

## 鹏鼎控股 (002938.SZ)

## 26 年资本开支大超预期, AI 算力与终端产能加速布局

公司公告 25 年报: 25 年实现营收 391.47 亿元同比+11.4%, 归母净利润 37.38 亿元同比+3.25%, 扣非归母净利 35.34 亿元同比+0.08%, 毛利率 22%同比+0.74pct, 净利率 9.49%同比-0.81pct。结合全球贸易环境变化及公司近况, 我们点评如下: 营收增长稳健, 盈利指标承压。AI 算力需求驱动 PCB 增长, 高阶产品布局显成效。通讯与消费电子业务稳健增长, AI 与汽车电子领域快速拓展。业绩环比改善, AI 服务器与智能眼镜驱动增长。资本开支大超预期, AI 终端与算力产能布局加速。

□ 25 年营收增长稳健, AI 算力需求驱动 PCB 增长, 高阶产品布局显成效, 盈利指标阶段承压。25 年 AI 算力爆发及端侧应用拓展驱动 PCB 需求增长, 公司高阶产品布局成效显现。业绩增长源于 AI 服务器、光模块等算力基础设施及 AI 眼镜等端侧产品需求激增, 公司通过产能扩张及客户认证深化市场优势。尽管 25 年营收增长稳健 (+11.4%), 但归母净利润增速 (+3.25%) 显著低于营收, 主因期间费用率抬升 (全年整体费用率 10.42%, 同比+1.86pct)。其中销售费用 (+26.59%) 及管理费用 (+23.24%) 增幅较大, 拖累净利率下滑 0.81pct。

□ 25Q4 业绩承压但环比改善, AI 服务器与智能眼镜驱动增长。单 Q4 季度收入 122.92 亿元同比+5.47% 环比+17.28%, 归母净利润 13.3 亿元同比-19.19% 环比+13.26%, 扣非归母净利 12.9 亿元同比-19.52% 环比+17.64%, 毛利率 23.38% 同比+2.02pcts 环比+0.3pcts, 净利率 10.74% 同比-3.38pcts 环比-0.39pct。主因研发及管理费用增长侵蚀利润 (研发费用 7.46 亿元同比+22.31%, 管理费用 4.71 亿元同比+26.13%)。

□ 通讯与消费电子业务稳健增长, AI 与汽车电子领域快速拓展。1) 以智能手机为代表的通讯用板领域营收 254.37 亿同比+4.95%, 毛利率 19.03% 同比+0.86pcts; 2) 消费电子及计算机用板营收 112.87 亿同比+15.72%, 毛利率 27.15% 同比+0.13pcts, 其中 AI 端侧类产品加速量产, 公司依托多年积累的行业优势, 积极推动 AI 眼镜等端侧产品开发与量产, 迅速抢占相关 PCB 市场; 3) 汽车/服务器用板及其他 PCB 产品业务收入 21.19 亿同比+106.67%, 毛利率 21.55%。公司积极向 AI 云侧延伸, 在 AI 服务器领域推动知名客户新一代产品认证, 并扩大与云服务器厂商在 AIASIC 产品的合作; 光模块领域紧抓技术升级窗口, 1.6T 光模块产品已实现产业化能力, 并提前布局新一代技术; 汽车电子领域, 通过收购无锡华阳科技强化车载模块能力, 相关雷达及域控制板产品通过国内外 Tier1 客户认证。

□ 未来增长动能明确: 一方面, 公司加速拓展 AI 服务器及光模块市场, 高阶 HDI 产品已切入该领域并推进量产, 同时 HLC 产品正加速通过云服务厂商认证, 充分受益于全球 AI 服务器出货量高增长 (预计 2026 年达 267 万台); 另一方面, 公司深度绑定端侧 AI 创新, 作为全球 AI 眼镜核心供应商, 将持续受益于智能眼镜市场爆发 (IDC 预计 2025-2030 年复合增速 23.33%)。风险应对上, 公司通过全球化产能布局 (推进淮安及泰国产能扩张) 及金融工具对冲贸易环境与汇率波动风险, 强化供应链韧性。

