

广合科技

001389

报告日期

2026-02-04

前收盘价(元)

¥107.8

前收盘市值(亿元)

¥458.9

所属行业

电子

广合科技的投资机会本质是深度绑定AI算力需求，凭借高端服务器PCB的技术与客户优势实现高增长。核心风险在于业务高度集中于服务器行业，且新产能爬坡期的亏损与汇率波动可能侵蚀短期利润。需持续关注其泰国工厂盈利兑现进度及AI服务器市场份额变化。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

■ 经营概况

1. 核心业务与盈利模式

该公司主要通过研发、生产和销售中高端印制电路板（PCB），尤其是应用于服务器领域的产品，来实现营业收入和创造利润。

2. 产品竞争力分析

公司的核心产品是服务于数据中心和人工智能的高端服务器PCB，其竞争力主要体现在技术深度和客户结构上。

优势：公司深度绑定全球一线服务器品牌商，在高速、高多层（尤其是18层以上）PCB领域技术积累深厚，产品应用于AI服务器、高性能计算服务器等核心设备，并拥有“制造业单项冠军产品”等国家级认证，在服务器PCB细分市场品牌口碑和客户粘性较强。

不足：业务高度集中于服务器领域（收入占比约七成），对单一下游行业的景气度依赖较大。产品结构虽高端，但相较于全球PCB龙头企业如日本的揖斐电（Ibiden）或中国台湾的欣兴电子（Unimicron），公司在封装基板等更高阶的PCB细分领域布局和市场份额相对有限。

行业地位：公司是中国大陆服务器PCB市场的主要供应商之一。从财务数据推断，其PCB业务毛利率（约30%）高于行业平均水平，显示出一定的产品附加值和成本控制能力，但在整体PCB市场的全球份额上与头部企业仍有差距。

3. 商业模式剖析

公司采用典型的“以销定产、以产定购”的制造型商业模式，并以直销模式直接服务终端电子产品制造商。

优势：商业模式成熟稳定，与核心客户（服务器品牌商/EMS）的直销合作深入，通过JDM模式参与客户前期研发，形成了快速响应和深度绑定的优势，有利于维持较高的客户忠诚度和毛利率。

不足：属于重资产制造模式，产能扩张（如新建黄石、泰国工厂）需要大量资本投入且产能爬坡周期存在不确定性。对上游大宗原材料（覆铜板、铜等）价格波动较为敏感。

国内外比较：与国际领先的PCB企业相比，中国厂商（包括该公司）在自动化、智能制造和全球供应链布局上正快速追赶，但在尖端材料研发、全产品线覆盖（如高端IC载板）及全球化运营经验上仍有提升空间。该公司的泰国基地建设正是应对全球供应链重构、贴近海外客户的关键一步。

4. 未来持续盈利的关键因素

1. 高端产品结构的持续升级与放量：能否抓住AI服务器、高速交换机等对高层数、高密度PCB的爆发性需求，将技术优势转化为市场份额和定价权，是维持高毛利率的关键。

2. 新产能的顺利爬坡与全球化运营能力：黄石工厂的持续盈利和泰国工厂的客户认证、产能释放进度，将直接影响公司营收增长曲线和应对地缘政治风险的能力。
3. 成本与费用的精细化管理：在扩张期，面对原材料价格波动和新建产能的折旧摊销压力，维持甚至提升现有的成本控制与运营效率优势，是保障净利润增长质量的核心。

5. 近期财务与业务数据剖析

根据2024年年报及2025年半年报数据，公司主营业务构成清晰，可识别为以下两项核心业务：

年份周期	业务类别	收入规模	占比	毛利率水平
2025-06-30	印制电路板	22.65亿元	93%	32.27%
2025-06-30	其他(补充)	1.60亿元	7%	95.22%
2024-12-31	印制电路板	34.79亿元	93%	28.92%
2024-12-31	其他(补充)	2.55亿元	7%	94.29%

对比分析：从2024全年到2025上半年，公司PCB主业收入保持高速增长态势（按半年数据年化估算）。更为关键的是，PCB业务的毛利率从28.92%显著提升至32.27%，这主要得益于2025年上半年AI服务器等高端算力产品需求旺盛，驱动了产品结构优化和附加值提升。高毛利的“其他(补充)”业务占比稳定，其超高毛利率特征显著，但对利润总额贡献比例（约17%-19%）小于其收入占比。

