

## 服务器 PCB 龙头，携手优质客户快速成长

2024年03月10日

► **公司概况：服务器 PCB 龙头，核心技术丰富。** 广合科技主营 PCB 的研发、生产和销售。产品类型可分为单双面板、四/六层板和八层及以上 PCB 板，公司产品精度、可靠性和密度要求较高，主要定位于中高端应用市场，下游应用领域包括服务器、通信、消费电子、汽车电子、安防电子、工业控制等领域。公司营业收入稳定增长，从 2019 年的 13.34 亿元增长至 2022 年 24.12 亿元，年复合增长率达 21.83%；公司利润保持增长趋势，2019-2022 年分别实现扣非归母净利润 1.15 亿元、1.20 亿元、0.76 亿元、2.80 亿元，CAGR 达 34.58%。

► **行业分析：PCB 产业链向中国转移，细分市场推动稳定增长。** 全球 PCB 行业分布地区主要为中国、日本、韩国和欧美地区，2021 年全球 PCB 行业产值达到 809 亿美元。全球印刷电路板行业集中度不高，生产商众多，市场竞争充分，目前中国已经是全球 PCB 行业产量最大的区域。我国大陆 PCB 行业产值从 2014 年的 262 亿美元提升至 2021 年的 442 亿美元，2021 年同比增长达到 25.93%，随着 PCB 产业转移的深化，我国 PCB 产值规模比重有望进一步提升。2019 年以来，以 5G 通讯及终端、新能源汽车、AI 服务器为代表细分市场的需求剧增，PCB 行业不断出现新的增长点，未来 PCB 行业有望保持低个位数稳定增长。

► **公司分析：以服务器领域为主，客户资源优质。** 公司 PCB 产品布局为“云、管、端”，以云计算相关服务器用高速多层精密产品为主。2022 年实现服务器 PCB 板营收 16.35 亿元，占营收比 71.98%。公司积极拓展下游客户，产品已进入戴尔、浪潮信息等国内外知名服务器厂商和 EMS 企业，与联想、华为等服务器厂商合作开发新品。公司持续加大研发投入，2020-2022 年研发费用 CAGR 达 24.04%。中长期看，伴随募投项目黄石广合投产，将新增年产 100 万平方米多高层精密线路板产能，叠加服务器下游需求随着 AI 浪潮增长，公司发展潜力充足。

► **合理估值区间：未来 6 个月公司公允价值区间为 64.40-68.90 亿元。** 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 4.15 亿元、4.91 亿元、5.72 亿元，同比增长 48.7%、18.2%、16.3%。考虑到公司的产品技术优势和未来增长趋势，结合可比公司数据，综合考量相对估值和绝对估值，我们认为公司 IPO 发行后的合理市值在 64.40-68.90 亿元区间，对应每股合理价值区间为 15.25-16.32 元/股。假设不采用超额配售选择权的情况下，按 2022 年经审计的归母净利润 2.80 亿元计算，对应 PE 区间为 23-25 倍；2022 年经审计的扣非归母净利润 2.80 亿元计算，对应的 PE 区间为 23-25 倍；按 2023 年预测归母净利润 4.15 亿元计算，对应 PE 区间为 16-17 倍。

► **风险提示：** 关键假设发生变化导致盈利预测和估值分析变动的风险、毛利率波动的风险、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、二级市场波动的风险、原材料价格波动风险、贸易摩擦风险、PCB 行业整合风险、核心技术人员流失的风险、下游应用领域集中风险、客户集中的风险、新项目投产初期亏损风险等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2412	2677	3369	4091
增长率 (%)	16.2	11.0	25.8	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	280	415	491	572
增长率 (%)	176.6	48.3	18.5	16.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 未来 6 个月公允价值区间

64.40-68.90 亿元

## 公司基础数据

发行前总股本 (百万股)	380.00
首次发行 (百万股)	42.30
发行后总股本 (百万股)	422.30
发行后大股东持股比例%	40.53
发行占总股本比例%	10.02

## 财务数据

	2023-6-30
股东权益 (亿元)	15.70
每股净资产 (元)	4.13
净资产收益率%	10.05
归母净利润 (亿元)	1.58
基本每股收益 (元)	0.42

## 分析师

方竞  
执业证号：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

## 分析师

宋晓东

执业证号：S0100523110001

邮箱：songxiaodong@mszq.com

**重要提示：** 本报告仅供参考，可能会因使用的假设条件、估值方法不同而与民生证券其他业务部门意见不一致。本报告中所提供的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告仅提供特定收取人通过交易所指定系统获取有关信息，不可复制、泄露或转发给任何其第三方个人、机构。任何机构或个人未经民生证券书面授权擅自发布本报告之部分或全部内容，或通过本报告获取利益，民生证券保留追究法律责任的权利。

# 目录

<b>1 广合科技：服务器 PCB 龙头，核心技术丰富</b>	<b>3</b>
1.1 服务器 PCB 龙头，下游应用领域拓展广泛	3
1.2 董事长为实际控制人，进行股权激励	4
1.3 核心技术丰富，主要针对服务器领域	5
<b>2 行业分析：电子产品之母，国产替代已成趋势</b>	<b>7</b>
2.1 PCB 产业上游覆铜板助力电路性能提升	7
2.2 全球 PCB 产值稳定增长，产能向中国大陆转移	8
2.3 PCB 下游蓬勃发展，AI 带动服务器 PCB 量价齐升	12
<b>3 公司分析：以服务器领域为主，客户资源优质</b>	<b>16</b>
3.1 服务器 PCB 营收占比高，优质客户积累多	16
3.2 PCB 产品应用广泛，以服务器领域应用为主	18
3.3 研发创新水平高，产能利用率维持高水平	20
3.4 营收稳定增长，毛利主要来自八层及以上 PCB 产品	23
<b>4 募投项目</b>	<b>26</b>
<b>5 盈利预测</b>	<b>27</b>
<b>6 广合科技估值分析</b>	<b>38</b>
6.1 相对估值：预计合理市值区间为 64.40-72.80 亿元	38
6.2 绝对估值：预计合理市值区间为 60.31-68.90 亿元	48
6.3 合理估值区间：市值区间为 64.40-68.90 亿元，对应每股价格为 15.25-16.32 元/股	52
<b>7 风险提示</b>	<b>53</b>
<b>插图目录</b>	<b>61</b>
<b>表格目录</b>	<b>61</b>

# 1 广合科技：服务器 PCB 龙头，核心技术丰富

## 1.1 服务器 PCB 龙头，下游应用领域拓展广泛

**公司主营 PCB 业务，产品定位中高端市场。**公司主营印制电路板（PCB）的研发、生产和销售，产品类型包括单双面板、四/六层板和八层及以上 PCB 板，产品精度、可靠性和密度要求较高，主要定位于中高端应用市场，下游应用领域包括服务器、通信、消费电子、汽车电子、安防电子、工业控制等领域。广合科技作为国家高新技术企业，深耕高速 PCB 领域多年，已积累印制电路板领域丰富经验，根据 CPCA 统计，公司在综合 PCB 企业中排名第 39 位，在内资 PCB 企业中排名第 20 位，是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。

**深耕 PCB 领域，下游拓展广泛。**公司创立于 2002 年，2002-2013 年为台资股东经营阶段，当时实际控制方为中国台湾大众电脑股份有限公司，公司产品初期定位为计算机及周边产品的多层印制电路板和 HDI 板，依托大众电脑在计算机信息产业的资源与实力积累了优质的计算机及周边产品行业客户资源。2013-2015 年为现实控人收购，恢复经营阶段，公司现实际控制人重新组建团队，严格把关产品质量，逐步建立企业品牌形象，树立良好市场口碑，开发了海康威视、凯多电子、Fineline 等客户。2016-2018 年为整合资源，差异化竞争阶段，公司与 BTI（大众电脑下属企业）加强合作，进行资源整合，设立了研发中心和可靠性试验中心，研发水平提升，并通过了高新技术企业认证，形成服务器 PCB 业务为主，拓展通信、消费电子、工业控制等领域 PCB 业务的格局。2019 年至今为公司业务快速发展阶段，人工智能和云计算等新技术基础设施建设、智能计算中心等算力基础设施以及 5G 和物联网等通信网络基础设施需求的快速增加给公司带来机遇，契合公司业务发展方向。

图1：广合科技发展历程



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

## 1.2 董事长为实际控制人，进行股权激励

广合科技控股股东为臻蕴投资，实际控制人为肖红星、刘锦婵夫妇。截至 2023 年 11 月 7 日，公司控股股东为臻蕴投资，持有公司股份 45.04%，公司实际控制人肖红星、刘锦婵通过臻蕴投资、广生投资和广财投资间接控制公司 60.21% 的股份表决权。其他股东持股情况上，广谐投资持股 11.38%，广财投资和广生投资分别持股 7.59%，长江创投持股 3.77%，国投创业基金持股 2.54%，粤科振粤持股 2.28%，招赢科创持股 2.22%，丽金投资持股 2.05%，人才基金持股 2.02%。公司进行股权激励，除实际控制人肖红星、刘锦婵外，共 31 名员工通过广生投资持有公司股权，共 33 名员工通过广财投资持有公司股权。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 11 月 7 日）



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

广合科技拥有 5 家全资子公司：黄石广合精密电路有限公司、广合科技（国际）有限公司、东莞广合数控科技有限公司、Delton Investment Holdings Limited 和 Delton Technology (Thailand) Co.,Ltd，具体情况如下：

表1：公司全资子公司 2023 年 1-6 月经营情况（万元）

公司名称	主营业务	股东构成及控制情况	总资产	净资产	净利润
黄石广合精密电路有限公司	从事 PCB 的研发、生产和销售，发行人位于黄石的生产基地	广合科技（100%）	109,733.40	26,149.51	-2,582.45
广合科技（国际）有限公司	从事 PCB 的销售，作为境外销售平台	广合科技（100%）	69,824.90	3,223.36	660.16
东莞广合数控科技有限公司	拟从事钻孔加工业务，为发行人提供机加工配套	广合科技（100%）	12,952.64	2,835.61	-88.26
Delton Investment Holdings Limited	拟从事投资管理业务，作为境外投资平台	广合国际（100%）	504.36	-8.67	-15.6
Delton Technology (Thailand) Co.,Ltd	拟从事 PCB 的生产和销售，发行人位于泰国的生	Delton Investment Holdings Limited（98%）、	510.00	509.46	2.15

产基地

广合国际 (2%)

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

### 1.3 核心技术丰富，主要针对服务器领域

公司深耕高速 PCB 领域，拥有多项专利及核心技术。广合科技作为国家高新技术企业，深耕高速 PCB 领域多年，已积累印制电路板领域丰富经验，公司持续重视研发创新，“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及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”，截至 2023 年 6 月 30 日，公司已拥有 44 项发明专利和 103 项实用新型专利，且在生产经营过程中积累多项非专利技术，且拥有多项核心技术。公司核心技术中，有 11 项技术主要应用于服务器领域，2 项技术主要应用于通讯领域，1 项技术面向汽车电子领域，1 项技术面向消费电子领域，2 项技术可应用多个领域。

表2：公司核心技术及应用方向

序号	核心技术名称	应用阶段	技术应用方向及其特征
1	新型 POFV+Dimm 超薄高速服务器板制造技术	量产	主要应用于多路服务器 CPU 主板，产品主要运用于当前云平台高速计算。PCB 板叠构不对称，改善原内存模块的信号损失；采用 POFV 工艺，使芯片规格和布线密度得到大幅提高
2	超高速服务器印制电路板制造技术	量产	主要面向的产品是稳定量产的云计算平台服务器产品。材料的插损等级高，因此对材料的加工过程需要进行特别管控，使用等离子技术进行加工
3	新一代高速存储主板制造技术	量产	针对当前存储器主板进行的研发技术攻关，其主要面向的产品是稳定量产的云计算平台存储器产品。采用更低损耗值的高速材料；攻克了影响插损的关键工艺及测试方法
4	超大尺寸高速服务器电路板制造技术	量产	针对当前存储器平台进行的研发技术攻关，应对当前高速增长的数据存储的需求。材料使用对应等级的高速材料；增加对应的存储阵列，提升存储容量
5	新一代高速存储领域服务器材料及制造工艺	量产	将是数据中心设备应用的主流产品。实现材料的高可靠性孔壁质量的加工；避免了 ICD 等孔壁质量问题；获得至少 D+10 的对准度能力
6	高速服务器精密背钻技术	量产	研究图形对位技术，确保层间对位能够稳定维持在 2mil；研究层间对位技术，达到层间对准度的 D+10mil；在单通道高达 16G 的传输速率下可减少 BGA 位置芯片的信号传输损耗
7	高密度互连阶梯服务器电路板制造技术	量产	用于高层数复杂 FPGA 产品。实现二阶 HDI 盲孔、阶梯金手指以及 2mil 薄芯板在同一片高速 PCB 以内
8	高频测距天线板制造技术	量产	应用于 5G 场景，适用于各种测距的场合，对应的测试精准度较高，反应较快
9	高端通讯铁氟龙板制造技术	量产	针对通讯的高频产品，汽车智能驾驶的高频产品的 PCB。提升该产品孔的质量；满足射频领域对孔的高可靠性要求；达到在户外使用的品质要求
10	汽车电子的散热层板制造技术	量产	应对汽车内散热模块。有效提升产出，提升效率，是一种低成本的 PCB 散热加工技术
11	物联网半孔模块板制造技术	量产	主要应用在模块类产品上，比如蓝牙无线模块，物联网的控制模块等无线模块。其半孔的孔径公差可控制在±0.05mm，最小半孔孔径可加工 0.35mm
12	电路板制造过程中的信号完整性技术	量产	提升当前大数据服务器平台 PCB 的信号完整性。为高速 PCB 板信号的稳定传输提供基础
13	影响 ULL 材料电性能因素及解决方案技术	量产	针对未来云计算平台服务器进行预研而开展的技术研发攻关，主要面向在 2023 年以后量产的产品。
14	大数据服务器用高多层高速印制电路板技术	量产	提升大数据服务器产品的整体性能。实现基于最新服务器芯片平台的高质量、低插损、高可靠性多层大数据服务器系统套板的规模化生产
15	一种 SSD (固态硬盘) 半挠性产品开发及应用技术	量产	实现弯折区域的残留厚度≤0.25mm，弯折区域露出的介质层厚度为 60um，公差需控制+/-10%

16	基于 EGS 平台高速传输技术的服务器主板开发及应用技术	量产	针对新一代服务器平台进行的研发技术攻关，其产品主要运用于 EGS 平台的高速计算。保证信号插入损耗的完整性，应用于工业互联网、云计算、物联网、AI 等领域
17	智能终端用 Mini LED 背光板开发及应用技术	量产	针对智能终端用 Mini LED 背光产品进行的技术攻关。提升智能终端用 Mini LED 背光板光学利用率，为高质量、高尺寸一致性、高反射率

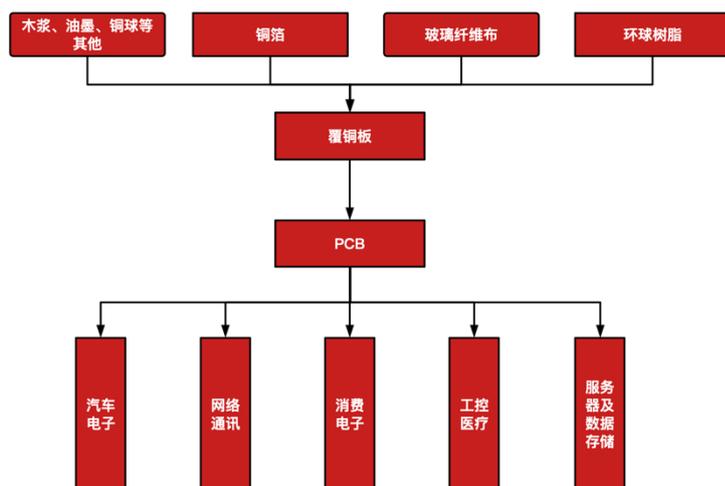
资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

## 2 行业分析：电子产品之母，国产替代已成趋势

PCB (Printed Circuit Board)，也称为印制电路板或印刷线路板，是电子领域中至关重要的元件之一。它充当了电子元器件的支撑体，承载了电子元器件之间的电气连接。由于 PCB 制造过程中采用了电子印刷技术，因此被称为“印刷”电路板。

PCB 的主要作用是实现各种电子元器件之间的电路连接，充当电流传输和信号传递的通道，是电子产品中关键的电子互连部分。几乎所有类型的电子设备都离不开印制电路板，因为它提供了机械支撑，使各种电子元器件能够牢固安装，同时实现了电路的布线和电气连接，还提供了必要的电气特性。制造品质的高低直接影响着电子产品的稳定性和寿命，对整个系统产品的竞争力有着重要影响，因此被誉为“电子产品之母”。

图3：PCB 产业链



资料来源：威尔高招股说明书，凡亿 PCB，民生证券研究院整理

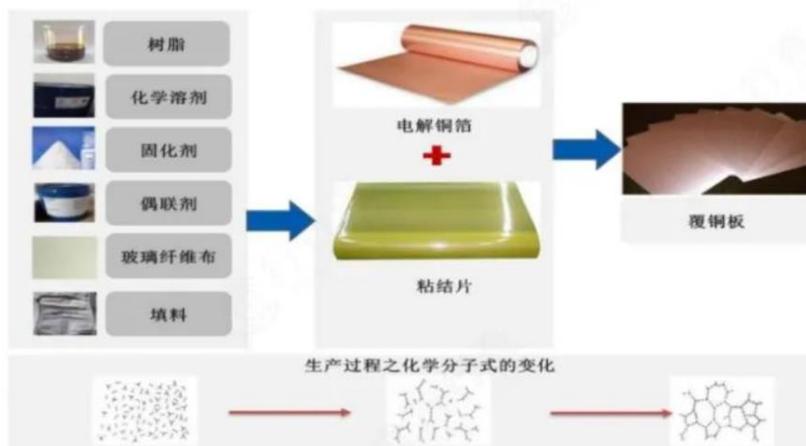
### 2.1 PCB 产业上游覆铜板助力电路性能提升

覆铜板 (Copper Clad Laminate, CCL) 为增强材料经浸渍树脂，然后在—面或两面上涂覆铜箔，通过热压工艺制成的板状材料。这种覆铜板广泛用于制造印制电路板 (Printed Circuit Board, PCB)。覆铜板充当着印刷电路板 (PCB) 的基底，对电路的性能产生深远的影响。因此，印制电路板的整体性能很大程度上受制于覆铜板的特性和品质。

覆铜板的分类涵盖多个关键方面，这包括机械刚性、绝缘材料和结构、厚度、增强材料、阻燃性，以及符合 UL 标准的程度。刚性覆铜板和挠性覆铜板代表着不同的机械特性。在绝缘材料和结构方面主要分为有机树脂、金属基、以及陶瓷基覆铜板三种。此外，覆铜板的厚度和增强材料也对其性能产生显著影响，按厚度可分为厚板和薄板两类，厚板 (板厚范围在 0.8~3.2mm，含铜) 和薄板 (板厚范围小

于 0.78mm，不含铜)。按增强材料可分为玻璃布基覆铜板、纸基覆铜板，以及复合基覆铜板（如 CME-1、CME-2）。依据阻燃性，覆铜板可以分为阻燃板和非阻燃板。此外，根据 UL 标准（如 UL94、UL746E 等），刚性覆铜板还可以细分为四个不同的阻燃等级，分别是 UL-94V0 级、UL-94V1 级、UL-94V2 级，以及 UL-94HB 级。

图4：覆铜板制作流程



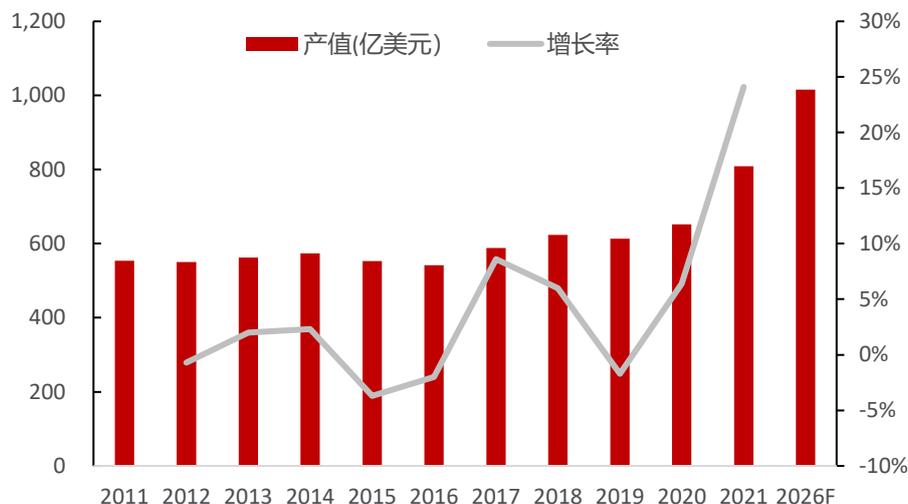
资料来源：南亚新材招股说明书，民生证券研究院整理

覆铜板是由基板、铜箔和粘合剂构成的。基板是由高分子合成树脂和增强材料组成的绝缘层板；在基板的表面覆盖着一层导电率较高、焊接性良好的纯铜箔，常用厚度 18 $\mu\text{m}$ ~35 $\mu\text{m}$ ~50 $\mu\text{m}$ ；铜箔覆盖在基板一面的覆铜板称为单面覆铜板，基板的两面均覆盖铜箔的覆铜板称双面覆铜板。铜箔能否牢固地覆在基板上，则由粘合剂来完成。常用覆铜板的厚度有 1.0mm、1.5mm 和 2.0mm 三种。

在单面或双面 PCB 的制造中，覆铜板上经过孔加工、铜电镀、蚀刻等处理，形成导电图案电路。而在多层印制电路板的制造过程中，内芯薄型覆铜板作为底基，通过制造导电图案电路，然后与粘结层交替叠放，通过一次性层压成型加工，将它们紧密粘合在一起，形成三层或更多层的图形电路，实现各个电路层之间的互联。这个过程使不同层之间的电路连接得以实现。

## 2.2 全球 PCB 产值稳定增长，产能向中国大陆转移

根据 PrismaMark 的数据，2022 年全球 PCB 产值达到 817 亿美元，同比小幅增长 1%，全球 PCB 市场将保持温和增长，预计 2026 年全球 PCB 市场规模将达到 1015.59 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率为 4.6%，未来几年 PCB 行业的主要增长点将来自云计算、物联网、5G 通信、工业 4.0 等行业。

**图5：2011-2026 年全球 PCB 产值及增长率**


资料来源：Prismark，天承科技招股说明书，民生证券研究院

目前 PCB 制造过程复杂，种类繁多，常规分类可分为多层板、封装基板、柔性板、HDI 板和单双面板五种。

**1) 多层板：**具有四层或更多层导电图形的印制电路板，层间有绝缘介质粘合，并有导通孔互连。此类产品是先制作成单张或多张双面线路的芯板，芯板与半固化片绝缘介质间隔组合后，再通过压合工艺制作成多层板。主要应用于通信、通信无线基站、通信设备和消费电子。2017-2021 年，中国大陆标准多层板产值规模呈现不断增长趋势，增速呈现逐年增大的特点。据 WECC 数据，2021 年，标准多层板产值规模达到 251.62 亿美元，同比增长 47.4%，高于全行业整体增速。

