

鹏鼎控股 (002938)

AI 浪潮下, FPC 有望迈入新的增长周期

买入 (首次)

2024 年 11 月 29 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

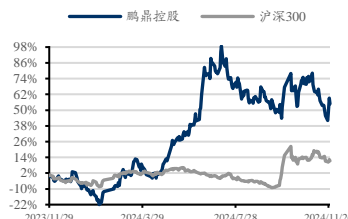
证券分析师 周高鼎

执业证书: S0600523030003

zhoug@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	36211	32066	35959	41132	44699
同比 (%)	8.69	(11.45)	12.14	14.39	8.67
归母净利润 (百万元)	5012	3287	3546	4108	4730
同比 (%)	51.07	(34.41)	7.88	15.85	15.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.16	1.42	1.53	1.77	2.04
P/E (现价&最新摊薄)	14.05	21.42	19.85	17.13	14.88

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.05
一年最低/最高价	19.92/43.58
市净率(倍)	2.52
流通 A 股市值(百万元)	76,196.58
总市值(百万元)	76,628.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.12
资产负债率(% ,LF)	30.61
总股本(百万股)	2,318.56
流通 A 股(百万股)	2,305.49

相关研究

《鹏鼎控股(002938): 业绩拐点向上, 迈向新一轮成长周期》

2020-09-03

《鹏鼎控股(002938): 盈收表现亮眼, 业务多点开花》

2020-08-13

- **PCB 龙头企业, 受益 AI Phone 趋势, 业绩逐步向好。**鹏鼎控股为国内 PCB 龙头厂商, 产品线涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、RPCB、Rigid Flex 等产品, 下游宽泛, 主要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。目前 FPC 占据公司的主要营收, 终端以手机为主。2023 年公司受部分行业因素影响, 业绩短期承压, 实现营收 321 亿元 (同比-11%), 归母净利润 33 亿元 (同比-34%)。2024 年受益 AI Phone 趋势, 海外大客户积极备货, 预计公司全年稼动率显著提升, 营收利润有望实现高速增长。
- **FPC 布局更灵活, 行业 APS 增长逐步放缓。**FPC 在空间维度以及连接方面优于 PCB, 因此 FPC 被广泛应用于小型化、轻量化的消费电子产品市场。该产品具备一定技术壁垒, 且手机终端厂对 FPC 的研发效率要求也在逐步提高。**行业已经经过两个阶段的高速增长, FPC 增长第一阶段主要源于智能手机渗透率提升。**自 2010 年 iPhone 4 的爆款开启了智能手机高速增长的时代, 根据 IDC 数据, 智能手机在 2010-2016 市场年增长率最高可达 60%, 由 3 亿部迅速增至 14.73 亿部。**FPC 高速增长第二阶段是其在手机内单机价值量不断提高,**根据头豹研究院数据, 从 2010 年的 iPhone 4 (FPC 用量 10 块) 开始, 随着摄像头、指纹识别、Face ID 等模组的逐步增加, FPC 在 2020 年的 iPhone 12 机型中已经增长至 30 块, 单机价值量成几何式增长。当前手机创新逐步接近瓶颈, FPC 单机价值量增速逐步放缓。
- **苹果引领 FPC 发展, 供应链全球化打开鹏鼎收入空间。**苹果长期以来作为智能手机技术创新的领导者, 从最初的 iPhone 3G 的 FPC 天线设计结构, 到历代革新如指纹识别、双摄像头、OLED 屏幕、无线充电等都通过 FPC 来实现, 不断提高 FPC 的单机价值量。随着新 CEO 推动供应链全球化, 鹏鼎逐步开始在大客户起量。**根据我们对 2016-2019 年鹏鼎的收入增量的测算, 预计公司在大客户内 FPC 的份额基本保持在 33% 左右,**受益海外大客户的技术创新以及终端销量, 公司近 10 年收入显著提升。
- **稳定良率创新保障订单, 股东背景使其具备生产优势。**稳定 FPC 工厂稼动率的核心在于持续拿到高价值量的大单品订单 (外部因素), 以及能够稳定的在每年的设计、打样、测试、量产环节中保障技术的良率 (内部因素)。**富士康作为公司股东, 其庞大的客户网络和行业地位为鹏鼎控股带来了显著的订单优势。**同时 **FPC 属于先发优势行业, 且重资产投入劝退后入玩家,**持续的研发保障每年的单品良率, 稳定的良品率是公司的保障业绩的护城河。大客户为保障供应链与终端产品质量, 稳定良率仍是产业链公司重要的护城河。
- **盈利预测与投资评级:** AI 技术对 PCB 业务具有显著推动作用, 尤其带动 FPC 量价齐升, 公司有望持续提升在 A 公司软板供应链中的市场份额, 该部分有望为公司持续贡献利润增长点。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 35/41/47 亿元, 当前市值对应 PE 为 20/17/15 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游消费电子需求不及预期, 客户集中度高。

## 内容目录

<b>1. PCB 龙头制造商，盈利短期承压</b> .....	<b>4</b>
1.1. 连续七年位列全球最大 PCB 生产企业 .....	4
1.2. 最终控制方为臻鼎控股 .....	5
1.3. 短期受海外订单影响，短期业绩承压 .....	5
<b>2. FPC 布局灵活，智能手机带动行业高速增长</b> .....	<b>8</b>
2.1. 更适应消费电子更新换代需求 .....	8
2.2. 行业增长的两大阶段：智能机渗透率、模组增加 .....	9
<b>3. 苹果的 FPC 供应商弹性更大，鹏鼎份额占比高</b> .....	<b>11</b>
<b>4. 先发与股东优势显著，稳定的良率创新保障高盈利</b> .....	<b>13</b>
4.1. 稳定的良率生产，保障供应链订单 .....	13
4.2. 先发优势属性行业，股东背景带来生产优势 .....	14
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 鹏鼎主要产品和用途.....	4
图 2: 鹏鼎控股发展历程.....	4
图 3: 鹏鼎控股股权结构.....	5
图 4: 公司营业总收入及其同比增速 (单位: 亿元, %)	5
图 5: 公司归母净利润及其同比增速 (单位: 亿元, %)	5
图 6: 2019-2023 年公司各产品营收 (亿元)	6
图 7: 2019-2023 年公司毛利率/净利率 (单位: %)	6
图 8: 2019-2023 年公司三费 (单位: 亿元)	7
图 9: 2019-2023 年公司三费占营收的比例 (单位: %)	7
图 10: 2019-2023 年公司研发费用 (左轴) 及占营收比例 (右轴) (单位: 亿元, %)	7
图 11: FPC 结构图.....	8
图 12: FPC 在智能手机中的应用 .....	8
图 13: FPC 基本结构 .....	9
图 14: FPC 实物图 .....	9
图 15: 全球智能手机出货量和同比增速 (亿部, %)	9
图 16: 苹果手机年销量统计 (左轴) 以及 FPC 模组数量 (右轴) 统计 (单位: 百万部, 块)	10
图 17: 苹果手机中 FPC 用量不断增加 .....	11
图 18: interflex 总收入与净利润 (单位: 亿美元)	11
图 19: 2011-2017 年 iPhone 销量 (单位: 百万部, %)	11
图 20: 稼动率作用于利润的逻辑链.....	13
图 21: 苹果产业链订单打样生产周期.....	14
图 22: 富士康与鹏鼎股东关系 (截至 2024 年 11 月 27 日)	15
表 1: 硬板、软板区别.....	8
表 2: 部分苹果手机 FPC 使用量 (单位: 块)	10
表 3: 鹏鼎、东山进入海外大客户时期财报数据的前后变化.....	12
表 4: 业务拆分与盈利预测.....	16
表 5: 可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 27 日)	17

