

2024年03月15日

广合科技（001389.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周一（3月18日）有一只深证主板新股“广合科技”询价。
- ◆ 广合科技（001389.SZ）：公司自成立以来一直从事印制电路板的研发、制造和销售，深耕于高速 PCB，产品主要定位于中高端市场。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 20.76 亿元/24.12 亿元/26.78 亿元，YOY 依次为 29.12%/16.23%/11.02%，三年营业收入的年复合增速 18.55%；实现归母净利润 1.01 亿元/2.80 亿元/4.15 亿元，YOY 依次为 -35.00%/176.63%/48.29%，三年归母净利润的年复合增速 38.66%。根据公司管理层预测，公司预计 2024 年 1-3 月归属于母公司所有者的净利润为 0.99-1.21 亿元，同比增长 59.97%至 95.52%。

- ① **投资亮点：**1、公司是内资服务器用 PCB 厂商第一。公司 PCB 深耕服务器应用场景，报告期内对应收入维持在总营收的七成左右；目前公司已在服务器 PCB 的产品技术及客户资源上积累了较强优势，为内资服务器 PCB 厂商第一（中国电子电路行业协会统计，2021 年度），获得包括戴尔、浪潮信息等全球服务器龙头以及鸿海精密、广达电脑、英业达等知名 EMS 企业的认可，同时已和华为、联想等客户开展合作。多年以来，公司持续跟随 CPU 厂商的芯片平台迭代进行技术布局，目前已实现对包括 Intel、AMD 的多个芯片平台以及华为鲲鹏系列对应 PCB 的量产，Intel 下一代 Birch stream 平台对应产品以及 AMD 下一代 Turin 平台对应产品已处于样品状态；同时亦与下游服务器厂商进行深度合作，配合服务器厂商的应用场景及需求进行研发，并将合作延伸至量产阶段，在客户及技术上具备较强的竞争力。2、公司积极规划产能扩充，募投项目预计在现有产能基础上实现较大幅度增长；同时，公司在泰国的多高层精密线路板项目已于去年 Q3 开工。1）据公司招股书，募投产能项目黄石广合一期第二阶段工程规划年产能 100 万平方米，在公司 2022 年产能 151.42 万平方米基础上将实现 66%的产能扩充，募投项目计划在 2 年内建设完成且于第 2 年达产。2）同时，据公司官网披露，公司在泰国的多高层精密线路板项目于 2023 年年初正式启动、于 2023 年 9 月进行了开工奠基仪式，该工厂预计将以 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，同时兼容通信行业高端 PCB 以及 PC、NB、汽车行业用 PCB 产品，公司在产能上的积极布局有望支撑公司业务发展。
- ② **同行业上市公司对比：**公司主要从事印制电路板的研发、生产、销售，且下游应用领域主要为服务器；选取主营业务与公司同样以大批量刚性电路板为主、下游应用领域包括服务器且与公司存在直接竞争关系的 A 股上市公司深南电路、沪电股份、胜宏科技、生益电子作为广合科技的可比公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模（TTM）为 82.73 亿元，可比 PE-TTM（剔除异常值/算术平均）为 33.28X，销售毛利率为 23.56%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	380.00
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（戈碧迦）
 -2024 年第 21 期-总第 448 期 2024.3.13
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（星辰科技）-2024 年第 20 期-总第 447 期 2024.3.9
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（平安电工）-2024 年第 19 期-总第 446 期 2024.3.8
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（骏鼎达）-2024 年第 17 期-总第 444 期 2024.3.2
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（星德胜）-24 年第 18 期、总第 445 期 2024.3.2



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	2,075.5	2,412.4	2,678.3
同比增长(%)	29.12	16.23	11.02
营业利润(百万元)	95.5	311.7	498.3
同比增长(%)	-45.15	226.29	59.84
净利润(百万元)	101.1	279.7	414.7
同比增长(%)	-35.00	176.63	48.29
每股收益(元)	0.28	0.74	1.09