**2) 封装基板：**指 IC 封装基板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。封装基板应该属于交叉学科的技术，它涉及到电子、物理、化工等知识。在行业发展前景上，行业整体发展形式明朗，国产替代潜力大。从技术方面来讲，封装基板是在 HDI 板的基础上发展而来，是适应电子封装技术快速发展而向高端技术的延伸。在特性方面，封装基板具有高密度、高精度、高性能、小型化及薄型化等特点。从全球封装基板行业产值情况来看，逐年增长。根据 Prismark 数据，2020 年全球封装基板产值为 101.9 亿美元，同比增长 25.2%，未来 5 年封装基板的年复合增速为 9.7%，并于 2025 年实现 161.9 亿美元的产值。

**3) 柔性板：**指用柔性的绝缘基材制成的印制电路板。它可以自由弯曲、卷绕、折叠，可依照空间布局要求任意安排，并在三维空间任意移动和伸缩，从而达到元器件装配和导线连接一体化，主要应用于消费电子等。根据华经产业研究院提供数据，预计 2021 年全球柔性板市场规模为 138 亿美元，同比 2020 年增长 10% 以上，目前全球 5G 手机渗透率在 50% 以上，仍有较大渗透空间，叠加汽车市场替

换线束空间广阔，市场规模有望持续提高并在 2025 年达到 154 亿美元。

**4) HDI 板：**是高密度互连（High Density Interconnect）印制电路板的简称，也称微孔板或积层板。HDI 是印制电路板技术的一种，可实现高密度布线，常用于制作高精密度电路板。HDI 板一般采用积层法制造，采用激光打孔技术对积层进行打孔导通，使整块印制电路板形成了以埋、盲孔为主要导通方式的层间连接。HDI 板实现印制电路板高密度化、精细导线化、微小孔径化等特性。从行业产值来看，随着各类可穿戴设备、智能头显设备，以及车载 HDI 渗透率的提升，HDI 市场未来仍将保持增长。根据 Prismark 数据统计，2021 年全球 HDI 产值为 118 亿美元，预计 2021-2026 年 HDI 产值 CAGR 为 4.9%，到 2026 年全球 HDI 产值将增至 150 亿美元。

**5) 单双面板：**单面板是绝缘基板上仅一面具有导电图形的 PCB，最基本的印制电路板。在单面板上，零件集中在其中一面，导线也集中在一面上。因为导线只出现在一面，所以称为单面板，主要应用于较为早期的电路和简单的电子产品；双面板在双面覆铜板的正反两面压上干膜感光法即曝光影像转移，再通过显影后蚀刻出双面图形线路的印制电路板，双面图形线路是通过钻孔后的电镀孔金属化，使两面的导线相互连通。

从 PCB 产品细分结构来看，2021 年多层板占比全球 PCB 细分产品的 33.6%，封装基板占比为 17.6%，柔性板占比为 17.5%，HDI 版占比为 14.7%，单双面板占比为 11.6%；多层板占比我国 PCB 产品的 47.6%，HDI 版占比 16.6%，单双面板占比 15.5%，柔性板占比 15%，封装基板占比 5.3%。

图6：2021 年全球 PCB 细分产品结构

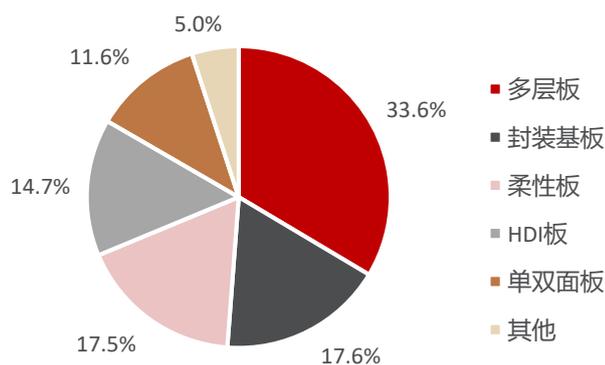
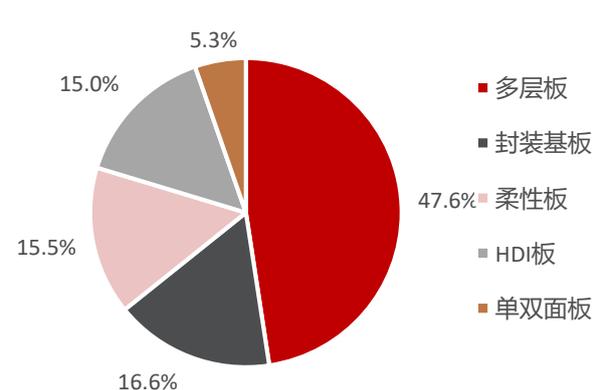


图7：2021 年中国 PCB 细分产品结构



资料来源：Prismark，民生证券研究院整理

资料来源：Prismark，民生证券研究院整理

**全球 PCB 市场竞争格局：**全球 PCB 行业分布地区主要为中国、日本、韩国和欧美地区，随着近些年来全球 PCB 产能向中国转移，目前中国已经是全球 PCB 行业产量最大的区域。全球印刷电路板行业集中度不高，生产商众多，市场竞争充分。虽然目前 PCB 行业存在向优势企业集中的发展趋势，但在未来较长时期内仍将保持较为分散的行业竞争格局。根据 Prismark 统计，2021 年全球前十大 PCB 厂商收入合计为 284.04 亿美元，具体情况如下：

**表3：2021 年全球前十大 PCB 企业**

序号	公司名称	国家/地区	销售金额 (亿美元)	基本情况
1	ZD Tech (臻鼎)	中国台湾	55.34	富士康集团成员企业, 主营柔性板、HDI、刚性板及封装基板
2	Unimicron (欣兴)	中国台湾	39.20	主营封装基板、HDI 板、多层板等
3	Dongshan Precision (东山精密)	中国大陆	31.58	主营柔性板、刚性电路板
4	Nippon Mektron (旗胜)	日本	27.95	主营柔性板厂商
5	Compeq (华通)	中国台湾	22.60	主营多层刚性板、HDI 板、软板与刚挠结合板等
6	Tripod (健鼎)	中国台湾	22.57	主营多层刚性板等
7	TTM Technologies (迅达)	美国	22.49	北美最大的电路板厂商, 主营刚性板、HDI 板、柔性板等
8	Shennan Circuit (深南电路)	中国大陆	21.34	主营印制电路板、封装基板及电子装联业务
9	Ibiden (揖斐电)	日本	20.55	主营封装基板和多层电路板
10	HannStar (瀚宇博德)	中国台湾	20.42	主营生产双面板、多层板
合计			<b>284.04</b>	-

资料来源: 威尔高招股说明书, 民生证券研究院

受益于智能手机等终端应用的蓬勃发展与全球半导体产业链产能向中国转移, 国内 PCB 市场空间持续增长, 同时国内出台多项重要政策支持 PCB 行业发展, 包括财税政策、人才补贴、研发项目支持等, 推进 PCB 行业实现自主可控, 保障其持续发展。

**表4：中国 PCB 行业政策汇总**

发布时间	政策名称	主要内容
2023 年 1 月	《推动能源电子产业发展的指导意见》	加强面向新能源领域的关键信息技术产品开发和應用, 主要包括适应新能源需求的电力电子、柔性电子、传感物联、智慧能源信息系统级有关的先进计算、工业软件、传输通信、工业机器人等适配性技术及产品。
2022 年 3 月	《“十四五”数字经济发展规划》	提升核心产业竞争力, 提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平, 强化关键产品自给保障能力。
2021 年 11 月	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	开展人工智能、区块链、数字孪生等前沿关键技术攻关, 突破核心电子元器件、基础软件等核心技术瓶颈, 加快数字产业化进程。
2021 年 9 月	《中国电子元器件“十四五”发展规划》	到 2025 年, 中国电阻电位器、电容器、电子陶瓷器件、敏感元器件与传感器、印刷电路板等十七类电子元器件分支行业销售总额达到 24628 亿元。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业, 提升通信设备, 核心电子元器件、关键软件等产业水平。
2021 年 1 月	《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023 年)》	攻克关键核心技术, 重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器, 超高速、超低损耗、低成本的光纤光缆, 耐高压、耐高温、高抗拉强度电气装备线缆、高频高速、高层高密度印制电路板、集成电路封装基板、特种印制电路板。
2020 年 12 月	鼓励外商投资产业目录(2020 年半年)》	将“高密度互连积层板、单层、双层及多层挠性板、刚挠印刷电路板及封装基板、高密度高细线路(线宽/线距≤0.05mm) 柔性电路板”列入鼓励外商投资产业目录。

资料来源: 中商情报网、民生证券研究院

## 2.3 PCB 下游蓬勃发展，AI 带动服务器 PCB 量价齐升

### 2.3.1 公司研发投入持续增长，具有产品竞争优势

广合科技多年深耕高速 PCB 领域，在服务器 PCB 领域技术深厚，且研发投入较充足，掌握了 PCB 生产加工核心关键技术和能力，培养、储备了一批优秀的技术人才，至今已拥有多项专利和核心技术，增强了公司产品的竞争优势。

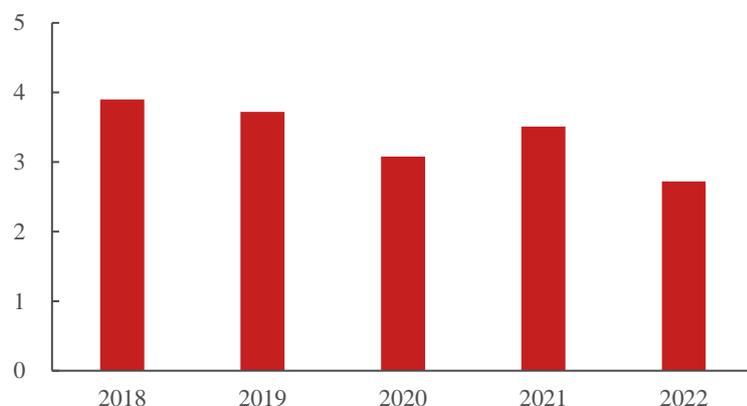
**1) 研发投入：公司研发投入充足，研发费用呈现逐年上升趋势。**随着下游行业产品不断更迭，PCB 的生产标准不断提高，公司通过不断加大研发投入，提升技术生产能力并优化生产工艺，增强公司产品的竞争优势。2020 年至 2023 年 1-6 月，公司研发费用分别为 0.75 亿元、0.93 亿元、1.15 亿元和 0.57 亿元，呈现逐年上升的趋势，研发收入占营业收入的比例分别为 4.65%、4.46%、4.77%和 4.86%。广合科技近几年研发投入充足，充足的研发资金投入提高了项目产出量，为公司的技术研究提供了资金保障。

**2) 核心技术：公司深耕高速 PCB 领域，拥有多项专利及核心技术。**广合科技作为国家高新技术企业，深耕高速 PCB 领域多年，已积累印制电路板领域丰富经验，公司持续重视研发创新，“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及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”，截至 2023 年 6 月 30 日，公司已拥有 44 项发明专利和 103 项实用新型专利，且在生产经营过程中积累多项非专利技术，且拥有多项核心技术。公司核心技术中，有 11 项技术主要应用于服务器领域，2 项技术主要应用于通讯领域，1 项技术面向汽车电子领域，1 项技术面向消费电子领域，2 项技术可应用多个领域。

### 2.3.2 需求侧：行业蓬勃发展，推动 PCB 需求攀升

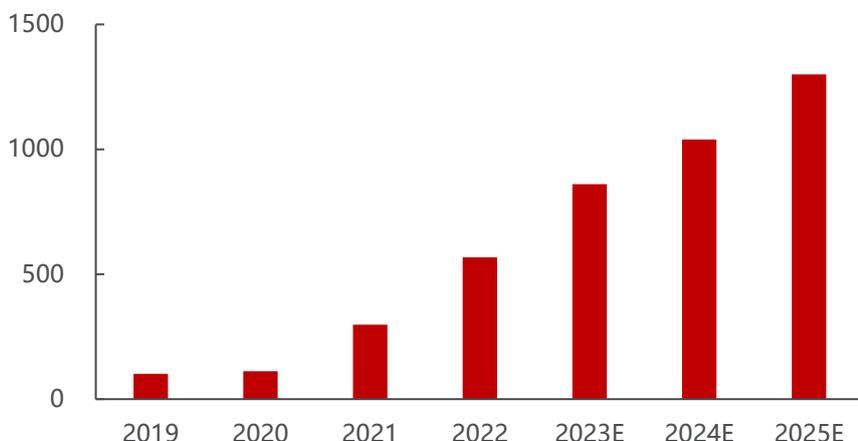
随着下游服务器、汽车电子、消费电子等领域的发展，中游印制电路板行业需求持续提升。

**1) 消费电子领域：**消费电子产品通常用于娱乐、通信和办公等方面，旨在实现消费者自由获取信息和享受娱乐的目标。消费电子产品主要面向个人用户，其产生对日常生活带来了巨大变革，随着消费电子产品制造技术的不断迭代和移动互联网应用的普及，全球移动设备市场规模快速增长，智能手机、平板电脑和笔记本电脑为典型代表。2020 年-2021 年人们居家场景增多，催生了使用电脑、电视等设备进行娱乐、办公的需求，人们一定程度提前透支了对这些电子消费品的需求。相比于 2021 年，2022 年中国智能手机市场表现低迷，2022 年中国智能手机总销量为 2.72 亿台。2023 年下半年随着库存出清和经济回暖，手机市场迎来复苏，Counterpoint 预测 2023 年中国智能手机总销量将高于 2.8 亿台。智能手机市场的行情也可以部分反映出消费电子行业的走势，从而带动 PCB 的出货。

**图8: 2018-2022 年中国智能手机销量 (亿台)**


资料来源: 中国信息通信研究院, 民生证券研究院

2) **汽车电子领域:** 随着汽车智能化近些年的快速发展, 汽车电子产业成为了备受关注的产业。根据经济参考报数据显示: 在中国, 各地政府都在发布推动汽车电子产业发展的新政策。例如, 上海市嘉定区宣布将大力发展汽车芯片产业, 并聚焦于智能汽车主控芯片、车规级智能传感器、先进汽车电子等关键领域。他们计划在未来三年将汽车芯片产业的总收入从 400 亿元增加到 800 亿元, 以推动该领域的发展。此外, 浙江省平湖市的长三角 (平湖) 汽车电子产业园也近期正式开园。该产业园设立了总规模为 10 亿元的产投母基金, 并将重点与社会资本合作, 重点投资于汽车电子领域。此外, 新能源汽车的加速渗透成为汽车电子市场增长的重要来源, 据乘联会统计 2022 年中国新能源汽车市场销量 567.8 万辆, 同比增长 90.09%, 将有效拉动汽车 PCB 需求量的提升。

**图9: 2019-2025 年中国新能源汽车市场销量 (万辆)**


资料来源: 乘联会, IDC, 中商产业研究院, 民生证券研究院

3) **工控医疗领域:** 工控机在医疗设备中的应用日益广泛, 特别是在一些大中型医疗设备中起到关键的控制作用。采用工控机控制的医疗设备具有高度可靠

性、实时性和灵活性，能够满足医疗领域对精准控制和数据处理的要求。它们提高了医疗设备的性能和效率，为医疗工作者提供了更好的工作环境和精准的诊疗工具。随着医疗技术的不断进步和医疗行业的数字化转型，对工控机的需求将进一步增加。PCB 作为工控机的重要组成部分，工控机行业需求的上升也推进了 PCB 行业的发展。

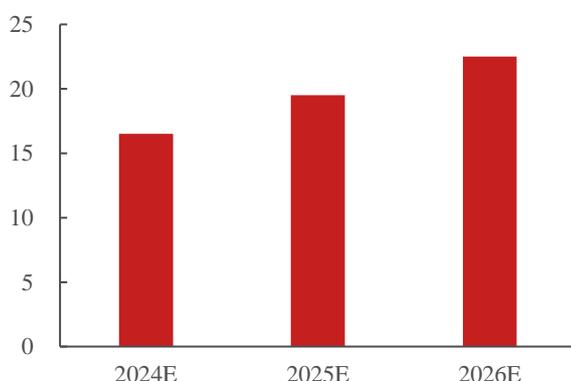
4) **服务器及 AI 服务器领域：**服务器是网络的节点，主要用于存储、处理网络上超过 80%的数据和信息，也被称为网络的灵魂。相较于家用 PC，服务器没有显示器终端，其计算能力更强、负载更高，可以做到 24 小时不间断工作，可扩展组件也更多，如硬盘、GPU、网卡等。

AI 对算力的旺盛需求下，AI 服务器出货量迅速增长。根据 TrendForce 数据，预计 2024 年全球 AI 服务器出货量将达到 16.5 万台，并在 2026 年增长至 22.5 万台亿美元，期间 CAGR 达 16.8%。当前 AI 服务器出货量在整体服务器中所占比重较低，根据 Trendforce 数据，2022 年 AI 服务器出货量占比近 1%，随着 ChatGPT 点燃算力需求，高毛利的 AI 服务器出货占比有望提升，服务器厂商有盈利中枢有望实现上移。

AI 服务器的下游应用领域包括云服务提供商（CSP）、运营商、政府、教育、金融等，其中全球几大 CSP 是 AI 服务器最主要的采购方。根据 Trendforce 数据，2022 年 Microsoft、Google、Meta、AWS 四大北美云厂商采购量合计占比 66.2%；国内方面，字节、腾讯、百度、阿里采购占比分别达 6.2%/2.3%/1.5%/1.5%。

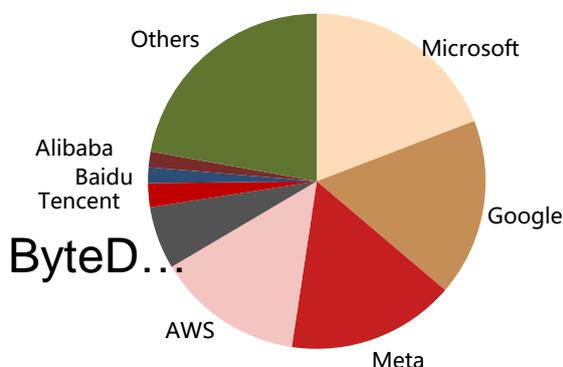
AI 服务器对 PCB 提出了更高的要求，如需要高多层板，且基板材质需要更低传输损耗的高频高速板，PCB 单价有所提升。

图10：全球 AI 服务器出货量预测（万台）



资料来源：TrendForce，民生证券研究院

图11：2022 年主要云厂商 AI 服务器采购量占比



资料来源：Trendforce，民生证券研究院

### 2.3.3 供给侧：服务器 PCB 格局优异，公司发展持续向好

公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，且随黄石广合新厂投产以及股权融资计划推进，未来仍有较大的发展潜力，具有行业代表性。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 年至 2023 年上半年，共获得 22 次 DELL（戴尔）服务器 PCB 供应商评级第一名等。公司在服务器 PCB 市场树立起良好的品牌形象。随着公司销售收入持续增长，公司的竞争地位不断增强。

从行业整体来看，全球印制电路板行业集中度不高，我国 PCB 行业市场竞争激烈，在众多企业中，根据 CPCA 公布的《中国电子电路行业排行榜》，2017-2022 年期间，广合科技在综合 PCB 和内资 PCB 的排名呈现稳步提升的趋势，2022 年公司在综合 PCB 企业中排名第 36 位，内资 PCB 企业中排名第 19 位。公司与国内外知名服务器厂商和 EMS 企业建立了良好的合作关系、具有较强的业务延续性和竞争壁垒。

**表5：公司在 2017-2022 年中国电子电路行业排行榜排名变化**

年份	营业收入（亿元）	综合 PCB100 排名	内资 PCB100 排名
2022	/	36	19
2021	20.76	39	20
2020	16.19	41	20
2019	13.34	40	21
2018	9.59	54	26
2017	5.44	77	41

资料来源：CPCA，民生证券研究院

### 3 公司分析：以服务器领域为主，客户资源优质

#### 3.1 服务器 PCB 营收占比高，优质客户积累多

公司 PCB 性能优秀，电子产品制造商为主要客户。广合科技主营印制电路板（PCB）的研发、生产和销售，且产品主要定位中高端应用市场，产品精度、可靠性和密度等性能指标表优秀。公司已逐步形成“以产定购”的采购模式、“以购定产”的生产组织模式和“直销为主、贸易商及 PCB 企业为辅”的销售模式。公司以直销为主，客户类型可分为电子产品制造商、贸易商和 PCB 企业，其中以电子产品制造商为主要客户，2020-2023 年 1-6 月公司向电子产品制造商销售额占总销售额比例达 92.30%/94.05%/93.71%/92.53%。

公司产品布局为“云、管、端”，以服务器 PCB 和八层及以上 PCB 为主。公司产品布局为“云、管、端”，其中“云”指云计算相关的服务器用高速多层精密产品，“管”指用于数据交互管道的通信设备相关 PCB 产品，“端”指智能终端设备，包括工控医疗、消费电子、汽车电子等领域相关 PCB 产品。公司以“云”相关服务器为主，同时拓展通信相关产品和智能终端产品。按产品类型分，公司以八层及以上 PCB 为主，占总营收七成左右，2023 年 1-6 月八层及以上 PCB 板实现营收 8.13 亿元，四、六层板实现营收 2.47 亿元，单双面板实现营收 0.51 亿元；按应用领域分，公司以服务器 PCB 产品为主，占总营收七成左右，2023 年 1-6 月公司实现服务器 PCB 板营收 7.82 亿元，占营收比 70.44%，消费电子 PCB 板收入占比 15.18%，工业控制、通信和汽车电子占比分别为 5.43%/3.41%/3.84%。

图12：2020-2023 年 1-6 月公司主营收入按类型组成 (亿元)

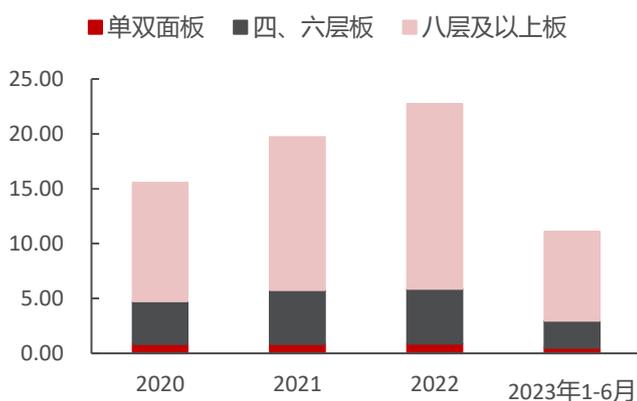
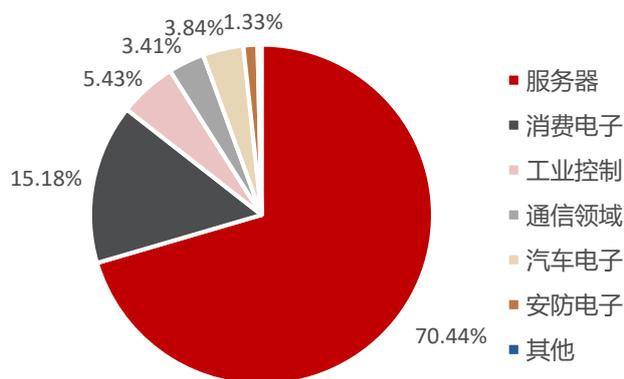


