

## 鹏鼎控股 (002938.SZ)

## Q4 业绩符合市场预期，大客户 AI 终端多点创新望驱动新一轮成长

公司公告 24 年业绩快报：24 年实现营收 351.4 亿同比+9.6%，归母净利润 36.2 亿同比+10.1%，扣非归母净利 35.3 亿同比+11.4%，净利率 10.3%同比+0.1pct。结合公司近况，我们点评如下：

- Q4 业绩表现符合市场预期，增长源于大客户新品销量增长带动公司稼动率向上。单 Q4 季度收入 116.5 亿同比+0.4%环比+12.5%，归母净利 16.5 亿同比+14.1%环比+38.3%，净利率 14.1%同比+1.5pcts 环比+2.9pcts，盈利保持同环比改善趋势。整体经营业绩情况符合市场预期，业绩增长源于今年下游消费电子行业回暖以及 AI 为代表的科技革命新浪潮推动 PCB 需求向上，大客户新机在 Apple intelligence 升级以及硬件方面的创新推动销量较上一代有所增长，且公司稼动率有明显的提升。
- 公司 25Q1 业绩增长有望提速，源于 16e 及 iPad、Mac 等新机备货景气的推动。根据公司近期月度经营快报，公司 M1/M2 收入 27.0/24.6 亿同比+1.1%/+39.9%，2 月高增速源于公司全年同期因春节因素基数较低且 2 月 iPhone 16e 新机备货致稼动率提升明显。公司 Q1 有望实现同比较快增长，且 25H1 有 16e 新机以及 iOS18.4 更新推动 16 系列备货订单或将增加，有望带动公司稼动率优于往年同期。下半年 17 新机在 AI 化方面，单机 PCB 用量有所增加，价值量进一步提升，公司在新料号以及份额方面均有望取得积极进展，叠加 17 系列外观创新及 AI 系统功能适配有望带动其销量增长，从而推动 25 年公司业绩向上。
- 展望今年，公司积极布局 AI 终端及算力、智能车和低轨卫星等领域，并有望迎来多点开花。我们观察到 24 年公司持续加大对新的技术布局以及新的高端产能的扩充，如加大对 AI 手机及 AI PC 等终端产品的研发力度，加速进行高阶高速混压厚板、功率晶片内埋、高精度定深背钻、新型 Cavity 开盖等技术布局，同时也加速了高阶 HDI 及 SLP 产能的扩产进度，淮安第三园区一期产能已投入量产，二期工程加快建设，预计项目完成后，将进一步提升公司在高阶 HDI 及 SLP 产品领域的市占率。中长期来看，我们坚定认为 A 客户硬件创新与 AI 共振驱动三年向上周期的大趋势不变。25-27 年为 A 客户的创新大年，AI-iPhone、折叠机、机器人、AI 眼镜等可穿戴类产品创新将带来软硬板设计理念和技术的革新，其工艺、材料、规格将持续升级，有望带动终端 AI 化驱动的新景气，且公司亦将配合 A 客户进入新一轮的资本开支扩张向上周期。公司传统业务在大客户 AI 化的加持下将开启新的成长，AI 服务器/车载/低轨卫星等非手机业务的扩张有望为公司提供远期增长动能。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们最新预测 24-26 年营收为 351.4/412.9/474.9 亿，归母净利润为 36.2/44.6/53.3 亿，对应 EPS 为 1.56/1.92/2.30 元，对应当前股价 PE 为 24.5/19.9/16.6 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：需求低于预期、同行竞争加剧、扩产进度及产能爬坡低于预期。

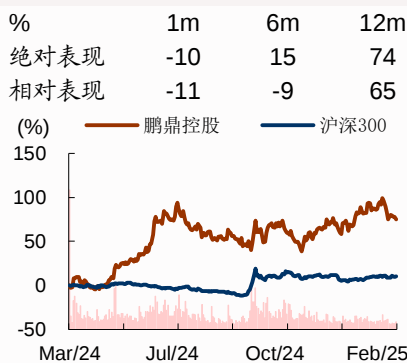
## 强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/电子  
当前股价：38.28 元

## 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 总股本（百万股）    | 2319     |
| 已上市流通股（百万股） | 2305     |
| 总市值（十亿元）    | 88.8     |
| 流通市值（十亿元）   | 88.3     |
| 每股净资产（MRQ）  | 13.1     |
| ROE（TTM）    | 11.2     |
| 资产负债率       | 30.6%    |
| 主要股东        | 美港实业有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 66.17%   |

