

打造 AI 终端的创新底座

2024 年 10 月 16 日

► **PCB 龙头企业，多元产业布局。**鹏鼎控股为国内 PCB 龙头厂商，提供各类 PCB 产品的研发设计、制造和销售服务。产品线涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、RPCB、Rigid Flex 等产品，应用于通讯电子产品、消费电子、智能汽车和人工智能服务器等领域。公司 23 年实现营收 320.66 亿元，归母净利润 32.87 亿元。24H1 实现营收 131.3 亿元；归母净利润 7.84 亿元，同比-3.40%。

► **电子产品之母，下游需求高端化。**PCB 是各种电子整机产品的重要组成部分，在产业链中起着承上启下的关键作用，下游涉及服务器、消费电子、通讯、计算机和汽车电子等领域。根据 Prismark 数据，2023 年-2028 年全球 PCB 市场规模 CAGR 达到 5.4%，2028 年全球 PCB 市场规模将达到 904 亿美元；其中 AI 模型算力需求持续扩张，汽车电子化率不断提升，为 PCB 带来了新的增长点，2022 年-2027 年全球服务器及数据中心和汽车电子市场规模 CAGR 分别为 6.5%和 4.8%。根据 Primark 数据，**公司连续多年位列全球最大 PCB 生产企业。**FPC 具备配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好的特点，市场空间广阔，**公司已在 FPC 等高阶产品上积累了雄厚的技术实力，远期增长动力充足。**

► **产品布局多元，三类应用领域齐发展。**公司 PCB 产品广泛应用于通讯电子、消费电子、服务器、汽车电子等下游领域。**1) 消费电子领域：**折叠屏、多摄像头、虚拟侧键、无线充电等新功能推动手机 FPC 需求和 ASP 提升，**FPC 未来提升空间广阔。**智能机进入 AI 时代，苹果手机主板逐步导入 SLP，引领主板 PCB 价值量提升。公司把握未来技术趋势，**目前已形成更高阶制程要求的 SLP 的量产能力。****2) 服务器领域：**受益于 AI 算力增长，AI 服务器 PCB 用量增多，并且材料等级高、加工难度大，单价亦有明显提高，叠加 AI 服务器需求增长，推动该领域 PCB 快速增长。**公司在 AI 服务器 PCB 进行前期的研发布局，不断开拓相关客户，并积极布局海外产能。****3) 汽车领域：**汽车电子化水平提高，直接带动汽车电子市场整体发展，轻量化和智能化升级带动车载 PCB 需求。**公司加快切入汽车电子市场，在车载雷达板等产品中实现 PCB 领域技术能力要求高的制程能力，已具备产业化能力，并不断加大在汽车传感等领域产品研发方向上的深入布局。**

► **投资建议：**公司深度绑定大客户，伴随着终端厂在端侧 AI 革命的加速，我们看好其作为行业龙头在新一轮创新周期迅速捕捉发展机遇，此外 AI 服务器与车载给公司带来新的发展势能。我们预计公司 2024~2026 年将实现营收 351.93/398.30/436.87 亿元，对应归母净利润 36.18/46.74/52.63 元，对应 PE 21/16/14 倍。我们看好公司长期增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；新建产能与研发进度不及预期；客户高度集中风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	32,066	35,193	39,830	43,687
增长率 (%)	-11.4	9.8	13.2	9.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,287	3,618	4,674	5,263
增长率 (%)	-34.4	10.1	29.2	12.6
每股收益 (元)	1.42	1.56	2.02	2.27
PE	23	21	16	14
PB	2.6	2.4	2.1	1.9

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 16 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

34.43 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

目录

1 PCB 龙头，多元产业布局	3
1.1 专注 PCB 产品二十载，铸就行业龙头	3
1.2 股权结构稳定，可持续性战略布局	5
1.3 关注产品结构，盈利能力稳健提升	6
2 PCB：电子产品之母，下游需求高端化	8
2.1 行业景气度向好，产品迭代升级	8
2.2 消费电子领域：终端小型、多功能化，助推 PCB 升级	12
2.3 服务器领域：受益 AI 算力需求增长，PCB 量价齐升	16
2.4 汽车领域：智能化提升，车用 PCB 增长动能充足	17
3 技术优势显著，产品前瞻化布局	19
3.1 管理团队经营理念优秀，技术布局前瞻	19
3.2 合作关系稳定，客户资源优质	20
3.3 全球化布局，强化市场地位	21
4 盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析与投资建议	25
5 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

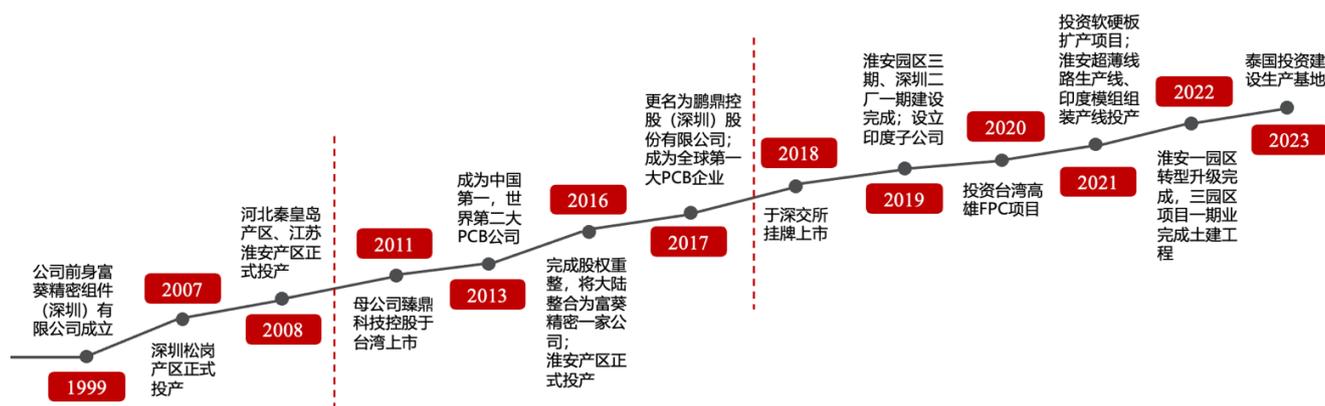
1 PCB 龙头，多元产业布局

1.1 专注 PCB 产品二十载，铸就行业龙头

深耕行业数年，行业地位稳固。鹏鼎控股为 PCB 产品龙头厂商，提供各类 PCB 产品的研发、设计、制造和销售服务。PCB 产品线涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、RPCB、Rigid Flex 等多种产品，应用于通讯电子产品、消费电子、高性能计算机、电动汽车和人工智能服务器等领域。公司发展历程可分为三个阶段：

- **阶段一（1999-2010 年）：**公司前身富葵精密成立于 1999 年，主要从事各类印刷电路板的设计、研发、制造与销售服务；PCB 产品可分为通讯用板、消费电子及计算机用板等。2007-2008 年，富葵精密于深圳松岗厂区、河北秦皇岛厂区、江苏淮安厂区正式投产，扩充生产规模。
- **阶段二（2011-2017 年）：**2011 年 12 月，母公司臻鼎科技控股于中国台湾上市。2016 年实现股权整合，将宏启胜（秦皇岛）、庆鼎（淮安）、裕鼎（淮安）、宏恒胜（淮安）并入富葵精密；期间淮安厂区正式投产。2017 年富葵精密正式更名为鹏鼎控股（深圳）股份有限公司。
- **阶段三（2018 年至今）：**鹏鼎控股于 2018 年正式在深交所挂牌上市。2018-2023 年，公司持续在国内外扩充生产基地、增加产能，巩固其行业地位。目前鹏鼎控股的主要生产基地位于深圳、淮安、秦皇岛以及印度，布局广泛。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

鹏鼎股份主要从事各类印制电路板的研发、设计、制造、销售与服务。公司根据下游不同终端产品对于 PCB 的要求，为客户提供涵盖 PCB 产品研发、设计、制造与销售服务各个环节的整体解决方案。按照下游应用领域不同，公司 PCB 产品可分为通讯用板、消费电子用板、汽车/服务器及其他用板等，产品广泛应用于手机、网络设备、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑、服务器/存储器、汽车电子等下游领域。目前鹏鼎控股与国内外部分领先电子品牌客户建立深入合作关系，

全方位提供 PCB 电子互联产品以及相关服务。

表1：鹏鼎控股主要产品及用途

主要产品及重要用途	
主要产品	主要应用场景
通讯用板 通讯用板主要包括应用于手机、路由器和交换机等通讯产品上的各类印制电路板，包括主板、配板、麦克风模组板、天线模组板、相机模组板、LCM 模组板和指纹辨识模组板等多类产品	
消费电子及计算机用板 消费电子及高性能计算机用板主要应用于平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、游戏机和智能家居设备等现代消费者生活、娱乐相关的下游消费电子产品以及计算机类产品。	
汽车/服务器用板及其他用板 汽车/服务器用板以及其他用板主要应用于传统及电动汽车、服务器、高速运算计算机类等行业。	

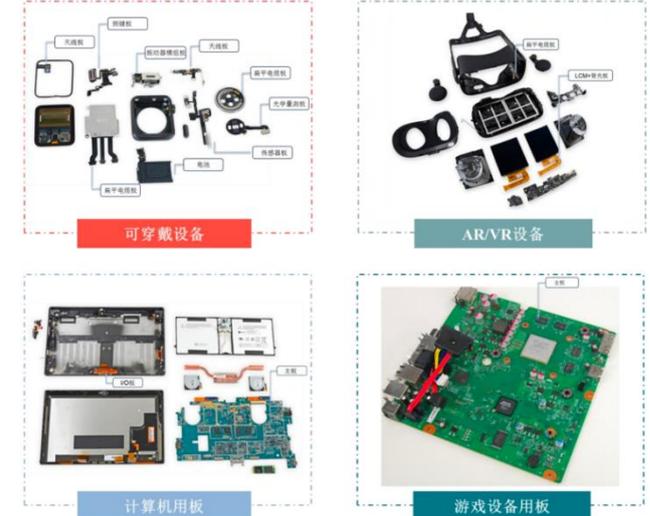
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：公司通讯用板



