# 广合科技（001389）

## 聚焦服务器 PCB，高端产能释放打开成长空间

2026 年 11 月 25 日

买入（首次）

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（百万元） | 3,734 | 5,485 | 9,350 | 16,088 | 23,947 |
| 同比（%） | 39.43 | 46.89 | 70.45 | 72.07 | 48.85 |
| 归母净利润（百万元） | 676.10 | 1,015.79 | 2,239.41 | 4,002.65 | 6,169.78 |
| 同比（%） | 63.04 | 50.24 | 120.46 | 78.74 | 54.14 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.43 | 2.15 | 4.74 | 8.47 | 13.05 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 55.59 | 37.00 | 16.78 | 9.39 | 6.09 |

### 投资要点

- **算力 PCB 龙头厂商，营收利润高速增长。**广合科技 2002 年成立于广州，2024 年、2026 年先后在深交所与港交所上市。公司主营高速高频 PCB，下游分算力、工业、消费三场景，2026H1 算力收入占比 83.6%。根据弗若斯特沙利文数据，按 2022—2024 年累计收入，公司全球服务器 CPU 主板 PCB 份额约 12.4%，居全球第三、中国大陆第一。公司实控人肖红星、刘锦婵夫妇合计控制 48.40%，核心团队工艺与品质管理经验深厚。

- **AI 算力需求扩张，服务器 PCB 环节深度受益。**算力服务器分为 AI 服务器与通用服务器，前者以 CPU+GPU/TPU 异构架构承担训练与推理，后者以多核 CPU 支撑日常计算。CPU 主板是算力服务器 PCB 的核心品类，根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球 CPU 主板销售额 19.0 亿美元，在算力服务器市场增长驱动下将以 6.5%的 CAGR 增至 2029 年 26.0 亿美元。 Agentic AI 拥有自主规划、工具调用、反馈迭代的能力，在这类业务链路中，CPU 负责检索、任务编排、数据处理等工作，是执行阶段的主要耗时环节。随着 Agentic AI 渗透率不断上行，服务器 CPU 需求同步扩容，将带动 CPU 主板打开更为广阔的增长空间。

- **卡位服务器核心赛道，多维构筑竞争优势。**客户结构方面，公司客户由直销客户、贸易商及 PCB 制造商三类构成，客户涵盖 DELL、浪潮信息、鸿海、广达、英业达等。技术方面，公司技术实力行业领先，材料覆盖极低损耗 M9 等级 CCL，掌握七阶 HDI 与 20:1 厚径比工艺，PCIe 5.0 主板已量产、PCIe 6.0 完成早期导入，五阶 HDI 加速卡与 22—32 层 UBB 板稳定量产。产能方面，公司布局广州、黄石、泰国三大基地，产能有望梯次释放。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2026-2028 年营业收入 93.5/160.9/239.5 亿元，增速分别为 70%/72%/49%，归母净利润 22.4/40.0/61.7 亿元，同比增速分别为 120%/79%/54%。考虑到公司作为全球算力服务器 CPU 主板 PCB 领域的龙头厂商，具备高阶产能与高附加值产品结构的双重支撑，深度绑定全球头部服务器品牌商及云服务厂商，在广州、黄石、泰国三大基地产能梯次释放的驱动下，有望深度受益于全球 AI 算力基础设施建设带来的算力服务器 PCB 需求扩容，首次覆盖给予 "买入" 评级。

- **风险提示：**下游需求波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、产能建设及客户认证不及预期风险、汇率波动及贸易摩擦风险、限售股解禁风险。

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn
证券分析师 解承堯
执业证书：S0600526070002
xiechy@dwzq.com.cn
研究助理 闫春旭
执业证书：S0600126070030
yanchx@dwzq.com.cn

### 股价走势




### 市场数据

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 79.50 |
| 一年最低/最高价 | 67.25/238.26 |
| 市净率(倍) | 4.63 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12,111.77 |
| 总市值(百万元) | 37,582.34 |

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元,LF) | 17.18 |
| 资产负债率(%,LF) | 47.33 |
| 总股本(百万股) | 472.73 |
| 流通 A 股(百万股) | 152.35 |

### 相关研究



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. 深耕算力 PCB 二十余载，稳居全球服务器 CPU 主板 PCB 第一梯队 ..... 4**
1.1. 聚焦算力场景 PCB，成就全球核心供应商 ..... 4
1.2. 公司股权清晰控制权集中，核心团队资历深厚 ..... 6
1.3. 公司营收利润高速增长，盈利能力持续优化 ..... 7
**2. 算力需求高速增长， CPU 主板市场有望深度受益 ..... 10**
**3. 精准卡位 CPU 赛道，公司多维构筑核心竞争优势 ..... 13**
3.1. 客户资源丰富优质，深度绑定全球头部厂商 ..... 13
3.2. 技术实力行业领先，高端产品持续突破 ..... 14
3.3. 三大基地协同布局，资本开支加码扩充产能 ..... 14
**4. 盈利预测与投资建议 ..... 15**
4.1. 盈利预测 ..... 15
4.2. 投资建议 ..... 16
**5. 风险提示 ..... 16**

# 图表目录

图 1: 公司发展历程.....5
图 2: 全球算力服务器 CPU 主板 PCB 公司排名占市场份额情况（2022-2024 年）.....5
图 3: 公司股权穿透图（截至 2026 年 11 月 21 日）.....6
图 4: 公司营业总收入及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）.....8
图 5: 公司营收结构情况（按应用场景分，2022-2026H1）.....8
图 6: 公司归母净利润及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）.....8
图 7: 扣非归母净利润及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）.....8
图 8: 公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026Q1-Q3）.....9
图 9: 公司 ROE 水平情况（2021-2025 年）.....9
图 10: 公司研发费用及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）.....9
图 11: 公司研发费用率情况（2021-2026Q1-Q3）.....9
图 12: 全球算力市场规模（2020-2029E）.....10
图 13: 算力服务器产业链.....11
图 14: 算力服务器 CPU 主板 PCB 市场规模及增速情况（2020-2029E）.....11
图 15: CPU 服务器平台架构持续升级.....12
图 16: 五个经典 Agent 系统的运行时分解可见，CPU 侧的工具执行开销正在系统性吞噬端到端性能.....13
图 17: 公司主要客户.....13
图 18: 公司分产品预测（2025-2028E）.....15
图 19: 可比公司估值表（截至 2026 年 11 月 25 日）.....16

表 1: 公司主要业务场景分类.....4
表 2: 公司核心团队概况.....6
表 3: 公司核心技术分类.....14
表 4: 公司生产基地详情.....14


