

2025年09月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

深耕服务器用 PCB，有望受益于下游 AI 算力高景气度

—广合科技（001389.SZ）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

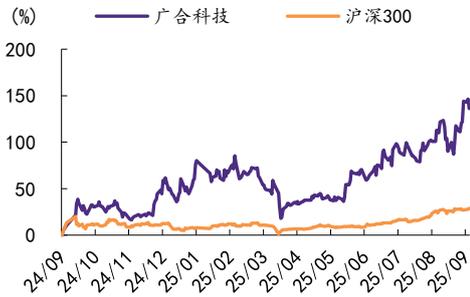
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊烨 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-24

当前股价（元）	82.3
总市值（亿元）	350
总股本（百万股）	425
流通股本（百万股）	150
52周价格范围（元）	36.58-85.12
日均成交额（百万元）	423.87

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 42.17%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 53.91%；实现扣非归母净利润 4.78 亿元，同比增长 47.78%。

投资要点

■ 公司业绩表现亮眼，运营效率提升产销两旺

2025 年第二季度，公司实现营业收入 13.08 亿元，同比增长 41.96%，环比增长 17.08%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 44.13%，环比增长 4.51%；实现扣非归母净利润 2.45 亿元，同比增长 41.53%，环比增长 5.17%。盈利能力方面，2025 年第二季度，公司实现销售毛利率 37.46%，同比提升 3.22pcts，环比提升 2.27pcts。公司业绩提升主要原因系：1) 公司所处的算力供应链需求旺盛；2) 公司推进数字化技改，提升技术能力和运营效率；3) 子公司黄石广合扭亏为盈。

■ AI PCB 景气度高企，服务器用 PCB 前景广阔

随着全球服务器云厂商资本开支持续高增长，市场对 AI 算力的需求也将持续增长，进而将带动 AI 服务器市场的高景气度延续，叠加人工智能的快速迭代和应用深化，也将驱动 PCB 产品性能向更高水平演进，市场对高层数、高精度、高密度、高可靠性 PCB 产品的需求将持续增长。根据 Prismark，2025 年全球 PCB 产业以美元计价的产值将达到 791.28 亿美元，同比增加 7.60%。

从 PCB 细分市场结构来看，2025 年 PCB 细分市场中 18 层以上多层板、HDI、封装基板三大领域同比增速分别为 41.70%、12.90%、7.60%。其中，18 层以上的高多层板表现出强劲的增长态势。

从下游应用领域来看，服务器相关的 PCB 产值增速为所有应用领域中最高，2029 年服务器用 PCB 产值将达到 189 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 11.6%。

■ 深耕服务器 PCB 领域，产能逐步释放业绩可期

公司主营业务为多高层印制电路板的研发、生产与销售，主要定位于中高端应用市场，产品广泛应用于服务器、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 产品的收入占比约七成，是公司产品最主要的下游应用领域，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。技术方面，公司目前具备 46 层 PCB 的量产能力，并完成 7 阶 HDI 制造工艺的验证，能够配合客户的应用场景和设计要求进行高度定制。产能利用率方面，广州工厂 2025 上半年产能稼动率在 90% 以上；黄石工厂稼动率超 80%；泰国工厂与 25 年 6 月正式投产，一期满产产值可达 20 亿元人民币，泰国工厂产能主要为海外客户的数通产品做配套。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 49.67、58.95、68.03 亿元，EPS 分别为 2.22、2.67、3.11 元，当前股价对应 PE 分别为 37.0、30.8、26.4 倍，我们认为公司深耕服务器用 PCB，具备高多层和 HDI 的量产能力，随着配套海外客户的黄石工程产能逐步市场，公司业绩有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

泰国工厂数通 PCB 出货不及预期；AI PCB 产品竞争烈度加大；下游 AI 算力建设需求下滑。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,734	4,967	5,895	6,803
增长率（%）	39.4%	33.0%	18.7%	15.4%
归母净利润（百万元）	676	945	1,137	1,324
增长率（%）	63.0%	39.8%	20.2%	16.5%
摊薄每股收益（元）	1.59	2.22	2.67	3.11
ROE（%）	22.0%	24.3%	23.2%	21.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					营业收入	3,734	4,967	5,895	6,803
现金及现金等价物	721	1,637	2,754	4,127	营业成本	2,488	3,179	3,773	4,354
应收款	1,305	1,225	1,211	1,118	营业税金及附加	24	40	47	54
存货	459	529	523	544	销售费用	107	161	191	220
其他流动资产	364	390	385	380	管理费用	132	186	220	254
流动资产合计	2,849	3,781	4,874	6,169	财务费用	-49	7	7	7
非流动资产:					研发费用	179	238	283	327
金融类资产	291	291	291	291	费用合计	369	592	702	809
固定资产	1,782	2,054	2,098	2,038	资产减值损失	-79	-66	-66	-66
在建工程	740	490	390	390	公允价值变动	-11	-24	-24	-24
无形资产	163	155	147	139	投资收益	-1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	766	1,074	1,292	1,505
其他非流动资产	153	153	153	153	加:营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	2,837	2,851	2,787	2,720	减:营业外支出	3	0	0	0
资产总计	5,686	6,631	7,662	8,888	利润总额	762	1,074	1,292	1,505
流动负债:					所得税费用	86	129	155	181
短期借款	100	100	100	100	净利润	676	945	1,137	1,324
应付账款、票据	1,647	1,763	1,779	1,812	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	429	429	429	429	归母净利润	676	945	1,137	1,324
流动负债合计	2,183	2,306	2,324	2,359					
非流动负债:					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	192	192	192	192	成长性				
其他非流动负债	237	237	237	237	营业收入增长率	39.4%	33.0%	18.7%	15.4%
非流动负债合计	429	429	429	429	归母净利润增长率	63.0%	39.8%	20.2%	16.5%
负债合计	2,612	2,735	2,753	2,788	盈利能力				
所有者权益					毛利率	33.4%	36.0%	36.0%	36.0%
股本	425	425	425	425	四项费用/营收	9.9%	11.9%	11.9%	11.9%
股东权益	3,074	3,896	4,908	6,100	净利率	18.1%	19.0%	19.3%	19.5%
负债和所有者权益	5,686	6,631	7,662	8,888	ROE	22.0%	24.3%	23.2%	21.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	45.9%	41.2%	35.9%	31.4%
净利润	676	945	1137	1324	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	164	186	213	217	应收账款周转率	2.9	4.1	4.9	6.1
公允价值变动	-11	-24	-24	-24	存货周转率	5.4	6.1	7.3	8.1
营运资金变动	-33	106	42	114	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	796	1214	1368	1630	EPS	1.59	2.22	2.67	3.11
投资活动现金净流量	-1124	-22	55	60	P/E	51.8	37.0	30.8	26.4
筹资活动现金净流量	1243	-123	-125	-132	P/S	9.4	7.0	5.9	5.1
现金流量净额	915	1,069	1,298	1,558	P/B	11.4	9.0	7.1	5.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊焯：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。