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

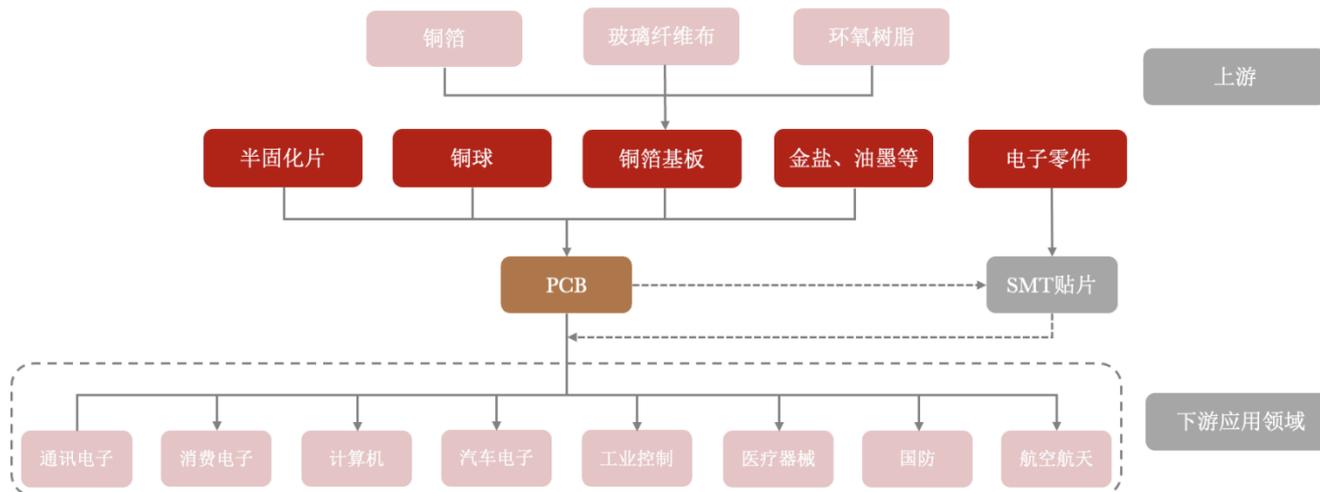
图3：公司消费电子及计算机用板



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

PCB 上游原材料主要为铜箔、铜球、铜箔基板、半固化片、油墨、干膜和金盐等；其中铜箔基板对 PCB 的成本影响较大，并且铜箔基板行业集中度高，企业规模大，供应格局相对集中和稳定。PCB 下游应用广泛且近年来更趋多元，产品应用覆盖通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等各个领域；其中通讯电子、消费电子及计算机等领域需求占 PCB 整体应用市场规模比例近 70%。下游产品对 PCB 产品的高系统集成、高性能化要求相对较高，推动产品升级和行业发展，进而满足终端市场需求。

图4: PCB 行业上、下游产业链



资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

产品布局多元, 下游市场广泛。通过多样的 PCB 产品线, 鹏鼎股份具备根据客户不同需求, 有针对性地提供全方位 PCB 电子互联产品及服务的能力, 并且广泛应用于通讯电子、消费电子及计算机类产品以及汽车和 AI 服务器、高速计算机等产品, 打造全方位的 PCB 产品一站式服务平台。

图5: PCB 产品一站式服务平台

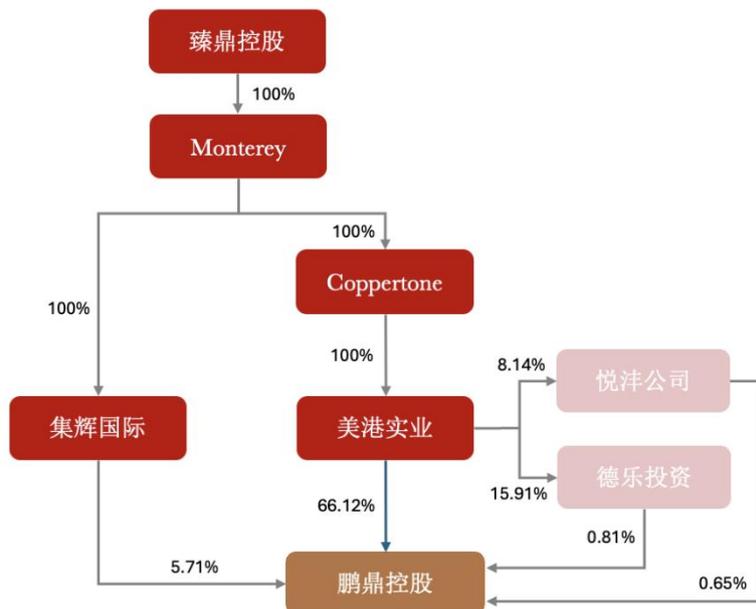


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 股权结构稳定, 可持续性战略布局

股权结构集中, 公司稳健发展。截至 2024 年 3 月 31 日, 第一大股东美港实业持股 66.12%, 集辉国际控股 5.71%。间接控股股东为臻鼎控股 (中国台湾), 持股比例 71.83%; 臻鼎控股第一大股东为鸿海集团全资子公司 Foxconn (Far East)。德乐投资和悦洋公司为员工持股平台, 分别持股 0.81%和 0.65%。

图6：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）

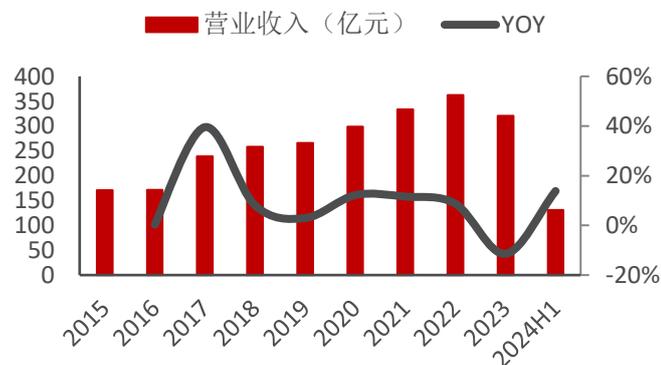


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 关注产品结构，盈利能力稳健提升

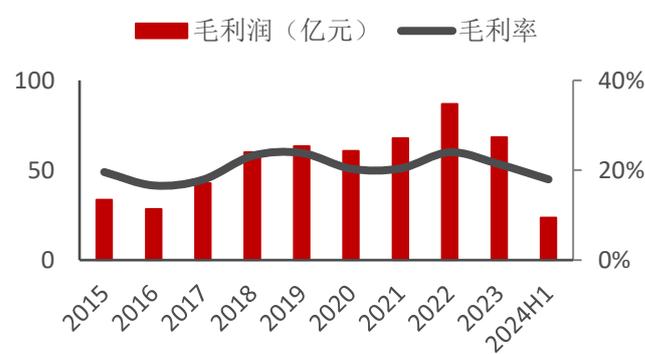
营业收入和归母净利润稳健提升，盈利能力持续改善。自鹏鼎控股于深圳上市后，2018-2020 年，公司营收同比分别为 8.07%/2.94%/12.17%，营业收入持续稳定上升。近年来鹏鼎控股基于市场环境，积极调整产品结构，扩大市场占有率，效果显著。2022 年，公司实现营收总额 362.1 亿元，同比+8.71%；归母净利润 50.12 亿元，同比+51.10%。2023 年受宏观环境、汇率变动以及国际贸易摩擦等因素影响，公司实现营业收入 320.7 亿元，同比-11.43%；归母净利润 32.87 亿元，同比-34.42%。2024 年公司业绩回暖，24H1 实现营收 131.3 亿元，同比+13.79%；归母净利润 7.84 亿元，同比-3.40%。

图7：2015-2024H1 公司营收（亿元）及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图8：2015-2024H1 公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

盈利能力上升，毛利率相对稳定。近年来高端市场产品需求稳定，鹏鼎股份致

力于产品结构改善以及数字化转型，以实现降本增效。2020-2022 年公司毛利率分别为 20.33%/20.39%/24.00%，保持在相对稳定水平。2023 年受宏观环境影响，公司实现毛利润 68.42 亿元，同比-21.27%；毛利率 21.33%，相较 2022 年下降明显。24H1 公司实现毛利润 23.59 亿元，毛利率有所承压，为 17.97%。

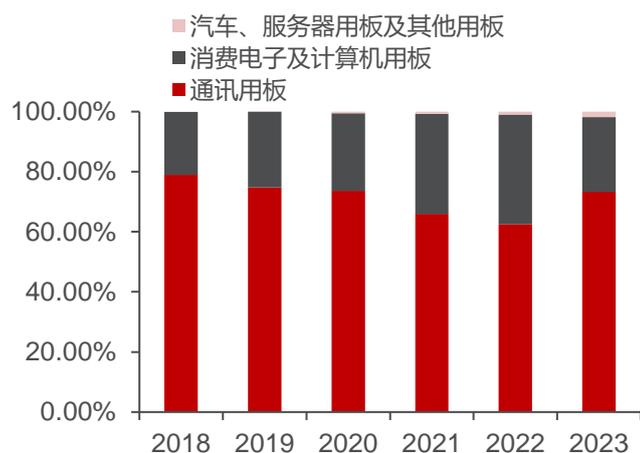
图9：2015-2024H1 年公司毛利（亿元）与毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

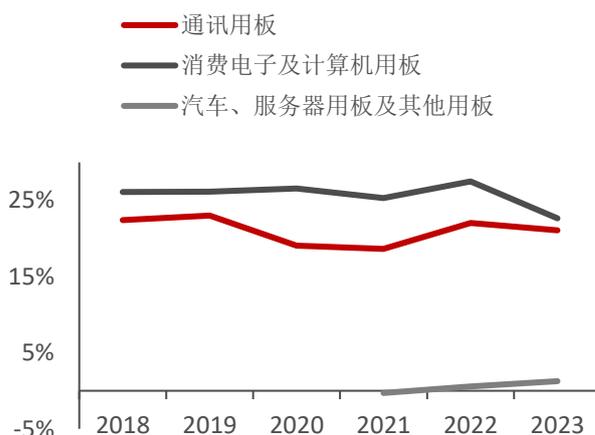
产品结构持续优化，消费电子及计算机用板占比大。近年来，公司积极调整产品结构布局。2018-2022 年，通讯用板营收占营业收入比重持续下降。2022 年，通讯用板实现营收 226.74 亿元，占比 62.62%；消费电子及计算机用板营收 132.01 亿元，占比 36.45%。2023 年，通讯用板营收 235.13 亿元，占比 73.33%，占比略有上升；消费电子及计算机用板营收 79.75 亿元，占比 24.87%，占比下降。通讯用板以及消费电子及计算机用板毛利率整体相对稳定，2023 年下降明显。

图10：2018-2023 公司营收构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2018-2023 公司各产品毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 PCB：电子产品之母，下游需求高端化

2.1 行业景气度向好，产品迭代升级

PCB 是实现电子元器件之间相关连接和中继传输的基础组件，是电子产品的关键电子互连件，其制造品质直接影响电子产品的稳定性、使用寿命和整体竞争力。PCB 产品分类方式多样，按板材的材质分为**刚性板、挠性板、刚挠结合板**三类，按导电图形层数分为单面板、双面板、多层板，按产品结构可以分为 HDI 板、厚铜板等。HDI 一般包括一阶、二阶、多阶（三阶和四阶）、Any layer（任意阶或任意层，也称作 SLP）。类载板（SLP）是下一代 PCB 硬板，传统 HDI 最小线宽/间距为 40 μm ，而 SLP 最小线宽/间距仅为 30 μm 以内。

表2：PCB 分类及应用

产品种类	特征描述	主要应用
单面板	在绝缘基材上仅一面具有导电图形	普通家电、遥控器、传真机等
双面板	在绝缘基材的正反面都形成导体图形，一般采用丝印法或感光法制成	计算机周边产品、家用电器等
普通多层板	内层由四层及以上导电图形与绝缘材料压制而成，外层为铜箔。层间导电图形通过导孔进行互连	消费电子、通信设备和汽车电子等领域
背板	用于连接或插接多块单板以形成独立系统	通信、服务/存储、航空航天、超级计算机、医疗等重要场合
高速多层板	由多层导电图形和低介电损耗的高速材料压制而成	通信、服务/存储等
刚性板		
金属基板	由金属基材、绝缘介质层和电路层三部分构成	通信无线基站、微波通信等
多层板		
厚铜板	使用厚铜箔（铜厚在 3OZ 及以上）或成品任何一层铜厚为 3OZ 及以上的印制电路板	通信电源、医疗设备电源、工业电源、新能源汽车等
高频微波板	采用特殊的高频材料（如聚四氟乙烯等）进行加工制造而成	通信基站、微波传输、卫星通信、导航雷达等
HDI	孔径在 0.15mm 以下、孔环之环径在 0.25mm 以下，接点密度在 130 点/平方英寸以上、布线密度在 117 英寸/平方英寸以上	智能手机、平板电脑、数码相机、可穿戴设备等消费类电子产品，在通信设备、航空航天、工控医疗等领域亦增长较快
挠性板	由柔性基材制成，基材由金属导体箔、胶黏剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装。	智能手机、平板电脑、可穿戴设备等移动智能终端
刚挠结合板	刚性板和挠性板的结合，既可以提供刚性板的支撑作用，又具有挠性板的弯曲特性，能够满足三维组装需求。	通信设备、计算机、工控医疗、航空航天、汽车电子、消费电子等领域

