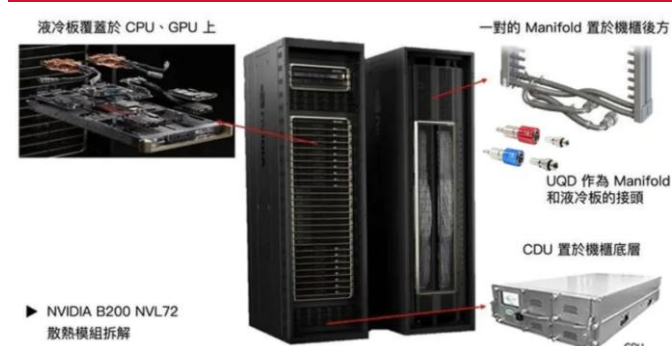
冷板式液冷是目前最成熟的技术方案，核心零部件主要包括 CDU、冷板、Manifold、QD 等。据中兴通讯液冷白皮书，冷板式液冷是通过液冷板（通常为铜铝等导热金属构成的封闭腔体）将发热器件的热量间接传递给封闭在循环管路中的冷却液体，通过冷却液体将热量带走的一种散热形式。冷板式液冷作为非接触式液冷的一种，行业内具有 10 年以上的研究积累，在三种主流液冷方案中技术成熟度最高，是解决大功耗设备部署、提升能效、降低制冷运行费用、降低 TCO 的有效应用方案。冷板式液冷系统可以分为一次侧(室外)循环和二次侧循环(室内)两部分。液冷二次侧系统主要由液冷分配单元 (CDU)、换热冷板 (Cold Plate)、分液单元 (Manifold)、快接头 (QD) 等组成。

图表33：冷板式液冷整体链路图



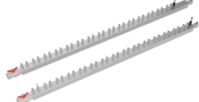
资料来源：中国信息通信研究院，长城证券产业金融研究院

图表34：NVIDIA GB200 NVL72 散热模组拆解



资料来源：NVIDIA, Nidec, Danfoss, pioneer thermal, 长城证券产业金融研究院

图表35：液冷核心部件简介

核心部件	图示	功能介绍
液冷分配单元 CDU		冷量温控单元 (Cooling Dispensing Unit) 作为液冷的重要组成部分，其核心主要由换热器构成，用于将二次侧（服务器侧）的热量交换到一次侧（冷却塔侧），再搭配水箱、水泵、过滤网、传感器等，构成相对独立的模块化的热交换模块。
快拆接头 QD		用于服务器内部的管路连接，使得服务器等 IT 设备的在线热插拔和快速维护成为可能。在连接或断开的瞬间，要求接头内部的阀门能够精确同步地开启或关闭，防止冷却液泄漏，保护电子设备。
冷板 ColdPlate		将内部有微小流道的密封金属板(即“冷板”)紧密贴合在 CPU、GPU 等主要发热部件上。冷却液在这些冷板内部循环流动，高效地“吸走”芯片产生的热量。
液冷分歧管 Manifold		是机柜内流体分配的关键枢纽，其核心功能是确保从 CDU 输送来的冷却液能够均匀、稳定地分配到机柜内的每一台服务器或每一块冷板上，主要可分为竖直和水平两种形式。

资料来源：华研科技官网，酷领科技官网，《数据中心液冷技术及液冷生态构筑》，北京汉深流体技术有限公司，长城证券产业金融研究院

华研在热管理方面产品布局主要包括 QD、Manifold、冷板机柜框架等。据华研科技官网，华研致力于聚焦 AI 数据中心服务器，以高导热新材料研发和精密加工能力，精准匹配快速发展的 AI 运算需求，提供全链条液冷机构零组件解决方案，具体产品包括快拆接头 (QD)、液冷分歧管、全金属机柜框架、金属冷板模组等。

裕同携手威铂驰成立合资公司，有望加速切入 AI 液冷赛道。据企查查，深圳裕铂热管理科技有限公司于 2026 年 4 月 9 日成立，注册资本 7500 万元，裕同科技持股 51%、深圳威铂驰热技术有限公司持股 49%。公司经营范围包含电力电子元器件制造与销售；电子专用材料制造、销售与研发；金属制品销售与研发等。

