

PCB

广合科技（001389.SZ）

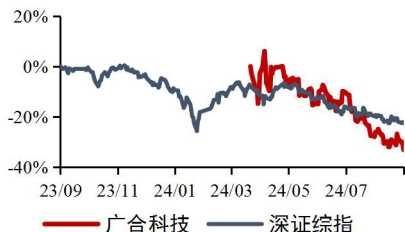
增持-A(首次)

国内领先的服务器 PCB 厂商，“AI 浪潮+新工厂”开辟业绩新动能

2024 年 9 月 13 日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



市场数据：2024 年 9 月 12 日

收盘价（元）：	34.46
总股本（亿股）：	4.22
流通股本（亿股）：	0.37
流通市值（亿元）：	12.72

基础数据：2024 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	6.39
每股资本公积（元）：	2.98
每股未分配利润（元）：	2.19

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

冯瑞

执业登记编码：S0760524070001

邮箱：fengrui@sxzq.com

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

投资要点：

➢ 公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。广合科技是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，产品主要应用于数据中心、云计算、工业互联网、人工智能、5G 通讯、汽车电子、安防和打印等终端领域。从产品收入构成来看，服务器产品始终是公司的第一大收入来源，收入占比稳步上升并已接近 70%；从产品销售情况来看，公司产品主要通过外销的方式供给终端客户或 EMS 等电子产品制造商，但大部分仍在中国大陆进行组装加工。受益于 AI 等技术快速发展，公司业绩增长加速、盈利能力稳步提升：2024H1 公司营收及归母净利润分别实现 17.06、3.19 亿元，较去年同期分别增长 45.50%、102.42%；2024 H1 公司毛利率和净利率分别提升至 34.34%、18.73%。

➢ AI 浪潮驱动服务器 PCB 快速发展，公司竞争地位有望继续增强。受短期扰动因素影响 PCB 行业景气度下滑，但从中长期来看 PCB 仍是电子终端设备不可或缺的组件。并且根据 PrismaMark 预测，服务器/数据存储、汽车有望成为未来 PCB 增长最为迅速的领域，也将驱动 PCB 产品性能向更高水平演进，市场对高层数、高精度、高密度、高可靠性 PCB 产品的需求或将持续增长。目前，从事服务器 PCB 生产的厂商主要有广合科技、健鼎科技、金像电子、深南电路、沪电股份、生益科技、胜宏科技，其中广合科技是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，随着销售收入持续增长，竞争地位有望进一步增强。

➢ 公司深耕服务器 PCB 领域，先发优势铸就核心竞争壁垒。①公司专注于服务器 PCB 领域，位居全国第一、全球第三，对于服务器 PCB 在设计复杂性、性能稳定性等方面的高要求有较为深刻的理解，能够深入了解客户需求并提供能够满足服务器高性能、高可靠性、高效能运行需求的产品。②依托优异的管理能力，公司制定了全面、灵活、高效的定制化产品研发体系，打造了精益化、标准化的生产流程，形成了全面的成本控制管理能力，可为客户提供定制化产品及快速响应服务。③基于量产一代、试产一代、研发一代的策略，公司深度绑定戴尔、浪潮等国内外知名客户，具有较强的业务连续性。

➢ 公司泰国工厂建设稳步推进，产能瓶颈突破后业务拓展有望加速。公司目前已有广州、东莞、黄石工厂，且泰国工厂建设正在稳步推进过程中。其中，广州工厂及泰国工厂产品定位主要是面向数据中心的服务器、交换机产品以及通信类产品；黄石工厂产品定位主要面向智能终端类产品；东莞工厂



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



主要为广州两厂提供机加工配套服务。2024年7月公司泰国工厂已顺利封顶，预计今年年底建成投产，一期满产后预计年销售约20亿元，海外市场拓展可期。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司2024-2026年营业收入分别为36.11、50.47、59.03亿元，增速分别为34.8%、39.8%、17.0%；净利润分别为6.77、8.54、10.42亿元，增速分别为63.3%、26.1%、22.1%，对应EPS分别为1.60、2.02、2.47元，以9月12日收盘价34.46元计算，对应PE分别为21.5X、17.0X、14.0X。公司是中国内资PCB企业中排名第一的服务器PCB供应商，AI浪潮逐步成为发展大势及泰国工厂建成投产均有利于公司业绩快速增长，我们看好公司未来的发展，但考虑到公司上市时间较短存在一定的估值溢价并且服务器PCB领域新增供应商的持续涌入可能会压缩公司的盈利空间，因此对公司首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示：产品研发失败以及技术升级迭代风险、服务器PCB行业市场竞争加剧的风险、AI服务器应用拓展进度不及预期的风险、贸易摩擦风险及汇率波动风险、黄石工厂及泰国工厂产能利用率提升不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,412	2,678	3,611	5,047	5,903
YoY(%)	16.2	11.0	34.8	39.8	17.0
净利润(百万元)	280	415	677	854	1,042
YoY(%)	176.6	48.3	63.3	26.1	22.1
毛利率(%)	26.1	33.3	34.2	32.3	32.6
EPS(摊薄/元)	0.66	0.98	1.60	2.02	2.47
ROE(%)	19.8	22.7	22.1	22.4	21.9
P/E(倍)	52.0	35.1	21.5	17.0	14.0
P/B(倍)	10.3	8.0	4.7	3.8	3.1
净利率(%)	11.6	15.5	18.8	16.9	17.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司是国内领先的服务器 PCB 生产厂商.....	6
1.1 公司专业从事服务器 PCB 研发、生产和销售，市场地位优越.....	6
1.2 服务器 PCB 是公司的主要产品，并且公司收入主要来自外销.....	8
1.3 受益于 AI 等技术快速发展，公司业绩增长加速、盈利能力稳步提升.....	10
2. AI 浪潮驱动服务器 PCB 快速发展，公司竞争地位有望继续增强.....	12
3. 公司深耕服务器 PCB 领域，先发优势铸就核心竞争壁垒.....	14
3.1 公司专注于服务器 PCB 产品，对服务器 PCB 性能有较为深入的理解.....	14
3.2 依托优异的管理能力，公司可为客户提供定制化产品及快速响应服务.....	17
3.3 公司深度绑定国内外知名客户，具有较强的业务连续性.....	20
4. 公司泰国工厂建设稳步推进，产能瓶颈突破后业务拓展有望加速.....	22
5. 盈利预测.....	24
5.1 收入拆分及盈利预测.....	24
5.2 可比公司估值对比.....	27
6. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：广合科技发展历程.....	6
图 2：广合科技股权结构.....	7
图 3：广合科技主营产品概况.....	8
图 4：广合科技“云、管、端”战略布局.....	8
图 5：广合科技主营产品收入结构（%）.....	9
图 6：广合科技主营产品收入及同比（亿元，%）.....	9



图 7: 外销为广合科技主要收入来源 (%)	9
图 8: 电子产品制造商为广合科技主要客户 (%)	9
图 9: 广合科技营业收入及增速 (亿元, %)	10
图 10: 广合科技归母净利润及增速 (亿元, %)	10
图 11: 广合科技综合毛利率 (%)	11
图 12: 2023 年分产品应用领域毛利率水平 (%)	11
图 13: 广合科技综合净利率 (%)	11
图 14: 销售、管理、财务、研发费用率 (%)	11
图 15: 数据中心服务器向更高层数演进.....	17
图 16: AI 服务器带来高价值 PCB 需求.....	17
图 17: 广合科技研发体系架构.....	18
图 18: 广合科技智慧工厂架构.....	19
图 19: 广合科技与金像电子毛利率对比 (%)	20
图 20: 广合科技与金像电子净利率对比 (%)	20
图 21: 广合科技主要客户情况.....	20
图 22: 广合科技应用于 Intel 发布的芯片平台服务器 PCB 产品示意.....	21
图 23: 广合科技泰国工厂顺利封顶.....	24
表 1: 2023-2028 年全球 PCB 产业发展情况预测 (百万美元)	12
表 2: 2022-2027 全球 PCB 产值增长预测 (百万美元)	13
表 3: 2024-2030 全球 AI 服务器及 AI 服务器用 PCB 市场空间预测.....	14
表 4: 国内典型 PCB 厂商基本经营情况比较.....	15
表 5: 不同芯片平台 PCB 工艺水平以及所处的生命周期情况.....	22



表 6: 广合科技现有工厂情况.....	23
表 7: 2024-2026 年广合科技营业收入及毛利率预测.....	26
表 8: 2024-2026 年可比公司估值对比.....	27

1. 公司是国内领先的服务器 PCB 生产厂商

1.1 公司专业从事服务器 PCB 研发、生产和销售，市场地位优越

公司深耕高速 PCB 领域，是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。广合科技一直致力于以高速、高频为主的高端 PCB 制造，产品主要应用于数据中心、云计算、工业互联网、人工智能、5G 通讯、汽车电子、安防和打印等终端领域。广合科技长期服务于国内外知名客户，多年来公司规模和技术能力在 PCB 领域保持持续快速成长，并连续多年被公司主要客户评定为优秀供应商和长期战略合作伙伴。根据中国电子电路行业协会的统计，2021 年公司在电子电路行业排行榜综合 PCB 企业排名中位列第 39 位，内资 PCB 企业排名中位列第 20 位。并且公司也是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。