资料来源：深南电路招股书，民生证券研究院

刚性板和柔性板（FPC）结构相似，特点和应用领域各不相同。FPC 优异的折叠和弯曲性能，能适应不同形状和弯曲半径的需求；轻薄的设计能更适合嵌入便携

式产品；高配线密度使 FPC 能应用于密度电路和曲面显示器等领域。刚性 PCB 良好的散热能力和机械强度，能够承受温度变化、物理冲击等，广泛应用于消费电子、汽车等领域。

表3：鹏鼎控股主要产品及用途

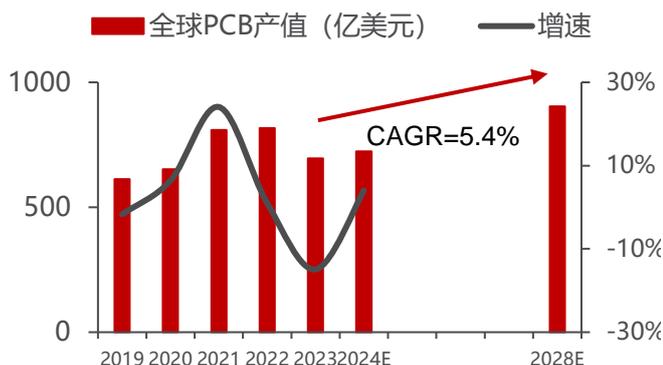
FPC		刚性 PCB
基材	聚酰亚胺或聚酯薄膜	FR4 玻纤板
厚度 (毫米)	0.3	0.8-1.6
配线密度	高	低
重量	轻	较重
弯折性	可弯曲、灵活度高	不能弯折、挠曲
散热性	较弱	较好
应用领域	曲面屏、智能手机其他便携式电子产品等	通信设备、工业控制、汽车电子、医疗设备等

资料来源：广合科技招股书，深联电路板，21ci 电子网，民生证券研究院整理

下游产业增长，PCB 市场有望底部回升。 PCB 是各种电子整机产品的重要组成部分，在产业链中起着承上启下的关键作用。根据 Prismark，2020 年和 2021 年，全球 PCB 市场规模分别增长 6.4%和 24.1%。由于宏观经济增速承压、通货膨胀等因素，导致 PCB 市场需求疲软，2023 年产值同比下滑。后续伴随着算力、服务器等 PCB 下游产业有望保持突破，2024 年起 **PCB 市场规模有望恢复稳定增长**，2023 年至 2028 年的复合增长率达 5.4%，2028 年市场规模将达 904 亿美元。

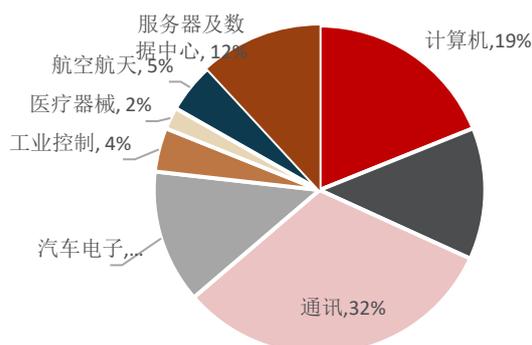
下游应用市场多元，服务器及数据中心、汽车电子成为增长驱动力。 PCB 下游的核心应用领域包括通讯、计算机、消费电子、汽车电子、服务器及数据储存等。其中，AI 模型算力需求的持续扩张，牵引服务器及数据储存等算力核心载体和传输的需求同步增长；汽车电子化率不断提升，汽车电子应用范围拓展到自动驾驶系统、电池管理系统等，为 PCB 带来了新的增长点。根据 Prismark 数据，2022 年至 2027 年全球的服务器及数据中心、汽车电子市场规模的 CAGR 分别为 6.5%、4.8%。

图12：2019-2028 年全球 PCB 市场规模及增速



资料来源：Prismark，民生证券研究院

图13：2023 年全球 PCB 下游应用领域情况

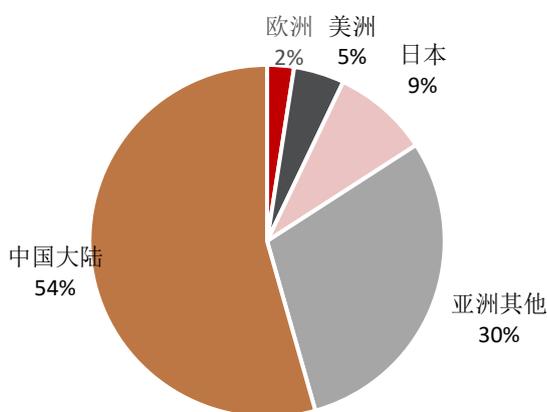


资料来源：Prismark，民生证券研究院

PBC 产业分布范围广，中国大陆逐步成为制造中心。美欧日发达国家起步较早，但近二十年来，凭借劳动力、资源、产业聚集等优势，PCB 全球产能逐步向亚洲转移。根据 Prismark 数据，2023 年中国大陆 PCB 产值高达 378 亿美元，占比 54.4%，预计未来中国大陆在全球 PCB 市场中将扮演越来越重要的角色。

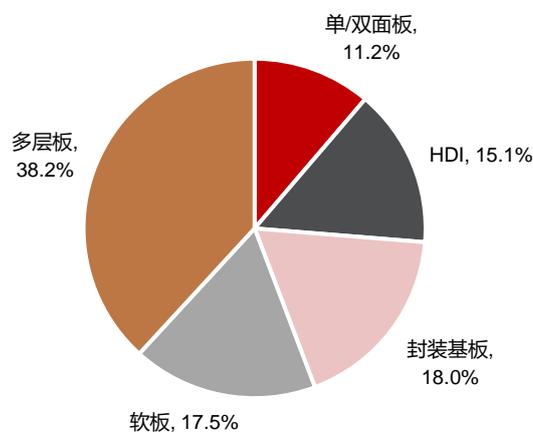
产业逐步高精度、高密度和高可靠化。2023 年多层板、HDI、软板合计占全球 PCB 总产值的 70.8%，为适应下游产业发展，Prismark 预计这三种产品将未来将保持增长态势，2023 年至 2028 年 18 层及以上多层板、HDI、软板三类产品市场规模的 CAGR 将分别达 7.8%、6.2%、4.4%，增速超过行业平均水平。

图14：2023 年全球各地区 PCB 产值分布



资料来源：Prismark，民生证券研究院

图15：2023 年全球 PCB 细分产品市场规模占比



资料来源：Prismark，民生证券研究院

市场竞争激烈，行业集中度低。2022 年全球前十大 PCB 厂商收入 299.05 亿美元，CR10 为 36.59%。臻鼎科技连续六年位列全球最大 PCB 生产企业，2022 年营收为 57.04 亿美元，占比 6.98%。虽然目前出现向优势企业集中的发展趋势，但在未来较长的时期内，预计仍保持较为分散的行业竞争格局。

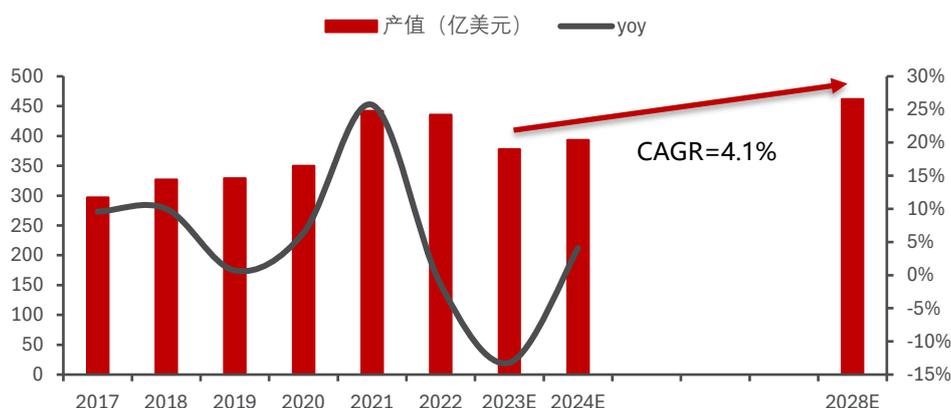
表4：2022 年全球前十大 PCB 厂商营业收入

序号	企业名称	2022 年营业收入 (亿美元)	占全球 PCB 市场比例
1	臻鼎 (含鹏鼎)	57.04	6.98%
2	欣兴电子	48.26	5.90%
3	东山精密	32.29	3.95%
4	日本旗胜	25.91	3.17%
5	华通电脑	25.60	3.13%
6	迅达科技	24.95	3.05%
7	健鼎科技	22.18	2.71%
8	南亚电路板	21.67	2.65%
9	深南电路	20.82	2.55%
10	奥特斯	20.33	2.49%
	合计	299.05	36.59%

资料来源：Prismark，民生证券研究院

中国为全球 PCB 核心生产基地，逐步形成 PCB 产业集群。2016 年，中国成为全球最大的 PCB 生产基地，PCB 产业集群逐渐完善。根据 PrismaMark 数据，2023 年中国 PCB 产值占全球 PCB 市场产值的 54%。2023-2028 年中国 PCB 产值复合增长率约为 4.1%，2028 年中国 PCB 产值有望达到约 461.80 亿美元。

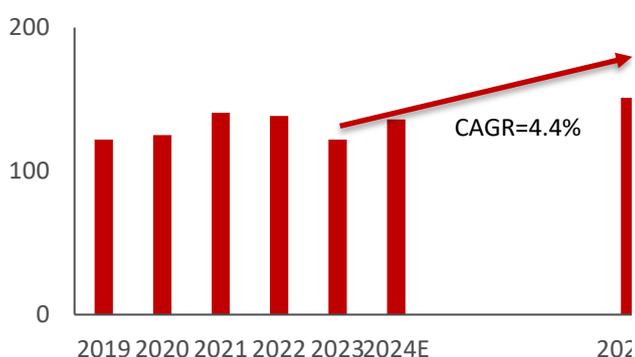
图16：2017-2028E 中国 PCB 市场规模预测趋势图



资料来源：PrismaMark，民生证券研究院

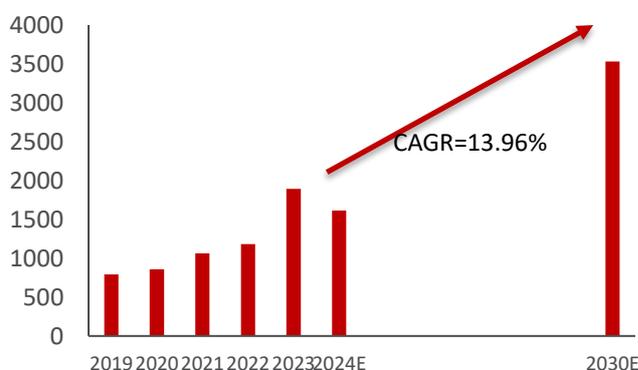
FPC 市场前景广阔，增长动力充足。FPC 具备配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好的特点，**契合电子产品小型化、轻薄化发展趋势。**通信技术高速更新，车载电子、可穿戴智能设备、消费级无人机等市场的兴起，为 FPC 行业发展提供了充足动力。国内 PCB 上下游产业链的不断完善，且具备成本优势，全球 FPC 产业重心逐步向国内转移。根据 PrismaMark 数据，2028 年全球 FPC 产值有望增长至 151 亿美元；根据智研瞻数据，国内 2030 年 FPC 市场规模有望达到 3539.04 亿元，2024-2030 年的 CAGR 可达 13.96%。