6. 总结与建议

公司是深度受益于AI算力需求的高端PCB供应商，技术及客户优势明显，近期盈利质量提升。建议持续关注其高端产品迭代进度、泰国工厂产能释放情况以及原材料成本管控效能，以评估其长期增长动能。

■ 估值分析

广合科技（001389）估值分析

我们现在对广合科技（代码001389）做简明的估值分析。该公司所属行业为电子，当前市值为458.9亿元。总体上，我们认为这是一笔需要深入审视其成长确定性与估值匹配度的投资。以下是我们的估值分析过程，不构成投资建议，仅供参考。

影响估值的因素

公司核心财务数据（2024年）：金融资产10.1亿元，带息负债8.7亿元，自由现金流8亿元。公司无股权投资，净现金头寸约1.4亿元，财务状况稳健。广合科技主营高端印制电路板（PCB），尤其在服务器、数据中心等领域具有优势。其估值核心取决于：1) 数据中心/服务器PCB市场的长期增长；2) 公司在高端市场的份额提升与技术壁垒。

三情景下的估值分析

我们基于未来5年（2025-2029）的自由现金流进行折现估值，并假设此后永续增长率为2%。

乐观情景（概率20%）： AI与算力需求持续爆发，公司技术领先，深度绑定头部客户，市场份额快速提升。预期未来5年自由现金流年均增长25%，之后进入稳定期。折现率取7%（反映高增长预期下的风险）。经营资产现值约620亿元。

中性情景（概率60%）： 数据中心市场稳健增长，公司维持现有竞争优势和市场份额。预期未来5年自由现金流年均增长15%。折现率取8%（行业平均资本成本）。经营资产现值约420亿元。

悲观情景（概率20%）： 行业竞争加剧，技术迭代不及预期，增长放缓。预期未来5年自由现金流年均增长5%。折现率取9%（反映经营风险上升）。经营资产现值约260亿元。

非经营性资产（净现金）= 10.1 - 8.7 = 1.4亿元。

加权平均公司估值 = (620+1.4)*20% + (420+1.4)*60% + (260+1.4)*20% = 约424亿元。

当前市值458.9亿元，赔率（估值/市值）约为 0.92。

进一步思考

本估值逻辑的潜在纰漏在于：对高端PCB市场增长率和公司份额的预测存在不确定性；未充分考虑原材料价格波动及技术路线变革（如先进封装对PCB需求的影响）的风险。投资者应重点关注：1) 公司季度营收增速与毛利率变化；2) 在AI服务器等新兴领域的新订单获取情况；3) 行业资本开支周期对竞争格局的影响。

基本结论

基于当前信息与中性假设，广合科技当前市值略高于我们的估算内在价值。其长期价值取决于能否在快速演进的算力基础设施市场中巩固并扩大竞争优势。

■ 财务预警

广合科技-001389.SZ		
监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	应收账款占比 过高	应收账款余额/营业收入>25%

经营活动现金流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	61.9	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	高度依赖融资	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	销售费用率下降但收入上升	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.4	
所属行业	电子	

■ 财务分析

广合科技作为中信行业分类下的电子元器件行业公司，其财务数据展现出显著的成长性与扩张特征。公司总资产约56.86亿元，负债合计约26.12亿元，资产负债率约为45.9%，处于相对稳健的水平。归属母公司股东的权益超过30.74亿元，资本基础较为扎实。短期偿债方面，公司持有约7.21亿

元的货币资金，足以覆盖1亿元的短期借款，且无对外担保，短期流动性压力不大。

公司的盈利能力在过去两年显著增强。营业收入从2022年的24.12亿元快速增长至2024年的37.34亿元，同期毛利从6.29亿元大幅提升至12.46亿元，显示出强劲的收入增长和盈利扩张能力。营业利润和净利润的同比增长率分别达到53.7%和63.0%，印证了其盈利能力的快速提升。销售费用率在2024年回落至2.86%，与2022年水平相当，表明公司在收入规模扩大的同时，费用控制能力有所恢复。

在运营效率方面，存货周转天数约为62天，在制造业中属于可接受水平。值得注意的是，公司的应付账款及应付票据周转天数呈现逐年下降趋势，从2022年的264天降至2024年的208天，这可能意味着其对上游供应商的付款周期在缩短，或议价能力相对稳定。固定资产周转率从2022年的1.74次提升至2023年的2.26次，显示资产使用效率有所改善。

