

鹏鼎控股 (002938.SZ)

Q1 收入创历史同期新高，利润受折旧、汇兑及价格多重因素拖累

公司公告 25 年一季报：Q1 营收 80.87 亿同比+20.94%，归母净利 4.88 亿同比-1.83%，扣非归母净利 4.78 亿同比-5.19%，毛利率 17.83%同比-2.54pct，净利率 6.01%同比-1.42pct。结合公司近况，我们点评如下：

□ 25Q1 收入创历史同期新高，盈利表现低于市场预期。Q1 季度收入规模创历史同期新高，主因大客户 Q1 有新机 16e 上市以及 3 月因关税问题提前启动对美备货，稼动率得到明显提升。盈利表现不及市场预期，我们分析主因：1) Q1 大客户产品主要是老料号，价格承压，且上游原材料成本上涨，对主营产品的盈利空间形成挤压；2) 公司高雄厂区建成投产，处于爬坡阶段，且公司的资本开支亦较高，形成一定的折旧压力；3) 财务费用：因美元贬值产生的汇兑收益同比减少了约 5500 万。

□ 展望 Q2：大客户因关税问题提前备货驱动公司稼动率同比继续向上。4 月份以来的关税不确定性问题是目前对果链扰动因素，大客户为应对未来的风险从 3 月份开始提前备货，目前公司的订单情况好于去年同期，产品价格因机型原因尚有压力，公司通过提升产能利用率和自身的经营管理优化、成本费用管控，盈利能力或将保持相对稳定。下半年随着大客户新机的上市，以及新机 AI 化的创新，有望推动公司盈利能力改善。而下半年 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 25/26 年，公司 50 亿 Capex 超市场预期，积极布局 AI 终端（含折叠屏）及算力、智能车和低轨卫星等领域，望迎来多点开花。我们观察到公司持续加大对新的技术布局以及新的高端产能的扩充，在低轨卫星、毫米波天线、基站天线、光模块、激光雷达、服务器、车域控制器等领域，公司利用高阶任意层+高频高速技术优势推动高端 HDI 发展。在智慧折叠终端、AR、VR、AI 终端应用等方面，公司推动动态弯折高频传输、超薄多层、精细线路、组件内埋等技术与产业化。针对 AI 相关电子设备发展，应对高速 GPU/CPU/NPU，进行高阶高速混压厚板、功率芯片内埋、高精度定深背钻、新型腔体等技术布局，同时也加速了高阶 HDI 及 SLP 产能的扩产进度，公司预计 25 年资本开支为 50 亿，超出市场预期。公司淮安第三园区一期产能已于 24 年投入量产，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；同时泰国园区建设项目预计于 25 年 5 月建成，并进入认证、打样、试产阶段，年内陆续投产；2025 年公司将进一步扩充软板产能。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。

强烈推荐（维持）

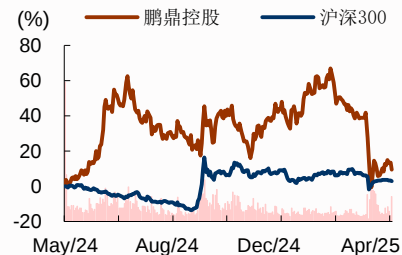
TMT 及中小盘/电子
当前股价：28.57 元

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）	66.2
流通市值（十亿元）	65.9
每股净资产（MRQ）	14.1
ROE（TTM）	11.0
资产负债率	25.8%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-21	-22	19
相对表现	-18	-19	14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《鹏鼎控股（002938）—25 年 50 亿 Capex 超预期，卡位 AI 端云管三侧创新迎新增长周期》2025-04-13
- 2、《鹏鼎控股（002938）—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》2025-03-13
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

✉ tukunshan@cmschina.com.cn

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们最新预测 25-27 年营收为 404.1/464.7/511.2 亿，归母净利润为 41.4/50.4/59.5 亿，对应 EPS 为 1.78/2.17/2.57 元，对应当前股价 PE 为 16.0/13.2/11.1 倍，维持“强烈推荐”评级。

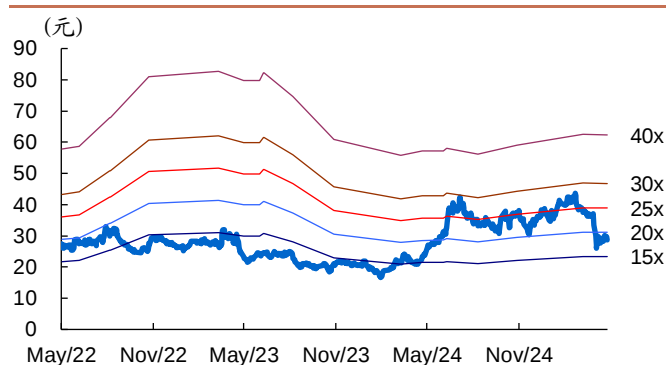
□ 风险提示：地缘政治冲突加剧带来潜在的关税风险，需求低于预期、同行竞争加剧、扩产进度及产能爬坡低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	32066	35140	40411	46473	51120
同比增长	-11%	10%	15%	15%	10%
营业利润(百万元)	3566	4043	4595	5594	6613
同比增长	-37%	13%	14%	22%	18%
归母净利润(百万元)	3287	3620	4137	5036	5953
同比增长	-34%	10%	14%	22%	18%
每股收益(元)	1.42	1.56	1.78	2.17	2.57
PE	20.2	18.3	16.0	13.2	11.1
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