图17：2019-2028 年全球 FPC 产品市场规模 (亿美元)



资料来源：PrismaMark，民生证券研究院

图18：2019-2030E 年中国 FPC 产品市场规模 (亿元)

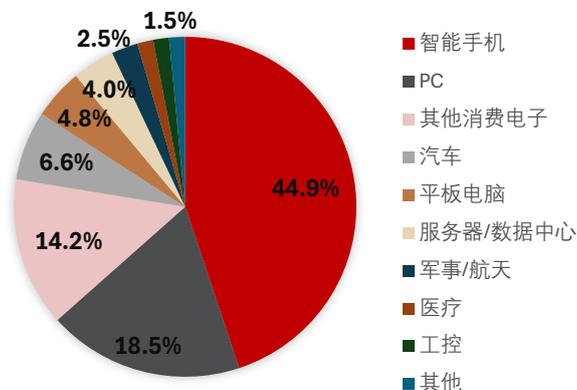


资料来源：智研瞻，民生证券研究院

FPC 下游应用领域广泛。FPC 不仅可以通过显示模组、触控模组、指纹识别模组、摄像头模组等进入下游，也可直接用于智能手机、平板电脑、PC、消费类电子等产品。未来，汽车智能化、新兴消费电子市场快速兴起，将为 FPC 带来新的增长空间。**智能手机是 FPC 应用的主战场，其中使用的 FPC 以双面板为主，因**

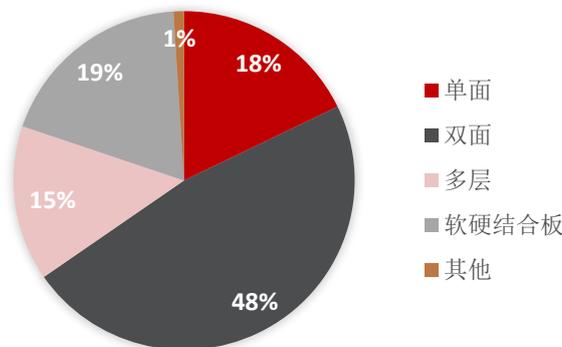
此，2019 年全球市场中双面板占 FPC 产品中约 48% 的份额；刚挠结合 FPC 非常契合显示面板、电池和相机模组的需求，市场占比达到 19%。

图19：2019 年全球 FPC 下游应用领域



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

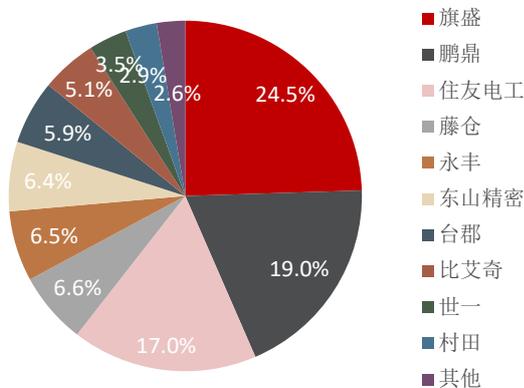
图20：2021 年全球 FPC 细分产品产值结构占比



资料来源：Prismark，民生证券研究院

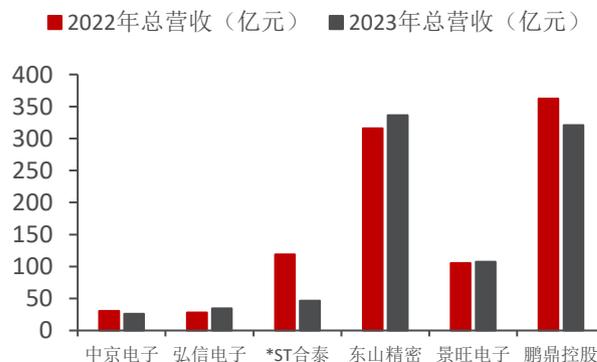
FPC 行业呈现出较高的市场集中度。2019 年全球前 3 的 FPC 公司分别为旗盛、鹏鼎和住友电工，共计占据超过 60% 的 FPC 市场。国内 FPC 企业起步较晚，但东山精密、弘信电子等企业发展迅速，与海外的技术实力差距逐渐减小。

图21：2019 年全球 FPC 市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图22：2022-2023 年中国主要 FPC 厂商总营收



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2 消费电子领域：终端小型、多功能化，助推 PCB 升级

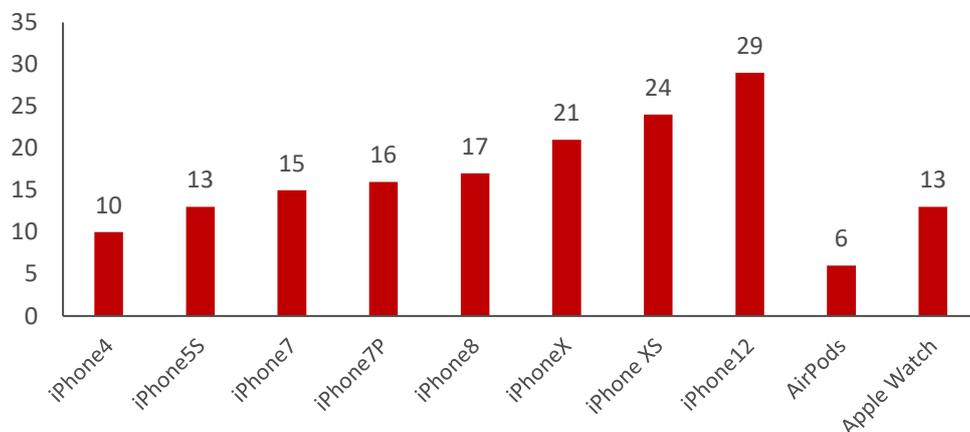
2.2.1 FPC：苹果领先开启 FPC 时代，安卓手机 FPC 市场打开

FPC 首次伴随 iPhone4 问世，从此开启消费电子软板时代。苹果强劲的领头羊示范效应让安卓阵营同步跟进，持续导入 FPC。伴随着折叠屏、多摄像头、虚拟侧键、无线充电等新创新持续落地，有望推动手机 FPC 需求不断提升。

产品升级推动 FPC 量价齐升。苹果手机 iPhone 随着产品升级迭代，承载的功能不断增加，手机内部空间不断被挤压，对轻薄、配线密度高的 FPC 需求日益提高，iPhone7 中约使用 15-17 颗 FPC，到 iPhone X 之后，单机 FPC 用量已经超过 20 颗。此外，伴随着手机的功能提升，对产品工艺和参数要求也对应保持较

高标准。

图23: 苹果 iPhone 历代产品 FPC 用量 (颗)



资料来源: ifixit, Prismatic, 头豹研究院, 民生证券研究院整理

备注: 为方便作图比较, 选取资料来源的数据中值

2.2.2 HDI: 工艺水平提升转向 SLP, 迎合高密度、高性能趋势

苹果手机主板持续升级, 逐步导入高阶 HDI、SLP。苹果手机主板 PCB 由 HDI 升级苹果手机主板经历了四个发展阶段, 1) 普通多层板到 1-3 阶 HDI (8-12 层); 2) iPhone4S 首次导入 anylayer HDI (10 层 5 阶, 5 次激光打孔); 3) iPhone X 首次导入 SLP; 4) 2020 年起所有出货机型均将搭载 SLP 主板。iPhoneX 导入 SLP 实现在保留所有芯片情况下将体积减少至原来的 70%, iPhone XS 在此基础上, 将 1 片 HDI 分为 2+1 结构的 3 小片, 采用 SLP 与 HDI 双层堆叠混搭的设计方案, 增加了 35% 的主板面积。

表5: 不同种类 HDI 的对比

PCB 种类	HDI	Anylayer HDI		Anylayer HDI+SLP		
						
手机型号	iPhone4	iPhone4s	iPhone6	iPhone7	iPhoneX	iphoen11
发布年份	2010	2011	2014	2016	2017	2019
主板 PCB	HDI	Anylayer HDI	Anylayer HDI	Anylayer HDI	Anylayer HDI; SLP	Anylayer HDI; 2 片 SLP
主板厚度 (μm)	790	720	630	630	550; 430	405; 550; 325
主板面积 (cm ²)	20	19	20	20	10+14	16+10+2
线宽/线距 (μm)	70	60	55	45-50	30	30

资料来源: iFixit, 商业新知, 民生证券研究院整理

智能机进入 AI 时代, 主板方案有望迎来升级。手机 AI 创新升级对硬件要求升级, 也将对主板技术路线产生影响, 芯片 I/O 数增加导致 PCB 直径缩小、走线数量增加, 压缩 PCB 的线宽线距; 功能升级需要占用空间等, 均需要更加高阶的

主板去完成。目前对终端要求的尺寸不断缩小，所以对 PCB 导线的宽度、间距，微孔盘的直径和孔中心距离要求进一步提高。

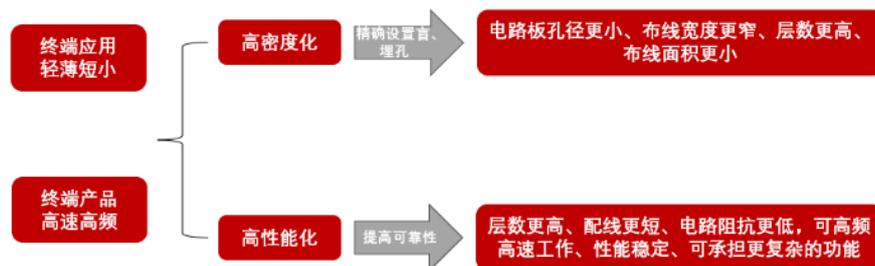
表6: HDI 和 SLP 的参数对比

板材	工序	板厚	辐射孔径	孔数/每部手机主板	线宽/线距
HDI 板	120-144	0.7mm	100/200 μ m	超过 1w	40/50 μ m
SLP 板	177	05.mm	70/140 μ m	最高超 10w	20/35 μ m

资料来源: CNKI, 民生证券研究院整理

5G 时代过渡至 AI 时代，高密度+高性能趋势依旧。伴随终端产品向小型化和功能多样化发展，对 PCB 板密度要求提高，PCB 上需要搭载的元器件不断增加，但要求的尺寸却不断缩小、密度不断提高，所以可以承载更多功能模组的 SLP 性能优势显著，逐渐替代 HDI。苹果 Iphone X 时代之前使用的传统 HDI，但是受制于制程难以满足要求，堆叠层数更多、线宽线距更小、可以承载更多功能模组的 SLP 逐步成为主流。