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、广合科技	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2011-2026E 全球 PCB 产值及增长率（单位：亿美元）	5
图 6：2011-2026E 中国 PCB 产值及增长率（单位：亿美元）	6
图 7：2020 年中国大陆 PCB 细分产品结构	6
图 8：2020 年中国大陆 PCB 应用市场情况	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、广合科技

公司自成立以来一直从事印制电路板的研发、制造和销售，深耕于高速 PCB，产品主要定位于中高端市场；公司拥有多项应用于各类服务器 PCB 的核心技术，服务器用 PCB 产品的收入占比约七成，是公司产品最主要的下游应用领域。

公司长期以来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，为公司进一步发展奠定了基础。

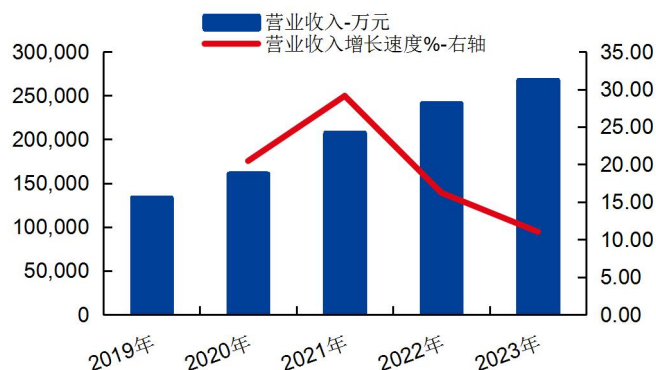
根据中国电子电路行业协会统计，2021 年公司在中国电子电路行业排行榜综合 PCB 企业排名中位列第 39 位，内资 PCB 企业排名中位列第 20 位，并且是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 20.76 亿元/24.12 亿元/26.78 亿元，YOY 依次为 29.12%/16.23%/11.02%，三年营业收入的年复合增速 18.55%；实现归母净利润 1.01 亿元/2.80 亿元/4.15 亿元，YOY 依次为-35.00%/176.63%/48.29%，三年归母净利润的年复合增速 38.66%。根据公司管理层预计，公司 2024 年 1-3 月营业收入为 6.50-8.04 亿元，同比增长 23.92%至 53.28%；归属于母公司所有者的净利润为 0.99-1.21 亿元，同比增长 59.97%至 95.52%，扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润为 0.87-1.06 亿元，同比增长 38.88%至 69.21%。

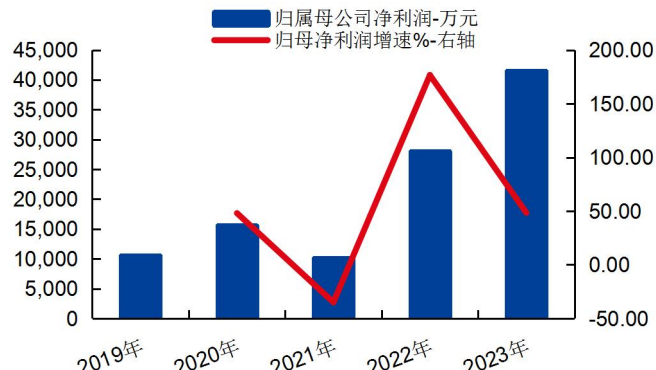
2022 年，公司主营业务收入按应用领域可分为七大板块，分别为服务器（16.35 亿元，71.98%）、消费电子（2.91 亿元，12.82%）、工业控制（1.20 亿元，5.30%）、安防电子（0.52 亿元，2.28%）、通信领域（1.02 亿元，4.48%）、汽车电子（0.68 亿元，3.01%）、其他（0.03 亿元，0.12%）。报告期内，服务器始终为公司产品核心下游应用领域，收入占比维持在 6 成以上，且所占比例呈现增长趋势。

图 1：公司收入规模及增速变化



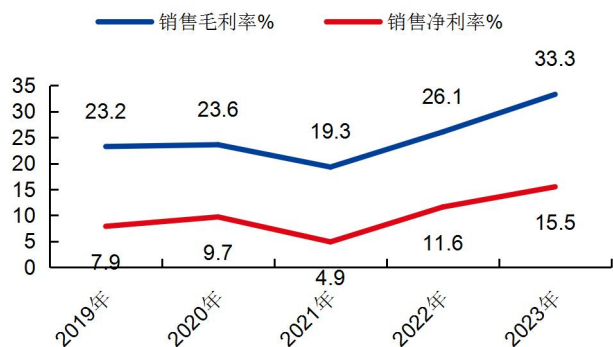
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



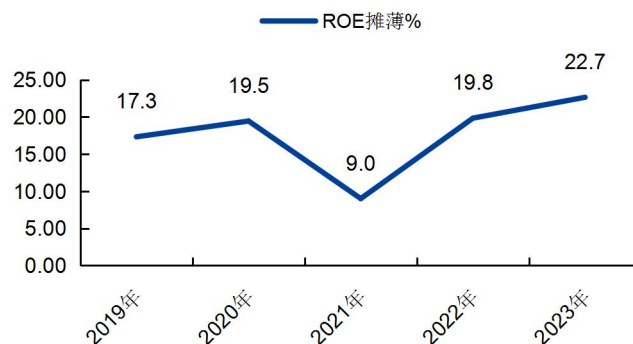
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

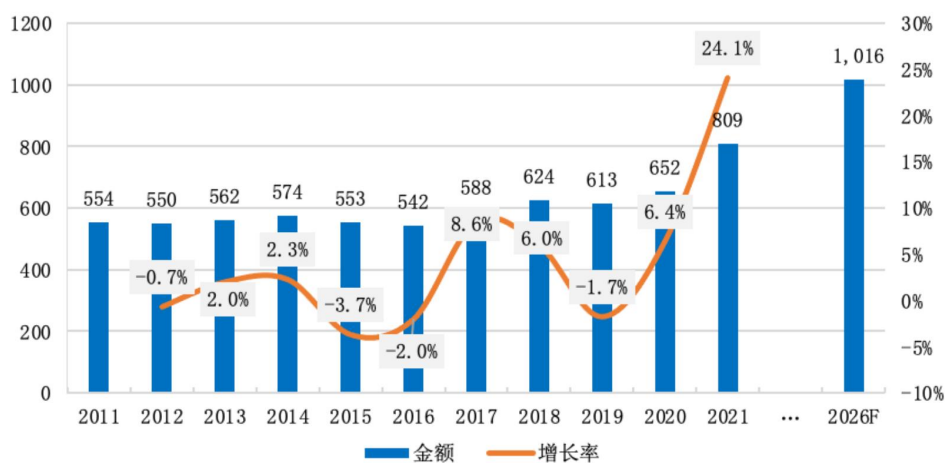
（二）行业情况

公司主营业务为印制电路板的研发、生产、销售，属于印制电路板行业。

1、印制电路板行业

作为电子产品的关键电子互连件，PCB 行业的发展受到下游数据中心、云计算、网络通讯、个人电脑等的发展而呈现良好的增长态势。作为全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业，2020 年以来，受到居家办公、居家学习等场景刺激终端需求，以及 2020 年下半年汽车生产及需求的逐步修复，该年全球 PCB 产值达到 652 亿美元，同比增长 6.4%，次年 2021 年 PCB 产值达到 809 亿美元，同比增长 24.1%。根据 Prismark 的预测，未来五年全球 PCB 产值有望保持温和增长，2021-2026 年的 CAGR 为 4.6%。

图 5：2011-2026E 全球 PCB 产值及增长率（单位：亿美元）

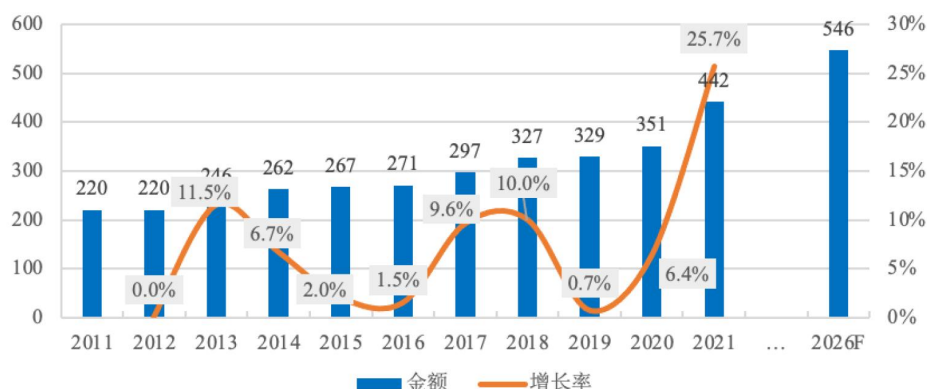


资料来源：Prismark，华金证券研究所

国内来看，受益于全球 PCB 产能向中国转移以及下游蓬勃发展的电子终端产品制造的影响，中国大陆 PCB 行业整体呈现较快的发展趋势。近年中国大陆 PCB 行业增速高于全球 PCB 行业

增速,2020 年中国大陆 PCB 行业产值达 350.54 亿美元,同比增长 6.4%。2021 年中国大陆 PCB 行业产值达 441.50 亿美元,同比增长 25.7%。据 Prismark 预测,2021 年至 2026 年中国大陆 PCB 产值复合年均增长率为 4.3%,到 2026 年,中国大陆 PCB 产值将达 546.05 亿美元。

图 6: 2011-2026E 中国 PCB 产值及增长率 (单位: 亿美元)

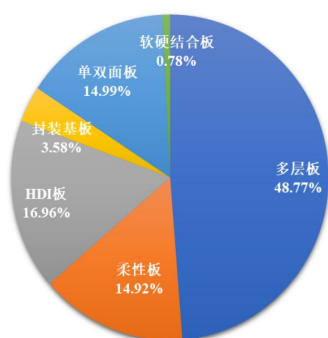


资料来源: Prismark, 华金证券研究所

产品结构方面,根据 WECC 的数据,2020 年中国大陆刚性板的市场规模最大,其中多层板占比 48.77%,单双面板占比 14.99%;其次是 HDI 板,占比达 16.96%;柔性板占比为 14.92%。

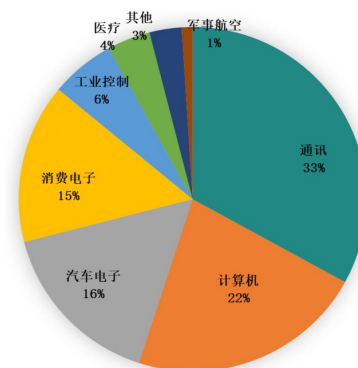
下游应用领域方面,WECC 统计数据显示,2020 年中国大陆 PCB 应用市场最大的是通讯类,占比为 33%;其次是计算机行业,占比约为 22%。其他领域 PCB 市场规模较大的是汽车电子、消费电子。

图 7: 2020 年中国大陆 PCB 细分产品结构



资料来源: WECC, 华金证券研究所

图 8: 2020 年中国大陆 PCB 应用市场情况



资料来源: WECC, 华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是内资服务器用 PCB 厂商第一。公司 PCB 深耕服务器应用场景,报告期内对应收入维持在总营收的七成左右;目前公司已在服务器 PCB 的产品技术及客户资源上积累了较强优势,为内资服务器 PCB 厂商第一(中国电子电路行业协会统计,2021 年度),获得包括戴尔、浪潮信息等全球服务器龙头以及鸿海精密、广达电脑、英业达等知名 EMS 企业的认可,同时已和华为、联想等客户开展合作。多年以来,公司持续跟随 CPU 厂商的芯片平台迭代进行技术布

局，目前已实现对包括 Intel、AMD 的多个芯片平台以及华为鲲鹏系列对应 PCB 的量产，Intel 下一代 Birch stream 平台对应产品以及 AMD 下一代 Turin 平台对应产品已处于样品状态；同时亦与下游服务器厂商进行深度合作，配合服务器厂商的应用场景及需求进行研发，并将合作延伸至量产阶段，在客户及技术上具备较强的竞争力。

2、公司积极规划产能扩充，募投项目预计在现有产能基础上实现较大幅度增长；同时，公司在泰国的多高层精密线路板项目已于去年 Q3 开工。1) 据公司招股书，募投产能项目黄石广合一期第二阶段工程规划年产能 100 万平方米，在公司 2022 年产能 151.42 万平方米基础上将实现 66% 的产能扩充，募投项目计划在 2 年内建设完成且于第 2 年达产。2) 同时，据公司官网披露，公司在泰国的多高层精密线路板项目于 2023 年年初正式启动、于 2023 年 9 月进行了开工奠基仪式，该工厂预计将以 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，同时兼容通信行业高端 PCB 以及 PC、NB、汽车行业用 PCB 产品，公司在产能上的积极布局有望支撑公司业务发展。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及补充流动资金及偿还银行贷款。

1、黄石广合精密电路有限公司广合电路多高层精密线路板项目一期第二阶段工程：报告期内，公司的产能分别为 111.75 万平方米、144.97 万平方米、151.42 万平方米及 65.02 万平方米，通过本项目的建设实施，公司将新增年产 100 万平方米多高层精密线路板。该项目建设地点位于湖北黄石经济技术开发区。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	黄石广合精密电路有限公司广合电路多高层精密线路板项目一期第二阶段工程	66,810.52	66,810.52	2 年
2	广州广合科技股份有限公司补充流动资金及偿还银行贷款	25,000.00	25,000.00	-
	总计	91,810.52	91,810.52	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2023 年度，公司实现营业收入 26.78 亿元，同比增长 11.02%；实现归属于母公司净利润 4.15 亿元，同比增长 48.29%。据公司管理层预计，公司 2024 年 1-3 月营业收入为 6.50-8.04 亿元，同比增长 23.92%至 53.28%；归属于母公司所有者的净利润为 0.99-1.21 亿元，同比增长 59.97%至 95.52%。

公司主要从事印制电路板的研发、生产、销售，且下游应用领域主要为服务器；选取主营业务与公司同样以大批量刚性电路板为主、下游应用领域包括服务器且与公司存在直接竞争关系的 A 股上市公司深南电路、沪电股份、胜宏科技、生益电子作为广合科技的可比公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模（TTM）为 82.73 亿元，可比 PE-TTM（剔除异常值/算术平均）为

33.28X，销售毛利率为 23.56%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM(亿 元)	收入增速 -TTM	归母净利 润-TTM (亿元)	净利润增 长率-TTM	销售毛 利率 -TTM	2023Q1-3 ROE 摊薄 -TTM
002916.SZ	深南电路	341.42	31.38	135.26	-3.33%	13.98	-14.81%	23.43	10.60
002463.SZ	沪电股份	429.06	37.98	86.55	11.38%	15.13	11.11%	30.73	15.26
300476.SZ	胜宏科技	192.90	30.47	76.63	-4.36%	6.81	-1.02%	21.80	9.93
688183.SH	生益电子	91.42	-302.86	32.50	-11.10%	1.61	-48.39%	18.27	1.51
	行业均值	263.70	33.28	82.73	/	9.38	/	23.56	9.33
001389.SZ	广合科技	/	/	26.78	11.02%	4.15	48.29%	33.30	22.66

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 3 月 14 日），华金证券研究所

（六）风险提示

宏观经济及下游市场需求波动带来的风险、市场竞争加剧的风险、下游应用领域集中风险、客户集中的风险、贸易摩擦风险、新项目投产初期亏损风险、PCB 行业整合风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn