

主打服务器 PCB，但市占率还很低，广合科技：业绩有改善，但上下游“夹心饼干”议价能力

导语：AI 服务器占比不高。

作者：市值风云 App：塔山

受 AI 技术推动，2024 年以来，全球 PCB 市场出现回暖迹象。

经历了一年多的市场低迷期后，2024 年随着产品去库化，以及人工智能、XR、消费电子等下游需求的回暖，Prismark 预测 2024 年全球电子行业市场产值将达到 2.55 万亿美元。其中，AI 服务器和网络基础设施领域因强劲的市场需求而表现卓越；同时，2024 年被认为是 AI PC，AI 手机元年，消费电子市场在与 AI 技术融合的大背景下，迎来了新的增长机遇。从 PCB 行业来看，2024 年第一季度全球 PCB 产值同比基本保持稳定，结束了之前连续下降的趋势，标志着行业转折点的到来，Q2 预计同比增长 4.6%，全年增速预计达到 5%。

(来源：生益科技 2024 半年报)

从产值来看，多层板为最主要的产品类别，2023 年多层板产值达 265.35 亿美元，占总产值的 38.2%。Prismark 预测，未来 18+ 多层板、HDI、封装基板将维持较高增速。

2023-2028 年全球 PCB 产品类别发展预测

产品类别		2023 年产值 (亿美元)	2028 年产值 (亿美元)	2023-2028 年复合增速
多层板	4-6 层	154.34	176.31	2.7%
	8-16 层	93.75	120.72	5.2%
	18+	17.26	27.8	10.0%
HDI		105.36	148.26	7.1%
封装基板		124.98	190.65	8.8%
柔性板		121.91	151.17	4.4%
其他		77.57	89.23	2.8%
总计		695.17	904.13	5.4%

来源：Prismark

多层板应用领域中，服务器/数据存储增长预期相对较高。2023 年全球服务器及存储用 PCB 市场规模约为 82 亿美元。

2023-2028年全球多层PCB产值年均复合增长率预测（应用领域）

多层板应用领域	2023-2028 年均复合增长率
计算机：PC	1.7%
服务器/数据存储	8.7%
其他计算机	1.9%
手机	3.2%
有线基础设施	4.8%
无线基础设施	2.0%
其他消费电子	3.2%
汽车	4.4%
工业	3.8%
医疗	3.5%
军事/航空航天	5.4%
合计	4.4%

数据来源：Prismark2024Q1研究报告

由于 AI、数据中心等产业对 PCB 的性能要求较高，如高频、高速、高压、耐热、低损耗等，这也为 PCB 市场带来新的发展空间。

传统服务器 PCB 层数一般低于 16 层，而 AI 服务器 PCB 层数在 20-28 层，同时材料一般在超低损耗等级以上，AI 服务器的 PCB 价值量也对应上升，价值量明显高于传统服务器。

目前，从事服务器 PCB 生产的厂商主要有广合科技、健鼎科技（3044.TW）、金像电子（2368.TW）、沪电股份（002463.SZ）等。

其中，广合科技（001389.SZ，下称公司）是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，但全球市占率还较低，2020 年仅为 4.25%。

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），公司 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 4.25%。

（来源：招股书）

一、从科创板转战深市主板，多家机构突击入股

公司成立于 2002 年，于 2024 年 4 月在深交所主板上市，保荐人和主承销商都是民生证券。

值得一提的是，公司还曾出现过递交申请又撤回的戏码。

2020年12月，公司申报科创板上市，在披露首轮问询回复意见之前，2021年3月公司就撤回了上市申请。

关于终止对广州广合科技股份有限公司 首次公开发行股票并在科创板 上市审核的决定

广州广合科技股份有限公司：

上海证券交易所（以下简称本所）于2020年12月22日依法受理了你公司首次公开发行股票并在科创板上市的申请文件，并按照规定进行了审核。

2021年3月24日，你公司和保荐民生证券股份有限公司分别向本所提交了《广州广合科技股份有限公司关于撤回首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的申请》（总经办发（2021）第（02）号）和《民生证券股份有限公司关于撤回广州广合科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的申
(来源：公司公告)