合作方威铂驰具备深厚热管理技术与专利储备，单相/两相冷板技术精准匹配高算力芯片散热趋势。深圳威铂驰热技术有限公司成立于 2016 年 10 月 17 日，国家高新技术企业，公司致力于高精密设备及移动互联终端产品的热管理技术、热管理方案和相关热管理产品的研发、量产。据洞见热管理公众号，威铂驰自主开发了 MCLCT、PCLCT 技术，前瞻布局了单相微通道和两相冷板技术，大幅提升热管理效率，适应当前芯片散热需求持续提升的市场需求；据国家知识产权局，公司拥有多项散热装置发明专利，包括一种用于高密热流的复合两相流微通道散热器、一种微通道两相流散热器、一种复合材料射流冲击强化对流冷板、一种服务器并联式全液冷散热装置等。

图表36：威铂驰部分专利情况

申请号	申请日	公告日	申请（专利权）人	发明名称
CN202511399580.0	2025.09.28	2025.12.26	深圳威铂驰热技术有限公司	一种用于高密热流的复合两相流微通道散热器
CN202511399565.6	2025.09.28	2025.12.23	深圳威铂驰热技术有限公司	一种微通道两相流散热器
CN202511647209.1	2025.11.11	2026.02.06	深圳威铂驰热技术有限公司	一种复合材料射流冲击强化对流冷板
CN202422919964.8	2024.11.28	2025.10.28	深圳威铂驰热技术有限公司	一种服务器并联式全液冷散热装置

资料来源：国家知识产权局，长城证券产业金融研究院

盈利预测与投资建议

核心产品收入及毛利率：

- 1) 纸制精品包装产品：随着公司持续推进下游领域多元化及客户拓展，有望实现稳健增长，我们预计 2026-2028 年收入同比+3.00%/+4.00%/+5.00%；毛利率方面，随着公司智能工厂渗透率提升及降本增效措施效果显现，有望逐步优化，我们预计 2026-2028 年毛利率 26.82%/26.87%/26.92%。
- 2) 包装配套产品：作为公司主业包装业务的协同延伸，受益于一站式服务能力深化、核心客户订单拓展，目前业务规模较小，预计收入增速相对较快，我们预计 2026-2028 年收入同比+5.00%/+6.00%/+7.00%；毛利率方面，随着规模效应显现有望逐步优化，我们预计 2026-2028 年毛利率 23.27%/23.35%/23.43%。
- 3) 环保纸塑产品：受益于下游消费电子/餐饮包装环保需求提升，收入有望保持稳健增长，我们预计 2026-2028 年收入同比+5.00%/+6.00%/+7.00%；毛利率方面，随着规模效应显现有望逐步优化，我们预计 2026-2028 年毛利率 23.93%/24.01%/24.09%。
- 4) 其他产品：随着公司第二曲线布局逐步清晰，以及新拓展的下游领域 AI 眼镜、液冷市场高增长，公司收入有望实现快速增长，其中，2026 年并购落地可能带动当年收入增速较快，我们预计 2026-2028 年收入同比+120.00%/+80.00%/+50.00%；随着新业务收入规模扩大、规模效应显现，预计毛利率将逐步优化，我们预计 2026-2028 年毛利率 15.00%/18.00%/20.00%。

图表37：公司分产品业绩预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
纸制精品包装收入（百万元）	12417.54	12369.10	12740.18	13249.78	13912.27
yoy	12.52%	-0.39%	3.00%	4.00%	5.00%
毛利率	25.82%	26.77%	26.82%	26.87%	26.92%
包装配套产品收入（百万元）	2499.92	2495.14	2619.89	2777.09	2971.48
yoy	-4.38%	-0.19%	5.00%	6.00%	7.00%
毛利率	23.57%	23.19%	23.27%	23.35%	23.43%
环保纸塑产品收入（百万元）	1271.09	1292.75	1357.38	1438.83	1539.54
yoy	19.45%	1.70%	5.00%	6.00%	7.00%
毛利率	20.98%	23.85%	23.93%	24.01%	24.09%
其他产品收入（百万元）	617.86	723.04	1590.70	2863.26	4294.89
yoy	239.27%	17.02%	120.00%	80.00%	50.00%
毛利率	11.29%	10.28%	15.00%	18.00%	20.00%
其他业务收入（百万元）	350.54	358.00	375.90	394.70	414.43
yoy	7.49%	2.13%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	35.03%	34.92%	34.92%	34.92%	34.92%