图13：2023 年 1-6 月公司各板块收入占主营业务比例 (按应用领域分)



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

公司产品性能稳定，积累大量优质客户。广合科技产品性能稳定、服务高效，产品供应具备高竞争力，已积累大批优质客户资源，包括 DELL（戴尔）、浪潮信息、Foxconn（鸿海精密）、Quanta Computer（广达电脑）、Inventec（英业达）等国内外知名服务器厂商和 EMS 企业，并已与联想、华为、Mitac（神达）、

Compal (仁宝)、Wistron (纬创) 等服务器厂商积极合作开发新品, 公司产品终端客户包括亚马逊、阿里、字节跳动、腾讯、百度等知名云计算服务提供商。消费电子、汽车电子、通信、安防电子和工业控制领域, 公司已拓展惠普、索尼、Honeywell (霍尼韦尔)、海康威视、Jabil (捷普)、Cal-Comp (泰金宝)、Celestica (天弘)、伟创力等知名厂商客户并建立长期稳定合作关系。

**公司客户集中度较高, 但不依赖少数客户。**公司 2020-2023 年 1-6 月前五大客户包括戴尔、鸿海精密、英业达、浪潮信息、广达电脑等, 前五大客户销售收入占主营业务收入比例分别为 67.57%/70.53%/67.50%/65.04%, 客户相对集中, 但单个客户销售收入占比不超过 50%, 不形成对少数客户依赖的情况。

**表6: 2020-2023 年 1-6 月公司前五大客户情况 (亿元)**

期间	排名	客户名称	销售收入	占主营业务收入比重
2023 年 1-6 月	1	Dell Global B.V. (Singapore Branch)	2.94	26.46%
	2	鸿海精密	2.30	20.71%
	3	英业达	0.72	6.46%
	4	浪潮信息	0.69	6.19%
	5	广达电脑	0.58	5.22%
		合计	7.22	65.04%
2022 年	1	Dell Global B.V. (Singapore Branch)	6.40	28.17%
	2	鸿海精密	3.95	17.41%
	3	广达电脑	1.77	7.80%
	4	英业达	1.77	7.78%
	5	浪潮信息	1.44	6.35%
		合计	15.34	67.50%
2021 年	1	Dell Global B.V. (Singapore Branch)	5.71	28.99%
	2	浪潮信息	3.28	16.63%
	3	鸿海精密	3.13	15.88%
	4	广达电脑	1.27	6.43%
	5	捷普集团	0.51	2.61%
		合计	13.90	70.53%
2020 年	1	鸿海精密	3.15	20.26%
	2	Dell Global B.V. (Singapore Branch)	2.98	19.17%
	3	浪潮信息	2.72	17.50%
	4	广达电脑	1.12	7.21%
	5	捷普集团	0.53	3.43%
		合计	10.51	67.57%

资料来源: 广合科技招股说明书, 民生证券研究院

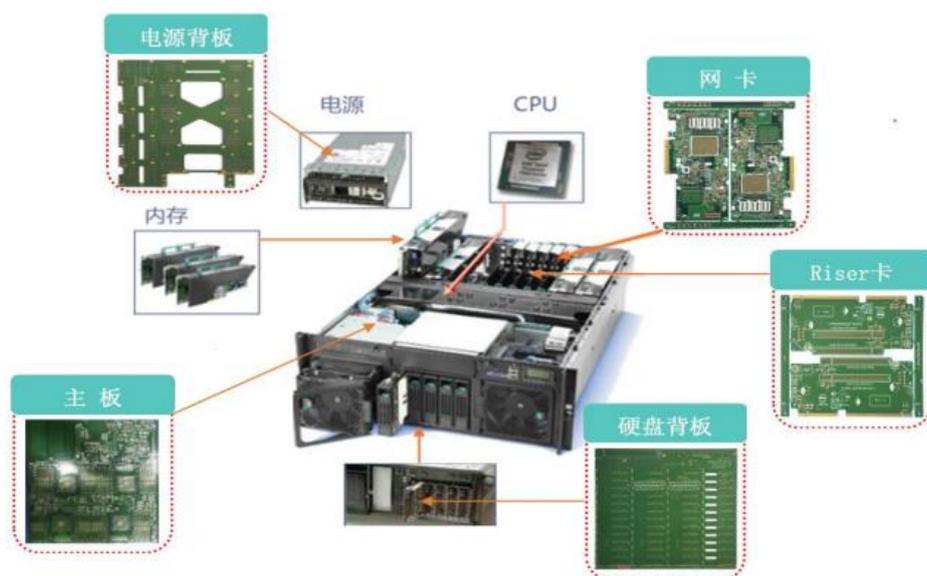
## 3.2 PCB 产品应用广泛，以服务器领域应用为主

### 3.2.1 服务器领域

公司下游应用以服务器领域为主，未来具备长期成长性。广合科技七成 PCB 产品应用于服务器领域，服务器作为网络节点，具备数据存储、传输、处理、发布等多种功能，80%的数据和信息需要在服务器进行储存与处理，因此性能要求比 PC 更高，尤其要求更高的计算能力、数据处理能力、更高的稳定性、安全性、可靠性和可管理性等。当下和未来服务器需求因 5G、人工智能和大数据等行业的快速发展而增长，同时也受益于国家“信息安全”发展战略，政府、电力、金融、能源等领域的服务器国产替代需求明显增长。

服务器 PCB 应用广泛，公司产品进入知名厂商供应链。服务器类型方面，公司 PCB 产品可应用于高性能计算服务器、存储服务器、AI 运算服务器和交换机等数据中心的核心设备；服务器部件上，公司 PCB 产品广泛应用于服务器主板、网卡、硬盘背板、电源背板、Riser 卡等服务器的核心部分。公司服务器 PCB 产品已进入英特尔（Intel）、AMD 等知名厂商供应链，已应用于 Intel 发布的 Purley、Whitley、Eagle stream 各世代芯片平台的服务器，以及 AMD 发布的 Rome、Milan 等各世代芯片平台服务器，且公司已针对 Intel 下一代 Birch stream 芯片平台进行研发。

图14：服务器 PCB 应用部件



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

### 3.2.2 公司产品在消费电子、工控等下游亦有良好布局

消费电子领域是公司 PCB 板第二大下游应用领域，主要应用公司单双面板、四/六层板，2020-2023 年 1-6 月公司消费电子应用领域营收占比分别为 16.46%/15.28%/12.82%/15.18%，公司消费电子领域 PCB 产品主要应用于打印

机、笔记本电脑、耳机和健身器械等。**工业控制领域**是公司 PCB 板第三大下游应用领域，需要高技术水平和高工艺 PCB 产品，主要应用公司四/六层板，2020-2023 年 1-6 月公司工业控制领域 PCB 板营收占比分别为 6.22%/5.93%/5.30%/5.43%，公司工业控制领域 PCB 产品主要应用于工业机器人、工业相机、伺服驱动器和地质探测钻头。

图15：消费电子领域公司 PCB 产品应用

图16：工业控制领域公司 PCB 产品应用



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**安防电子领域**来看，2020-2023 年 1-6 月公司安防电子领域营收占比分别为 6.03%/4.45%/2.28%/1.33%，公司安防电子 PCB 板主要应用于门禁对讲系统、监控摄像头、人脸识别系统和烟雾报警器等。**通信领域**来看，随 5G 技术发展，对 PCB 需求量比 4G 基站大幅增加，5G 基站结构从 4G 时代 BBU+RRU+天馈系统升级为 DU+CU+AAU 结构，2020-2023 年 1-6 月公司通信领域营收占比分别为 2.32%/2.84%/4.48%/3.41%，公司通信 PCB 产品主要应用于有源天线处理单元 (AAU)、光模块、射频拉远单元 (RRU) 和小基地台 (small cell) 等。

图17：安防电子领域公司 PCB 产品应用

图18：通信领域公司 PCB 产品应用



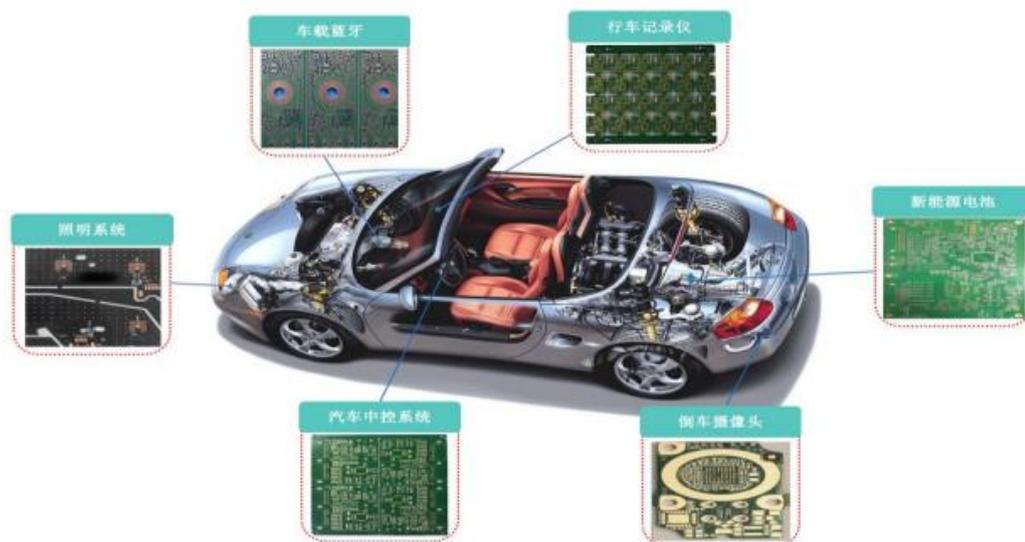
资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**汽车电子领域**来看，汽车动力控制系统、车身电子系统、安全控制系统和娱乐通讯系统都需要 PCB 产品，2020-2023 年 1-6 月公司汽车电子领域营收占比分别为 3.05%/2.03%/3.01%/3.84%，公司汽车电子 PCB 产品主要应用于汽车中控系统、车载蓝牙、行车记录仪、照明系统、倒车摄像头等，且目前公司积极拓展新

能源领域汽车电子应用方向。公司 PCB 产品也广泛应用于医疗器械、金融 ATM、轨道交通和 mini LED 显示屏等领域。

图19：汽车电子领域公司 PCB 产品应用



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 研发创新水平高，产能利用率维持高水平

#### 3.3.1 研发创新实力强，研发投入增长稳定

**公司技术研发实力强，专利数量多。**广合科技是国家高新技术企业、广东省省级企业技术中心和广东省高频印制线路板工程技术研究中心，公司技术研发能力赋予产品强竞争力，公司研究院一方面根据客户需求进行定制化产品和工艺研发，一方面基于芯片发展技术进行技术预研，截至 2023 年 6 月 30 日，公司已获得 44 项发明专利和 103 项实用新型专利。

**广合科技多项产品被评为高新技术产品，涉及应用领域广泛。**公司研发体系具备高效性、全面性和灵活性，研发团队研发核心技术应用于公司 PCB 产品，公司多项产品被评为广东省高新技术产品、广东省名优高新技术产品，包括“高端服务器的 FOFV 板”、“物联网半孔模块板”、“新型 POFV+Dimm 超厚高速服务器板”、“新一代高速存储器线路板”等，公司目前在有效期内的的高新技术产品包括大数据服务器用高多层高速印制电路板、基于 EGS 平台高速传输技术的服务器主板、SSD（固态硬盘）半挠性电路板和智能终端用 Mini LED 背光板，具体情况如下：

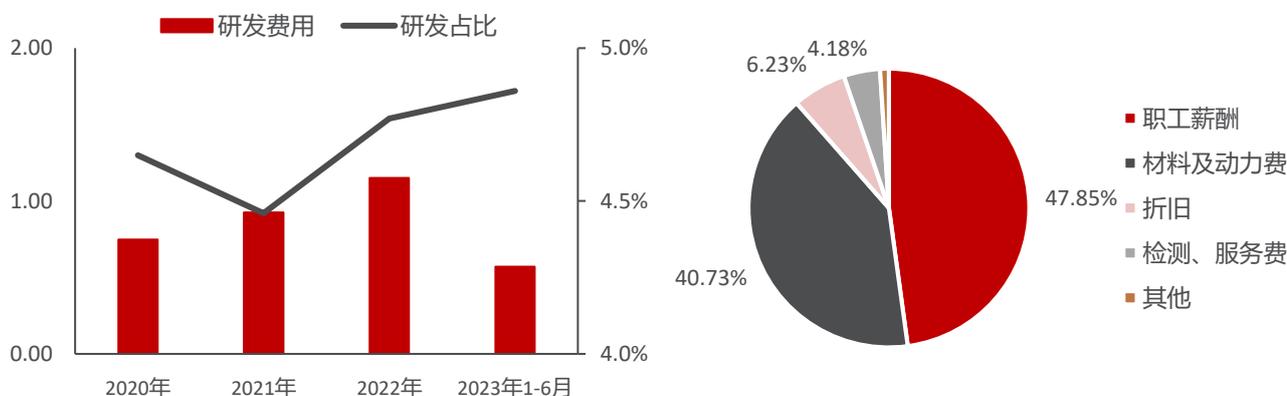
**表7：公司高新技术产品**

序号	产品名称	主要应用
1	大数据服务器用高多层高速印制电路板	作为支撑及传输海量高速信号的载体系统，是大数据服务器的关键组成部分，广泛运用于航空航天、卫星、工业、物联网等高端装备进行海量大数据处理
2	基于 EGS 平台高速传输技术的服务器主板	作为大数据处理及传输高速信号的载体系统，是 EGS 平台高速服务器的关键组成部分，广泛应用于工业互联网、云计算、物联网、AI 等领域
3	SSD（固态硬盘）半挠性电路板	主要应用包括消费电子、企业管控系统、工业领域、通讯、航空航天、军事、太空探索、视频监控、互联网监控、嵌入式设备、能源等诸多领域，凡涉及到大数据、大流量及大业务交互的设备
4	智能终端用 Mini LED 背光板	作为液晶显示下背光源，广泛应用于平板、电视、车用面板、电竞笔记本电脑、会展广告及监控调度等领域

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**广合科技核心技术人员经验丰富，设立员工研发激励。**公司研发团队建设包括外聘、产学研合作和内部培养等多种途径，不断加强公司技术创新水平和研发能力，且公司进行员工研发激励，设立技术发展效益奖、技术成果奖等研发奖项，提升技术人员创新积极性。公司现有核心技术人员 5 名，分别为黎钦源、黄金广、黄杨、彭镜辉和钟冠祺，技术人员黎钦源为总工程师，曾任职于生益电子、杰赛科技，技术人员黄金广曾任职于生益电子、依利安达，技术人员黄杨曾任职于松下马达、珠海方正、方正高密，技术人员钟冠祺曾任职于生益电子、江门崇达。

**公司注重研发投入，研发投入稳定增长。**广合科技重视研发创新，不断加大研发投入，提升公司技术生产能力和工艺水平。2020-2023 年 1-6 月公司研发投入分别为 0.75/0.93/1.15/0.57 亿元，研发费用占营收比例分别为 4.65%/4.46%/4.77%/4.86%，呈上升趋势，2020-2022 年的 CAGR 为 24.04%。公司细分研发费用以职工薪酬和材料及动力费为主，2023 年 1-6 月公司研发费用中职工薪酬占比 47.85%，材料及动力费占比 40.73%。

**图20：2020-2023 年 1-6 月公司研发投入情况(亿元) 图21：2023 年 1-6 月公司研发费用细分**


资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

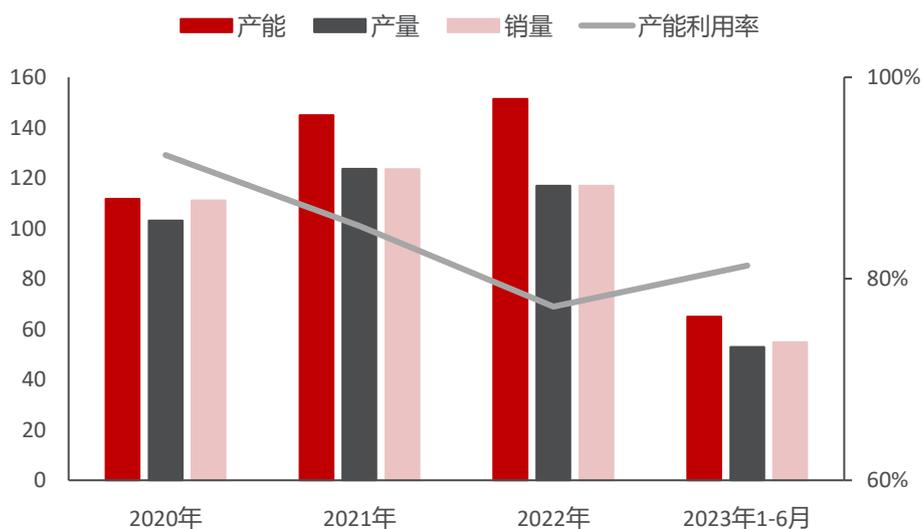
### 3.3.2 持续提升成本控制能力，产能利用率维持较高水平

**下游推动 PCB 产品性能升级，公司不断提升成本控制能力。**近年下游行业产品更新迭代迅速，因此 PCB 性能要求不断提升，公司致力于持续提高产品品质和稳定性，且打造价格优势，不断提升产品竞争力。公司注重生产经营过程中成本控制，基于“阿米巴”经营模式建立自主综合成本核算和评价体系，分解全流程运营成本，配套考核激励机制和数据收集机制，有助于公司提高库存周转率、压缩原材料采购成本、缩短订单响应周期，且公司致力于改进升级生产线，推动产线智能制造和自动化水平，目前黄石生产基地自动智能化产线已逐步投产，由工序作业岛生产模式升级为智能化柔性流水线方式，减少产品中间周转和人工误差，成功提升产品良率和产线效率。

**广合科技持续提高生产能力，产能利用率维持较高水平。**公司增加先进设备投入、投资建设新工厂并不断优化生产工艺和管理水平，持续提高生产能力。公司新工厂黄石广合工厂于 2021 年下半年投产，2021 年下半年和 2022 年处于产能爬坡期。2020-2023 年 1-6 月公司产能分别为 111.75/144.97/151.42/65.02 万平方米，公司产量分别为 103.12/123.59/116.95/52.87 万平方米，产能利用率为 92.28%/85.25%/77.24%/81.32%，但 2021 和 2022 年产能利用率较低是由于新工厂黄石广合处于产能爬坡期，剔除其影响后，公司 2020-2023 年 1-6 月产能利用率应为 92.28%/97.26%/90.23%/85.21%，维持较高水平。

公司未来将同步推进产品布局拓展、产线智能化和产能提升等多项计划，加强公司核心竞争力，持续提高产品供应能力，扩大市场份额。

**图22：2020-2023 年 1-6 月公司产能、产量、销量（万平方米）和产能利用率**



资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

### 3.4 营收稳定增长，毛利主要来自八层及以上 PCB 产品

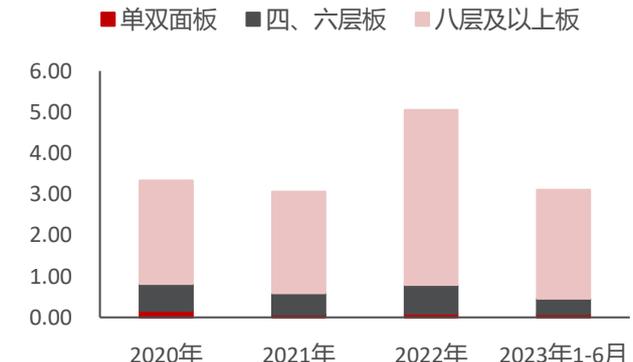
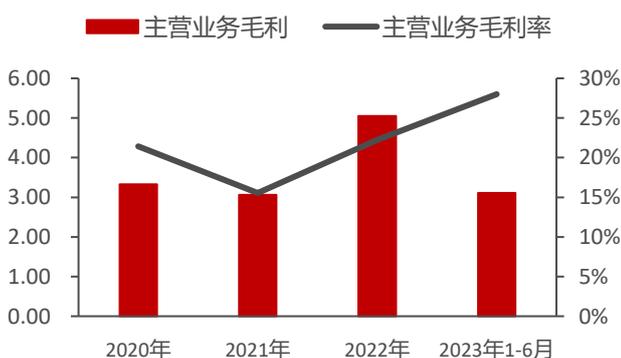
广合科技营收稳定增长，归母净利润呈增长趋势。2020-2023 年 1-9 月公司实现营业收入分别为 16.07 亿元、20.76 亿元、24.12 亿元和 19.61 亿元，2020-2022 年的年复合增长率为 22.51%。公司 2023 年承接订单金额同比增长，带动营业收入较上年同期略有上升，2023 年 1-9 月营业收入为 19.61 亿元，同比增长 2.87%；2020-2023 年 1-9 月公司归母净利润分别为 1.56 亿元、1.01 亿元、2.80 亿元和 2.90 亿元，2020-2022 年的年复合增长率为 34.09%，受新一代服务器 PCB 占比提高、人民币贬值、原材料价格回落等因素影响，公司 2023 年 1-9 月归母净利润为 2.90 亿元，同比上涨 27.26%，综合毛利率也同比提高。

**公司主营业务毛利率整体呈上升趋势，部分年份受汇率和新厂投产等影响波动。**2020-2023 年 1-6 月公司主营业务毛利率分别为 21.42%、15.54%、22.24% 和 28.00%，2021 年相比 2020 年下降 5.88%，主要系人民币升值、黄石新工厂投产和原材料价格上涨所致；2022 年公司主营业务毛利率同比上升 6.70%，主要系新一代服务器 PCB 销售占比提高且新产品毛利率高、人民币贬值、黄石广合产能利用率及良率提升和原材料价格回落等因素所致；2023 年 1-6 月公司主营业务毛利率同比上升 5.77%，主要系新一代服务器 PCB 占比提高的影响且原材料价格有所回落。

**公司主营业务毛利主要来自八层及以上 PCB 产品，且毛利占比逐年上升。**2020-2023 年 1-6 月，公司八层及以上板毛利分别为 2.52 亿元、2.47 亿元、4.26 亿元和 2.65 亿元，分别占同期主营业务毛利的 75.62%、80.76%、84.37% 和 85.20%，占毛利比例持续上升，为公司主要的毛利来源；四、六层板毛利分别为 0.65 亿元、0.52 亿元、0.70 亿元和 0.39 亿元，分别占同期主营业务毛利的 19.56%、17.07%、13.79% 和 12.42%，占比持续下降；单双面板毛利分别为 0.16 亿元、0.07 亿元、0.09 亿元和 0.07 亿元，分别占同期主营业务毛利的 4.82%、2.18%、1.84% 和 2.38%。