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) 一季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) 一扣非利润低于预期，主因新产能爬坡和汇率影响》2021/05/04
- 3、《鹏鼎控股 (002938) 一Q3 超悲观预期，MiniLED&汽车板大力布局》2021/10/31
- 4、《鹏鼎控股 (002938) 一业绩略超预期，高阶硬板占比提升并继续积极扩张》2022/03/17
- 5、《鹏鼎控股 (002938) 一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) 一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) 一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) 一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) 一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) 一首次 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) 一Q4 业绩优于市场悲观预期，源于大客户供应链恢复及降本增效》2023-01-20
- 12、《鹏鼎控股 (002938) 一业绩符合市场预期，持续扩充高阶产能布局》2023-03-29
- 13、《鹏鼎控股 (002938) 一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) 一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) 一23 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) 一24Q1 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) 一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) 一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) 一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) 一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
- 21、《鹏鼎控股 (002938) 一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》2025-03-13
- 22、《鹏鼎控股 (002938) 一25 年 50 亿 Capex 超预期，卡位 AI 端云管三侧创新迎新增长周期》2025-04-13

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20723	23635	21475	25907	30774
现金	10912	13497	9855	12574	16173
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	70	80	93	102
应收款项	6192	5769	6634	7629	8392
其它应收款	16	265	304	350	385
存货	3054	3356	3823	4369	4744
其他	532	679	779	894	979
非流动资产	21555	20908	21168	21367	21517
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产	15264	15738	16121	16430	16679
无形资产商誉	1292	1218	1096	987	888
其他	4995	3946	3945	3945	3945
资产总计	42278	44543	42644	47274	52291
流动负债	11840	11204	8646	9481	10056
短期借款	3961	3257	0	0	0
应付账款	4848	5079	5787	6613	7181
预收账款	51	60	68	78	85
其他	2979	2808	2790	2790	2790
长期负债	763	1017	1017	1017	1017
长期借款	0	180	180	180	180
其他	763	837	837	837	837
负债合计	12603	12221	9663	10498	11073
股本	2320	2319	2319	2319	2319
资本公积金	12414	12448	12448	12448	12448
留存收益	14916	17344	18003	21798	26241
少数股东权益	25	212	212	212	212
归属于母公司所有者权益	29651	32110	32769	36565	41007
负债及权益合计	42278	44543	42644	47274	52291

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7969	7082	6040	6940	8120
净利润	3287	3619	4137	5036	5953
折旧摊销	2944	3066	3170	3232	3280
财务费用	(17)	(25)	(400)	(350)	(300)
投资收益	4	(10)	(100)	(100)	(120)
营运资金变动	1660	431	(767)	(878)	(693)
其它	92	1	0	0	0
投资活动现金流	(4454)	(2886)	(3330)	(3330)	(3310)
资本支出	(3512)	(2844)	(3430)	(3430)	(3430)
其他投资	(942)	(42)	100	100	120
筹资活动现金流	(943)	(1827)	(6352)	(891)	(1211)
借款变动	1216	(612)	(3274)	0	0
普通股增加	(1)	(2)	0	0	0
资本公积增加	(154)	34	0	0	0
股利分配	(2321)	(2088)	(3478)	(1241)	(1511)
其他	318	841	400	350	300
现金净增加额	2572	2369	(3642)	2719	3599

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32066	35140	40411	46473	51120
营业成本	25224	27844	31723	36249	39363
营业税金及附加	238	275	316	363	383
营业费用	210	216	248	232	256
管理费用	1208	1204	1334	1441	1585
研发费用	1957	2324	2627	2974	3272
财务费用	(309)	(736)	(400)	(350)	(300)
资产减值损失	(83)	(71)	(70)	(70)	(70)
公允价值变动收益	12	(39)	(39)	(39)	(39)
其他收益	103	130	130	130	150
投资收益	(4)	10	10	10	10
营业利润	3566	4043	4595	5594	6613
营业外收入	10	8	8	8	8
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	3571	4044	4596	5595	6614
所得税	285	425	459	559	660
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	3287	3620	4137	5036	5953

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-11%	10%	15%	15%	10%
营业利润	-37%	13%	14%	22%	18%
归母净利润	-34%	10%	14%	22%	18%
获利能力					
毛利率	21.3%	20.8%	21.5%	22.0%	23.0%
净利率	10.3%	10.3%	10.2%	10.8%	11.6%
ROE	11.4%	11.7%	12.8%	14.5%	15.3%
ROIC	9.2%	8.5%	11.0%	13.5%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	29.8%	27.4%	22.7%	22.2%	21.2%
净负债比率	9.8%	7.8%	0.4%	0.4%	0.3%
流动比率	1.8	2.1	2.5	2.7	3.1
速动比率	1.5	1.8	2.0	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	7.8	8.7	8.8	8.9	8.6
应收账款周转率	5.1	5.8	6.4	6.4	6.3
应付账款周转率	5.7	5.6	5.8	5.8	5.7
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.56	1.78	2.17	2.57
每股经营净现金	3.44	3.05	2.61	2.99	3.50
每股净资产	12.79	13.85	14.13	15.77	17.69
每股股利	0.90	1.50	0.54	0.65	0.77
估值比率					
PE	20.2	18.3	16.0	13.2	11.1
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.9	10.6	9.0	7.8	6.9

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。