

鹏鼎控股 (002938.SZ)

公司快报

AI 技术革命&汽车三化，塑造 PCB 量价新蓝海

投资要点

◆ **全方位 PCB 产品一站式服务平台塑造国际龙头地位，连续七年位列全球最大 PCB 生产企业。** 公司为全球范围内少数同时具备各类 PCB 产品研发、设计、制造与销售服务能力的专业大型厂商，拥有优质多样的 PCB 产品线，主要产品范围涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、RPCB、Rigid Flex 等多类产品，并广泛应用于通讯电子产品、消费电子及计算机类产品以及汽车、服务器、高速计算机等产品，具备为不同客户提供全方位 PCB 产品及解决方案的强大实力，打造全方位的 PCB 产品一站式服务平台。公司多年来深耕以智能手机为代表的通讯电子及以平板、笔记本电脑为代表的消费电子及计算机市场，在相关下游产品市场上，已经建立了稳固的竞争优势，并成为公司发展壮大的重要支撑。2023 年全年公司实现营业收入 320.66 亿元，实现净利润 32.87 亿元；其中，通讯用板业务实现营收 235.13 亿元，消费电子及计算机用板业务实现营收 79.75 亿元。根据中国电子电路协会（CPCA）中国电子电路排行榜，公司连续多年位列中国第一。根据 Prismark 数据，2018 至 2024 年以营收计算的全球 PCB 企业排名，公司 2017 年-2023 年连续七年位列全球最大 PCB 生产企业。产能方面，公司全球布局 6 大主要生产基地，贴近客户需求。其中，秦皇岛园区主要负责 FPC 与先进模块/SLP 高阶 HDI；淮安第一园区主要负责 RPCB/HDI，第二园区负责 FPC 与先进模块/HDI/Mini LED 背光超薄细线路电路板，第三园区负责高阶 HDI/MSAP；深圳第一园区负责 FPC 与先进模块/HDI，第二园区负责 FPC 先进模块；印度清奈园区负责 FPC 先进模块；中国台湾省高雄园区负责 FPC 与先进模块，一期工程将于 2024 年投产；泰国一期负责 RPCB/HDI，将于 2025 年投产。随着公司各大项目相继建成，将进一步完善公司 One Avary 的产业布局，为公司未来发展奠定基础。

◆ **深化智能手机及消费电子类产品竞争优势，加快推进汽车及服务器产品线市场拓展。** 公司持续专注并深耕电子电路领域产品技术研发，生产的印制电路板产品最小孔径可达 0.025mm、最小线宽可达 0.020mm，公司在触控感压 FPC 模组、动态弯折 FPC 模组、超长尺寸 FPC 组件、高速低损 FP 模组、大尺寸类载板产品、类载板开盖产品、高阶 BLU 及 RGB 直显的新型显示板、高多层基站天线板、车载雷达板、光通讯模组板、低轨卫星板及 AI Server 板等产品，均已实现 PCB 领域技术能力要求高的制程能力，已经具备产业化能力。（1）通讯电子：公司坚持以发展高阶产品为主，与世界一流客户共同开发高阶产品，透过优秀的产品品质和服务，保持与客户的良好合作，持续提高在下游智能手机及消费电子市场的市场占有率，公司时刻保持对下游消费电子市场的技术与产品变化的敏感性，随时准备切入以 AI 硬件为代表的新兴产品领域，不断深化现有智能手机及消费电子类产品的竞争优势。（2）汽车电子：在净零碳排的驱动下，新能源汽车产业及汽车电动化、智能化、网联化加速发展，带动车用 PCB 快速增长，根据台湾工研院研究报告，预计 2028 年，车用 PCB 用量将比 2022 年增加 50%，其中 HDI 及 FPC 类产品在 ADAS，智能座舱及电池软等产品带动下，成长力道最为强劲。2023H1 公司顺利完成雷达运算板的量产，2023Q4 公司激光雷达及雷达高频天线板开始进入量产阶段；得益于 ADAS Domain Controller 与车载雷达、车载 BMS 板等出货量的增加，公司车

电子 | 消费电子组件III

投资评级

增持-A(首次)