图24: 终端轻薄、高速化，助推 PCB 升级



资料来源: 亿渡数据, 民生证券研究院整理

近期苹果 AI 催化接踵而至，伴随着 AI 手机渗透率提升，SLP 方案也将有望迎来新一波创新。自今年 3 月开始，苹果先后发布 MM1 及 Ferret UI 和开源 OpenELM 等模型，6 月 WWDC 首次展示其 AI 布局，9 月发布 iPhone16 系列及最新的 iOS 18 系统，强调其 Apple Intelligence 升级，在硬件+OS+应用端做到较为完整布局。伴随 AI 逐步逻辑，终端对处理器的性能要求也越来越高，带动对 SLP 等高规格 PCB 板的需求增加。

表7: SLP 设计规格及趋势

	2018 年	2019~2020 年	2021~2022 年
层数/板厚	12 层/0.65 mm	12 层/0.60 mm	12 层/0.55 mm
芯板厚/介电层厚度	0.065 mm/35 μ m	0.06 mm/35 μ m	0.05 mm/30 μ m
最小线宽/间距	30 μ m/30 μ m	25 μ m/25 μ m	20 μ m/20 μ m
最小激光孔径/焊盘	90 μ m/170 μ m	80 μ m/160 μ m	80 μ m/150 μ m
BGA Pitch (球栅阵列间距)	250 μ m/400 μ m	230 μ m/350 μ m	200 μ m/300 μ m
板材	H/F (高频)	H/F, LowCTE	H/F, LowCTE, D_k , D_f

资料来源: Daeduck GDS 官网, 民生证券研究院整理

技术工艺复杂, SLP 引领价值量提升。从制备工艺上来看, HDI 采用减成法, SLP 采用的是改良型半加成法 (mSAP), 这种技术是从从集成电路 (IC) 基板制造技术中借鉴并改进的, 是对传统 PCB 的减成法、加成法技术的增强, 能满足更高的线宽/线距要求, mSAP 制程的单片 SLP 对应的单机价值量比传统 HDI 有所提升。

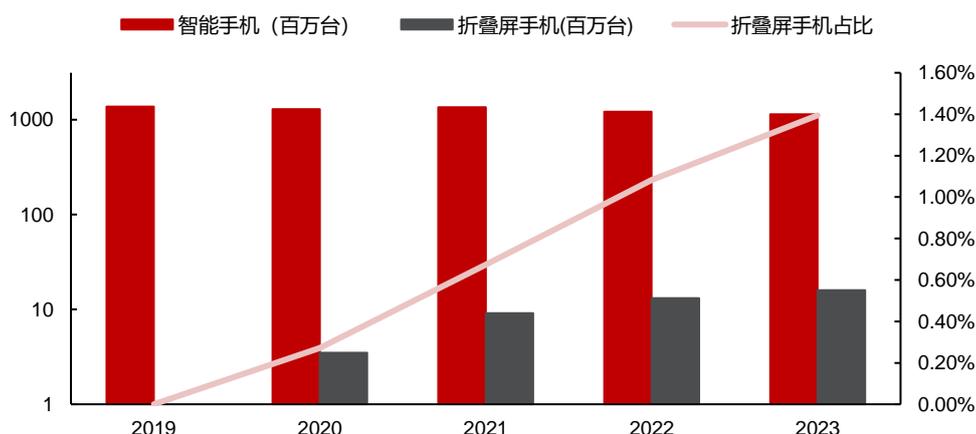
表8: PCB 线路制作工艺对比

	全加成法	半加成法		减成法
		改良型半加成法	半加成法	
基材	催化层压板	普通基材	目前需安 ABF 材料	覆铜箔
线宽线距制作能力	≤30μm	10μm~50μm	10μm~50μm	≥75μm
侧蚀影响	无	侧蚀量少	侧蚀量少	侧蚀量多
热应力及回流焊测试	存在爆板分层不良分线	满足要求	存在爆板分层不良分线	满足要求
工艺难度	简单	一般	一般	一般

资料来源: CNKI, CSDN, 品升高精密电路官网, 民生证券研究院整理

根据 Canalys 的研究, 2023 年全球智能手机的总出货量为 11.4 亿部, 同比下降 4%, 但 2023 年第四季度的出货量同比增长 8%, 达到 3.195 亿部, 显现出稳定和复苏的迹象。根据 Trend Force 数据显示, 2023 年全球折叠屏手机销量为 1590 万部左右, 在所有智能手机销量中仅占 1.4%, 但中国等地区市场强力推动折叠屏发展, 加上消费者购买折叠屏的意愿不断增长, 折叠屏手机出货量有望保持强劲增长。

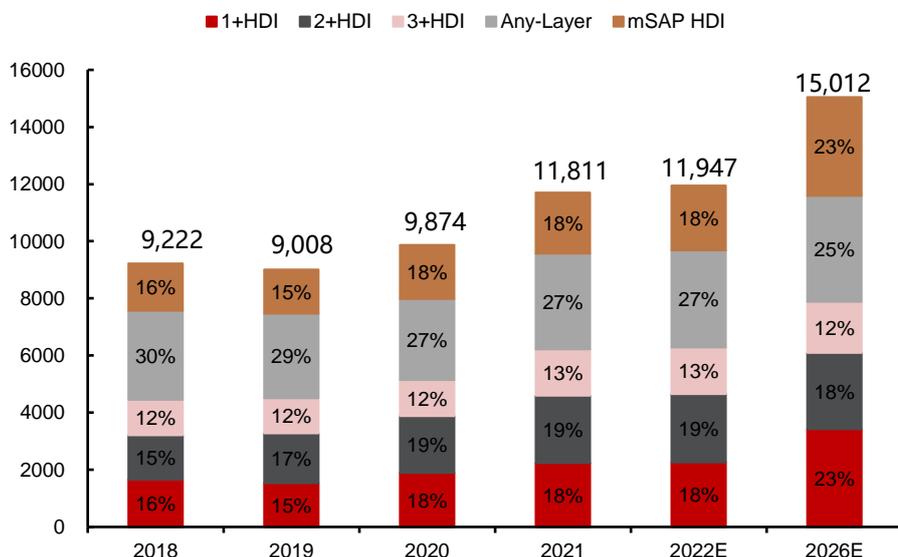
图25: 2019-2023 年全球智能手机及折叠屏手机出货量



资料来源: TrendForce, Counterpoint Research, IDC, Canalys, 民生证券研究院

根据 Prismark 数据, mSAP HDI 板 (SLP) 2021 年市场规模为 21.3 亿美元, 占全球 HDI 市场的 18%, 预计 2026 年可达 34.5 亿美元, 占全球 HDI 市场的 23%, 复合增长率可达 10.2%。**未来伴随着 AI 等创新加持, HDI 板市场规模有望不断增长, SLP 等高阶产品市场渗透率不断上升。**

图26: 2018-2026年 HDI 细分产品规模 (百万美元)



资料来源: Prismark, 民生证券研究院

2.3 服务器领域: 受益 AI 算力需求增长, PCB 量价齐升

随着芯片性能的提升, 云端数据处理能力增强, 对信号的传输速度提出更高要求, 相对于传统服务器, 当前 PCIe 5.0 渗透率正逐步提升, PCB 层数、材质及价值量也有相应提升。

在 AI 服务器中, PCB 的应用涵盖了 CPU 主板、UBB、OAM 等核心组件。相比传统服务器, AI 服务器采用了 CPU+GPU 的异架构, 以英伟达 DGX H100 服务器为例, 主要需要增加两种类型的 PCB: 承载 GPU 的 OAM (OCP Accelerator Module, 加速卡模组) 及实现 GPU 多卡互联的 UBB (Universal Baseboard, 通用基板)。以搭载 8 颗 H100 芯片的 AI 训练服务器为例, 每颗 H100 需要配备一张 OAM, 共计 8 张 OAM 搭载至 1 张 UBB 之上, 形成 8 卡互联。

表9: 英伟达 DGX H100 AI 服务器中的 PCB

类型	用量	层数	覆铜板材料
CPU 主板	1	14-24	Very Low Loss
OAM	8	20-30	Very Low Loss
UBB	1	20-30	Ultra Low Loss/VLL

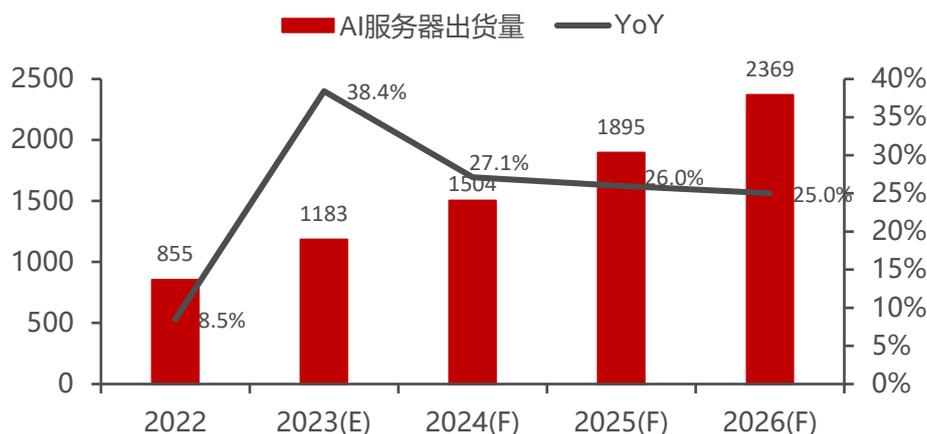
资料来源: ITEQ, 民生证券研究院

在价值量方面, AI 服务器 PCB 用量增多, 并且材料等级高、加工难度大, 单价亦有明显提高。

AI 服务器需求看涨, 推动 PCB 市场迅猛增长。根据 TrendForce 数据, 2023 年全球 AI 服务器 (包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等) 出货量近 120 万台, 年增

38.4%，占整体服务器出货量近 9%，预计至 2026 年将占 15%，2022~2026 年全球 AI 服务器（包含搭载 AI 训练、推论用的 GPU、FPGA、ASIC 等加速芯片）出货量年复合增长率达 29%。根据集微网数据，预计 AI 服务器 PCB 在整体 PCB 市场的占比也将从 2023 的 0.5% 跃升至 2025 年度 4.7%。

图27：2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估（千台）



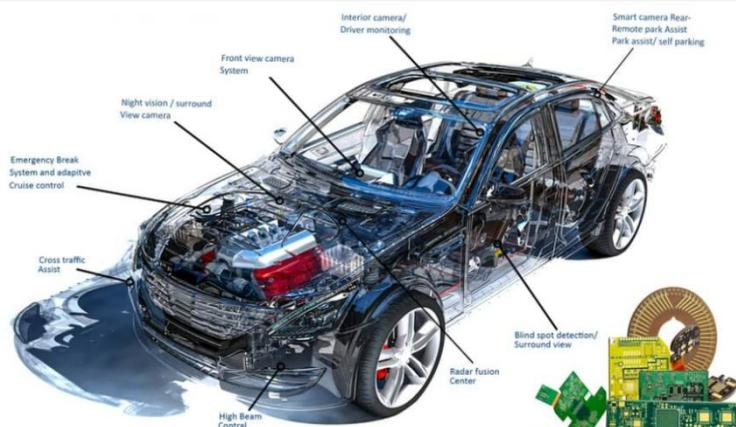
资料来源：TrendForce，民生证券研究院

备注：估算基础包含搭载 AI 训练、推论用的 GPU、FPGA、ASIC 等加速芯片

2.4 汽车领域：智能化提升，车用 PCB 增长动能充足

汽车电子化水平提高，直接带动汽车电子市场整体发展。传统汽车中，PCB 主要用于动力控制、安全控制系统、车身电子、娱乐通讯等领域。在互联网、娱乐、节能、安全四大趋势的驱动下，安全类车身电子产品（如刹车辅助系统 EBA、急速防滑系统 ASR、电子稳定程序 ESP、智能泊车等）和信息娱乐类产品（如汽车音响、车载视频、倒车可视系统、车载导航），已进入快速发展期，带动 PCB 用量增加。