## 1. PCB 龙头制造商，盈利短期承压

### 1.1. 连续七年位列全球最大 PCB 生产企业

公司为全球范围内少数同时具备各类 PCB 产品研发、设计、制造与销售服务的专业大型厂商，拥有优质多样的 PCB 产品线。主要产品范围涵盖 FPC、SMA、SLP、HDI、Mini LED、等，并广泛应用于通讯电子产品、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，打造了全方位的 PCB 产品一站式服务平台。

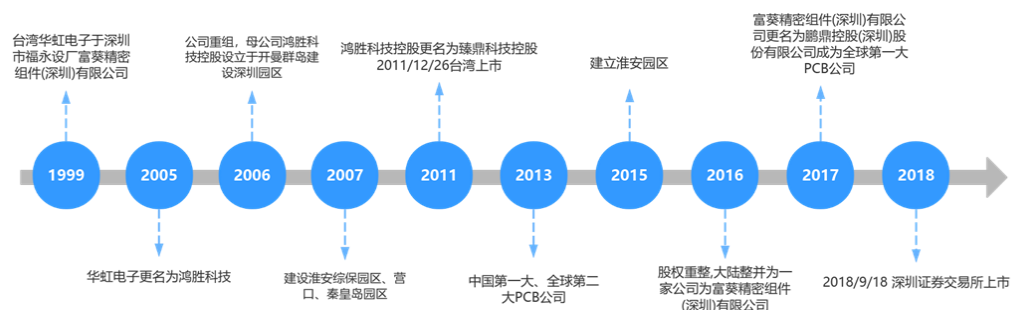
图1：鹏鼎主要产品和用途

主要产品及重要用途		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模组板和指纹识别模组板等多类产品。	
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与现代消费者生活、娱乐息息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。	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

鹏鼎控股成立于 1999 年 4 月 29 日。公司自 1999 年起步于台湾华虹电子，最初设立深圳福永工厂，命名为富葵精密组件（深圳）有限公司。2006 年通过重组成立了母公司鸿胜科技控股，并开始建设深圳园区。随后于 2011 年 12 月 26 日在台湾成功上市，更名为臻鼎科技控股。凭借快速的产能扩张和技术创新，鹏鼎控股在 2013 年成为中国最大的 PCB（印刷电路板）制造商，并位列全球第二，并于 2018 年 9 月 18 日正式在深圳证券交易所上市。

图2：鹏鼎控股发展历程



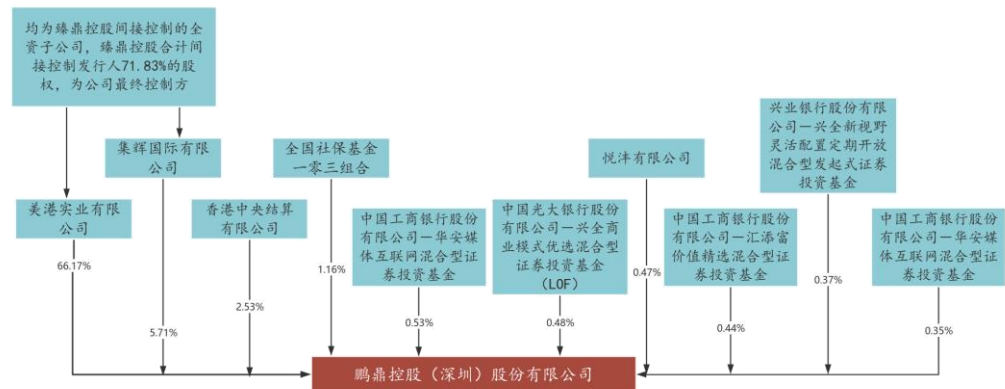
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司制造基地分布于深圳、秦皇岛、淮安、印度，服务半径覆盖中国大陆、中国香港、中国台湾、日本、韩国、美国及越南等地，已成为业内极具影响力的重要厂商之一。

### 1.2. 最终控制方为臻鼎控股

公司最终控制方为臻鼎控股。根据鹏鼎控股发布的 2024 年半年度报告，美港实业有限持有公司 66.17% 的股份，是公司的控股股东；其一致行动人集辉国际直接持有公司 5.71% 的股份。两家公司均为臻鼎控股间接控制的全资子公司，臻鼎控股合计间接控制发行人 71.83% 的股权，为发行人的间接控股股东，因此公司最终控制方为臻鼎控股。

图3: 鹏鼎控股股权结构

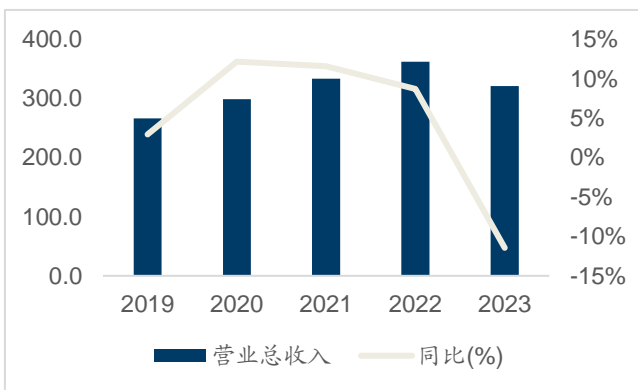


数据来源: 公司 2024 半年度报告, 东吴证券研究所

### 1.3. 短期受海外订单影响，短期业绩承压

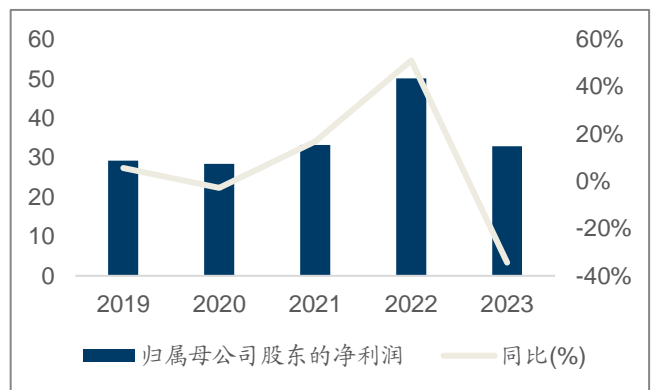
经营稳步成长，23 年受订单影响业绩短期承压。2019 年以来，公司营收和利润稳步成长，在 23 年受行业问题影响，营收降至 321 亿元 (同比-11%)，归母净利润降至 33 亿元 (同比-34%)。同时公司不断优化产品结构，消费电子及计算机用板近年来增长趋势迅猛，汽车、服务器用板及其他用板的表现也较为亮眼。