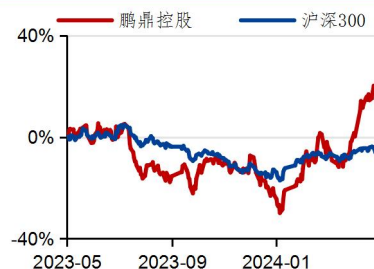
股价(2024-05-27)

29.00 元

交易数据

总市值 (百万元)	67,292.70
流通市值 (百万元)	67,138.22
总股本 (百万股)	2,320.44
流通股本 (百万股)	2,315.11
12 个月价格区间	28.45/17.65

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.98	40.59	27.67
绝对收益	22.41	45.88	22.08

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

报告联系人

宋鹏

songpeng@huajinsec.cn

相关报告



载产品获得较大幅度成长。(3) 服务器：面对新兴的 AI 服务器需求成长，公司在技术上持续提升厚板 HDI 能力，应未来 AI 服务器开发需求，目前主力量产产品板层已升级至 16~20L 以上水平。除开拓海外客户，公司还积极开拓国内服务器相关领域客户，目前与国内主流服务器供应商认证计划如期开展；公司积极布局海外产能，加快推动泰国厂的建设，一期工程将以汽车服务器产品为主，预计将于 2025 年下半年投产。2023 年，公司汽车及服务器产品实现产品收入 5.39 亿元，同比增长 71.45%。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入分别为 351.53/391.78/435.70 亿元，增速分别为 9.6%/11.5%/11.2%；归母净利润分别为 38.32/44.36/49.42 亿元，增速分别为 16.6%/15.8%/11.4%；对应 PE 分别为 17.6/15.2/13.6。考虑到鹏鼎控股在 PCB 行业全球领先地位，AI 赋能消费电子为市场带来产品新一轮创新周期，叠加汽车电动化/智能化/网联化持续深化&Chat GPT 带动 AI 服务器算力需求，PCB 需求量与价值量双增逻辑显现，为公司业绩增长提供空间。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**全球宏观经济波动加大及行业去库存水平不达预期的风险；行业变化较快及市场竞争加剧的风险；新产品、新技术的开发进展不及预期；新建生产基地投产进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	36,211	32,066	35,153	39,178	43,570
YoY(%)	8.7	-11.4	9.6	11.5	11.2
归母净利润(百万元)	5,012	3,287	3,832	4,436	4,942
YoY(%)	51.1	-34.4	16.6	15.8	11.4
毛利率(%)	24.0	21.3	22.3	22.1	22.0
EPS(摊薄/元)	2.16	1.42	1.65	1.91	2.13
ROE(%)	17.9	11.1	11.4	11.9	11.9
P/E(倍)	13.4	20.5	17.6	15.2	13.6
P/B(倍)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	13.8	10.3	10.9	11.3	11.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测与估值

1) 通讯电子：PCB 下游的通讯电子市场主要包括手机、基站、路由器和交换机等产品类别，其中，公司通讯电子产品主要用于智能手机等终端通讯产品。至 2023 年底，全球智能手机库存调整已告一段落，在 AI 手机、折叠手机等新产品带动下，预计 2024 年全球智能机出货将呈现温和成长走势，根据 IDC 预测，2024 年，全球智能手机出货量预计增长 2.8%。根据 PrismaMark 估算，2023 年通讯电子相关 PCB 产值达 221.58 亿美元，同比下降 15.5%，2023 至 2028 年复合成长率为 5.1%，2028 年相关 PCB 产值将达 284.04 亿美元。我们预计 2024-2026 年公司通讯用板营业收入为 243.79/260.58/280.26 亿元。

(2) 消费电子：随着行业去库存的逐步完成，至 2023 年底，相关市场已逐步呈现恢复态势，同时，以 AI 为中心的创新应用技术的突破，以及 AI PC 和 AI 手机为代表的 AI 消费硬件产品、智能眼镜为代表的元宇宙新品不断推出，将助力消费电子产业逐步复苏。根据 PrismaMark 估算，2023 年消费电子相关 PCB 产值达 91.51 亿美元，同比下降 17.4%，2023 至 2028 年复合成长率为 5.1%，2028 年相关 PCB 产值将达 117.36 亿美元。我们预计 2024-2026 年公司消费电子及计算机用板营业收入为 96.14/106.37/110.71 亿元。

(3) 汽车电子及服务器：随着全球汽车产业进入智能化、电动化、网联化时代，汽车行业电子产品产值持续向上攀升。在 ADAS、传感器等汽车电子应用快速发展的智能化浪潮下，汽车 PCB 作为各类汽车电子应用的重要底座支撑，将随着汽车电子市场的发展保持增长趋势。根据 PrismaMark 估算，2023 年汽车相关 PCB 市场为 91.62 亿美元，同比下降 3.2%，2023 至 2028 年复合成长率为 5.1%，2028 年相关 PCB 产值将达 117.48 亿美元。2023 年在 AI 的带动下，以 AI 服务器为代表的高端服务器市场需求激增，人工智能带来巨大算力需求，使得 AI 服务器在未来仍将保持需求高速增长状态。我们预计 2024-2026 年公司消费电子及计算机用板营业收入为 11.13/24.33/44.27 亿元。

表 1: 公司业务盈利预测 (百万元/%)

产品	指标	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
通讯用板	收入	21,205.29	21,983.05	22,673.60	23,512.62	24,378.86	26,057.57	28,025.74
	YoY	6.57%	3.67%	3.14%	3.70%	3.68%	6.89%	7.55%
	成本	17,165.93	17,852.49	17,677.01	18,556.72	19,043.79	20,371.81	21,899.32
	毛利率	19.05%	18.79%	22.04%	21.08%	21.88%	21.82%	21.86%
消费电子及计算机用板	收入	8,634.02	11,076.24	13,201.46	7,975.21	9,614.45	10,636.94	11,071.22
	YoY	28.78%	28.29%	19.19%	-39.59%	20.55%	10.64%	4.08%
	成本	6,339.63	8,429.96	9,572.51	6,168.55	7,310.82	8,076.63	8,396.41
	毛利率	26.57%	23.89%	27.49%	22.65%	23.96%	24.07%	24.16%
汽车、服务器用板	收入			314.15	538.62	1,112.60	2,432.98	4,426.75
	YoY				71.45%	106.57%	118.67%	81.95%
	成本			262.84	452.49	923.68	2,016.70	3,650.74
	毛利率			16.33%	15.99%	16.98%	17.11%	17.53%
其他业务	收入	12.01	255.56	21.77	39.60	47.46	50.93	46.62
	YoY	-2.86%	2028.55%	-91.48%	81.93%	19.85%	7.32%	-8.47%
	成本	-	-	8.91	46.19	42.60	45.14	41.62
	毛利率	-	-	59.05%	-16.64%	10.24%	11.37%	10.72%
总计	收入	29,851.31	33,314.85	36,210.97	32,066.05	35,153.37	39,178.43	43,570.33
	YoY	12.16%	11.60%	8.69%	-11.45%	9.63%	11.45%	11.21%
	成本	23,505.57	26,282.44	27,521.27	25,223.94	27,320.90	30,510.28	33,988.09
	毛利率	21.26%	21.11%	24.00%	21.34%	22.28%	22.12%	21.99%

资料来源: Wind、华金证券研究所

注: 其他业务数据为其它业务与其他主营业务之和

二、可比估值

鹏鼎控股是主要从事各类印制电路板的研发、设计、制造、销售与服务为一体的专业大型厂商。我们选取以下公司为可比公司: 深南电路专注于电子互联领域, 拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务; 东山精密为全球第二的柔性线路板企业, 全球第三的印刷电路板企业, 在 LED 部分小间距细分领域市场全球第一; 沪电股份主导产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板, 并以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、微波射频等多个领域; 方正科技 PCB 产品客户主要集中在通信设备、通讯终端、IT 产品、工业医疗、汽车电子、消费电子等领域; 景旺电子是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的厂商, 为客户提供多样化的产品选择和一站式服务; 胜宏科技主要产品为双面板、多层板 (含 HDI) 等, 产品广泛用于 LED 显示器、SERVER (服务器)、通讯、医疗器械、新能源汽车、电脑周边等领域。

我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入分别为 351.53/391.78/435.70 亿元, 增速分别为 9.6%/11.5%/11.2%; 归母净利润分别为 38.32/44.36/49.42 亿元, 增速分别为 16.6%/15.8%/11.4%; 对应 PE 分别为 17.6/15.2/13.6。考虑到鹏鼎控股在 PCB 行业全球领先地位

位，AI 赋能消费电子为市场带来产品新一轮创新周期，叠加汽车电动化/智能化/网联化持续深化 & Chat GPT 带动 AI 服务器算力需求，PCB 需求量与价值量双增逻辑显现，为公司业绩增长提供空间。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002916.SZ	深南电路	472.46	17.39	20.78	24.89	27.18	22.73	18.98
002384.SZ	东山精密	271.36	23.41	29.37	35.02	11.59	9.24	7.75
002463.SZ	沪电股份	615.19	22.52	28.05	33.28	27.32	21.93	18.49
600601.SH	方正科技	103.84	3.23	5.46	5.01	32.13	19.04	20.73
603228.SH	景旺电子	216.61	12.27	14.73	17.61	17.65	14.71	12.31
300476.SZ	胜宏科技	243.11	11.61	14.91	17.99	20.95	16.31	13.52
	均值		15.07	18.88	22.30	22.80	17.33	15.30
002938.SZ	鹏鼎控股	672.93	38.32	44.36	49.42	17.56	15.17	13.62

资料来源：Wind 一致预期，盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 05 月 27 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18493	20723	24666	29409	34258	营业收入	36211	32066	35153	39178	43570
现金	8207	10912	11910	17028	18849	营业成本	27521	25224	27321	30510	33988
应收票据及应收账款	6274	6209	8287	7743	9963	营业税金及附加	171	238	246	283	310
预付账款	296	230	473	332	545	营业费用	198	210	225	247	266
存货	3440	3054	3552	3944	4497	管理费用	1287	1208	1294	1387	1555
其他流动资产	275	318	444	361	405	研发费用	1672	1957	2190	2237	2387
非流动资产	20310	21555	20817	20862	20983	财务费用	-357	-309	-354	-390	-424
长期投资	8	5	5	4	3	资产减值损失	-218	-95	-122	-142	-175
固定资产	15385	15264	15866	16210	16641	公允价值变动收益	11	12	12	12	12
无形资产	1279	1271	1091	898	672	投资净收益	2	-4	-1	-2	-2
其他非流动资产	3638	5015	3855	3750	3667	营业利润	5620	3566	4243	4889	5442
资产总计	38803	42278	45483	50271	55241	营业外收入	7	10	9	9	9
流动负债	10001	11840	11366	12415	13065	营业外支出	8	4	5	5	5
短期借款	2964	3961	3274	3363	3414	利润总额	5620	3571	4246	4893	5446
应付票据及应付账款	3984	4848	4990	5827	6121	所得税	608	285	415	457	504
其他流动负债	3053	3030	3102	3225	3530	税后利润	5012	3287	3831	4436	4941
非流动负债	865	763	610	648	665	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
长期借款	176	0	0	0	0	归属母公司净利润	5012	3287	3832	4436	4942
其他非流动负债	689	763	610	648	665	EBITDA	8528	6428	6528	7481	8399
负债合计	10866	12603	11976	13063	13730	主要财务比率					
少数股东权益	0	25	24	24	24	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	2321	2320	2320	2320	2320	成长能力					
资本公积	12697	12702	12702	12702	12702	营业收入(%)	8.7	-11.4	9.6	11.5	11.2
留存收益	12991	14653	17847	21674	26002	营业利润(%)	47.4	-36.6	19.0	15.2	11.3
归属母公司股东权益	27937	29651	33482	37183	41487	归属于母公司净利润(%)	51.1	-34.4	16.6	15.8	11.4
负债和股东权益	38803	42278	45483	50271	55241	获利能力					
						毛利率(%)	24.0	21.3	22.3	22.1	22.0
						净利率(%)	13.8	10.3	10.9	11.3	11.3
						ROE(%)	17.9	11.1	11.4	11.9	11.9
						ROIC(%)	15.8	9.4	10.1	10.4	10.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.0	29.8	26.3	26.0	24.9
						流动比率	1.8	1.8	2.2	2.4	2.6
						速动比率	1.4	1.4	1.8	2.0	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	5.1	5.1	4.9	4.9	4.9
						应付账款周转率	6.3	5.7	5.6	5.6	5.7
						估值比率					
						P/E	13.4	20.5	17.6	15.2	13.6
						P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	7.3	9.5	9.0	7.2	6.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn