

裕同科技 20260826

华研科技：液冷与 AI 业务爆发，开启第二增长曲线

摘要

- 2026H1 净利增速超 40%，净利率升至 7.7%，毛利率达 25%，降本增效成果显著。
- 液冷业务 2026Q4 起贡献业绩，年底月收有望破 1 亿，2027 年收入目标不低于 20 亿元。
- 重型包装切入 AI 服务器、动力电池及机器人领域，预计 2026 年收入超 5 亿元。
- 凭借 MIM 工艺切入 N 客户供应链，RubinUltra 项目预计 2027Q2 量产供货。
- 与北美三大 CSP 客户对接，研发金刚石铜复合材料及 3D 打印微通道技术，2027 年或量产。
- 战略目标：3-5 年内非包装业务（N 业务）收入与利润贡献超过传统包装主业。
- 2026H1 分红率降至 30%，旨在储备资金用于 AI 相关扩产、研发及潜在股权收购。

Q&A

请介绍公司 2026 年上半年的整体经营业绩，并阐述公司“1+N+T”战略下的各业务板块进展及未来展望？

2026 年上半年，公司实现销售收入 82.1 亿元，同比微增。剔除股份支付费用影响后，归母净利润为 6.4 亿元，同比增长 11.8%；若进一步剔除汇兑亏损的影响，上半年净利润增速可达 40% 以上。期内，净利率提升至 7.7%，毛利率提升至 25%，显示出降本增效措施已取得初步成果。公司在 2026 年初明确了“1+N+T”的发展战略，积极寻求新的增长曲线。具体业务进展如下：在包装主业（1）方面，尽管上半年存储芯片价格高涨对消费电子行业造成压力，但包装板块的收入与利润未出现大的变化。来自国际顶尖 AI 眼镜客户及 AI 服务器客户（N 客户）单实现了明显增长。同时，公司正与多家美国科技头部客户独家开发供应于 2027 年推出的 AI 端侧新产品，这将为包装主业带来新的增长动力。在



效方面，公司计划未来一到两年内将人力成本下降 20%至 30%，并通过推进智能工厂和数字化升级，持续提升毛利率与净利率。在重型包装领域，AI 服务器重型包装市场的主要竞争对手为两家海外公司，行业毛利率在 40%以上。公司已与多家海内外头部客户在 AI 服务器、动力电池及机器人重型包装产品上展开合作，预计 2026 年重型包装收入将超过 5 亿元。公司的目标是在五年内成为行业头部，占据全球约 20%以上的市场份额。根据分析，该市场当前规模约为 50 亿美金，未来五年有望增长至 100 亿美金以上。在 N 业务拓展方面，华研科技除了原有的金属精密结构件业务外，新开拓的液冷业务赛道预计将在 2026 年第四季度开始贡献业绩，到年底相关产品的月收入有望突破 1 亿元人民币。此外，人和智能、华宝利在上半年也取得了良好成绩，其服务的 AI 眼镜客户将陆续发布新产品，同时它们也在积极开拓包括机器人在内的相关零部件新业务线。关于股东回报，2026 年上半年计划分红 1.8 亿元，占上半年归母净利润的 30%。分红比例略有降低，主要是因为在 AI 时代背景下，管理层计划为未来的投资和潜在收购储备资金，以抓住发展机遇，为股东创造更大价值。

考虑到 2026 年消费电子行业因存储成本上涨而承压，公司如何展望今年下半年及 2027 年行业出货量的增长趋势，特别是核心大客户的表现以及公司在其中的业务机会？

从公司 2026 年上半年的数据来看，核心客户的业务基本保持稳定。例如，第一大客户上半年的营收和利润贡献与 2025 年同期相比差异不大。对于其下半年及 2027 年的表现，市场已有诸多分析报告，我们对此持谨慎乐观态度。在其他客户方面，我们观察到一些积极的增长信号。AI 服务器客户和 AI 眼镜客户的订单量在上半年均有显著增加。亚马逊（小 A 客户）以及联想的业务也呈现出不错的增长。这些增长是在存储芯片价格已显著上涨的背景下实现的。相比之下，部分国内品牌，尤其是中低端品牌，受到的影响较大，但对公司整体经营结果的影响有限。同时，公司的新业务增量能够有效对冲部分传统业务的波动。例如，即将落地的液冷业务板块将为公司增长带来贡献。此外，我们正在配合多个客户开发将于 2027 年落地的新产品，其中包括 OpenAI 等公司的产品，这些都构成了未来的增量市场。因此，我们对整体业务量的变化并不感到过担忧。

公司如何看待液冷行业未来一到三年的技术发展路径、竞争格局演变，以及华研科技在该领域的定位和订单储备情况？

由于与客户签订了保密协议，且合作多涉及前端或即将量产的下一代产品，无法透露过多细节，但可以分享对产业的理解。首先，AI 领域的投资回报已开始在微软、亚马逊等公司的财报中体现，其应用和商业模式日渐清晰，这为 AI 资本的长期投入提供了支撑。其次，从产业链来看，台系厂商的财务报告具有重要参考价值，特别是奇铤和双鸿。这两家公司的业绩增长非常明显，尤其是双鸿在 7 月份的单月同比增长达到三位数，这标志着产业自 6 月底、7 月份开始进入明显的爆发期。相较之下，纬颖的中报成长不如预期。根据与客户的交流信息，自 6 月份起，台系组装厂和模组厂的产品一经生产便立即空运至北美，当前市场普

遍面临缺料问题。因此，建议密切关注台系上市公司的财报以把握行业趋势。

请介绍一下华研科技在 AI 散热领域的定位、客户合作进展以及核心技术优势？

华研科技的定位主要分为两个层面。首先是与 CSP 客户的合作开发，目前已与北美七大 CSP 中的三家建立实际接触。其中，为一家客户开发的下一代产品（预计应用于 Rubin Ultra）正在打样阶段；与另外两家的合作也正逐步落地。切入 CSP 客户主要凭借材料与工艺优势，而非直接提供模组系统。核心优势体现在以下几点：第一，在材料方面，重点研发金刚石铜复合散热材料，该项目已持续两年多，并与所有 CSP 及台系客户进行了应用测试和确认，是当前最成熟且最具信心的部分。公司计划参加今年 10 月在美国举行的 OCP 大会，与客户直接对接最新的材料测试、工艺形状及成本结构。大规模应用的关键在于成本能否降至商业化水平，目前进展顺利。第二，高导热铝材料，其轻量化特性是客户关注的重点。第三，在工艺方面，微通道技术采用 3D 打印和 MIM（金属注射成型）等增材制造工艺，具备独特优势。MIM 工艺不仅应用于微通道开发，还广泛用于替代传统大尺寸部件，例如在 DIMM 产品线以及 N 客户下一代 GQD 产品中均有大量应用，这是与友商的关键区别之一。通过材料和工艺切入，不仅附加值更高，也与现有台系厂商形成互补而非竞争关系，因为台系厂商目前不具备相应的应用能力和产能。

华研科技与台系厂商的合作模式是怎样的，以及相关的业绩预期如何？

针对台系厂商，华研科技的定位并非简单的 CNC、车铣或冲压加工，而是提供包含材料、MIM、CNC、车铣、钎焊、压铸在内的整体解决方案（total solution）。这种深度绑定的合作模式虽然前期开发时间较长，但能为客户提供更综合的产品线，包括模组产品，为后续发展打开了空间。业绩方面，预计从 2026 年第四季度开始正式贡献收入，目标是到年底实现来自越南工厂的月收入达到 1 亿元人民币，该收入目前主要来源于台系厂商。

请问公司 2026 年上半年新能源业务的收入占比是多少？展望未来两到三年，包装业务与新能源业务的结构将如何变化？

2026 年上半年，包含金属精密结构件、软材料、声学部件等在内的新能源及非包装业务收入占比不到 20%，纸包装业务仍是收入和利润的主要来源。公司目前正处于打造第二成长曲线的快速增长期，对于液冷这项新业务，正在努力实现从 0 到 1 的突破。公司内部规划，液冷业务在 2027 年力争实现不低于 20 亿元的收入。公司的长期目标是，希望在未来三到五年内，非包装类业务的收入和利润贡献能够超过包装业务。若此目标达成，公司将呈现全新的面貌。

