



鹏鼎控股 (002938.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

具备 AI 竞争力，基本盘增速有底

投资逻辑

已到关注公司的关键时点，成为下一个龙头的充分条件已具备。公司为全球 PCB 龙头，从 2025 年布局 AI PCB 的厂商盈利增速在 40%以上、公司汽车/服务器业务 25H1 营收增速达到 87%可以看出，AI 是行业新的增长风口。我们认为公司具备占领 AI 领域竞争高地的充分条件：1) 技术积累，HDI 是行业未来的技术创新点，公司新产线可量产 6 阶以上 HDI 产品及 SLP 产品的产线；2) 客户布局，公司背靠全球 AI 组装龙头鸿海集团，有望深度接触到全球 AI 项目的核心终端客户；3) 扩产加快，公司 2025 年前三季度的资本开支金额大幅超过了前三年单年投入水平、同比增速达到 149%，并且 2025 年扩产公告频发，彰显公司在 AI 竞争的决心。

AI 板块仍高速增长，带动高多层和 HDI 产品扩容。根据沙利文研究，人工智能及高性能计算所用 PCB 市场规模在 2024 年达到 60 亿美元，并且预计该领域在 2024~2029 年仍然会保持 20.1%的复合增速，成为所有下游应用领域中增速最高的板块；其中 2024 年 14 层以上高多层 PCB 中 AI 领域市场规模 15 亿美元，预计 2024~2029 年 CAGR 为 21.8%，2024 年高阶 HDI 中 AI 领域市场规模达到 13 亿美元，预计 2024~2029 年 CAGR 为 20.3%。可见 AI 板块仍然保持高速增长，这也为公司扩张和加速布局奠定了市场需求基础。

消费电子迎来新的创新周期，基础业务增速有望超预期。1) 折叠机，苹果公司有望在 2026 年引领折叠机浪潮；2) AI 手机，有望从概念加速迈向规模化落地；3) AI 智能眼镜，根据 WellSenn，预计 2026 年全球 AI 智能眼镜销量将达到 1600 万台，增速达到 114%。智能化产品 PCB 的用量将显著增加，公司作为全球率先布局智能消费设备 FPC/PCB 的核心厂商，已形成覆盖软板、SiP 模组与硬板的完整产品线，公司基本业务增速有望超预期。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2025~2027 年归母净利润将分别达到 38 亿元、56 亿元和 86 亿元，对应 PE 为 32X/22X/14X，结合可比公司估值，我们给予公司 2026 年归母净利润 30 倍目标 PE，对应目标市值 1680 亿元，对应目标价为 72.46 元/股，给予“买入”评级。

盈利预测

AI 需求不及预期风险；大客户依赖风险；汇率变动风险；原材料\能源紧缺及价格上涨的风险；行业变化较快及市场竞争加剧的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路 (执业 S1130520080003)

dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：52.66 元

目标价 (人民币)：72.46 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,066	35,140	40,208	51,078	72,361
营业收入增长率	-11.45%	9.59%	14.42%	27.03%	41.67%
归母净利润(百万元)	3,287	3,620	3,826	5,631	8,645
归母净利润增长率	-34.41%	10.14%	5.69%	47.17%	53.52%
摊薄每股收益(元)	1.417	1.561	1.651	2.429	3.729
每股经营性现金流净额	3.43	3.05	2.53	3.65	4.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.09%	11.27%	11.28%	15.74%	22.38%
P/E	15.76	23.36	31.90	21.68	14.12
P/B	1.75	2.63	3.60	3.41	3.16

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、已到关注公司的关键时点，成为下一个龙头的充分条件已具备	4
1.1、行业已经进入关键竞争阶段，同样也是公司的守擂点	4
1.2、能否成功守擂？技术和客户布局贴合发展趋势，扩产发力补齐竞争充分条件拼图	6
二、AI 板块仍在高速增长和技术迭代通道，消费电子来到创新起点	8
2.1、AI 板块仍高速增长，带动高多层和 HDI 产品扩容	8
2.2、折叠机/AI 手机/智能穿戴来到新的创新周期，公司基础业务增速有望超预期	10
三、盈利预测及估值	13
3.1、盈利预测	13
3.2、展望目标市值 1680 亿元	15
四、风险提示	16
4.1、AI 需求不及预期风险	16
4.2、大客户依赖风险	16
4.3、汇率变动风险	16
4.4、原材料\能源紧缺及价格上涨的风险	16
4.5、行业变化较快及市场竞争加剧的风险	16

图表目录

图表 1：2024 年全球 PCB 厂商排名（仅展示前 10）	4
图表 2：鹏鼎占臻鼎的营收占比	4
图表 3：公司营收分布（分应用）	4
图表 4：苹果占公司的营收占比	4
图表 5：公司主要产品及用途	5
图表 6：A 股 PCB 中布局服务器类型产品的主流厂商 2025 年营收增速（沪电股份增速为 2025 年全年，其他均取 2025 年前三季度增速）	5
图表 7：A 股 PCB 中布局服务器类型产品的主流厂商 2025 年归母净利增速（沪电股份增速为 2025 年全年，其他均取 2025 年前三季度增速）	5
图表 8：公司营收及增速	6
图表 9：公司归母净利及增速	6
图表 10：公司汽车、服务器用板营收（亿元）	6
图表 11：公司汽车、服务器用板营收增速	6
图表 12：GB200 中 HDI 板和 GPU+CPU 系统构成了“有点小贵”的算力单元	7



图表 13:	GB200 中设计了 NVLINK SWITCH 同样有常识 HDI 的工艺设计	7
图表 14:	公司股权情况 (截至 2025 年 9 月 30 日)	7
图表 15:	公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及同比增速	8
图表 16:	公司 2025 年半年报披露在建工程情况	8
图表 17:	全球 PCB 市场规模 (按应用划分, 十亿美元)	8
图表 18:	全球 PCB 市场规模增速 (按应用划分)	8
图表 19:	全球高多层 PCB 市场规模 (按层数划分, 十亿美元)	9
图表 20:	全球高多层 PCB 市场规模增速 (按层数划分)	9
图表 21:	全球 14 层以上 PCB 市场规模 (按应用划分, 十亿美元)	9
图表 22:	全球 14 层及以上 PCB 市场规模增速 (按应用划分)	9
图表 23:	全球 HDI 市场规模 (按阶数划分, 十亿美元)	10
图表 24:	全球 HDI 市场规模增速 (按阶数划分)	10
图表 25:	全球高阶 HDI 市场规模 (按应用划分, 十亿美元)	10
图表 26:	全球高阶 HDI 市场规模增速 (按应用划分)	10
图表 27:	苹果首款折叠屏 iPhone 预计于 2026 年推出	11
图表 28:	2020~2029 年全球折叠屏手机出货量及预测	11
图表 29:	豆包 AI 手机	12
图表 30:	FBEC 2025 XR 进化论展区产品	12
图表 31:	亚马逊企业级 AI 眼镜 (万台)	13
图表 32:	可穿戴设备所用 FPC	13
图表 33:	AR/VR 设备所用 FPC	13
图表 34:	公司营收和毛利预测 (亿元)	14
图表 35:	公司归母净利润预测 (亿元)	15
图表 36:	公司可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 4 日)	16



一、已到关注公司的关键时点，成为下一个龙头的充分条件已具备

1.1、行业已经进入关键竞争阶段，同样也是公司的守播点

公司成立于1999年4月29日，是全球PCB行业的龙头厂商，根据Prismark的统计，公司母公司臻鼎在2024年全球PCB排名中排名第一(公司是臻鼎旗下主要的PCB厂商，2024年公司占臻鼎的营收比例为90%)，可见公司是PCB行业的传统龙头。