图23：2020-2023 年 1-6 月公司主营业务毛利 (亿元) 和毛利率

图24：2020-2023 年 1-6 月公司主营业务毛利构成 (亿元)

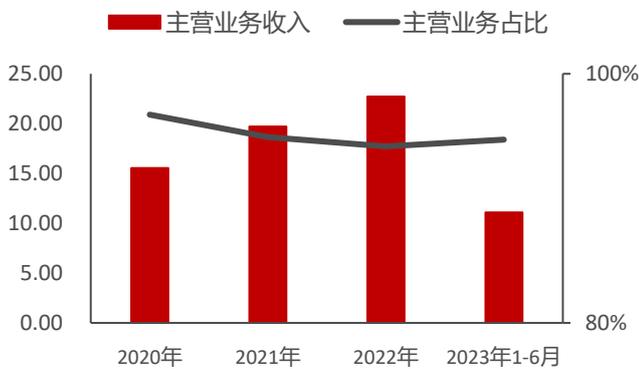


资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

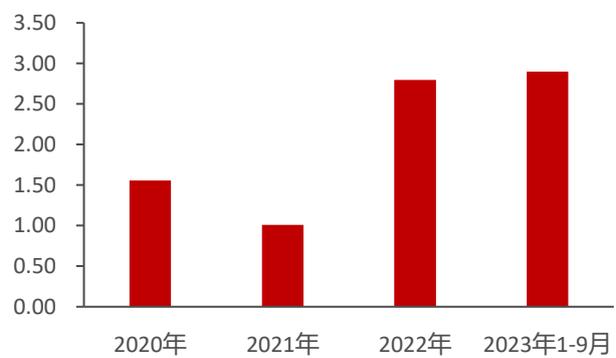
资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**公司主营业务营收逐年增长，归母净利润受公司销售结构及汇率波动、原材料价格变化等影响波动。**2020-2023年1-6月公司主营业务收入分别为15.55亿元、19.70亿元、22.72亿元和11.10亿元，主营业务占营收比例为96.72%、94.92%、94.17%和94.71%，维持高水平，2020-2022年的年均复合增长率为20.88%。公司归母净利润保持增长态势，2020-2023年1-9月公司归母净利润分别为1.56亿元、1.01亿元、2.80亿元和2.90亿元，2020-2022年的年复合增长率为34.09%，增长趋势较快，但2021年公司归母净利润同比下降是由于公司PCB产品外销为主，而2021年美元兑人民币汇率大幅下降产生汇兑损失，且2021年公司原材料价格上涨、新工厂处于产能爬坡阶段而导致产品单位成本高。

**图25：2020-2023年1-6月主营业务收入（亿元）及占比**



**图26：2020-2023年1-9月归母净利润（亿元）**



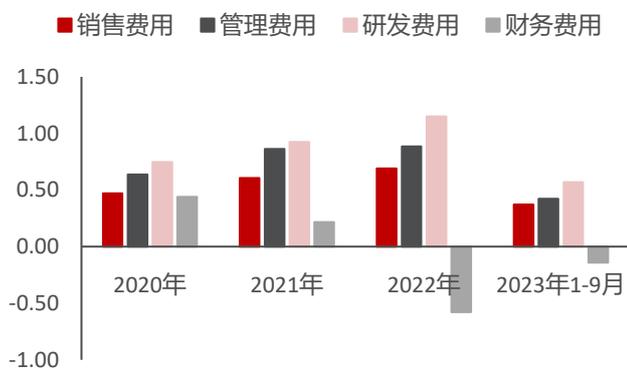
资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院  
注：全文2023年1-9月均为审阅数据

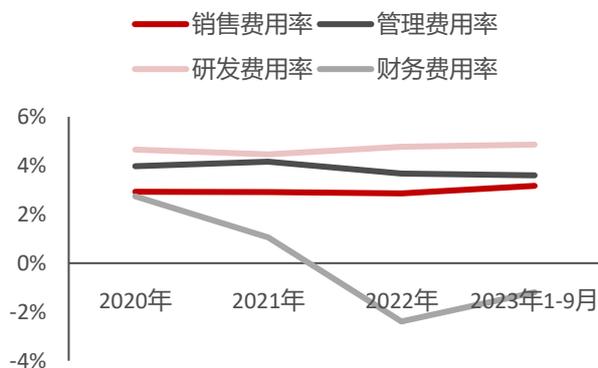
**公司销售、管理、研发费用率控制较稳定，财务费用率受汇率影响波动。**公司2020-2023年1-6月期间费用为2.30亿元、2.61亿元和2.15亿元和1.22亿元，销售费用、管理费用、研发费用都逐年增加，销售费用率、管理费用率和研发费用率较稳定，财务费用因公司外销收入占比高，受人民币汇率变动而存在波动，2020和2021年人民币汇率呈升值趋势，造成汇兑损失，而2022年和2023年1-6月人民币汇率呈贬值趋势，产生汇兑收益。

**2020至2023年1-6月，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.34亿元、2.19亿元、4.31亿元和1.42亿元。**2020至2023年1-6月应收账款期后回款比例分别为99.91%、99.94%、84.05%和46.79%，2020、2021年回款状况较好。

**2020至2023年1-6月，公司外销比率为75.17%、75.96%、82.67%和81.86%。**公司产品销售以外销为主，且外销占比远高于内销，外销以境内保税园区或保税工厂为主，分别占比46.65%、43.18%、49.78%和46.72%，此外是中国香港、中国台湾地区，抵达香港的货物又有较大比例流向客户的境内工厂，因此公司大部分外销产品实际在大陆继续组装加工。

**图27：公司 2020-2023 年 1-9 月销售、管理、研发和财务费用（亿元）**


资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**图28：公司 2020-2023 年 1-9 月销售、管理、研发和财务费用率**


资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

## 4 募投项目

本次募集资金使用的主要用途为：（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：建成达产后，预计新增年产 100 万平方米多层精密线路板，将扩大主营产品生产规模，利于提高市占率和增强公司核心竞争力、缓解中长期产能瓶颈。（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：用于支持由于公司业务规模扩大而致使的生产运营所需运营资金增加，以维持公司正常运转。

公司扩大产能以缓解中长期产能压力。2020 年至 2022 年公司自产产量分别为 103.12 万平方米、123.59 万平方米、116.95 万平方米，产能利用率分别为 92.28%、85.25%、77.24%，保持较高水平。公司规模持续扩大的情况下，进一步提高产能成为必需，本次募投项目达产后将新增年产 100 万平方米多高层精密线路板，将提升公司供货能力，缓解中长期产能压力，增强公司交付能力和核心竞争力，符合公司长期发展战略需要。

表8：公司募投项目情况（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟用本次募集资金投入金额	实施主体
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	黄石广合
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	广合科技

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

## 5 盈利预测

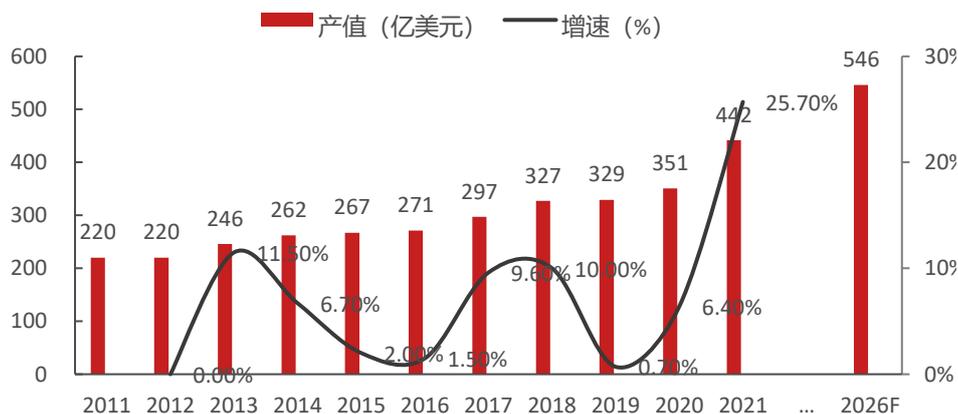
### 1. 行业分析

公司主营业务为印制电路板的研发、生产和销售，产品类型包括单双面板、四/六层板和八层及以上 PCB 板主要定位于中高端应用市场，下游应用领域包括服务器、通信、消费电子、汽车电子、安防电子、工业控制等领域，其中服务器领域收入占比较高，2022 年占公司总营收比重达 71.98%。

PCB 行业是全球电子元件细分产业中产值占比最大的产业，呈现出周期性、季节性和区域性的特点，终端应用领域广且分散，单一终端行业对 PCB 影响较小。随着全球电子制造产业中心向亚洲转移，PCB 行业呈现以亚洲为制造中心的新格局，中国大陆已成为全球最大的生产区域，主要集中在珠三角、长三角地区。随着下游产业的更迭，PCB 的产品结构和制造工艺发生较大变化。从产品结构方面，随着电子电路行业技术的迅速发展，元器件集成功能日益广泛，电子产品对 PCB 的高密度化要求更为突出，未来五年，封装基板、HDI 板、8 层及以上的多层板的增长将快于其他品类；从制造工艺方面，生产企业对自动化程度、生产环保情况、产品合格率提出更高的要求。

2022 年，全球消费电子、个人计算机、5G 通讯等领域的 PCB 需求呈现疲态，导致公司的月在手订单金额较 2021 年有所下降，但整体营收较 2021 年呈现增长的态势。根据 Prismark 预计，个人电脑、电视等消费电子未来需求呈下降趋势，无线基础设施、服务器、数据存储、汽车等下游领域相对增长率较高，一定程度上能够弥补消费电子市场放缓对 PCB 行业的影响。公司所处 PCB 行业的集中度不高，生产商众多，市场竞争充分，2021 年中国大陆排名第一的鹏鼎控股份额为 11.68%，排名前十的厂商合计约为 49.44%。根据 Prismark 的预测，2021-2026 年中国大陆 PCB 产值的 CAGR 为 4.3%，2026 年中国大陆 PCB 产值将达 546.05 亿美元。随着公司的“云、管、端”发展战略的落地，以及在黄石广合现有产能基础上的继续扩充和智慧工厂打造等，公司的市占率有望进一步提升。

图29：2011-2026 年中国大陆 PCB 产值（亿美元）及增速



资料来源：广合科技招股说明书，Prismark，民生证券研究院

## 2.主要收入及毛利率的拆分与假设

公司的印制电路板,产品可以划分为单双面板,四、六层板,和八层及以上板,公司产品主要定位于中高端应用市场,产品以八层及以上 PCB 为主。

**产能持续增长,产能利用率保持较高水平。**2020 年到 2023 年 1-6 月,公司产能分别为 111.75 万平方米、144.97 万平方米、151.42 万平方米和 65.02 万平方米,产能利用率分别为 92.28%、85.25%、77.24%、81.32%,由于黄石广合新工厂尚处在产能爬坡期,导致整体产能利用率较低。剔除黄石广合影响后,报告期内,公司产能利用率为 92.28%、97.26%、90.23%和 85.21%,保持在较高水平。

**投建黄石广合,增加 100 万平产能供给。**为满足客户不断提高的产量要求,公司此次募投项目建设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,达产后将新增年产能 100 万平方米多高层精密线路板,将进一步扩大公司生产规模,供货能力有望进一步提升,有利于增强公司的持续发展能力和核心竞争力。

**表9: 公司产品的产能、产量、销量和产能利用率情况**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
产能 (万平方米)	111.75	144.97	151.42	65.02
产量 (万平方米)	103.12	123.59	116.95	52.87
销量 (万平方米)	111.09	123.57	116.87	54.88
产能利用率 (%)	92.28%	85.25%	77.24%	81.32%
产销率 (%)	107.73%	99.98%	99.93%	103.80%

资料来源:广合科技招股说明书,民生证券研究院

**在手订单相对稳健,2022 年小幅下降,2023 年逐步恢复。**公司在手订单金额受下游市场景气度影响呈现先下降后逐步恢复的态势,2020 年-2023 年 1-6 月公司在手订单金额分别为 16.55 亿元、24.90 亿元、22.10 亿元和 12.70 亿元。2022 年,全球 PCB 产值增速放缓,消费电子、个人计算机、5G 通讯领域 PCB 需求呈现疲态,深南电路、生益电子等以通信类多高层 PCB 产品为主的企业加大了服务器 PCB 市场的开拓力度,内销市场竞争趋于激烈,公司在浪潮信息的供应份额和盈利受到一定程度的冲击。受此影响,2022 年公司月均公司在手订单情况有所下降;但 2023 年 1-6 月已逐步恢复,并呈现良好态势。

**表10: 公司在手订单情况**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
在手订单 (亿元)	16.55	24.90	22.10	12.70

资料来源:广合科技招股说明书,民生证券研究院

**公司立足优质赛道,市占率有望持续提升。**根据 CPCA 公布的《中国电子电路行业排行榜》,2017-2022 年期间,广合科技在综合 PCB 和内资 PCB 的排名呈现稳步提升的趋势,2022 年公司在综合 PCB 企业中排名第 36 位,内资 PCB 企业中排名第 19 位。根据 Prismark 的预测,未来五年全球 PCB 市场将保持温和

增长，2021-2026 年的年均复合增长率为 4.6%，而公司立足以服务器为核心的优质赛道，最近三年营业收入的 CAGR 增长率为 22.51%，公司收入增速相较行业增速更快，市占率有望提升。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 26.77 亿元、33.69 亿元和 40.91 亿元，同比增速分别为 11.0%、25.8%和 21.4%，归母净利润分别为 4.15 亿元、4.91 亿元和 5.72 亿元，同比增速分别为 48.3%、18.5%和 16.3%，对应 EPS 分别为 0.98、1.16 和 1.35 元。具体业务拆分如下：

### (1) 八层及以上板

2020-2023 年 1-6 月八层及以上板业务占公司收入的比重分别为 69.51%、70.73%、74.15%、73.23%，服务器占公司八层及以上板的比例最高，因此公司八层及以上板的销售额以毛利率主要受服务器板的影响。2021-2022 年公司该板块业务收入同比增速分别为 28.94%、20.89%，整体增速相对较快，我们预计 2023-2025 年公司八层及以上板收入增速分别为 12.5%、29.8%和 24.2%，主要原因如下：

**公司产品在服务器中应用场景广泛，技术优势明显，客户卡位领先。**公司 PCB 产品应用于高性能计算服务器、AI 运算服务器、存储服务器、交换机等数据中心的核​​心设备，产品应用部分包括服务器中的主板、电源背板、硬盘背板、网卡、Riser 卡等核心部件。公司的 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。客户方面，公司核心客户包括戴尔、浪潮信息、鸿海精密、广达、联想等全球领先客户，公司与下游服务器客户合作紧密，卡位优势明显。

表11：不同芯片平台 PCB 工艺水平以及所处的生命周期情况

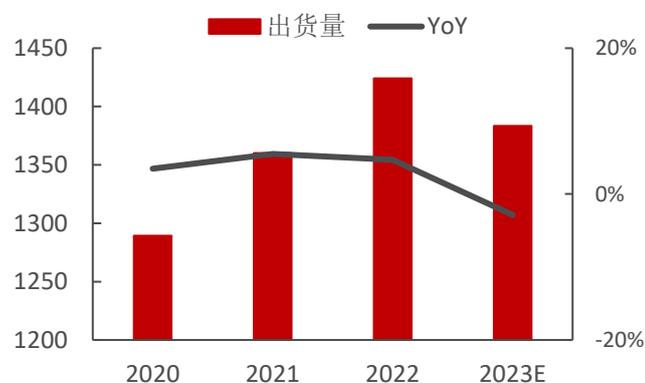
指令集架构	Intel X86 架构				AMD X86 架构			华为 ARM 架构	
服务器芯片平台	Purley	Whitley	Eagle stream	Birch Stream	Rome	Milan	Genoa	Turin	鲲鹏系列
芯片架构	Skylake	Ice lake	Sapphire Rapids	Granite Rapids	Zen2	Zen3	Zen4	Zen5	920
芯片工艺	14nm	10nm	7nm	7nm	7nm	7nm	5nm	4nm/3nm	7nm
芯片生产状态	量产	量产	小批量	样品	量产	量产	量产	样品	量产
报告期末服务器 PCB 技术状态	量产	量产	量产	样品	量产	量产	量产	样品	量产
报告期末服务器 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

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**通用服务器市场在 2023 年出现小幅下滑，预计 2024 年起将恢复增长。**服务器是网络的节点，存储、处理网络上超过 80%的数据和信息，互联网大数据以及

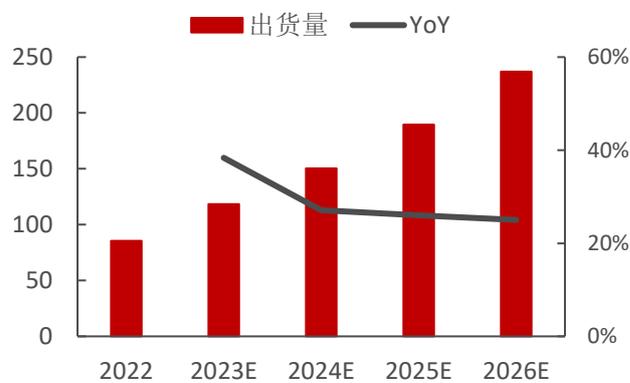
5G 时代的到来，将带来数据流量的高速增长，促进人工智能、大数据等行业的发展，从而带动服务器需求的增长。然而由于全球经济下行，以及 AI 服务器出货量快速增长占据了云厂商的资本开支，2022 年四季度开始，全球通用服务器出货量出现下滑。据 IDC 统计，4Q22-2Q23 全球服务器销量同比分别下滑 1.4%、10.0%、19.9%。据 TrendForce 预测，2023 年全球服务器整机出货量将达到 1383.5 万台，同比下降 2.9%。而经历了 1 年以上的下行周期以后，全球服务器出货量有望重新回归增长态势，TrendForce 预计 1Q24-4Q24 全球服务器出货量同比增速分别有望达到-15%、9%、6%、4%，伴随服务器市场需求回暖，预计服务器 PCB 需求也有望在 2024 年起回归正常，给公司服务器 PCB 业务收入带来正向影响。

**图30：2020-2023 年全球服务器整机出货量及预测 (万台)**



资料来源：Trendforce，民生证券研究院

**图31：2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及预测 (万台)**



资料来源：Trendforce，民生证券研究院

**公司产品可应用于 AI 运算服务器，有望充分受益 AI 浪潮。**公司在高速 PCB 板领域技术优势明显，新型 POFV+Dimm 超厚高速服务器板制造技术已进入量产阶段，这类产品广泛应用于互联网企业大算力的 AI 服务器以及高速服务器。生成式人工智能的突破对 AI 服务器出货量带来了明显的拉动作用，作为大模型落地的算力底座，2023 年起 AI 服务器出货量快速增长，据 TrendForce 预测，2023 年全球 AI 服务器出货量将达到 118.3 万台，同比增长 38.4%。AI 服务器作为算力基础设施，已经成为推动人工智能浪潮的重要基础，2023 年全球算力需求主要集中在大模型的训练场景，展望 2024 年及未来，AI 应用在游戏、电影、医疗、工业、金融等领域有望全面开花，届时行业垂类模型的 AI 训练需求以及 AI 推理需求将获得更快的增长。据 AMD 首席执行官 Lisa Su 预测，未来全球 AI 加速器市场规模有望达到 4000 亿美元，其中一半以上的需求将来自 AI 推理计算场景的应用。AI 推理侧算力的需求亦将带动 AI 服务器出货量的持续快速增长，TrendForce 预计，至 2026 年全球 AI 服务器出货量将达到 236.9 万台，2022-2026 年 AI 服务器出货量 CAGR 增速有望达到 29.0%。

**供给侧的竞争格局来看，**广合科技近年来销售收入持续增长，研发费用逐年上升，公司通过增加先进设备投入、优化生产管理、投资新设黄石工厂等手段不断提高生产能力，竞争地位不断增强，并与多方伙伴建立良好合作关系，立足快速增长的服务器 PCB 行业，具有较强的业务延续性和竞争壁垒。

公司下游客户业绩预期持续增长,有望带动公司产品需求提升。公司印制电路板产品主要定位于服务器等中高端应用市场,在服务器 PCB 研发和制造领域具有丰富的行业经验,已积累了一批优质的客户资源,包括戴尔、工业富联、浪潮信息、联想等。伴随下游客户业绩增长,公司的产品需求也有望持续提升。

表12: 部分公司下游客户营业收入情况 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E
工业富联	43.96	51.18	53.72	62.66
浪潮信息	6.70	6.95	7.15	8.25
联想	48.99	48.37	47.20	50.05

资料来源: Wind, 民生证券研究院; 2023、2024 年各公司收入采用 Wind 一致预期

公司 7 成左右收入来自服务器,同时服务器板主要以八层和十六层板为主,因此八层及以上板收入主要受服务器板需求影响。2021 年,公司八层及以上板的销量和单价均有所提升,主要是因为人们对居家办公、在线教育、线上娱乐等需求呈现高速增长,各大云计算服务提供商对服务器等硬件设备采购量大幅增加;2022 年,受 Intel 和 AMD 新一代服务器芯片逐步投入量产影响,公司服务器板平均层数、工艺难度上升,使得八层及以上板的产量和销量有所回落,但服务器领域新料号产品的销售价格较高,叠加人民币贬值影响,八层及以上板平均销售价格上升 28.30%,带动销售收入增长 20.89%。

2023 年以来,由于全球服务器出货量下滑,预计公司八层及以上板收入增速有所放缓,而伴随着 2024 年服务器需求逐步回暖,以及人工智能带动 AI 服务器的需求量快速提升,同时凭借公司在全球领先的服务器客户端的卡位优势,预计公司 2024-2025 年八层及以上板的需求有望恢复较快增长。价格方面,2023 年公司产品在服务器芯片 Eagle Stream 平台产品进入成长期,2024-2025 年渗透率有望进一步提升,有望对公司服务器产品价格产生正向影响。我们预测公司八层及以上板业务在 2023-2025 年分别实现营收 18.95、24.60、30.55 亿元,同比增速分别为 12.5%、29.8%、24.2%。

表13: 2020-2025 年广合科技八层及以上板量价拆分及预测

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售面积 (万平方米)	55.97	62.98	59.35	53.42	63.03	72.48
YoY	-	12.5%	-5.8%	-10.0%	18.0%	15.0%
销售均价 (元/平方米)	1930.99	2212.5	2838.64	3548.30	3903.13	4215.38
YoY	-	14.6%	28.3%	25.0%	10.0%	8.0%
销售收入 (百万元)	1080.76	1393.50	1684.61	1895.32	2460.13	3055.48
YoY	-	28.9%	20.9%	12.5%	29.8%	24.2%

资料来源: 广合科技招股说明书, 民生证券研究院预测

毛利率方面,2020-2023 年 1-6 月公司八层及以上板的毛利率分别为 23.30%、17.74%、25.30%、32.58%。2021 年,受原材料涨价影响,公司八层及以上板平均销售成本同比上升 22.88%;同时,受人民币升值影响,八层及以上板平均销售

