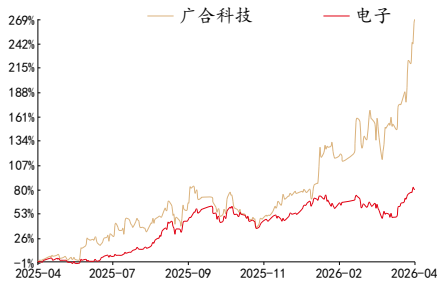




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	170.60
总股本/流通股本(亿股)	4.72 / 1.52
总市值/流通市值(亿元)	806 / 259
52周内最高/最低价	170.60 / 47.02
资产负债率(%)	47.3%
市盈率	71.08
第一大股东	广州臻蕴投资有限公司

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

广合科技(001389)

产品结构升级，算力 PCB 进入高速成长期

● 事件

公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 54.85 亿元，同比增长 46.89%，实现归母净利润 10.16 亿元，同比增长 50.24%。

● 投资要点

核心工艺持续突破迭代，业绩高质量增长。2025 年公司实现营收 54.85 亿元，同比+46.89%，归母净利润 10.16 亿元，同比+50.24%。公司聚焦新一代算力产品与核心制造工艺，持续推进研发落地，顺利完成 AI 服务器多款高端核心板材的工艺认证，涵盖高阶 PCIe 交换板、多层数 UBB/IO 板、高阶 HDI 结构 OAM 板、高阶 HDI GPU 主板，以及采用 N+M、N+N 技术的中置背板等核心产品；400G、800G 高端交换机板已实现稳定量产。工艺研发层面，公司在多孔精准对位、6mm 超厚板钻孔、30:1 超高厚径比电镀等关键技术环节取得重要进展。

产能升级与全球化落地，各基地盈利能力持续提升。公司主力制造基地广州广合持续技改提升瓶颈工序的产能、工艺能力，产品结构不断优化，交付竞争力显著增强；黄石广合持续推动成本管控、调整产品结构、提产增效，2025 年实现扭亏为盈；泰国广合 2025 年 6 月正式投产，12 月实现月度盈利，盈亏平衡周期仅仅用了 6 个月，实现当年投产当年盈利。此外，泰国广合完成核心客户的审核认证，伴随着重点客户产品导入及一期产能逐步释放，有望成为公司算力类 PCB 产品业绩增长的核心增量引擎。

● 盈利预测

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 85/130/185 亿元，归母净利润分别为 19/30/45 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

原材料价格波动；产能释放不及预期，市场竞争加剧风险；行业周期性波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5485	8534	13017	18484
增长率(%)	46.89	55.58	52.53	42.00
EBITDA(百万元)	1389.17	2647.54	3925.70	5592.36
归属母公司净利润(百万元)	1015.79	1884.80	3040.93	4509.46
增长率(%)	50.24	85.55	61.34	48.29
EPS(元/股)	2.15	3.99	6.44	9.54
市盈率(P/E)	79.35	42.77	26.51	17.87
市净率(P/B)	20.26	9.38	7.12	5.25
EV/EBITDA	25.17	28.61	18.52	12.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	5485	8534	13017	18484	营业收入	46.9%	55.6%	52.5%	42.0%
营业成本	3597	5441	8201	11472	营业利润	48.7%	89.9%	59.1%	48.4%
税金及附加	25	38	57	79	归属于母公司净利润	50.2%	85.6%	61.3%	48.3%
销售费用	129	196	286	388	获利能力				
管理费用	212	316	469	656	毛利率	34.4%	36.2%	37.0%	37.9%
研发费用	280	427	638	896	净利率	18.5%	22.1%	23.4%	24.4%
财务费用	29	5	5	5	ROE	25.5%	21.9%	26.9%	29.4%
资产减值损失	-76	0	0	0	ROIC	22.2%	20.4%	25.4%	28.2%
营业利润	1139	2162	3440	5107	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	47.3%	21.4%	21.1%	20.1%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	1.23	4.23	4.64	5.07
利润总额	1137	2162	3440	5107	营运能力				
所得税	121	278	399	598	应收账款周转率	3.54	7.31	26.15	25.55
净利润	1016	1885	3041	4509	存货周转率	5.88	6.37	7.03	6.83
归母净利润	1016	1885	3041	4509	总资产周转率	0.83	0.92	1.03	1.10
每股收益(元)	2.15	3.99	6.44	9.54	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.15	3.99	6.44	9.54
货币资金	520	5530	8568	12864	每股净资产	8.42	18.20	23.95	32.47
交易性金融资产	190	190	190	190	估值比率				
应收票据及应收账款	2050	398	597	850	PE	79.35	42.77	26.51	17.87
预付款项	13	101	158	215	PB	20.26	9.38	7.12	5.25
存货	764	945	1389	1971	现金流量表				
流动资产合计	3694	7561	11435	16788	净利润	1016	1885	3041	4509
固定资产	3029	2582	2133	1685	折旧和摊销	233	480	480	480
在建工程	255	255	255	255	营运资本变动	-212	-88	-159	-213
无形资产	205	178	151	124	其他	-4	6	3	-7
非流动资产合计	3848	3373	2896	2420	经营活动现金流净额	1032	2283	3364	4770
资产总计	7542	10933	14332	19208	资本开支	-1304	-6	-7	-8
短期借款	268	268	268	268	其他	92	5	10	20
应付票据及应付账款	2380	755	1112	1574	投资活动现金流净额	-1212	-1	3	12
其他流动负债	365	762	1087	1472	股权融资	11	2910	0	0
流动负债合计	3013	1786	2467	3314	债务融资	171	0	0	0
其他	551	551	551	551	其他	-251	-206	-329	-486
非流动负债合计	551	551	551	551	筹资活动现金流净额	-69	2704	-329	-486
负债合计	3564	2337	3018	3865	现金及现金等价物净增加额	-225	5010	3038	4296
股本	426	472	472	472					
资本公积金	1410	4273	4273	4273					
未分配利润	1974	3400	5661	9014					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	169	451	908	1584					
所有者权益合计	3978	8597	11314	15343					
负债和所有者权益总计	7542	10933	14332	19208					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048