

鹏鼎控股 (002938.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩符合市场预期, 持续扩充高阶产能布局

事件: 3月28日晚公告22年年报, 22年实现营收362.1亿同比+8.69%, 归母净利润50.1亿同比+51.1%, 扣非归母净利润48.8亿同比+57.3%, 毛利率24.0%同比+3.6pcts, 净利率13.8%同比+3.9pcts。我们点评如下:

1、盈利能力进一步提升, 源于稼动率提升及内部降本增效成果。

经测算, 22Q4实现营收114.2亿同比-7.2%环比+7.7%, 归母净利润17.5亿同比+6.6%环比-4.9%, 扣非归母净利润17.0亿同比+4.4%环比-6.6%, 毛利率27.0%同比+6.2pcts 环比+0.3pct, 净利率14.9%同比+2.0pcts 环比-2.0pcts, 收入下滑主要受Q4疫情防控对于大客户供应链产生一定负面影响, 叠加下游需求疲软; 盈利能力同比进一步提升源于自动化及产品良效率提升以及产品结构持续优化。公司全年业绩大幅增长源于: 1) 22年稼动率较上年进一步提升, 且公司新产品良率稳步提高, 产品结构持续优化; 2) 数字化转型持续推进、自动化生产不断强化, 生产成本进一步降低, 盈利能力提升。

具体业务结构: 公司通讯板收入226.7亿同比+3.1%占比62.6%, 毛利率22.0%同比+3.3pcts; 消费电子及计算机板收入132.0亿同比+19.2%占比36.5%, 毛利率27.5%同比+3.6pcts; 汽车及服务器板收入3.1亿同比+44.0%占比较小, 其中服务器板占该业务比重较高。在终端市场需求萎缩的情况下, 公司持续与全球头部大客户紧密合作, 实现各业务逆势增长。汽车电池板产能顺利投产并通过主流客户认证, 域控板产品已开发完成, 服务器板亦持续出货, 未来公司将进一步加大这方面的产能扩充。

2、23年Capex 33亿持续扩充高阶软硬板产能, 进一步加大前沿技术研发。

据年报公告, 公司23年预计资本开支33亿元, 主要投资项目为: 年产526.8万平方英尺高阶HDI及SLP印刷电路板扩产项目、台湾高雄FPC项目一期投资、年产338万平方英尺汽车板及服务器板项目、公司数字化转型升级项目等, 同时进一步加大前沿技术研发布局, 包括元宇宙产品之高频高挠折技术和压传感技术、5G终端之微型主板和高密度类载板技术、5G通讯之毫米波天线及高频传输技术、云端超算之AI Server、HPC板级应用技术、新型显示及高密集成封装模块技术等。

3、今年大客户业务扩品类、提份额、稳增长, 软硬板业务结构持续优化。

展望23Q1, 结合公司1-2月经营快报及目前订单情况, Q1收入端同比或将保持相对平稳, 而Q2因整体需求仍弱, 或将面临淡季压力。展望下半年, 大客户新机在Type-C、潜望式、钛合金、UI升级等方面有较大创新, 销量值得期待, 且公司导入大客户更多模组板新料号带来ASP提升, 在MR新品亦有较佳卡位, 软板业务基本盘仍有向上空间。硬板业务, miniLED板, HDI/SLP新产能助力份额提升, 高毛利硬板业务占比提升将带来整体盈利改善; 汽车电子: 雷达、域控制器等硬板及电池软板持续导入新的头部客户, 服务器: 公司已完成新一代高速服务器产品的量产以及认证, 未来伴随产能扩充望逐步迎来放量增长。随着mini/车载/MR/AI服务器等非手机业务的扩张公司对手机的业务依赖将继续减小, 硬板占比和盈利贡献将逐步提升。

4、投资建议。

长期来看公司传统业务稳健向上, 在XR/车载/服务器/miniLED板等市场有望持续增长, 软硬板结构持续优化, 盈利能力处于上行通道, 我们最新预测23-

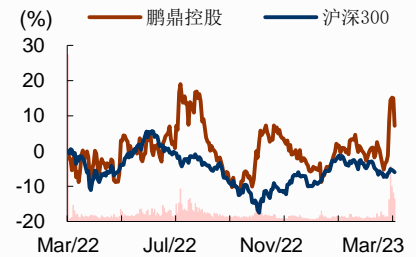
TMT及中小盘/电子
当前股价: 31.05元

基础数据

总股本(万股)	232116
已上市流通股(万)	227635
总市值(亿元)	721
流通市值(亿元)	707
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	17.9
资产负债率	28.0%
主要股东	美港实业有限公司
主要股东持股比例	66.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	16	5
相对表现	12	11	8



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《鹏鼎控股(002938)—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
- 《鹏鼎控股(002938)—首次40亿定增HDI、SLP高阶产能, 进一步优化产品结构(更新)》2022-12-09
- 《鹏鼎控股(002938)—首次40亿定增HDI、SLP高阶产能, 进一步优化产品结构》2022-12-08

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 研究助理
chengxin2@cmschina.com.cn

25 年营收为 420.1/493.6/562.7 亿，归母净利润为 51.8/60.8/68.0 亿，对应 EPS 为 2.23/2.62/2.93 元，对应当前股价 PE 为 13.9/11.9/10.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

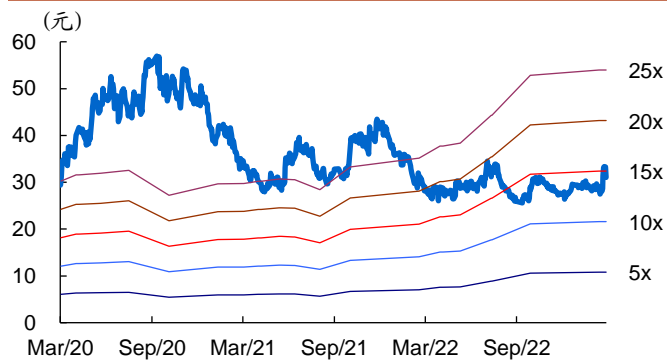
□ 风险提示：行业需求低于预期、同行竞争加剧、扩产进度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	33315	36211	42005	49356	56265
同比增长	12%	9%	16%	18%	14%
营业利润(百万元)	3812	5620	5884	6905	7722
同比增长	16%	47%	5%	17%	12%
归母净利润(百万元)	3317	5012	5178	6077	6795
同比增长	17%	51%	3%	17%	12%
每股收益(元)	1.43	2.16	2.23	2.62	2.93
PE	21.7	14.4	13.9	11.9	10.6
PB	3.0	2.6	3.3	2.8	2.3

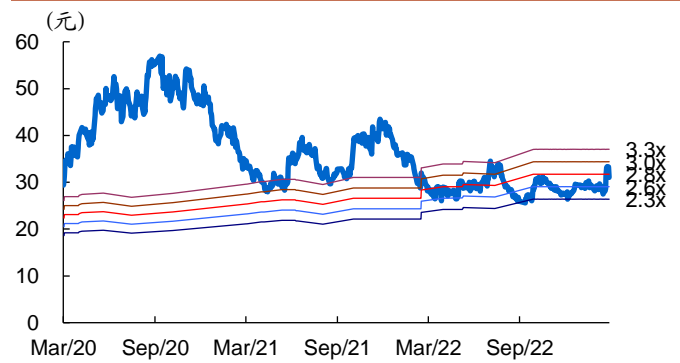
资料来源：公司数据、招商证券

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

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）—Q3 超悲观预期，MiniLED&汽车板大力布局》2021/10/31
- 4、《鹏鼎控股（002938）—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）—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）—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）—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）—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）—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）—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）—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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15937	18493	15521	18058	20859
现金	3171	8207	3599	4043	4851
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	7	8	9	10
应收款项	7970	6268	7247	8516	9708
其它应收款	185	15	17	20	23
存货	3695	3440	4002	4708	5396
其他	915	557	648	762	871
非流动资产	19605	20310	20543	20720	20855
长期股权投资	6	8	8	8	8
固定资产	14984	15385	15749	16044	16285
无形资产商誉	1742	1299	1169	1052	947
其他	2873	3618	3616	3615	3614
资产总计	35541	38803	36064	38779	41714
流动负债	10943	10001	13598	11789	9752
短期借款	3490	2964	5915	3278	436
应付账款	4686	3984	4645	5466	6263
预收账款	23	40	47	55	63
其他	2744	3013	2990	2990	2990
长期负债	785	865	865	865	865
长期借款	159	176	176	176	176
其他	626	689	689	689	689
负债合计	11728	10866	14463	12654	10617
股本	2321	2321	2321	2321	2321
资本公积金	12454	12569	12569	12569	12569
留存收益	9038	13047	6712	11235	16207
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	23813	27937	21602	26125	31097
负债及权益合计	35541	38803	36064	38779	41714

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4296	10957	7143	7850	8690
净利润	3316	5012	5178	6077	6795
折旧摊销	2499	2963	3004	3059	3102
财务费用	108	(256)	50	100	100
投资收益	1	(2)	(121)	(121)	(121)
营运资金变动	(1829)	3332	(972)	(1270)	(1192)
其它	200	(93)	5	6	6
投资活动现金流	(6952)	(4484)	(3116)	(3116)	(3116)
资本支出	(6968)	(4342)	(3237)	(3237)	(3237)
其他投资	16	(142)	121	121	121
筹资活动现金流	221	(1814)	(8635)	(4290)	(4765)
借款变动	8358	10530	2928	(2637)	(2842)
普通股增加	10	(0)	0	0	0
资本公积增加	109	115	0	0	0
股利分配	(8334)	(12907)	(11513)	(1553)	(1823)
其他	79	447	(50)	(100)	(100)
现金净增加额	(2435)	4659	(4607)	444	809

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	33315	36211	42005	49356	56265
营业成本	26523	27521	32092	37757	43268
营业税金及附加	143	171	198	233	265
营业费用	181	198	229	269	307
管理费用	1188	1287	1470	1727	1969
研发费用	1572	1672	1953	2285	2605
财务费用	58	(357)	50	100	100
资产减值损失	(72)	(221)	(250)	(200)	(150)
公允价值变动收	56	11	11	11	11
其他收益	181	108	108	108	108
投资收益	(1)	2	2	2	2
营业利润	3812	5620	5884	6905	7722
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	4	8	8	8	8
利润总额	3817	5620	5883	6905	7722
所得税	501	608	706	828	926
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
归属于母公司净利	3317	5012	5178	6077	6795

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	12%	9%	16%	18%	14%
营业利润	16%	47%	5%	17%	12%
归母净利润	17%	51%	3%	17%	12%
获利能力					
毛利率	20.4%	24.0%	23.6%	23.5%	23.1%
净利率	10.0%	13.8%	12.3%	12.3%	12.1%
ROE	14.6%	19.4%	20.9%	25.5%	23.8%
ROIC	13.1%	16.0%	17.8%	21.5%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	28.0%	40.1%	32.6%	25.5%
净负债比率	10.4%	8.2%	16.9%	8.9%	1.5%
流动比率	1.5	1.8	1.1	1.5	2.1
速动比率	1.1	1.5	0.8	1.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
存货周转率	8.3	7.7	8.6	8.7	8.6
应收账款周转率	4.4	5.1	6.2	6.3	6.2
应付账款周转率	5.1	6.3	7.4	7.5	7.4
每股资料(元)					
EPS	1.43	2.16	2.23	2.62	2.93
每股经营净现	1.85	4.72	3.08	3.38	3.74
每股净资产	10.26	12.04	9.31	11.26	13.40
每股股利	3.64	4.96	0.67	0.79	0.88
估值比率					
PE	21.7	14.4	13.9	11.9	10.6
PB	3.0	2.6	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.3	10.2	9.3	8.2	7.6

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。