

鹏鼎控股 (002938.SZ)

强烈推荐 (维持)

25Q2 业绩高增, 上修 AI PCB Capex 加速产能扩张和客户导入

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 51.84 元

事件: 公司公告 25H1 收入 163.8 亿 同比+24.75%; 归母净利润 12.3 亿 同比+57.2%; 扣非归母净利 11.5 亿 同比+51.9%, 毛利率 19.1%同比+1.1pct, 净利率 7.5%同比+1.5pct。结合公司母公司臻鼎科技的财报信息及公司近况, 我们点评如下:

基础数据

总股本 (百万股)	2318
已上市流通股 (百万股)	2307
总市值 (十亿元)	120.2
流通市值 (十亿元)	119.6
每股净资产 (MRQ)	13.5
ROE (TTM)	13.0
资产负债率	29.2%
主要股东	美港实业有限公司
主要股东持股比例	66.19%

□ Q2 业绩高增符合此前预告指引, 盈利能力提升源于产品结构优化、稼动率和良率改善。单 Q2 收入 82.9 亿同比+28.7%环比+2.5%, 归母净利润 7.45 亿 同比+159.6%环比+52.6%, 扣非归母净利 6.71 亿同比+166.1%环比+40.3%, 毛利率 20.3%同比+4.8pct 环比+2.4pct, 净利率 8.9%同比+4.5pct 环比+2.9pct。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	26	52
相对表现	27	20	28



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 上半年业务结构分析: 1) 通讯用板营收 102.7 亿元同比+17.6%, 毛利率为 16.0%同比-0.3pct, 公司积极参与到 A 客户新产品新技术的开发, 份额持续提升; 2) 消费电子及计算机用板营收 51.7 亿同比+31.6%, 毛利率 24.5% 同比+2.8pct, 公司积极推动以 AI 眼镜为代表的 AI 端侧产品的开发与量产, 实现业务规模快速增长; 3) 汽车及服务器营收 8.1 亿同比+87.4%, 公司积极推动 N 客户新一代产品认证与打样, 并进一步扩大与 CSP 厂商在 AI ASIC 相关产品的开发与合作。

相关报告

□ 公司 AI PCB 技术能力积累深厚。据公司中报, 公司已具备量产 3-8 阶 HDI 产品的能力, 尤其在高阶 HDI 产品及 SLP 产品方面拥有领先的技术实力和量产能力。公司 SLP 产品已成功进入 800G/1.6T 光模块领域, 3.2T 产品亦进入研发设计阶段。目前公司淮安三园区一期产线主要生产用于 AI 服务器及光模块产品领域的 6 阶以上 HDI 及 SLP 产品。

- 1、《鹏鼎控股 (002938) —Q2 业绩大超预期, 稼动率及良率提升推动毛利率向上改善》2025-07-15
- 2、《鹏鼎控股 (002938) —Q2 收入增速超预期, AI-Capex 加大将为公司开启新增长曲线》2025-07-08
- 3、《鹏鼎控股 (002938) —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》2025-05-05

□ 公司进一步上修了 AI PCB-Capex 的投入力度, 积极开拓海外算力领域望获重要突破。结合公司母公司臻鼎的投关信息, 臻鼎根据客户对高阶 AI 产品的未来订单需求, 将 25-26 年年度的 Capex 金额提高至 300 亿以上新台币 (合计 70-90 亿元人民币), 其中近 50% 的 Capex 将用于扩大高阶 HDI 和 HLC (高多层板) 产能。根据臻鼎的产品线业务布局, 鹏鼎控股是臻鼎 AI PCB 的实施主体, 此次上修 Capex 后, 鹏鼎的 AI PCB 投入规划较年初的规划增加了 20 亿元以上, 且 26 年存在进一步扩大的趋势。公司泰国基地一期 5 月已投产, 目前亦通过了 AI 服务器及光模块客户的认证, 并启动泰国基地二期的建设; 此外, 高雄 AI 园区亦会规划新增生产超高阶产品 (30L~80L) 的产线, 我们认为公司此产线的规划亦是后续 N 客户超高层正交背板的新产品方案做产能准备。

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

□ 中长期来看, 我们坚定认为 A 客户硬件创新与 AI 云管端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、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, 此外公司亦积极布局人形机器人领域。围绕边缘 AI 端侧创新, 公司将进入新一轮的资本开支扩张向上周期。同时公司在 AI 算力领域凭借此前在高阶 HDI、SLP 等产品积累下来的丰富生产经验, 积极拓展 GPU/ASIC 终端客户, 并持续加大对高阶 HDI、HLC 产能的扩张力度。我们认为需要重视未来 “AI 云管端” 三侧需求持续释