关于液冷业务，公司与 N 客户的合作进展如何？此外，公司对华研科技剩余股权的收购以及团队激励有何规划？

首先，关于与 N 客户的合作，其首次尝试采用新的 MIM 工艺制造关键零部件，这为我们提供了参与机会。该项目的重要性体现在，CSP 厂商以往很少如此重视并专门认定某一个零部件供应商，这凸显了 MIM 工艺在该产品结构中的优势。目前项目正按计划推进。为满足业务拓展需求，公司已提前规划并租赁了新的大型园区进行扩产，预计 11 月份可供投资者参观。客户反馈积极，认为我们的整体解决方案（total solution）能帮助他们整合供应链，将原先需要对接五六家供应商的工作简化为对接一家。其次，在资本运作层面，公司有意向进一步收购华研科技的股权。目前上市公司持股比例刚过一半，计划在接下来的一个季度内，将董事长持有的更多股权并购至上市公司。考虑到业绩尚未完全释放，此轮收购的估值不会高，将参考 2026 年春节时的上一轮估值。同时，公司正在筹备新一期的股权激励计划，专门针对液冷这类具有爆发式增长预期的业务。该激励计划将与未来的业绩考核紧密挂钩，旨在更紧密地绑定核心员工，并吸引更多优秀人才加入。

考虑到公司计划在 2026 年 11 月完成新园区的扩建，这是否意味着届时为 2027 年订单所做的扩产准备已基本完成？

2026 年 11 月的园区扩建应视为扩产的第二步，第一步是今年年初租赁的整栋楼。即便如此，就 2027 年的需求状况而言，现有产能仍可能无法完全满足，届时或需借助外部资源以满足客户需求。目前整个产业，包括北美、台湾及中国大陆地区，均呈现出需求旺盛的局面，产能有多少即可被市场吸收多少。

2026 年上半年，公司海外基地的收入增速如何？其在总收入中的占比是多少？

2026 年上半年，海外业务的营收规模增速快于国内。目前海外收入占比约为 20%，未来有进一步提升的空间。海外业务主要集中在越南和印度两个基地，其中印度基地无论从利润率还是增长角度看，表现都非常出色，并在当地同行业中处于领先地位。公开数据显示，印度业务吸引了资本市场的广泛关注与合作意向。此外，华研科技除了深圳和东莞的产能，未来也可能在越南、美国、墨西哥进行产能布局。

关于 GB200 项目中 Rubin Ultra 产品所使用的 MIM 材料，其量产供货时间点以及公司的产能准备情况如何？

目前 Rubin Ultra 项目没有延迟信息，预计将于 2027 年第三季度上市。作为零部件供应商，我们将在 2027 年第二季度开始量产供货。在产能方面，MIM 是我们原有的核心主业和强项，产能一直在扩充。到 2026 年底，原先用于 MIM 生产的车间将从占用半层楼扩展至整栋车间，产能足以满足客户需求。

在为 Rubin Ultra 项目匹配产能时，客户预期的出货量规模是怎样的？此外，在 MIM 材料的供应格局中，除华研外是否还有其他国内供应商？

具体的客户预期出货数量不便透露，但公司已与客户核对过产能，现有的连续炉产能足以满足其需求。在国内供应商方面，确实存在其他竞争者，最终的市场份额将取决于各方的努力。

除了与英伟达的合作，公司是否与其他重要客户有新的项目对接？可否介绍相关情况？

公司正与两家拥有自研 GPU 的 CSP 厂商进行项目对接，合作开发技术要求更高、更具前瞻性的产品，并有可能在 2027 年实现量产。这些项目处于高度保密阶段，主要聚焦于新材料和新工艺的应用，具体包括金刚石与铜的复合材料以及 3D 打印微通道技术。

与两家 CSP 厂商合作的新项目，其产品形态、技术路线以及公司的切入策略是怎样的？

这两个新项目与 MIM 技术无关。其中一个项目采用金刚石与铜的复合材料，另一个项目则应用 3D 打印微通道技术。这两家 CSP 客户希望通过导入创新设计与材料应用，在其自研 GPU 上寻求技术突破。我们的策略是通过提供这些独特的新材料和新工艺技术来获得客户认可并快速导入量产，这与我们凭借 MIM 工艺的特殊性切入英伟达供应链的策略不同。这种合作方式有助于我们直接进入 CSP 客户供应链，同时避免与现有的台湾供应链伙伴产生直接竞争，从而实现一种业务平衡。

ZQD 产品未来除了在 MV 的代际中进行迭代外，是否有可能拓展至其他客户？这种设计方案是否会成为行业趋势？

这种设计方案代表着一个行业趋势，其特点在于流速更快、结构更微小。公司之所以能抓住这一机遇，很大程度上源于工艺优势。公司具备钎焊、CNC、车铣等常规工艺，同时拥有长达 10 年经验的 MIM（金属注射成型）工艺，这是许多竞争对手所不具备的。MIM 工艺并非简单地投入设备、招聘技术人员就能迅速掌握，它需要深厚的经验积累，并结合材料研发与工艺整合才能成功实施，这构成了显著的差异化优势。