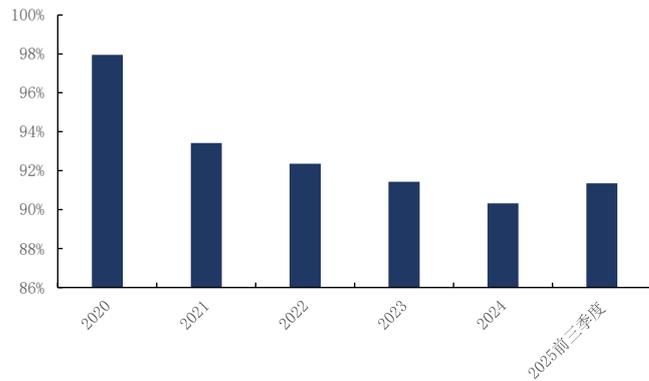
图表1：2024年全球PCB厂商排名（仅展示前10）

图表2：鹏鼎占臻鼎的营收占比

2024年全球前十大PCB厂商

单位：亿美元

排名	公司名称	国家/地区	营业收入	基本情况
1	ZD Tech (臻鼎)	中国台湾	53.41	主营柔性板、HDI板、刚性板及封装基板
2	Unimicron (欣兴)	中国台湾	35.94	主营封装基板、HDI板、多层板等
3	Dongshan Precision (东山精密)	中国大陆	34.51	2016年完成对FPC厂商MPLX的私有化收购，2018年完成对伟创力下属PCB业务主体Multek的收购，目前主营柔性板、刚性板
4	Nippon Mektron (旗胜)	日本	25.04	全球最大柔性板厂商
5	Shennan Circuit (深南电路)	中国大陆	24.92	内资厂商，A股上市公司，主营印制电路板、电子装联、封装基板，生产基地分布在深圳、无锡、南通、广州
6	TTM Technologies (迅达)	美国	24.43	北美最大的电路板厂商，主营刚性板、HDI板、柔性板等
7	Compeq (华通)	中国台湾	22.56	主营多层刚性板、HDI板、软板与刚挠结合板等
8	Tripod (健鼎)	中国台湾	20.50	主营多层刚性板等
9	WUS Group (沪电股份)	中国台湾	19.60	主营单双面板、多层及HDI板
10	Kinwong (景旺电子)	中国大陆	17.61	内资厂商，A股上市公司，主营产品为PCB、FPC、MPCB，生产基地分布在深圳、龙川、江西和珠海



单位：亿元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025前三季度
鹏鼎营收	299	333	362	321	351	269
臻鼎营收	305	357	392	351	389	294
占比	98%	93%	92%	91%	90%	91%

来源：超颖电子招股说明书，国金证券研究所

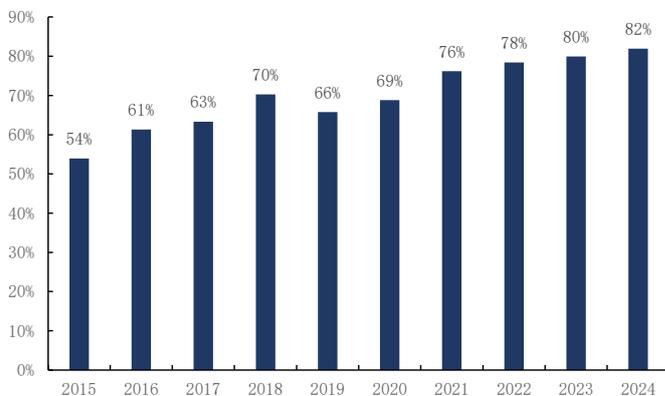
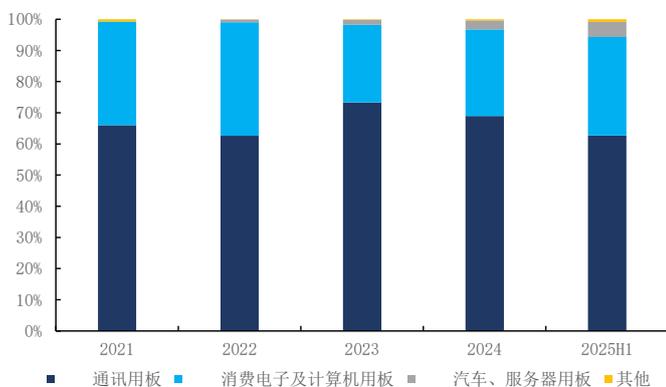
来源：Wind，国金证券研究所

公司成为传统龙头的原因是站住了上一个电子行业风口。公司业务主要集中在消费电子相关的PCB产品，根据公司披露，公司通讯用板和消费电子及计算用板的合计营收占比保持在94%以上，其中通讯用板主要用于手机类产品、消费电子及计算用板主要用于电脑及可穿戴产品。

从公司产品结构，可看出公司是凭借在消费电子领域竞争取胜而成为行业龙头厂商的，进一步看，公司的第一大客户的营收占比高达82%（2024年），根据公司招股说明书可知公司的第一大客户为美国苹果公司，是全球知名智能消费电子终端厂商，是上一轮电子行业发展浪潮——移动终端快速渗透——中的优胜者，由此可见公司成为全球第一大PCB厂商的核心在于绑定了上一轮电子行业快速发展的核心客户。

图表3：公司营收分布（分应用）

图表4：苹果占公司的营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：鹏鼎控股招股说明书，公司年报，国金证券研究所



图表5: 公司主要产品及用途

主要产品及重要用途	
主要产品	主要应用场景
通讯用板	<p>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。</p> 
消费电子及计算机用板	<p>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。</p> 
汽车/服务器用板及其他用板	<p>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。</p> 

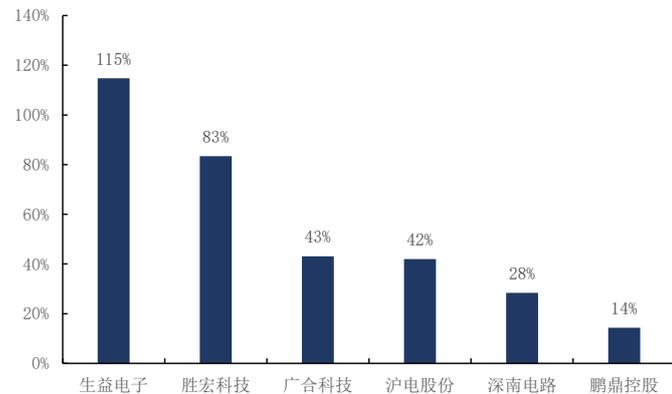
来源: 公司年报, 国金证券研究所

本轮风口为服务器类型产品。本轮风口主要集中在高速通信领域, 其中代表性产品为 AI 服务器。

部分抢先布局的 PCB 厂商已受益。从 2025 年的业绩表现来看, 众多 PCB 厂商已经享受到 AI 所带来的 PCB 增长红利, 从数据可以观察到服务器相关布局较多的 PCB 厂商在 2025 年实现了超过 40% 的盈利增速, 其中生益电子和胜宏科技更是在 2025 年前三季度盈利端实现了超过 300% 的同比增速, 体现了 AI 对于行业的影响。反观 2025 年公司的业绩情况, 无论是营收还是归母净利润, 增速都未达到 30%, 虽然公司汽车、服务器用板业务保持超高增速, 但由于营收占比较低, 对公司的增速贡献有限¹。

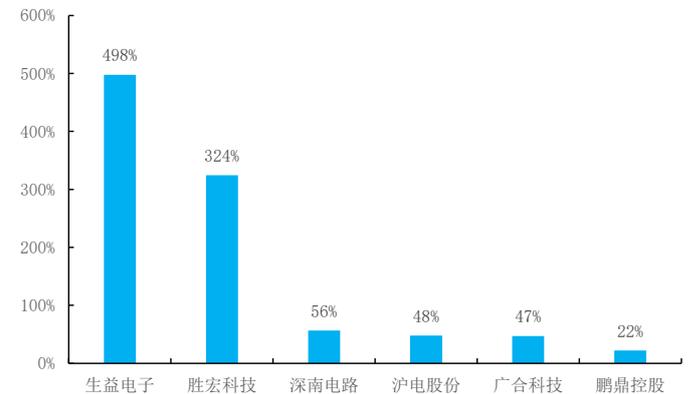
竞争已到关键时间点。行业内多家 PCB 公司已经在业绩上体现 AI 的影响, 这会使得整个行业都清楚认识到 AI 领域的发展机会, 从而会有更多厂商参与到 AI 浪潮的竞争中, 公司也是其中一员, 对于公司来说当前已经来到关键的时间点, 因为 AI 在过去虽然增速快但需求体量有限, 现如今已经有多家 PCB 厂商的业绩体现出 AI 具有巨大需求潜力, 公司如若再不加大 AI 领域的投入和参与度, 则会被其他竞争者甩开, 那么公司在全球 PCB 中的龙头地位将会动摇, 可以说当前已经来到公司在行业竞争的守擂点。

