

## 鹏鼎控股（002938.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

李明伟  
消费电子、元器件  
行业研究员

2025年11月20日

## 基本信息

|        |          |
|--------|----------|
| 所属行业   | TMT      |
| 当前股价   | 43.81    |
| 总市值    | 1015.54亿 |
| PE-TTM | 25.05    |
| PB-MRQ | 3.11     |

## 估值结果

|       |           |
|-------|-----------|
| 价值    | 846.48亿   |
| DDM估值 | 上行空间 -17% |
| 状态    | 合理估值      |
| 价值    | 853.41亿   |
| 动态估值  | 上行空间 -16% |
| 状态    | 合理估值      |

## 四维评级

|      |       |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★☆ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★★☆ |
| 护城河  | ★★★★★ |

## 核心评级结论

鹏鼎控股2017年至2024年连续八年位列全球最大PCB生产企业。公司产品覆盖柔性电路板（FPC）、高密度互连板（HDI）、类载板（SLP）、半导体封装基板等高端品类，技术能力行业领先。

公司成长空间中等，传统手机、电脑业务稳健，AI与汽车电子新业务高速增长，但营收占比仍待提升。公司盈利趋势中等，短期受益于产品结构优化（汽车与AI产品放量）与良率提升，但传统业务面临扩张投入与行业竞争的压力。公司产业格局较好，全球PCB行业龙头，市占率连续多年全球第一，行业地位稳固且技术实力领先。公司护城河较深，公司凭借技术优势、客户（深度绑定全球顶尖客户苹果）、公司管理等构筑了难以复制的综合竞争优势。

基于主业通讯用板、消费电子及计算机用板需求稳定，汽车与数据中心业务预计在全球服务器与电动汽车需求的拉动下保持较高增长的假设，公司当前估值合理。

## 我们区别于市场的观点

市场观点认为随着公司泰国基地产能释放、AI算力与汽车电子业务的爆发，能够对冲消费电子的需求疲软，使得公司业绩保持高增长。我们认为消费电子基本盘业务占比较高，未来成长空间确实有限，公司目前份额已经较高，不过考虑市场份额的集中趋势，未来份额还有10%的提升空间。新兴的汽车与服务器业务目前盈利能力还较低，未来会出现收入与盈利能力的双重增长，不过长期取决于云计算的需求增速与汽车项目的导入情况，我们预期未来5-10年新兴业务也会回到正常的2%增速。我们认同短期的增长预期，不过长期相比市场则偏保守。

## 风险提示

客户集中度风险：前五大客户销售收入占比过90%，其中单一最大客户销售占比常年在80%左右；宏观经济与行业周期风险：下游消费电子等行业需求受全球经济波动影响大，可能会导致主业订单减少。

## 内容目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1. 基本信息 .....            | 4  |
| 2. 业务介绍 .....            | 4  |
| 3. 商业模式 .....            | 5  |
| 3.1 资产强度 .....           | 5  |
| 3.2 研发强度 .....           | 5  |
| 3.3 客户集中度 .....          | 5  |
| 4. 历史经营绩效 .....          | 5  |
| 4.1 历史盈利能力 .....         | 5  |
| 4.2 历史成长能力 .....         | 6  |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 ..... | 6  |
| 4.4 股东回报评级 .....         | 6  |
| 5. 四维评级 .....            | 7  |
| 5.1 成长空间 .....           | 7  |
| 5.2 盈利趋势 .....           | 7  |
| 5.3 产业格局 .....           | 8  |
| 5.4 护城河 .....            | 9  |
| 6. 公司估值 .....            | 10 |
| 6.1 核心假设及逻辑 .....        | 10 |
| 6.2 动态估值 .....           | 12 |
| 6.3 DDM估值 .....          | 13 |
| 6.4 估值确定性 .....          | 13 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2025年收入占比 .....          | 4  |
| 图2：预测2025年毛利占比 .....          | 4  |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 5  |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 6  |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6  |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 6  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 10 |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 11 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 12 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 12 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 13 |

## 1. 基本信息

鹏鼎控股（深圳）股份有限公司是全球领先的印制电路板（PCB）制造商，专注于为通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子及AI服务器等领域提供全方位PCB产品及服务。鹏鼎控股成立于1999年，并于2018年在深交所主板上市。公司2017年至2024年连续八年位列全球最大PCB生产企业，产品覆盖柔性电路板（FPC）、高密度互连板（HDI）、类载板（SLP）、半导体封装基板等高端品类，技术能力行业领先。公司在在中国大陆、中国台湾、新加坡、印度、泰国等地设生产或服务据点，全球员工人数接近30万人。