为何要急着撤回申请呢？

公司在披露信息中未对该问题进行解释，但风云君通过对比前后多个版本的招股书发现，撤回申请或许跟子公司黄石广合明股实债的安排有关。

在第一版招股书申报稿中，公司明确提示了明股实债安排对黄石广合股权结构稳定性的风险。

大概情况为，长江黄石基金（国资背景）对黄石广合增资1.96亿元，并持有黄石广合49%股权，该增资款实质上为明股实债，长江黄石基金收取固定回报，而非收取股权投资收益，也不参与黄石广合的经营管理。

(十) 明股实债安排对黄石广合股权结构稳定性的风险

2020年1月，长江黄石基金与黄石广合、发行人、肖红星、刘锦婵签署《黄石广合精密电路有限公司增资协议》和《黄石广合精密电路有限公司增资协议之补充协议》，约定由长江黄石基金向黄石广合增资19,600万元，发行人向黄石广合增资400万元。增资完成后，发行人持有黄石广合51%股权，长江黄石基金持有黄石广合49%股权。发行人将其持有的黄石广合51%股权全部质押给长江黄石基金，发行人实际控制人肖红星、刘锦婵承担连带责任保证。

2020年9月，长江黄石基金与黄石广合、发行人、肖红星、刘锦婵签署《黄石广合精密电路有限公司增资协议之补充协议二》，明确长江黄石基金向黄石广合提供的1.96亿元增资款为明股实债，长江黄石基金对黄石广合增资后，不承担股东责任，不派董事、监事及高级管理人员，不参与黄石广合的日常经营管理，不参与黄石广合的决策，且不承担黄石广合的亏损责任。长江黄石基金对黄石广合投资仅收取固定收益。同时约定办理黄石广合51%股权的解除质押手续。截至招股说明书签署日，黄石广合51%股权的解除质押手续已办理完成。

(来源：招股书申报稿 20201222)

而第二版招股书申报稿显示，公司已于2022年4月完成了明股实债的到期清偿，回购了长江黄石基金持有的黄石广合49%股权。这一版招股书也删除了对明股实债安排的风险提示。

3、明股实债的到期清偿

2022年4月，发行人在明股实债到期后进行了清偿，回购长江黄石基金所持有的黄石广合49%股权，并办理完毕相应的工商登记手续。

(来源：招股书申报稿 20220701)

另外，长江黄石基金已于今年9月注销。



(来源：企查查)

在前次IPO撤单后，高新投创投、致远一期等13家投资机构通过增资成为公司新增股东，资金主要用于黄石工厂的建设。同时，除黄石国资外的新增股东还受让了新余森泽持有的公司4.9%股份。

（五）最近一年新增股东情况

公司提交首次公开发行股票申请前一年，公司新增股东为新余森泽。

（来源：招股书申报稿 20201222）

（六）最近一年新增股东情况

公司提交首次公开发行股票申请前一年，公司新增股东为高新投创投、致远一期、怡化融钧、厦门金圆、深创投集团、红土君晟、红土湾晟、国投创业基金、招赢科创、招银共赢、广开智行、穗开新兴、黄石国资。

（来源：招股书申报稿 20220701）

其中，增资价格为 7.15 元/股，要高于股权转让价格（6.79 元/股），原因是增资取得的股份附加了股份回购、共同售股权、反稀释与优先认购权、优先清算权等保障条款，2022 年 3 月，对赌条款均已终止。