资料来源：wind，公司 2024-2025 财报，长城证券产业金融研究院

综上，我们预计公司 2026-2028 年分别实现营业总收入 186.84/207.24/231.33 亿元，同比分别+8.39%/+10.92%/+11.62%；归母净利润分别为 17.08/19.41/22.24 亿元，同比

分别+7.24%/+13.69%/+14.55%，对应 PE 分别为 22.1/19.4/17.0 倍。

图表38：公司营业收入及归母净利润预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17156.94	17238.03	18684.05	20723.65	23132.62
yoy	12.71%	0.47%	8.39%	10.92%	11.62%
归母净利润(百万元)	1408.56	1592.35	1707.58	1941.33	2223.78
yoy	-2.05%	13.05%	7.24%	13.69%	14.55%

资料来源：wind，公司 2024-2025 财报，长城证券产业金融研究院

针对公司纸包装业务，我们选取美盈森、合兴包装作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 15.2 倍；针对公司新拓展的精密零部件业务，我们选取领益智造（消费电子行业精密功能件领先者，收购立敏达切入服务器液冷及电源领域）、东睦股份（全球知名的精密粉末冶金零部件供应商，大力拓展机器人、AI 算力和高端消费电子等新科技领域业务机会）作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 33.4 倍。裕同科技作为包装行业龙头，全球化布局完善、客户壁垒深厚，主业稳增长、高分红，第二成长曲线拓展思路清晰，切入 AI 眼镜、液冷等高景气领域，防御性与成长性兼具，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39：纸包装业务可比公司业绩及估值

公司简称	归母净利润（亿元）					PE				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
美盈森	2.8	2.6	3.9	4.9	5.0	17.8	19.2	12.8	10.3	10.0
合兴包装	0.9	1.0	2.3	2.4	无预测	43.6	39.4	17.6	17.3	无预测
可比公司平均						30.7	29.3	15.2	13.8	-
裕同科技	14.1	15.9	17.1	19.4	22.2	26.8	23.7	22.1	19.4	17.0

资料来源：wind，各公司 2024-2025 年报，长城证券产业金融研究院

注：可比公司归母净利润为 wind 一致预期，裕同科技归母净利润为我们预计。数据更新至 2026 年 6 月 3 日收盘。

图表40：精密零部件业务可比公司业绩及估值

公司简称	归母净利润（亿元）					PE				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
领益智造	17.5	22.9	33.7	46.3	60.5	61.9	47.5	32.2	23.5	17.9
东睦股份	4.0	5.4	7.2	9.2	11.0	62.4	46.2	34.5	26.9	22.5
可比公司平均						62.2	46.8	33.4	25.2	20.2
裕同科技	14.1	15.9	17.1	19.4	22.2	26.8	23.7	22.1	19.4	17.0

资料来源：wind，各公司 2024-2025 年报，长城证券产业金融研究院

注：可比公司归母净利润为 wind 一致预期，裕同科技归母净利润为我们预计。数据更新至 2026 年 6 月 3 日收盘。

风险提示

宏观环境风险：印刷包装产业与宏观经济周期相关性较高，外部环境的不利因素影响消费信心与预期，进而对包装行业的整体需求产生负面影响。

市场竞争风险：若市场需求不足、市场竞争加剧，可能导致产品价格下降、盈利能力下降，对公司业绩产生负面影响。

原材料价格波动风险：公司直接材料成本占比 60%左右，直接材料是影响成本最主要的因素。公司主要原材料包括白板纸、铜版纸、瓦楞纸等，若未来原材料价格出现大幅上涨，可能影响公司盈利能力。

下游行业需求波动风险：公司下游行业以消费电子为主，并且在消费电子包装行业市场占有率较高，若消费电子行业需求波动可能影响公司业绩。

新业务拓展不及预期风险：公司布局 AI 眼镜结构件、液冷部件等新兴业务，打造第二成长曲线。新业务存在技术研发、客户拓展、产能爬坡、市场渗透等不确定性，若新业务拓展不及预期，可能导致公司业绩增长不及预期。