## 2. 业务介绍

对于鹏鼎控股公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

通讯用板：

这是公司的传统优势领域，产品广泛应用于手机、路由器、交换机等，以手机为主。具体包括主板、相机模组板、天线模组板、指纹辨识模组板等，上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给苹果、Google、华为等全球领先品牌。我们对该业务的市场界定为全球手机PCB市场。

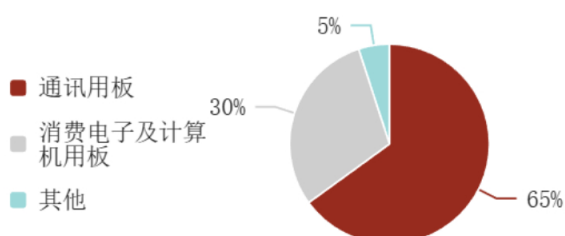
消费电子及计算机用板：

主要应用于平板电脑、台式机、可穿戴设备、游戏机和智能家居设备等，以平板和PC为主。上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给苹果、Google、微软、Amazon等知名企业，我们对该业务的市场界定为全球平板与台式机PCB市场。

其他：

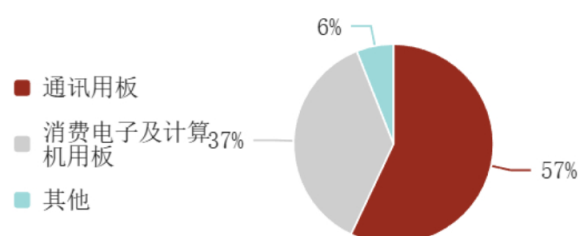
这是公司重点开拓的新增长点，产品应用于传统及电动汽车、AI服务器、光模块等领域。上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给海外云厂商、国内电动车企等企业。公司正积极提升相关产品的技术和产能，以抓住市场机遇。我们对该业务的市场界定为全球汽车与数据中心PCB市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级



### 3. 商业模式

公司主业为PCB产品的研发与制造，且下游主要以消费电子为主，业务性质决定公司的资产强度、研发强度较高、客户集中度为高。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为184亿，占总资产的比例为41.3%，主要由于公司业务以研发和制造为主，资产强度较高。

#### 3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发强度较高，公司2024年研发费用23.2亿元，研发费用率6.6%，单位收入研发费用662万元，主要由于公司下游产品手机、笔记本、平板电脑等更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代PCB的研发测试，研发强度较高。

#### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的客户集中度高，公司2024年前五大客户累计占比超过90%，第一大客户苹果占比常年超过70%，主要由于公司为苹果手机PCB的主力供应商，自身技术领先叠加生产规模较大，客户关系稳定。

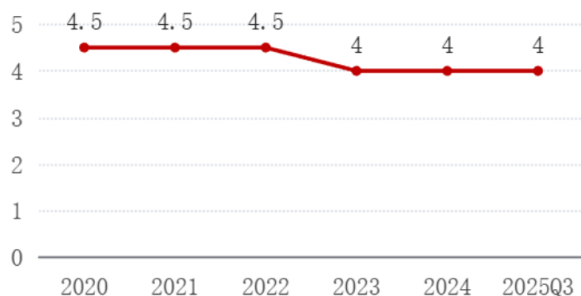
### 4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力较好，主要由于产品毛利率稳定以及公司周转率较高；公司的成长能力保持在较高位置，主要由于汽车与算力需求增长带动业务结构改善；公司业务控制力保持在较高位置，自身存在大客户依赖，不过对上游产业链话语权较强，财务情况良好；公司股东回报较好，主要由于公司销售净利率稳定且分红率保持较高。

#### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期保持较高，公司经调整后的ROE与ROIC常年保持在15%附近，主要由于公司业务发展稳定且资产周转迅速，盈利受消费电子周期影响，原材料价格波动会影响成本控制。2020-2022年，受益于疫情催生的远程办公需求，公司毛利率和净利率持续攀升，2022年达盈利峰值，2023年开始受到下游需求与费用增长影响，盈利能力有所下滑，不过目前依旧保持在较高位置。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

