

鹏鼎控股 (002938.SZ)

强烈推荐 (维持)

43 亿泰国基地扩产计划, 进一步加速海外 AI PCB 产能布局

事件: 12 月 15 日公司公告对外投资计划: 2026 年向泰国基地投资 43 亿元(自有或自筹资金), 用于建设生产厂房及配套设施, 并同步布局高阶 HDI(含 SLP)、HLC 等产品产能, 为快速成长的 AI 应用市场提供涵盖 AI 服务器、AI 端侧产品、低轨卫星等多领域的全方位 PCB 解决方案。本次投资建设周期为 2026 年全年。结合公司近况, 我们点评如下:

- 43 亿投资泰国基地扩产, 海外 AI PCB 产能布局按下加速键。本次泰国投资计划在二期厂房建设完成基础在增加高阶 HDI(含 SLP)、HLC 的设备投资, 加速二期产能于 26 年底投产; 同时增建泰国三期厂房建设, 预计 27 年年中建成投产。届时公司泰国基地的 AI PCB 产能规模或将达到 60 亿以上的产值, 为公司把握 AI 趋势浪潮, 充分利用 ONEAVARY 的产品技术平台, 进一步加快公司 AI “云-管-端” 全产业链布局, 扩充公司 AI 产品线的产能布局, 同时加快公司全球业务布局, 提升公司在 AI 算力领域的技术实力、量产能力及综合竞争力。
- 短期来看, 根据公司近期月度经营快报, 公司 M10/M11 收入 42.2/38.2 亿同比-3.1%/-5.6%, 环比-0.8%/-9.7%, 下滑源于客户备货节奏今年有所提前; 而考虑到汇率逆风的因素, 预计 Q4 业绩同比或将承压。AI 算力领域, 公司在淮安基地和泰国基地已经顺利通过 N 客户的审厂认证, 并接受 G 客户验厂, 后续公司积极配合 N 客户打样 GB300 及 Rubin 系列新品、配合 G 客户打样 TPU 系列新品, 同时加速扩张 AI-PCB 高端产能, 为未来业绩高增打下基础。
- 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。考虑到公司近期月度经营情况同比下滑以及 Q4 汇率逆风的因素, 我们最新预测 25-27 年营收为 383.0/478.8/574.6 亿, 归母净利润为 39.5/53.3/70.1 亿, 对应 EPS 为 1.70/2.30/3.03 元, 对应当前股价 PE 为 28.1/20.8/15.8 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	38303	47879	57455
同比增长	-11%	10%	9%	25%	20%
营业利润(百万元)	3566	4043	4388	5915	7791
同比增长	-37%	13%	9%	35%	32%
归母净利润(百万元)	3287	3620	3951	5326	7013
同比增长	-34%	10%	9%	35%	32%
每股收益(元)	1.42	1.56	1.70	2.30	3.03
PE	33.8	30.7	28.1	20.8	15.8
PB	3.7	3.5	3.4	3.0	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 47.89 元

基础数据

总股本(百万股)	2318
已上市流通股(百万股)	2309
总市值(十亿元)	111.0
流通市值(十亿元)	110.6
每股净资产(MRQ)	14.1
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	31.4%
主要股东	美港实业有限公司
主要股东持股比例	66.19%

股价表现



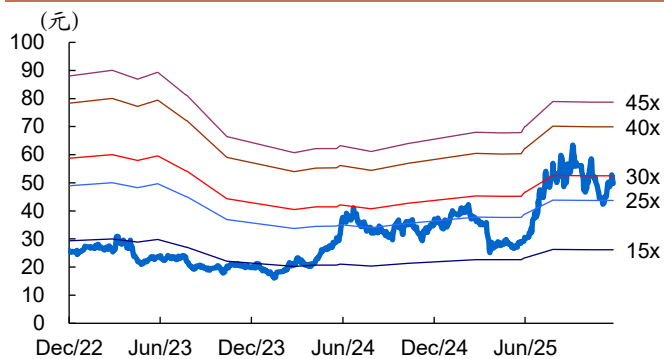
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《鹏鼎控股 (002938) —Q3 业绩下滑受折旧、费用拖累, AI 算力客户及产能拓展顺利》2025-11-02
- 《鹏鼎控股 (002938) —拟 80 亿元投资扩建淮安基地产能, 加速 AI 多领域 PCB 布局》2025-08-20
- 《鹏鼎控股 (002938) —25Q2 业绩高增, 上修 AIPCBCapex 加速产能扩张和客户导入》2025-08-13

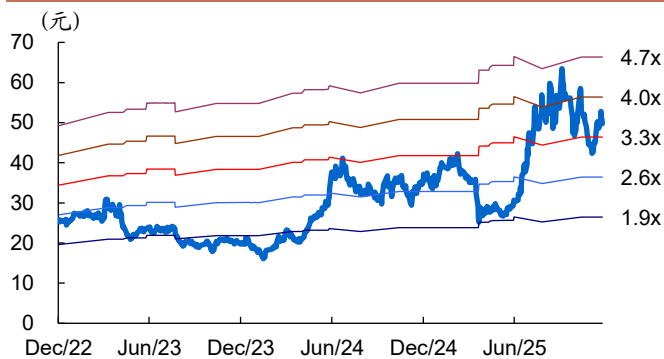
鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
程鑫 S1090523070013  
chengxin2@cmschina.com.cn  
涂锟山 S1090525040004  
tukunshan@cmschina.com.cn

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) 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
- 26、《鹏鼎控股 (002938) 一25Q2 业绩高增, 上修 AIPCBCapex 加速产能扩张和客户导入》2025-08-13
- 27、《鹏鼎控股 (002938) 一拟 80 亿元投资扩建淮安基地产能, 加速 AI 多领域 PCB 布局》2025-08-20
- 28、《鹏鼎控股 (002938) 一Q3 业绩下滑受折旧、费用拖累, AI 算力客户及产能拓展顺利》2025-11-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	20723	23635	18914	23512	29965
现金	10912	13497	7899	9787	13598
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	70	76	95	114
应收款项	6192	5769	6288	7860	9432
其它应收款	16	265	288	360	433
存货	3054	3356	3624	4489	5290
其他	532	679	738	920	1098
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>42278</b>	<b>44543</b>	<b>42152</b>	<b>47618</b>	<b>54260</b>
<b>流动负债</b>	11840	11204	8340	9666	10892
短期借款	3961	3257	0	0	0
应付账款	4848	5079	5485	6795	8008
预收账款	51	60	65	80	94
其他	2979	2808	2790	2790	2790
<b>长期负债</b>	763	1017	1017	1017	1017
长期借款	0	180	180	180	180
其他	763	837	837	837	837
<b>负债合计</b>	<b>12603</b>	<b>12221</b>	<b>9357</b>	<b>10683</b>	<b>11910</b>
股本	2320	2319	2319	2319	2319
资本公积金	12414	12448	12448	12448	12448
留存收益	14916	17344	17816	21957	27373
少数股东权益	25	212	212	212	212
归属于母公司所有者权益	29651	32110	32583	36723	42139
<b>负债及权益合计</b>	<b>42278</b>	<b>44543</b>	<b>42152</b>	<b>47618</b>	<b>54260</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7969	7082	6154	7123	9008
净利润	3287	3619	3951	5326	7013
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	(466)	(1385)	(1415)
其它	92	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(4454)	(2886)	(5400)	(4400)	(3900)
资本支出	(3512)	(2844)	(5500)	(4500)	(4000)
其他投资	(942)	(42)	100	100	100
<b>筹资活动现金流</b>	(943)	(1827)	(6352)	(835)	(1298)
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)	(1185)	(1598)
其他	318	841	400	350	300
<b>现金净增加额</b>	<b>2572</b>	<b>2369</b>	<b>(5597)</b>	<b>1888</b>	<b>3811</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	32066	35140	38303	47879	57455
营业成本	25224	27844	30068	37250	43895
营业税金及附加	238	275	299	374	431
营业费用	210	216	235	239	287
管理费用	1208	1204	1264	1484	1781
研发费用	1957	2324	2490	3016	3620
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
<b>营业利润</b>	3566	4043	4388	5915	7791
营业外收入	10	8	8	8	8
营业外支出	4	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	3571	4044	4389	5916	7792
所得税	285	425	438	591	778
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3287</b>	<b>3620</b>	<b>3951</b>	<b>5326</b>	<b>7013</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-11%	10%	9%	25%	20%
营业利润	-37%	13%	9%	35%	32%
归母净利润	-34%	10%	9%	35%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.3%	20.8%	21.5%	22.2%	23.6%
净利率	10.3%	10.3%	10.3%	11.1%	12.2%
ROE	11.4%	11.7%	12.2%	15.4%	17.8%
ROIC	9.2%	8.5%	10.4%	14.3%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.8%	27.4%	22.2%	22.4%	21.9%
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	2.4	2.8
速动比率	1.5	1.8	1.8	2.0	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1
存货周转率	7.8	8.7	8.6	9.2	9.0
应收账款周转率	5.1	5.8	6.3	6.7	6.6
应付账款周转率	5.7	5.6	5.7	6.1	5.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.42	1.56	1.70	2.30	3.03
每股经营净现金	3.44	3.06	2.65	3.07	3.89
每股净资产	12.79	13.85	14.06	15.84	18.18
每股股利	0.90	1.50	0.51	0.69	0.91
<b>估值比率</b>					
PE	33.8	30.7	28.1	20.8	15.8
PB	3.7	3.5	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	14.3	13.9	12.2	9.5	7.7

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。