图4: 公司营业总收入及其同比增速 (单位: 亿元, %)



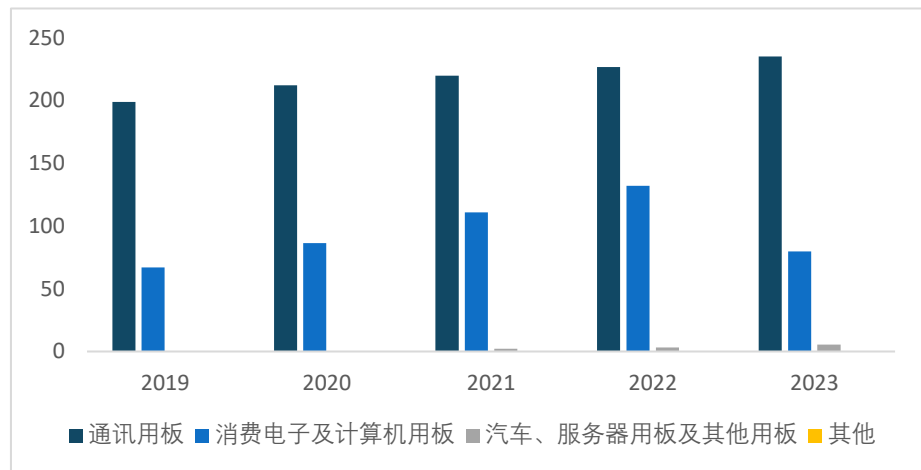
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 公司归母净利润及其同比增速 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

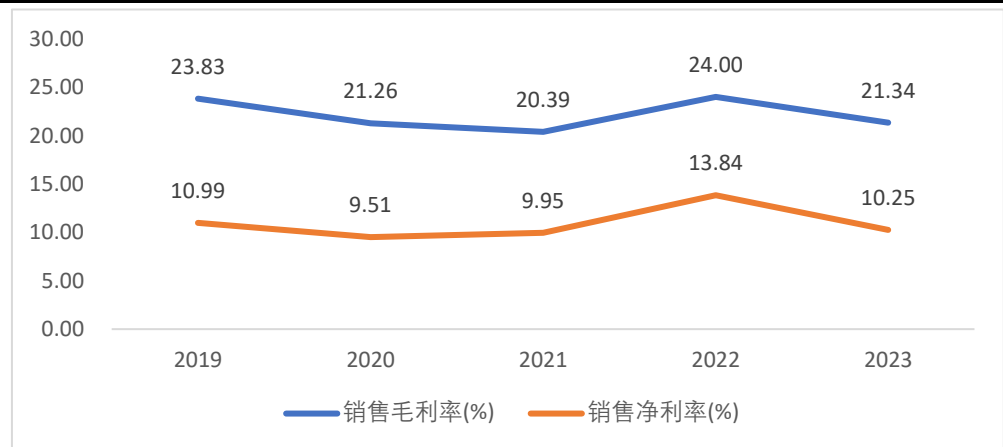
图6: 2019-2023 年公司各产品营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**逐步消化疫情带来的换机周期影响，毛利率改善，行业逐步触底。**公司 2019 年业绩受益于疫情带来线上办公短缺需求提升，使得消费电子 PC、手机的换机周期提前，随着换机周期前置的结束，在全球手机保有量固定的情况下，手机市场带动 FPC 进入缓慢的下行周期中，行业于 2021 年逐步触底，2022 年开始逐步降本增效，通过优化经营模式，提高毛利率（24%）与净利率（13.84%）。2023 年，公司在供应大客户订单时，由于生产效率下降，导致稼动率不足，从而使得经营杠杆提升，毛利率与净利率下滑至 21.3% 和 10.3%。当前行业需求稳定，稼动率低，手机厂商库存正常，FPC 已逐步接近触底。

图7: 2019-2023 公司毛利率/净利率 (单位: %)

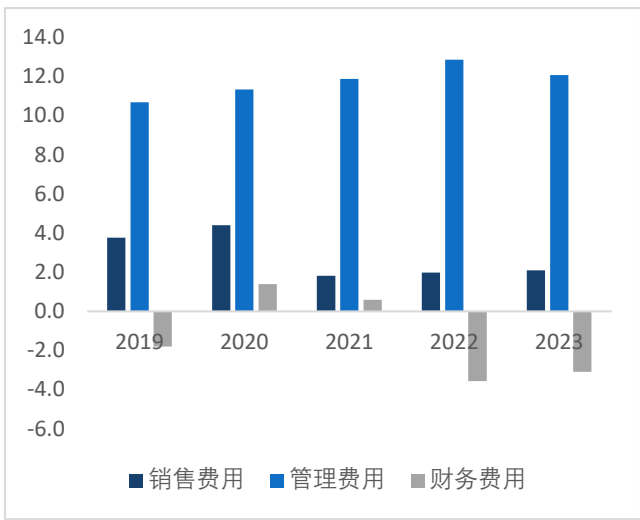


数据来源: wind, 东吴证券研究所

**2019-2023 年公司费用控制不断优化，三费占营收比例呈下滑趋势。**具体而言，销售管理费用整体呈上升趋势，财务费用受当期利息收入以及汇兑收益影响较大。2023 年公司面临业绩压力，下调公司管理人员薪酬，管理费用下降。财务费用受当期利息收入以及汇兑收益影响较大。2019 年财务费用为-1.8 亿元（同比-325.2%），2022 年财务费

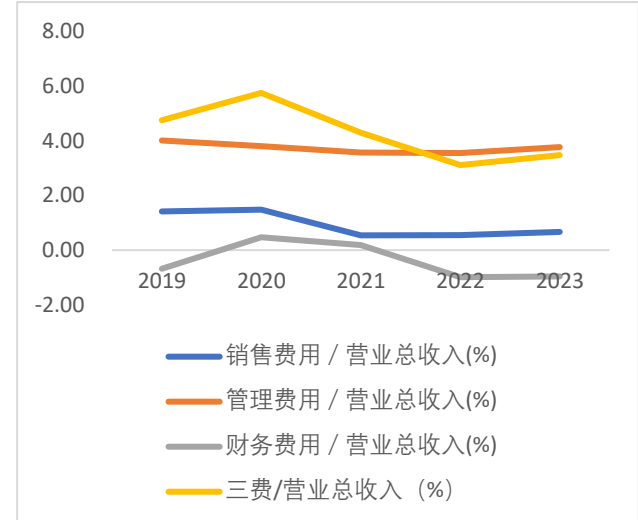
用为-3.5 亿元（同比-711.7%），主要为本年利息收入及汇兑收益增加所致。