2、入股原因及定价依据

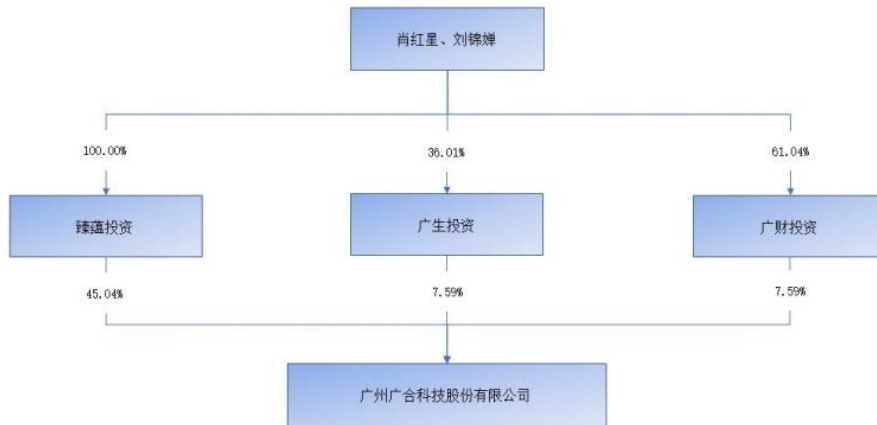
参与本次增资的 14 名股东（人才基金为老股东，其他为新股东）看好公司的发展前景对公司进行投资，资金主要用于黄石工厂的建设。本次增资价格为 7.15 元/股，按照公司投前估值为 25.03 亿元定价，定价依据合理。

发行人于 2021 年撤回上市申请，新余森泽持有发行人的股权较多，其中从臻蕴投资受让的股权没有对赌保障，考虑到投资的安全性和风险控制，新余森泽愿意出售该部分老股，除黄石国资外，参与本次增资 13 家投资机构愿意承接。本次股权转让价格为 6.79 元/股，按照公司估值为 23.77 亿元定价，定价依据合理。

由于增资取得的股份附加了股份回购、共同售股权、反稀释与优先认购权、优先清算权等保障条款，因此增资价格高于股权转让价格，详见本节“三、发行人的股本形成、变化情况和重大资产重组情况·（二）发行人股本

（来源：招股书申报稿 20220701）

目前公司控股股东为臻蕴投资，穿透后实控人为肖红星、刘锦婵夫妇。截止 2024 年三季度末，实控人通过臻蕴投资、广生投资、广财投资间接控制上市公司 54.19% 的股份。



(来源：2023 年报)

二、下游产品升级迭代，客户集中度较高

公司主营多高层印制电路板，产品应用于服务器、消费电子等领域，其中服务器用 PCB 产品的收入占比约七成。

公司产品以外销为主，客户包括 DELL（戴尔）、浪潮信息、Foxconn（鸿海精密）、Quanta Computer（广达电脑）等，前五大客户销售占比基本在 70%左右，集中度相当高，一旦没抱紧客户大腿，后果很严重。

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

(来源：广合科技 2024 半年报)

公司外销主要以境内保税园区或保税工厂、中国香港为主，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。

美国从中国进口 PCB 大多在中国或全球其他地区进行组装后再出口，中国直接以空板出口美国的比重并不高。因此，中美贸易摩擦对公司外销的影响相对有限。

另外，公司也在推动泰国工厂的建设，产品主要针对新一代服务器及交换机，重点面向海外市场。泰国工厂预计 2025 年一季度量产。

2018 年 7 月，美国政府发布了第二批加征关税的商品清单，自 2018 年 9 月 24 日起正式对 2,000 亿美元的中国进口商品征收 10%的关税，PCB（空板）被列入第二批加征关税的商品清单。自 2019 年 5 月 10 日起，2,000 亿美元中国进口商品加征的关税税率由 10%提高至 25%。2022 年 3 月 23 日，美国贸易代表办公室宣布重新恢复对 352 项从中国进口商品的关税豁免，期限自 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 12 月 31 日，部分 PCB 产品在此次关税豁免清单中。美国从中国进口 PCB 大多在中国或全球其他地区进行组装后再出口，中国直接以空板出口美国的比重并不高。因此，PCB 被列入加征关税清单对中国 PCB 行业影响有限。

(来源：广合科技招股书)

近年来，大数据、云计算、人工智能等技术迅猛发展，带动了数据中心等基础设施的加速落地，并进一步催生了服务器的需求。

同时叠加 Intel、AMD 芯片厂商服务器芯片更新换代，各大云计算服务提供商也增加了对服务器等硬件设备的采购量，由此也带动了服务器用 PCB 行业的发展。

2018-2023 年，公司营收从 10.3 亿元增至 26.8 亿元，CAGR 为 21%。2024 年前三季度，营收同比增长 36.7%。

广合科技 - 营收及增速



(来源：市值风云 APP)

前三季度的增长主要受传统服务器的升级迭代以及 AI 服务器产品的增长驱动。

六、驱动公司 2024 年业绩增长的因素是什么？

传统服务器的恢复性增长、PCIe4.0 升级到 PCIe5.0 带来的订单结构变化以及 AI 服务器产品的增长是驱动公司 2024 年业绩增长的主要因素。

(来源：公司公告)

从服务器的整体出货量来看，仍以传统服务器为主，AI 服务器占比约 25%。

四、公司目前 AI 服务器收入占比的份额是多少？

公司目前 AI 服务器产品收入约占服务器收入的 25%。

(来源：公司公告)

服务器产品的迭代主要受算力芯片迭代影响，通常迭代周期两年左右。

公司表示这一代产品升级迭代过程会延续到 2024 年年底，这也意味着明年就享受不到下游升级迭代的红利了，增长的压力给到了 AI 服务器产品。

一是受益于传统服务器的恢复性增长以及产品迭

代，这一代产品升级迭代过程会延续到 2024 年年底；第

二是受益于人工智能等新兴计算场景对高层数、高精度、

(来源：公司公告)

三、毛利率有提升，但议价能力有限

随着下游服务器产品的升级迭代，公司八层及以上板的收入占比保持稳步提升，新产品的价格和利润率较高，产品结构得以优化。

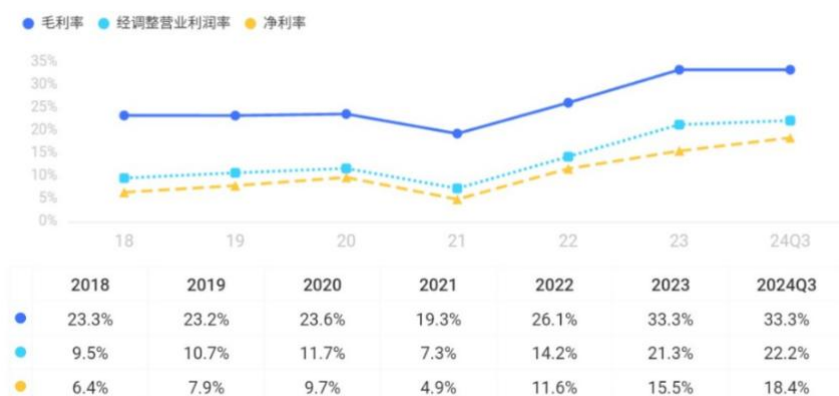
项目	2023 年 1-6 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
单双面板	5,051.93	4.55%	8,778.90	3.86%	8,436.77	4.28%	8,358.91	5.38%
四、六层板	24,672.28	22.22%	49,938.56	21.98%	49,226.73	24.99%	39,044.85	25.11%
八层及以上板	81,290.73	73.23%	168,461.11	74.15%	139,349.97	70.73%	108,076.29	69.51%
合计	111,014.95	100.00%	227,178.56	100.00%	197,013.46	100.00%	155,480.05	100.00%

(来源：招股书)

叠加人民币贬值、原材料价格下降等因素影响，近几年公司毛利率有一定提升，2024年前三季度，毛利率达到 33.3%，净利率为 18.4%。

2021 年毛利率下滑主要是受原材料覆铜板、铜球、铜箔采购均价上涨及黄石新工厂投产影响。

广合科技 - 利润率



(来源：市值风云 APP)

收入增长叠加盈利能力提升，近几年利润也上了台阶，2023 年扣非归母净利润为 4.4 亿元。2024 年前三季度，扣非归母净利润同比增长 51.3%。

广合科技 - 净利润



(来源：市值风云 APP)