ZQD 产品从 Ultra 迭代至 Fairmont 时，产品本身是否会发生变化，还是基本延续当前设计？另外，公司是否会考虑生产 ZQD 的完整模块？

根据目前获得的信息，从 Ultra 迭代至 Fairmont 时，ZQD 产品预计将延续现有设计，可能在现有基础上进行一些优化，但不会有重大的工艺路线变化。关于是否生产完整模块，目前无论是 A 供应链还是其他供应链，UKD 模组的厂商数量众多，仅 A 供应链内就有十几家供应商，但各家产量不一。因此，公司倾向于聚焦

更具附加值的产品线，生产 UKD 模组并非当前考虑的重点。

对于公司液冷业务，2027 年 20 亿元的收入预期在业务结构上如何构成？未来，例如到 2028 年或更长远，公司的收入目标是怎样的？

公司液冷业务目前处于从 0 到 1 的阶段，预计到 2026 年年底将完成这一过程，届时将开始向客户批量供应相关零部件。从业务结构来看，大部分业务集中在零部件层面，尚未涉及模组。若 2027 年能实现 20 亿元的收入目标，后续将有更大的发展机会，因为公司与几大主要科技客户拥有良好的沟通渠道，只要产品在成本和品质上具备竞争力，便能进一步推广。关于更长远的目标，公司计划推出一期针对高增长赛道核心团队的股权激励计划，其中会设定相应的考核目标，这些目标可以作为未来业绩展望的参考。

除了液冷业务，公司在 N 业务板块下的其他主体，如华宝利（声学）、仁和智能以及裕同新材，在 2026 年上半年的收入情况如何？对它们在 2027 年及 2028 年的发展有何展望？

N 业务板块下的其他业务主体均表现良好，这也是公司有信心在未来三到五年内使 N 业务的收入与利润占比超过包装业务的原因。具体来看，裕同新材 2026 年上半年收入规模虽小，但同比 2025 年上半年实现了翻倍增长。仁和智能从事软材料业务，其碳纤维产品已接到国内大客户订单并开始小批量生产，2026 年上半年收入同样较去年同期翻倍。华宝利也实现了增长。此外，公司体外还培育了一到两个类似的项目，利用集团的客户资源进行赋能，未来有可能通过整合或外延式收购并入上市公司体系。

从 2026 年上半年的财务报表看，“其他产品”收入项出现轻微下降，这是否与注塑相关品类的影响有关？

目前公司的收入分类可能不够清晰，计划在 2026 年年报中对收入进行重新分类，以便外界更清楚地了解 N 业务的构成。当前“其他业务”主要包含注塑以及仁和、华研、华宝利等子公司的业务。“其他业务收入”则主要是废纸废料的销售，这部分收入同比去年有所下滑。而“其他产品”主要涵盖华研、华宝利的注塑业务。整体来看，公司注塑业务并未下滑，其中一个大客户的洗地机业务收入增长较快，其他业务也均有增长。报表数据的变化可能与上半年进行的追溯调整有关。

公司液冷业务未来的盈利能力预期如何？与台湾两家同业公司相比，应如何对标？此外，2026 年降低分红比例的具体水平大概是多少？

参考台湾两家上市公司 15%至 20%的净利率水平，结合公司目前的客户状况和行业趋势判断，公司液冷业务的净利率目标也设定在 15%至 20%之间。关于分红比例，2025 年 70%的分红比例较高。考虑到 2026 年华研科技的扩产需要集团的资金支持，以及公司为抓住 AI 时代新机遇需要储备资金，再维持 70%的高分红可

能不合适。因此，2026 年上半年试探性地分红 30%，全年最终的分红比例尚未完全确定，但预计会在 30%至 70%的区间内，这可作为市场的指引。

公司与 Meta 及陆逊梯卡在 AI 眼镜业务上的合作份额与未来的出货节奏展望如何？

公司是 AI 眼镜头部客户相关产品的一级开发供应商，并且占据了最大的供应份额，这一合作关系目前没有变化。

公司收购的匈牙利子公司目前的业务规模及未来发展情况如何？

公司在印刷包装领域的制造能力领先于欧洲同业。自收购匈牙利子公司不到半年的时间里，已经获得了许多新的业务机会。该公司以往主要从事简单的说明书印刷和彩盒生产，现已接到宝洁的礼盒订单。公司将派遣团队前往支持，并在当地建立礼盒生产线，预计未来能在欧洲市场获得良好的发展机会。