图8：2019-2023 公司三费（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

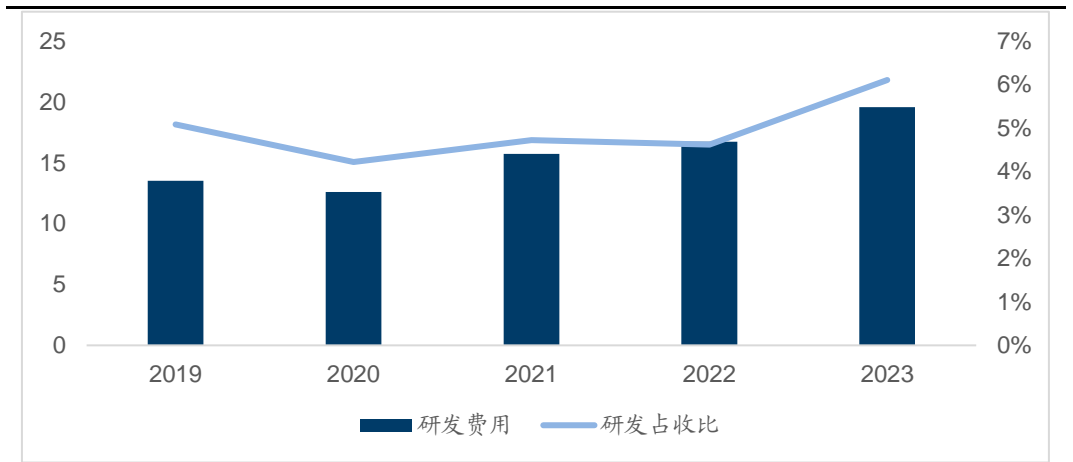
图9：2019-2023 公司三费占营收的比例（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

保障研发投入，公司研发投入及占营收比例呈总体上升态势。公司以“新材料、新产品、新制程、新设备和新技术”为主轴，以“轻薄短小、高低多快、精美细智”作为研发方向，与一流品牌客户密切合作，掌握技术发展的趋势与潮流，在 5G 跨 6G、AI、IoT、云端、大数据、边缘计算、传感技术等应用场景提前进行研发布局，保证公司在行业内的技术优势。

图10：2019-2023 公司研发费用（左轴）及占营收比例（右轴）（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. FPC 布局灵活，智能手机带动行业高速增长

### 2.1. 更适应消费电子更新换代需求

FPC 具有质量轻、厚度薄、可弯折的特点，在消费电子领域得到广泛应用。FPC，全称为 Flexible Printed Circuit，即柔性印制电路板，又称为软板，是一种以聚酰亚胺或聚酯薄膜作为基板材料，具备高度可挠性的印刷电路板。与传统的 PCB 硬板不同，FPC 不仅体积小，在三维空间内还可自由弯折，显著提升了智能手机、PC 等消费电子产品的空间利用率。因为 在空间维度以及连接方面，FPC 优于 PCB。因此 FPC 被广泛应用于小型化、轻量化的消费电子产品市场。

图11: FPC 结构图



数据来源：嘉立创 FPC，东吴证券研究所

图12: FPC 在智能手机中的应用



数据来源：EDA365，东吴证券研究所

更薄、可弯曲以及更高的设计灵活性，这三个特点相较于 PCB 硬板，更适合以手机为主的每年消费电子产品更新换代的场景需求。

表1: 硬板、软板区别

	硬板	软板
基材	玻璃纤维布 (FR4)	聚酰亚胺 (PI) 或聚酯薄膜 (PET)
厚度	0.2mm-2mm	0.05mm-0.2mm
线宽线距	50μm - 100μm	30μm - 50μm
柔性	刚性，不可弯曲	柔性，可弯曲折叠
表面处理	沉金、镀锡等	镍金电镀、EMI 屏蔽膜贴合等
设计灵活性	适用于平面设计	适用于三维设计，灵活性高

数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

FPC 生产设计更难，具备一定技术壁垒，且需要以年为单位进行更新升级。从 FPC 和 PCB 硬板技术角度上来讲，同级别复杂度下，FPC 生产难度更高。因为多层 FPC



由多层导电铜箔和基材通过粘合剂层堆叠而成，且各层铜箔之间同样通过导电通孔实现垂直互连，从而材料受热学、力学等影响更多，良率更低，因此主要用于对电路性能要求极高的高端电子设备，如手机、PC 等。同时手机每年的新机发布使得 FPC 需要配合手机厂进行以年为单位的更新，保障样品、测试以及量产每个环节的良率，从而保障手机厂商的交付需求。

图13: FPC 基本结构

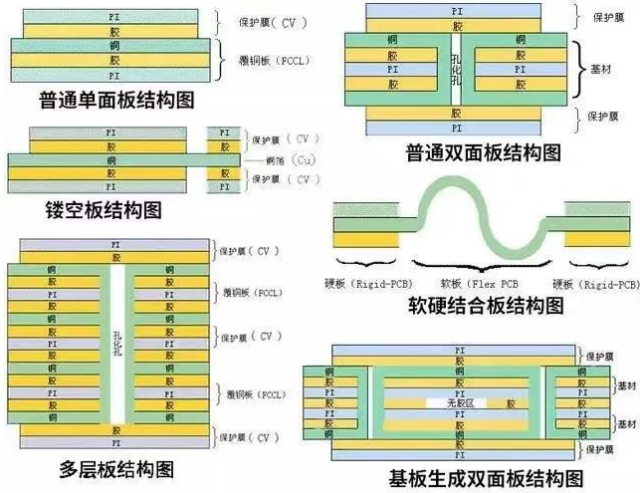
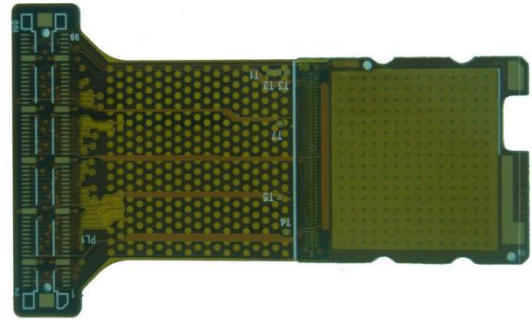