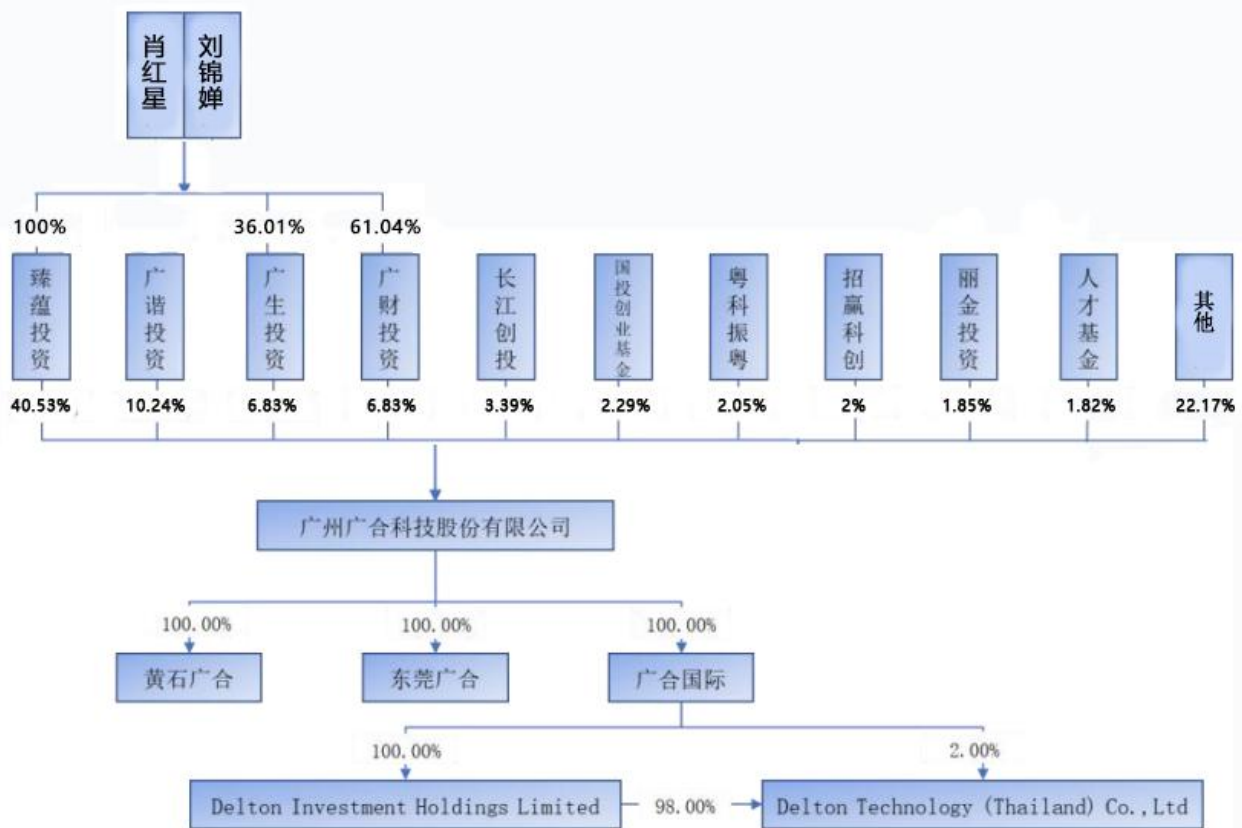
图 1：广合科技发展历程



资料来源：广合科技官网，山西证券研究所

公司控股股东为臻蕴投资，实控人肖红星和刘锦婵合计控制公司 54.19%的股份表决权。公司的控股股东为臻蕴投资，持有公司 40.53%的股份，广生投资、广财投资分别持有公司 6.83%、6.83%的股份，肖红星、刘锦婵通过臻蕴投资（肖红星、刘锦婵出资比例分别为 99.90%、0.10%）、广生投资（肖红星、刘锦婵出资比例分别为 10.00%、26.01%）、广财投资（肖红星、刘锦婵出资比例分别为 10.00%、51.04%）间接控制公司 54.19%的股份表决权，为公司实际控制人。

图 2：广合科技股权结构



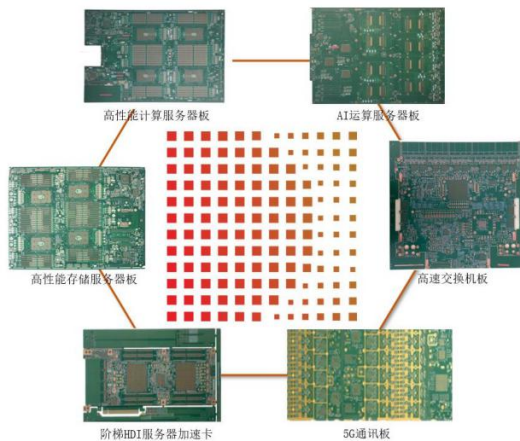
资料来源：广合科技招股书，Wind，山西证券研究所

公司共拥有 5 家全资子公司，其中直接持股的 3 家分别为黄石广合、东莞广合、广合国际。黄石广合是公司在黄石的生产基地，主要从事 PCB 的研发、生产和销售；广合国际是公司的境外销售平台，主要从事 PCB 的销售；东莞广合为公司的机加工配套基地，拟从事钻孔加工业务；Delton Investment Holdings Limited 为公司境外投资平台，拟从事投资管理业务；Delton Technology (Thailand) Co.,Ltd 为公司的泰国生产基地，拟从事 PCB 的生产和销售。

1.2 服务器 PCB 是公司的主要产品，并且公司收入主要来自外销

公司主要产品为定位中高端应用市场的 PCB，覆盖“云、管、端”三大板块。公司产品以 8 层及以上 PCB 为主，在下游应用和技术能力方面具有代表性的产品有高性能计算服务器板、AI 运算服务器板、高性能存储服务器板、高速交换机板、阶梯 HDI 服务器加速卡、5G 通讯板等。公司根据自身技术特点和管理优势，结合下游市场的发展趋势制定了“云、管、端”发展战略，其中：“云”是指与云计算相关的服务器用高速多层精密 PCB 产品；“管”是指作为数据交互管道的通信设备相关 PCB 产品；“端”则是指智能终端设备，即与消费电子、汽车电子、工控医疗等相关的 PCB 产品。公司在不断巩固“云”相关的服务器用 PCB 市场地位的同时，也积极拓展 5G 通信设备以及智能终端设备的 PCB 产品市场。

图 3：广合科技主营产品概况



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

图 4：广合科技“云、管、端”战略布局

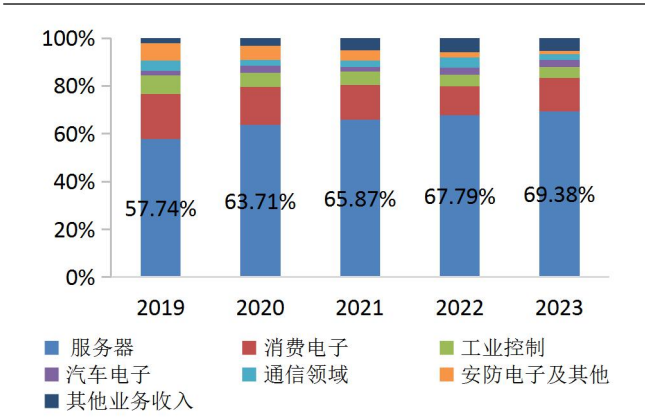


资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

从产品收入构成来看，服务器产品始终是公司的第一大收入来源，收入占比稳步上升并已接近 70%。公司业务重点在于印制电路板的研发、生产和销售，并着力深耕于高速 PCB 领域的研究，其中服务器 PCB 板表现最为突出：①公司拥有多项应用于各类服务器 PCB 板的核心技术，形成了自主知识产权，并掌握了与之配套的高精度制造工艺；②公司“服务器主板用印制电路板”入选国家工业和信息化部办公厅、中国工业联合会组织开展的 2022 年第七批国家级“制造业单项冠军产品”，公司“大数据服务器套板的核心技术攻关及产业化”项目入选中国电子学会评选的 2021 年科技进步三等奖；③服务器 PCB 产品始终是公司的第一大收入来源并且收入占比稳步提升，公司服务器 PCB 产品收入占比已由 2019 年的 57.74%提升至 2023

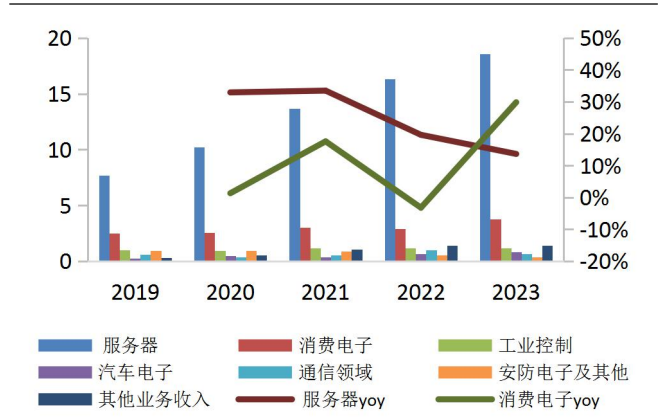
年的 69.38%。

图 5：广合科技主营产品收入结构（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

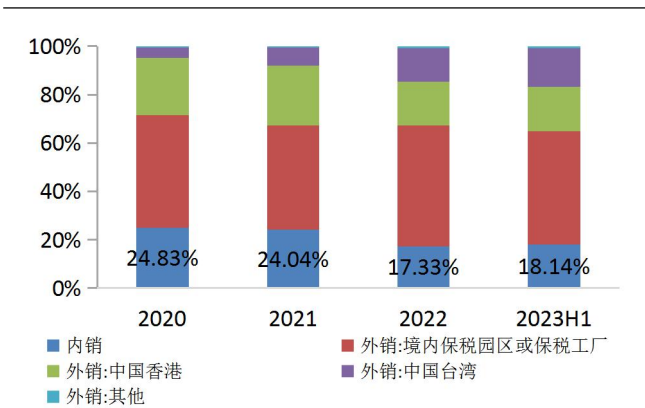
图 6：广合科技主营产品收入及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