价格上涨幅度低于平均销售成本上涨幅度,导致整体毛利率下降 5.56%;随 Intel、AMD 芯片厂商相继推出新的服务器芯片,催生出服务器产品更新换代的需求,客户对公司八层及以上板的介损值、稳定性等方面提出了更高的要求,产品单价随之提升,2022 年以来公司八层及以上板的毛利率出现明显改善。

公司产品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,新平台产品对公司的盈利能力有较为明显的正向影响。2023 年公司产品在服务器芯片 Eagle Stream 平台产品开始快速放量, Birch Stream 平台已进入导入期,同时下游需求旺盛,新料号产品产量增加,2023 年 1-6 月八层及以上板平均销售单价同比上升 26.01%,八层及以上板中服务器板销售单价同比上升 30.62%,有望对毛利率产生较明显的正向贡献。**考虑到 2024-2025 年 Eagle Stream 平台渗透率仍在提升,同时 Birch Stream 平台产品也有望放量,预计 2023-2025 年公司该板块业务毛利率小幅回落,分别为 33.4%、33.2%、31.6%。**

#### (2) 四、六层板

2020-2023 年 1-6 月四、六层板业务占公司收入的比重分别为 25.11%、24.99%、21.98%、22.22%,公司四、六层板主要应用于消费电子、服务器、工业控制、汽车电子、安防等领域,公司四、六层板的下游需求较为分散,我们预计 2023-2025 年公司四、六层板的收入增速分别为 5.8%、20.4%和 20.4%,主要原因如下:

**工控领域需求有望维持稳健增长态势。**工业控制是指利用电子电气、机械和软件实现工业自动化,使工厂的生产和制造过程更加自动化和精确化,并具有可视可控性。工业控制产品需要技术和工艺水平高的 PCB 产品,是细分领域的高端市场。公司产品主要应用于工业机器人、工业相机、伺服驱动器、地质探测钻头等。根据 Prismark 的统计和预测,2021 年全球工业控制产值 2590 亿美元,预计 2021 年至 2026 年将以 4.1%的复合增长率增长。

**汽车电子下游需求持续增长。**PCB 在汽车电子中应用广泛,包括动力控制系统、安全控制系统、车身电子系统、娱乐通讯四大系统,因此汽车电子对于 PCB 的需求是多元化的。公司产品在汽车电子的应用包括汽车中控系统、照明系统、车载蓝牙、行车记录仪、倒车摄像头等,并积极拓展新能源汽车电子产品。据 WECC 统计,2020 年中国大陆 PCB 市场下游应用场景中,汽车电子需求占比 16%,是 PCB 的重要下游应用场景之一,在汽车电动化水平不断提高的过程中,全球单车平均汽车电子价值量有望持续增长,据 Prismark 的统计和预测,2021 年全球汽车电子产值 2400 亿美元,预计 2021 年至 2026 年将以 7.0%的复合增长率增长。

**通信、安防等领域稳健增长。**公司安防领域产品主要应用在监控摄像头、烟雾报警器、人脸识别系统、门禁对讲系统等场景,通信领域产品主要应用在有源天线处理单元、射频拉远单元、小基地台、光模块等场景。据 WECC 统计,2020 年全球 PCB 下游应用场景中,通讯场景以 33%的需求占比排名第一,而公司 2022 年安防和通信领域的收入分别为 0.52、1.02 亿元,占公司营收比例分别为 2.28%、

4.48%，公司该板块业务收入仍有较大增长潜力。

2021年，公司四、六层板销量同比增长12.31%，同时四、六层板中价格较高的服务器板占比提高，销售单价同比增长12.26%，共同带动销售收入增加26.08%；2022年公司该板块业务收入增速放缓至同比增长1.45%，主要原因为全球经济下行，2022年终端客户需求疲软，四、六层板中安防、消费电子等产品销量下降。2023年公司下游需求有所恢复，但由于该板块业务中单价较低的汽车板占比上升，四、六层板业务收入增速呈现小幅恢复态势，而展望2024-2025年，公司四、六层板下游工控、汽车电子等领域需求稳步增长，预计公司该板块业务将恢复较快增长。**我们预测公司四、六层板业务在2023-2025年分别实现营收5.28、6.36、7.65亿元，同比增速分别为5.8%、20.4%、20.4%。**

**表14：2020-2025年广合科技四六层板量价拆分及预测**

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售面积（万平方米）	42.96	48.25	45.09	51.85	61.19	72.20
YoY	-	12.3%	-6.5%	15.0%	18.0%	18.0%
销售均价（元/平方米）	908.86	1020.28	1107.59	1018.98	1039.36	1060.15
YoY	-	12.3%	8.6%	-8.0%	2.0%	2.0%
销售收入（百万元）	390.45	492.27	499.39	528.38	635.96	765.44
YoY	-	26.1%	1.4%	5.8%	20.4%	20.4%

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院预测

**毛利率方面**，2020-2023年1-6月公司四、六层板的毛利率分别为16.68%、10.62%、13.95%、15.65%，整体毛利率介于单双面板和八层及以上板之间。2021年，受原材料涨价及黄石广合产能爬坡影响，四、六层板平均销售成本上涨20.43%，毛利率有所下滑；2022年，随Dell新一代服务器PCB销售占比提高，公司四、六层板的毛利率有所恢复。

展望2023年-2025年，2023年起公司四、六层板下游需求有所恢复，伴随下游需求恢复，公司产能逐步爬坡和产能利用率提升，同时单价较低的汽车板行业需求增长相对稳定，2024年起对四六层板均价的影响减弱，我们认为2023-2025年公司四、六层板毛利率有望恢复并维持稳定，**预计2023-2025年公司该板块业务毛利率分别为16.0%、16.0%、16.0%。**

### (3) 单双面板

2020-2023年1-6月单双面板业务占公司收入的比重分别为5.38%、4.28%、3.86%、4.55%，公司单双面板产品收入占比较低，主要应用在消费电子、汽车电子等领域，2021-2022年公司该板块业务的收入增速分别为0.93%和4.06%，整体增速相对较慢，我们预测2023年公司该板块业务收入将呈现较快增长，2024-2025年收入增速相对放缓，2023-2025年收入增速分别为20.9%、11.1%和-9.1%，主要原因如下：

**消费电子需求相对较为平稳。**公司在消费电子领域的产品主要应用于打印机、笔记本电脑、耳机、健身器械等与现代消费者生活、娱乐息息相关的下游产品。近

年来，消费电子技术不断创新，全球消费电子行业呈现持续稳定的发展态势。根据 Prismark 的统计和预测，2021 年全球消费电子产值 3,660 亿美元，预计 2021 年至 2026 年将以 2.0% 的复合增长率增长。

公司 2021-2022 年单双面板销售量与销售价格基本维持稳定，收入增长相对平稳。而公司黄石广合产能利用率在 2023 年有所提升，使得单双面板出货量出现明显增长，预计 2023 年公司单双面板收入增速有望出现较快增长，而伴随黄石广合产能逐步达产以及公司的战略重心逐步转移至八层及以上板和服务器等高端应用领域，预计 2024-2025 年公司单双面板增速将有所回落。**我们预测公司单双面板业务在 2023-2025 年分别实现营收 1.06、1.18、1.07 亿元，同比增速分别为 20.9%、11.1%、-9.1%。**

**表15：2020-2025 年广合科技单双面板量价拆分及预测**

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售面积 (万平方米)	12.16	12.34	12.44	16.17	17.79	16.01
YoY		1.5%	0.8%	30.0%	10.0%	-10.0%
销售均价 (元/平方米)	687.17	683.95	705.72	656.32	662.88	669.51
YoY		-0.5%	3.2%	-7.0%	1.0%	1.0%
销售收入 (百万元)	83.59	84.37	87.79	106.14	117.92	107.19
YoY		0.9%	4.1%	20.9%	11.1%	-9.1%

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院预测

**毛利率方面**，2020-2023 年 1-6 月公司单双面板的毛利率分别为 19.20%、7.89%、10.57%、14.67%，相较于多层板，单双面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，平均销售单价和毛利率相对较低。2021 年，受原材料涨价及黄石广合产能爬坡影响，单双面板平均销售成本上涨 13.46%，导致单双面板毛利率下降 11.31%。

2023 年以来，公司单双面板平均销售价格有所下降，主要是下游安防行业需求提升，单价较低的光电板占比上升所致。展望 2024-2025 年，公司单双面板下游结构逐步稳定，产品销售均价也有望随之稳定，我们预计公司该板块业务毛利率维持低位，但伴随公司产能利用率提升，预计盈利能力小幅改善，**预计 2023-2025 年公司该板块业务毛利率分别为 6.8%、7.0%、7.2%。**

#### (4) 其他业务

公司其他业务收入主要来自废料废液销售收入，南方电网向公司支付的电费收入以及材料销售收入，其中废料废液销售收入占据其他业务收入比重的 90% 以上。PCB 生产过程中，会产生蚀刻废液、废弃的压合边框等废料废液，公司将废料废液销售给具有相关资质的回收公司，预计伴随公司收入增长，其他业务收入将维持稳步增长。毛利率方面，其他业务成本主要由废料废液成本、南方电网节能服务费、材料销售成本构成，毛利率有望维持稳定。**预计 2023-2025 年公司其他业务分别实现营收 1.48、1.55、1.63 亿元，同比增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%，毛利率参考 2022 年，预计 2023-2025 年毛利率均保持在 88.0%。**

表16: 2020A-2025E, 公司业务收入、毛利预测 (百万元)

产品名称	2020A	2021A	2022A	2023H1A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1607.45</b>	<b>2075.54</b>	<b>2412.39</b>	<b>1172.21</b>	<b>2677.47</b>	<b>3369.02</b>	<b>4090.87</b>
YOY	-	29.12%	16.23%	-	10.99%	25.83%	21.43%
<b>营业成本</b>	<b>1221.81</b>	<b>1663.99</b>	<b>1766.64</b>	<b>855.37</b>	<b>1822.76</b>	<b>2305.84</b>	<b>2851.92</b>
毛利率	21.42%	15.54%	22.24%	27.03%	31.92%	31.56%	30.29%
<b>八层及以上板</b>	<b>1080.76</b>	<b>1393.50</b>	<b>1684.61</b>	<b>812.91</b>	<b>1895.32</b>	<b>2460.13</b>	<b>3055.48</b>
YOY	-	28.94%	20.89%	-	12.51%	29.80%	24.20%
成本	828.93	1146.23	1258.36	548.06	1262.29	1643.37	2089.95
毛利	251.83	247.27	426.25	264.85	633.04	816.76	965.53
毛利率(%)	23.30%	17.74%	25.30%	32.58%	33.40%	33.20%	31.60%
<b>四、六层板</b>	<b>390.45</b>	<b>492.27</b>	<b>499.39</b>	<b>246.72</b>	<b>528.38</b>	<b>635.96</b>	<b>765.44</b>
YOY	-	26.08%	1.45%	-	5.81%	20.36%	20.36%
成本	325.32	439.99	429.72	208.11	443.84	534.20	642.97
毛利	65.13	52.28	69.66	38.61	84.54	101.75	122.47
毛利率(%)	16.68%	10.62%	13.95%	15.65%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>单双面板</b>	<b>83.59</b>	<b>84.37</b>	<b>87.79</b>	<b>50.52</b>	<b>106.14</b>	<b>117.92</b>	<b>107.19</b>
YOY	-	0.93%	4.06%	-	20.90%	11.10%	-9.10%
成本	67.54	77.71	78.51	43.11	98.92	109.67	99.47
毛利	16.05	6.66	9.28	7.41	7.22	8.25	7.72
毛利率(%)	19.20%	7.89%	10.57%	14.67%	6.80%	7.00%	7.20%
<b>其他业务</b>	<b>52.65</b>	<b>105.41</b>	<b>140.6</b>	<b>62.06</b>	<b>147.63</b>	<b>155.01</b>	<b>162.76</b>
YOY	-	100.21%	33.38%	-	5.00%	5.00%	5.00%
成本	6.42	11.22	17.13	56.09	17.72	18.60	19.53
毛利	46.23	94.19	123.47	5.97	129.92	136.41	143.23
毛利率(%)	87.81%	89.36%	87.82%	90.38%	88.00%	88.00%	88.00%

资料来源: 广合科技招股说明书, 民生证券研究院预测

期间费用方面, 公司 2020-2022 年期间费用率合计分别为 14.29%/12.58%/8.91%, 呈现下降趋势。我们预计在规模效应及公司经营效率提升的情况下, 公司四费率整体较为稳健, 假设 2023-2025 年期间费用率分别为 12.74%/13.35%/12.97%。

管理费用率: 管理费用率在 2020 年至 2022 年呈小幅波动趋势, 分别为 3.97%/4.16%/3.67%, 2021 年管理费用率上涨主要系公司管理人员数量及平均薪酬均有所增长, 2022 年管理费用率下降是由于公司优化管理结构, 管理人员人数有所下降, 虽然人均薪酬有所增长, 但整体呈现下降趋势。随着募投项目的投产, 预计公司将实现营收较快增长, 公司加强人员激励机制, 预计 2023-2025 年管理

费用稳中有增，分别为 3.60%/3.90%/4.00%。

**研发费用率:**研发费用率在 2020 至 2022 年度分别为 4.65%/4.46%/4.77%，2020-2022 年研发费用率波动幅度较小，呈现逐年上升的趋势。主要系由于业务规模扩大和客户数量增加，公司不断加大研发投入，提升技术生产能力并优化生产工艺，增强公司产品的竞争优势。公司维持技术领先性，持续保持研发强度，预计 2023-2025 年研发费用将会小幅提升，分别为 5.35%/5.50%/5.50%。

**销售费用率:**销售费用率在 2020 至 2022 年度呈现略微下降趋势，分别为 2.93%/2.91%/2.86%，2022 年的小幅下降主要系公司结合与主要客户的合作情况及信用风险评估情况，优化了出口信用保险的投保覆盖，使得保险费下降 11.06%，导致整体销售费用率小幅下降。随着公司销售收入目标的逐渐提升，人均薪酬及平均销售人员数量将有所增加，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 3.50%/3.80%/3.70%。

**财务费用率:**财务费用率在 2020 至 2022 年度分别为 2.74%/1.05%/-2.39%。公司财务费用率呈逐年下降趋势，由于广合科技业务主要为国外客户，公司出口业务以美元报价和结算，2020 和 2021 年受人民币升值的影响，公司产生汇兑损失，导致销售费用率较高。公司上市后的募投资金有利于减少利息费用、降低偿债风险，公司财务费用有望下降，预计 2023-2025 年公司财务费用率为 0.29%/0.15%/-0.23%。

**表17：2020A-2025E 费用预测（百万元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
管理费用	63.80	86.27	88.62	96.39	131.39	163.63
管理费用率	3.97%	4.16%	3.67%	3.60%	3.90%	4.00%
研发费用	74.81	92.58	115.10	143.24	185.30	225.00
研发费用率	4.65%	4.46%	4.77%	5.35%	5.50%	5.50%
销售费用	47.04	60.50	69.02	93.71	128.02	151.36
销售费用率	2.93%	2.91%	2.86%	3.50%	3.80%	3.70%
财务费用	44.04	21.79	-57.72	7.87	4.99	-9.33
财务费用率	2.74%	1.05%	-2.39%	0.29%	0.15%	-0.23%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 26.77 亿元、33.69 亿元和 40.91 亿元，同比增速分别为 11.0%、25.8%和 21.4%，归母净利润分别为 4.15 亿元、4.91 亿元和 5.72 亿元，同比增速分别为 48.3%、18.5%和 16.3%，对应 EPS 分别为 0.98、1.16 和 1.35 元/股。

**表18：盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2412	2677	3369	4091
增长率 (%)	16.2	11.0	25.8	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	280	415	491	572
增长率 (%)	176.6	48.3	18.5	16.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 6 广合科技估值分析

### 6.1 相对估值：预计合理市值区间为 64.40-72.80 亿元

根据证监会《中国上市公司协会上市公司行业统计分类指引》(2023 年修订)，公司主营业务属于计算机、通信和其他电子设备制造业(代码 CH3982)，截至 2024 年 3 月 7 日，中证指数有限公司发布的行业最近一个月平均静态市盈率为 27.73 倍。

PCB (Printed Circuit Board)，即印刷线路板，能够实现电子元器件之间的电气连接，是电子元器件的支撑体，有“电子产品之母”之称。鉴于公司主营业务是印制电路板的研发、生产和销售，产品以 8 层及以上 PCB 为主，具有代表性的产品包括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。2022 年印制电路板业务收入占公司总营收比重达 94.17%，故选择同样从事印制电路板的可比公司，我们从可比公司市盈率的角度进行相对估值。

可比公司的选择依据：公司的主营产品是 PCB，包括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，因此我们主要选择主营业务以大批量刚性电路板为主；产品下游应用领域包括服务器且与发行人在服务器板领域存在直接竞争关系；是 A 股上市公司，有公开披露的可比数据。招股书中主要选取了深南电路(002916.SZ)、沪电股份(002463.SZ)、胜宏科技(300476.SZ)、生益电子(688183.SH) 4 家企业作为可比公司。深南电路拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务，主要产品有背板、高速多层板、高频微波板、刚挠结合板、HDI 板等，产品以通信设备为核心，重点布局数据中心、汽车电子等领域，并持续深耕航空航天、工控医疗等领域，2022 年 PCB 业务占营收比重为 63.06%。沪电股份的主要产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板，并以办公及工业设备板等为有力补充，可广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、医疗设备、微波射频等多个领域，2022 年 PCB 业务占营收比重为 95.14%。胜宏科技主要产品包括双面板、多层板(含 HDI)等，产品广泛用于计算机、网络通讯、消费电子、汽车电子、工控安防、医疗仪器等领域，2022 年 PCB 业务占营收比重为 95.01%。生益电子 PCB 产品包括双面板、多层板等，且以 8 层以上的多层板为主，广泛用于通信设备、计算机/服务器、消费电子、工控医疗等领域，2022 年 PCB 业务占营收比重为 43.21%。其中胜宏科技在服务器领域有较好的客户合作基础，深南电路、沪电股份、生益电子将服务器板作为重要布局，产品布局与广合科技最为相似。

2022 年公司在下游服务器领域的营收占总营收约 70%，下游客户包含 DELL(戴尔)、浪潮信息、Foxconn(鸿海精密)等国内外知名服务器厂商和 EMS 企业。公司及子公司拥有 17 项核心技术，均来源于自主研发，核心技术共形成 23 项发明专利和 20 项实用新型专利。公司掌握高精度的制造工艺，建立了高度柔性

化的生产机制，将不断拓展特种电路板产品线。

营收端来看，公司营收持续增长且 PCB 业务占比高。公司业务快速发展，2019-2023 年 1-9 月公司营业收入分别为 13.34 亿元、16.07 亿元、20.76 亿元、24.12 亿元、19.61 亿元，2019-2022 年复合增速为 21.83%，高于行业内可比公司深南电路、沪电股份、胜宏科技和生益电子的平均值。从业务收入结构方面来看，广合科技的 PCB 业务收入占比为 94.17%。广合科技与同行业公司的市场占有率均不高，难以形成垄断地位，整体而言全球印制线路板行业集中度不高，生产商众多，市场竞争充分。2022 年公司营收稳定增长，行业内可比公司营收除生益电子外均实现小幅增长，主要系我国 PCB 产业保持较快增长，以服务器为代表的下游领域需求旺盛。

图32：2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收规模对比 (亿元)

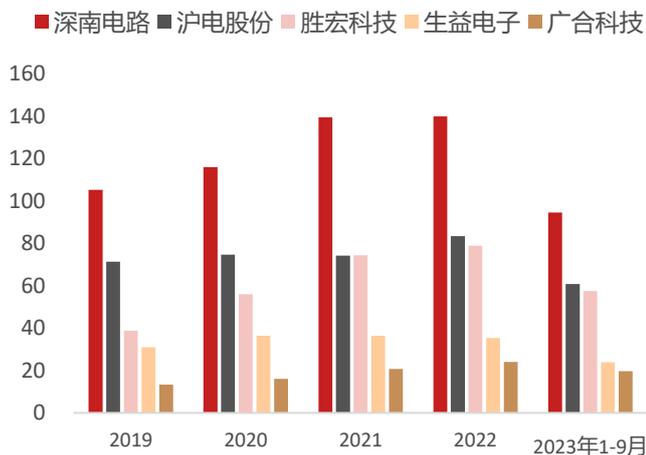
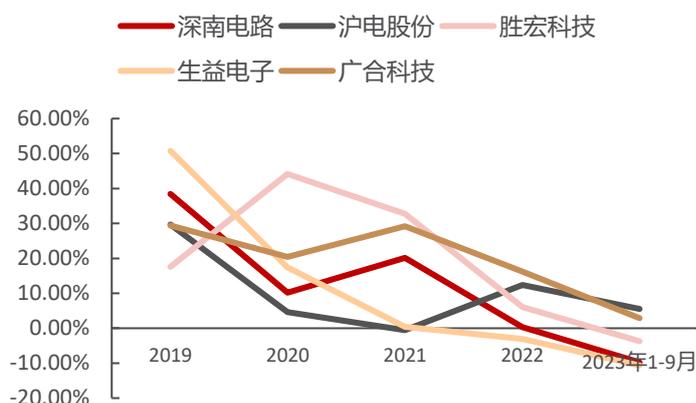


图33：2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收同比增长率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

表19：国内可比公司营收增长率对比

2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收 yoy 及 CAGR 对比 (%)						
	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月	CAGR
深南电路	38.44%	10.23%	20.19%	0.36%	-9.77%	9.96%
沪电股份	29.68%	465%	-0.55%	12.36%	5.52%	5.35%
胜宏科技	17.58%	44.15%	32.72%	6.10%	-3.72%	26.62%
生益电子	50.78%	17.35%	0.38%	-3.09%	-10.65%	4.51%
行业均值	33.17%	19.37%	16.39%	6.38%	-3.15%	13.65%
<b>广合科技</b>	<b>29.39%</b>	<b>20.46%</b>	<b>29.18%</b>	<b>16.18%</b>	<b>2.89%</b>	<b>21.83%</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