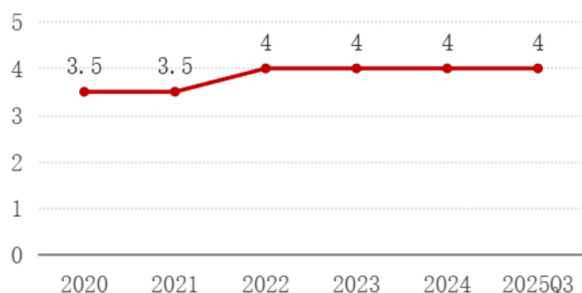
公司的成长能力同样与下游需求周期紧密绑定。

2020-2024年营收CAGR约4%，但2023年受消费电子需求下滑拖累同比下降11.45%，2024年凭借AI服务器和汽车电子（营收+90%）恢复增长。2025年上半年继续保持强劲增长。公司成功切入AI服务器（通过英伟达等客户）和汽车电子（域控制板、雷达板量产出货）供应链，打开第二成长曲线，目前成长能力保持较高。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



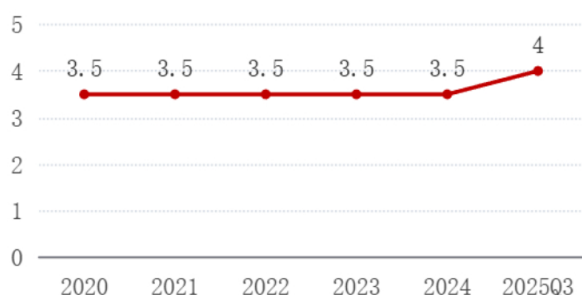
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力与财务情况保持良好，苹果收入占比从2019年的65.8%升至2023年的80%，2024年略降至75%（非苹果客户如英伟达、特斯拉占比提升）。资产负债率长期低于30%（2024年底27.44%），远低于行业平均50%+水平。现金储备充足，2024年底货币资金134.97亿元，足以覆盖短期债务（无有息负债）及产能扩张需求。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

回报稳定，近5年连续分红，年均分红12.50亿元，股利支付率64.03%，在电子制造行业中排名前列。股息收益率可观（历史5年达10.94%），体现了公司与股东分享成长的理念。2024年10派10元（股息率3.23%），累计派现97.25亿元，派现融资比达261.8%。公司股东回报保持较高。

## 5. 四维评级

公司的成长空间中等，传统主业市场份额已经较高，空间有限，AI与汽车电子还在高速增长阶段，不过占比较低；公司作为行业龙头，技术与规模领先，不过下游苹果大客户容易压价，产品盈利能力偏弱；公司为PCB行业全球龙头，国产替代加速，且公司全球化产能布局，产业格局为较好。公司技术、客户、产能形成协同优势。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

鹏鼎控股作为全球PCB龙头，总体成长空间中等。分业务来看，手机与PC市场成熟，公司增长依赖大客户（如苹果）产品周期与换机需求，增量主要来自AI功能带来的硬件微创新，传统业务成长空间较少，汽车/服务器用板基数小但增速极高，是公司核心增长引擎。主要受AI服务器需求爆发和汽车智能化（域控制器、雷达板）双轮驱动，公司已切入国内外大厂供应链，成长空间较高。

#### 通讯用板(2星):

行业权威咨询机构Prismark预估，2023至2028年全球通讯电子领域PCB产值的年复合增长率（CAGR）为5.1%。AI硬件革命使得AI手机、AIPC等端侧AI设备对内部PCB的密度、传输速度和轻薄化提出更高要求，推动FPC（柔性电路板）和SLP（类载板）的用量和价值提升。作为该领域的全球龙头，公司具备高阶HDI和SLP的量产能力，淮安、高雄、泰国等地积极扩建高端HDI和SLP产能，为承接未来增长提供了产能保障，公司增速有望高于行业平均水平，未来5年通讯用板业务增速在5%-10%之间。

#### 消费电子及计算机用板(2星):

2024年公司消费电子及计算机用板业务营收同比增长22.3%，其中AI端侧类产品占比超45%。未来端侧AI技术对硬件要求升级，有望拉动FPC及SLP整体价值量提升，推动公司消费电子及计算机用板业务增长。行业权威咨询机构Prismark预估，PC在2023-2028年的复合增长率为3.2%，公司作为龙头增速有望高于行业平均水平，未来5年增速在5%-10%之间。