不过，公司过往的利润表现很大程度得益于税费返还。

2020-2023 年，税费返还金额分别为 1、1.8、1.8、1.2 亿，占各期利润总额比重分别为 58.0%、183.4%、56.7%、23.5%。

项目	2023 年 1-6 月	2022 年	2021 年	2020 年
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1,079,412,311.00	2,484,559,123.49	1,774,617,967.75	1,608,416,053.64
收到的税费返还	51,142,977.44	176,100,953.76	175,900,337.91	100,909,851.58
收到其他与经营活动有关的现金	17,400,738.36	81,421,994.69	56,623,890.46	60,046,222.60
经营活动现金流入小计	1,147,956,026.80	2,742,082,071.94	2,007,142,196.12	1,769,372,127.82
购买商品、接受劳务支付的现金	776,201,325.93	1,822,524,032.55	1,394,760,213.48	1,122,167,943.58
支付给职工以及为职工支付的现金	185,014,477.58	362,454,578.88	311,705,703.67	237,636,459.54
支付的各项税费	6,326,622.56	45,555,440.46	13,720,881.87	19,036,502.53
支付其他与经营活动有关的现金	38,649,747.66	80,681,797.00	67,522,033.21	56,979,753.09
经营活动现金流出小计	1,006,192,173.73	2,311,215,848.89	1,787,708,832.23	1,435,820,658.74
经营活动产生的现金流量净额	141,763,853.07	430,866,223.05	219,433,363.89	333,551,469.08

(来源：招股书)

另外，尽管毛利率有提升，但公司的成本转嫁能力相当有限。

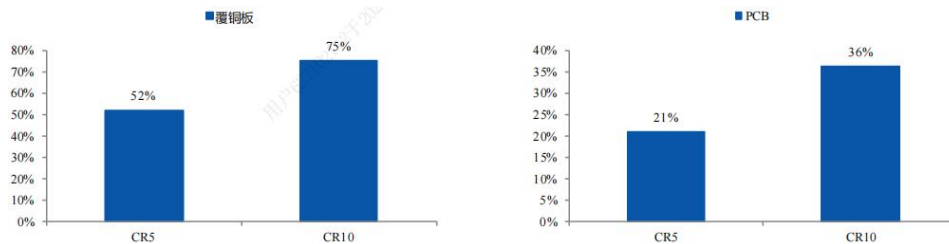
公司下游客户集中度较高，上游主要是覆铜板厂商，前五大供应商采购占比基本在 50%左右。

材料	2023年1-6月		2022年		2021年		2020年	
	采购额	比例	采购额	比例	采购额	比例	采购额	比例
覆铜板	26,166.34	46.70%	54,820.08	46.45%	66,075.42	47.27%	37,047.16	43.88%
半固化片	11,574.57	20.66%	23,526.60	19.93%	27,586.91	19.73%	16,973.21	20.10%
铜球	2,656.25	4.74%	6,077.68	5.15%	7,044.39	5.04%	4,151.26	4.92%
铜箔	1,852.20	3.31%	4,592.75	3.89%	5,770.92	4.13%	3,162.06	3.75%
金盐	2,450.13	4.37%	3,973.09	3.37%	5,591.58	4.00%	3,734.94	4.42%
干膜	1,121.81	2.00%	2,482.32	2.10%	2,368.42	1.69%	1,791.14	2.12%

(来源：招股书)

而且，PCB 行业集中度整体低于覆铜板行业。2020 年，全球覆铜板行业 CR5 为 52%，全球 PCB 行业 CR5 为 21%。

因此，位于产业链中游的 PCB 厂商对上游覆铜板厂商、下游品牌厂商的议价能力均较为有限。



(来源：财信证券研报)

公司也表示，PCB 材料成本上升只能通过内部降本增效、优化业务结构来降低其对经营造成的影响，难以直接传导给下游客户。

高速材料价格上涨会有一到两个月的滞后，一季度原材料价格上涨暂时未传导到高速板材，但对铜球、铜箔这些材料的价格影响还是比较直接。5 月份部分高速板材的价格会有上调，对成本会有负面影响。PCB 材料成本上升只能通过内部降本增效、优化业务结构来降低其对经营造成的影响，难以直接传导给下游客户。

