

鹏鼎控股 (002938.SZ)

强烈推荐 (维持)

26Q1 业绩超预期，光模块 SLP 望成为新增长引擎

公司公告 26Q1 季报：Q1 实现营收79.86 亿元同比-1.25%；归母净利润 4.63 亿元同比-5.21%；扣非归母净利润 3.26 亿元同比-31.85%，毛利率 22.95%同比+5.12pcts，净利率 5.58%同比-0.43pcts。结合公司近况，我们点评如下：**26Q1 营收同比微降 1.2%，毛利率大幅提升但投资期费用拖累净利率，整体业绩表现略超市场预期。AI 算力需求驱动 PCB 增长，AI 服务器+光模块等高阶多品类拓展成效显著。168 亿 CAPEX 加速落地，淮安+泰国双基地产能释放有望驱动业绩拐点。**

□ **26Q1 业绩超市场预期，毛利率大幅提升但投资期费用拖累净利率。** 26Q1 公司实现营业收入 79.86 亿元同比-1.25%；归母净利润 4.63 亿元同比-5.21%；扣非归母净利润 3.26 亿元同比-31.85%，扣非/归母比 70.38%，非经常性损益占比偏高。毛利率 22.95%同比+5.12pcts 环比-0.43pcts，创近 5 个季度同期新高，产品结构向高附加值品类优化趋势明确。净利率 5.58%同比-0.43pcts，毛利率改善未能充分传导至净利率端，主要系投资扩产期费用大幅增加所致：研发费用 7.05 亿元（费率 8.82%，同比+2.48pcts），持续加码 AI PCB、mSAP、CoWoP 等前沿工艺研发；财务费用 1.89 亿元（费率 2.36%），去年同期为净利息收入（费率-1.42%），由收转支系 168 亿 Capex 计划下新增借款利息增加以及汇率波动带来的汇兑损失；管理费用 3.80 亿元（费率 4.76%，同比+0.74pcts）。加权 ROE 为 1.35%，经营活动现金流量净额 30.97 亿元，远超净利润规模，主要系折旧摊销规模较大，经营质量好。

□ **168 亿 CAPEX 加速落地，淮安+泰国双基地产能释放有望驱动业绩拐点。** 2026 年公司规划资本开支 168 亿元创历史新高，聚焦淮安与泰国双基地建设。国内端，淮安园区先后规划 80 亿+110 亿两期高端 PCB 项目，HDI、SLP 与 HLC 产能预计年底翻倍；海外端，泰国一厂已于 25 年试产并进入头部客户认证流程，二、三、五厂及钻孔中心同步提速建设。中长期看，公司在多条高价值赛道卡位领先：1.6T 光模块 mSAP PCB 全球头部地位（27 年对应市场规模约 250-300 亿元），台积电 CoWoP 先进封装工艺卡位领先（乐观预计 27H2 进入小批量产），AI 眼镜等端侧产品先发优势突出。当前处于“重资产投入—折旧攀升—产能爬坡”的阵痛期，研发费率（8.82%）和财务费率（2.36%）双双大幅提升拖累短期净利率，但随着下半年及 2027 年淮安/泰国高阶产能逐步释放，收入规模扩张叠加产品结构持续优化，盈利能力望进入上行通道。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 考虑到公司近期在 AI 服务器、1.6T 光模块领域取得积极进展，我们最新预测 26-28 年营收为 465.9/605.6/775.2 亿，归母净利润为 52.3/88.3/125.9 亿，对应 EPS 为 2.26/3.81/5.43 元，对应当前股价 PE 为 31.9/18.9/13.3 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。**

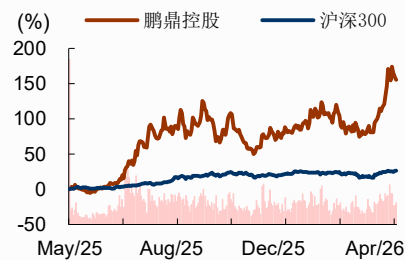
TMT 及中小盘/电子
当前股价：72.05 元

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)	167.0
流通市值 (十亿元)	166.4
每股净资产 (MRQ)	14.9
ROE (TTM)	10.7
资产负债率	30.4%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	42	24	151
相对表现	34	20	123



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《鹏鼎控股 (002938) —26 年资本开支大超预期，AI 算力与终端产能加速布局》2026-04-06
- 2、《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
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

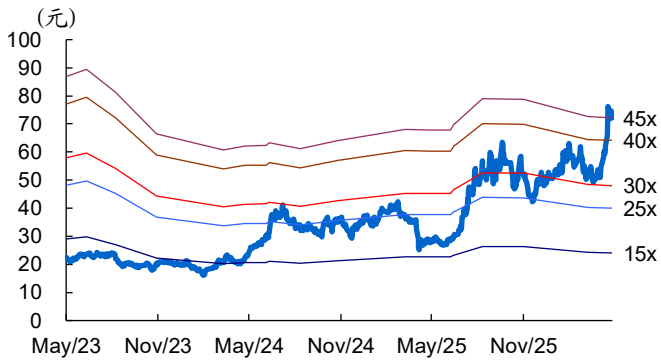
✉ tukunshan@cmschina.com.cn

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	46585	60560	77517
同比增长	10%	11%	19%	30%	28%
营业利润(百万元)	4043	4293	6008	10134	14442
同比增长	13%	6%	40%	69%	43%
归母净利润(百万元)	3620	3738	5234	8832	12589
同比增长	10%	3%	40%	69%	43%
每股收益(元)	1.56	1.61	2.26	3.81	5.43
PE	46.1	44.7	31.9	18.9	13.3
PB	5.2	4.9	4.5	3.9	3.2

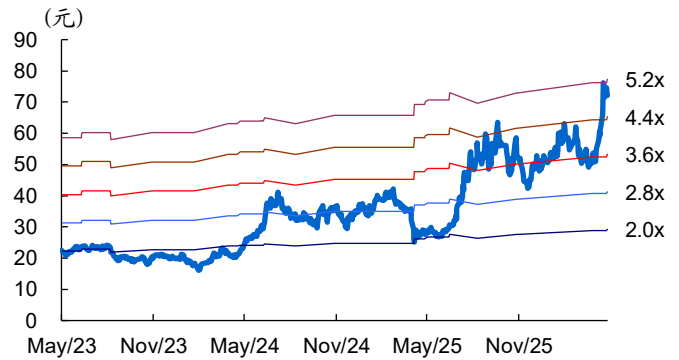
资料来源：公司数据、招商证券

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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	23635	23133	21747	28525	37867
现金	13497	12032	8659	11789	16649
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	144	171	223	285
应收款项	5769	6073	7227	9395	12026
其它应收款	265	253	301	392	502
存货	3356	3807	4415	5476	6818
其他	679	824	974	1249	1587
非流动资产	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
资产总计	44543	48850	48701	56446	66543
流动负债	11204	12631	9601	11189	13196
短期借款	3257	3925	0	0	0
应付账款	5079	5662	6566	8145	10140
预收账款	60	32	38	47	58
其他	2808	3012	2998	2998	2998
长期负债	1017	1468	1468	1468	1468
长期借款	180	376	376	376	376
其他	837	1092	1092	1092	1092
负债合计	12221	14099	11069	12657	14664
股本	2319	2318	2318	2318	2318
资本公积金	12448	12602	12602	12602	12602
留存收益	17344	19217	22132	28348	36521
少数股东权益	212	613	579	521	438
归属于母公司所有者权益	32110	34137	37053	43268	51441
负债及权益合计	44543	48850	48701	56446	66543

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7082	7286	7383	10175	13654
净利润	3619	3713	5199	8774	12507
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)	(1077)	(2059)	(2475)
其它	1	54	0	0	0
投资活动现金流	(2886)	(7145)	(4698)	(4628)	(4578)
资本支出	(2844)	(6626)	(4970)	(4970)	(4970)
其他投资	(42)	(518)	273	343	393
筹资活动现金流	(1827)	(1447)	(6057)	(2417)	(4216)
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)	(2617)	(4416)
其他	841	236	200	200	200
现金净增加额	2369	(1305)	(3373)	3130	4860

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	35140	39147	46585	60560	77517
营业成本	27844	30730	35637	44209	55037
营业税金及附加	275	248	295	383	491
营业费用	216	273	325	422	540
管理费用	1204	1484	1766	2120	2713
研发费用	2324	2459	2926	3755	4806
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
营业利润	4043	4293	6008	10134	14442
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	7	14	14	14	14
利润总额	4044	4284	5999	10125	14433
所得税	425	570	800	1351	1927
少数股东损益	(1)	(25)	(34)	(58)	(83)
归属于母公司净利润	3620	3738	5234	8832	12589

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	10%	11%	19%	30%	28%
营业利润	13%	6%	40%	69%	43%
归母净利润	10%	3%	40%	69%	43%
获利能力					
毛利率	20.8%	21.5%	23.5%	27.0%	29.0%
净利率	10.3%	9.5%	11.2%	14.6%	16.2%
ROE	11.7%	11.3%	14.7%	22.0%	26.6%
ROIC	8.5%	9.6%	13.1%	20.9%	25.6%
偿债能力					
资产负债率	27.4%	28.9%	22.7%	22.4%	22.0%
净负债比率	7.8%	8.8%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	2.1	1.8	2.3	2.5	2.9
速动比率	1.8	1.5	1.8	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	8.7	8.6	8.7	8.9	9.0
应收账款周转率	5.8	6.5	6.8	7.1	7.1
应付账款周转率	5.6	5.7	5.8	6.0	6.0
每股资料(元)					
EPS	1.56	1.61	2.26	3.81	5.43
每股经营净现金	3.06	3.14	3.18	4.39	5.89
每股净资产	13.85	14.73	15.98	18.67	22.19
每股股利	1.00	1.00	1.13	1.91	2.72
估值比率					
PE	46.1	44.7	31.9	18.9	13.3
PB	5.2	4.9	4.5	3.9	3.2
EV/EBITDA	27.1	23.1	17.8	12.2	9.2

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。