#### 其他(4星):

随着全球汽车电动化、智能化、网联化的持续深化，汽车电子系统复杂度不断提高，对PCB的需求量和价值量都在提升。鹏鼎控股的雷达运算板、域控制板等产品已通过国际Tier1认证，且与多家国内外知名车企和Tier1厂商建立了合作关系，汽车用板业务有望继续保持高速增长。同时，AI服务器市场需求激增，公司积极推动与云服务器厂商在AIASIC相关产品的开发与合作，其服务器用板业务也将受益于AI算力市场的快速扩张，公司未来5年增速预计会超过30%。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

鹏鼎控股整体盈利趋势偏弱，主要由于公司为全球PCB龙头，但是下游以消费电子产品为主，智能手机、PC等传统业务占比仍超80%，而消费电子PCB盈利能力低于AI产品，目前泰国基地受到初期折旧费用较高（2025年上半年折旧超3亿元）及车规级产品良率爬坡（目前约80%）影响，盈利能力还在爬坡阶段，这导致公司盈利能力偏弱。

### 通讯用板(2.5星):

通讯用板业务是鹏鼎控股的压舱石，营收占比最高。业务盈利能力与全球智能手机市场，特别是核心客户的产品周期紧密相关。目前智能手机PCB行业存在一定的供大于需的情况，公司作为行业龙头，未来市占率还有提升空间。虽然AI手机等新兴趋势带来升级需求，但整体智能手机市场已进入成熟期，行业竞争激烈以及原材料成本压力使得该业务的盈利能力更倾向于保持中等。

### 消费电子及计算机用板(2.5星):

目前消费电子及计算机PCB行业存在一定的供大于需的情况，公司作为行业龙头，未来盈利能力的提升主要来源于自身产品结构的优化。公司重点发展的AI眼镜、AI PC等产品对软板（FPC）的层数、精密度要求更高，从而提升产品的平均单价和毛利率，不过由于下游绑定大客户，且大客户存在压价情况，因此预计后续盈利能力保持稳定。

### 其他(2.5星):

鹏鼎控股的其他业务主要包括汽车与服务器用板等业务。这类高端PCB产品（如用于AI服务器的高阶HDI板、用于光模块的精密板）通常技术壁垒高，具有较高的附加值潜力。新业务在扩张初期需要大量投入。公司淮安、泰国等地的先进产能投产带来的折旧费用，以及为新客户新产品打样认证产生的费用，会在短期内对利润形成压力。虽然当前的利润贡献因战略性投入而未能完全释放，但其强劲的收入增长、高价值的产品定位以及对AI算力和汽车电子两大黄金赛道的精准卡位，都预示着其盈利趋势相对积极，为未来增长奠定基础。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

鹏鼎控股产品主要用于消费电子领域，凭借全球市占率第一的规模优势、技术壁垒深厚的产品矩阵、深度绑定头部客户的生态网络、全球化产能布局的成本控制能力，以及高端化趋势下的行业集中度提升红利，形成了难以复制的产业格局优势，公司的产业格局尚可。

### 通讯用板(3星):

公司连续八年位列全球PCB企业营收第一（Prismark数据），是苹果全球最大的PCB供应商。鹏鼎在FPC细分领域具备显著领先优势，FPC（柔性电路板）全球市占率超30%，订单基本盘稳固。AI手机、折叠屏手机等新型终端兴起，推动产品向高阶HDI（高密度互连板）和SLP（类载板）升级，带来价值提升机遇。公司在高端HDI/SLP领域技术领先（如最小线宽/线距技术指标），并具备量产能力，与客户深度绑定的合作关系，竞争对手难以在短期内撼动其核心供应商地位。不过公司客户较为集中，苹果收入占比常年在70%以上，苹果则长期追求高利润率，存在压低供应商价格来控制产品成本，维持自身利润空间的行为。公司对于下游大客户的议价能力一般。



### 消费电子及计算机用板(3星):

计算机PCB行业存在进入壁垒，行业玩家需要较多的技术储备、经验曲线与客户关系建立，鹏鼎控股是全球最大的印制电路板制造商，规模优势对于竞争对手来说难以复刻。公司的下游相对集中，存在苹果等大客户，但是上游无大供应商，整体公司产品的议价能力中等。消费电子及计算机用板业务的核心驱动力正在从传统的平板、笔记本电脑，转向AI终端设备。AI PC和AI眼镜等新硬件的出现，不仅增加了对PCB的需求量，技术规格也有进一步升级。此外由于计算机用板主要用于PC，对于其他有技术等储备的公司容易渗透进入，行业存在一定替代风险。