图28：PCB 在汽车领域的应用



资料来源：Protoexpress，民生证券研究院

轻量化助推车载 FPC 需求。三电系统中，新能源汽车与传统汽车的差别主要

在动力系统，如逆变器、DC-DC、整车控制器（VCU）、电源管理系统（BMS）、电机控制器（MCU）等设备均需要用到 PCB，未来市场空间广阔。以 BMS 为例，其需要使用大量 PCB，目前主要采用线束连接，**在电动车轻量化驱使下，未来将逐步采用 FPC，进一步提升电控系统的 PCB 价值量。**

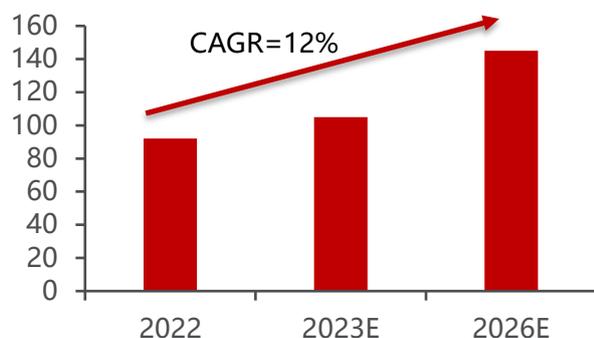
表10：新能源汽车电控系统 PCB 使用情况

电控系统	作用	PCB 使用情况
VCU	检测车辆状态，实施整车动力控制决策	控制电路使用 PCB，用量约 0.03m ²
MCU	根据 VCU 发出的决策指令控制电机运行	控制电路使用 PCB，用量约 0.15m ²
BMS	控制电池充放电过程，实现对于电池的保护和综合管理	主控电路使用 PCB，用量约 0.15m ² ；单体管理单元使用 PCB，用量约 3-5m ²

资料来源：协和电子，佐思汽研，民生证券研究院

智能化趋势带动高价值量 PCB 需求。首先，智能座舱要求 PCB 布线集中度更高、线宽线距变窄，对 PCB 要求较高，智能座舱渗透率提升进一步带动 HDI 等高价值 PCB 需求增加。自动驾驶方面，随着 ADAS 渗透率提升，单车搭载传感器数量将有明显增长，一方面将带动 PCB 使用面积的增加；另一方面，**智驾系统多采用单价较高的 HDI 板，PCB 价值量亦有望提升。**

图29：2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估（亿美元）



资料来源：TrendForce，民生证券研究院

3 技术优势显著，产品前瞻化布局

3.1 管理团队经营理念优秀，技术布局前瞻

公司经营团队具备丰富的行业管理经验，并具备全球化视野。公司参与国际领先客户的前期开发，紧跟技术前沿。深耕 PCB 产品技术研发，生产的印制电路板产品最小孔径可达 0.025mm、最小线宽可达 0.020mm，公司在 FPC 模组、类载板、车载雷达板等产品，均已经具备产业化能力；在新一代信息通信产业领域中，公司不断加大在人工智能、5G 通讯、虚拟现实等领域的深入布局，直接参与客户后续产品的前瞻开发，准确把握未来创新方向。

表11：公司技术研发历程

	FPC	HDI	硬板	其他
2012	导入量产透明 FPC 技术 开发细线路(L/S=40/40um)FPC 量产薄板 FPC	导入量产 12 层任意层 HDI 开发细线路 (L/S<50/50um)HDI	/	导入应用于高速产品树料 新增存储器 PCB 网通基站 PCB 开发 4-6 层软硬结合板
2013	成功开发二代透明 FPC 技术 通过认证软板 LCP 高频材料制程技术	开发 14 层任意层 HDI 通过认证 12 层任意层 HDI 镭射孔 0.2mm pitch 制程技术	导入量产 0.5mm ball pitch 技术	开发 4-6 层软硬结合板 设立高分子材料研发实验室
2014	导入量产防水 FPC 导入量产高频软板材料 LCP 量产无线充电相关 FPC 导入量产感光覆总膜 FPC	成功开发无线光电相关 HDI	导入量产低损 RPCB	/
2015	量产大电流快速光电技术 FPC 量产卷对卷感光覆盖膜技术 FPC 量产 FPC 填孔技术 成功开发 3D 立体 FPC 技术	量产 14 层任意层低介电损 耗 HDI 量产高传输技术 HDI	量产低插入损耗 RPCB 量产高阶网通厚钢技术	/
2016	细线路(L/S=25/25um)建立量产能力 成功开发超薄板技术 成功开发内埋 RLC 技术 完成开发 18~24 层高层板		/	量产软硬结合板
后续开发	FPC 对接技术、超细线表面处理技术、声学指纹 FPC、多线高频 PCB、超薄型天线 PCB、超薄高阶载板等			

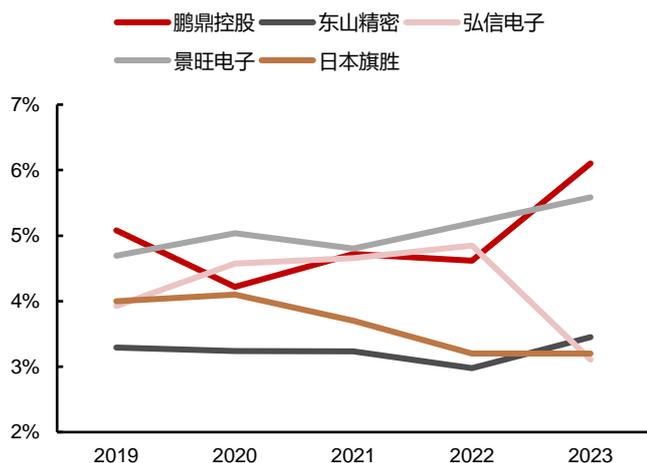
资料来源：立鼎产业研究院、公司公告，民生证券研究院

国内外头部 FPC 厂商包括日本旗胜、鹏鼎控股、东山精密、弘信电子等。为积极应对行业发展变化，鹏鼎控股加大研发创新力度，2019-2022 年研发费用率维持在 5%左右，保持较高水平，为新一轮行业周期的到来做好准备，2023 年研发费用率增长至 6.1%。

此外，鹏鼎的毛利率处于 FPC 行业中上水平。公司持续通过持续推进数字化

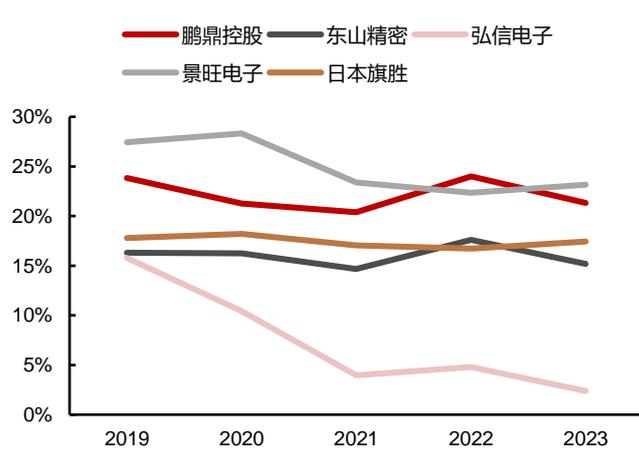
升级转型，不断加强成本管控、强化自动化生产，有效持续降低生产成本，提升公司盈利能力。2022年，得益于核心客户苹果终端出货稳健，公司FPC供应份额提升，毛利率达到24.00%；2023年市场需求疲弱带来的压力使整体行业盈利水平下降，公司毛利率同比-2.66pct，尽管短期受到行业周期下行影响，**行业景气恢复及新产品的不断推陈出新将成为公司未来发展的重要引擎。**

图30：2019-2023年FPC行业各公司研发费用率



资料来源：iFinD，日本旗胜年报，民生证券研究院

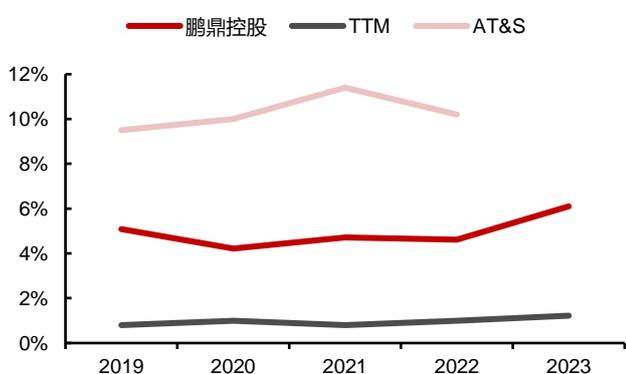
图31：2019-2023年FPC行业各公司销售毛利率



资料来源：TrendForce，日本旗胜年报，民生证券研究院

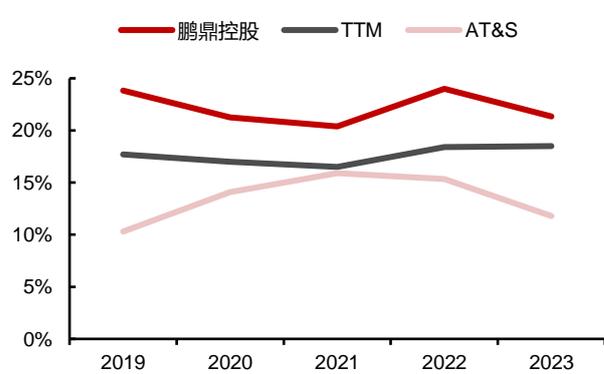
鹏鼎长期专注并深化PCB技术研发，SLP产品代表着消费电子精密度最高的主板，是公司在新一代技术迅速迭代的背景下，把握未来通讯技术趋势和潮流的重点。公司生产的印制电路板产品最小孔径可达0.025mm，最小线宽可达0.025mm，目前已形成代表更高制程要求的SLP的量产能力，研发费用率处于SLP行业中等水平。在全球消费电子行业需求疲软、公司新工艺复杂度、研发费用增加的多重因素影响下，**公司业绩承压，毛利率略有下滑，但仍处于行业较高水平。**

图32：2019-2023年SLP行业各公司研发费用率



资料来源：iFinD，TTM公司年报，AT&S公司年报，民生证券研究院

图33：2019-2023年SLP行业各公司销售毛利率



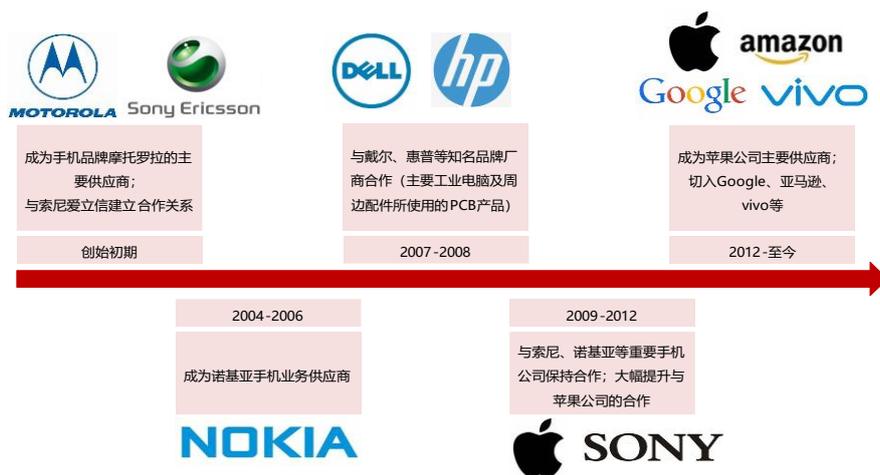
资料来源：iFinD，TTM公司年报，AT&S公司年报，民生证券研究院

3.2 合作关系稳定，客户资源优质

公司深度绑定行业龙头，配合定制化产品服务。自公司成立以来，公司合作过的客户包括诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信等国际领先品牌客户。自2008年，以

苹果手机为代表的智能手机在全球范围内迅速普及，2012 年智能手机、平板电脑等智能终端进入快速渗透期，公司抓住机遇，凭借公司多样化的产品策略、雄厚的技术研发实力、及时快速的订单响应、优质领先的产品及服务、保障充分的量产交货，大幅提升苹果供货，并逐步成为苹果主要供应商。

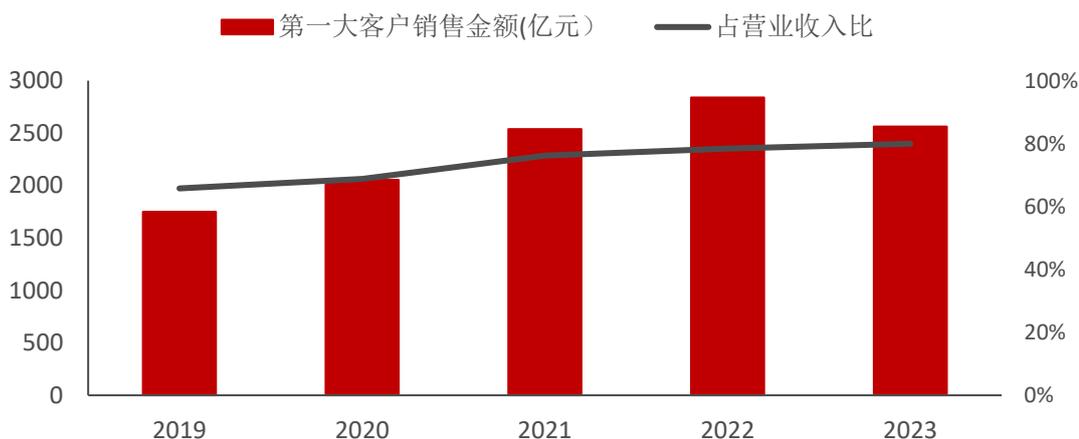
图34：公司客户拓展历程



资料来源：PCB 网城 ISPCAIGPCA，民生证券研究院整理

2021 年，公司前三名大客户销售金额占营业收入的比例超 80%，2023 年达到了 86.9%。公司第一大客户占营业收入的比例不断提高，2019-2023 年，该比例由 65.76%提升至 79.95%，公司深度绑定第一大客户，预计未来将持续受益于客户创新发展。

图35：2019-2023 年公司第一大客户销售金额（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.3 全球化布局，强化市场地位

公司的主要生产基地分布于大陆的深圳、秦皇岛和淮安，在中国台湾、印度和泰国也设有园区，服务的范围覆盖中国大陆、中国台湾、日本、韩国、美国以及越

南等地。

自 2018 年 12 月以来，公司披露了多个产能扩张项目。国内的生产基地中，淮安园区的涉及项目较多：高阶硬板、多层 FPC、超薄 PCB、高阶 HDL 和先进 SLP 等高端 PCB 生产线。为提升市场份额，巩固公司行业龙头地位，秦皇岛和深圳园区也进一步扩大多层 FPC 或高阶 HDI 产能。在中国台湾，公司早在 2020 年就宣布投资建设高端软板及模组智能制造生产线，预计于 2024 年开始投放产能。

公司全球化布局战略，不断扩张海外产能。公司的印度园区主要业务为模组组装，泰国园区的一期项目主要用于汽车及服务类产品要求，有助于优化公司产品结构，不断强化公司在 PCB 领域的竞争力与市场地位。

表12：公司各园区扩产情况一览

园区	扩产项目内容	项目产品	累计/预计投入金额 (亿元)	披露日期
淮安第一园区	汽车板及服务器板项目	车用、服务器用 PCB	累计投入 0.69	2022.12.7
	对其 Z2 厂生产的硬板产品进行转型升级	硬板	/	2019.12.28
	建设 PCB 高阶硬板生产线	高阶硬板	/	2020.7.3
淮安第二园区	扩充多层软板产线,并对现有产线进行进一步升级	多层 FPC	累计投入 7.36	2022.3.17
	建设超薄线路板生产线	超薄 PCB	/	2020.9.10
淮安第三园区	扩产汗高端 HDI 和先进 SLP 类载板智能制造	HDI; SLP	累计投入 16.28	2020.12.01
淮安园区	柔性多层印制电路板扩产, 年产能 133.8 万平方米	多层 FPC	预计投入 30	/
深圳第二园区	扩充柔性多层印制电路板精密组件产业	多层 FPC	累计投入 27.34	2022.3.17
深圳园区	扩充多层软板生产线	多层 FPC	/	2019.12.28
秦皇岛园区	扩充多层软板生产线	多层 FPC	/	2019.12.28
	新建高阶 HDI 印制电路板智能制造生产线	HDI	预计投入 24	/
中国台湾高雄生产基地	FPC 软板及其模组组装产品线	FPC	预计投入 27.39	2020.9.10
印度生产基地	新增模组组装生产线	模组组装	预计投入 1.35	2020.5.28
泰国生产基地	汽车板及服务器板项目	车用、服务器用 PCB	预计投入 18	2023.8.10

资料来源：公司公告，公司招股书，公司年报，民生证券研究院整理

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

鹏鼎控股主要从事各类印制电路板的设计、研发、制造与销售业务，公司营收主要来源于通讯用板、消费电子及计算机用板以及汽车\服务器及其他用板，我们分业务探讨如下：

通讯用板：公司多年来耕以智能手机为代表的通讯电子业务，在相关下游产品市场上，已经建立了稳固的竞争优势。公司坚持以发展高阶产品为主，保持与客户的良好合作，积极切入以 AI 硬件为代表的新型产品领域，持续提高在下游市场的占有率。IDC 预测在 AI 手机、折叠手机等新产品的带动作用，2024 年全球智能手机出货量预计增长 2.8%。根据 Prismark 估算，2023~2028 年全球通讯电子相关 PCB 市场规模的复合增长率为 5.1%，2028 年达 284.04 亿美元，此外，iphone 上 Apple Intelligence 等 AI 创新有望于 25 年 iphone 17 系列机型上正式搭载，故 25 年 iphone 销量有望受益于 AI 加持下换机周期的缩短。2024-2026 年，我们预计公司通讯用板实现营收 246.38/268.55/281.98 亿元，同比增长 4.00%/9.00%/5.00%。

毛利率方面，伴随全球智能手机库存调整已告一段落，公司相应业务增速也稳步提升。公司还通过不断进行技术升级，优化产品结构，抵御原材料价格上涨和行业变化的风险，毛利率基本较为稳定。2024-2026 年，我们预计公司毛利率为 21.50%/22.50%/22.50%。

消费电子及计算机用板：公司时刻保持对下游消费电子市场的技术与产品变化的敏感性，不断深化现有消费电子类产品的竞争优势。消费电子行业去库存逐步完成，Prismark 估算，2022 至 2028 年消费电子相关 PCB 市场规模复合成长率为 5.1%，2028 年将达 117.36 亿美元。同时，以 AI PC 和 AI 手机为代表的 AI 消费硬件产品、智能眼镜为代表的元宇宙新品的不断推出，整个消费电子产业链正在迎来新一轮的创新发展周期，为 PCB 行业发展带来更多机会。此外伴随着大客户的 ipad 和 mac 产品新机发布后销量逐步回暖，公司营收有望逐步回到前期水平，我们预计公司 2024-2026 年消费电子及计算机用板实现营收 94.90/112.94/129.88 亿元，同比增长 19.00%/19.00%/15.00%。

毛利率方面，伴随着大客户公司 ipad 和 mac 新品发布后，销量逐步回暖，毛利率有望逐步修复。2024-2026 年，我们预计公司毛利率为 23.00%/24.00%/25.00%。

汽车/服务器及其他用板：2023 年以来的 AI 技术革命加速了电子行业复苏，带来算力需求提升，打开了 AI 服务器市场空间，也推动相关 PCB 产品需求快速增长和不断升级，多层板及高速板的需求将不断增长，HDI 类产品在 AI 产品中的应用也不断上升。根据 Prismark 数据，2028 年全球服务器及存储器用 PCB 产值达

到 138.04 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 11.0%，增速快于其他 PCB 品类。此外，新能源汽车智能化、网联化加速发展，带动车用 PCB 快速增长，根据台湾工研院研究报告，预计 2028 年车用 PCB 用量将比 2022 年增加 50%，其中 HDI 及 FPC 类产品成长力道最为强劲。公司在 FPC 及高阶 HDI 类产品上积累了雄厚的技术实力，并在 AI 服务器及汽车电子等领域都进行了研发布局，目前该业务体量较小，前期有望伴随着泰国产能释放实现较快增长。考虑到公司 24H1 该领域实现营收 4.3 亿元，同比增长 94.3%。我们预计 2024-2026 年公司汽车/服务器及其他用板营收为 10.23/16.37/24.56 亿元，同比增长 90.00%/60.00%/50.00%。

毛利率方面，汽车和 AI 服务器市场持续高景气，公司营收规模逐步提高，规模效应凸显，毛利率稳步提升。2024-2026 年，我们预计公司毛利率为 16.50%/17.00%/18.00%。

表13：鹏鼎控股各细分产品结构营收及毛利率预测

业务	细分	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
通信用板	营收 (百万元)	21983.05	22673.60	23512.62	24637.66	26855.05	28197.81
	YOY	3.67%	3.14%	3.70%	4.00%	9.00%	5.00%
	毛利率	18.79%	22.04%	21.08%	21.50%	22.50%	22.50%
	毛利润 (百万元)	4130.56	4996.59	4955.90	5297.10	6042.39	6344.51
消费电子及计算机用板	营收 (百万元)	11076.24	13201.46	7975.21	9490.50	11293.70	12987.76
	YOY	28.29%	19.19%	-39.59%	19.00%	19.00%	15.00%
	毛利率	23.89%	27.49%	22.65%	23.00%	24.00%	25.00%
	毛利润 (百万元)	2646.28	3628.95	1806.67	2182.82	2710.49	3246.94
汽车、服务器用板及其他用板	营收 (百万元)	218.13	314.15	538.62	1023.37	1637.40	2456.09
	YOY	--	44.02%	71.45%	90.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	-9.15%	16.33%	15.99%	16.50%	17.00%	18.00%
	毛利润 (百万元)	-19.96	51.31	86.13	168.86	278.36	442.10
其他主营业务	营收 (百万元)	255.56	3.88	39.60	41.58	43.66	45.84
	YOY	--	-98.48%	919.91%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	3.28%	231.06%	-16.64%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利润 (百万元)	8.38	8.97	-6.59	4.16	4.37	4.58
合计	营收 (百万元)	33532.98	36193.09	32066.05	35193.12	39829.81	43687.49
	YOY	11.60%	8.69%	-11.45%	9.75%	13.17%	9.69%
	毛利率	20.17%	24.00%	21.34%	21.75%	22.69%	22.98%
	毛利润 (百万元)	6765.27	8685.82	6842.10	7652.93	9035.60	10038.13

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

期间费用率及其他：伴随着苹果为首的端侧人工智能科技发展浪潮，鹏鼎作为苹果核心供应商，24 年将保持研发创新、加大研发投入，但伴随着营收规模的扩大，研发费用率有望小幅下降，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率为 6.00%/5.50%/5.50%；考虑到当前公司产品开拓和销售布局逐步完善，预计销售费用率每年保持小幅下降，我们预计 2024-2026 年销售费用率 0.6%/0.5%/0.5%；随着经营规模扩大，管理人员数量趋于稳定，考虑到公司营收规模快速增长，我们

预计 2024-2026 年管理费用率为 3.7%/3.6%/3.6%。

表14：鹏鼎控股费用率预测

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
研发费用率	4.62%	6.10%	6.00%	5.50%	5.50%
销售费用率	0.55%	0.66%	0.60%	0.50%	0.50%
管理费用率	3.55%	3.77%	3.70%	3.60%	3.60%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

公司主要产品线涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、RPCB、Rigid Flex 等，下游包括通讯电子产品（手机等）、消费电子及计算机（电脑、平板、AIOT 等）、智能车和 AI 服务器等领域，在消费电子类、端侧 PCB 领域深度绑定 A 客户。考虑到东山精密同样为苹果通讯电子产品的 FPC 供应商，且布局新能源汽车；沪电股份为 AI 云端 PCB 龙头，且对比鹏鼎控股同为中国台湾 PCB 企业；胜宏股份主要供应服务器 PCB，深度绑定云侧龙头英伟达，且同样布局 FPC 业务。故我们选取东山精密、沪电股份、胜宏科技，三家具备相似业务的 A 股上市公司作为可比公司，可比公司对应 2024-2026 年 PE 均值为 26/19/16 倍。

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 36.18/46.74/52.63 亿元，对应 2024 年-2026 年 PE 为 21/16/14 倍，24/25/26 年均低于可比公司均值水平。公司深度绑定下游消费电子全球龙头企业、23 年该客户营收占比达 80%，未来伴随着苹果端侧 AI 革命创新逐步落地，公司营收及盈利水平具备更高弹性，此外，公司作为 PCB 行业龙头具备更好的竞争优势。我们看好公司作为在行业新一轮创新周期迅速捕捉发展机遇，保持快速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002384.SZ	东山精密	22.74	1.26	1.74	2.17	18	13	10
002463.SZ	沪电股份	39.5	1.29	1.69	2.03	31	23	19
300476.SZ	胜宏科技	40.96	1.36	1.95	2.44	30	21	17
	均值					26	19	16
002938.SZ	鹏鼎控股	32.65	1.56	2.02	2.27	21	16	14

资料来源：iFind，民生证券研究院测算；（注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为 2024 年 10 月 16 日）

5 风险提示

1) 下游需求不及预期: 若 AI 应用落地和通讯电子、消费电子、服务器等下游应用领域增长不及预期, 将会影响公司规模与未来业绩。

2) 新建产能与研发进度不及预期: 若公司高阶 HDI、SLP 等高端产品研发或新建产能投放不及预期, 阻碍公司切入汽车、服务器等新领域, 将对公司未来业绩预期和行业地位带来不良影响。

3) 客户高度集中风险: 2023 年公司第一大客户销售收入占其营业收入高达 79.95%, 若公司主要客户的经营状况或业务结构变动, 导致减少采购公司 PCB 产品, 则将对公司营收造成不良影响。

4) 行业竞争加剧风险: 随着众多 PCB 厂商加大新技术和新产品的研发力度, 积极切入新兴应用领域, 公司将面临竞争加剧的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,066	35,193	39,830	43,687
营业成本	25,224	27,540	30,794	33,649
营业税金及附加	238	211	199	218
销售费用	210	211	199	218
管理费用	1,208	1,302	1,434	1,573
研发费用	1,957	2,112	2,191	2,403
EBIT	3,246	3,915	5,124	5,748
财务费用	-309	-183	-158	-197
资产减值损失	-92	-95	-106	-116
投资收益	-4	1	1	1
营业利润	3,566	4,015	5,189	5,843
营业外收支	6	6	5	5
利润总额	3,571	4,020	5,193	5,848
所得税	285	402	519	585
净利润	3,287	3,618	4,674	5,263
归属于母公司净利润	3,287	3,618	4,674	5,263
EBITDA	6,210	7,261	8,828	9,853

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,912	12,960	16,205	19,882
应收账款及票据	6,209	7,051	7,980	8,753
预付款项	230	275	308	336
存货	3,054	3,074	3,437	3,756
其他流动资产	318	357	398	438
流动资产合计	20,723	23,718	28,329	33,165
长期股权投资	5	6	7	8
固定资产	15,264	15,259	15,376	15,454
无形资产	1,271	1,264	1,253	1,241
非流动资产合计	21,555	21,046	20,688	20,289
资产合计	42,278	44,764	49,017	53,454
短期借款	3,961	3,961	3,961	3,961
应付账款及票据	4,848	4,980	5,484	5,992
其他流动负债	3,030	3,177	3,527	3,839
流动负债合计	11,840	12,118	12,972	13,792
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	763	799	795	790
非流动负债合计	763	799	795	790
负债合计	12,603	12,917	13,767	14,582
股本	2,320	2,319	2,319	2,319
少数股东权益	25	25	25	25
股东权益合计	29,675	31,847	35,250	38,871
负债和股东权益合计	42,278	44,764	49,017	53,454

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-11.45	9.75	13.17	9.69
EBIT 增长率	-40.62	20.62	30.88	12.17
净利润增长率	-34.41	10.08	29.17	12.61
盈利能力 (%)				
毛利率	21.34	21.75	22.69	22.98
净利润率	10.25	10.28	11.73	12.05
总资产收益率 ROA	7.77	8.08	9.54	9.85
净资产收益率 ROE	11.09	11.37	13.27	13.55
偿债能力				
流动比率	1.75	1.96	2.18	2.40
速动比率	1.45	1.65	1.87	2.08
现金比率	0.92	1.07	1.25	1.44
资产负债率 (%)	29.81	28.86	28.09	27.28
经营效率				
应收账款周转天数	70.49	73.00	73.00	73.00
存货周转天数	44.19	42.00	42.00	42.00
总资产周转率	0.79	0.81	0.85	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	1.42	1.56	2.02	2.27
每股净资产	12.79	13.73	15.19	16.75
每股经营现金流	3.44	2.76	3.45	3.95
每股股利	0.50	0.55	0.71	0.80
估值分析				
PE	23	21	16	14
PB	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.07	9.46	7.78	6.97
股息收益率 (%)	1.53	1.68	2.17	2.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,287	3,618	4,674	5,263
折旧和摊销	2,964	3,345	3,704	4,105
营运资金变动	1,571	-771	-626	-465
经营活动现金流	7,969	6,391	7,997	9,156
资本开支	-3,477	-2,834	-3,308	-3,662
投资	-991	0	0	0
投资活动现金流	-4,454	-2,803	-3,308	-3,662
股权募资	24	-214	0	0
债务募资	1,008	2	0	0
筹资活动现金流	-943	-1,540	-1,443	-1,818
现金净流量	2,702	2,048	3,245	3,676

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司通讯用板.....	4
图 3: 公司消费电子及计算机用板.....	4
图 4: PCB 行业上、下游产业链.....	5
图 5: PCB 产品一站式服务平台.....	5
图 6: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日).....	6
图 7: 2015-2024H1 公司营收 (亿元) 及增速.....	6
图 8: 2015-2024H1 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	6
图 9: 2015-2024H1 年公司毛利 (亿元) 与毛利率.....	7
图 10: 2018-2023 公司营收构成.....	7
图 11: 2018-2023 公司各产品毛利率情况.....	7
图 12: 2019-2028 年全球 PCB 市场规模及增速.....	9
图 13: 2023 年全球 PCB 下游应用领域情况.....	9
图 14: 2023 年全球各地区 PCB 产值分布.....	10
图 15: 2023 年全球 PCB 细分产品市场规模占比.....	10
图 16: 2017-2028E 中国 PCB 市场规模预测趋势图.....	11
图 17: 2019-2028 年全球 FPC 产品市场规模 (亿美元).....	11
图 18: 2019-2030E 年中国 FPC 产品市场规模 (亿元).....	11
图 19: 2019 年全球 FPC 下游应用领域.....	12
图 20: 2021 年全球 FPC 细分产品产值结构占比.....	12
图 21: 2019 年全球 FPC 市场竞争格局.....	12
图 22: 2022-2023 年中国主要 FPC 厂商总营收.....	12
图 23: 苹果 iphone 历代产品 FPC 用量 (颗).....	13
图 24: 终端轻薄、高速化, 助推 PCB 升级.....	14
图 25: 2019-2023 年全球智能手机及折叠屏手机出货量.....	15
图 26: 2018-2026 年 HDI 细分产品规模 (百万美元).....	16
图 27: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预估 (千台).....	17
图 28: PCB 在汽车领域的应用.....	17
图 29: 2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估 (亿美元).....	18
图 30: 2019-2023 年 FPC 行业各公司研发费用率.....	20
图 31: 2019-2023 年 FPC 行业各公司销售毛利率.....	20
图 32: 2019-2023 年 SLP 行业各公司研发费用率.....	20
图 33: 2019-2023 年 SLP 行业各公司销售毛利率.....	20
图 34: 公司客户拓展历程.....	21
图 35: 2019-2023 年公司第一大客户销售金额 (亿元).....	21

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 鹏鼎控股主要产品及用途.....	4
表 2: PCB 分类及应用.....	8
表 3: 鹏鼎控股主要产品及用途.....	9
表 4: 2022 年全球前十大 PCB 厂商营业收入.....	10
表 5: 不同种类 HDI 的对比.....	13
表 6: HDI 和 SLP 的参数对比.....	14
表 7: SLP 设计规格及趋势.....	14
表 8: PCB 线路制作工艺对比.....	15
表 9: 英伟达 DGX H100 AI 服务器中的 PCB.....	16
表 10: 新能源汽车电控系统 PCB 使用情况.....	18
表 11: 公司技术研发历程.....	19

表 12: 公司各园区扩产情况一览.....	22
表 13: 鹏鼎控股各细分产品结构营收及毛利率预测	24
表 14: 鹏鼎控股费用率预测	25
表 15: 可比公司 PE 数据对比	25
公司财务报表数据预测汇总	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026