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 1. 深耕算力 PCB 二十余载，稳居全球服务器 CPU 主板 PCB 第一梯队

## 1.1. 聚焦算力场景 PCB，成就全球核心供应商

广州广合科技股份有限公司成立于 2002 年，总部位于广州市黄埔开发区，已于 2024 年在深圳证券交易所主板挂牌上市，并于 2026 年在香港交易所主板挂牌上市，形成“A+H”双资本平台布局。公司主营业务为高速、高频高端 PCB 的研发、生产与销售，产品下游覆盖数据中心、云计算、工业互联网、人工智能、5G 通讯、汽车电子、安防及打印等领域，并按照下游应用场景划分为算力、工业、消费三大业务板块。客户结构方面，公司客户由三类构成：第一类为直销客户，主要包括终端产品品牌商及 EMS 提供商；第二类为贸易商；第三类为 PCB 制造商。

**表1：公司主要业务场景分类**

| 场景分类 | 具体产品/应用领域 | 核心特点与要求 |
|---|---|---|
| 算力场景 PCB | 算力服务器 PCB：AI 服务器、通用服务器<br>数据中心交换机 PCB | 对信号传输性能、高速数据处理能力和散热能力要求极高，以确保高负载下的可靠运行。 |
| 工业场景 PCB | 工业控制 PCB：工业机器人、工业相机等<br>汽车电子 PCB：中央控制单元等<br>通信 PCB：电信交换机、通信基站等 | 要求具备长期可靠性、环境适应性和质量稳定性，以促使工业设备在复杂工况下安全稳定运行。 |
| 消费场景 PCB | 消费电子 PCB：打印机、笔记本、可穿戴设备、新型显示设备等 | 注重规模化生产、轻薄以及产品设计的多样性，以支持快速迭代与产品多样化，满足不断更迭的市场趋势。 |

数据来源：公司 H 股招股书、东吴证券研究所

公司发展历程可划分为初创、成长与扩张三个阶段。2002—2012 年为初创期，公司由三希科技集团出资创立；2013—2017 年进入成长期，2013 年完成关键性股权重组后，企业性质转为内资控股的中外合资企业，并于 2015 年首次跻身中国电子电路行业百强，此后排名逐年提升；2018 年至今处于扩张期，公司于 2018 年完成股份改制，同年引入风投机构并完成对三希科技集团 PCB 业务的并购，实现生产规模的跨越式扩张。2024 年，公司正式在深圳证券交易所主板挂牌上市，同期泰国项目顺利封顶，资本化与国际化进程同步推进。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图1：公司发展历程**




数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司在全球算力服务器 CPU 主板 PCB（含 AI 及通用服务器 CPU 主板）领域排名全球第三、中国大陆第一。根据弗若斯特沙利文数据，按 2022—2024 年累计收入统计，全球算力服务器 CPU 主板 PCB（含 AI 服务器及通用服务器 CPU 主板）市场前五厂商合计市占率达 69.4%，其中中国大陆企业占据主导地位。该细分领域技术壁垒较高，市场集中度显著优于其他算力 PCB 产品。公司在中国大陆总部厂商中排名第一，在全球同类厂商中排名第三，全球市场份额约 12.4%。

**图2：全球算力服务器 CPU 主板 PCB 公司排名占市场份额情况（2022-2024 年）**



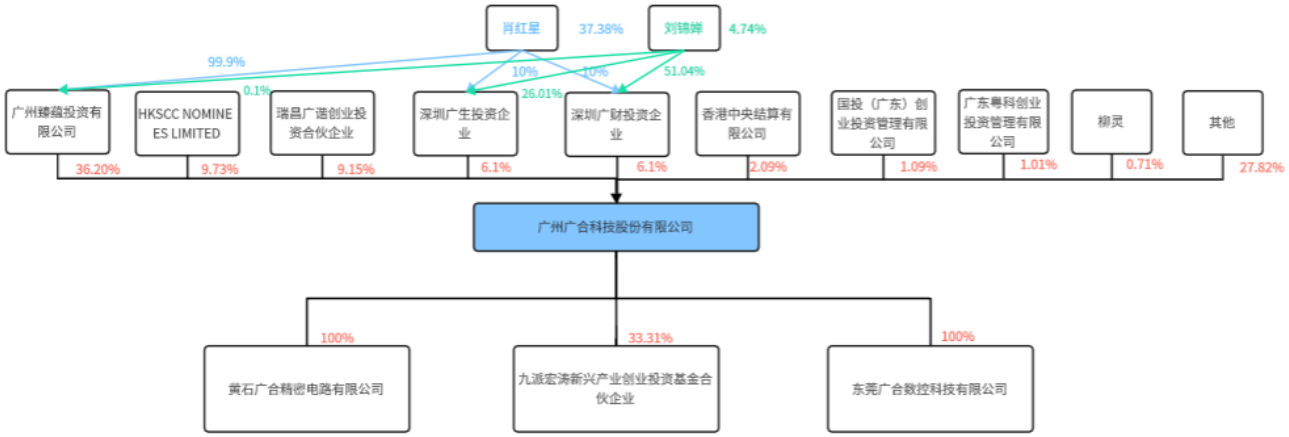

| 排名 | 公司名稱 | 總部 | 累計營入百萬美元 | 市場份額 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 公司A | 台灣 | 1,522.4 | 29.6% |
| 2 | 公司B | 台灣 | 1,011.6 | 19.7% |
| **3** | **本公司** | **中國大陸** | **639.2** | **12.4%** |
| 4 | 公司D | 中國大陸 | 233.0 | 4.5% |
| 5 | 公司E | 中國大陸 | 163.2 | 3.2% |
| | 其他 | | 1,575.9 | 30.6% |
| | **合計** | | **5,145.4** | **100.0%** |

数据来源：公司 H 股招股书、弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

## 1.2. 公司股权清晰控制权集中，核心团队资历深厚

截至 2026 年 11 月 21 日，公司第一大股东为广州臻蕴投资有限公司，持股比例为 36.20%。公司实际控制人肖红星和刘锦婵夫妇通过广州臻蕴投资有限公司及关联投资合伙企业深圳广财投资企业和深圳广生投资企业间接控制公司股权比例合计 48.40%，控制权高度集中。公司子公司及参股企业业务分工明确。全资子公司方面，黄石广合精密电路有限公司聚焦技术研发与制造，主营 PCB、电子元件及组件、机械设备与电子材料的加工销售；东莞广合数控科技有限公司主营电子元器件及电路板的研发、生产与销售，并涵盖工业自动化技术研发及进出口业务。