放推动鹏鼎业绩进入新一轮的增长机遇期。

- 维持“强烈推荐”投资评级。我们预测 25-27 年营收为 421.7/506.0/594.6 亿，归母净利润为 45.0/57.5/72.5 亿，对应 EPS 为 1.94/2.48/3.13 元，对应当前股价 PE 为 26.7/20.9/16.6 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、客户新品拓展不及预期。

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	42168	50602	59458
同比增长	-11%	10%	20%	20%	18%
营业利润(百万元)	3566	4043	4997	6381	8050
同比增长	-37%	13%	24%	28%	26%
归母净利润(百万元)	3287	3620	4499	5745	7247
同比增长	-34%	10%	24%	28%	26%
每股收益(元)	1.42	1.56	1.94	2.48	3.13
PE	36.6	33.2	26.7	20.9	16.6
PB	4.1	3.7	3.6	3.2	2.8

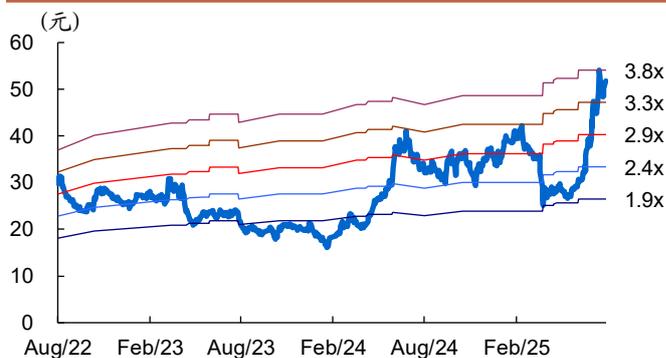
资料来源：公司数据、招商证券

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

图 3: 臻鼎科技未来业务展望 (一)



營運成果回顧暨未來展望

- 1 1H25 營收年增 20.6%，刷新歷年同期新高紀錄，毛利率與營業利益率皆顯著回升**

今年上半年，臻鼎月營收連續六個月創下歷年同期新高。1H25 在行動通訊、電腦消費、伺服器/車載/光通訊以及 IC 載板等四大應用領域皆締造年增表現，其中以 IC 載板年增幅度最高，符合公司先前預期。

在產能利用率提升與營運費用控制得宜下，雖上半年折舊及攤銷年增新台幣 6.78 億，上半年毛利率仍較去年同期提高 1.7 個百分點至 16.5%，營業利益率較去年同期回升 4.3 個百分點至 4.4%，營運效率持續優化。業外部分，今年上半年匯兌損失為新台幣 6.39 億，相較去年同期匯兌利益 11.95 億，兩者相差 18.34 億，縱然有匯兌因素干擾，臻鼎稅後淨利仍達到新台幣 24.13 億元，年增 14.7%，經營成果保持穩健。
- 2 2025 年美元營收增速保持優於產業平均水準，2026 年四大應用預期全面加速成長**

下半年客戶新品備貨節奏正常，下半年營運表現將優於上半年。若以美元計價，2025 年全年營收增速保持優於產業平均水準。

展望 2026 年，臻鼎在 AI 手機、折疊機與 AI 眼鏡將有明顯成長機會，加上高階 AI 伺服器取得重要客戶訂單、IC 載板需求升溫，預期四大應用營收將全面加速成長。

资料来源：臻鼎科技官网，招商证券

图 4: 臻鼎科技未来业务展望 (二)



營運成果回顧暨未來展望 (續)

3 One ZDT布局發酵，憑藉高階HDI與HLC技術，未來AI伺服器營收佔比將逐步提升

因應高階AI伺服器技術快速演進，臻鼎是少數能夠提供客戶OAM/UBB技術整合方案的廠商。公司在MSAP、HDI及HLC等領域擁有成熟技術與量產實績，並可配合客戶前瞻設計需求，結合高階載板技術及對半導體產業趨勢的了解，與客戶共同開發未來世代高階產品。

臻鼎過去幾年在AI伺服器累積的技術實力以及對於關鍵製程的掌握已受到重要客戶認可，未來AI伺服器營收佔比將逐步提升。

4 因應客戶高階AI產品需求，提高資本支出以掌握未來成長契機

根據客戶對高階AI產品的未來訂單需求，臻鼎規劃提高今、明兩年的資本支出金額至新台幣300億以上，其中近50%資本支出將用於擴大高階HDI和HLC產能，以掌握相關產品成長契機。

以全球產能布局而言，今年大陸廠區將擴建AI產品用高階HDI、HLC產能，以及去瓶頸高階軟板產能。泰國一廠自5/8試產以來，已有伺服器及光通訊領域重要客戶通過認證，預期4Q25將進入小量產；泰國二廠亦積極建設中。另外高雄AI園區之高階ABF載板與HLC+HDI產能陸續裝機，將於年底進入試產。

资料来源：臻鼎科技官网，招商证券

图 5: 臻鼎科技未来各产品线 2030 年的目标



過去幾年耕耘逐步發酵，臻鼎四大產品線將持續成長



2030目標 全球前5

2030目標 保持#1

2030目標 全球#1

2030目標 全球前10

深化與客戶及產業鏈夥伴合作，目標每年創造優於產業平均的營收與獲利成長

资料来源：臻鼎科技官网，招商证券

图 6: 臻鼎科技全球生产基地未来的规划



资料来源: 臻鼎科技官网, 招商證券

图 7: 臻鼎科技边缘 AI 端侧业务展望



资料来源: 臻鼎科技官网, 招商證券

图 8: 臻鼎科技 IC 载板及服务器和光通信业务展望



资料来源：臻鼎科技官网，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
- 23、《鹏鼎控股 (002938) 一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》2025-05-05
- 24、《鹏鼎控股 (002938) 一Q2 收入增速超预期，AI-Capex 加大将为公司开启新增长曲线》2025-07-08
- 25、《鹏鼎控股 (002938) 一Q2 业绩大超市场预期，稼动率及良率提升推动毛利率向上改善》2025-07-15

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	19983	24678	31158
现金	10912	13497	7884	10192	14221
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	70	84	101	118
应收款项	6192	5769	6923	8307	9761
其它应收款	16	265	317	381	448
存货	3054	3356	3964	4726	5474
其他	532	679	811	971	1136
非流动资产	21555	20908	23238	24106	24295
长期股权投资	5	6	6	6	6
固定资产	15264	15738	18191	19168	19457
无形资产商誉	1292	1218	1096	987	888
其他	4995	3946	3945	3945	3945
资产总计	42278	44543	43221	48784	55453
流动负债	11840	11204	8861	10029	11175
短期借款	3961	3257	0	0	0
应付账款	4848	5079	6000	7154	8287
预收账款	51	60	71	84	98
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	9878	11046	12192
股本	2320	2319	2319	2319	2319
资本公积金	12414	12448	12448	12448	12448
留存收益	14916	17344	18365	22760	28283
少数股东权益	25	212	212	212	212
归属于母公司所有者权益	29651	32110	33131	37526	43049
负债及权益合计	42278	44543	43221	48784	55453

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7969	7082	6139	7707	9352
净利润	3287	3619	4499	5745	7247
折旧摊销	2944	3066	3170	3632	3811
财务费用	(17)	(25)	(400)	(350)	(300)
投资收益	4	(10)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	1660	431	(1029)	(1220)	(1305)
其它	92	1	0	0	0
投资活动现金流	(4454)	(2886)	(5400)	(4400)	(3900)
资本支出	(3512)	(2844)	(5500)	(4500)	(4000)
其他投资	(942)	(42)	100	100	100
筹资活动现金流	(943)	(1827)	(6352)	(1000)	(1423)
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)	(1350)	(1723)
其他	318	841	400	350	300
现金净增加额	2572	2369	(5613)	2307	4029

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32066	35140	42168	50602	59458
营业成本	25224	27844	32891	39217	45426
营业税金及附加	238	275	329	395	446
营业费用	210	216	259	253	297
管理费用	1208	1204	1392	1569	1843
研发费用	1957	2324	2741	3188	3746
财务费用	(309)	(736)	(400)	(350)	(300)
资产减值损失	(83)	(71)	(60)	(50)	(50)
公允价值变动收益	12	(39)	(39)	(39)	(39)
其他收益	103	130	130	130	130
投资收益	(4)	10	10	10	10
营业利润	3566	4043	4997	6381	8050
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	4998	6382	8051
所得税	285	425	499	637	804
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	3287	3620	4499	5745	7247

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-11%	10%	20%	20%	18%
营业利润	-37%	13%	24%	28%	26%
归母净利润	-34%	10%	24%	28%	26%
获利能力					
毛利率	21.3%	20.8%	22.0%	22.5%	23.6%
净利率	10.3%	10.3%	10.7%	11.4%	12.2%
ROE	11.4%	11.7%	13.8%	16.3%	18.0%
ROIC	9.2%	8.5%	11.9%	15.2%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	29.8%	27.4%	22.9%	22.6%	22.0%
净负债比率	9.8%	7.8%	0.4%	0.4%	0.3%
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.5	2.8
速动比率	1.5	1.8	1.8	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1
存货周转率	7.8	8.7	9.0	9.0	8.9
应收账款周转率	5.1	5.8	6.6	6.6	6.5
应付账款周转率	5.7	5.6	5.9	6.0	5.9
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.56	1.94	2.48	3.13
每股经营净现金	3.44	3.06	2.65	3.32	4.03
每股净资产	12.79	13.85	14.29	16.19	18.57
每股股利	0.90	1.50	0.58	0.74	0.94
估值比率					
PE	36.6	33.2	26.7	20.9	16.6
PB	4.1	3.7	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	14.4	14.0	11.3	9.1	7.6

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。