海外人才不足风险：近年来公司持续加大海外市场投入，积极推进全球业务布局，提升国际化发展水平。海外生产运营面临管理运营、市场开拓、文化障碍、合规与法律问题等一系列挑战，均需要专业的人才，如不能妥善构建富有竞争力的海外人才团队，将对公司的国际化发展产生不利影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13143	13161	15203	16177	18789
现金	2879	2142	2322	3370	3435
应收票据及应收账款	6404	6214	7599	7469	9481
其他应收款	226	182	167	255	225
预付账款	238	235	278	291	344
存货	1749	1593	2041	1997	2509
其他流动资产	1648	2795	2795	2795	2795
非流动资产	9378	9413	8935	8320	7732
长期股权投资	26	50	65	81	100
固定资产	6737	7065	6750	6312	5808
无形资产	593	603	557	500	434
其他非流动资产	2023	1695	1562	1427	1389
资产总计	22522	22574	24137	24497	26521
流动负债	9488	8858	9905	9611	10865
短期借款	4176	4277	4407	4277	4277
应付票据及应付账款	3841	3656	4613	4520	5662
其他流动负债	1471	925	885	814	927
非流动负债	1272	1339	1229	1112	997
长期借款	485	426	316	199	84
其他非流动负债	786	913	913	913	913
负债合计	10760	10197	11134	10723	11862
少数股东权益	279	255	306	350	391
股本	931	921	1290	1290	1290
资本公积	1953	1521	1151	1151	1151
留存收益	9081	9738	10247	10820	11475
归属母公司股东权益	11483	12122	12697	13425	14268
负债和股东权益	22522	22574	24137	24497	26521

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1980	2737	1596	2536	1511
净利润	1451	1580	1759	1985	2265
折旧摊销	738	781	698	714	619
财务费用	-32	100	9	-2	-11
投资损失	138	-14	-14	-14	-14
营运资金变动	-710	27	-870	-170	-1382
其他经营现金流	396	263	15	22	34
投资活动现金流	-560	-1564	-148	-28	38
资本支出	978	886	205	83	12
长期投资	4	-12	-15	-17	-19
其他投资现金流	414	-666	71	71	68
筹资活动现金流	-1412	-1662	-1399	-1329	-1485
短期借款	-48	101	130	-130	0
长期借款	-253	-59	-110	-117	-116
普通股增加	0	-10	370	0	0
资本公积增加	24	-432	-370	0	0
其他筹资现金流	-1135	-1261	-1419	-1082	-1369
现金净增加额	61	-512	49	1179	65

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17157	17238	18684	20724	23133
营业成本	12903	12840	13962	15516	17316
营业税金及附加	112	95	102	114	127
销售费用	505	512	546	595	652
管理费用	1089	1120	1228	1321	1428
研发费用	744	737	793	870	959
财务费用	-32	100	9	-2	-11
资产和信用减值损失	-73	-66	-72	-80	-89
其他收益	131	103	104	112	113
公允价值变动收益	26	66	66	66	66
投资净收益	-138	14	14	14	14
资产处置收益	-17	-11	-9	-8	-11
营业利润	1766	1940	2146	2414	2753
营业外收入	29	15	18	18	20
营业外支出	58	60	54	52	56
利润总额	1736	1895	2109	2381	2717
所得税	285	315	351	396	452
净利润	1451	1580	1759	1985	2265
少数股东损益	42	-12	51	44	41
归属母公司净利润	1409	1592	1708	1941	2224
EBITDA	2524	2738	2774	3047	3273
EPS (元/股)	1.53	1.73	1.86	2.11	2.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	12.7	0.5	8.4	10.9	11.6
营业利润 (%)	-1.4	9.9	10.6	12.5	14.0
归属母公司净利润 (%)	-2.1	13.0	7.2	13.7	14.5
获利能力					
毛利率 (%)	24.8	25.5	25.3	25.1	25.1
净利率 (%)	8.5	9.2	9.4	9.6	9.8
ROE (%)	12.3	12.8	13.5	14.4	15.5
ROIC (%)	8.8	9.4	9.8	10.7	11.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.8	45.2	46.1	43.8	44.7
净负债比率 (%)	22.7	24.3	20.8	10.2	8.4
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.8	2.8	2.7	2.8	2.8
应付账款周转率	4.5	4.7	4.5	4.6	4.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.53	1.73	1.86	2.11	2.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.15	2.97	1.73	2.75	1.64
每股净资产 (最新摊薄)	12.47	13.17	13.79	14.58	15.50
估值比率					
P/E	26.8	23.7	22.1	19.4	17.0
P/B	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	21.7	19.7	19.4	17.2	16.0

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686