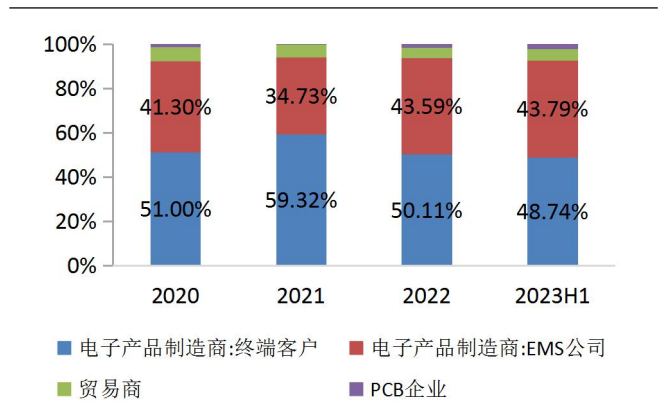
从产品销售情况来看，公司产品主要通过外销的方式供给终端客户或 EMS 等电子产品制造商，但大部分仍在中国大陆进行组装加工。公司主要采用直销的销售模式，客户主要为电子产品制造商（包括终端客户及 EMS 公司），并且外销占比较高，2020-2023H1 外销占比分别为 75.17%、75.96%、82.67%、81.86%。其中，外销主要以境内保税园区或保税工厂、中国香港为主，2023H1 销往境内保税园区或保税工厂、中国香港的收入占比分别为 46.72%、18.42%。根据公司销售部门对于客户订单的统计，抵达香港的货物中又有较大比例流向客户的中国境内工厂，因此公司外销产品大部分在中国大陆继续组装加工。

图 7：外销为广合科技主要收入来源（%）



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

图 8：电子产品制造商为广合科技主要客户（%）

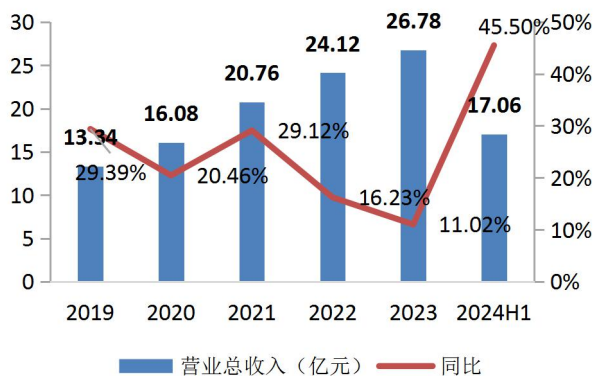


资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

1.3 受益于 AI 等技术快速发展，公司业绩增长加速、盈利能力稳步提升

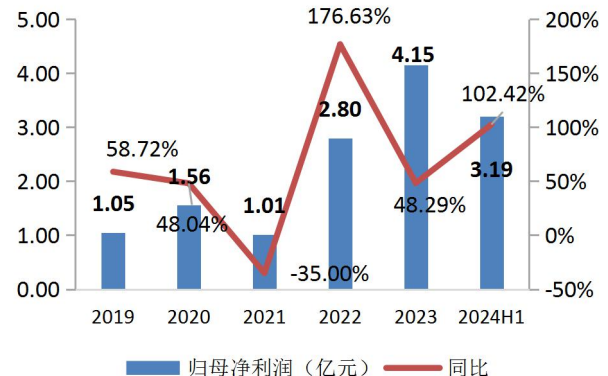
AI 等技术快速发展为 PCB 行业带来新动能，驱动公司营收及归母净利润快速增长。2022 年，受全球消费电子行业需求放缓影响，PCB 印制电路板行业市场景气度持续下滑；进入 2023 年，欧美通货膨胀及地缘政治影响进一步加剧了下游需求疲软、库存过剩、价格侵蚀，全球 PCB 总产值实现 695.17 亿美元，同比下降约 15%。受此影响，公司营收及归母净利润增速也出现不同程度的下滑：2023 年公司营收及归母净利润分别实现 26.78、4.15 亿元，较去年同期分别增长 11.02%、48.29%。但人工智能、高速网络、自动驾驶、卫星通讯等应用需求增长为 PCB 行业发展带来新动能，市场对高层数、高精度、高密度、高可靠性 PCB 产品的需求持续增长，进而驱动公司营收及归母净利润实现恢复性增长：2024H1 公司营收及归母净利润分别实现 17.06、3.19 亿元，较去年同期分别增长 45.50%、102.42%。

图 9：广合科技营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

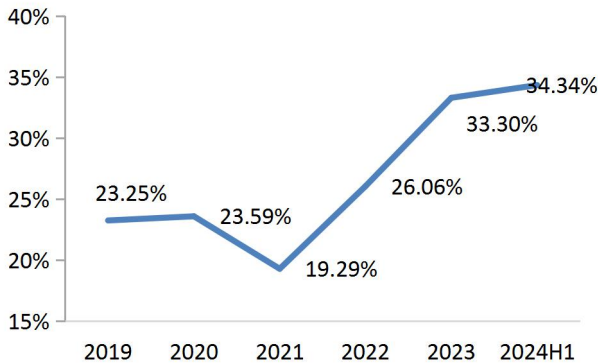
图 10：广合科技归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

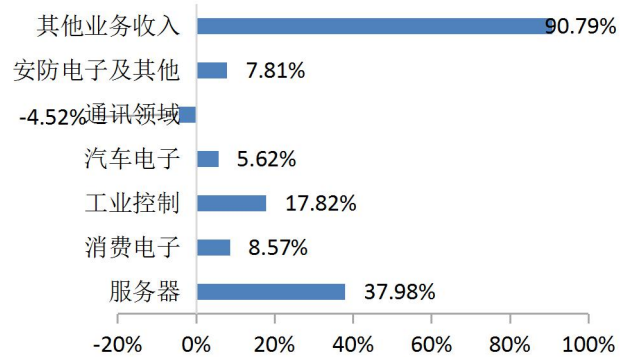
公司综合毛利率稳步提升，除通讯领域 PCB 产品略有拖累以外，其余产品毛利率均呈现改善态势。受人民币升值、黄石新工厂投产产能利用率不足、原材料价格上涨等负面因素叠加影响，2021 年公司综合毛利率处于相对较低水平。伴随新一代服务器 PCB 逐步升级并投入量产叠加负面因素有所改善，2022 年以来公司综合毛利率呈现稳步提升态势，截止 2024H1 公司综合毛利率已达到 34.34%。分产品来看，除通讯领域 PCB 产品略有拖累以外，其余产品毛利率均呈现改善态势：2023 年公司服务器、消费电子、工业控制、汽车电子、通讯领域、安防电子及其他产品毛利率分别为 37.98%、8.57%、17.82%、5.62%、-4.52%、7.81%，较去年同期分别变动 9.16、2.88、2.67、9.97、-4.44、3.81 个百分点。

图 11：广合科技综合毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

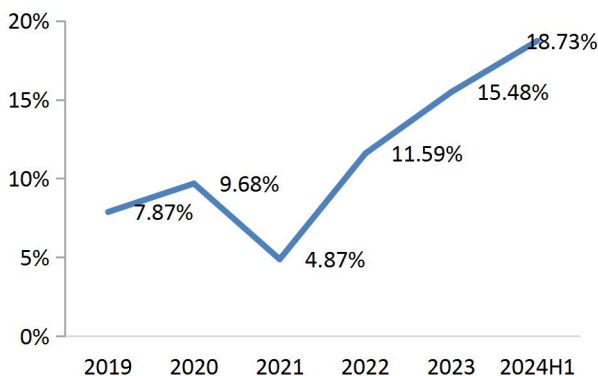
图 12：2023 年分产品应用领域毛利率水平（%）



资料来源：广合科技 2023 年报，Wind，山西证券研究所

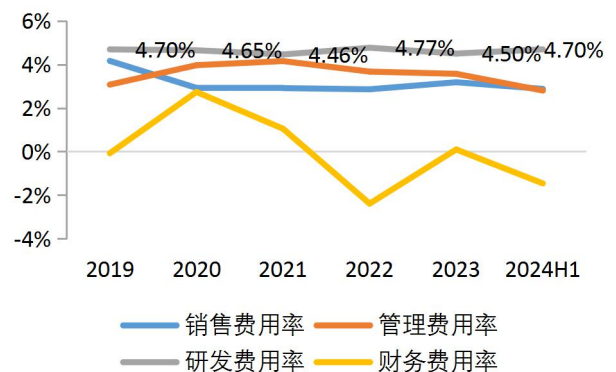
除财务费用率受汇率变动影响存在较大波动以外，公司其余费用率总体稳定，综合净利率也呈现稳步提升态势。公司销售费用率、管理费用率、研发费用率总体较为稳定，2019-2023 年中枢分别为 3.21%、3.69%、4.62%；而财务费用率受人民币汇率变动影响存在较大波动，但与销售费用率、管理费用率、研发费用率相比数值更小，其对净利率及归母净利润的影响也相对较小。得益于此，公司毛利率持续改善的同时净利率也随之得以优化，整体盈利能力进一步提升。