**图3：公司股权穿透图（截至 2026 年 11 月 21 日）**




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

公司核心团队具备深厚的产业背景。肖红星、刘锦婵、曾红、王峻、黎钦源等多名核心成员曾任职于生益电子，在 PCB 工艺研发、品质管理及企业经营管理等领域积累了丰富的行业经验。团队对行业发展规律具备深刻理解，展现出较强的市场趋势研判能力，能够紧密贴合客户需求，高效推动新产品与新技术的产业化落地。

**表2：公司核心团队概况**

| 姓名 | 职位 | 个人经历 |
|---|---|---|
| 肖红星 | 董事长 | ● 1988 年 7 月至 1992 年 3 月任职东莞生益电子有限公司生产经理；后与妻子刘锦婵自主创业，先后设立多家从事电子化学品业务的个体工商户和公司。<br>● 2010 年 3 月设立湖北优尼科光电技术股份有限公司，从事液晶面板的薄化和抛光等加工服务。<br>● 2013 年 3 月至今，任广州广合科技股份有限公司董事长。 |
| 刘锦婵 | 董事 | ● 1988 年 3 月至 1992 年 12 月任职东莞生益电子有限公司员工，后与丈夫肖红星自主创业，先后设立多家从事电子化学品业 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 务的个体工商户和公司。<br>● 2013 年 3 月至 2019 年 4 月，任广州广合科技股份有限公司监事；<br>● 2019 年 4 月至今任广州广合科技股份有限公司董事。 |
| 曾红 | 董事、总经理 | ● 电子技术高级工程师，担任中国电子电路行业协会科学技术委员会副会长、中国电子学会电子制造与封装技术分会全国印制电路专委会副主任委员等职位。<br>● 1988 年 7 月至 2013 年 2 月，历任东莞生益电子有限公司品质经理、副厂长，副总经理<br>● 2013 年 2 月至今，任广州广合科技股份有限公司董事、总经理。 |
| 王峻 | 副总经理 | ● 1992 年 8 月至 2013 年 2 月，历任东莞生益电子有限公司品质技术员、助理工程师、工程师、总管、经理、品质总监。<br>● 2013 年 2 月加入公司，现任公司副总经理。<br>● 2019 年 9 月至今，任黄石广合监事。<br>● 2021 年 1 月至今，任东莞广合监事 |
| 黎钦源 | 副总经理、总工程师 | ● 1996 年 7 月至 2012 年 6 月，历任东莞生益电子有限公司制作工艺助理工程师、工程师、主任工程师、经理、高级经理。<br>● 2012 年 6 月至 2012 年 12 月，任广州杰赛科技股份有限公司技术总监。<br>● 2013 年 1 月加入公司，现任公司副总经理兼总工程师。 |

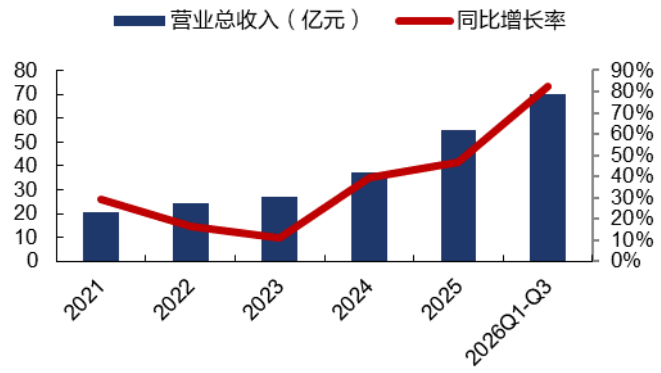
数据来源：iFinD、东吴证券研究所

### 1.3. 公司营收利润高速增长，盈利能力持续优化

公司营收规模保持稳健扩张，长周期复合增速与短期同比表现均展现较强成长韧性。2021 年至 2025 年，公司营业总收入由约 20.8 亿元增长至 54.9 亿元，四年复合年增长率达 27.5%；2026 年前三季度，公司实现营业收入 69.90 亿元，同比增长 82.25%。业绩的持续兑现主要得益于 AI 算力需求爆发下客户订单的强劲拉动，公司产品实现量价齐升，叠加广州、黄石、泰国三大生产基地产能的有序释放，共同构筑了营收增长的核心动能。从营收结构来看，算力场景 PCB 作为公司核心增长引擎，其收入贡献及占比在 2022 至 2026 年 H1 间持续攀升（由 67.8%提升至 83.6%）。公司整体业务结构持续向高景气、高附加值的算力赛道集中。

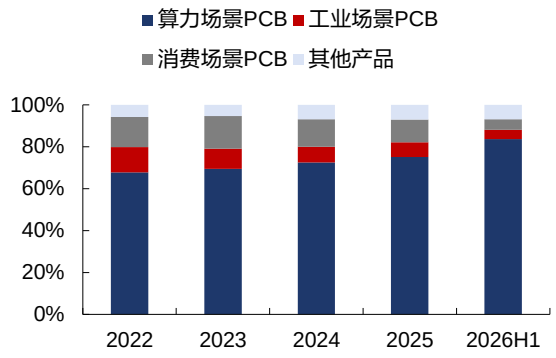

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：公司营业总收入及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

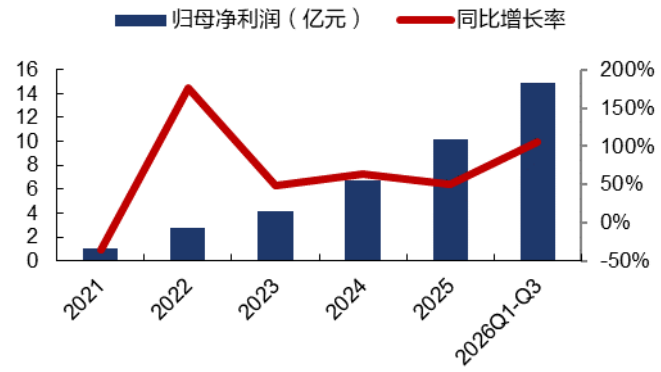
图5：公司营收结构情况（按应用场景分，2022-2026H1）




数据来源：公司公告、东吴证券研究所

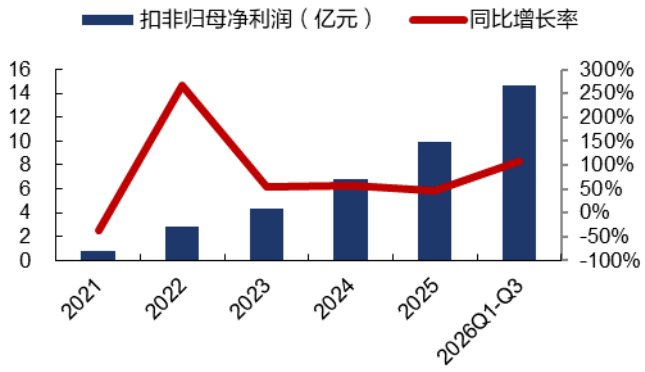
公司利润端展现出强劲的弹性，盈利释放逻辑持续兑现。从长周期维度看，2021 年至 2025 年，公司归母净利润由 1.0 亿元增至 10.2 亿元，4 年 CAGR 达 78.1%；扣非归母净利润由 0.8 亿元增至 9.9 亿元，4 年 CAGR 达 89.6%，核心主业盈利质量显著提升。从短期维度看，2026 年前三季度公司实现归母净利润 14.9 亿元（同比+105.6%），扣非归母净利润 14.65 亿元（同比+108.2%），利润增速远高于营收增速。这一优异表现主要得益于 AI 技术迭代所引致的算力硬件需求激增，叠加公司持续优化产品结构、提升产能利用率及深化精益成本管控，规模效应与技术溢价共同驱动公司盈利能力进入持续上行通道。

图6：公司归母净利润及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图7：扣非归母净利润及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）

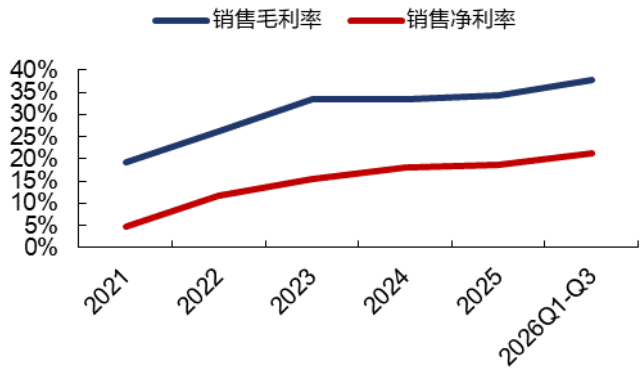



数据来源：iFinD、东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

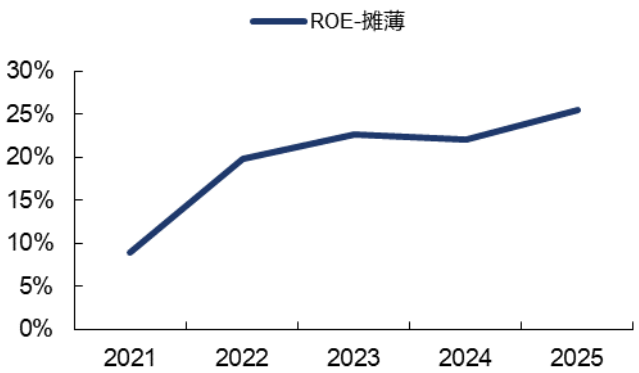
得益于清晰的高端化产品战略，公司核心盈利指标呈现全面且持续的改善趋势。毛利率方面，受行业周期下行影响，2021 年降至 19.3%的低点，随后步入上行通道，至 2025 年回升至 34.4%，2026 年前三季度进一步攀升至 37.87%。净利率亦同步实现跨越式提升，由 2021 年的 5%大幅增长至 2026 年前三季度的 21%。在资本回报层面，公司 ROE 自 2021 年的 9.01%持续攀升至 2025 年的 25.53%，五年间提升近 20 个百分点。整体而言，伴随产品结构的持续优化与规模效应的释放，公司盈利中枢显著上移，盈利质量与资本回报能力得到实质性增强。

**图8：公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026Q1-Q3）**




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

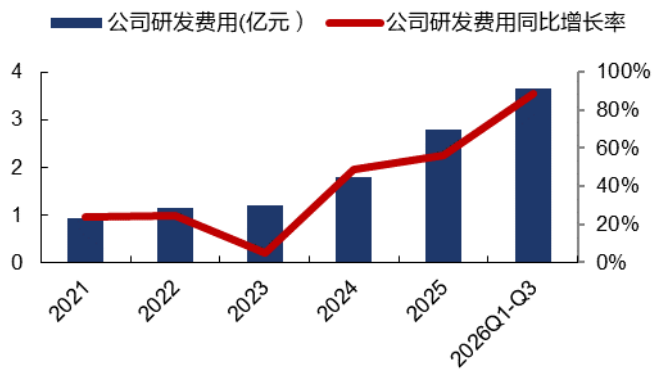
**图9：公司 ROE 水平情况（2021-2025 年）**




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

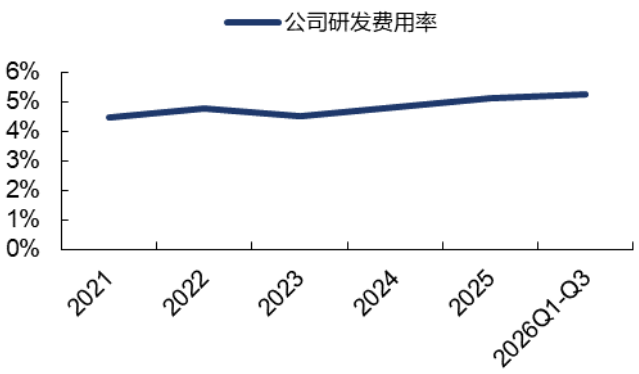
公司持续加大研发投入，夯实技术护城河。伴随研发项目数量的增加及高阶技术迭代需求，公司研发费用由 2021 年的 0.9 亿元稳步增长至 2025 年的 2.8 亿元，四年复合年增长率达 31.73%；2026 年前三季度，公司研发费用达 3.65 亿元，同比增长 88.45%。高强度的研发资金支持，有效保障了公司在高速、高频及 AI 算力服务器 PCB 等前沿领域的工艺突破与新产品导入，为中长期竞争力的持续提升奠定了坚实基础。

**图10：公司研发费用及同比增速情况（2021-2026Q1-Q3）**




数据来源：iFinD、东吴证券研究所

**图11：公司研发费用率情况（2021-2026Q1-Q3）**

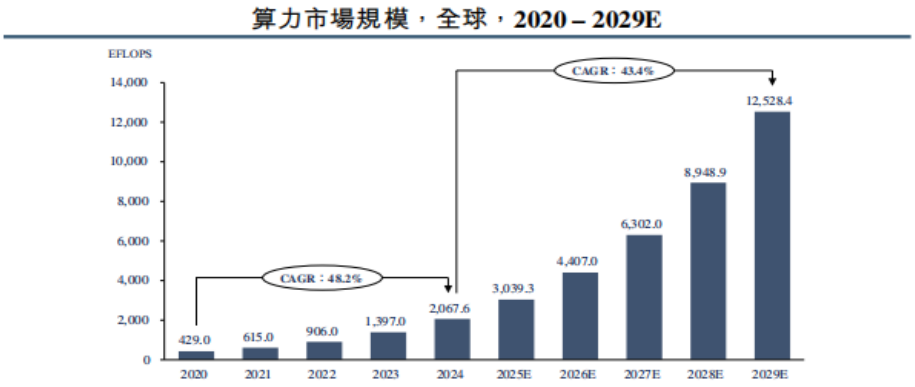



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

## 2. 算力需求高速增长， CPU 主板市场有望深度受益

随着 AI 应用场景向纵深渗透，全球算力需求与数据中心建设呈现稳步扩张态势。生成式 AI 的价值重心正由训练环节转向推理与应用端，并由此拉动底层算力需求的持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，全球算力规模预计将由 2024 年的 2,068 EFLOPS 增长至 2029 年的 12,528 EFLOPS，期间复合年增长率达 43%。

**图12：全球算力市场规模（2020-2029E）**

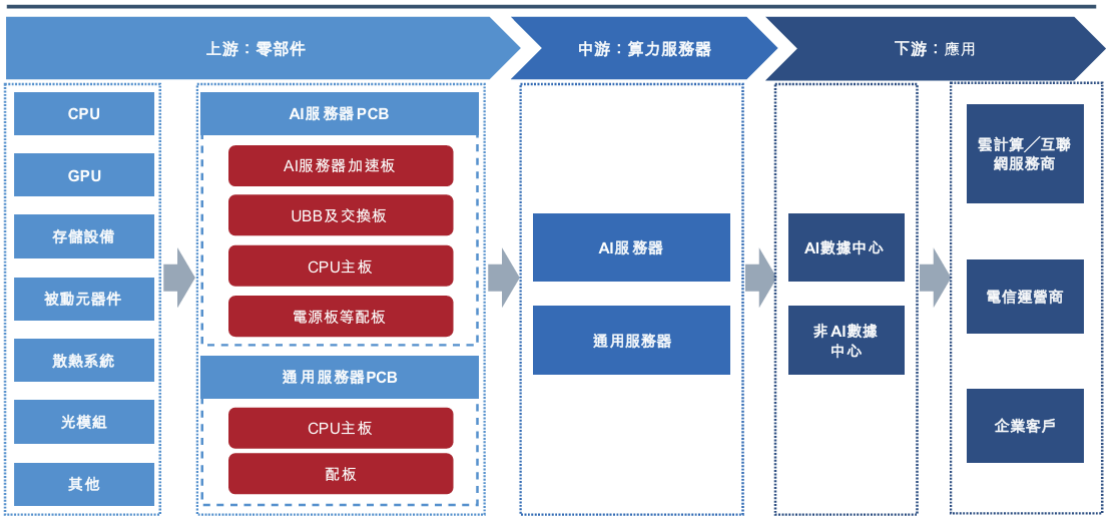



数据来源：弗若斯特沙利文，公司 H 股招股书，东吴证券研究所

在数据中心中，算力服务器承担着核心算力任务，专为计算密集型工作负载设计，其核心功能是高效处理大规模数据、复杂算法及计算密集型操作。按照硬件架构、任务场景、性能需求的不同，算力服务器可进一步细分为 AI 服务器和通用服务器。通用服务器基于多核 CPU，支撑基础数据处理，通常用于处理日常计算。AI 服务器通过 CPU+GPU/TPU 等异构架构，加速机器学习、模型训练等智能任务，用以处理大量数据并设计复杂算法，主要用于人工智能运算。算力服务器产业链的上游包括 CPU、GPU、存储设备、被动元器件、散热系统、光模块及 PCB 等零部件。其中，PCB 作为关键基础材料，应用广泛，贯穿整个算力硬件体系。算力 PCB 包括 AI 服务器加速板、UBB 及交换板、CPU 主板，以及配板。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

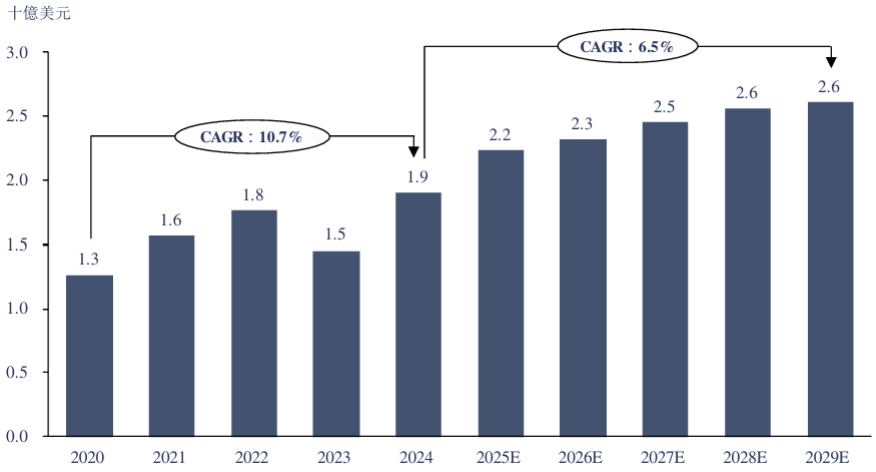
**图13：算力服务器产业链**




数据来源：公司 H 股招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

在算力服务器 PCB 市场中，CPU 主板是核心产品之一。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球销售额达到 19.0 亿美元。在算力服务器市场稳步增长的驱动下，CPU 主板的市场规模将以 6.5%的年复合增长率增长，在 2029 年有望达到 26.0 亿美元。

**图14：算力服务器 CPU 主板 PCB 市场规模及增速情况（2020-2029E）**




数据来源：公司 H 股招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

在 Intel、AMD 及华为等主流服务器芯片平台持续迭代的推动下，信号传输速率由 PCIe 3.0 向 PCIe 5.0 及更高代际演进，服务器 PCB 由此在工艺与材料两端同步升级。工艺端，高速信号传输要求推动层数由 10-12 层提升至 14-20 层，板厚与厚径比随之抬升（由 9:1 提高至 14:1）；BGA Pitch 收窄至 0.94mm 级别，Skip Via 技术逐步成为