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《鹏鼎控股（002938）—Q3 业绩稳健符合市场预期，看好 AI 化升级周期公司业绩向上弹性》2024-10-31
- 《鹏鼎控股（002938）—Q2 主要受降价和费用端拖累，关注 H2 新机销量及明年 AI 升级周期》2024-08-15
- 《鹏鼎控股（002938）—M5 收入符合预期，大客户 AI 加速升级打开公司新成长空间》2024-06-07

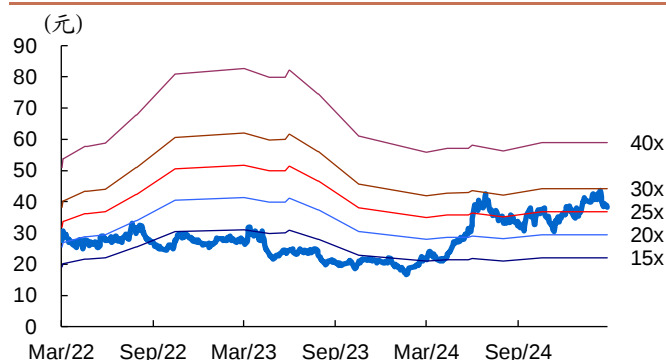
鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
程鑫 S1090523070013  
chengxin2@cmschina.com.cn  
涂银山 研究助理  
tukunshan@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 36211 | 32066 | 35141 | 41291 | 47485 |
| 同比增长       | 9%    | -11%  | 10%   | 18%   | 15%   |
| 营业利润(百万元)  | 5620  | 3566  | 4043  | 4928  | 5891  |
| 同比增长       | 47%   | -37%  | 13%   | 22%   | 20%   |
| 归母净利润(百万元) | 5012  | 3287  | 3620  | 4461  | 5333  |
| 同比增长       | 51%   | -34%  | 10%   | 23%   | 20%   |
| 每股收益(元)    | 2.16  | 1.42  | 1.56  | 1.92  | 2.30  |
| PE         | 17.7  | 27.0  | 24.5  | 19.9  | 16.6  |
| PB         | 3.2   | 3.0   | 2.8   | 2.5   | 2.2   |

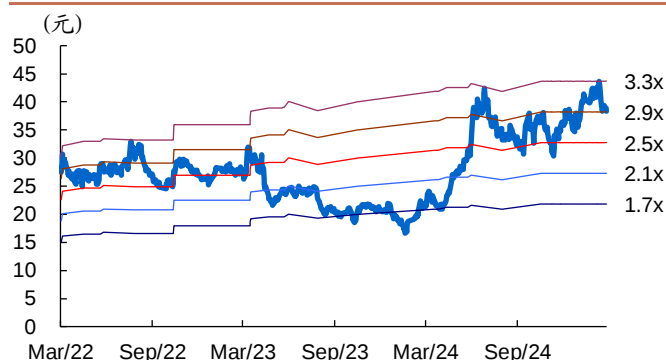
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：鹏鼎控股历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：鹏鼎控股历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 参考报告：

- 1、《鹏鼎控股（002938）—年报业绩受汇率等影响，继续加码产能和新品布局》2021/03/31
- 2、《鹏鼎控股（002938）—扣非利润低于预期，主因新产能爬坡和汇率影响》2021/05/04
- 3、《鹏鼎控股（002938）—Q3 超悲观预期，MiniLED&汽车板大力布局》2021/10/31
- 4、《鹏鼎控股（002938）—业绩略超预期，高阶硬板占比提升并继续积极扩张》2022/03/17
- 5、《鹏鼎控股（002938）—硬板助力业绩超预期，有望实现更均衡增长》2022/04/07
- 6、《鹏鼎控股（002938）—Q1 实现高增长，疫情影响下仍望实现全年目标》2022/04/29
- 7、《鹏鼎控股（002938）—Q2 业绩超预期，H2 苹果新品预期较佳、硬板增势延续》2022/07/15
- 8、《鹏鼎控股（002938）—Q2 盈利大幅改善，关注苹果新品需求及汽车电子进展》2022/08/10
- 9、《鹏鼎控股（002938）—Q3 大超预期，源于 A 旺季需求、产品结构优化、汇兑收益》2022-10-26
- 10、《鹏鼎控股（002938）—首次 40 亿定增 HDI、SLP 高阶产能，进一步优化产品结构》2022-12-09
- 11、《鹏鼎控股（002938）—Q4 业绩优于市场悲观预期，源于大客户供给链恢复及降本增效》2023-01-20
- 12、《鹏鼎控股（002938）—业绩符合市场预期，持续扩充高阶产能布局》2023-03-29
- 13、《鹏鼎控股（002938）—Q2 业绩受下游需求疲软拖累，未来加快服务器、车用产品线拓展》2023-08-12
- 14、《鹏鼎控股（002938）—Q3 多因素导致短期业绩承压，关注 Q4 经营边际改善趋势》2023-10-31
- 15、《鹏鼎控股（002938）—23 年受需求乏力拖累，24 年关注 AI 终端、汽车及卫星等多点布局》2024-03-31
- 16、《鹏鼎控股（002938）—24Q1 业绩实现同比增长超预期，后续关注公司经营逐步向好趋势》2024-04-25
- 17、《鹏鼎控股（002938）—M4 收入同比高增超预期，大客户 AI 创新加速带动需求展望向上》2024-05-07
- 18、《鹏鼎控股（002938）—M5 收入符合预期，大客户 AI 加速升级打开公司新成长空间》2024-06-07
- 19、《鹏鼎控股（002938）—Q2 主要受降价和费用端拖累，关注 H2 新机销量及明年 AI 升级周期》2024-08-15
- 20、《鹏鼎控股（002938）—Q3 业绩稳健符合市场预期，看好 AI 化升级周期公司业绩向上弹性》2024-10-31

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 18493        | 20723        | 19718        | 24197        | 29255        |
| 现金             | 8207         | 10912        | 8973         | 11593        | 14792        |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 7            | 17           | 18           | 22           | 25           |
| 应收款项           | 6268         | 6192         | 6786         | 7974         | 9170         |
| 其它应收款          | 15           | 16           | 17           | 20           | 23           |
| 存货             | 3440         | 3054         | 3340         | 3905         | 4461         |
| 其他             | 557          | 532          | 583          | 683          | 784          |
| <b>非流动资产</b>   | 20310        | 21555        | 21326        | 21128        | 20956        |
| 长期股权投资         | 8            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 固定资产           | 15385        | 15264        | 15165        | 15084        | 15018        |
| 无形资产商誉         | 1299         | 1292         | 1162         | 1046         | 942          |
| 其他             | 3618         | 4995         | 4993         | 4992         | 4992         |
| <b>资产总计</b>    | <b>38803</b> | <b>42278</b> | <b>41044</b> | <b>45324</b> | <b>50212</b> |
| <b>流动负债</b>    | 10001        | 11840        | 8148         | 9053         | 9946         |
| 短期借款           | 2964         | 3961         | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 3984         | 4848         | 5302         | 6198         | 7083         |
| 预收账款           | 40           | 51           | 56           | 65           | 74           |
| 其他             | 3013         | 2979         | 2790         | 2790         | 2790         |
| <b>长期负债</b>    | 865          | 763          | 763          | 763          | 763          |
| 长期借款           | 176          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 689          | 763          | 763          | 763          | 763          |
| <b>负债合计</b>    | <b>10866</b> | <b>12603</b> | <b>8911</b>  | <b>9816</b>  | <b>10710</b> |
| 股本             | 2321         | 2320         | 2319         | 2319         | 2319         |
| 资本公积金          | 12569        | 12414        | 12414        | 12414        | 12414        |
| 留存收益           | 13047        | 14916        | 17376        | 20751        | 24745        |
| 少数股东权益         | 0            | 25           | 25           | 25           | 25           |
| 归属于母公司所有者权益    | 27937        | 29651        | 32108        | 35483        | 39478        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>38803</b> | <b>42278</b> | <b>41044</b> | <b>45324</b> | <b>50212</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022        | 2023        | 2024E         | 2025E       | 2026E       |
|----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 10957       | 7969        | 5580          | 5911        | 6743        |
| 净利润            | 5012        | 3287        | 3620          | 4461        | 5333        |
| 折旧摊销           | 2963        | 2944        | 2948          | 2916        | 2890        |
| 财务费用           | (256)       | (17)        | (350)         | (350)       | (350)       |
| 投资收益           | (2)         | 4           | (163)         | (163)       | (163)       |
| 营运资金变动         | 3332        | 1660        | (477)         | (959)       | (972)       |
| 其它             | (93)        | 92          | 3             | 5           | 5           |
| <b>投资活动现金流</b> | (4484)      | (4454)      | (2556)        | (2556)      | (2556)      |
| 资本支出           | (4342)      | (3512)      | (2719)        | (2719)      | (2719)      |
| 其他投资           | (142)       | (942)       | 163           | 163         | 163         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1814)      | (943)       | (4963)        | (736)       | (988)       |
| 借款变动           | (1216)      | 520         | (4151)        | 0           | 0           |
| 普通股增加          | (0)         | (1)         | (2)           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 115         | (154)       | 0             | 0           | 0           |
| 股利分配           | (1161)      | (1625)      | (1160)        | (1086)      | (1338)      |
| 其他             | 447         | 318         | 350           | 350         | 350         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4659</b> | <b>2572</b> | <b>(1939)</b> | <b>2620</b> | <b>3199</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 36211       | 32066       | 35141       | 41291       | 47485       |
| 营业成本             | 27521       | 25224       | 27586       | 32248       | 36848       |
| 营业税金及附加          | 171         | 238         | 261         | 306         | 352         |
| 营业费用             | 198         | 210         | 246         | 289         | 285         |
| 管理费用             | 1287        | 1208        | 1230        | 1445        | 1662        |
| 研发费用             | 1672        | 1957        | 2179        | 2477        | 2849        |
| 财务费用             | (357)       | (309)       | (350)       | (350)       | (350)       |
| 资产减值损失           | (221)       | (83)        | (110)       | (110)       | (110)       |
| 公允价值变动收益         | 11          | 12          | 13          | 13          | 13          |
| 其他收益             | 108         | 103         | 150         | 150         | 150         |
| 投资收益             | 2           | (4)         | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>      | 5620        | 3566        | 4043        | 4928        | 5891        |
| 营业外收入            | 7           | 10          | 5           | 5           | 5           |
| 营业外支出            | 8           | 4           | 4           | 4           | 4           |
| <b>利润总额</b>      | 5620        | 3571        | 4044        | 4929        | 5892        |
| 所得税              | 608         | 285         | 425         | 468         | 560         |
| 少数股东损益           | 0           | (0)         | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>5012</b> | <b>3287</b> | <b>3620</b> | <b>4461</b> | <b>5333</b> |

## 主要财务比率

|                | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 9%    | -11%  | 10%   | 18%   | 15%   |
| 营业利润           | 47%   | -37%  | 13%   | 22%   | 20%   |
| 归母净利润          | 51%   | -34%  | 10%   | 23%   | 20%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 24.0% | 21.3% | 21.5% | 21.9% | 22.4% |
| 净利率            | 13.8% | 10.3% | 10.3% | 10.8% | 11.2% |
| ROE            | 19.4% | 11.4% | 11.7% | 13.2% | 14.2% |
| ROIC           | 16.0% | 9.2%  | 10.0% | 12.3% | 13.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 28.0% | 29.8% | 21.7% | 21.7% | 21.3% |
| 净负债比率          | 8.2%  | 9.8%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 1.8   | 1.8   | 2.4   | 2.7   | 2.9   |
| 速动比率           | 1.5   | 1.5   | 2.0   | 2.2   | 2.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.0   | 0.8   | 0.8   | 1.0   | 1.0   |
| 存货周转率          | 7.7   | 7.8   | 8.6   | 8.9   | 8.8   |
| 应收账款周转率        | 5.1   | 5.1   | 5.4   | 5.6   | 5.5   |
| 应付账款周转率        | 6.3   | 5.7   | 5.4   | 5.6   | 5.5   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 2.16  | 1.42  | 1.56  | 1.92  | 2.30  |
| 每股经营净现金        | 4.73  | 3.44  | 2.41  | 2.55  | 2.91  |
| 每股净资产          | 12.05 | 12.79 | 13.85 | 15.30 | 17.03 |
| 每股股利           | 0.70  | 0.50  | 0.47  | 0.58  | 0.69  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 17.7  | 27.0  | 24.5  | 19.9  | 16.6  |
| PB             | 3.2   | 3.0   | 2.8   | 2.5   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 11.0  | 14.6  | 13.4  | 11.8  | 10.5  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。