图 13：广合科技综合净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：销售、管理、财务、研发费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. AI 浪潮驱动服务器 PCB 快速发展，公司竞争地位有望继续增强

受短期扰动因素影响 PCB 行业景气度下滑,但从中长期来看 PCB 仍是电子终端设备不可或缺或组件。PCB 是电子终端产品中不可或缺的关键电子互连件,作为电子信息产业重要的配套,PCB 行业的发展与下游需求密切相关,下游行业的应用需求对 PCB 的精密度和稳定性都提出了更高的要求,推动 PCB 行业向高密度化、高性能化方向发展。2022 年以来,受全球消费电子行业需求放缓、库存过剩、通货膨胀、地缘政治等因素影响,PCB 印制电路板行业市场景气度持续下滑,截止 2023 年底,全球 PCB 行业产值较 2022 年下滑 15%。但从中长期看,全球 PCB 产业仍将呈现稳步增长的趋势,Prismark 预测数据显示,2023 年至 2028 年全球 PCB 产值年复合增长率约 5.4%,其中:亚洲地区(除日本、中国外)未来 PCB 产值复合增长高达 8%,是全球 PCB 产值增速最快的地区;中国大陆的 PCB 产值未来或将维持 4.1%的复合增长,依然是全球 PCB 产值最大的国家。

表 1: 2023-2028 年全球 PCB 产业发展情况预测(百万美元)

地区	2022	2023E		2024E		2028E		2023-2028
	产值	产值	增长率	产值	增长率	产值	增长率	CAGR 预测
美洲	3369	3206	-4.8%	3304	3.1%	3855	3.5%	3.8%
欧洲	1885	1728	-8.3%	1754	1.5%	2002	2.9%	3.0%
日本	7280	6078	-16.5%	6316	3.9%	7904	4.9%	5.4%
中国大陆	43553	37794	-13.2%	39341	4.1%	46180	3.7%	4.1%
亚洲(除中国大陆、日本)	25654	20710	-19.3%	22256	7.5%	30472	7.6%	8.0%
总计	81741	69517	-14.96%	72971	4.97%	90413	5.06%	5.4%

资料来源:广合科技 2023 年年报,Prismark 2023 年 Q4 报告,山西证券研究所

服务器/数据存储、汽车有望成为未来 PCB 增长最为快速的领域,也将驱动 PCB 产品性能向更高水平演进。根据 Prismark 预测数据,2022 年到 2027 年全球 PCB 行业产值仍将以 2%的复合增速稳健增长,其中服务器/数据存储、汽车增长最为快速,年复合增长率分别为 6.5%和 4.8%。上述细分领域发展较为迅速的原因可能是:①AIGC 技术快速发展使得云计算和超级计算的需求和应用场景快速增长,各大厂商纷纷开始布局 AI 平台、AI 服务、AI 基础设施等,服务器需求进一步增加,与此同时,庞大而复杂的计算与存储需求也对服务器性能提出了更高的要求。②电动化、智能化、网联化逐步成为汽车行业的发展趋势。以电动化为例,伴随新能

源汽车兴起，电控系统和电池管理系统的需求也在不断增加，一方面提高了 PCB 在汽车中的应用价值，另一方面汽车对于稳定性和安全性的高要求也使得高频 PCB、FPC、HDI 板需求增加，对车用 PCB 厂商的技术能力提出了更高的要求。综上，受人工智能、高速网络、自动驾驶、卫星通讯等应用需求增长的影响，市场对高层数、高精度、高密度、高可靠性 PCB 产品的需求将持续增长。

表 2：2022-2027 全球 PCB 产值增长预测（百万美元）

应用领域	2022	2023E	2022-2027 CAGR 预测
计算机	12745	9440	-4.1%
服务器/数据存储	9894	8178	6.5%
其他计算机	4106	3732	0.8%
手机	15968	12978	1.2%
有线基础设施	6665	5947	2.6%
无线基础设施	3585	3203	3.3%
其他消费电子	11085	8961	1.4%
汽车	9468	9137	4.8%
工控	3317	3030	2.4%
医疗	1553	1485	2.3%
军事/航空航天	3356	3424	4.1%
合计	81741	69517	2.0%

资料来源：广合科技 2023 年年报，Prismark 2023 年 Q4 报告，山西证券研究所

AI 浪潮兴起预期将驱动服务器 PCB 快速发展，广合科技作为重要的服务器生产厂商或将受益。服务器是 PCB 的重要应用领域之一，根据 Prismark 预测数据，2022 年全球服务器/数据存储 PCB 市场规模为 98.94 亿美元，预计 2027 年达到 135.56 亿美元，2022-2027 年复合增长率为 6.5%。服务器 PCB 市场的增长主要是由数据中心、云计算和人工智能（AI）需求增长驱动的。伴随人工智能技术升级及渗透率扩张，市场对于具备复杂算法和应用程序支持能力的服务器基础设施也将上升，AI 服务器及 AI 服务器 PCB 市场预期均将迎来快速发展。根据我们的估算，2024 年全球 AI 服务器及 AI 服务器用 PCB 市场规模分别为 400、10 亿美元，预计到 2030 年全球 AI 服务器及 AI 服务器用 PCB 市场规模将分别达到 1940、48.50 亿美元，2024-2030 年复合年增长率达到 30.10%。目前，从事服务器 PCB 生产的厂商主要有广合科技、健鼎科技、金像电子、深南电路、沪电股份、生益科技、胜宏科技。根据 Prismark 的统计，2020 年全球服务器用 PCB 产值（不含服务器使用的芯片封装基板和柔性板）为 34.90 亿美元（约 240.78

亿元)，广合科技 2020 年服务器 PCB 销售收入为 10.24 亿元，据此测算，公司服务器 PCB 收入占全球服务器用 PCB 产值的比例为 4.25%。广合科技是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，随着销售收入持续增长，竞争地位有望进一步增强。

表 3：2024-2030 全球 AI 服务器及 AI 服务器用 PCB 市场空间预测

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
全球 AI 服务器市场规模（亿美元）	400	520	670	880	1150	1490	1940
AI 服务器单价（万美元/台）	8.00	7.20	6.70	6.36	6.11	5.92	5.81
AI 服务器单价 YOY		-10.00%	-7.00%	-5.00%	-4.00%	-3.00%	-2.00%
全球 AI 服务器台数（万台）	50	72	100	138	188	252	334
AI 服务器 PCB 占 AI 服务器市场规模的比例	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
全球 AI 服务器 PCB 市场规模（亿美元）	10.00	13.00	16.75	22.00	28.75	37.25	48.50

关键假设：
 1. 考虑到 AI 服务器工艺逐步成熟将带来价格下降，预期价格下降的速度逐步减慢并且价格最终趋于稳定；
 2. 单个 AI 服务器 PCB 价值量=1000（UBB PCB 价值量）*1+200（CPU PCB 价值量）*1+100（加速卡 PCB 价值量）*8=2000 美元；
 3. 伴随 AI 服务器批量化生产带来降本需求显现，AI 服务器用 PCB 单价预期会下降，但与此同时 AI 服务器技术更新和迭代可能带来更高层数、更高价值量 PCB 产品的需求量增加，故假定 AI 服务器 PCB 占 AI 服务器市场规模的比例基本维持稳定。

资料来源：Market.US，江西省电子电路行业协会公众号，山西证券研究所

3. 公司深耕服务器 PCB 领域，先发优势铸就核心竞争壁垒

3.1 公司专注于服务器 PCB 产品，对服务器 PCB 性能有较为深入的理解

在服务器 PCB 领域公司位居全国第一、全球第三，服务器 PCB 产品进展较为快速。根据 CPCA 公布的《第二十一届（2021）中国电子电路行业排行榜》，公司在综合 PCB 企业中排名第 39 位，内资 PCB 企业中排名第 20 位。①从全球服务器 PCB 行业来看，公司排名第三并且服务器 PCB 产品市占率仍与在服务器 PCB 市场耕耘多年的健鼎科技、金像电子等台资老牌 PCB 企业有一定差距。上述台系厂商主要与鸿海精密、广达电脑、纬创、英业达等台系服务器生产商建立了稳定合作关系，考虑到公司已逐步在服务器 PCB 市场树立起良好的品牌形象，预期未来竞争地位还将进一步增强。②就国内服务器 PCB 行业而言，公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，2016 年到 2022 年连续获得中国服务器市场占有率第一的浪潮颁发的“年度优秀供应商奖”；2017 年到 2023 年上半年，共获得 22 次 DELL（戴尔）服务器 PCB 供应商评级第一名，并于 2022 年 2 月荣获 DELL（戴尔）服务器事业群颁发的 2021

年度最佳供应商奖。③目前国内主流的 PCB 厂商在服务器 PCB 领域多处于研发突破或逐步起量阶段，仅有少数几家厂商披露了来自服务器 PCB 的产品收入，其中广合科技的服务器 PCB 产品进展较为快速并且已成为主要收入来源，2023 年广合科技服务器 PCB 收入占比达到 69.38%。

表 4：国内典型 PCB 厂商基本经营情况比较

PCB 厂商	CPCA 2021 综合 PCB 榜单排名	2023 营收 (亿元)	2023 归母净利润 (亿元)	应用领域	服务器 PCB 情况
鹏鼎控股	1	320.66	32.87	通讯、消费电子及计算机、汽车及服务器	2023 年公司汽车、服务器 PCB 收入占比 1.68%，即 5.39 亿元
东山精密	2	336.51	19.65	消费电子、新能源汽车、通信设备、工业设备、AI、服务器、医疗器械等行业	暂未披露服务器 PCB 产品收入情况及具体进展
景旺电子	7	107.57	9.36	新一代信息技术、汽车电子、通信设备、消费电子、计算机及网络设备、工业控制、安防等领域	2023 年在服务器 EGS/Genoa 平台、低轨卫星通信高速板、超算 PCB 板、800G 光模块、通信模组高阶 HDI 等产品实现了量产，同时在服务器高速 FPC/高阶 R-F、超高速 GPU 显卡 FPC/R-F、高速光模块 FPC、AR/VR Anylayer FPC、变频电源埋磁芯 PCB 等产品技术上取得了重大突破
深南电路	4	135.26	13.98	通讯、数据中心（含服务器）、汽车电子	2023 年公司数据中心领域同比微幅增长，主要为下半年以来部分客户 Eagle Stream 平台产品逐步起量，以及在新客户与部分新产品（如 AI 加速卡等）开发上取得一定突破
沪电股份	12	89.38	15.13	企业通讯（含服务器）、汽车、办公及工业设备、消费电子	2023 年公司企业通讯市场板实现营业收入约 58.7 亿元，其中 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板营业收入的比重从 2022 年的约 7.89% 增长至约 21.13%，即 12.40 亿元。
生益电子	23	32.73	-0.25	通信设备、网络设备、计算机/服务器、汽车电子、消费电子、工控医疗等	2023 年公司 AI 服务器领域核心客户订单逐步放量，2023 年服务器产品订单占比提升到 24%。
胜宏科技	11	79.31	6.71	新能源、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、人工智能、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等	公司应用于 Eagle/Birch Stream 级服务器领域的产品均已实现产业化作业。公司已实现 5 阶 20 层 HDI 产品的认证通过和产业化作业，并加速布局下一代高阶 HDI 产品的研发认证，此

					类产品广泛应用于各系列 AI 服务器领域。
广合科技	39	26.78	4.15	服务器、消费电子、工业控制、汽车电子、通讯、安防电子	2023 年公司服务器 PCB 占比 69.38%，为主要的收入来源，即 18.58 亿元。

资料来源：Wind，中国电子电路行业协会，东山精密 2023 年年报，深南电路 2023 年年报，生益电子 2023 年年报，沪电股份 2023 年年报，胜宏科技 2023 年年报，景旺电子 2023 年年报，山西证券研究所

公司深耕服务器 PCB 产品多年，对于服务器 PCB 在设计复杂性、性能稳定性等方面的高要求有较为深刻的理解。与普通的 PCB 产品不同，为了适应服务器的高性能和可靠性需求，服务器 PCB 产品在设计、性能等方面也具有了更高的标准，具体表现为：①在产品的设计方面，服务器 PCB 通常比普通 PCB 更复杂，原因在于服务器通常具有更多的功能和性能需求，因此服务器 PCB 可能需要支持更多的电路和连接，因而也具有更高的层数和更密集的布局。②在热管理方面，服务器 PCB 通常需要更好的热管理能力，原因是服务器在高负载运行时会产生大量热量，服务器 PCB 需要设计散热解决方案，包括散热器、散热片、导热垫等，以确保组件的温度控制和稳定性。③在电源供应方面，服务器 PCB 通常需要支持更高的功率需求和更稳定的电源供应。为了满足服务器所需的电力要求，服务器 PCB 可能具有更多的电源连接点和电源平面，从而提供可靠的电源分配。④在信号处理方面，服务器 PCB 通常更加关注信号的完整性，原因是服务器通常需要处理更高速率的数据传输和更复杂的信号传输，因而服务器 PCB 往往采用特殊的信号层、阻抗匹配和差分信号设计，以确保数据的可靠传输和抗干扰能力。⑤在可靠性方面，服务器 PCB 通常需要更高的可靠性和冗余功能。为了提高服务器系统的稳定性和可用性，服务器 PCB 产品往往可能采用冗余电源、冗余连接和冗余故障检测电路。而广合科技在服务器 PCB 市场耕耘多年，也具有了较强的技术水平和生产能力，能够深入了解客户需求并提供能够满足服务器高性能、高可靠性、高效能运行需求的产品。

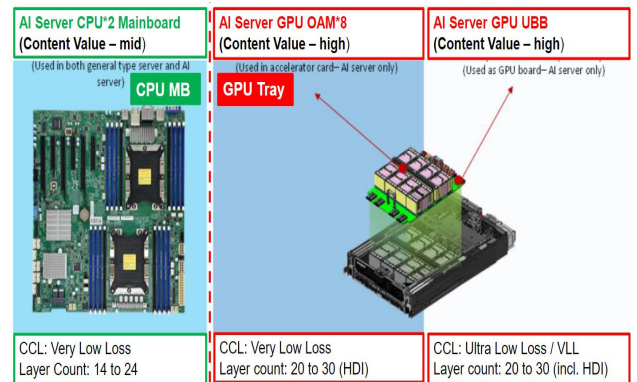
图 15：数据中心服务器向更高层数演进

Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream	
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
Intel	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5	
	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin	
AMD	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

资料来源：联茂电子 2023 Fourth Quarter Investor Presentation (March 2024)，山西证券研究所

图 16：AI 服务器带来高价值 PCB 需求



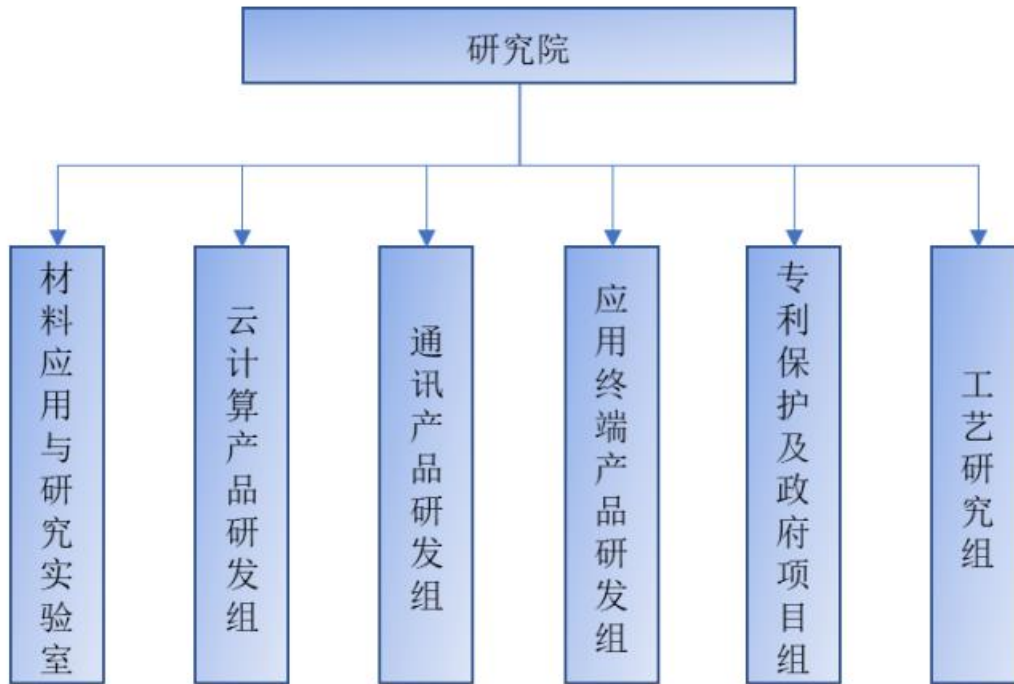
资料来源：联茂电子 2023 Fourth Quarter Investor Presentation (March 2024)，山西证券研究所

3.2 依托优异的管理能力，公司可为客户提供定制化产品及快速响应服务

从技术层面来看，公司具备全面、灵活、高效的定制化产品研发体系，能够提供满足客户需要的高品质产品及服务。公司是国家高新技术企业，被认定为广东省高频高速印制线路板工程技术研究中心和广东省省级企业技术中心。研究院为公司核心研发机构，下设材料应用与研究实验室、产品研发组、工艺研究组和专利保护及政府项目组，一方面基于芯片发展技术进行专项材料和技术的预研，另一方面根据客户需求组合技术团队进行定制化工艺及产品研发，同时开展技术成果的总结和转化，形成了全面、灵活、高效的研发体系。公司始终坚持以客户需求为导向，通过参与产品设计与生产的 JDM 业务模式打通需求、研发、生产、交付环节，为客户提供全程定制化的产品和服务：①在客户产品早期规划阶段，公司积极组织专业团队通过客户访谈、现场交流与试样验证等方式，对客户产品的应用场景、工艺需求、产量规模、交付目标等相关内容进行充分调研和分析，为客户提供包括材料选型、线路设计、工艺设计、检测方法、成本控制等在内的全面解决方案建议。②在客户产品开发验证阶段，公司组织专业的产品开发组为客户提供样品加工服务，并与客户一起对测试验证的结果进行分析，制定优化方案调整材料选择和工艺制程，以便达到客户产品的技术性能要求。③在客户导入及应用阶段，公司组织专职团队为客户提供驻厂服务，及时收集客户反馈，协同公司各业务部门迅速制定解决方案，为客户提供周到满意的售后服务。同时，专职服务团队在与客户的长期交流过程中积极收集潜在客户信息，及时与销售团队共同分析制定新客户拓展方案，并参与各种市场开