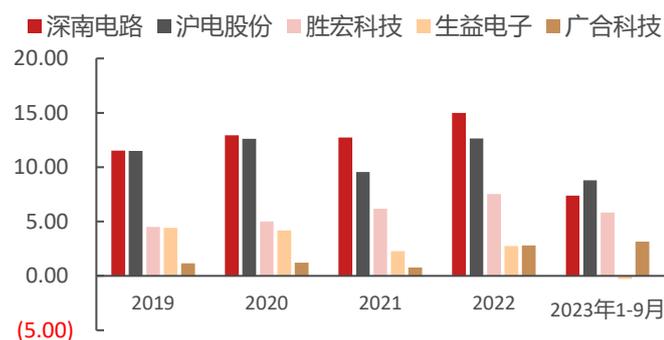
注：采用 2019-2022 年的数据计算 CAGR。

**表20：国内可比公司收入对比**

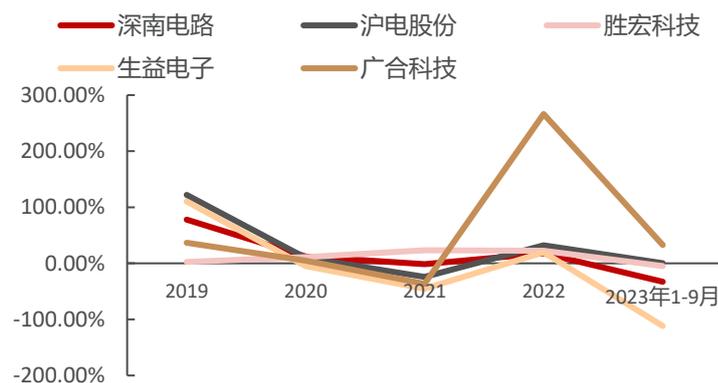
	2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收规模对比 (亿元)					2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润规模对比 (亿元)				
	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月
深南电路	105.24	116.00	139.43	139.92	94.61	11.52	12.94	12.72	14.98	7.37
沪电股份	71.29	74.60	74.19	83.36	60.82	11.48	12.62	9.57	12.65	8.78
胜宏科技	38.85	56.00	74.32	78.85	57.44	4.51	5.00	6.16	7.54	5.84
生益电子	30.96	36.34	36.47	35.35	23.91	4.41	4.19	2.28	2.73	-0.27
行业均值	51.94	59.80	69.03	72.32	51.28	18.57	7.19	6.30	8.14	4.98
<b>广合科技</b>	<b>13.34</b>	<b>16.07</b>	<b>20.76</b>	<b>24.12</b>	<b>19.61</b>	<b>1.15</b>	<b>1.20</b>	<b>0.76</b>	<b>2.80</b>	<b>3.17</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

**公司盈利能力持续提升。**2019-2023 年 1-9 月公司扣非归母净利润分别为 1.15 亿元、1.20 亿元、0.76 亿元、2.80 亿元和 3.17 亿元，2019-2022 年复合增速达 34.58%，位于行业内可比公司第一。

**图34：2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润规模对比 (亿元)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图35：2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润同比增长率情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表21：国内可比公司扣非归母净利润增长对比**

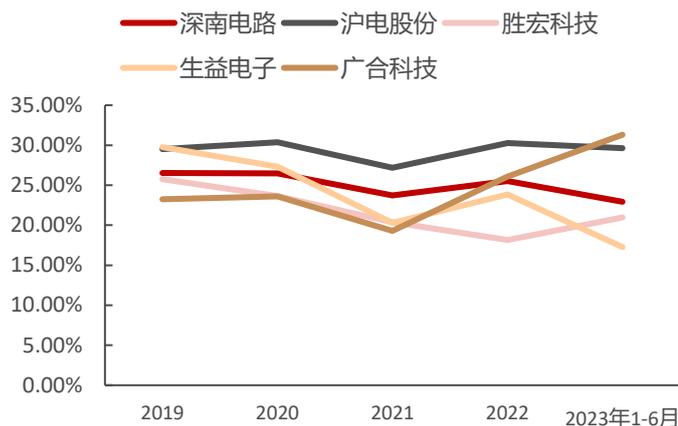
	2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润 yoy 及 CAGR 对比 (%)					
	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月	CAGR
深南电路	77.91%	12.36%	-1.73%	17.83%	-32.88%	9.17%
沪电股份	122.03%	9.95%	-24.22%	32.21%	0.46%	3.28%
胜宏科技	2.29%	10.94%	23.30%	22.37%	-4.89%	18.74%
生益电子	110.21%	-4.83%	-45.58%	19.71%	-111.79%	-14.73%
行业均值	69.85%	6.64%	-16.94%	71.67%	-23.24%	10.21%
<b>广合科技</b>	<b>36.81%</b>	<b>4.79%</b>	<b>-36.48%</b>	<b>266.22%</b>	<b>32.87%</b>	<b>34.58%</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

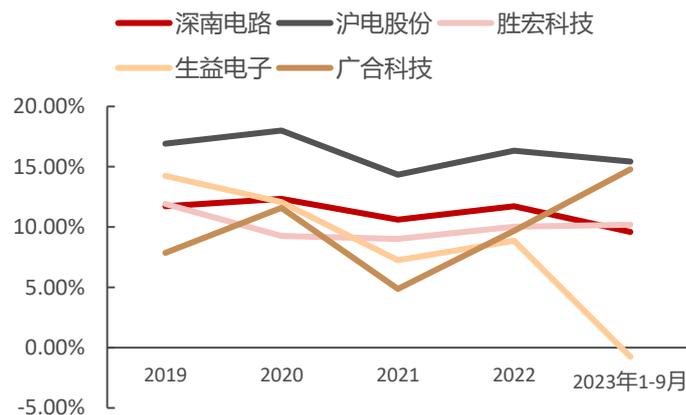
注：采用 2019-2022 年的数据计算 CAGR。

**公司毛利率波动较大，呈先下降后上升趋势。**2020 年至 2023 年 1-6 月广合科技毛利率为 23.59%、19.29%、26.06%、31.31%。最近三年，公司毛利率与同行业可比公司毛利率均值变化趋势保持一致。2020 年和 2021 年公司毛利率低于可比公司平均水平，主要系同行业可比公司收入规模远高于公司，单位生产成本更

低，且黄石广合处于试产和产能爬坡阶段，拉低了公司整体毛利率。2022年，公司与同行业可比公司毛利率均有所提升，高于可比公司平均水平，主要系公司新一代服务器 PCB 占比提高所致。2023年1-6月，公司新一代服务器 PCB 占比提高，新产品价格和利润率较高，同时受美元兑人民币汇率上升、原材料价格下降等因素影响，公司毛利率有所上升，与同行业可比公司毛利率均值变化趋势不同。

**图36：2019-2023年1-6月可比公司毛利率对比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图37：2019-2023年1-9月可比公司净利率对比**


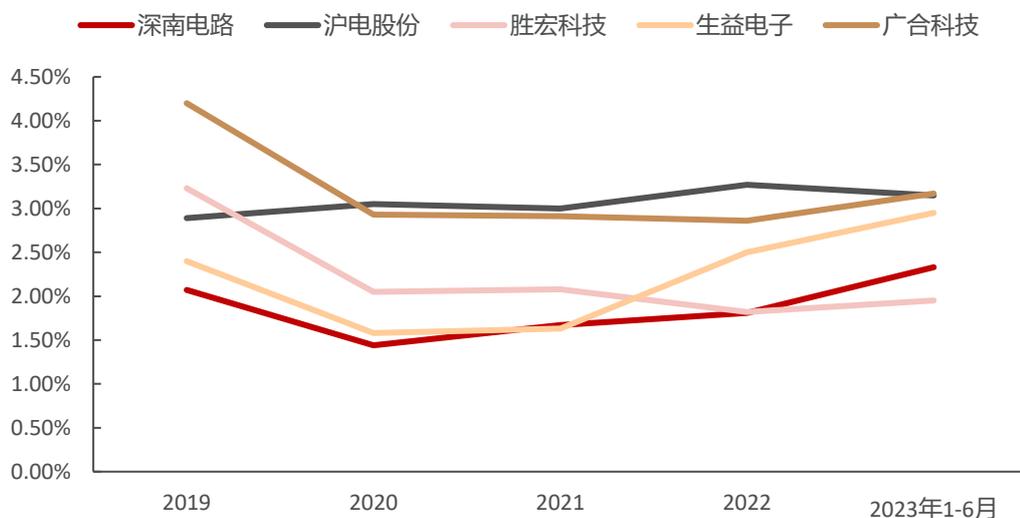
资料来源：wind，民生证券研究院

**表22：国内可比公司盈利能力对比**

	2019-2023年1-6月国内可比公司毛利率对比 (%)					2019-2023年1-9月国内可比公司净利率对比 (%)				
	2019	2020	2021	2022	2023年1-6月	2019	2020	2021	2022	2023年1-9月
深南电路	26.53%	26.47%	23.71%	25.52%	22.93%	11.73%	12.34%	10.62%	11.72%	9.60%
沪电股份	29.53%	30.37%	27.18%	30.28%	29.62%	16.92%	18.00%	14.34%	16.34%	15.42%
胜宏科技	25.75%	23.66%	20.37%	18.15%	20.96%	11.92%	9.27%	9.02%	10.03%	10.20%
生益电子	29.76%	27.30%	20.29%	23.85%	17.27%	14.24%	12.08%	7.24%	8.85%	-0.75%
行业均值	26.96%	26.95%	22.89%	24.45%	22.70%	12.54%	12.66%	9.22%	11.32%	9.85%
广合科技	23.25%	23.59%	19.29%	26.06%	31.31%	7.87%	11.59%	4.87%	9.68%	14.79%

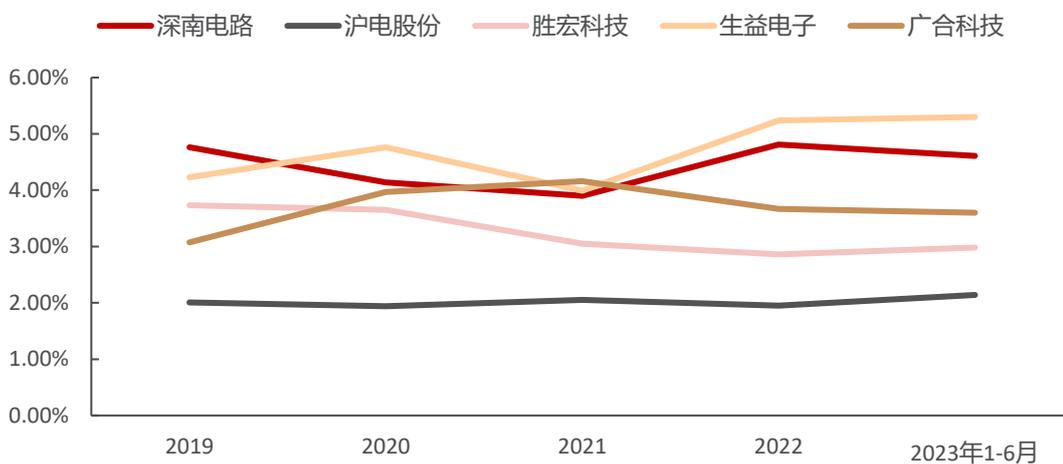
资料来源：Wind，民生证券研究院

2019-2023年1-6月广合科技的销售费用率分别为4.20%、2.93%、2.91%、2.86%和3.17%。公司销售费用率高于同行业可比公司的平均值，系公司外销收入占比较高，为拓展客户资源和提升客户服务，支付给代理商的佣金较多，且同行业可比公司的销售收入规模略高于公司，职工薪酬等销售费用占营业收入的比例更低。

**图38: 国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月销售费用率对比**


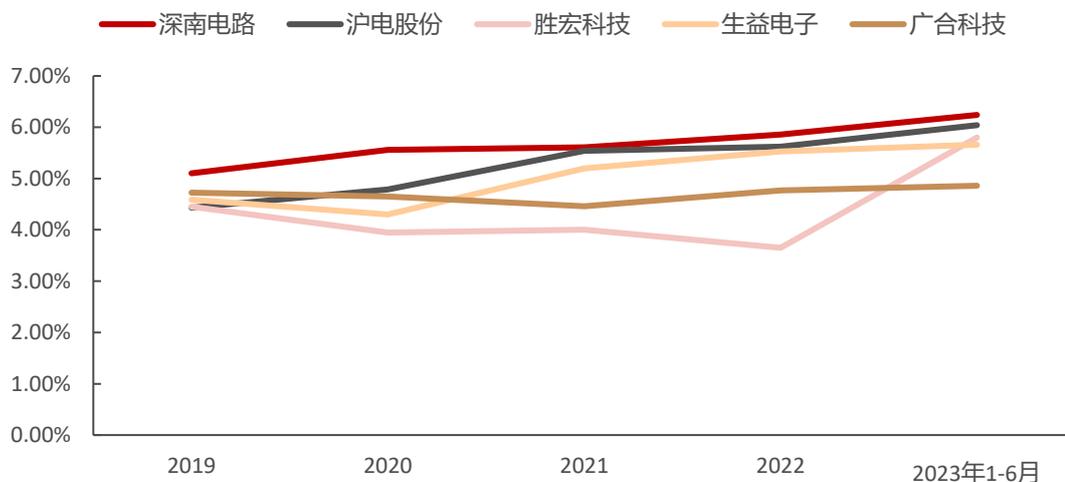
资料来源: 广合科技招股说明书, Wind, 民生证券研究院

2019-2023 年 1-6 月广合科技的管理费用率分别为 3.07%、3.97%、4.16%、3.67%和 3.60%。公司管理费用率与同行业可比公司基本相当。2021 年其管理费用率明显高于同行业可比公司及行业平均值, 剔除股份支付后, 公司的管理费用率为 3.81%, 接近同行业平均水平。

**图39: 国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月管理费用率对比**


资料来源: 广合科技招股说明书, Wind, 民生证券研究院

2019-2023 年 1-6 月广合科技的研发费用率分别为 4.72%、4.65%、4.46%、4.77%和 4.86%。公司通过不断加大研发投入, 提升技术生产能力并优化生产工艺, 增强公司产品的竞争优势, 公司研发费用率高于胜宏科技, 低于深南电路、沪电股份, 与同行业可比公司不存在明显差异。

**图40：国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月研发费用率对比**


资料来源：广合科技招股说明书，Wind，民生证券研究院

广合科技与可比公司在经营情况、市场地位、技术实力、衡量核心竞争力的关键业务数据、指标等方面的比较情况：

广合科技与同行业可比公司在主要产品、应用领域对比情况如下：广合科技主要产品类型包括单双面板、四/六层板和八层及以上 PCB 板，主要定位于中高端应用市场，产品精度、可靠性和密度等性能指标表优秀，下游应用领域包括服务器、通信、消费电子、汽车电子、安防电子、工业控制等领域。公司已逐步形成“以产定购”的采购模式、“以购定产”的生产组织模式和“直销为主、贸易商及 PCB 企业为辅”的销售模式。公司结合了下游客户的各类产品的定制化需求，掌握高精度的制造工艺，建立了高度柔性化的生产机制，将不断拓展特种电路板产品线。

**表23：国内可比公司主要产品及应用领域对比**

公司名称	成立时间	上市时间	主要产品	应用领域
深南电路 (002916.SZ)	1984 年 7 月	2017 年 12 月	背板、高速多层板、高频微波板、刚挠结合板、HDI 板等	以通信设备为核心，重点布局数据中心、汽车电子等领域，并持续深耕航空航天、工控医疗等领域
沪电股份 (002463.SZ)	1998 年 6 月	2010 年 8 月	14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板，并以办公及工业设备板等为补充	以通讯设备、汽车电子为主，数据中心是重点发展应用领域
胜宏科技 (300476.SZ)	2006 年 7 月	2015 年 6 月	双面板、多层板（含 HDI）等	计算机、网络通讯、消费电子、汽车电子、工控安防、医疗仪器等领域，主要有富士康、技嘉、海康威视、海信、戴尔、华硕、TCL、德赛西威、台达等客户
生益电子 (688183.SH)	1985 年 8 月	2021 年 2 月	双面板、多层板，以 8 层以上的多层板为主	以通信设备、网络设备为主，计算机/服务器、消费电子、工控设备等领域为辅
广合科技	2002 年 6 月	-	以高速多层板为主，产品类型涵盖 HDI 板、厚铜板、高频板等	以服务器为主，消费电子、工业控制、安防电子、通信、汽车电子等其他领域为辅

资料来源：广合科技招股说明书，民生证券研究院

**公司与可比公司在 2019-2021 年中国电子电路行业排行榜的排名情况对比**

如下：广合科技在行业内排名自 2019 年至 2021 年稳步上升，目前在综合 PCB 企业中排名第 39 位，在内资 PCB 企业中排名第 20 位，是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商。

**表24：国内可比公司市场地位对比**

公司名称	综合 PCB 企业排名			内资 PCB 企业排名		
	2021 年	2020 年	2019 年	2021 年	2020 年	2019 年
深南电路	4	4	4	2	2	2
沪电股份	12	9	8	-	-	-
胜宏科技	11	14	18	4	4	6
生益电子	23	20	30	10	7	13
<b>广合科技</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>54</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>66</b>

资料来源：广合科技招股说明书，CPCA，民生证券研究院

**2019 年至 2023 年 1-9 月，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.62 亿元、3.34 亿元、2.19 亿元、4.31 亿元和 3.29 亿元。**2019 年至 2023 年 1-9 月公司经营活动产生的现金流量净额合计高于报告期内的净利润合计，主要系公司各期折旧、摊销等未付现的金额较大，且 2020 年和 2021 年公司经营性应付项目的增加额高于经营性应收项目的增加额，经营活动产生的现金流量净额增加较多。2022 年公司原材料采购规模下降同时加大了应付账款的支付力度，经营性应付项目减少，经营活动产生的现金流量净额与净利润的差异较前期有所下降。

**表25：国内可比公司现金流对比**

	国内可比公司 2019-2023 年 1-9 月经营现金流对比 (亿元)					国内可比公司 2019-2023 年 1-9 月经营现金流/营收对比 (%)				
	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月	2019	2020	2021	2022	2023 年 1-9 月
深南电路	12.63	18.00	23.42	31.80	15.50	12.00%	15.52%	16.80%	22.73%	16.38%
沪电股份	10.64	15.65	14.10	15.66	17.20	14.93%	20.98%	19.01%	18.78%	28.29%
胜宏科技	7.38	9.64	7.93	12.40	7.11	19.00%	17.21%	10.66%	15.73%	12.37%
生益电子	2.63	8.38	4.21	7.41	3.59	8.48%	23.07%	11.55%	20.96%	15.01%
行业均值	7.18	11.00	10.37	14.32	9.34	14.82%	19.51%	13.72%	19.21%	17.76%
<b>广合科技</b>	<b>2.62</b>	<b>3.34</b>	<b>2.19</b>	<b>4.31</b>	<b>3.29</b>	<b>19.68%</b>	<b>20.76%</b>	<b>10.57%</b>	<b>17.86%</b>	<b>16.77%</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

**2019 年至 2023 年 1-6 月，公司外销比率为 71.38%、75.17%、75.96%、82.67%和 81.86%，外销比例持续增长。**公司产品销售以外销为主，外销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，因此，公司外销产品大部分在中国大陆继续组装加工，小部分出口至亚洲其他国家及地区、欧洲、美洲。广合科技客户资源优质，来自于鸿海精密、戴尔、广达电脑、捷普等客户的出口收入增长较快，使得外销收入占比逐年增加。2022 年由于深南电路、生益电子等加大了服务器 PCB 市场的开拓力度，公司在浪潮信息的供应份额和盈利受到一定程度的冲击，内销收入占比减少。

**表26：国内可比公司外销业务对比**

国内可比公司 2019-2022 年外销业务收入比率对比 (%)				
	2019	2020	2021	2022
深南电路	27.27%	26.72%	30.24%	37.49%
沪电股份	46.07%	53.23%	67.73%	79.37%
胜宏科技	53.65%	57.88%	63.97%	62.22%
生益电子	17.56%	15.60%	29.94%	39.64%
行业均值	43.19%	45.72%	53.57%	60.28%
<b>广合科技</b>	<b>71.38%</b>	<b>75.17%</b>	<b>75.96%</b>	<b>82.67%</b>

资料来源：广合科技招股说明书，Wind，民生证券研究院

2020-2022 年公司外销毛利率高于内销毛利率，主要系公司产品以外销为主，且外销产品比例逐年增长，已超过总营收的 70%。我们预计随着公司生产规模的增加和业务的快速发展，外销毛利率水平将持续高于内销毛利率水平。

**表27：广合科技内外销分应用领域毛利率情况**

2020-2022 年公司内外销毛利率情况			
	2020	2021	2022
内销	15.80%	7.59%	0.25%
外销	23.35%	18.10%	26.84%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2019-2022 年，公司有息负债/货币资金为 0.38、0.93、1.36、1.20，低于行业均值。公司有息负债/总资产为 0.04、0.09、0.08、0.10，低于行业均值。综合比较，公司偿债能力略高于行业均值，抗风险能力较强。

**表28：国内可比公司偿债能力对比**

	国内可比公司 2019-2022 年有息负债/货币资金对比				国内可比公司 2019-2022 年有息负债/总资产对比			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
深南电路	2.05	4.04	4.67	1.39	0.24	0.15	0.17	0.13
沪电股份	0.89	1.13	1.32	1.15	0.07	0.11	0.14	0.12
胜宏科技	2.27	4.92	4.26	3.21	0.12	0.23	0.18	0.25
生益电子	5.41	10.33	0.94	0.96	0.29	0.36	0.17	0.16
行业均值	2.20	4.27	2.51	1.58	0.15	0.19	0.15	0.15
<b>广合科技</b>	<b>0.38</b>	<b>0.93</b>	<b>1.36</b>	<b>1.20</b>	<b>0.04</b>	<b>0.09</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

销售及回款方面，2020-2022 年广合科技销售商品、提供劳务收到的现金分别为 16.08、17.75、24.85 亿元；收现比分别为 100.06%、87.50%、103.03%，2022 年高于行业均值，公司销售及回款情况良好。

**表29：国内可比公司销售商品、提供劳务收到的现金，营业收入，销售收入收现比对比**

	国内可比公司销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)			国内可比公司营业收入 (亿元)			国内可比公司销售收现比 (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
深南电路	108	125.08	140.34	116.00	139.43	139.92	93.10%	89.71%	100.30%
沪电股份	79.96	76.74	86.85	74.60	74.19	83.36	107.18%	103.44%	104.19%
胜宏科技	44.17	65.75	82.94	56.00	74.32	78.85	78.88%	88.47%	105.19%
生益电子	39.56	35.73	35.45	36.34	36.47	35.35	108.88%	97.96%	100.29%
<b>行业均值</b>	<b>57.55</b>	<b>64.21</b>	<b>74.09</b>	<b>59.80</b>	<b>69.03</b>	<b>72.32</b>	<b>97.62%</b>	<b>93.02%</b>	<b>102.60%</b>
<b>广合科技</b>	<b>16.08</b>	<b>17.75</b>	<b>24.85</b>	<b>16.07</b>	<b>20.76</b>	<b>24.12</b>	<b>100.06%</b>	<b>85.50%</b>	<b>103.03%</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

我们选择可比公司 2022 年经审计的扣非归母净利润、2022 年经审计的归母净利润以及 2023 年度预测的归母净利润计算可比上市公司算术平均市盈率，由于生益电子在 2023 年 PCB 市场需求持续疲软的形势下，公司销量虽同比上升，但产品价格同比下降较大且大于成本降价幅度，导致毛利率同比下降，盈利减少，叠加东城四期项目投产初期，规模效益未显现，项目处于亏损，因此公司利润对比上年同期大幅下降，其市盈率 (TTM，截至 2024.03.07) 为正值 112.81，该数值难以反映行业真实的盈利水平及成长性，因此我们将其市盈率 (TTM，截至 2024.03.07) 视为极值剔除。

截至 2024 年 3 月 7 日，**可比上市公司 2022 年市盈率 (扣非)** (收盘价\*当日总股本/发行前一年经审计的扣除非经常性损益的归属于母公司股东的净利润) 均值为 30.77 倍；

截至 2024 年 3 月 7 日，**可比上市公司 2022 年市盈率** (收盘价\*当日总股本/发行前一年经审计的归属于母公司股东的净利润) 均值为 28.30 倍。

截至 2024 年 3 月 7 日，**可比上市公司 2023 年市盈率** (收盘价\*当日总股本/发行当年预测的归属于母公司股东的净利润) 均值为 30.02 倍。

**表30：可比公司市盈率 (截至 2024.03.07)**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率			TTM
			2022A 扣非	2022A	2023E	2022A 扣非	2022A	2023E	
002916.SZ	深南电路	73.92	2.92	3.20	2.86	27.80	25.40	28.40	30.49
002463.SZ	沪电股份	28.34	0.66	0.71	0.76	43.53	40.42	37.96	39.52
300476.SZ	胜宏科技	25.18	0.87	0.92	1.06	27.40	26.13	22.61	28.04
688183.SH	生益电子	8.37	0.33	0.38	0.26	24.36	21.27	31.10	112.81
	算术平均 (含极值)					<b>30.77</b>	<b>28.30</b>	<b>30.02</b>	<b>52.72</b>
	算术平均 (剔除极值)					<b>30.77</b>	<b>28.30</b>	<b>30.02</b>	<b>32.69</b>
	广合科技	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

注：①可比公司数据采用 wind 一致预期。

②生益电子在 2023 年扣非归母净利润同比降幅较大。市盈率 (TTM，截至 2024.03.07) 为正值 112.81，将其市盈率 (TTM，截至 2024.03.07) 作为极值剔除。所以进一步计算了剔除了生益电子的行业平均市盈率，作为剔除极值及数据缺失项的市盈率算术平均值。

与可比公司相比，广合科技深耕 PCB 领域，产品定位中高端市场；公司下游拓展广泛，尤其在服务器领域积累了丰富的客户资源。随着电子信息产业的蓬勃发展，对 PCB 旺盛的需求将为公司未来增长打开想象空间。

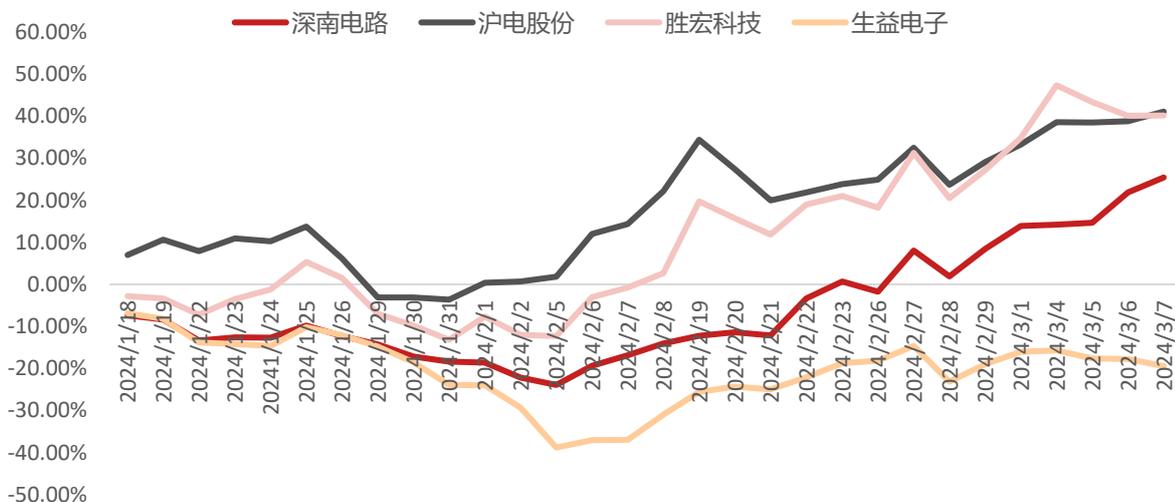
**公司产品以 8 层及以上 PCB 为主，在产品精度、密度和可靠性等方面具有较高要求，市场布局覆盖“云、管、端”三大板块，有良好的发展前景。**

**公司下游市场广泛，需求持续旺盛。**公司产品主要应用于服务器、消费电子、工业控制、安防电子、通信、汽车电子等领域，其中服务器用 PCB 产品的收入占比约达 70%，是公司产品最主要的下游应用领域，代表客户包括戴尔、浪潮信息等。服务器 PCB 产品需要与服务器芯片保持同步代际更迭，对产品技术迭代速度要求较高，公司 PCB 产品已应用于 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，同时公司在 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，能够满足服务器厂商的多应用场景和多型号需求，具有较强的业务延续性和竞争壁垒。根据 Prismark 的数据，2021 年全球服务器用 PCB 的产值为 78.04 亿美元，预计 2026 年产值达到 124.94 亿美元，2021-2026 年的 CAGR 达到 9.9%，增速快于其他 PCB 品类，为公司提供稳定的下游产品需求。

**公司综合实力不断提升，行业地位逐步提高。**公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，且从行业整体来看，根据 CPCA 公布的《中国电子电路行业排行榜》，2017-2022 年期间，广合科技在综合 PCB 和内资 PCB 的排名呈现稳步提升的趋势，2022 年公司在综合 PCB 企业中排名第 36 位，内资 PCB 企业中排名第 19 位。公司与国内外知名服务器厂商和 EMS 企业建立了良好的合作关系、具有较强的业务延续性和竞争壁垒。

**公司核心技术丰富，持续加大研发投入。**广合科技作为国家高新技术企业，深耕高速 PCB 领域多年，已积累印制电路板领域丰富经验，截至 2023 年 3 月底，公司已拥有 40 项发明专利和 90 项实用新型专利，且在生产经营过程中积累多项非专利技术，且拥有多项核心技术。公司重视研发创新，不断加大研发投入，提升公司技术生产能力和工艺水平，2020-2022 年公司研发投入分别为 7480.74/9258.10/11509.51 万元，两年复合增长率为 24.04%，研发费用占营收比例分别为 4.65%/4.46%/4.77%，呈上升趋势。

**行业公司短期受市场影响股价变化较大，而广合抗风险能力较强。**广合科技的国内可比公司包括深南电路、沪电股份、胜宏科技和生益电子。受市场波动影响，广合科技可比公司近期股价变化较大。其中沪电股份股价表现较好，主要原因为沪电股份下游应用主要为基站领域，行业壁垒较高，而广合科技下游应用 70%左右来自服务器领域，行业和客户壁垒较高的同时，也有较快的行业增速。因此在可比公司中，广合科技的抗风险能力相对较强。

**图41：国内可比公司近 30 个交易日（2024 年 1 月 18 日-2024 年 3 月 7 日）股价走势**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**相对估值结论：**综上所述，公司 PCB 产品在服务器领域积累了深厚技术与众多行业客户资源，并进一步拓展在消费电子、工业控制等领域的业务，未来有望伴随大客户的成长。我们参考可比公司 2022 年市盈率平均值为 28.30 倍，同时考虑到公司客户资源优质，营收主要来自于服务器这一未来增长潜力较大的行业，给予广合科技 2022 年市盈率的 26 倍估值上限；考虑到公司前五大客户集中度相对较高，存在大客户营收波动影响公司业绩的可能，给予广合科技略低于可比公司 2022 年市盈率的 23 倍估值下限。综上，广合科技 2022 年归母净利润为 2.80 亿元，扣除非经常性损益后的归母净利润为 2.80 亿元，给予 23-26 倍市盈率估值区间，对应市值 64.40-72.80 亿元，对应 2023 年预测归母净利润 4.15 亿元的市盈率为 15.52-17.54 倍。

## 6.2 绝对估值：预计合理市值区间为 60.31-68.90 亿元

由于公司已进入盈利期，未来年度盈利状况及风险可预测且可用货币衡量，具备使用 DCF 模型的条件。因此，我们将对 DCF 模型中所涉及的参数进行合理假设，然后计算公司发行后合理股权价值。DCF 模型的具体假设及依据如下：

**Rf：**为无风险利率。根据 Wind 数据，截至 2024 年 3 月 7 日，我国 10 年期国债收益率为 2.27%，因此，我们假设无风险利率为 2.27%；

**Rc：**为公司特质性风险溢价。考虑到公司 PCB 产品在 AI 服务器渗透节奏存在不确定性，基于保守与审慎的预计，我们在原有权益资本成本计算的基础上，额外考虑了 3.0% 的公司特质性风险溢价。

**Rm：**选取沪深 300 指数近十年(2014 年 3 月 7 日至 2024 年 3 月 7 日)市盈率中位数 12.42x，取倒数计算得到市场收益率为 8.05%，进而得到风险溢价(Rm-Rf)为 5.78%。

$\beta$ 系数：根据 Wind 数据，广合科技所处行业为证监会行业分类中的计算机、通信和其他电子设备制造业。参考标的指数为沪深 300，时间范围为最近 60 个月，该行业加权调整 beta 系数为 0.9388。可比公司深南电路、沪电股份、胜宏科技、生益电子 beta 系数分别为 1.1247、1.0218、1.1563、0.9599，均值为 1.066，与行业加权调整 beta 系数相接近，审慎考虑下我们假设公司 beta 系数与可比公司均值持平，取 beta 系数为 1.066。

$K_e$ ：即公司权益资本成本。根据 CAPM 模型计算得到  $K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = 2.27\% + 1.066 \cdot (8.05\% - 2.27\%) + 3.0\% = 11.43\%$ ；

$K_d$ ：考虑长期利率的情况（参考 2024 年 2 月贷款市场报价利率=3.95%），税前债务成本为 3.95%；

税率 T：2020-2022 年公司税率分别为 10.7%/-5.4%/10.0%，考虑到广合科技已进入稳定经营状态，预期未来税收政策不会发生较大变化，审慎考虑下按 12.0% 的合理税率计算；

债务资本比重 ( $W_d$ )：以可比公司平均水平作为目标资本结构，可比公司平均付息债务占总资本比重为 3.66%，因此公司  $D/(D+E)$  取 3.66%。

WACC：公式如下：

【 $WACC = K_d \cdot W_d \cdot (1-T) + K_e \cdot (1-W_d)$ 】即  $4.2\% \times 3.66\% \times (1-12.0\%) + 11.41\% \times (1-3.66\%) = 11.14\%$ ；

按此假设条件，测算 WACC 值为 11.14%。

存货方面：公司 2020-2022 年存货周转天数分别为 57、97、73 天，21 年公司黄石新工厂投产，覆铜板、半固化片、铜球、铜箔、金盐、干膜等原材料备料增加，且 4Q20 开始覆铜板等主要原材料供应趋紧，价格相应上涨，公司为避免原材料短缺和涨价影响正常生产，原材料备货有所增加；同时受黄石工厂投产及下游“缺芯”导致客户提货放缓影响，库存商品亦增加。22 年原材料价格下降，公司主动减少原材料备货。我们认为由于服务器向 EGS 新平台升级，公司或需增加更多高速覆铜板等原材料备货以满足客户需求，导致存货周转天数增加至 80 天，随着黄石及东莞工厂产线建设完毕进入正常投产，预计在 24、25 年存货周转天数逐步回落至 75、70 天。

**显性预测期假设 (2023 年-2025 年)**：假设公司的发展符合企业发展阶段模型，公司当前仍然处于发展初期，2023-2025 年为显性阶段，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，预计 2023-2025 年营收分别为 26.78/33.69/40.91 亿元，归母净利润分别为 4.15/4.91/5.73 亿元，详细测算见后文收入拆分与预测。

**过渡期假设 (2026 年-2032 年)**：假设公司收入保持 5% 收入增速，主要原因在于：

## 1. 全球 PCB 行业中长期呈现持续增长趋势，且中国企业仍在全球制造格局中

**占据核心位置。**根据 PrismaMark 的数据，2022 年全球 PCB 市场规模估计为 817.41 亿美元，预计至 2027 年其市场规模将增加至 983.88 亿美元，CAGR3.8%，呈现稳定增长的态势。根据 PrismaMark 预测，未来中国大陆 PCB 行业仍将持续增长，预计 2021 年至 2026 年复合年均增长率为 4.3%，2026 年中国大陆 PCB 产值将达到 546.05 亿美元，中国仍将继续保持行业的主导制造中心地位。

**2.公司符合国家规划发展方向，保持较快发展。**我国先后通过出台《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》等政策方针，把 PCB 行业相关产品列为重点发展对象。在此期间公司获得了国家高新技术企业、制造业单项产品冠军等称号。公司营收及归母净利润保持较快，营收从 2020 年的 16.07 亿元增长至 2022 年 24.12 亿元，年复合增长率达 22.51%；在 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.56 亿元、1.01 亿元、2.80 亿元，CAGR 达 34.09%。根据 CPCA 的统计，公司 2021 年在综合 PCB 企业排名中位列第 39 位，在内资 PCB 百强企业排名中位列第 20 位，行业地位稳居前列。

**3.公司技术实力优秀，深耕服务器 PCB 领域，得到下游龙头客户高度认可。**公司是中国内资 PCB 企业中排名第一的服务器 PCB 供应商，服务器 PCB 产品占公司整体收入约 7 成，积累了一大批优质客户资源，如戴尔、浪潮、鸿海、广达、捷普、泰金宝、海康威视、英业达、霍尼韦尔、惠普、天弘、伟创力、华为、联想、中兴等，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 年至 2023 年上半年，共获得 22 次戴尔服务器 PCB 供应商评级第一名，并于 2022 年 2 月荣获戴尔服务器事业群颁发的 2021 年度最佳供应商奖；2018 年、2021 年荣获鸿海精密云端企业解决方案事业群颁发的“2017 年最佳策略供应商”奖和“2021 年最佳供应商”奖；2023 年荣获联想供应商大会“完美质量奖”，公司在服务器 PCB 领域得到下游头部客户高度认可。根据财报显示，戴尔 2023 财年实现总营收 1023.01 亿美元，2015-2023 财年期间 CAGR 为 8.28%；浪潮 2022 年实现总营收 695.25 亿元，2012-2022 年期间 CAGR 为 41.30%；鸿海 2022 年实现总营收 15061.76 亿元，2012-2022 年期间 CAGR 为 6.35%；广达 2022 年实现总营收 2930.96 亿元，2012-2022 年期间 CAGR 为 3.29%，公司下游大客户资源优质，戴尔、浪潮、鸿海、广达等均为行业龙头客户，且营收在长期呈现稳定增长态势。广合科技 2022 年实现总收入 24.12 亿元，CAGR 达 21.82%，实现归母净利润 2.80 亿元，CAGR 达 38.67%，历史上公司营收增长优于下游主要客户增长。

永续增长假设：1)根据清华大学国情研究院课题组预测，中国大陆 GDP 年均增速在 2020-2035 年达 4.84%-5.59%，在 2035-2050 年达 3.2%-3.95%。PCB 为电子电路之基石，长期来看将伴随电子产品的发展稳定增长，从长期历史数据看，根据国际货币基金组织数据，2000-2018 年中国大陆 GDP 平均年增速为 9.2%；根据 PrismaMark 数据，中国大陆同期 PCB 总产值年均复合增速达 13.5%，以高于 GDP 增速的速度成长。根据国际货币基金组织数据，2019-2024 年中国大陆 GDP 平均年增速为 4.88%，PrismaMark 预测 2022 至 2027 年全球 PCB 产值复合增

长率约为 3.8%。综上，我们参考我国 GDP 增速，并考虑到行业具有长期成长性  
的特点，做出永续增长 1.00%的保守假设。

**表31：公司 DCF 假设参数**

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率 RF	2.27%	债务资本比重 Wd	3.66%
公司β系数	1.066	公司特质性风险溢价 Rc	3.00%
市场收益率 Rm	8.05%	税率 T	12.00%
股权资本成本 Ke	11.43%	加权平均资本 WACC	11.14%
债务资本成本 Kd	3.95%	永续增长率 g	1.00%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

**表32：公司 DCF 模型 (单位：百万元)**

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	2,412.39	2,677.47	3,369.02	4,090.87	4,295.42	4,510.19	4,735.70	4,972.48	5,221.11	5,482.16	5,756.27
YoY	16.23%	10.99%	25.83%	21.43%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
EBIT	351.88	505.26	591.47	669.45	740.29	780.46	822.80	867.42	914.44	964.00	1,016.23
YoY	91.18%	43.59%	17.06%	13.18%	10.58%	5.43%	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%	5.42%
所得税税率	9.98%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
息前税后利润(NOPLAT)	316.77	444.63	520.50	589.11	651.45	686.81	724.06	763.33	804.71	848.32	894.29
加：折旧与摊销	144.30	157.60	172.85	200.78	235.85	279.33	326.76	377.64	430.85	487.00	546.11
减：营运资金的净变动	-184.54	-218.63	-57.46	-42.57	-7.67	-12.77	-13.11	-13.65	-14.27	-14.91	-15.62
减：资本性投资	-455.54	-347.10	-410.24	-397.99	-425.27	-420.25	-463.61	-466.90	-501.60	-554.62	-600.55
公司自由现金流量 FCFE	-179.00	36.50	225.64	349.33	454.36	533.11	574.10	660.42	719.69	765.79	824.23
折现系数		1.00	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39
FCFE 现值		36.50	203.02	282.81	330.97	349.41	338.55	350.42	343.59	328.95	318.57
FCFE 预测期现值	2,882.80										
FCFE 永续价值现值	3,173.03										
企业价值	6,055.83										
加：非核心资产负债及 盈余现金	35.25										
减：付息债务	303.19										

减：少数股东权益	0.00
股权价值 (发行前)	5,787.89
总股本 (发行前)	380.00
每股价值	15.23
总股本 (发行后)	422.30
股权价值	6,432.17

资料来源：wind，民生证券研究院测算

采用 DCF 估值法对公司进行绝对估值，计算出公司合理市值为 64.32 亿元。由于 WACC 和永续增长率的微小变动会对公司的价值产生较大的影响，故对两者做敏感性分析，得到可能的变化区间，在 WACC 为 10.7%-11.5%、永续增长率为 0.7%-1.3% 范围内，公司的参考市值区间为 60.31-68.90 亿元。

**表33：公司 DCF 估值敏感性分析 (市值，百万元)**

永续增长率	WACC				
	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%	11.9%
0.1%	6,721	6,407	6,116	5,846	5,596
0.4%	6,844	6,517	6,215	5,936	5,678
0.7%	6,975	6,634	6,321	6,031	5,764
1.0%	7,113	6,758	6,432	6,132	5,854
1.3%	7,262	6,890	6,550	6,238	5,950
1.6%	7,420	7,031	6,676	6,351	6,051
1.9%	7,589	7,182	6,810	6,470	6,159

资料来源：wind，民生证券研究院测算

### 6.3 合理估值区间：市值区间为 64.40-68.90 亿元，对应每股价格为 15.25-16.32 元/股

在相对估值法下，未来 6 个月公允价值为 64.40-72.80 亿元；在绝对估值法下，公司的参考市值区间为 60.31-68.90 亿元。对两种估值方法的参考市值区间取交集，未来 6 个月公允价值区间为 64.40-68.90 亿元。假设不采用超额配售选择权的情况下，按 2022 年经审计的归母净利润 2.80 亿元计算，对应 PE 区间为 23-25 倍；2022 年经审计的扣非归母净利润 2.80 亿元计算，对应的 PE 区间为 23-25 倍；按 2023 年预测归母净利润 4.15 亿元计算，对应 PE 区间为 16-17 倍。

## 7 风险提示

**1.关键假设发生变化导致盈利预测和估值分析变动的风险:**为进行盈利预测与估值分析,我们分别作出了相应的核心假设。若关键假设条件发生变化,会导致盈利预测和估值分析发生变动,可能与后续年份对应的企业实际经营绩效表现情况有所出入,出现数据误差风险。公司营收主要来源八层及以上板的变动对经营业绩的影响较大。由此,我们进行了如下假设:

假设 1: 若公司 2023 年八层及以上板营收表现与我们进行预测时所作出的关键假设一致;

假设 2: 若公司 2023 年八层及以上板营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 95%;

假设 3: 若公司 2023 年八层及以上板营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 90%;

假设 4: 若公司 2023 年八层及以上板营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 85%。

由此,我们可预测得出相应的公司业绩表现情况。在假设公司 2023 年八层及以上板营收表现与我们进行预测时所作出的关键假设变动 0%/-5%/-10%/-15% 的情况下,2023 年公司归母净利润分别为 4.15/3.98/3.82/3.66 亿元。

**表34: 2023 年公司八层及以上板营业收入下降对利润及估值结论的影响**

项目/年度	八层及以上板营业收入下降幅度			
	0%	-5%	-10%	-15%
归母净利润绝对值 (百万元)	4.15	3.98	3.82	3.66
EPS (元)	0.98	0.94	0.90	0.87
合理估值区间 (亿元)	66.36-70.50	63.75-67.73	61.14-64.96	58.53-62.19

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

假定永续增长率  $g$  波动给区间为 0.7%-1.3%, 加权资本成本 WACC 波动区间为 10.7%-11.5%, 进行敏感性分析, 公司的市值变化如表所示, 公司的绝对估值法市值变化区间取为 60.31-68.90 亿元。

**表35：公司 DCF 估值敏感性分析（市值，百万元）**

永续增长率	WACC				
	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%	11.9%
0.1%	6,721	6,407	6,116	5,846	5,596
0.4%	6,844	6,517	6,215	5,936	5,678
0.7%	6,975	6,634	6,321	6,031	5,764
1.0%	7,113	6,758	6,432	6,132	5,854
1.3%	7,262	6,890	6,550	6,238	5,950
1.6%	7,420	7,031	6,676	6,351	6,051
1.9%	7,589	7,182	6,810	6,470	6,159

资料来源：wind，民生证券研究院测算

**2.毛利率波动的风险。**2020年至2023年1-6月，广合科技毛利率为23.59%、19.29%、26.06%、31.31%。2020年和2021年公司毛利率低于可比公司平均水平，主要系同行业可比公司收入规模远高于公司，单位生产成本更低，且黄石广合处于试产和产能爬坡阶段，拉低了公司整体毛利率。2022年，公司与同行业可比公司毛利率均有所提升，主要系公司新一代服务器 PCB 占比提高所致。2023年1-6月，受新一代服务器 PCB 占比提高、美元兑人民币汇率上升、原材料价格下降等因素影响，公司毛利率有所上升。如果未来行业竞争进一步加剧导致产品销售价格下降，而公司未能及时通过提高技术水平和产品质量以应对市场竞争；或者原材料价格上升，而公司未能有效控制产品成本等情况发生，则存在毛利率下滑和盈利能力下降的风险。

**表36：2023年公司毛利率下降对利润及估值结论的影响**

项目/年度	毛利率下降幅度			
	-2.50%	-5%	-7.50%	-10%
净利润影响金额（百万元）	-19.01	-38.02	-57.03	-76.04
净利润影响比例（%）	-5%	-9%	-14%	-18%
净利润绝对值（百万元）	395.71	376.70	357.69	338.68
EPS（元/股）	0.94	0.89	0.85	0.80
合理估值区间（亿元）	63.31-67.27	60.27-64.04	57.23-60.81	54.19-57.58