图表6: A 股 PCB 中布局服务器类型产品的主流厂商 2025 年营收增速(沪电股份增速为 2025 年全年, 其他均取 2025 年前三季度增速)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: A 股 PCB 中布局服务器类型产品的主流厂商 2025 年归母净利润增速(沪电股份增速为 2025 年全年, 其他均取 2025 年前三季度增速)

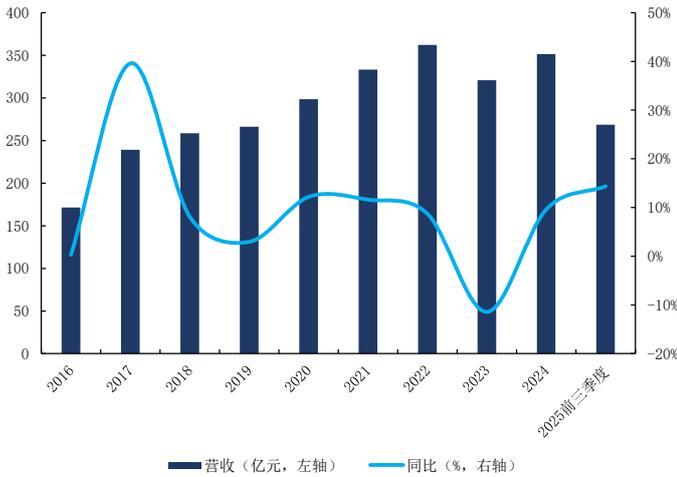


来源: Wind, 国金证券研究所

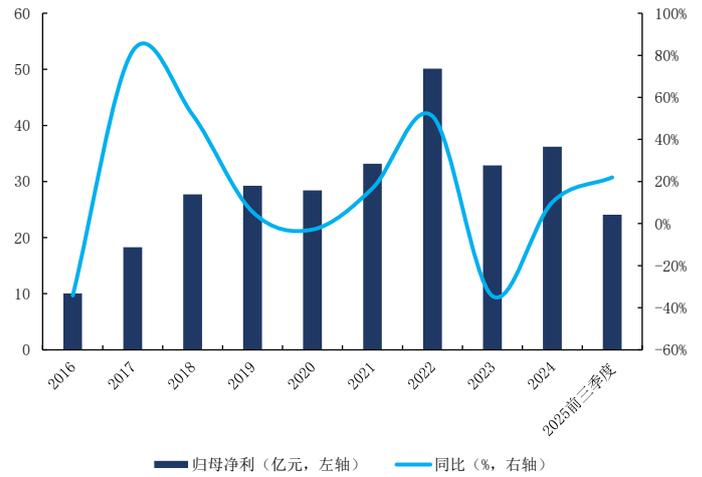
¹ 注: 除了鹏鼎控股和沪电股份有做营收的应用领域分类之外, 其他 PCB 公司均为在定期报告中披露分类, 因此无法对比各个公司的 AI 领域的增速; 不过, 本文在此处对比鹏鼎控股和其他 PCB 公司的营收和净利润增速主要为了突出“布局 AI 的公司增速更快”的结论、从侧面体现出行业当前的风口主要在 AI 领域, 我们认为直接对比各家 PCB 公司的整体营收和净利润是最为直观的论据。



图表8：公司营收及增速



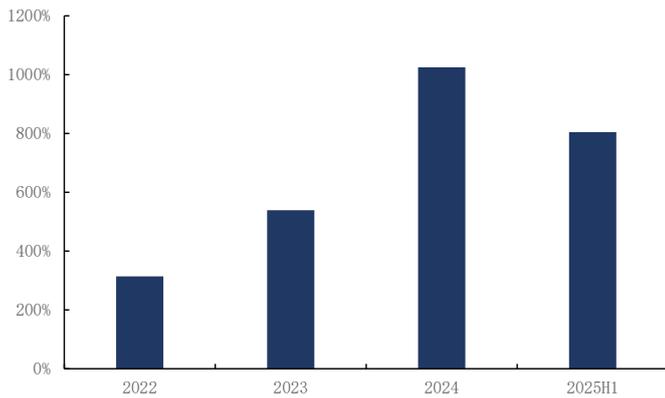
图表9：公司归母净利润及增速



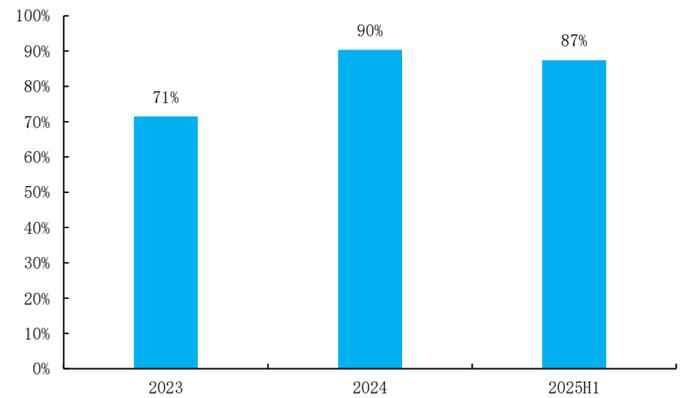
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表10：公司汽车、服务器用板营收 (亿元)



图表11：公司汽车、服务器用板营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

1.2、能否成功守擂？技术和客户布局贴合发展趋势，扩产发力补齐竞争充分条件拼图

公司作为全球 PCB 龙头厂商，具有显著的积累优势，我们认为在愈演愈烈的 AI 竞争中，公司能够凭借积累的技术能力和客户布局脱颖而出，具体来看，

- 1) AI 领域开始加大对 HDI 这一 PCB 行业传统技术的应用，最为典型的代表就是英伟达 GB200 的产品中不仅在算力层使用了 HDI 工艺，同时在象征着高带宽、以往都采用高多层 PCB 的连接层也引入了 HDI 工艺，这预示着行业的技术发展方向。公司在 HDI 领域有较深的积累，以往 HDI 公司主要用于消费电子领域，公司作为消费电子龙头，在量产经验中已经具备生产 3-8 阶产品的能力，尤其在高阶 HDI 产品及 SLP 产品方面拥有领先的技术与量产能力，2024 年年末投产的淮安三园区一期工程已经是可量产 6 阶以上 HDI 产品及 SLP 产品的产线，这一能力已经与当前量产 AI 相关 PCB 的厂商旗鼓相当，可见公司依靠多年的积累已经在技术能力上做好了在 AI 领域竞争的能力。



图表12: GB200 中 HDI 板和 GPU+CPU 系统构成了“有点小贵”的算力单元



来源: 英伟达官网, 国金证券研究所

图表13: GB200 中设计了 NVLINK SWITCH 同样有常识 HDI 的工艺设计



来源: 英伟达官网, 国金证券研究所

- 2) 公司的第一大股东为美港实业,截至2025年9月30日,该股东持股比例高达66.19%,而美港实业的最终控制方为臻鼎科技控股股份公司,臻鼎科技的第一大股东为Foxconn (Far Bast),而Foxconn是鸿海集团的全资子公司。鸿海集团作为全球电子组装的空头公司,深度参与了海外AI的组装项目,具备深厚的客户基础。我们认为在这样的关系网下,公司有望深度接触到全球AI项目的核心终端客户,加速在AI领域的布局。

图表14: 公司股权情况 (截至2025年9月30日)