图14: FPC 实物图



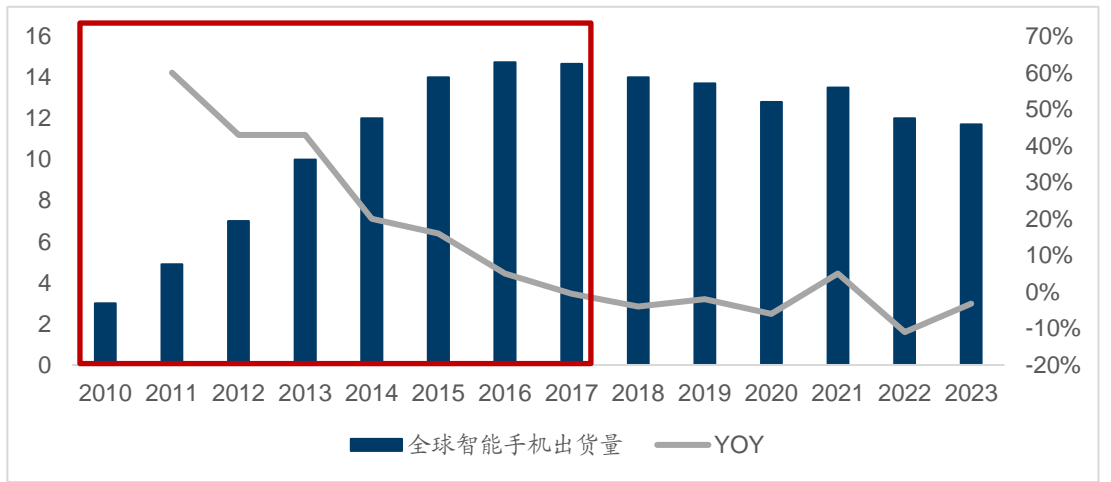
数据来源: FPCworld, 东吴证券研究所

数据来源: 百芯 EMA, 东吴证券研究所

## 2.2. 行业增长的两大阶段: 智能机渗透率、模组增加

FPC 增长第一阶段主要源于智能手机渗透率提升。2010 年 iPhone 4 的爆款开启了智能手机高速增长的时代，根据 IDC 的数据，智能手机在 2010-2016 市场年增长率最高可达 60%，由 3 亿部迅速增至 14.73 亿部。智能手机增长迅速带动 FPC 行业高速增长。

图15: 全球智能手机出货量和同比增速 (亿部, %)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

**FPC 高速增长第二阶段:智能化的迅速发展带动着手机内部的模组数量不断增加, FPC 在手机内单机价值量不断提高。**智能手机的发展带动手机内部的配置增加和技术迭代,对 FPC 面积需求提升显著,例如, OLED 屏、面部识别、多摄像头、无线充电等功能和配置的增加以及技术的迭代,手机中元器件数量增加,电池容量亦不断扩大,手机内部空间趋于紧张,需要的链接也相应增多。在这种情况下,较厚、较重且不可弯折的硬板难以满足手机设计方案升级的需求。因此,手机厂商对轻薄、体积小、导线密度高的 FPC 需求日益提升,极大地拓展了软板的成长空间。

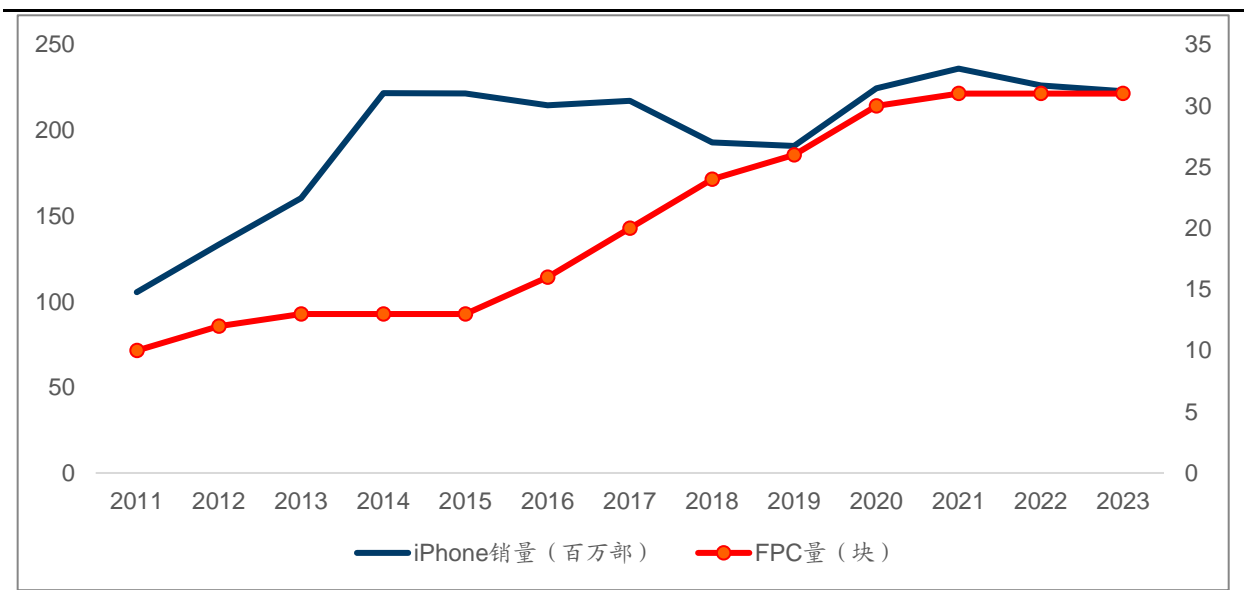
表2: 部分苹果手机 FPC 使用量 (单位: 块)

型号	发行年份	FPC 用量	新增 FPC 应用领域 (部分)
iPhone 4	2010	10	前置摄像头
iPhone 5S	2013	13	Touch ID (指纹识别)
iPhone 7 Plus	2016	14-16	双摄像头
iPhone 8	2017	16-18	无线充电
iPhone X	2017	20-22	全面屏、Face ID (人脸识别)
iPhone XS	2018	24	改进的双摄像头系统
iPhone 11 Pro	2019	26	三摄像头
iPhone 12	2020	30	5G 技术

数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所

苹果的  $\alpha$ : 如 iPhone 4S (2011 年) 引入的 Siri 语音助手和 iPhone 6 (2014 年) 的大屏幕设计。这些创新吸引了大量消费者, 使得智能手机在逐步转变为“微型计算机”。在这一过程中, FPC 行业迎来价值量增长。未来 AI 终端放量有望带动 FPC 单机价值量进一步提升。

图16: 苹果手机年销量统计 (左轴) 以及 FPC 模组数量 (右轴) 统计 (单位: 百万部, 块)

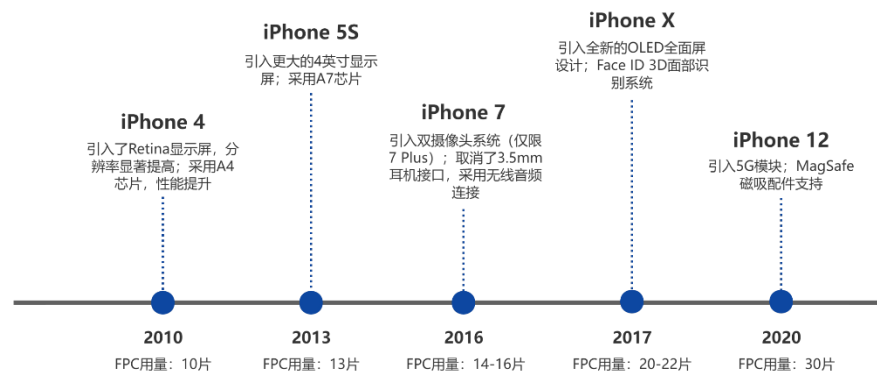


数据来源: 头豹研究院, 东吴证券研究所绘制

### 3. 苹果的 FPC 供应商弹性更大，鹏鼎份额占比高

苹果带领 FPC 行业发展，单机价值量提升。苹果长期以来作为智能手机技术创新的领导者，凭借巨大的订单需求和其在行业中的示范效应，带动了 FPC 在手机中的应用扩展。苹果一直是 FPC 最坚定的导入者，从最初的 iPhone 3G、3GS 就开始应用 FPC 天线设计结构，此后历代革新如指纹识别、双摄像头、OLED 屏幕、无线充电、LCP 天线都通过 FPC 来实现，不断提高 FPC 的单机价值量。单机的 FPC 用量也从 iPhone 4 的 10 片发展到 iPhone12 的 30 片。