(来源：公司公告)

另外，随着服务器 PCB 赛道的火热，除沪电股份外，世运电路 (603920.SH)、胜宏科技 (300476.SZ) 等其他 PCB 大厂也在纷纷加速布局，市场竞争将会更加激烈。

线。目前，公司已经实现了 28 层 AI 服务器用线路板、5 阶 HDI（包括任意层互连）、6oz 厚铜多层板、多层软板、多层 HDI 软硬结合板的批量生产能力，已基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求。

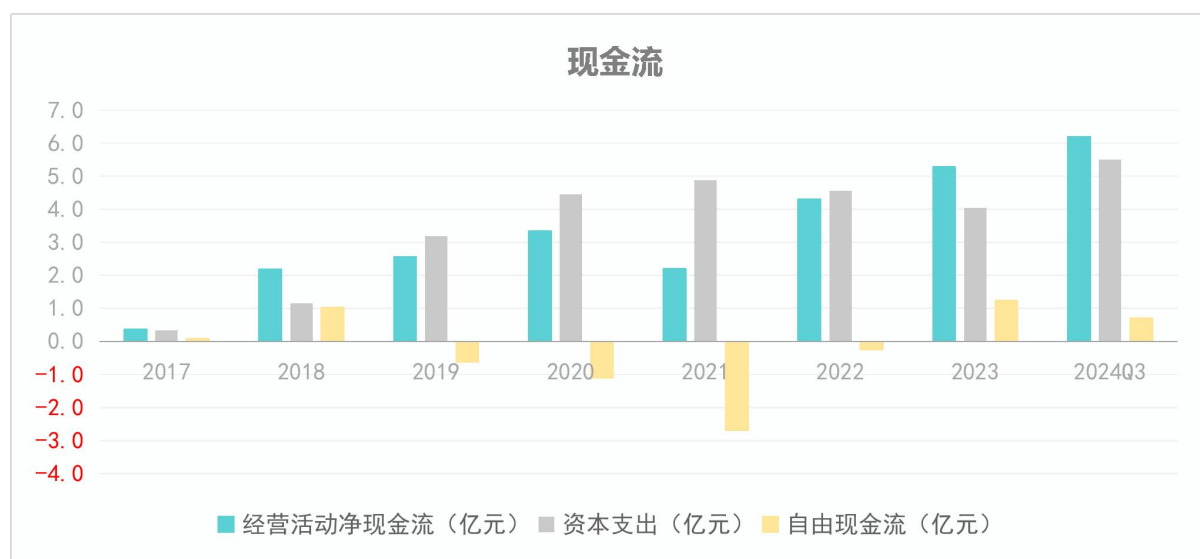
（来源：世运电路 2024 半年报）

在工艺能力提升与优化的方面，公司针对 AI 服务器、AI 算力、光传输交换机等产品的技术能力改造，完成对高多层精密 HDI 5.0mm 和高多层 PCB 8.0 mm 厚板的设备优化与改造，大孔径盲孔填孔能力与超薄芯板能力建制，为下一代 AI 服务器、算力、通讯产品的研发打下坚实的基础。

（来源：胜宏科技 2024 半年报）

四、偏重资产，现金流不佳

2017 年以来，公司经营净现金流均为正，但资本支出规模一直维持在高位，导致自由现金流整体表现不佳。



（来源：同花顺 iFind，制图：市值风云 APP）

这跟 PCB 行业的重资产特性有关。截至 2024 年三季度末，固定资产及在建工程账目价值合计 21.4 亿元，占总资产比重达 41.8%。

公司历史上有息负债率不高，截至 2024 年三季度末，带息债务合计约 4 亿元，账上货币资金 8.7 亿元。

广合科技 - 负债率



(来源: 市值风云 APP)

公司上市时间不长, IPO 募资 7.4 亿元, 上市后已分红 1.1 亿元, 分红率为 25.5%。

广合科技 - 现金分红



(来源: 市值风云 APP)