### 其他(3星):

AI服务器和汽车电子赛道，是当前PCB行业中最具增长潜力的领域。AI服务器对PCB的性能要求（如层数、密度、传输速度）远高于传统服务器，带动单机价值量显著提升。在汽车领域，随着智能驾驶和智能座舱的普及，车载PCB的应用量和价值量也在快速增长。尽管市场广阔，但竞争同样激烈。在AI服务器PCB领域，鹏鼎控股需要与沪电股份、深南电路、胜宏科技等已深度绑定英伟达等核心玩家的厂商竞争。公司的策略是发挥其在消费电子领域积累的高端HDI和SLP技术优势，并利用其全球龙头企业的规模效应和“OneAvary”一站式服务平台的能力，寻求差异化突破。公司正凭借其技术底蕴、战略收购和前瞻性产能投入，在一个充满希望的赛道上积极卡位。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于通讯用板与计算机用板资产周转迅速以及盈利能力较强，护城河宽度较高；通讯用板与计算机用板预计市场份额预计保持领先，其他业务有放量与盈利改善预期，护城河持续性也是较强。



表1：护城河详解表

|            | 护城河宽度及解释                                                                                                                                                         | 护城河持续性及解释                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 通讯用板       | (4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为8.6%，超额ROIC为7.4%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对上游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率25%，常年保持全球第一。                           | (5星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持基本稳定。主要由于公司业务需求稳定（绑定苹果大客户），市占率高且稳定，技术优势、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于AI手机和折叠屏手机需要更精密的SLP（类载板）和更多的FPC（柔性电路板）用量，而这正是鹏鼎的优势领域，未来份额有望持续提升额。                                                                        |
| 消费电子及计算机用板 | (4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为12.8%，超额ROIC为12.2%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对上游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率10%，常年保持全球第一。                         | (4.5星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持基本不变（衰减程度在20%以内）。主要由于公司业务需求稳定（绑定苹果大客户），市占率高且稳定，技术优势、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于2023年大量小厂商倒闭，行业份额逐渐往大企业集中。                                                                                                 |
| 其他         | (3星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为11.6%，超额ROIC为10.4%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术相对领先、产品认证顺利，资产周转迅速。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对上游的产业链话语权较高。此外公司作为新晋厂商，市场份额目前还是较低，后续还有较大提升空间。还是较低，后续还有较大提升空间。 | (4.5星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持基本不变（衰减程度在20%以内）。主要由于公司自身处于业务扩张期，盈利能力逐渐爬坡，但是行业供不应求的情况在逐渐改善，行业盈利能力中枢预计将会下移，而公司的技术优势、管理运营优势预计将会保持。公司未来5年市占率预计还有较大提升空间，主要由于公司目前处于起步阶段，市场份额较低，通过收购华阳科技强化汽车电子实力，以及服务器产品通过多家全球知名客户认证，展现了其成功开拓新客户、降低单一依赖风险的能力，为份额提升打开了新的天花板。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于主业通讯用板、消费电子及计算机用板需求稳定，汽车与数据中心业务预计在全球服务器与电动汽车需求的拉动下保持较高增长的假设，我们对鹏鼎控股采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值合理。

### 6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司作为行业龙头以及现在PCB行业份额往头部集中的趋势，未来5年预计公司整体市场份额还有约10%左右的增长空间(20%到22%)；

2) 下游需求：手机、平板与PC电脑目前已经达到稳定期，全球销量处于周期波动中，未来5年相关PCB市场预计增速在2%附近；电动汽车、数据中心PCB市场还在增长阶段，预计未来5年保持5-10%作用的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：消费电子PCB产品盈利能力保持稳定，整体保持在20-25%之间，其他业务目前还在放量阶段，盈利能力还有上涨空间，远期毛利率预计在25%；

2) 费用率：公司费用端主要为管理与研发费用，预计公司未来长期保持9-10%左右的内部费用率。

资产负债假设：

1) 公司属于重资产行业，公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率；

2) 考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

| 鹏鼎控股          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 362.1 | 320.7 | 351.4 | 411.5 | 426.1 | 449.8 | 470.4 | 489.9 |
| 归母净利润(亿)      | 50.1  | 32.8  | 36.2  | 40.5  | 43.7  | 45.7  | 49.1  | 50.8  |
| 归母净利润增速(%)    | 50.9  | -34.4 | 10.2  | 11.9  | 7.8   | 4.5   | 7.4   | 3.5   |
| 经营性净利润(亿)     | 49.7  | 31.1  | 40.5  | 40.5  | 43.7  | 45.7  | 49.1  | 50.8  |
| 经营性净利润增速(%)   | 52.7  | -37.5 | 30.4  | -0.1  | 7.8   | 4.5   | 7.4   | 3.5   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 49.7  | 31.1  | 40.6  | 40.5  | 43.7  | 45.7  | 49.1  | 50.8  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 52.7  | -37.5 | 30.5  | -0.1  | 7.8   | 4.5   | 7.4   | 3.5   |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 通信用板        | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 226.7 | 235.1 | 242.4 | 271.4 | 276.9 | 287.9 | 299.5 | 311.4 |
| 收入增速(%)     | 3.1   | 3.7   | 3.1   | 12.0  | 2.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 经营性净利润(亿)   | 28.7  | 22.7  | 23.0  | 20.8  | 22.7  | 24.8  | 27.7  | 28.5  |
| 经营性净利率(%)   | 12.7  | 9.6   | 9.5   | 7.7   | 8.2   | 8.6   | 9.3   | 9.2   |
| 经营性净利润增速(%) | 49.2  | -20.9 | 1.3   | -9.5  | 9.1   | 9.1   | 11.8  | 3.1   |
| 消费电子及计算机用板  | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 132.0 | 79.8  | 97.5  | 117.0 | 114.7 | 117.0 | 119.3 | 121.7 |
| 收入增速(%)     | 19.2  | -39.6 | 22.3  | 20.0  | -2.0  | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 经营性净利润(亿)   | 20.8  | 8.2   | 16.2  | 17.7  | 17.7  | 16.2  | 15.6  | 15.6  |
| 经营性净利率(%)   | 15.7  | 10.3  | 16.6  | 15.1  | 15.4  | 13.8  | 13.0  | 12.8  |
| 经营性净利润增速(%) | 55.1  | -60.4 | 97.1  | 8.8   | 0.1   | -8.5  | -3.8  | 0.4   |
| 其他          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 3.4   | 5.8   | 11.5  | 23.0  | 34.5  | 44.9  | 51.6  | 56.7  |
| 收入增速(%)     | 31.4  | 72.1  | 99.0  | 99.9  | 50.0  | 30.0  | 15.0  | 10.0  |
| 经营性净利润(亿)   | 0.2   | 0.2   | 1.3   | 2.1   | 3.3   | 4.7   | 5.8   | 6.6   |
| 经营性净利率(%)   | 6.7   | 2.7   | 11.7  | 8.9   | 9.6   | 10.6  | 11.3  | 11.7  |
| 经营性净利润增速(%) | 345.5 | -30.1 | 753.7 | 52.9  | 61.5  | 42.8  | 22.8  | 14.1  |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务                | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-------------------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 其他                | 2.0%         | 中低         | 较好    | 强          | 7.8%         | 15.78      | 6.3           |
| 消费电子及计算机<br>用板    | 2.0%         | 中低         | 较好    | 强          | 7.8%         | 15.78      | 15.6          |
| 通信用板              | 2.0%         | 中低         | 较好    | 强          | 7.8%         | 15.78      | 28.2          |
| 业务                | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 其他(亿)             | -7.6         | 73.6       | 66.0  | 3.0        | 1.5          | -          | 67.4          |
| 消费电子及计算机<br>用板(亿) | 83.4         | 182.4      | 265.9 | 25.1       | 0.6          | -          | 290.4         |
| 通信用板(亿)           | 103.1        | 330.1      | 433.1 | 62.4       | -            | -          | 495.6         |
| 公司整体测算(亿)         | 178.9        | 586.1      | 765.0 | 90.5       | 2.1          | -          | 853.4         |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务                | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-------------------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 其他(亿)             | 21.0      | 40.0      | 61.1  | 3.0  | 1.5          | —          | 62.5  |
| 消费电子及计算机<br>用板(亿) | 168.8     | 95.2      | 264.0 | 25.1 | 0.6          | —          | 288.5 |
| 通讯用板(亿)           | 258.0     | 175.0     | 433.0 | 62.4 | —            | —          | 495.4 |
| 公司整体测算(亿)         | 447.8     | 310.3     | 758.1 | 90.5 | 2.1          | —          | 846.5 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外下游如手机、笔电、平板、服务器等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的收入规模、市占率确定性也较高，主要由于公司传统主业稳定，汽车与数据中心产品处于上升导入阶段，增速较高，但是占比较少，公司整体确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。



## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。