标配，加工难度与单板附加值同步上行。材料端，为压缩传输损耗，覆铜板由普通损耗、中低损耗全面向超低损耗等级切换。

**图15：CPU 服务器平台架构持续升级**

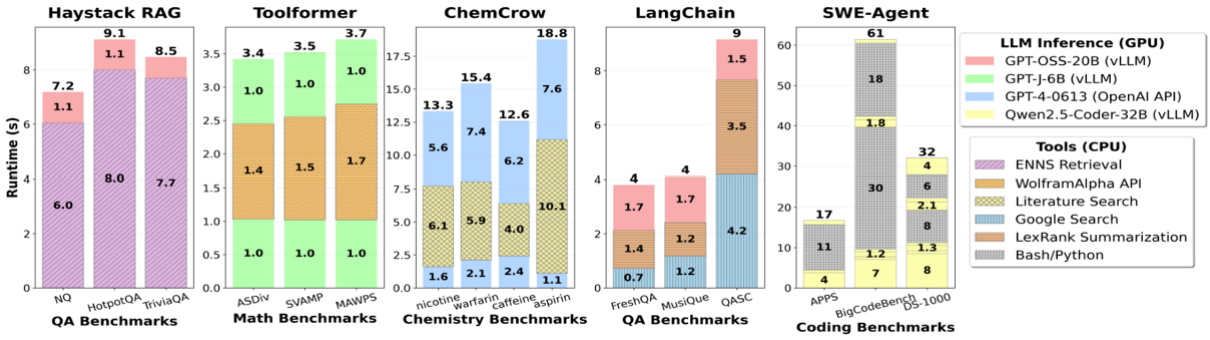
| 项目分类 | 具体指标 | Intel X86 (Purley) | Intel X86 (Whitley) | Intel X86 (Eagle stream) | Intel X86 (Birch Stream) | AMD X86 (Rome) | AMD X86 (Milan) | AMD X86 (Genoa) | AMD X86 (Turin) | 华为ARM (鲲鹏系列) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 基础信息 | 服务器芯片平台 | Purley | Whitley | Eagle stream | Birch 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 |
| 信号需求 | DDR | DDR3 | DDR4 | DDR5 | DDR5 | DDR4 | DDR4 | DDR5 | DDR5 | DDR4 |
| | PCIe | PCIe3.0 (4G/8G) | PCIe4.0 (8G/16G) | PCIe5.0 (16G/32G) | PCIe5.0 (16G/32G) | PCIe4.0 (8G/16G) | PCIe4.0 (8G/16G) | PCIe5.0 (16G/32G) | PCIe5.0 (16G/32G) | PCIe4.0 (8G/16G) |
| 服务器 PCB工艺 | 层数 | 10-12L | 12-18L | 14-20L | 14-20L | 12-14L | 14-16L | 14-18L | 14-18L | 12-18L |
| | BGA Pitch | 1.0-1.2mm | 1mm | 0.94mm | 0.94mm | 1.0mm | 1.0mm | 0.938mm | 0.938mm | 0.90mm |
| | BGA 背钻 | 无 | 有 | 有 | 有 | 无 | 有 | 有 | 有 | 有 |
| | 板厚 | 1.6-2.0mm | 2.0-2.5mm | 2.5-3.5mm | 2.5-3.5mm | 2.0-2.5mm | 2.0-2.5mm | 2.0-2.5mm | 2.0-2.5mm | 1.6-2.5mm |
| | 厚径比 | 9:1 | 10:1 | 14:1 | 14:1 | 10:1 | 10:1 | 14:1 | 14:1 | 10:1 |
| | Skip Via 技术 | 无 | 部分有 | 有 | 有 | 无 | 无 | 有 | 有 | 无 |
| | 主要材料特点 | 普通损耗、中损耗 | 低损耗 | 超低损耗 | 超低损耗 | 低损耗 | 低损耗 | 超低损耗 | 超低损耗 | 中损耗、低损耗 |

数据来源：公司 A 股招股书，东吴证券研究所

Agentic AI 的工作流高度依赖 CPU 承担任务编排与工具调用，随着其持续渗透，CPU 用量有望持续提升。Agentic AI 不再一次性生成简单答案，而是具备规划、推理、调用外部工具和动态调整策略的能力：系统始于目标理解，随后规划执行步骤，由 LLM、SLM 生成计划、决策和解决方案，并通过执行结果、工具输出或外部验证形成反馈回路持续迭代。CPU 主要承担三类负载：信息检索与工具执行，包括网页搜索、数据库查询及领域 API 调用；流程编排与指令控制，包括工作流规划、管理及模块依赖处理；数据处理，包括输入解析、词法摘要及中间结果处理。许多智能体工作负载中，CPU 密集型操作占据执行期绝大部分，直接影响端到端延迟。因此，Agentic AI 渗透深化将强化 CPU 在检索、工具调用、逻辑编排和数据处理全链条中的基础作用，并有望带动 CPU 用量持续提升。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图16：五个经典 Agent 系统的运行时分解可见，CPU 侧的工具执行开销正在系统性吞噬端到端性能




数据来源：《A CPU-CENTRIC PERSPECTIVE ON AGENTIC AI》，东吴证券研究所

# 3. 精准卡位 CPU 赛道，公司多维构筑核心竞争优势

## 3.1. 客户资源丰富优质，深度绑定全球头部厂商

服务器 PCB 行业具备认证周期长、客户转换成本高的天然壁垒，优质的客户资源是算力 PCB 企业的核心竞争力。从客户结构来看，公司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，优质的客户资源为公司进一步发展奠定了良好基础。

图17：公司主要客户

数据来源：公司 A 股招股书，东吴证券研究所



请务必阅读正文之后的免责声明部分

### 3.2. 技术实力行业领先，高端产品持续突破

公司在材料、工艺及产品三大技术领域构筑了深厚壁垒。根据公司 2026 年 3 月披露的 H 股招股书：材料端，公司材料库覆盖标准 FR4 至极低损耗 M9 等级 CCL，并掌握一至七阶 HDI 及低 CTE 等专用材料，满足高阶信号传输；工艺端，公司具备精密阻抗、插损及 BGA 平整度等综合控制能力，并成功突破 20:1 以上高厚径比孔的量产难题；产品端，公司已实现 x86 与 ARM 架构 PCIe 5.0 服务器主板量产，且完成 PCIe 6.0 早期研发导入；同时，五阶 HDI 加速卡与 22 至 32 层 UBB 板均已稳定量产。