公司的现金流状况揭示了其正处于积极投资阶段。经营活动产生了约7.96亿元的现金净流入，略高于6.76亿元的净利润，盈利的现金含量良好。然而，投资活动现金净流出高达11.24亿元，这与在建工程规模达7.40亿元的情况相符，表明公司正进行大规模的资本开支以扩张产能。筹资活动现金净流入6.09亿元，为投资活动提供了资金支持，企业自由现金流量为正值，约0.80亿元，显示主业在支撑投资后仍能产生净现金流入。

综合来看，广合科技财务表现整体积极，收入与利润高速增长，偿债风险可控。需要关注的风险点在于：其一，应收账款规模较大，达11.65亿元，需持续关注其回款效率及潜在的坏账风险；其二，大规模的资本开支和在建工程虽指向未来增长，但也带来了资产利用效率能否持续提升以及新增产能能否顺利消化的挑战；其三，作为电子元器件企业，其业绩可能受到行业周期波动和客户需求变化的影响。

■ 近期事件

2026-01-30

广合科技发布保荐机构核查意见公告，国联民生证券对公司使用募集资金向全资子公司黄石广合增资实施募投项目出具无异议意见，拟增资10,000万元用于“广合电路多高层精密线路板项目一期第二阶段工程”。

2025-12-30

广合科技发布关于购买房产的进展公告，以32,384.25万元购买广州房产用于职工宿舍，不构成关联交易或重大资产重组。

2025-12-26

广合科技发布保荐机构持续督导培训报告，国联民生证券对公司相关人员进行合规培训，提升合规意识。

2025-12-26

广合科技发布保荐机构持续督导现场检查报告，检查显示公司各项运作符合规范，未发现重大问题。

2025-12-16

广合科技发布法律意见书，确认2025年第五次临时股东大会召集、召开程序及表决结果合法有效。

■ 机构调研

最新调研（2025-12-23）

一、公司 2025 年前三季度经营情况:

营业收入 38.35 亿元，同比增长 43.07%。

净利润 7.24 亿元，同比增长 46.97%。

第三季度利润环比小幅下滑，受泰国广合产能爬坡初期亏损及人民币升值影响。

四季度前两个月集团接单和交付情况均较为理想。

二、公司产能情况:

广州工厂产能稼动率保持在 90%以上，预计2025年全年产值超过40亿元。

黄石工厂稼动率超过80%，2025年实现扭亏为盈，预计全年产值7亿元到8亿之间。

泰国广合2025年6月正式投产，处于产能爬坡阶段，预计2025年全年产值约为 1.5亿元。

三、2025 年前三季度原材料价格变化及对公司的影响:

铜、玻纤布、金盐等原材料价格较去年同期出现一定涨幅。

公司核心业务以服务器PCB为主，高速板料受大宗商品价格波动的影响相对较小。

公司会通过内部降本增效、优化产品结构等手段来降低原材料成本上升的影响。

四、请介绍前三季度汇率波动对公司的影响?

前三季度外销收入占比约为七成，主要以美元结算。

人民币兑美元汇率呈现升值趋势。

公司通过滚动锁汇操作平滑汇率波动的影响。

五、请介绍公司产能规划情况?

广州工厂2026年通过技改有望进一步释放10亿左右的产能。

黄石工厂预计2026年新增产能8亿。

泰国工厂一期爬产能够新增释放6.5 亿左右的产能，2026 年预计新增产能20 亿以上。

六、公司如何看待通用服务器和 AI服务器需求？

通用服务器市场需求增长相对平稳，2026 年的出货量较2025 年出货量增长更快。

AI 服务器市场在高增长的基础上需求仍然非常旺盛。

公司会加快提升 AI 服务器的市场份额。

调研回顾

调研内容总结

2025年12月23日调研核心内容：

经营业绩：2025年前三季度营收38.35亿元（+43.07%），净利润7.24亿元（+46.97%）。第三季度利润环比小幅下滑，主因泰国工厂产能爬坡初期亏损及人民币升值。四季度前两个月接单与交付情况理想。

产能状况：广州工厂产能稼动率超90%，预计2025年产值超40亿元；黄石工厂稼动率超80%，已扭亏为盈，预计年产值7-8亿元；泰国工厂（2025年6月投产）处于爬坡期，预计2025年产值约1.5亿元。