发活动，为潜在客户提供更具竞争力的需求解决方案。

图 17：广合科技研发体系架构



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

从生产层面来看，公司着力打造柔性化、高效节能的智慧工厂，能够有效提升定制化产品生产过程中的精益化、标准化水平。智能化是未来制造自动化的发展方向，相比于现有的传统制造，智能制造模式下自动化程度较高，可有效减少人工干预环节，大幅提升生产线中的料号切换效率，从而降低产品定制化需求对生产线的浪费，提升生产效率。当前，广合科技积极以管理精益化、流程标准化为指引，并利用自动化设备、辅以数字化系统，打造柔性化、高效节能的智慧工厂：①在黄石工厂建设上，公司通过智能设备、物联网和边缘计算等技术手段和SAP、MES、EAP、WMS、RCS、APS、BI等智能化系统进行高度集成，优化价值链整体结构，使得物流、资金流、过程流和信息流“四流合一”，帮助企业实现人、机、料、法、环制造全过程和研发、采购、生产、销售、服务全价值链的高效管理，有效提升广合科技技术、品质、成本、效率、产能、产值的核心竞争力。②在广州工厂转型方面，基于黄石智慧工厂的建设经验，公司制定了分模块、分阶段、分步骤的广州广合工厂数字化转型战略。目前，公司已经启动了对广州广合一厂前流程段的自动化改造和数字化转型，计划在3-5年的时间内，逐步

完成对现有工厂的数字化转型，并达到智慧工厂的运行标准。

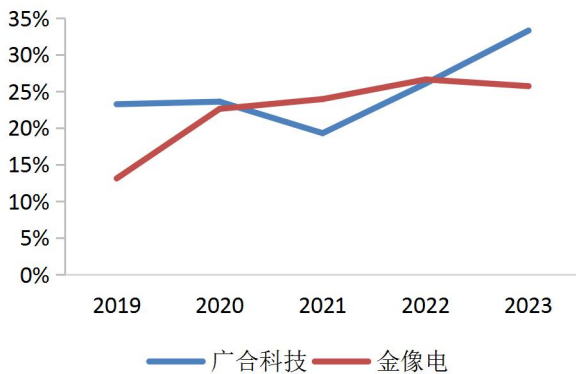
图 18：广合科技智慧工厂架构



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

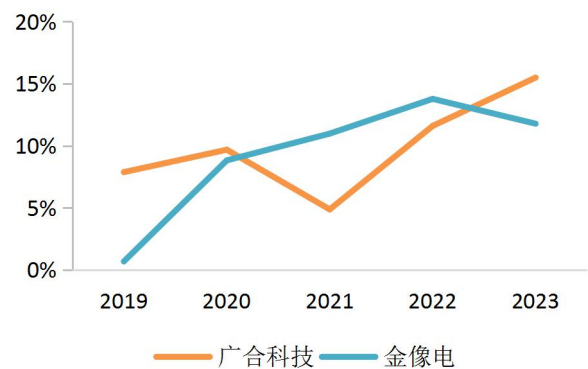
从制度层面来看，公司高度重视生产经营过程中的成本控制，确保了公司在竞争激烈的 PCB 行业中持续健康发展。公司借鉴“阿米巴”经营模式创建了公司综合成本独立核算及评价体系，从物料采购、工程设计、工艺参数优化、生产到交付环节实行全流程运营成本分解，配套制定相应的数据收集、分析和考核激励机制，已形成一整套全面的成本控制管理体系。公司已建立了全面的数据统计与成本核算模式，对各环节的物料、能源、人工的耗用，以及库存周转率和呆滞物料等信息进行统计核算，管理团队共同制定成本控制改善措施并监督各部门有效执行。通过建立完善的成本控制管理体系，持续开展技术改造和升级，推行管理优化和改善，公司已形成了较强的成本控制能力，确保了公司在竞争激烈的 PCB 行业中持续健康发展。考虑到 PCB 下游应用广泛且不同 PCB 生产厂商的产品结构存在较大差距，故选取与公司产品结构最为相似的中国台湾 PCB 厂商金像电子进行盈利能力比较：2023 年广合科技毛利率和净利率分别为 33.30%和 15.48%，而金像电子毛利率和净利率分别为 25.71%和 11.77%。（注：广合科技是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，金像电子是中国台湾最大的伺服器 PCB 生产厂商）

图 19：广合科技与金像电子毛利率对比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：广合科技与金像电子净利率对比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 公司深度绑定国内外知名客户，具有较强的业务连续性

公司持续为客户提供品质稳定的产品和高效的服务，并积累了优质的客户资源。公司以客户为中心，为客户持续提供品质稳定的产品和高效的服务，已积累了一批优质的客户资源，主要客户包括 DELL（戴尔）、浪潮信息、Foxconn（鸿海精密）、Quanta Computer（广达电脑）、Jabil（捷普）、Cal-Comp（泰金宝）、海康威视、Inventec（英业达）、Honeywell（霍尼韦尔）、HP（惠普）、Celestica（天弘）、Flex（伟创力）等。此外，公司已和华为、联想、中兴等国内知名客户开展合作，优质的客户资源为公司进一步发展奠定了良好基础。

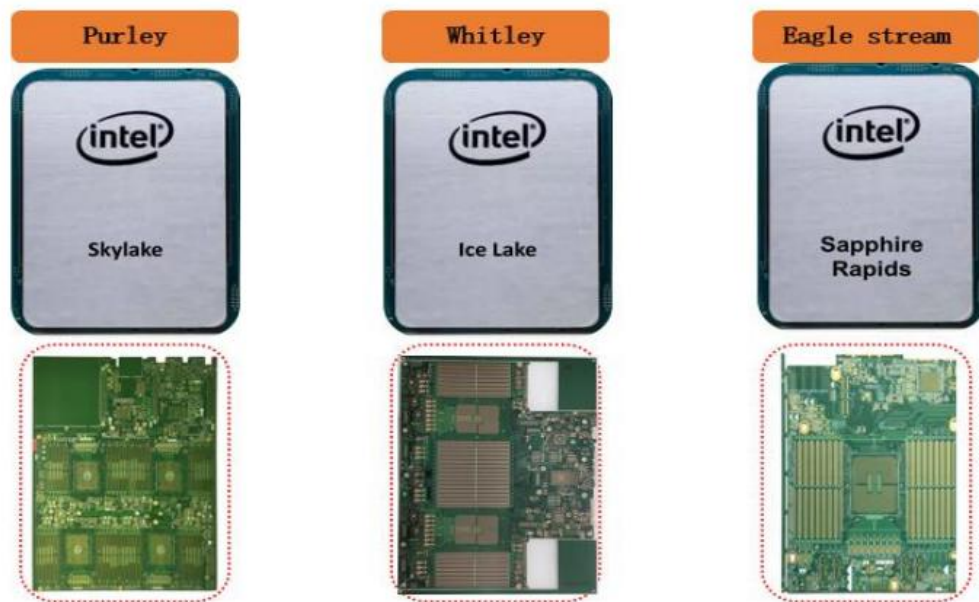
图 21：广合科技主要客户情况



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

基于量产一代、试产一代、研发一代的策略，公司已与服务器厂商达成深度合作，具有较强的业务连续性。公司 PCB 产品应用于 Intel 发布的 Purley、Whitley 及 Eagle stream 各世代芯片平台的服务器，并已针对下一代 Birch stream 芯片平台开展研发。公司在 AMD 发布的各世代芯片平台也有对应的 PCB 产品向服务器厂商供应，在 ARM 架构芯片平台也有供货和储备。服务器厂商通常随 CPU 厂商的芯片平台迭代，研发和推出服务器新品。公司和服务器厂商深度合作，采用量产一代、试产一代、研发一代的策略，并配合服务器厂商在各代服务器产品中的多应用场景、多型号需求，具有较强的业务延续性和竞争壁垒。

图 22：广合科技应用于 Intel 发布的芯片平台服务器 PCB 产品示意



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

芯片平台快速迭代驱动服务器 PCB 产品持续升级，在保障公司业务连续性的同时也有效缓解了成熟期市场竞争加强带来的价格压力。通常情况下，在新型号产品投产初期，公司具有一定的技术优势和先发优势，产品单价和毛利率相对较高；此后随着该型号产品技术趋于成熟，订单规模扩大，同时客户可能引入新供应商使得市场竞争加强，产品单价和毛利率将呈现下降的趋势。因而，新旧型号产品代际更迭对公司服务器 PCB 产品整体单价及毛利率提升具有重要意义。得益于持续进行研发投入，公司的服务器 PCB 产品基本与服务器芯片保持同步代际更迭：随着各世代芯片平台在信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求提升，公司服务器 PCB 产品也进行了相应升级，一般情况下，产品生命周期在 3-5 年，成熟期为 2-3 年。