< 鹏鼎控股 002938.SZ > 54.66 -3.60% | 十大股东明细

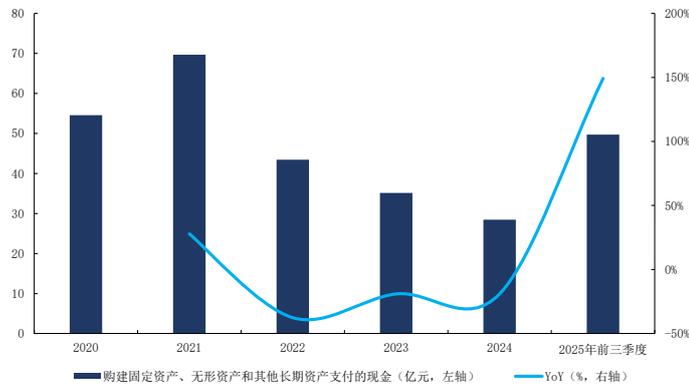
序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	美港实业有限公司 关联方(1)	1,534,242,198	66.19
2	集辉国际有限公司 关联方(1)	132,402,775	5.71
3	香港中央结算有限公司 陆股通	82,396,956	3.55
4	全国社保基金103组合 关联方(2)	34,999,969	1.51
5	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投...	11,918,841	0.51
6	悦津有限公司 关联方(1)	10,318,217	0.45
7	易方达沪深300交易型开放式指数发起式证...	8,558,027	0.37
8	全国社保基金416组合 关联方(2)	8,145,000	0.35
9	全国社保基金2101组合 关联方(2)	7,666,900	0.33
10	全国社保基金117组合 关联方(2)	6,603,329	0.28
	合计	1,837,252,212	79.25

来源: Wind, 国金证券研究所

- 3) 加大资本开支,频发扩产公告奋起直追。公司要想攻占AI领域,除了具备技术能力和客户积累,同样需要通过扩产来保证自身的供应优势,从公司披露的现金流量表的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目可看到,公司在2025年已经加快了资本开支的投入,2025年前三季度的资本开支金额大幅超过了前三年单年投入水平,同比增速达到149%,直逼2021年投入最高点水平。从公司2025年半年报披露的在建工程也能看到公司有多个扩产项目正在进行中,并且在2025年8月、12月分别发布了“淮安园区投资计划”和“2026年泰国园区投资计划”,频发扩产公告彰显了公司加快产能扩张、在AI领域增添竞争筹码的决心。



图表15: 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 公司2025年半年报披露在建工程情况

在建工程项目	账面余额 (期末)	账面余额 (期初)
未完工程-待验设备	1922495214.52	606365004.91
鹏鼎科技高雄园区项目	808297879.63	298465270.10
鹏鼎泰国-一期项目工程	606065004.46	303790639.43
淮安第三园区工程	145817267.76	
淮安第一园区工程	57593741.80	
淮安臻鼎佳园	40487032.01	
淮安第二园区工程	29457921.02	
鹏鼎泰国-二期项目工程	8207444.98	
庆鼎淮安宿舍	5401710.22	153405887.71
鹏鼎控股深圳二厂模组	2411600.00	4879340.04
其他	15903303.21	15534208.83
合计	3542138119.61	1382440351.02

来源: 鹏鼎控股2025年半年报, 国金证券研究所

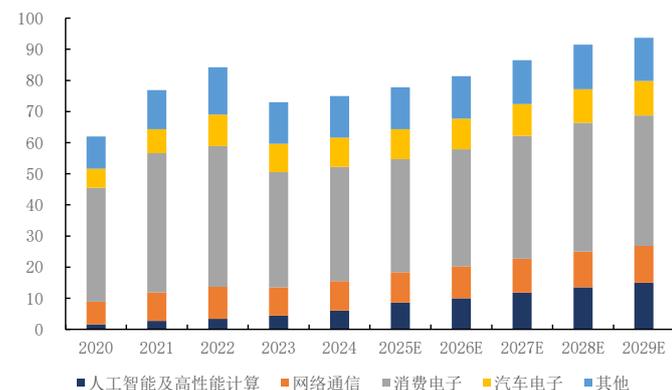
综上,我们认为本轮PCB行业的爆发式需求主要集中在AI领域,当前已经进入AI领域竞争加剧的时间节点,对于公司来说当前正式关键的布局时期;在此背景下,公司的HDI技术在行业内具有领先地位和公司背靠全球AI组装龙头鸿海集团的客户关系,加之公司开始加速进行产能布局,我们认为公司在AI领域有望奋起直追、成为下一个受益于AI需求的核心供应商。

二、AI 板块仍在高速增长和技术迭代通道, 消费电子来到创新起点

2.1、AI 板块仍高速增长, 带动高多层和HDI 产品扩容

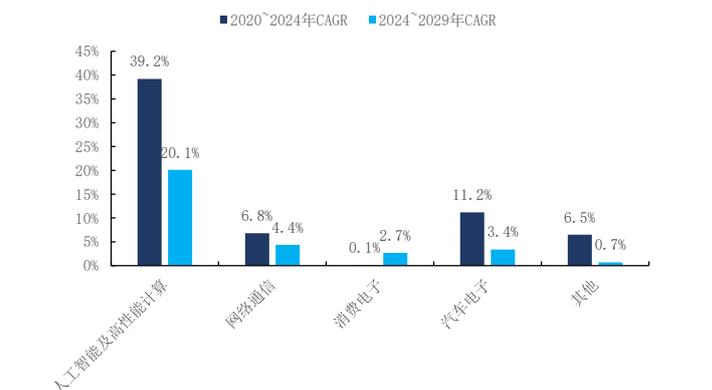
全球PCB市场在人工智能领域的强劲增长主要来自于北美云计算厂商在AI方面的资本开支爆发所驱动,根据沙利文研究,人工智能及高性能计算所用PCB市场规模在2024年达到60亿美元,并且预计该领域在2024~2029年仍然会保持20.1%的复合增速,成为所有下游应用领域中增速最高的板块,也显著高于同时期全球PCB复合增速(4.6%)

图表17: 全球PCB市场规模(按应用划分,十亿美元)



来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

图表18: 全球PCB市场规模增速(按应用划分)



来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

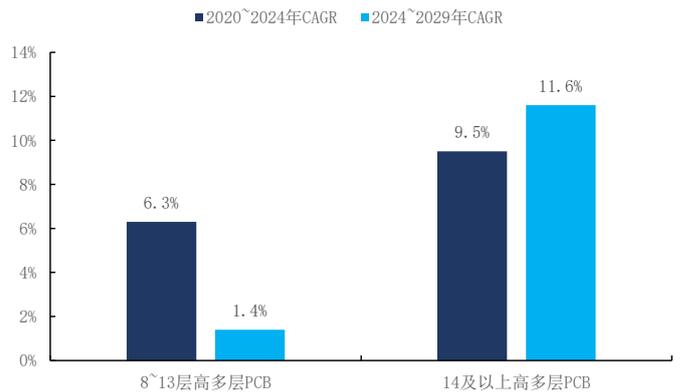
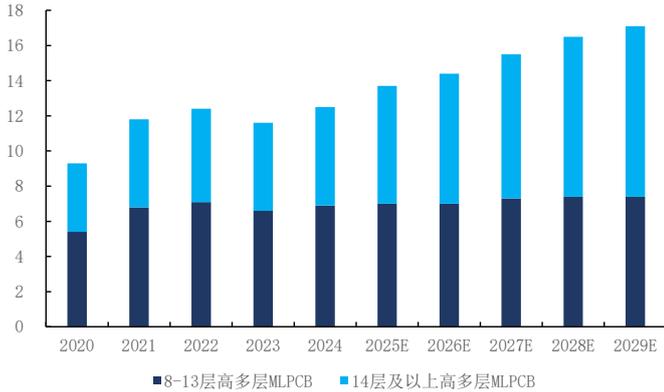


随着 AI 等应用领域对高多层板的信号完整性以及散热性能等提出更高要求，14 层及以上高多层 PCB 的需求日益增长，根据沙利文研究，全球高多层 PCB 市场规模从 2020 年的 93 亿美元增长至 2024 年的 125 亿美元，并且预计 2024~2029 年高多层 PCB 市场规模将达到 171 亿美元，复合增长率达到 6.5%；其中 14 层及以上高多层 PCB 在 2024 年达到 56 亿美元，2020~2024 年复合增速为 9.5%，2024~2029 年的增速将进一步加快至 11.6%。

从下游分布来看，14 层及以上高多层板的增长主要由 AI 带动，2024 年 56 亿美元 14 层及以上高多层 PCB 中 AI 领域市场规模达到 15 亿美元，2020~2024 年复合增速为 40.3%，并且预计 2024~2029 年复合增速为 21.8%。

图表19：全球高多层 PCB 市场规模（按层数划分，十亿美元）

图表20：全球高多层 PCB 市场规模增速（按层数划分）

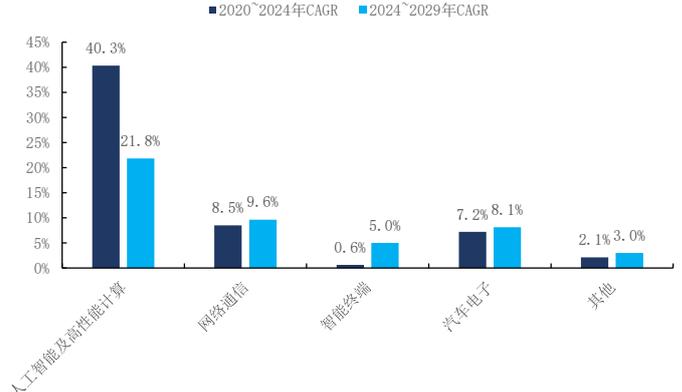
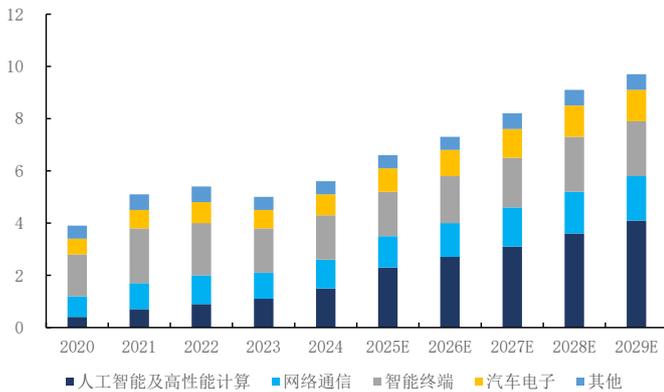


来源：胜宏科技港股上市说明书，沙利文研究，国金证券研究所

来源：胜宏科技港股上市说明书，沙利文研究，国金证券研究所

图表21：全球 14 层以上 PCB 市场规模（按应用划分，十亿美元）

图表22：全球 14 层及以上 PCB 市场规模增速（按应用划分）



来源：胜宏科技港股上市说明书，沙利文研究，国金证券研究所

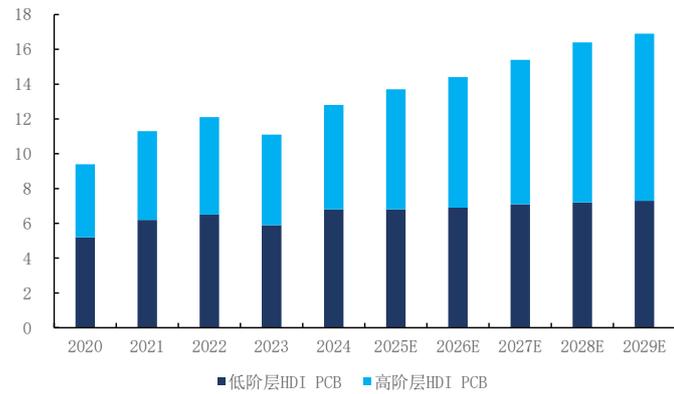
来源：胜宏科技港股上市说明书，沙利文研究，国金证券研究所

高阶 HDI 正日益广泛应用于 AI 等高端领域，进一步推动 HDI 技术创新，同时也拓宽了 HDI 的市场空间和应用价值。根据沙利文研究，全球 HDI 市场规模从 2020 年的 94 亿美元增长至 2024 年的 128 亿美元，并且预计 2024~2029 年 HDI 市场规模将达到 169 亿美元，复合增长率达到 5.7%；其中高阶 HDI 在 2024 年达到 60 亿美元，2020~2024 年复合增速为 9.3%，2024~2029 年的增速将进一步加快至 9.4%。

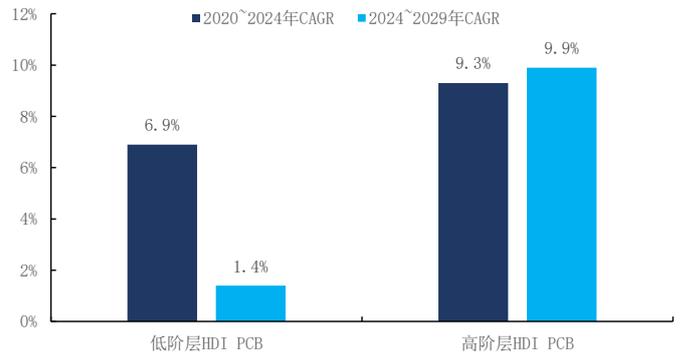
从下游分布来看，高阶 HDI 的增长主要由 AI 带动，2024 年 60 亿美元高阶 HDI 中 AI 领域市场规模达到 13 亿美元，2020~2024 年复合增速为 39.8%，预计 2024~2029 年复合增速为 20.3%。



图表23: 全球 HDI 市场规模 (按阶数划分, 十亿美元)



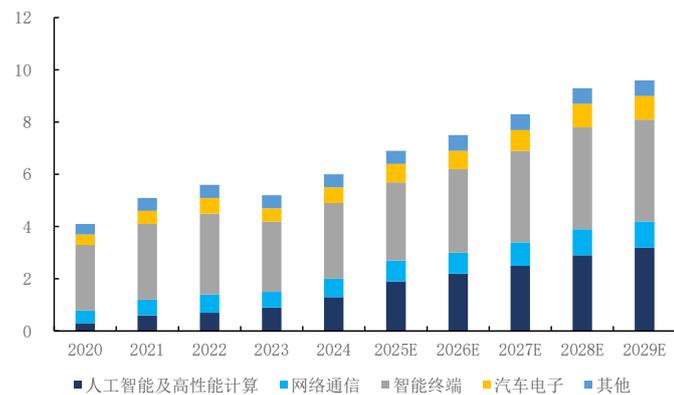
图表24: 全球 HDI 市场规模增速 (按阶数划分)



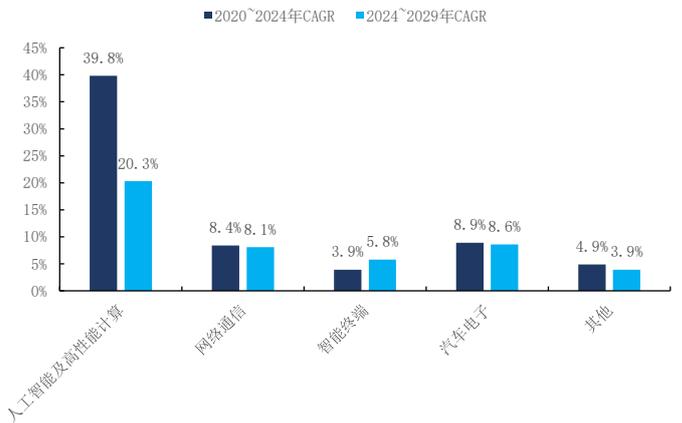
来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

图表25: 全球高阶 HDI 市场规模 (按应用划分, 十亿美元)



图表26: 全球高阶 HDI 市场规模增速 (按应用划分)



来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

来源: 胜宏科技港股上市说明书, 沙利文研究, 国金证券研究所

2.2、折叠机/AI 手机/智能穿戴来到新的创新周期, 公司基础业务增速有望超预期

公司当前业务占比中 FPC 的比例最高、多用于消费电子领域, 因此消费电子领域创新将奠定公司成长逻辑。我们认为当前已经来到了消费电子创新周期的关键时期, 相继会有折叠机、AI 手机和智能穿戴引领创新所带来的消费电子增长。

以折叠机为代表的中高端手机占比持续提升, 单机板价值有望进一步提升。苹果首款折叠屏 iPhone 预计于 2026 年推出, 对公司 FPC 业务具有显著带动作用。折叠屏手机双屏幕之间的连接依赖于柔性 FPC, 摄像头数量的提升增加了 FPC 的用量, 同时对 FPC 可弯折次数提出更高要求。公司作为苹果最大 FPC 供应商, 将直接受益于折叠屏 iPhone 带来的增量需求, 进一步巩固其在高端消费电子软板市场的领先地位。



图表27: 苹果首款折叠屏 iPhone 预计于 2026 年推出



来源: 36 氪, 国金证券研究所

根据 Canalys, 2026 年或成为折叠屏市场复苏的关键年。Canalys 认为, 苹果 2026 年折叠机新品可望为折叠机市场带来真正的主流化契机, 也为智能型手机产业注入新一波创新动力。公司凭借领先的研发实力、稳定优质的产品质量以及大批量供货并及时交付的能力, 已与华为、OPPO、VIVO 等客户建立了良好合作关系, 是折叠手机核心供应商。随着这些品牌在折叠机市场的持续扩张与产品迭代, 公司 FPC 业务也将同步受益于来自安卓阵营的增量需求, 进一步巩固其在全球折叠机产业链中的核心供应商地位。

图表28: 2020~2029 年全球折叠屏手机出货量及预测



来源: Canalys, Omdia, 国金证券研究所

豆包 AI 手机的发布是 AI 手机从概念加速迈向规模化落地的突破性实践。2025 年 12 月 1 日, 字节跳动推出豆包手机助手技术预览版, 中兴通讯宣布发售首款搭载该手机助手的工程样机努比亚 M153, 发售一天后即售罄。豆包手机助手支持通过系统语音、侧边 AI 键、智能耳机唤醒, 能直接读取屏幕内容, 且可以跨应用调用服务。以购物场景为例, 原型机演示视频中, 除支付环节需用户手动确认外, 调用 APP、检索信息、下单商品等流程均可交由 AI 自动执行。我们认为, 豆包 AI 手机不仅是单一产品的创新, 更是推动 AI 手机与 AI PC 产业进入标准化、实用化新阶段的重要里程碑。



AI 手机需要更强大的处理器、更高效的散热系统以及更复杂的电路设计，以满足 AI 模型的运行要求，从传统的连接器、摄像头模组到新型的 AI 传感器和芯片，FPC 的用量显著增加。因此，随着 AI 手机的渗透率提升，FPC 的需求将进一步扩容。

图表29: 豆包 AI 手机

nubia M153 豆包手机助手 技术预览版



来源: 豆包手机助手官网, 中兴商城, 国金证券研究所

2025 年 AI 眼镜、XR 新品密集发布。据 VR 陀螺不完全统计，截至 2025 年 12 月 2 日，2025 年全球已正式亮相、发布或开启销售的相关设备数量已达 77 款，涵盖 AI 音频眼镜、AI 拍摄眼镜、AR 眼镜、XR 眼镜及 VR/MR 头显等多个品类（以品牌系为主，不含 ODM/OEM 解决方案）。具体来看，AI 音频眼镜 8 款，AI 拍摄眼镜 25 款，AI+AR 眼镜 23 款，XR 眼镜 11 款，VR/MR 头显 10 款。

图表30: FBEC 2025 XR 进化论展区产品

XR 进化论

2025XR新品趋势专展

玩出梦想MR	Rokid乐奇眼镜	Pimax Crystal Super	雷鸟V3	超影擎4合1AI运动拍摄眼镜	联想 Lecoo 斗战者G1
李未可 View AI拍摄眼镜	雷鸟X3 Pro	小米AI眼镜 彩色电致变色版	XREAL One Pro	Halliday Glasses	莲伽 Visual-X 视界1
大朋AI眼镜	魅族 StarV Snap	Meta Ray-Ban Display	Apple Vision Pro M5	影目科技 INMO Go3	雷鸟Air 4 Pro
夸克AI眼镜S1					

The New Force of XR

(注: 排序以发布时间为准)

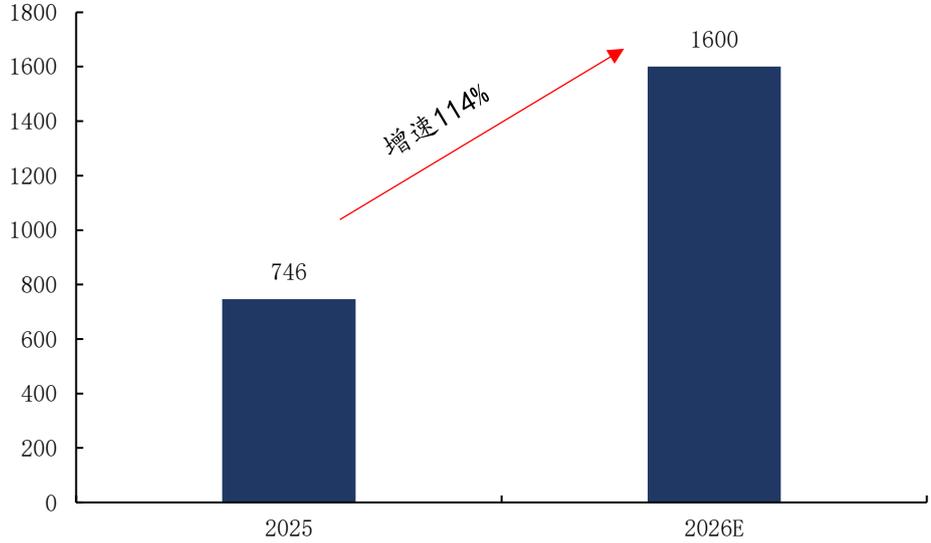
来源: VR 陀螺, 国金证券研究所

AI 更是加速智能穿戴的渗透，根据维深 WellSenn XR，2025 年 Q4 全球 AI 智能眼镜销量 450 万台，同比增长近 500%，Q4 销量增长主要来自 Meta 旗下 Ray Ban、oakley 智能眼镜的增长，销量 376 万台，第四季度 Rokid、夸克、小米等 AI 眼镜也贡献一定增量，全志



V821 方案等低价 AI 拍摄眼镜开始出货销售，贡献了 40 万台销量。2025 年 AI 智能眼镜销量 746 万台，全年 Meta 实现超 600 万、小米 16 万销量，华强北白牌 AI 眼镜贡献超 50 万台销量，预计 2026 年全球 AI 眼镜销量达 1600 万台，AI 眼镜行业仍处于基数低、高速增长的中早期阶段，预计 AI 音频和 AI 拍摄眼镜仍是销量的主要贡献。

图表31：亚马逊企业级 AI 眼镜（万台）



来源：WellSenn，国金证券研究所

公司作为率先覆盖智能穿戴设备 FPC/PCB 的厂商，已形成覆盖软板、SiP 模组与硬板的完整产品线，随着智能穿戴设备产品频出、渗透率提升，公司基本业务增速也有望提升。

图表32：可穿戴设备所用 FPC

图表33：AR/VR 设备所用 FPC



来源：鹏鼎控股招股说明书，iFixit，国金证券研究所

来源：鹏鼎控股招股说明书，iFixit，国金证券研究所

三、盈利预测及估值

3.1、盈利预测

根据前述分析，我们对公司的主营业务情况进行假设：

- 1) 通讯板：折叠屏与 AI 手机打开价值空间。折叠屏手机加速渗透成为核心增长点，苹果首款折叠屏 iPhone 预计 2026 年推出，折叠屏手机双屏连接、多摄像头模组等设计，使得单机 FPC 使用量的提升直接拉动通讯板销量扩容；同时 AI 手机渗透率快速提升，AI 手机的 3D 传感、多模组集成等功能进一步增加 PCB 搭载量。基于此，预计 2025~2027



- 年通讯板营收增速为 6%/14%/25%，毛利率 20%/21%/22%，量价双升下实现稳健增长。
- 2) 消费电子及计算机用板：AI 端侧产品打开增量空间。公司是全球智能眼镜 PCB 的核心供应商，随 AI 眼镜出货量持续增长，相关 PCB 也能保持增速。产品结构优化带动板块毛利率提升。预计 2025~2027 年营收增速达 27%/27%/27%，毛利率稳步升至 28%/29%/30%，量价弹性显著。
 - 3) 汽车/服务器用板：AI 算力与汽车电子化打开蓝海市场。未来增长源于两大核心赛道，其一，服务器用 PCB 随着 AI 需求的增加而爆发出需求潜力，公司淮安高阶 HDI 产线、泰国服务器板产线逐步投产，已切入头部客户供应链，服务器板订单随算力基建扩张快速放量；其二，智能汽车电子化率提升带动车载 PCB 需求增长，公司雷达运算板、域控制器板已通过国内外 Tier1 客户认证，随新能源汽车渗透率提升持续放量。规模效应与产品结构优化带动毛利率提升，预计 2025~2027 年该业务营收增速达 100%/196%/161%，毛利率升至 23%/24%/25%，成为公司业绩增长的核心引擎。
 - 4) 其他：业务占比较低，2022~2024 年毛利率变化存在不确定性，假设营收体量无重大变化，假设 2025~2027 年该业务营收保持在 1 亿元水平，假设毛利率保持在 2022~2024 年的平均水平 14%。

从量的维度看，终端（手机/PC/眼镜）、服务器、智能汽车三大增量场景驱动各板块 PCB 销量持续扩容；从价的维度看，折叠屏、算力、车规级等高端需求推动 PCB 产品结构向高附加值品类倾斜，单机/单产品价值显著提升。我们预计公司 2025~2027 年营收达 402 亿元、511 亿元、724 亿元，同比增速 14%、27%、42%；毛利率随高端产品占比提升至 23%、24%、25%。

图表34：公司营收和毛利预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	362	321	351	402	511	724
yoy	9%	-11%	10%	14%	27%	42%
毛利率	24%	21%	21%	23%	24%	25%
通讯用板						
营业收入	227	235	242	257	292	365
yoy	3%	4%	3%	6%	14%	25%
毛利率	22%	21%	18%	20%	21%	22%
占比	63%	73%	69%	64%	57%	50%
消费电子及计算机用板						
营业收入	132	80	98	124	157	199
yoy	19%	-40%	22%	27%	27%	27%
毛利率	27%	23%	27%	28%	29%	30%
占比	36%	25%	28%	31%	31%	28%
汽车、服务器用板及其他用板						
营业收入	3	5	10	20	61	158
yoy	44%	71%	90%	100%	196%	161%
毛利率	16%	16%	23%	23%	24%	25%
占比	1%	2%	3%	5%	12%	22%
其它						
营业收入	0	0	1	1	1	1
毛利率	43%	-16%	14%	14%	14%	14%

来源：Wind，国金证券研究所

基于公司历史业绩表现及历史费用结构，我们对公司期间费用做出如下关键假设：

- 1) 税金及附加：2025 年三季度该费用占收入比例为 0.6%，我们假设 2025~2027 年该比例维持在 0.6%；
- 2) 销售费用：2025 年三季度销售费用率为 0.7%，我们预计 2025~2027 年将保持在 0.7%；
- 3) 管理费用：2025 年三季度管理费用率为 3.8%，我们假设 2025~2027 年该比例稳定在 3.8%；



- 4) 研发费用：2025 年三季度研发费用率为 6.4%。考虑到公司持续加大研发投入，我们假设 2025~2027 年研发费用率保持在 6.4%；
- 5) 其他成本与费用：包括其他收益、投资净收益、公允价值变动净收益、资产减值损失、信用减值损失、资产处置收益、营业外收入、营业外支出，因这些项目历史波动较大，故采取合并预测的方式进行假设，2022 年至 2025 年前三季度平均数为 0.05 亿元，我们假设 2025~2027 年该值保持为 0.05 亿元。
- 6) 所得税率：2025 年三季度所得税率为 15%，但 2022~2024 年平均所得税率为 10%，我们保守假设 2025~2027 年所得税率为 15%、11%、11%。
- 7) 少数股东损益：根据公司历史少数股东损益，我们保守假设 2025~2027 年少数股东损益为 -0.20 亿元、-0.20 亿元、-0.20 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2025~2027 年归母净利润将分别达到 38 亿元、56 亿元和 86 亿元，同比增速分别为 0%、52%和 58%，呈现加速增长态势。

图表35：公司归母净利润预测（亿元）

指标	2022	2023	2024	2025年前三季度	2025E	2026E	2027E
营收	362	321	351	269	402	511	724
yoy	9%	-11%	10%	14%	14%	27%	42%
毛利润	87	68	73	55	91	122	180
毛利率	24%	21%	21%	21%	23%	24%	25%
税金及附加	2	2	3	2	2	3	4
税金及附加/收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	2	2	2	2	3	3	5
销售费用/收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	13	12	12	10	15	19	27
管理费用/收入	3.6%	3.8%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	17	20	23	17	26	33	46
研发费用/收入	462.0%	6.1%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
其他成本与费用	-3	-3	-8	-3	0	0	0
利润总额	56	36	40	28	44.78	63.04	96.91
所得税	6	3	4	4	7	7	11
所得税率	11%	8%	11%	15%	15%	11%	11%
净利润	50	33	36	24	38	56	86
少数股东损益	0.00	0.00	-0.01	-0.15	-0.20	-0.20	-0.20
归母净利润	50	33	36	24	38	56	86
归母净利率	14%	10%	10%	9%	10%	11%	12%
yoy	51%	-34%	10%	22%	6%	47%	54%

来源：Wind，国金证券研究所

3.2、展望目标市值 1680 亿元

我们选取深南电路、沪电股份、胜宏科技、生益电子作为可比公司，可比公司 2025 年预期业绩已披露预告归母净利润中值、2026~2027 年按照 Wind 一致预期，可得 2025~2027 年可比公司的 PE 估值平均为 49 倍、30 倍、22 倍，高于我们预测下的公司 PE 估值 32 倍、22 倍、14 倍。基于公司作为全球 FPC 龙头，并深度布局 AI 产业链与的核心逻辑，我们给予公司 2026 年归母净利润行业平均的 30 倍目标 PE，对应目标市值 1680 亿元，对应目标价为 72.46 元/股，给予“买入”评级。



图表36: 公司可比公司估值 (截至 2026 年 3 月 4 日)

股票简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE		
		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
深南电路	1,825	14	19	32	49	63	56	38	29
沪电股份	1,463	15	26	38	54	71	38	27	21
胜宏科技	2,501	7	12	44	90	138	57	28	18
生益电子	668	0	3	15	25	34	46	27	20
平均值				--			49	30	22
鹏鼎控股	1,221	33	36	38	56	86	32	22	14

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 沪电股份和生益电子已经披露 2025 年快报, 则按照快报披露的 2025 年业绩列示和计算 PE; 截至本报告发布日止, 深南电路和胜宏科技仅披露 2025 年业绩预告, 则本文按照预告披露的 2025 年业绩区间的中值列示和计算 PE。

四、风险提示

4.1、AI 需求不及预期风险

公司当前加码 AI PCB 领域, 包括技术布局、客户拓展和扩产方向, 在我们的盈利假设中也隐含了 AI 相关业务的高速增长; 当前 AI 向上发展趋势是市场的一致预期, 但对 AI 发展的增速存在较大争议, 一方面以 DeepSeek 为代表的模型公司通过模型的设计变化来降低算力的耗用, 另一方面海外云计算厂商的算力 token 数消耗量仍然在快速增长, 并且以 OpenClaw 为代表的 AI Agent 应用的崛起使得 AI 应用在个人消费中快速渗透, 有望进一步打开 AI 硬件的市场空间, 因此当前 AI 需求仍然存在不确定性。如若 AI 需求发展不及预期, 则公司当前的布局将无法达到预期回报, 导致盈利不及预期。

4.2、大客户依赖风险

根据公司 2024 年年报, 公司服务的第一大客户的营收占比高达 81.94%, 可见公司当前的业务高度集中于某单一大客户; 如若该大客户的业务出现超预期的不利变化, 则也会影响公司的业务和盈利水平, 存在较大的大客户依赖风险。

4.3、汇率变动风险

公司主要客户及供应商为境外企业, 公司出口商品、进口原材料主要使用美元结算, 导致公司持续持有较大数额的美元资产 (主要为美元货币资金和经营性应收项目) 和美元负债 (包括经营性负债、银行借款、其他借款)。随着生产、销售规模的扩大, 公司原材料进口和产品出口金额将不断增加, 外汇结算量将继续增大。目前, 受多重因素影响, 外汇市场存在较大的不确定性, 因此公司仍然面临汇率波动的风险。

4.4、原材料\能源紧缺及价格上涨的风险

公司的 PCB 产品以电子零件、铜箔基板、铜片、背胶、覆盖膜、金盐、半固化片、油墨、铜球和铜粉等为主要原材料, 原材料价格的波动将对公司产品的毛利率水平产生一定影响; 同时公司生产中需要大量电力, 电力供应及电力价格亦受能源供应及能源价格波动影响。全球地缘政治冲突以及气候变化日益恶化, 引发了全球能源及大宗商品市场价格的波动, 原材料及能源价格存在一定的不确定性, 公司可能面临原材料、能源价格上涨的风险。

4.5、行业变化较快及市场竞争加剧的风险

公司产品的主要下游领域为通讯电子、消费电子及计算机产品, 其具有时尚性强, 产品性能更新速度快, 品牌多的特点, 而消费者对不同品牌不同产品的偏好变化速度较快, 导致不同品牌的产品市场占有率的结构变化周期相对短于其他传统行业。如公司主要客户在市场竞争中处于不利地位、公司的技术及生产能力无法满足客户新产品的要求或客户临时变更、延缓或暂停新产品技术路线, 或公司无法及时开发新客户, 公司业绩将受到不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	36,211	32,066	35,140	40,208	51,078	72,361
增长率		-11.4%	9.6%	14.4%	27.0%	41.7%
主营业务成本	-27,521	-25,224	-27,844	-31,121	-38,920	-54,380
%销售收入	76.0%	78.7%	79.2%	77.4%	76.2%	75.2%
毛利	8,690	6,842	7,297	9,086	12,158	17,981
%销售收入	24.0%	21.3%	20.8%	22.6%	23.8%	24.8%
营业税金及附加	-171	-238	-275	-241	-306	-434
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-198	-210	-216	-261	-332	-470
%销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-1,287	-1,208	-1,204	-1,528	-1,941	-2,750
%销售收入	3.6%	3.8%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	-1,672	-1,957	-2,324	-2,573	-3,269	-4,631
%销售收入	4.6%	6.1%	6.6%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	5,363	3,229	3,278	4,483	6,309	9,696
%销售收入	14.8%	10.1%	9.3%	11.1%	12.4%	13.4%
财务费用	357	309	736	-144	-359	-364
%销售收入	-1.0%	-1.0%	-2.1%	0.4%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-218	-95	-78	-72	-18	-36
公允价值变动收益	11	12	-39	93	248	269
投资收益	2	-4	10	9	9	10
%税前利润	0.0%	n.a	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	5,620	3,566	4,043	4,484	6,304	9,690
营业利润率	15.5%	11.1%	11.5%	11.2%	12.3%	13.4%
营业外收支	0	6	1	-6	1	1
税前利润	5,620	3,571	4,044	4,478	6,305	9,691
利润率	15.5%	11.1%	11.5%	11.1%	12.3%	13.4%
所得税	-608	-285	-425	-672	-694	-1,066
所得税率	10.8%	8.0%	10.5%	15.0%	11.0%	11.0%
净利润	5,012	3,287	3,619	3,806	5,611	8,625
少数股东损益	0	0	-1	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	5,012	3,287	3,620	3,826	5,631	8,645
净利率	13.8%	10.3%	10.3%	9.5%	11.0%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,012	3,287	3,619	3,806	5,611	8,625
少数股东损益	0	0	-1	-20	-20	-20
非现金支出	3,222	3,056	3,163	3,326	4,070	4,923
非经营收益	-357	55	-1	-229	-63	-29
营运资金变动	3,080	1,571	302	-1,045	-1,148	-1,988
经营活动现金净流	10,957	7,969	7,082	5,858	8,470	11,530
资本开支	-4,328	-3,477	-2,765	-6,010	-6,495	-6,579
投资	-157	-991	-139	-103	148	158
其他	0	15	18	9	9	10
投资活动现金净流	-4,484	-4,454	-2,886	-6,105	-6,338	-6,412
股权募资	0	24	28	0	0	0
债权募资	-543	1,008	-696	2,074	1,689	2,056
其他	-1,271	-1,975	-1,159	-2,707	-3,978	-6,052
筹资活动现金净流	-1,814	-943	-1,827	-633	-2,288	-3,997
现金净流量	5,017	2,702	2,505	-879	-157	1,122

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,207	10,912	13,497	12,596	12,424	13,535
应收款项	6,289	6,225	6,103	6,741	9,212	14,042
存货	3,440	3,054	3,356	4,703	5,882	8,218
其他流动资产	557	532	679	801	809	947
流动资产	18,493	20,723	23,635	24,841	28,327	36,742
%总资产	47.7%	49.0%	53.1%	50.6%	51.4%	56.2%
长期投资	1,208	2,367	2,240	2,986	3,086	3,197
固定资产	17,222	17,574	17,121	19,728	22,180	23,896
%总资产	44.4%	41.6%	38.4%	40.2%	40.2%	36.5%
无形资产	1,306	1,298	1,220	1,479	1,484	1,476
非流动资产	20,310	21,555	20,908	24,275	26,829	28,643
%总资产	52.3%	51.0%	46.9%	49.4%	48.6%	43.8%
资产总计	38,803	42,278	44,543	49,116	55,156	65,385
短期借款	2,987	4,151	3,274	5,708	7,397	9,452
应付款项	5,529	6,326	6,664	7,743	10,220	15,030
其他流动负债	1,485	1,363	1,266	1,321	1,371	1,912
流动负债	10,001	11,840	11,204	14,771	18,988	26,394
长期贷款	176	0	180	180	180	180
其他长期负债	689	763	837	51	36	25
负债	10,866	12,603	12,221	15,002	19,204	26,599
普通股股东权益	27,937	29,651	32,110	33,923	35,781	38,634
其中：股本	2,321	2,320	2,319	2,318	2,318	2,318
未分配利润	11,877	13,493	15,959	17,222	19,080	21,933
少数股东权益	0	25	212	192	172	152
负债股东权益合计	38,803	42,278	44,543	49,116	55,156	65,385

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.159	1.417	1.561	1.651	2.429	3.729
每股净资产	12.036	12.778	13.849	14.634	15.436	16.666
每股经营现金净流	4.720	3.434	3.055	2.527	3.654	4.974
每股股利	0.700	0.500	1.000	1.106	1.628	2.499
回报率						
净资产收益率	17.94%	11.09%	11.27%	11.28%	15.74%	22.38%
总资产收益率	12.92%	7.77%	8.13%	7.79%	10.21%	13.22%
投入资本收益率	15.20%	8.67%	8.11%	9.53%	12.90%	17.82%
增长率						
主营业务收入增长率	8.69%	-11.45%	9.59%	14.42%	27.03%	41.67%
EBIT 增长率	44.67%	-39.79%	1.52%	36.76%	40.75%	53.68%
净利润增长率	51.07%	-34.41%	10.14%	5.69%	47.17%	53.52%
总资产增长率	9.18%	8.96%	5.36%	10.27%	12.30%	18.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.8	70.9	62.1	60.0	65.0	70.0
存货周转天数	47.3	47.0	42.0	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	57.5	63.9	65.1	70.0	75.0	80.0
固定资产周转天数	155.1	173.7	163.5	142.9	114.2	79.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.05%	-22.78%	-31.07%	-19.66%	-13.48%	-10.06%
EBIT 利息保障倍数	-15.0	-10.5	-4.5	31.0	17.6	26.7
资产负债率	28.00%	29.81%	27.44%	30.54%	34.82%	40.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	10	25
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.25	1.23	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究