成本与汇率：原材料（铜、玻纤布等）价格同比上涨，但公司核心服务器PCB业务受影响相对较小，将通过降本增效应对。外销收入占比约七成，人民币升值带来影响，公司通过滚动锁汇平滑波动。

产能规划：2026年预计新增产能超20亿元，其中广州工厂技改释放约10亿，黄石工厂新增8亿，泰国工厂一期爬产释放约6.5亿。

市场需求：通用服务器需求增长平稳，预计2026年出货增长更快；AI服务器需求持续旺盛，公司将加快提升市场份额。

2025年9月19日调研核心内容：

经营业绩：2025年上半年营收24.25亿元（+42.17%），净利润4.92亿元（+53.91%）。经营活动现金流净额增加1.82亿元，净利润现金含量健康。

业务与订单：受益于算力需求强劲，在手订单充裕。下半年重点推动泰国工厂客户认证和量产订单导入。

技术与发展：聚焦算力应用，在高阶HDI、AI服务器、高速交换机等产品领域持续技术突破。通过数字化技改提升产能与效率。

产能布局：广州基地持续技改；黄石工厂已实现扭亏为盈；泰国工厂作为拓展海外市场的重要基地，产品定位算力与通讯高性能PCB，主要服务海外客户。

其他：因商业政策限制，未披露具体客户与供应商信息。公司强调以技术创新驱动发展，并构建系统化人才战略。

关键洞察

1. **业绩增长动能持续，但短期利润面临扰动：**从两次调研看，公司2025年营收与净利润均保持40%以上的高速增长，且在手订单充裕。但2025年第三季度利润出现环比小幅下滑，新投产的泰国工厂产能爬坡初期的亏损被明确为影响因素之一，表明新产能释放效益需要时间，是短期业绩的波动点。
2. **产能扩张路线清晰，海外基地成为关键增量：**公司产能规划从“满足业务需要”的表述，进化为具体的数值目标。特别是泰国工厂，从2025年下半年的“推动认证导入”到2025年底明确了2026年约6.5亿的产能释放规划，显示其作为服务海外客户、应对地缘布局的战略基地，正从建设期步入贡献期，是未来产能和收入增长的核心驱动之一。
3. **产品结构向高价值领域倾斜的趋势明确：**两次调研均浓墨重彩地强调“算力需求”和“AI服务器”。从“加大算力产品市场开拓”到明确“加快提升AI服务器的市场份额”，显示公司正积极将增长引擎从相对平稳的通用服务器，转向需求旺盛、附加值可能更高的AI服务器及相关算力应用领域，产品结构升级意图明显。

未来关注

1. **泰国工厂的产能爬坡与盈利兑现进度：**泰国工厂是公司重要的海外产能和未来增长点，其产能利用率提升速度、客户认证与订单导入情况，以及何时能扭亏为盈，将直接影响公司整体盈利水平和海外市场拓展成效。
2. **AI服务器等高端产品的市场份额与毛利率变化：**公司明确将加快提升AI服务器份额。需关注其在高阶产品（如AI服务器、高速交换机）上的技术突破、客户拓展进展，以及此类产品放量后对公司整体产品结构和毛利率水平的影响。
3. **原材料成本与汇率波动的管理效果：**公司面临原材料价格上涨和人民币汇率波动的外部压力。其通过内部降本增效、产品结构优化以及滚动锁汇等对冲措施的实际效果，将是影响净利润率稳定性的重要观察点。

■ 最新卖方研究综述

核心行业投资逻辑

基于对电子行业（特别是半导体）的深入分析，我们提炼出以下核心投资逻辑：

1. **结构性分化与风险并存：**电子行业（尤其是半导体）呈现出显著的结构特征。一方面，产业链上下游集中度高，客户/供应商依赖性强，易受地缘政治和下游需求波动冲击；另一方面，行业资本投入大、技术迭代快，盈利易受“成熟制程”价格战和“国产替代”后期内部竞争加剧的侵蚀。因此，投资需聚焦于具备真正核心竞争力和健康现金流的企业。
2. **AI驱动下的确定性增长主线：**AI是当前及未来数年电子行业最核心的驱动力。这不仅体现在云端算力基础设施（服务器、光模块、PCB、液冷、存储）的持续高景气，也正向边缘

侧（AI PC、AI手机、AI眼镜）快速渗透。AI需求具有刚性和持续性，为相关产业链提供了明确的业绩增长锚。

3. 国产替代进入“深水区”，聚焦硬核突破：在外部限制和内部战略需求下，半导体国产化已从成熟制程迈向攻坚“深水区”。投资焦点应从泛化的“国产替代”概念，转向在高端GPU/HBM、先进制程制造、先进封装、以及核心半导体设备与材料等关键瓶颈环节取得实质性进展的企业。

近期行业重点动向与数据

近期卖方报告密集反映了行业的最新变化，核心事实如下：

1. 全产业链涨价与供需紧张持续：受AI需求拉动，电子上游多环节出现涨价。例如，2026年1月，光纤光缆价格因无人机军事需求和AI数据中心建设而大幅上涨（G.657A从30多元/芯公里涨至>50元）。同时，服务器CPU因先进产能被AI芯片挤占而出现供应短缺和涨价预期。存储芯片（尤其是Nor Flash和利基型DRAM）价格在2025年Q4至2026年Q1也录得显著涨幅，AI服务器单机价值量激增是核心驱动力。
2. AI算力基建资本开支强劲，龙头业绩指引超预期：台积电2026年营收指引同比增长近30%（超市场预期），资本支出计划达520-560亿美元，主要动力来自AI。英伟达2025年Q3数据中心营收同比增长66%，并给出强劲的Q4指引。这验证了全球AI算力投资的强度和持续性。
3. 国产AI芯片生态加速形成，产能扩张进行时：摩根大通报告预测，到2028年本土AI芯片将满足中国超过90%的需求，销售额从2025年的160亿美元激增至680亿美元。为支撑这一目标，国内先进逻辑产能正在快速扩张，预计未来3年增长超过10倍。寒武纪、海光信息等公司营收呈现爆发式增长，并获资本市场重估。
4. 终端创新落地，AI硬件迎来新周期：2026年被广泛视为“AI眼镜元年”，CES 2026上AR眼镜产品百花齐放。同时，AI手机通过与大模型深度集成重构体验，折叠屏、电池、散热等硬件持续创新。这标志着AI驱动正从云端基建向消费端应用扩散，开辟新的增长曲线。

行业分析与观察

综合上述逻辑与事实，我们的观察如下：

核心投资逻辑无需改变，但需进一步聚焦和深化。AI驱动与国产替代的双主线逻辑不仅未被证伪，反而在近期数据中得到强化。行业的最新变化揭示了以下趋势和潜在风险：

趋势一：AI需求从“预期”全面进入“兑现”阶段。台积电、英伟达的业绩及指引，以及从光纤、PCB到存储的全面涨价，均表明AI带来的增量需求是真实且强劲的。投资应更加关注订单落地能力和业绩兑现度高的环节，如已切入全球AI巨头供应链或国内大模型公司供应链的企业。

趋势二：供应链安全与区域化格局深化。CPU供应紧张、先进封装产能瓶颈、以及美国对台积电美国厂产能的期望，都凸显了在全球地缘政治背景下，供应链自主可控的极端重要性。这对国内半导体设备、材料、制造等环节构成了长期而确定的需求支撑。

潜在风险：估值透支与内部竞争。尽管基本面强劲，但部分AI概念股估值已处高位（如国证芯片指数动态PE中位数约70倍），存在预期透支风险。同时，随着国产替代进入“深水区”和更多玩家涌入，在高端GPU、存储等领域的内部竞争可能加剧，可能导致行业整体盈利水平承压，需要警惕“国产替代”红利后的内卷化风险。

潜在机遇：技术变革带来的价值链重塑。AI不仅带来量的增长，也引发质变。例如，英伟达新架构推动NAND Flash从存储变为内存扩展层；RAG技术推动SSD需求变革；液冷因芯片功耗突破风冷极限而从“可选”变“刚需”。这些技术迭代为上游材料、部件和解决方案供应商创造了全新的价值提升机会。

综上，投资者应继续围绕“AI驱动”和“国产替代攻坚”两大主线进行布局，但需更加注重基本面筛选，避开纯概念炒作标的，聚焦在技术壁垒高、订单可见性强、且估值相对合理的细分领域龙头。同时，需密切关注全球AI资本开支节奏、国内产能扩张进度以及终端AI应用的普及速度，这些将是影响行业景气周期长度的关键变量。

■ 高管增持

近期高管增减持					
公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

■ 机构持股

机构持仓一览					
机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
近一年暂无数据					

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对

任何投资者的具体投资建议。