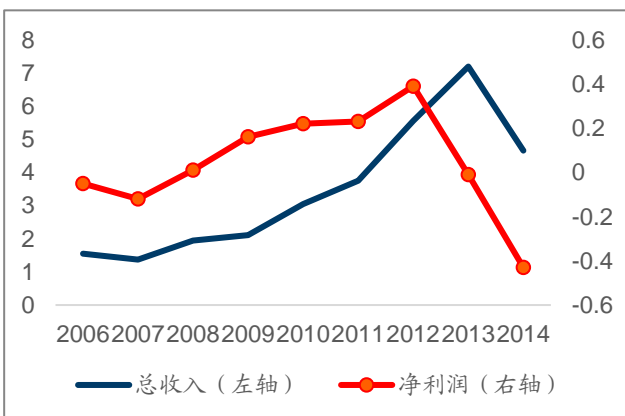
图17: 苹果手机中 FPC 用量不断增加



数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

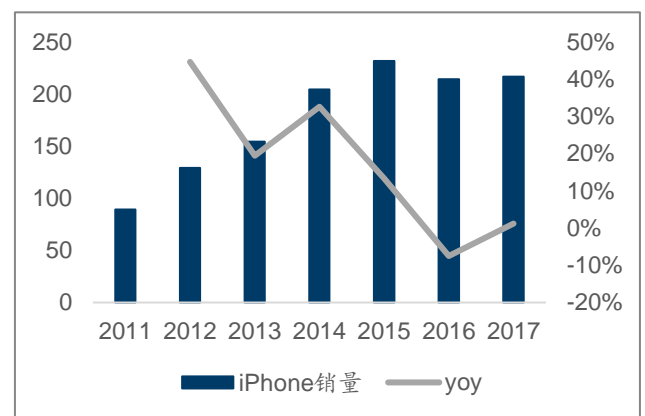
早期智能机发展阶段，日台系厂商为主要供应商。iPhone 4 早期的主要供应商主要为 Interflex、旗胜、住友电工、台郡科技等日系和台系厂商。智能手机在该时期的功能并没有开始出现显著的增长，例如指纹解锁、无线充电等，功能结构少，柔性电路板借助 iPhone 开始在手机端渗透。以 Interflex 为例，其收入与净利润增长与 iPhone 销量增长强相关。

图18: interflex 总收入与净利润（单位：亿美元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图19: 2011-2017 年 iPhone 销量（单位：百万部，%）



数据来源：IDC，东吴证券研究所整理

苹果创新机会增加 ASP、新 CEO 提供供应链机会。随着 2011 年库克推动全球化的生产布局,开始逐步将制造、组装环节外包给亚洲供应商(尤其是富士康和和硕等)。国内厂商开始获得发展机遇。鹏鼎控股逐步开始起量,同时东山精密在 2016 年收购 MFLEX 后切入苹果产业链,在手机内的单机价值持续提升。

若 2016 年-2019 年按照每年 ASP35 元的单机价值量增速来估算,每年 iPhone 销量 2.2 亿左右,则整个 iPhone 市场 FPC 增量约 77 亿每年,三年总计 231 亿收入增量,鹏鼎三年业绩增长绝对值为 95 亿元,按照公司 8 成收入为大客户计算, 粗略估计鹏鼎每年 iPhone 产业链市占率在这一时期基本保持 33% (除去个别年份在 ASP 出货上,因为良率而产生加减单的影响),其余供应商分别为 BOE、LG、东山精密等。

表3: 鹏鼎、东山进入海外大客户时期财报数据的前后变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>鹏鼎控股</b>							
收入(亿元)	171	171	<u>239</u>	<u>259</u>	266	299	333
毛利率%	19.6%	16.6%	<u>17.9%</u>	<u>23.2%</u>	23.8%	21.3%	20.4%
归母净利润(亿元)	15.3	10.0	<u>18.3</u>	<u>27.7</u>	29.2	28.4	33.2
归母净利润增长绝对值(亿元)	1.1	-5.2	<u>8.2</u>	<u>9.4</u>	1.5	-0.8	4.8
<b>东山精密</b>							
收入(亿元)	40	<u>84</u>	<u>154</u>	<u>198</u>	236	281	318
毛利率%	14.9%	<u>12.1%</u>	<u>14.3%</u>	<u>16.0%</u>	16.3%	16.3%	14.7%
归母净利润(亿元)	0.3	<u>1.4</u>	<u>5.3</u>	<u>8.1</u>	7.0	15.3	18.6
归母净利润增长绝对值(亿元)	-0.1	<u>1.1</u>	<u>3.8</u>	<u>2.8</u>	-1.1	8.3	3.3

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 4. 先发与股东优势显著，稳定的良率创新保障高盈利

### 4.1. 稳定的良率生产，保障供应链订单

PCB 制造商通过将其产品（如标准 PCB、HDI、SLP、FPC 等）销售给下游客户获得营收。而获取订单的关键在于两点。第一，设计制造定制化产品的供给能力。PCB 厂商需要在客户给定的时间限制内根据客户特定需求设计和制造 PCB，帮助客户快速实现产品原型，加快产品上市时间。第二，长期合同，用于保障产能稼动率。PCB 厂商如果能够与大型客户签订长期供货合同，与关键客户建立战略合作关系，就可以更好地获取持续的订单和稳定的收入来源，从而在利润端可以摊薄厂房的固定成本。

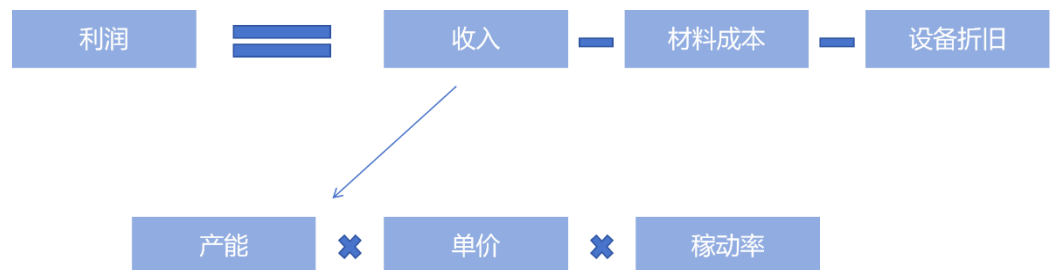
稼动率通过以下两个等式作用于利润：

$$\text{产能} \times \text{稼动率} \times \text{单价} = \text{收入}$$

$$\text{收入} - \text{材料成本} - \text{设备折旧} = \text{毛利}$$

维持高稼动率的最关键的外部因素在于：能够拿到大单品的订单。只有需求端对厂商提出了大规模生产的需求，厂商才能够以高稼动率进行生产。

图20：稼动率作用于利润的逻辑链



数据来源：东吴证券研究所整理

手机链的 FPC 实现稳定增长的内部因素前提是：能够稳定的在每年的设计、打样、测试、量产环节中保障技术的良率。

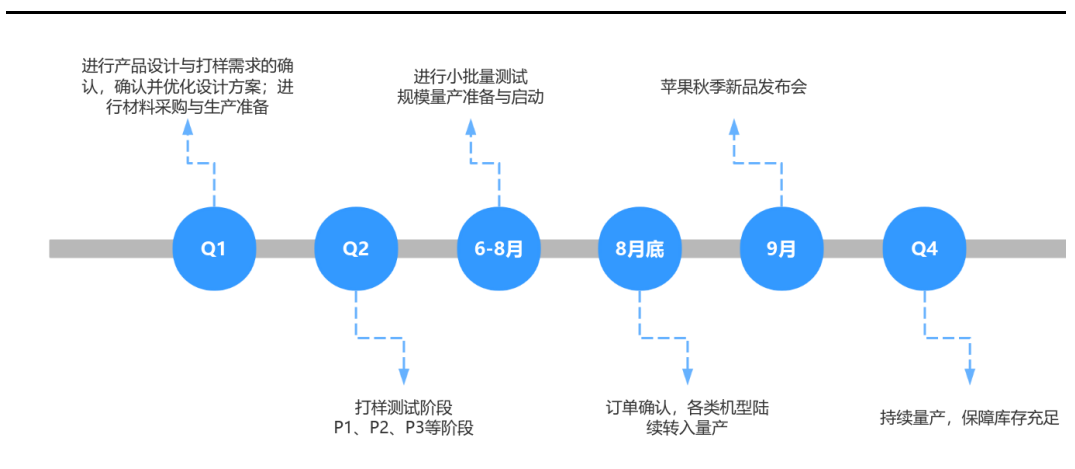
以苹果产业链的订单打样生产周期为例，苹果有着极其严格的时间节点和品质要求。苹果每年发布新产品的周期固定，通常从年初开始进行产品设计与打样需求的确认，在新产品研发设计阶段，向供应商提出实现产品批量生产所需设备的需求，供应商据此制

作设计方案并提交苹果的技术团队，经讨论、修改、优化，最终确认方案。

**设计方案确认后**，即进入打样测试阶段。供应商在这一过程中，要根据新产品设计的改变或设备功能测试具体情况进行多次修改（简称为 P1、P2、P3 等阶段，每一阶段周期在一个月左右）。

**此后进入小批量测试阶段**，在此期间，供应商需迅速提升生产效率和良率，以便在下一季度的大规模量产中达到近乎零缺陷的标准。总体来看，从打样到量产的整个周期通常紧凑而高压，尤其是新品打样的生产设计效率和打样良率，直接决定了能否按时为苹果提供充足的新品备货，也因此决定了是否能够拿到大额订单。

图21: 苹果产业链订单打样生产周期



数据来源：东吴证券研究所整理

企业是否具备快速、稳定响应客户定制的创新力，就决定了企业是否能够保障较高的稼动率，成为 FPC 企业在竞争中的关键竞争力。从产品的设计、打样、测试、小批量测试、规模量产的时间周期看，意味着一般情况下，每年只有一个季度的时间来做好打样的良率，又只有一个季度时间保障量产良率的时间，才可在新品发布会前保障终端厂商的货源充沛，因此新品打样的生产设计效率和良率的保障能力成为了能够拥有订单业绩的重要前提。

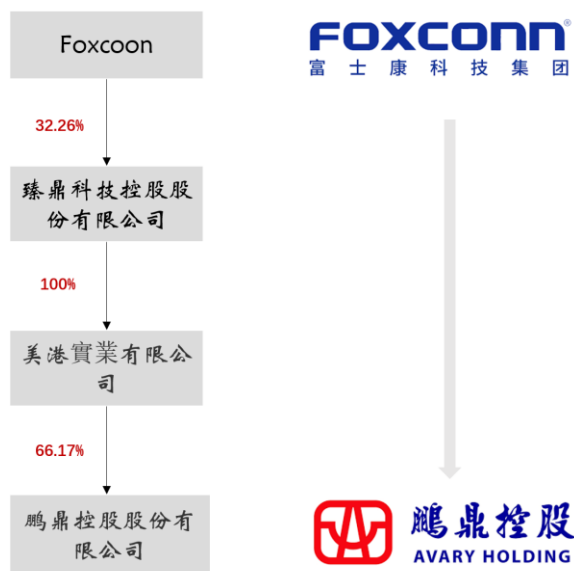
#### 4.2. 先发优势属性行业，股东背景带来生产优势

FPC 是个先发优势行业，且重资产投入劝退后入玩家。为满足智能手机内的 FPC 性能需求，其材料的逐步替代、制作工艺的精密度不断提高，FPC 的生产虽没有数字芯片的先进制程壁垒高，但性能稳定性和每年新设计方案下的量产良率要求对于后入玩家

并不友好，行业属性对于龙头保持着一定的护城河。鹏鼎在技术稳定性和供应链可靠性方面拥有显著优势。尽管小型企业或许有能力生产 FPC，但其扩产过程往往漫长且复杂，生产的良率稳定性和团队的持续研发资金投入过高，且规模化量产很难保障当期供给量，无法满足行业内对大规模、高效生产能力的需求。

**股东背景使其具备订单和生产优势。**富士康（鸿海精密工业股份有限公司）作为全球领先的电子制造服务（EMS）供应商，其庞大的客户网络和行业地位为鹏鼎控股带来了显著的订单优势。**例如共享客户资源：**富士康与众多国际知名品牌（如苹果、华为等）有着长期合作关系。鹏鼎控股作为富士康体系内的重要成员，能够更容易地接触并服务于这些高端客户，拓展自身业务。**其次具备协同效应：**鹏鼎控股与富士康在生产基地和供应链上形成良好的区位协同，携手服务终端客户。这种协同效应有助于提高生产效率，降低运营成本，从而增强市场竞争力。

图22: 富士康与鹏鼎股东关系（截至 2024 年 11 月 27 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所

**大客户为保障供应链，不会轻易更换供应商。**手机制造商的研发投入十分稳定，尽管近年手机大创新设计相对较少，但这一趋势并未影响手机公司的资本开支比例。市场对智能手机的需求持续稳健，制造商的投资策略依然聚焦于维持技术领先和产品性能的优化。同时大客户为保障产品质量，稳住市占率，在 FPC 供应商的选择上，使得产品的稳定性与量产率优先于产品价格，龙头企业仍具备较强的护城河。

## 5. 盈利预测与估值

### 盈利预测:

我们将公司整体收入归纳为了两部分，一部分是大客户带来的手机收入增长，另一部分非手机收入包括的公司在 iPad、PC、SLP、汽车等领域的收入总和。

### 大客户手机收入:

公司今年在该部分的业绩增长主要受益于海外大客户拉备货的周期提前，以及备货量超预期所导致。同时行业内竞争格局优化，公司在客户内份额不断提升，导致手机内 FPC 业务增长显著。我们看好明年公司业务增长，主要来源于公司在部分产品料号，例如充电插口 FPC 等份额的逐步回归，带动业绩短期向上。我们预计 2024-2026 年公司该部分业务收入为 212/257/285 亿元，同比增长 16%/21%/11%，毛利率在公司高稼动率的保持下，维持在 30%左右，预计 2024-2026 年毛利率为 30%/29%/31%。

### 非手机收入:

消费电子行业去库存逐步完成，随着以 AI PC 和 AI 手机为代表的 AI 消费硬件产品以及智能眼镜等新产品带动硬件新品的不断推出，消费电子产业链有望迎来新一轮的创新周期。汽车方面，新能源汽车智能化、网联化加速发展，带动车用 PCB 快速增长，公司在 FPC 及高阶 HDI 类产品上技术实力强劲，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，未来有望伴随着泰国产能释放实现较快增长。我们预计 2024-2026 年公司该部分业务收入为 148/155/162 亿元，同比增长 5%/5%/5%。

表4: 业务拆分与盈利预测

单位: 亿元, %	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>360</b>	<b>411</b>	<b>447</b>
YOY	11%	14%	9%
毛利率	22%	22%	23%
<b>大客户手机收入</b>	<b>212</b>	<b>257</b>	<b>285</b>
YOY	16%	21%	11%
毛利率	30%	29%	31%
<b>非手机收入</b>	<b>148</b>	<b>155</b>	<b>162</b>
YOY	5%	5%	5%
毛利率	14%	14%	14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出于业务和技术可比性，我们选取东山精密（行业龙头）和沪电股份（PCB 龙头）



作为可比公司。AI 技术对 PCB 业务具有显著推动作用，尤其带动 FPC 量价齐升，公司有望持续提升在 A 公司软板供应链中的市场份额，该部分有望为公司持续贡献利润增长点。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 35/41/47 亿元，当前市值对应 PE 为 20/17/15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值（截至 2024 年 11 月 27 日）

代码	简称	总市值 (亿)	归母净利 润(亿) 24E	归母净利 润(亿) 25E	归母净利 润(亿) 26E	P/E(倍) 24E	P/E(倍) 25E	P/E(倍) 26E
002384.SZ	东山精密	427	17	27	35	25	16	12
002463.SZ	沪电股份	683	26	35	41	26	20	17
	均值					25	18	14
002938.SZ	鹏鼎控股	704	35	41	47	20	17	15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：可比公司盈利预测均来自于东吴预测

## 6. 风险提示

**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。

**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，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。

**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，积极投入新兴应用领域，公司将面临竞争加剧的风险。

鹏鼎控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>20,723</b>	<b>23,424</b>	<b>29,855</b>	<b>36,710</b>	<b>营业总收入</b>	<b>32,066</b>	<b>35,959</b>	<b>41,132</b>	<b>44,699</b>
货币资金及交易性金融资产	10,912	12,217	17,091	22,908	营业成本(含金融类)	25,224	28,174	32,132	34,606
经营性应收款项	6,439	7,284	8,331	9,050	税金及附加	238	252	288	313
存货	3,054	3,522	4,016	4,326	销售费用	210	288	329	358
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,208	1,618	1,851	2,011
其他流动资产	318	402	417	426	研发费用	1,957	2,158	2,468	2,682
<b>非流动资产</b>	<b>21,555</b>	<b>20,858</b>	<b>19,608</b>	<b>18,157</b>	财务费用	(309)	(277)	(277)	(277)
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	103	108	123	134
固定资产及使用权资产	15,356	14,642	13,392	11,941	投资净收益	(4)	0	0	0
在建工程	2,310	2,310	2,310	2,310	公允价值变动	12	0	0	0
无形资产	1,271	1,271	1,271	1,271	减值损失	(95)	0	0	0
商誉	20	20	20	20	资产处置收益	12	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>3,566</b>	<b>3,854</b>	<b>4,465</b>	<b>5,141</b>
其他非流动资产	2,586	2,603	2,603	2,603	营业外净收支	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>42,278</b>	<b>44,282</b>	<b>49,463</b>	<b>54,867</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,571</b>	<b>3,854</b>	<b>4,465</b>	<b>5,141</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,840</b>	<b>11,604</b>	<b>12,677</b>	<b>13,351</b>	减:所得税	285	308	357	411
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,151	3,977	3,977	3,977	<b>净利润</b>	<b>3,287</b>	<b>3,546</b>	<b>4,108</b>	<b>4,730</b>
经营性应付款项	4,848	4,696	5,355	5,768	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	51	36	41	45	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,287</b>	<b>3,546</b>	<b>4,108</b>	<b>4,730</b>
其他流动负债	2,790	2,895	3,303	3,562	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	1.53	1.77	2.04
非流动负债	763	818	818	818	EBIT	3,246	3,577	4,188	4,864
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	6,210	6,275	7,005	7,798
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.34	21.65	21.88	22.58
租赁负债	82	82	82	82	归母净利率(%)	10.25	9.86	9.99	10.58
其他非流动负债	681	736	736	736	收入增长率(%)	(11.45)	12.14	14.39	8.67
<b>负债合计</b>	<b>12,603</b>	<b>12,422</b>	<b>13,495</b>	<b>14,169</b>	归母净利润增长率(%)	(34.41)	7.88	15.85	15.13
归属母公司股东权益	29,651	31,835	35,944	40,673					
少数股东权益	25	25	25	25					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,675</b>	<b>31,860</b>	<b>35,968</b>	<b>40,698</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>42,278</b>	<b>44,282</b>	<b>49,463</b>	<b>54,867</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,969	4,449	6,164	7,022	每股净资产(元)	12.78	13.73	15.50	17.54
投资活动现金流	(4,454)	(1,959)	(1,567)	(1,483)	最新发行在外股份(百万股)	2,319	2,319	2,319	2,319
筹资活动现金流	(943)	(1,094)	277	277	ROIC(%)	9.18	9.43	10.15	10.56
现金净增加额	2,702	1,305	4,875	5,816	ROE-摊薄(%)	11.09	11.14	11.43	11.63
折旧和摊销	2,964	2,698	2,817	2,934	资产负债率(%)	29.81	28.05	27.28	25.82
资本开支	(3,477)	(1,984)	(1,567)	(1,483)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.42	19.85	17.13	14.88
营运资本变动	1,571	(1,458)	(483)	(364)	P/B (现价)	2.38	2.21	1.96	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>