**表3：公司核心技术分类**

| 技术/工艺分类 | 核心布局与具体方向 |
|---|---|
| 材料技术 | (i) CCL：从标准 FR4 到极低损耗 M9 等级材料，满足不同产品等级的信号传输。<br>(ii) HDI 材料：涵盖一至七阶 HDI 的设计，以满足复杂的互连需求。<br>(iii) 专用材料：包括适用于低 CTE、高导热性、严格的阻抗和射频应用的插入损耗要求，支持各种高速传输应用。 |
| 制造工艺 | (i) 精密的阻抗控制<br>(ii) 插入损耗控制<br>(iii) BGA 平整度控制<br>(iv) 精准背钻<br>(v) 高厚径比：通过先进的钻孔技术，以及电镀脉冲波形及药水的研究，实现了高厚径比孔的高可靠性加工，实现厚径比 20:1 以上产品的量产。 |
| 产品开发 | (i) PCIe 5.0 服务器 PCB 板：已实现 x86 架构和 ARM 架构的 PCIe 5.0 服务器主板的量产。<br>(ii) 研发下一代服务器：已完成 PCIe 6.0 的早期研发和新产品导入。<br>(iii) AI 加速板：已实现五阶 HDI 加速卡 PCB 和 22 层至 32 层 UBB 板的稳定量产。<br>(iv) 高速传输应用 |

数据来源：公司 H 股招股书，东吴证券研究所

### 3.3. 三大基地协同布局，资本开支加码扩充产能

公司现已构建广州、黄石、泰国三大生产基地。在扩产节奏上，公司采取稳健的渐进式投放策略，2026 年上半年资本开支已超 20 亿元；公司预计 2026 年至 2027 年年度资本开支将维持在 50 亿至 60 亿元区间。从产能落地规划来看，公司预计自 2026 年第三季度起，广州工厂改造项目、云擎智造基地（一期）、泰国基地新一轮设备投资、东莞麻涌工厂及云擎智造基地（二期）等项目的增量产能将于 2026 年至 2028 年间陆续释放，为公司中长期的产值规模扩张提供坚实的产能保障。

**表4：公司生产基地详情**

| 工厂 | 位置 | 主要产品/能力 | 开始投产日期 |
|---|---|---|---|
| 广州基地 | 广州市 | 算力场景 PCB<br>工业场景 PCB | 2013 年 2 月 |
| | 东莞市 | 广州基地的辅助生产 | 2024 年 3 月 |
| 黄石基地 | 黄石市 | 工业场景 PCB<br>消费场景 PCB | 2021 年 7 月 |
| 泰国基地 | 泰国 | 算力场景 PCB | 2025 年 6 月 |

数据来源：广合科技 H 股招股说明书，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 4. 盈利预测与投资建议

## 4.1. 盈利预测

考虑到全球 AI 算力基础设施建设的持续推进，以及公司高阶算力 PCB 产能的逐步释放与产品结构的加速优化，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 93/161/239 亿元，增速分别为 70%/72%/49%，综合毛利率分别为 38%/38%/38%。分业务假设如下：

印刷电路板业务：受益于 AI 服务器与数据中心需求的高速增长，公司算力场景 PCB（服务器 CPU 主板、AI 加速板等）出货量持续攀升，叠加广州、黄石及泰国等高端产能的有序释放，预计 2026-2028 年收入分别为 89.3/156.2/234.4 亿元，同比增长 75%/75%/50%；随着高附加值产品占比提升及规模效应显现，毛利率预计稳步上行，分别为 35%/36%/37%。

其他业务：依托主营业务协同效应及稳定的客户需求，预计 2026-2028 年收入分别为 4.21/4.63/5.10 亿元，同比增长 10%/10%/10%。

**图18：公司分产品预测（2025-2028E）**

| | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 总营业收入（亿元） | 55 | 93 | 161 | 239 |
| YoY | 47% | 70% | 72% | 49% |
| 毛利率 | 34% | 38% | 38% | 38% |
| 毛利润（亿元） | 19 | 35 | 61 | 90 |
| 营业成本（亿元） | 36 | 58 | 100 | 149 |
| 印刷电路板 | | | | |
| 占营收比 | 93.0% | 95.5% | 97.1% | 97.9% |
| 收入（亿元） | 51.0 | 89.3 | 156.2 | 234.4 |
| YoY | 47% | 75% | 75% | 50% |
| 毛利率 | 30% | 35% | 36% | 37% |
| 毛利（亿元） | 15.2 | 31.2 | 56.2 | 85.5 |
| 成本（亿元） | 35.8 | 58.0 | 100.0 | 148.8 |
| 其他业务 | | | | |
| 占营收比 | 7.0% | 4.5% | 2.9% | 2.1% |
| 收入（亿元） | 3.83 | 4.21 | 4.63 | 5.10 |
| YoY | 50% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 95% | 95% | 95% | 95% |
| 毛利（亿元） | 3.64 | 4.00 | 4.40 | 4.84 |
| 成本（亿元） | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 0.26 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

### 4.2. 投资建议

我们选取沪电股份、胜宏科技、深南电路等算力 PCB 公司作为广合科技的可比公司，计算出 2026/2027/2028 年可比公司平均 PE 分别为 19.2/12.0/8.6 倍。公司是全球算力服务器 CPU 主板 PCB 领域的龙头企业，深度绑定全球头部服务器品牌与云服务厂商，有望深度受益于 AI 算力基础设施扩容、数据中心建设以及服务器平台向高速化迭代的大趋势。当前公司 2026–2028 年 PE 分别为 16.8/9.4/6.1 倍，均低于可比公司平均，估值具备性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

**图19：可比公司估值表（截至 2026 年 11 月 25 日）**

| 代码 | 公司名称 | 总市值（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | | PE（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 002463.SZ | 沪电股份 | 1,538 | 38.2 | 75.5 | 124.1 | 176.0 | 40.2 | 20.4 | 12.4 | 8.7 |
| 300476.SZ | 胜宏科技 | 1,194 | 43.1 | 78.2 | 127.1 | 184.1 | 27.7 | 15.3 | 9.4 | 6.5 |
| 002916.SZ | 深南电路 | 1,342 | 32.8 | 60.9 | 93.5 | 126.0 | 41.0 | 22.0 | 14.3 | 10.7 |
| 平均值 | | | | | | | | 19.2 | 12.0 | 8.6 |
| 001389.SZ | 广合科技 | 376 | 10.2 | 22.4 | 40.0 | 61.7 | 37.0 | 16.8 | 9.4 | 6.1 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：可比公司盈利预测数据采用 2026 年 11 月 25 日 Wind 一致预期，市值数据以 2026 年 11 月 25 日为准