□ 168 亿元资本开支大超预期, AI 终端与算力产能布局加速。展望 2026 年, 公

## 强烈推荐 (维持)

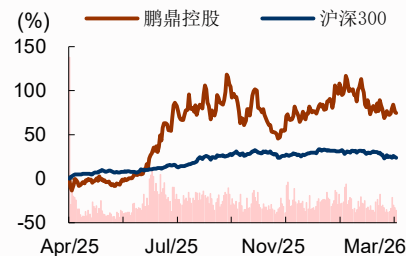
TMT 及中小盘/电子  
目标估值: NA  
当前股价: 50.87 元

## 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)	117.9
流通市值 (十亿元)	117.5
每股净资产 (MRQ)	14.7
ROE (TTM)	10.9
资产负债率	28.9%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-11	42
相对表现	-7	-7	27



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《鹏鼎控股 (002938) —43 亿泰国基地扩产计划, 进一步加速海外 AIPCB 产能布局》2025-12-16
- 《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

✉ tukunshan@cmschina.com.cn

司 168 亿元资本开支计划超市场预期，持续加码 AI 终端（含折叠机/AI 眼镜）及算力（含光模块/服务器）等战略领域产能布局。在技术端，公司深化动态弯折高频传输、超薄多层、精细线路等终端技术，并加速布局 1.6T/3.2T 光模块、高阶服务器用 HDI/SLP 等算力产品技术。在产能端，淮安第三园区工程（预算 17.09 亿）已投入 1.75 亿元，工程进度达 10.25%；泰国一期项目（预算 9.74 亿）累计投入进度 83.25% 并进入试产阶段，二期项目（预算 7.68 亿）同步推进。中长期看，AI 驱动折叠手机、AI 眼镜（2025 年公司相关收入增长超 4 倍）、人形机器人等终端创新，叠加 800G/1.6T 光模块、AI 服务器等算力需求爆发，公司高阶 HDI/SLP 产能（淮安 80 亿扩产计划及泰国基地）落地后，有望进一步强化全球竞争力。

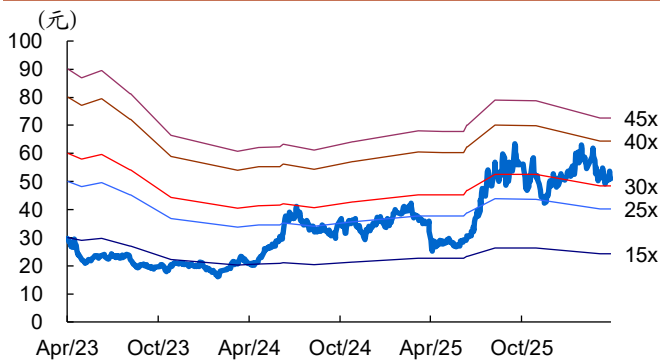
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司近期月度经营情况同比下滑以及汇率逆风的因素，我们最新预测 26-28 年营收为 454.1/576.7/738.2 亿，归母净利润为 49.1/79.3/107.2 亿，对应 EPS 为 2.12/3.42/4.63 元，对应当前股价 PE 为 24.0/14.9/11.0 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：地缘政治冲突加剧带来潜在的关税风险、需求低于预期、同行竞争加剧、扩产进度及产能爬坡低于预期、客户新品拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	35140	39147	45411	57671	73819
同比增长	10%	11%	16%	27%	28%
营业利润(百万元)	4043	4293	5639	9096	12301
同比增长	13%	6%	31%	61%	35%
归母净利润(百万元)	3620	3738	4912	7927	10722
同比增长	10%	3%	31%	61%	35%
每股收益(元)	1.56	1.61	2.12	3.42	4.63
PE	32.6	31.5	24.0	14.9	11.0
PB	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4

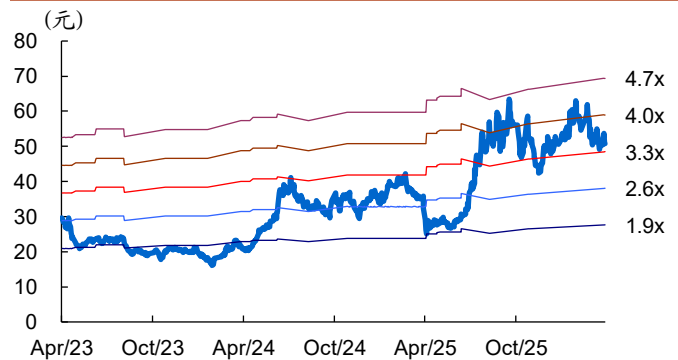
资料来源：公司数据、招商证券

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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	23635	23133	21303	27183	35193
现金	13497	12032	8515	11170	14794
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	144	167	212	272
应收款项	5769	6073	7045	8947	11452
其它应收款	265	253	294	373	478
存货	3356	3807	4331	5287	6675
其他	679	824	951	1194	1523
<b>非流动资产</b>	20908	25716	26954	27921	28677
长期股权投资	6	19	19	19	19
固定资产	15738	17494	18892	20004	20888
无形资产商誉	1218	1594	1435	1291	1162
其他	3946	6609	6608	6608	6607
<b>资产总计</b>	<b>44543</b>	<b>48850</b>	<b>48257</b>	<b>55104</b>	<b>63870</b>
<b>流动负债</b>	11204	12631	9477	10905	12983
短期借款	3257	3925	0	0	0
应付账款	5079	5662	6442	7863	9928
预收账款	60	32	37	45	57
其他	2808	3012	2998	2998	2998
<b>长期负债</b>	1017	1468	1468	1468	1468
长期借款	180	376	376	376	376
其他	837	1092	1092	1092	1092
<b>负债合计</b>	<b>12221</b>	<b>14099</b>	<b>10945</b>	<b>12374</b>	<b>14451</b>
股本	2319	2318	2318	2318	2318
资本公积金	12448	12602	12602	12602	12602
留存收益	17344	19217	21810	27281	34040
少数股东权益	212	613	581	529	459
归属于母公司所有者权益	32110	34137	36731	42201	48960
<b>负债及权益合计</b>	<b>44543</b>	<b>48850</b>	<b>48257</b>	<b>55104</b>	<b>63870</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	7082	7286	7238	9538	11965
净利润	3619	3713	4879	7875	10652
折旧摊销	3066	3328	3733	4003	4215
财务费用	(25)	349	(200)	(200)	(200)
投资收益	(10)	(15)	(273)	(343)	(393)
营运资金变动	431	(145)	(902)	(1796)	(2309)
其它	1	54	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2886)	(7145)	(4698)	(4628)	(4578)
资本支出	(2844)	(6626)	(4970)	(4970)	(4970)
其他投资	(42)	(518)	273	343	393
<b>筹资活动现金流</b>	(1827)	(1447)	(6057)	(2256)	(3763)
借款变动	(1540)	482	(3939)	0	0
普通股增加	(2)	(1)	0	0	0
资本公积增加	34	154	0	0	0
股利分配	(1160)	(2319)	(2318)	(2456)	(3963)
其他	841	236	200	200	200
<b>现金净增加额</b>	<b>2369</b>	<b>(1305)</b>	<b>(3517)</b>	<b>2655</b>	<b>3624</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	35140	39147	45411	57671	73819
营业成本	27844	30730	34966	42677	53888
营业税金及附加	275	248	287	365	467
营业费用	216	273	317	402	515
管理费用	1204	1484	1722	2018	2584
研发费用	2324	2459	2852	3576	4577
财务费用	(736)	(137)	(200)	(200)	(200)
资产减值损失	(71)	(37)	(100)	(80)	(80)
公允价值变动收益	(39)	78	78	78	78
其他收益	130	147	180	250	300
投资收益	10	15	15	15	15
<b>营业利润</b>	4043	4293	5639	9096	12301
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	7	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	4044	4284	5630	9087	12292
所得税	425	570	750	1212	1641
少数股东损益	(1)	(25)	(32)	(52)	(70)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3620</b>	<b>3738</b>	<b>4912</b>	<b>7927</b>	<b>10722</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	10%	11%	16%	27%	28%
营业利润	13%	6%	31%	61%	35%
归母净利润	10%	3%	31%	61%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.8%	21.5%	23.0%	26.0%	27.0%
净利率	10.3%	9.5%	10.8%	13.7%	14.5%
ROE	11.7%	11.3%	13.9%	20.1%	23.5%
ROIC	8.5%	9.6%	12.3%	19.1%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.4%	28.9%	22.7%	22.5%	22.6%
净负债比率	7.8%	8.8%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	2.1	1.8	2.2	2.5	2.7
速动比率	1.8	1.5	1.8	2.0	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
存货周转率	8.7	8.6	8.6	8.9	9.0
应收账款周转率	5.8	6.5	6.8	7.0	7.1
应付账款周转率	5.6	5.7	5.8	6.0	6.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.56	1.61	2.12	3.42	4.63
每股经营净现金	3.06	3.14	3.12	4.11	5.16
每股净资产	13.85	14.73	15.85	18.21	21.12
每股股利	1.00	1.00	1.06	1.71	2.31
<b>估值比率</b>					
PE	32.6	31.5	24.0	14.9	11.0
PB	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.3	16.4	13.2	9.4	7.4

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。