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

**3.宏观经济及下游市场需求波动带来的风险：**印制电路板是电子产品的关键电子互连件，受全球宏观经济形势影响较大，与下游行业联系密切。

受金融危机影响，2009年PCB行业经历寒冬，根据Prismark统计，2009年全球总产值同比下降14.7%；随着各国积极应对，全球经济逐步复苏，PCB产值迅速恢复，2010年全球市场规模达到524.7亿美元，同比增长27.3%。可见，若宏观经济向好，下游行业景气程度较高时，印制电路板得到较好的发展；反之，若未来全球经济增速放缓甚至迟滞，印制电路板行业发展速度将放缓或陷入下滑，对公司的业务发展及营业收入增长产生负面影响。

2022 年，在俄乌冲突、欧洲能源危机等多重因素的影响下，经济复苏不确定性加深，全球处于去库存化状态，短期内，全球及中国大陆消费电子、个人计算机、5G 通讯领域 PCB 需求呈现疲态。2022 年，受消费电子行业市场需求疲软及终端客户去库存等因素影响，全球 PCB 总产值达到 817.40 亿美元，较 2021 年增幅为 1.0%，增速有所放缓，而中国大陆 PCB 产值出现下降，降幅为 1.4%。受此影响，其他 PCB 企业加大了服务器 PCB 市场的开拓力度，PCB 供应商之间竞争趋于激烈。公司经营业绩在短期内面临下滑的风险。

**4.市场竞争加剧的风险：**全球印制线路板行业集中度不高，生产商众多，市场竞争充分。2021 年全球排名第一的臻鼎销售金额为 55.34 亿美元，市场占有率约为 6.84%，而全球排名前十的 PCB 厂商合计市场占有率为 35.16%。与全球 PCB 行业相似，我国 PCB 行业市场竞争激烈。根据中国电子电路行业协会的统计数据，2021 年中国大陆 PCB 产值排名第一的鹏鼎控股（深圳）股份有限公司，营业收入为 333.15 亿元，市场份额约为 11.68%，排名前十的厂商合计市场份额约为 49.44%。在服务器 PCB 领域，公司主要竞争对手包括健鼎科技、金像电子、深南电路、沪电股份、生益电子及胜宏科技等企业，上述企业具备较强的资金及研发实力。

2022 年，全球及中国大陆消费电子、个人计算机、5G 通讯领域 PCB 需求呈现疲态。受此影响，深南电路、生益电子等以高多层 PCB 产品为主的企业加大了服务器 PCB 市场的开拓力度，内销市场竞争趋于激烈，而浪潮信息作为国内最大的服务器厂商，公司在浪潮信息的供应份额和盈利受到一定程度的冲击。2020-2022 年及 2023 年 1-6 月，公司在手订单金额分别为 16.55 亿元、24.90 亿元、22.10 亿元和 12.70 亿元。2022 年，公司月均在手订单金额 1.84 亿元，较 2021 年月均在手订单金额 2.08 亿元有所下降；2023 年 1-6 月，公司月均在手订单金额 2.12 亿元，订单承接逐步恢复。若公司未能持续提高自身技术水平、生产管理、产品质量以应对市场竞争，可能会在市场竞争中处于不利地位，公司存在因市场竞争导致被同行业产品挤压、经营业绩下滑的风险。

**5.二级市场波动的风险。**公司核心产品下游为 PCB 行业，选取中信行业分类 PCB 板块，截至 2024 年 3 月 7 日，该板块最近 6 个月涨跌幅为 2.73%。公司相对估值法下的市盈率可能会受到板块涨跌幅波动的影响，从而导致估值区间波动。若未来 6 个月公司相对估值法下的市盈率分别波动-10%、-5%、0%、5%、10%，则对公司合理估值区间的影响如下：

**表37：板块涨跌幅波动对相对估值结论的影响**

涨跌幅	市盈率变动幅度				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
2023 扣非归母净利润（亿元）	4.15	4.15	4.15	4.15	4.15
市盈率下限	14.40×	15.20×	16.00×	16.80×	17.60×
市盈率上限	15.30×	16.15×	17.00×	17.85×	18.70×
相对估值区间（亿元）	59.72-63.45	63.04-66.98	66.36-70.50	69.67-74.03	72.99-77.55

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

**6.原材料价格波动风险:** 公司原材料占主营业务成本的比例较高, 2020-2022年以及 2023 年 1-6 月平均约为 62.75%。公司生产经营所使用的主要原材料包括覆铜板、半固化片、铜球、铜箔、金盐、干膜等, 上述主要原材料价格受国际市场铜、黄金、石油等大宗商品的影响较大。

2020 年至 2023 年 1-6 月, 在其他因素不变的情况下, 覆铜板、半固化片、铜球、铜箔、金盐、干膜等主要原材料的采购均价变动 1%, 对公司利润总额的平均影响幅度分别为 3.08%、1.32%、0.33%、0.26%、0.27%、0.12%, 主要原材料的采购价格变动对公司利润总额的影响较大。

未来若原材料价格出现大幅波动, 公司不能采取措施将原材料上涨的压力转移或者通过新产品、新技术创新来抵消原材料价格上涨的压力, 又或者在原材料价格下跌趋势中未能做好存货管理, 公司的经营业绩将受到不利影响。

**7.贸易摩擦风险:** 公司产品以外销为主, 2020 年至 2023 年 1-6 月公司外销收入占当期主营业务收入的比例分别为 75.17%、75.96%、82.67%和 81.86%。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, 因此, 公司外销产品大部分在中国大陆继续组装加工, 小部分出口至亚洲其他国家及地区、欧洲、美洲。

如果因国际贸易摩擦而导致相关国家对我国 PCB 产品采取限制政策、提高关税及采取其他方面的贸易保护主义措施, 将会对我国 PCB 行业造成一定冲击, 从而可能对公司的业务发展产生不利影响。

**8.PCB 行业整合风险:** 近年来, PCB 企业的马太效应、头部效应越发明显, 截至目前, 已有数十家 PCB 及上下游企业完成在沪深交易所的挂牌, 头部 PCB 企业通过扩产、收购、产品升级等方式发展壮大, 并不断丰富业务布局、向上下游延伸、拓展海外布局。面对行业整合的大背景, 若公司无法在短时间内扩大生产规模、提高市场占有率, 则难以在 PCB 激烈的行业竞争中立足, 同时可能面临客户流失, 从而导致自身盈利能力降低的风险。

**9.技术研发及应用风险:** 随着 PCB 行业竞争逐渐激烈以及行业的发展, 技术能力成为企业在长期竞争中取得优势的重要因素。一方面, 产品的技术含量是下游客户选择供应商的重要标准; 另一方面, 产品的技术含量也影响企业自身的盈利能力。若公司不能紧跟 PCB 市场未来发展方向, 或存在技术研发失败、技术未能实现产业化情形, 将可能对公司的经营业绩带来不利影响。

**10.核心技术人员流失的风险:** PCB 行业不仅需要具备对产品结构、制造工艺进行深入研究和创新开发的能力, 以帮助客户快速完成新产品开发、抢占市场先机, 还需要具备满足客户优化产品的设计布局、提升产品稳定性需求的能力。因此, PCB 企业必须拥有大量的高素质复合型人才。而复合型专业人才的培育往往需要经过大量的知识体系训练和长期的行业经验积累, 耗时较长。若公司未来核心技术人员大面积流失, 公司生产经营尤其是新产品研发将受到较大的影响。

**11.下游应用领域集中风险：**目前公司生产的 PCB 主要应用于服务器、消费电子、工业控制、安防电子、通信、汽车电子等领域，其中服务器领域占比约 70%。2020 年至 2023 年 1-6 月公司服务器领域收入占当期主营业务收入比例为 65.87%、69.39%、71.98%和 70.44%，若未来下游服务器行业发生波动，且对 PCB 需求发生不利变化，可能对公司业务发展产生不利影响。

**12.客户集中的风险：**公司下游行业企业主要为规模较大的电子产品制造商，包括终端客户及 EMS 公司（电子制造服务商），如戴尔、浪潮信息、鸿海精密、广达电脑、英业达、捷普等。2020 年至 2023 年 1-6 月公司前五大客户销售额占同期主营业务收入的比例分别为 67.57%、70.53%、67.50%和 65.04%，客户相对集中。若公司因产品和服务质量不符合主要客户要求导致双方合作关系发生重大不利变化，或主要客户未来因经营状况恶化导致对公司的订单需求大幅下滑，均将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

**13.新项目投产初期亏损风险：**2021 年 8 月，子公司黄石广合多高层精密线路板项目一期第一阶段工程投产，产能尚处于爬坡阶段，黄石广合 2021 年、2022 年和 2023 年 1-6 月分别亏损 5,775.71 万元、4,477.46 万元和 2,582.45 万元。若上述项目未来无法及时扭亏为盈，可能对公司的整体经营业绩产生不利影响。

**14.产品质量风险：**公司产品是下游应用领域的重要材料，其质量稳定性对下游产品性能的稳定性和可靠性具有重要影响，因此公司十分重视产品质量，在生产流程中设置了针对在产品和产成品的多道检验和测试工序。但是，产品质量控制涉及环节多，管理难度大。如公司产品质量出现瑕疵，则可能引致产品质量纠纷，将对公司品牌声誉和产品销售造成不利影响，同时可能导致公司潜在的赔偿风险。

**15.应收账款余额较大风险：**2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年 1-6 月各期末，公司应收账款余额分别为 4.84 亿元、7.41 亿元、6.35 亿元及 8.15 亿元，占当期营业收入比例分别为 30.10%、35.69%、26.31%及 34.77%，应收账款周转率分别为 3.31 次、3.39 次、3.51 次及 3.23 次。如果下游客户遭遇财务状况恶化、经营危机或公司应收账款管理不善，公司应收账款不能按期收回或无法收回而发生坏账，将会影响公司的资金周转，对公司业绩和生产经营也将产生不利影响。

**16.所得税优惠政策变化的风险：**2020 年 12 月 1 日，公司通过高新技术企业复审，取得了 GR202044002284 号《高新技术企业证书》，证书有效期三年，公司 2020 年、2021 年、2022 年减按 15%缴纳企业所得税。公司《高新技术企业证书》于 2023 年 12 月到期，目前正在进行高新技术企业资格重新认定。

2020-2022 年公司高新技术企业所得税税收优惠金额分别为 91.23 万元、460.07 万元、1692.18 万元，占当期利润总额的比例为 0.52%、4.80%、5.45%。如果有关高新技术企业税收优惠政策发生变化，或公司不再具备享受上述优惠政策的条件，使得公司不能继续享受 15%的优惠所得税税率，公司的所得税费用将上升，盈利水平将受到不利影响。

**17.环保风险：**公司生产过程涉及到蚀刻、电镀等工序，会产生废水、废气及固体废物等污染物和噪声。若发生因管理疏忽或者不可抗力事件导致出现的环保事故，可能会给公司周围环境造成污染及触犯环保相关的法规，对公司经营造成不利影响。此外，随着大众环保意识的增强，政府对环境保护的关注度也在增加，不排除环保部门进一步提高对相关企业的环保要求，使公司加大环保设施及运营投入，增加环保成本，可能对公司经营业绩造成不利影响。

**18.社保及住房公积金补缴风险：**2020年至2023年1-6月公司存在未为部分员工缴纳社保及住房公积金的情况。经测算，2020年、2021年、2022年及2023年1-6月公司应缴未缴社保及住房公积金的金额分别为237.74万元、248.94万元、193.97万元及76.29万元，占当期利润总额的比例分别为1.37%、2.60%、0.62%及0.45%。公司存在社保及住房公积金补缴的风险。

**19.部分房产存在权利瑕疵的风险：**公司部分房产存在权利瑕疵，系公司加建的餐厅未取得产权证书、部分租赁房产尚未取得产权证书。公司加建的餐厅用途为员工食堂，公司承租的尚未取得产权证书房产用途为员工宿舍或办公，均不属于公司主要生产经营场地。如果公司上述加建餐厅被拆除或尚未取得产权证书的租赁房产不能继续使用，可能会对公司经营产生不利影响。

**20.固定资产折旧增加的风险：**本次募集资金投资项目将主要用于固定资产投资，固定资产的大幅增加将导致折旧费用的增加。如果市场环境发生重大不利变化，公司募投项目产生的收入未实现既定目标，则公司将面临固定资产折旧费用增加而导致公司盈利能力下降的风险。

**21.项目投产后的产能消化风险：**本次募集资金投资项目的实施依托现有工艺流程，建成达产后，将新增年产100万平方米多高层精密线路板，公司生产能力将实现大幅提高。若市场增速低于预期或公司市场开拓不力，新增产能的消化存在一定的市场风险。

**22.出口退税政策变化的风险：**公司所属行业为国家鼓励出口类行业，因此出口货物享受增值税“免、抵、退”税收优惠政策。2020-2022年公司销售产品的征税率和出口退税率均为13%。如果未来在公司销售产品的征税率不变情况下，公司产品的出口退税率下调，将对公司盈利水平产生不利影响。

**23.汇率波动的风险：**2020年、2021年、2022年及2023年1-6月公司外销收入占当期主营业务收入的比例分别为75.17%、75.96%、82.67%和81.86%，公司外销产品主要以美元等货币计价。公司汇兑收益分别为-3604.79万元、-1468.73万元、7107.36万元和2139.88万元，占当期利润总额的比例分别为-20.71%、-15.31%、22.88%和12.57%。2020年至2021年，人民币相对美元升值较多，美元汇率波动因素导致2021年以人民币记账公司PCB销售均价下降5.07%，进而影响主营业务毛利率下降4.28%。

若未来人民币出现大幅升值，一方面会导致公司汇兑损失增加，另一方面相对

国外竞争对手的价格优势可能被减弱,假设在外币销售价格不变的情况下,以人民币折算的销售收入减少,可能对公司经营业绩造成不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,412	2,677	3,369	4,091
营业成本	1,784	1,823	2,306	2,852
营业税金及附加	13	21	25	29
销售费用	69	94	128	151
管理费用	89	96	131	164
研发费用	115	143	185	225
EBIT	359	505	591	669
财务费用	-58	8	5	-9
资产减值损失	-84	-20	-21	-22
投资收益	0	0	0	0
营业利润	312	475	562	654
营业外收支	-1	-4	-4	-4
利润总额	311	471	558	650
所得税	31	57	67	78
净利润	280	415	491	572
归属于母公司净利润	280	415	491	572
EBITDA	503	663	764	870

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	281	338	994	1,231
应收账款及票据	705	872	1,097	1,333
预付款项	3	2	2	3
存货	356	380	452	525
其他流动资产	52	7	9	11
流动资产合计	1,397	1,599	2,556	3,103
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,561	1,655	1,756	1,836
无形资产	134	144	152	160
非流动资产合计	1,848	2,066	2,311	2,503
资产合计	3,245	3,665	4,867	5,606
短期借款	132	82	0	0
应付账款及票据	1,129	1,149	1,421	1,719
其他流动负债	239	142	161	181
流动负债合计	1,500	1,373	1,582	1,900
长期借款	102	246	100	0
其他长期负债	233	222	234	233
非流动负债合计	336	468	334	233
负债合计	1,836	1,841	1,916	2,133
股本	380	380	422	422
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,409	1,824	2,951	3,473
负债和股东权益合计	3,245	3,665	4,867	5,606

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	16.23	10.99	25.83	21.43
EBIT 增长率	125.61	40.84	17.06	13.18
净利润增长率	176.63	48.30	18.50	16.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.06	31.92	31.56	30.29
净利润率	11.59	15.49	14.59	13.97
总资产收益率 ROA	8.62	11.32	10.10	10.20
净资产收益率 ROE	19.85	22.74	16.66	16.46
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.93	1.16	1.62	1.63
速动比率	0.66	0.89	1.33	1.36
现金比率	0.19	0.25	0.63	0.65
资产负债率 (%)	56.58	50.24	39.37	38.04
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	91.21	110.00	110.00	110.00
存货周转天数	72.76	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	0.76	0.77	0.79	0.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.98	1.16	1.35
每股净资产	3.28	4.32	6.99	8.22
每股经营现金流	1.00	0.82	1.59	1.87
每股股利	0.00	0.10	0.12	0.14

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	280	415	491	572
折旧和摊销	144	158	173	201
营运资金变动	-75	-256	-41	-27
经营活动现金流	431	347	671	790
资本开支	-456	-347	-410	-398
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-456	-350	-410	-398
股权募资	0	0	677	0
债务募资	152	84	-228	-100
筹资活动现金流	106	60	396	-155
现金净流量	93	57	656	237

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：每股数据按拟发行股份上限测算

## 插图目录

图 1: 广合科技发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 11 月 7 日) .....	4
图 3: PCB 产业链 .....	7
图 4: 覆铜板制作流程.....	8
图 5: 2011-2026 年全球 PCB 产值及增长率.....	9
图 6: 2021 年全球 PCB 细分产品结构.....	10
图 7: 2021 年中国 PCB 细分产品结构.....	10
图 8: 2018-2022 年中国智能手机销量 (亿台) .....	13
图 9: 2019-2025 年中国新能源汽车市场销量 (万辆) .....	13
图 10: 全球 AI 服务器出货量预测 (万台) .....	14
图 11: 2022 年主要云厂商 AI 服务器采购量占比.....	14
图 12: 2020-2023 年 1-6 月公司主营收入按类型组成 (亿元) .....	16
图 13: 2023 年 1-6 月公司各板块收入占主营业务比例 (按应用领域分) .....	16
图 14: 服务器 PCB 应用部件.....	18
图 15: 消费电子领域公司 PCB 产品应用 .....	19
图 16: 工业控制领域公司 PCB 产品应用 .....	19
图 17: 安防电子领域公司 PCB 产品应用 .....	19
图 18: 通信领域公司 PCB 产品应用.....	19
图 19: 汽车电子领域公司 PCB 产品应用 .....	20
图 20: 2020-2023 年 1-6 月公司研发投入情况 (亿元) .....	21
图 21: 2023 年 1-6 月公司研发费用细分 .....	21
图 22: 2020-2023 年 1-6 月公司产能、产量、销量 (万平方米) 和产能利用率 .....	22
图 23: 2020-2023 年 1-6 月公司主营业务毛利 (亿元) 和毛利率 .....	23
图 24: 2020-2023 年 1-6 月公司主营业务毛利构成 (亿元) .....	23
图 25: 2020-2023 年 1-6 月主营业务收入 (亿元) 及占比.....	24
图 26: 2020-2023 年 1-9 月归母净利润 (亿元) .....	24
图 27: 公司 2020-2023 年 1-9 月销售、管理、研发和财务费用 (亿元) .....	25
图 28: 公司 2020-2023 年 1-9 月销售、管理、研发和财务费用率 .....	25
图 29: 2011-2026 年中国大陆 PCB 产值 (亿美元) 及增速.....	27
图 30: 2020-2023 年全球服务器整机出货量及预测 (万台) .....	30
图 31: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及预测 (万台) .....	30
图 32: 2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收规模对比 (亿元) .....	39
图 33: 2019-2023 年 1-9 月国内可比公司营收同比增长率情况 .....	39
图 34: 2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润规模对比 (亿元) .....	40
图 35: 2019-2023 年 1-9 月国内可比公司扣非归母净利润同比增长率情况.....	40
图 36: 2019-2023 年 1-6 月可比公司毛利率对比 .....	41
图 37: 2019-2023 年 1-9 月可比公司净利率对比 .....	41
图 38: 国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月销售费用率对比.....	42
图 39: 国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月管理费用率对比.....	42
图 40: 国内可比公司 2019-2023 年 1-6 月研发费用率对比.....	43
图 41: 国内可比公司近 30 个交易日 (2024 年 1 月 18 日-2024 年 3 月 7 日) 股价走势.....	48

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司全资子公司 2023 年 1-6 月年经营情况 (万元) .....	4
表 2: 公司核心技术及应用方向 .....	5
表 3: 2021 年全球前十大 PCB 企业.....	11
<b>表 4: 中国 PCB 行业政策汇总.....</b>	<b>11</b>
表 5: 公司在 2017-2022 年中国电子电路行业排行榜排名变化 .....	15
表 6: 2020-2023 年 1-6 月公司前五大客户情况 (亿元) .....	17

表 7: 公司高新技术产品.....	21
表 8: 公司募投项目情况 (万元) .....	26
表 9: 公司产品的产能、产量、销量和产能利用率情况 .....	28
表 10: 公司在手订单情况.....	28
表 11: 不同芯片平台 PCB 工艺水平以及所处的生命周期情况.....	29
表 12: 部分公司下游客户营业收入情况 (亿元) .....	31
表 13: 2020-2025 年广合科技八层及以上板量价拆分及预测 .....	31
表 14: 2020-2025 年广合科技四六层板量价拆分及预测 .....	33
表 15: 2020-2025 年广合科技单双面板量价拆分及预测 .....	34
表 16: 2020A-2025E, 公司业务收入、毛利预测 (百万元) .....	35
表 17: 2020A-2025E 费用预测 (百万元) .....	36
表 18: 盈利预测与财务指标.....	37
表 19: 国内可比公司营收增长率对比 .....	39
表 20: 国内可比公司收入对比.....	40
表 21: 国内可比公司扣非归母净利润增长对比.....	40
表 22: 国内可比公司盈利能力对比 .....	41
表 23: 国内可比公司主要产品及应用领域对比.....	43
表 24: 国内可比公司市场地位对比 .....	44
表 25: 国内可比公司现金流对比.....	44
表 26: 国内可比公司外销业务对比 .....	45
表 27: 广合科技内外销分应用领域毛利率情况.....	45
表 28: 国内可比公司偿债能力对比 .....	45
表 29: 国内可比公司销售商品、提供劳务收到的现金, 营业收入, 销售收入收现比对比.....	46
表 30: 可比公司市盈率 (截至 2024.03.07) .....	46
表 31: 公司 DCF 假设参数 .....	51
表 32: 公司 DCF 模型 (单位: 百万元) .....	51
表 33: 公司 DCF 估值敏感性分析 (市值, 百万元) .....	52
表 34: 2023 年公司八层及以上板营业收入下降对利润及估值结论的影响 .....	53
表 35: 公司 DCF 估值敏感性分析 (市值, 百万元) .....	54
表 36: 2023 年公司毛利率下降对利润及估值结论的影响 .....	54
表 37: 板块涨跌幅波动对相对估值结论的影响.....	55
公司财务报表数据预测汇总.....	60

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本投资价值研究报告（以下简称“本报告”）是本公司作为本研究报告发行人首次公开发行股票并在 A 股（包括但不限于主板、科创板、创业板）上市（以下简称“本次发行”）的主承销商，根据中国证券业协会《首次公开发行股票承销业务规则》的相关要求，为本次发行的初步询价而提供的关于发行人的投资价值研究报告。本报告由民生证券的分析师独立撰写，不应视为发行人或本次发行主承销商关于本次发行的任何陈述和保证。本报告仅供特定收取人通过交易所指定系统获取有关信息，不可复制、泄露或转发给任何其第三方个人、机构。任何机构或个人未经本公司书面授权擅自发布本报告之部分或全部内容，或通过本报告获取利益，本公司保留追究法律责任的权利。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026