表 5：不同芯片平台 PCB 工艺水平以及所处的生命周期情况

指令集架构		Intel X86 架构				AMD X86 架构				华为 ARM 架构
服务器芯片平台	Purley	Whitley	Eagle stream	Birch Stream	Rome	Milan	Genoa	Turin	鲲鹏系列	
芯片架构	Skylake	Ice lake	Sapphire Rapids	Granite Rapids	Zen2	Zen3	Zen4	Zen5	920	
芯片工艺	14nm	10nm	7nm	7nm	7nm	7nm	5nm	4/3nm	7nm	
芯片生产状态	量产	量产	小批量	样品	量产	量产	量产	样品	量产	
服务器 PCB 技术状态	量产	量产	量产	样品	量产	量产	量产	样品	量产	
服务器 PCB 所处生命周期	衰退期	成熟期	成长期	导入期	衰退期	成熟期	成长期	导入期	成熟期	
信号需求传输速率	DDR	DDR3	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4
	PCIe	PCIe3.0 (4/8G)	PCIe4.0 (8/16G)	PCIe5.0 (16/32G)	PCIe5.0 (16/32G)	PCIe4.0 (8/16G)	PCIe4.0 (8/16G)	PCIe5.0 (16/32G)	PCIe5.0 (16/32G)	PCIe4.0 (8/16G)
服务器 PCB 工艺	层数	10-12L	12-18L	14-20L	14-20L	12-14L	14-16L	14-18L	14-18L	12-18L
	BGA Pitch	1.0-1.2 mm	1.0mm	0.94mm	0.94mm	1.0mm	1.0mm	0.938mm	0.938mm	0.90mm
	BGA 背钻	无	有	有	有	无	有	有	有	有
	板厚	1.6-2.0 mm	2.0-2.5 mm	2.5-3.5 mm	2.5-3.5 mm	2.0-2.5 mm	2.0-2.5m	2.0-2.5m	2.0-2.5m	1.6-2.5 mm
	厚径比	9:1	10:1	14:1	14:1	10:1	10:1	14:1	14:1	10:1
	Skip Via 技术	无	部分有	有	有	无	无	有	有	无
	主要材料特点	普通损耗、中损耗	低损耗	超低损耗	超低损耗	低损耗	低损耗	超低损耗	超低损耗	中损耗、低损耗

资料来源：广合科技招股说明书，山西证券研究所

4. 公司泰国工厂建设稳步推进，产能瓶颈突破后业务拓展有望加速

从区域划分来看，公司目前已有及规划建设的工厂合计共 4 个，其中广州工厂主要承担当前服务器 PCB 产品的生产工作。公司目前已有广州、东莞、黄石工厂，且泰国工厂建设正在稳步推进过程中。从工厂职能来看：广州工厂及泰国工厂产品定位主要是面向数据中心的服

务器、交换机产品以及通信类产品；黄石工厂产品定位主要面向智能终端类产品；东莞工厂主要为广州两厂提供机加工配套服务。由于泰国工厂尚在建设过程中，当前主要由广州工厂来贡献服务器 PCB 产品产能，并且广州工厂产能近年来已步入瓶颈期，目前产能利用率约 9 成，保持在较高水平。考虑到服务器 PCB 产品下游需求较为旺盛，公司也在积极解决产能瓶颈问题：一方面，公司投资了东莞机加工配套工厂并启动了广州广合工厂数字化转型项目，计划在 3-5 年内逐步完成工厂的数字化转型，预期广州工厂的产能还有一定的提升空间；另一方面，公司稳步推进泰国工厂建设，在补充服务器 PCB 产品产能的同时也为未来开拓海外市场奠定了基础。

表 6：广合科技现有工厂情况

工厂	工厂定位	产能利用率
广州工厂 (含两厂)	主要面向数据中心的服务器、交换机产品以及通信类产品	目前产能利用率约 9 成，随着东莞机加工中心的投入使用，广州工厂的产能还有一定的提升空间
东莞工厂	主要为广州两厂提供机加工配套服务	--
黄石工厂	主要面向 PC、光电等智能终端类产品	目前产能利用率约 7 成，并且致力于提升产能利用率
泰国工厂	主要面向数据中心的服务器、交换机产品以及通信类产品	工厂建设中，暂无

资料来源：广合科技投资者问答 2024.05.18，广合科技投资者问答 2024.07.09，广合科技投资者调研纪要 2024.06.25，广合科技投资者调研纪要 2024.06.13，山西证券研究所

2024 年 7 月公司泰国工厂已顺利封顶，预计今年年底建成投产，海外市场拓展可期。2023 年 3 月 31 日，公司与 BORTHONG INDUSTRIES TECHNOLOGY COMPANY LIMITED 签订了金池工业园区的土地买卖合同用于建设泰国工厂，土地价格约 1.67 亿泰铢。2023 年 5 月 19 日，Delton Investment Holdings Limited 与广合科技（国际）有限公司在泰国投资设立 Delton Technology (Thailand) Co.,Ltd。2023 年 9 月 27 日，广合科技（泰国）有限公司多高层精密线路板项目奠基仪式圆满完成，该项目将作为集团产品和经营战略向海外的延伸，其中第一期项目将承接集团在高端 PCB 产品上的技术基因，以 Eagle stream 和 Birth stream 服务器平台用主板和卡板、AI 服务器用各类主板和卡板为目标产品，横向兼容通信行业高端 PCB、向下覆盖 PC、NB、汽车行业用 PCB，并快速形成稳定、快速、批量的交付能力。2024 年 7 月 16 日，泰国工厂顺利封顶并进入二次结构和各专业穿插施工阶段，总建筑面积达到 16 万平方米，预

计今年年底建成投产，一期满产后预计年销售约 20 亿元。

图 23：广合科技泰国工厂顺利封顶



资料来源：广合科技公众号，山西证券研究所

5. 盈利预测

5.1 收入拆分及盈利预测

一、营业收入预测。

公司招股书中对不同层厚 PCB 产品的销售收入、产品价格及销量进行了披露，故我们将按照产品层厚情况对公司整体的营业收入进行预测：

①单双层板：公司的单双层板主要应用于消费电子、汽车电子等领域，考虑到电动化、智能化、网联化逐步成为汽车行业发展趋势，PCB 作为其中的基础器件销量有望持续增长。但是相较于多层板，单双层板的制作没有内层和压合等生产环节，难度和工艺较为简单，因而市场竞争也较为激烈，预期产品价格将呈现下降态势。故假定 2024-2026 年公司单双层板的价格分别为 650.00、647.00、645.00 元/平方米，销量分别为 20.00、25.00、30.00 万平方米，基于此可估计 2024-2026 年公司单双层板销售收入分别为 1.30、1.62、1.94 亿元。

②四、六层板：公司的四、六层板主要应用于消费电子、服务器、工业控制等领域，考虑到下游服务器行业景气程度较高并且汽车行业向电动化、智能化演进的大趋势仍旧保持，预期四、六层 PCB 板的需求量还将继续增长。但是考虑到以 AI 服务器为代表的最新的服务器芯片平台所需 PCB 基本在八层及以上，预期此前服务器平台所采用的四、六层板价格可能会逐步走低，并且汽车板在四、六层板中单价较低，预期随着汽车板占比提升四、六层板的价格也会逐步走低。故假定 2024-2026 年公司四、六层板的价格分别为 1000.00、990.00、980.00 元/平方米，销量分别为 93.00、105.00、116.00 万平方米，基于此可估计 2024-2026 年公司四、六层板销售收入分别为 9.30、10.40、11.37 亿元。

③八层及以上板：公司的八层及以上板主要应用于服务器领域，考虑到下游服务器需求较为旺盛并且迭代升级持续进行，叠加 AI 服务器兴起带来新的 PCB 需求，预期八层及以上板的需求量还将继续增长。考虑到当前一代服务器芯片逐步投入量产之后，下一代服务器芯片也将逐步导入并进入量产阶段，预期八层及以上板的价格会呈现先降低而后回升的状态。故假定 2024-2026 年公司八层及以上板的价格分别为 4435.00、4213.00、4423.00 元/平方米，销量分别为 53.00、87.00、100.00 万平方米，基于此可估计 2024-2026 年公司八层及以上板销售收入分别为 23.51、36.65、44.23 亿元。

⑤除此以外，假定其他业务收入会逐步回归正常水平，2024-2026 年分别为 2.00、1.80、1.50 亿元。基于上述假设条件进行加总，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 36.11、50.47、59.03 亿元。

二、毛利率预测。

由于不同层厚的 PCB 板用途具有明显的差异，其产品价格、工艺难度通常也存在较大差别。①单双层板有着较为广泛的应用场景，但是工艺难度相对较低，该产品在广合科技的营收结构中占比较小，预期随着竞争者的涌入产品价格还有下行空间，其毛利率有可能进一步受到压缩，故假定 2024-2026 年单双层板毛利率分别为 6.00%、5.50%、5.00%；②四、六层板的工艺难度和价格水平相较单双层板有一定提升，该产品在广合科技的营收结构中占比 20%以上，虽然汽车板占比提升及服务器板持续迭代会导致四、六层板价格存在下行的可能，但考虑到下游需求较为旺盛或使黄石工厂产能利用率有所提升，进而提升四、六层板的毛利率水平，故假定四、六层板 2024-2026 年毛利率分别为 10.00%、10.50%、11.00%；③八层及以上板的工艺难度和价格水平为三类产品中最高，该产品在广合科技的营收结构中占比 70%以上，考虑到服务器行业需求较为旺盛并且 AI 服务器兴起创造了新的市场需求，八层及以上板有望出现量价

齐升的情况进而提升毛利率水平，但服务器迭代的进度也会对毛利率产生干扰，故假定八层及以上板 2024-2026 年毛利率分别为 40.40%、36.60%、37.20%；④除此以外，假定其他业务收入 2024-2026 年毛利率分别为 92.00%、93.50%、95.00%。

基于上述假设，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 36.11、50.47、59.03 亿元，增速分别为 34.8%、39.8%、17.0%；净利润分别为 6.77、8.54、10.42 亿元，增速分别为 63.3%、26.1%、22.1%，对应 EPS 分别为 1.60、2.02、2.47 元，以 9 月 12 日收盘价 34.46 元计算，对应 PE 分别为 21.5X、17.0X、14.0X。

表 7：2024-2026 年广合科技营业收入及毛利率预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
单双层板	价格（元/平方米）	687.17	683.95	705.72	655.84	650.00	647.00	645.00
	销量（万平方米）	12.16	12.34	12.44	17.60	20.00	25.00	30.00
	收入（亿元）	0.84	0.84	0.88	1.15	1.30	1.62	1.94
	yoy		0.93%	4.06%	31.51%	12.60%	24.42%	19.63%
	毛利率	19.20%	7.89%	10.57%	6.49%	6.00%	5.50%	5.00%
四、六层板	价格（元/平方米）	908.86	1020.28	1107.59	1008.90	1000.00	990.00	980.00
	销量（万平方米）	42.96	48.25	45.09	55.89	93.00	105.00	116.00
	收入（亿元）	3.90	4.92	4.99	5.64	9.30	10.40	11.37
	yoy		26.08%	1.45%	12.91%	64.94%	11.77%	9.36%
	毛利率	16.68%	10.62%	13.95%	8.97%	10.00%	10.50%	11.00%
八层及以上板	价格（元/平方米）	1930.99	2212.50	2838.64	3576.91	4435.00	4213.00	4423.00
	销量（万平方米）	55.97	62.98	59.35	51.94	53.00	87.00	100.00
	收入（亿元）	10.81	13.93	16.85	18.58	23.51	36.65	44.23
	yoy		28.94%	20.89%	10.28%	26.52%	55.93%	20.67%
	毛利率	23.30%	17.74%	25.30%	37.98%	40.40%	36.60%	37.20%
其他业务收入（亿元）		0.53	1.05	1.41	1.41	2.00	1.80	1.50
yoy			100.00%	33.40%	0.36%	41.74%	-10.00%	-16.67%
毛利率		87.81%	89.36%	87.82%	90.79%	92.00%	93.50%	95.00%
营收合计（亿元）		16.08	20.76	24.12	26.78	36.11	50.47	59.03
yoy			29.11%	16.23%	11.02%	34.81%	39.77%	16.98%
毛利率		23.60%	19.29%	26.06%	33.30%	34.19%	32.26%	32.57%

注：①公司 2023 年年报仅披露 PCB 业务整体收入情况而未按照不同层厚进行收入结构拆分；②公司招股书披露了 2023H1 公司单双层板、四六层板、八层及以上板的收入情况，加总可得 2023H1 公司 PCB 业务收入情况，并可得到 2023H1 公司单双层板、四六层板、八层及以上板在 PCB 业务收入中的比例；③考虑到公司业务经营较为稳定且行业没有出现明显的变化，故假定 2023 年公司单双层板、四六层板、八层及以上板在 PCB 业务收入中的比例与 2023H1 保持一致，据此可估算 2023 年公司单双层板、四六层板、八层及以上板销售收入。

资料来源：广合科技招股说明书，广合科技 2023 年年报，山西证券研究所

5.2 可比公司估值对比

PCB 的下游产品种类繁多、应用领域广泛，国内外 PCB 生产制造企业众多，各公司规模、技术、产品、应用领域上存在一定差别，目前国内 A 股上市公司中暂无与广合科技在产品结构上完全可比的竞争对手，故选取了表 4 中列明的在服务器 PCB 领域有明显进展的 5 家公司作为可比公司。

表 8：2024-2026 年可比公司估值对比

代码	名称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002916.SZ	深南电路	91.80	2.73	3.95	4.74	5.65	26.0	23.3	19.4	16.2
002463.SZ	沪电股份	31.85	0.79	1.30	1.70	2.04	27.9	24.6	18.8	15.6
300476.SZ	胜宏科技	27.02	0.78	1.36	1.95	2.44	23.7	19.8	13.8	11.1
688183.SH	生益电子	17.54	-0.03	0.26	0.65	1.01	(379.0)	68.7	26.9	17.4
002938.SZ	鹏鼎控股	32.29	1.42	1.60	1.94	2.19	15.8	20.1	16.6	14.8
	可比公司平均						(57.1)	31.3	19.1	15.0
	可比公司平均（不含生益电子）						23.4	22.0	17.1	14.4
001389.SZ	广合科技	34.46	--	1.60	2.02	2.47	--	21.5	17.0	14.0

注：广合科技 EPS 及 PE 值为自行测算，其余均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind 一致预期（截至 9 月 13 日），山西证券研究所

我们预测 2024-2026 年公司的估值分别为 21.5X、17.0X、14.0X，略低于不含生益电子的可比公司平均估值 22.0X、17.1X、14.4X（除受行业景气度下滑影响以外，2023 年生益电子四期项目处于拨产阶段，整体产能未充分利用，产品单位成本较高，致使整体利润微亏）。基于 1) 公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，客户资源优异且业务合作关系较为稳固；2) AI 浪潮逐步成为发展大势，服务器 PCB 有望迎来快速发展，进而带动公司竞争地位继续增强；3) 公司泰国工厂预计今年年底建成投产，能够有效支撑公司服务器 PCB 业务及海外业务快速发展。综上，我们看好公司未来的发展，但考虑到公司上市时间较短存在一定的估值溢价并且服务器 PCB 领域新增供应商的持续涌入可能会压缩公司的盈利空间，因此对公司首次覆盖给予“增持-A”评级。

6. 风险提示

产品研发失败以及技术升级迭代风险、服务器 PCB 行业市场竞争加剧的风险、AI 服务器应用拓展进度不及预期的风险、贸易摩擦风险及汇率波动风险、黄石工厂及泰国工厂产能利用率提升不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1397	1803	2820	3269	4363
现金	281	431	828	636	1572
应收票据及应收账款	705	887	1295	1729	1823
预付账款	3	1	5	4	7
存货	356	397	636	827	891
其他流动资产	52	86	56	73	71
非流动资产	1848	2010	2458	2654	2529
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1561	1524	1720	1856	1908
无形资产	134	157	167	175	182
其他非流动资产	153	328	571	623	439
资产总计	3245	3812	5278	5922	6892
流动负债	1500	1555	1739	1609	1641
短期借款	132	79	80	0	0
应付票据及应付账款	1129	1222	1418	1317	1337
其他流动负债	239	255	240	292	304
非流动负债	336	427	471	497	498
长期借款	102	222	266	292	293
其他非流动负债	233	205	205	205	205
负债合计	1836	1982	2210	2106	2139
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	380	380	422	422	422
资本公积	639	646	1259	1259	1259
留存收益	390	804	1326	1985	2788
归属母公司股东权益	1409	1830	3068	3816	4753
负债和股东权益	3245	3812	5278	5922	6892

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	431	528	412	325	1090
净利润	280	415	677	854	1042
折旧摊销	131	156	153	179	202
财务费用	-58	3	-25	-33	-39
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-82	-151	-422	-713	-149
其他经营现金流	160	105	29	38	33
投资活动现金流	-456	-425	-630	-413	-111
筹资活动现金流	106	43	615	-104	-43
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.98	1.60	2.02	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.25	0.98	0.77	2.58
每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.33	7.27	9.04	11.26

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2412	2678	3611	5047	5903
营业成本	1784	1786	2376	3419	3981
营业税金及附加	13	21	23	36	40
营业费用	69	85	109	157	181
管理费用	89	96	131	182	213
研发费用	115	121	163	227	266
财务费用	-58	3	-25	-33	-39
资产减值损失	-80	-46	-36	-35	-30
公允价值变动收益	-21	-42	-31	-36	-34
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	312	498	782	1005	1215
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	311	497	781	1003	1213
所得税	31	82	104	150	171
税后利润	280	415	677	854	1042
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	280	415	677	854	1042
EBITDA	448	661	934	1180	1406

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	11.0	34.8	39.8	17.0
营业利润(%)	226.3	59.8	56.9	28.5	20.9
归属于母公司净利润(%)	176.6	48.3	63.3	26.1	22.1
获利能力					
毛利率(%)	26.1	33.3	34.2	32.3	32.6
净利率(%)	11.6	15.5	18.8	16.9	17.7
ROE(%)	19.8	22.7	22.1	22.4	21.9
ROIC(%)	15.2	17.9	18.7	19.7	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	52.0	41.9	35.6	31.0
流动比率	0.9	1.2	1.6	2.0	2.7
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.5	2.1
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	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	1.4	1.5	1.8	2.5	3.0
估值比率					
P/E	52.0	35.1	21.5	17.0	14.0
P/B	10.3	8.0	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	32.9	22.2	15.3	12.2	9.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