## 5. 风险提示

下游需求波动风险。算力 PCB 行业与全球数据中心建设、AI 基础设施投资及宏观经济周期高度相关，若全球云服务商资本开支放缓、AI 服务器出货不及预期或传统通用服务器需求持续疲软，可能对公司订单及产能利用率形成不利影响。

原材料价格波动风险。覆铜板、铜箔、玻纤布及树脂等核心原材料占营业成本比重较高，若上游大宗商品价格剧烈波动，或高阶高频高速材料出现供应链紧缺及价格大幅上行，将对公司毛利率水平造成挤压。

行业竞争加剧风险。算力服务器 PCB 作为高成长赛道，可能吸引更多同业企业加大扩产与研发投入，叠加台资厂商在高端市场的稳固份额及防守策略，行业竞争强度可能超出预期，对产品定价及盈利空间形成压力。

产能建设及客户认证不及预期风险。公司正处于产能扩张期，若新项目设备调试、产能爬坡进度不及预期，或高阶产品在海外头部客户的验证周期拉长，可能导致新增产能释放延后，影响业绩兑现节奏。

汇率波动及贸易摩擦风险。公司外销收入占比较高且深度参与全球服务器产业链，若人民币汇率发生较大波动，或国际贸易摩擦、地缘政治因素导致关税政策及供应链限制发生变化，可能对公司海外业务拓展及整体盈利水平带来不确定性。

限售股解禁风险。公司首发原股东限售股份将于 2027 年 4 月届满解禁，解禁后相关股份获得上市流通权，二级市场可流通股份数量可能相应增加，或对股价波动产生一


请务必阅读正文之后的免责声明部分

定影响。

## 广合科技三大财务预测表

| 资产负债表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **3,694** | **9,394** | **14,266** | **21,576** |
| 货币资金及交易性金融资产 | 710 | 2,702 | 2,866 | 4,665 |
| 经营性应收款项 | 2,075 | 3,649 | 6,272 | 9,339 |
| 存货 | 764 | 2,847 | 4,890 | 7,285 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 144 | 196 | 238 | 287 |
| **非流动资产** | **3,848** | **6,094** | **8,007** | **9,572** |
| 长期股权投资 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 固定资产及使用权资产 | 3,032 | 4,290 | 5,386 | 6,140 |
| 在建工程 | 255 | 1,455 | 2,255 | 3,055 |
| 无形资产 | 205 | 216 | 226 | 235 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 13 | 13 | 13 | 12 |
| 其他非流动资产 | 332 | 108 | 114 | 119 |
| **资产总计** | **7,542** | **15,488** | **22,273** | **31,149** |
| **流动负债** | **3,013** | **6,571** | **10,750** | **15,610** |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 363 | 754 | 759 | 764 |
| 经营性应付款项 | 2,380 | 5,178 | 8,910 | 13,252 |
| 合同负债 | 6 | 33 | 56 | 84 |
| 其他流动负债 | 264 | 607 | 1,025 | 1,510 |
| **非流动负债** | **551** | **588** | **593** | **598** |
| 长期借款 | 318 | 323 | 328 | 333 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 租赁负债 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动负债 | 231 | 262 | 262 | 262 |
| **负债合计** | **3,564** | **7,159** | **11,342** | **16,208** |
| 归属母公司股东权益 | 3,978 | 8,329 | 10,931 | 14,941 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **所有者权益合计** | **3,978** | **8,329** | **10,931** | **14,941** |
| **负债和股东权益** | **7,542** | **15,488** | **22,273** | **31,149** |

| 利润表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **5,485** | **9,350** | **16,088** | **23,947** |
| 营业成本(含金融类) | 3,597 | 5,825 | 10,023 | 14,908 |
| 税金及附加 | 25 | 47 | 80 | 120 |
| 销售费用 | 129 | 220 | 378 | 479 |
| 管理费用 | 212 | 215 | 370 | 479 |
| 研发费用 | 280 | 467 | 756 | 1,078 |
| 财务费用 | 29 | 11 | (16) | (18) |
| 加:其他收益 | 31 | 52 | 90 | 108 |
| 投资净收益 | 11 | 1 | 2 | 2 |
| 公允价值变动 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 减值损失 | (119) | (100) | (88) | (76) |
| 资产处置收益 | (1) | (1) | (2) | (2) |
| **营业利润** | **1,139** | **2,518** | **4,499** | **6,934** |
| 营业外净收支 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| **利润总额** | **1,137** | **2,516** | **4,497** | **6,932** |
| 减:所得税 | 121 | 277 | 495 | 763 |
| **净利润** | **1,016** | **2,239** | **4,003** | **6,170** |
| 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | **1,016** | **2,239** | **4,003** | **6,170** |
| 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.15 | 4.74 | 8.47 | 13.05 |
| EBIT | 1,157 | 2,527 | 4,481 | 6,914 |
| EBITDA | 1,389 | 2,996 | 5,113 | 7,689 |
| 毛利率(%) | 34.43 | 37.70 | 37.70 | 37.74 |
| 归母净利率(%) | 18.52 | 23.95 | 24.88 | 25.76 |
| 收入增长率(%) | 46.89 | 70.45 | 72.07 | 48.85 |
| 归母净利润增长率(%) | 50.24 | 120.46 | 78.74 | 54.14 |

| 现金流量表（百万元） | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 1,032 | 2,176 | 4,122 | 6,312 |
| 投资活动现金流 | (1,212) | (2,674) | (2,546) | (2,342) |
| 筹资活动现金流 | (69) | 2,554 | (1,412) | (2,171) |
| 现金净增加额 | (225) | 1,992 | 164 | 1,799 |
| 折旧和摊销 | 233 | 469 | 632 | 775 |
| 资本开支 | (1,304) | (2,937) | (2,538) | (2,339) |
| 营运资本变动 | (212) | (640) | (623) | (732) |

| 重要财务与估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 每股净资产(元) | 9.33 | 17.62 | 23.12 | 31.61 |
| 最新发行在外股份（百万股） | 473 | 473 | 473 | 473 |
| ROIC(%) | 25.36 | 31.97 | 37.22 | 43.86 |
| ROE-摊薄(%) | 25.53 | 26.89 | 36.62 | 41.29 |
| 资产负债率(%) | 47.25 | 46.22 | 50.92 | 52.03 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 37.00 | 16.78 | 9.39 | 6.09 |
| P/B（现价） | 8.52 | 4.51 | 3.44 | 2.52 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

**免责声明**

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**东吴证券投资评级标准**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn