

卓胜微 (300782.SZ)

优于大市

L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过，短期利润承压

核心观点

上半年收入同比增长 37%，毛利率承压。公司 2024 上半年实现收入 22.85 亿元 (YoY +37.20%)，归母净利润 3.54 亿元 (YoY -3.32%)，扣非归母净利润 3.54 亿元 (YoY -3.43%)，毛利率同比下降 6.9pct 至 42.12%，研发费用同比增长 94% 至 4.93 亿元，研发费率同比提高 6.3pct 至 21.58%。其中 2Q24 营收 10.95 亿元 (YoY +14.8%，QoQ -7.9%)，归母净利润 1.57 亿元 (YoY -37%，QoQ -21%)，扣非归母净利润 1.60 亿元 (YoY -36%，QoQ -18%)，毛利率 41.40% (YoY -7.8pct，QoQ -1.4pct)。

上半年射频模组收入同比增长 81%，占比提高到 42%。分产品线来看，上半年公司射频分立器件收入 12.66 亿元 (YoY +14.74%)，占比 55%，毛利率同比下降 6.4pct 至 43.25%；射频模组收入 9.66 亿元 (YoY +81.41%)，占比提高至历史新高 42%，毛利率同比下降 7.3pct 至 40.71%。

集成自产 MAX- SAW 的 L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过。公司 6 英寸滤波器产线的产品品类已实现全面布局，具备双工器/四工器、单芯片多频段滤波器等产品已成功导入多家品牌客户并持续放量。公司对集成自产 MAX- SAW 的 L-PAMiD 产品性能、工艺和技术不断优化和迭代，产品系列已在部分品牌客户验证通过，公司针对 L-PAMiD 产品的研发覆盖全频段，将逐步丰富产品型号，持续布局高价值化的产品矩阵，形成产品战略闭环。

12 英寸 IPD 平台正式规模量产，3D 堆叠封装产品进入验证阶段。公司 12 英寸 IPD 平台已正式进入规模量产阶段，L-PAMiF、LFEM 等相关模组产品中采用自产 IPD 滤波器的比例已达到较高水平；12 英寸射频开关和低噪声放大器的第一代工艺生产线已实现工艺通线，并于 2024 年第二季度进入量产阶段，产能开始持续爬坡，其中自产的射频开关已实现量产出货，覆盖多家品牌客户以及绝大部分 ODM 客户。同时，公司正在建设高端先进模组技术能力，通过 3D 堆叠封装形式实现更好的性能和面积优势，产品已经进入验证阶段。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“优于大市”评级

由于手机需求复苏较弱及研发投入加大，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 9.14/12.16/15.45 亿元（前值为 12.33/15.15/18.23 亿元），对应 2024 年 8 月 28 日股价的 PE 分别为 37/28/22x。公司已形成射频前端产品平台，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,677	4,378	4,905	5,809	6,709
(+/-%)	-20.6%	19.1%	12.0%	18.4%	15.5%
归母净利润(百万元)	1069	1122	914	1216	1545
(+/-%)	-49.9%	5.0%	-18.5%	33.0%	27.1%
每股收益(元)	2.00	2.10	1.71	2.27	2.89
EBIT Margin	36.7%	27.2%	20.3%	22.6%	23.9%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	11.4%	8.6%	10.3%	11.8%
市盈率 (PE)	32.0	30.5	37.4	28.2	22.2
EV/EBITDA	24.2	25.2	25.6	17.1	14.3
市净率 (PB)	3.94	3.49	3.21	2.91	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	63.47 元
总市值/流通市值	33927/28407 百万元
52 周最高价/最低价	152.49/61.77 元
近 3 个月日均成交额	570.69 百万元

市场走势

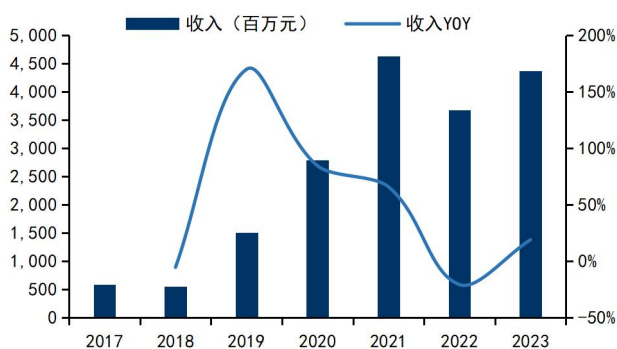


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

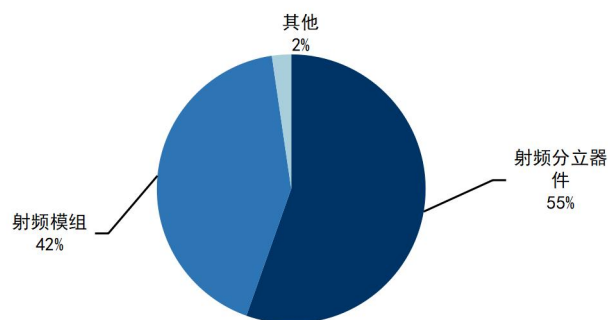
- 《卓胜微 (300782.SZ) 一季度收入同比增长 67%，12 英寸 IPD 平台转入量产阶段》——2024-04-30
- 《卓胜微 (300782.SZ) 三季度收入创季度新高，自有高端滤波器品牌规模量产》——2023-10-31
- 《卓胜微 (300782.SZ) 二季度收入同比环比均实现增长》——2023-08-31
- 《卓胜微 (300782.SZ) 一季度收入环比增长，自建滤波器产线全面量产》——2023-05-01
- 《卓胜微 (300782.SZ) 三季度毛利率回升，滤波器项目进展顺利》——2022-10-28

图1: 公司营业收入及增速



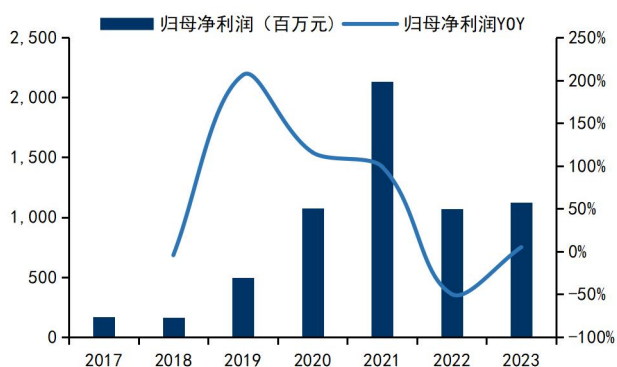
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2024 上半年收入构成



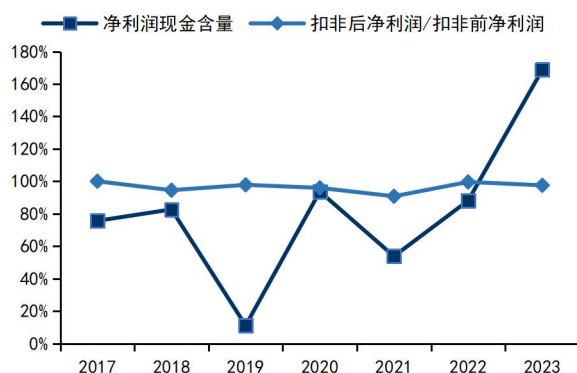
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



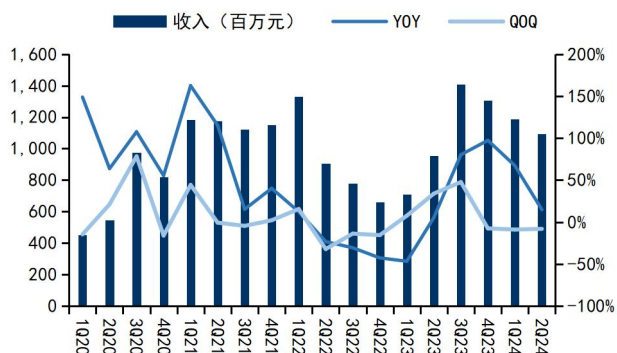
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



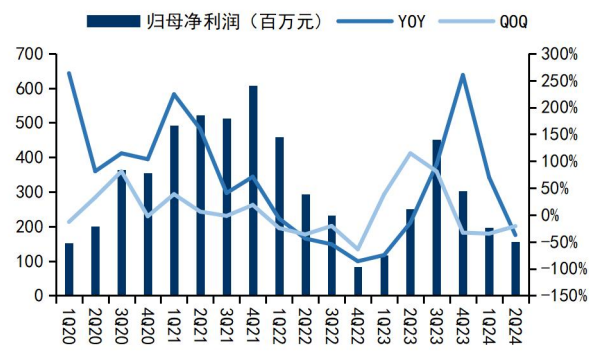
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



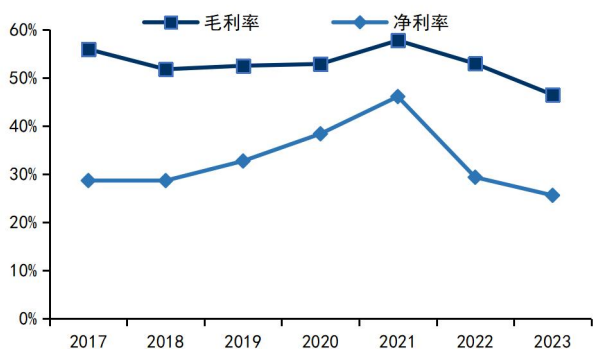
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



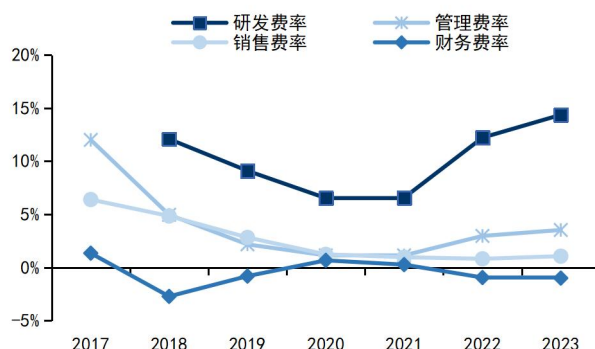
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



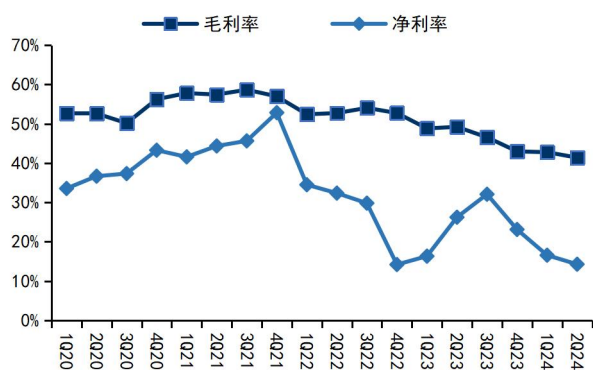
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



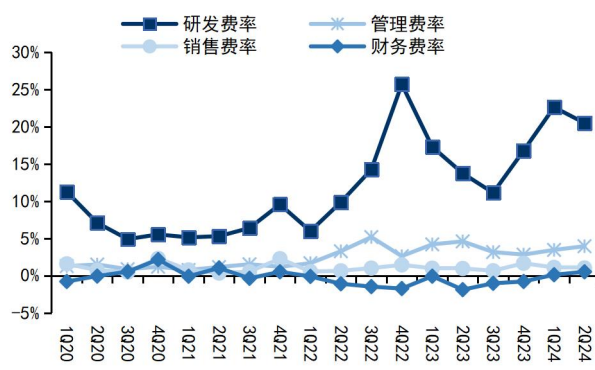
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1277	1008	1649	1642	3359	营业收入	3677	4378	4905	5809	6709
应收款项	465	552	618	732	845	营业成本	1732	2345	2866	3350	3842
存货净额	1720	1493	2004	1423	1463	营业税金及附加	6	11	8	12	14
其他流动资产	127	216	243	282	325	销售费用	30	47	49	52	60
流动资产合计	3588	3269	4513	4079	5992	管理费用	109	155	152	162	179
固定资产	4539	5602	6666	6900	6510	研发费用	449	629	834	918	1006
无形资产及其他	123	122	117	112	107	财务费用	(35)	(44)	(3)	(11)	(62)
其他长期资产	1163	1874	1874	1874	1874	投资收益	1	7	10	6	8
长期股权投资	91	91	102	108	116	资产减值及公允价值变动	(311)	(77)	(51)	(63)	(61)
资产总计	9504	10958	13271	13073	14598	其他	21	9	8	7	6
短期借款及交易性金融负债	4	9	1352	6	7	营业利润	1096	1175	965	1276	1622
应付款项	476	635	718	764	873	营业外净收支	(7)	(4)	(5)	0	0
其他流动负债	240	237	266	283	323	利润总额	1089	1171	960	1276	1622
流动负债合计	721	881	2335	1054	1203	所得税费用	11	52	48	64	81
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	(3)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	98	274	274	274	274	归属于母公司净利润	1069	1122	914	1216	1545
长期负债合计	98	274	274	274	274	现金流量表 (百万元)					
负债合计	819	1154	2609	1327	1476	净利润	1078	1119	912	1213	1541
少数股东权益	3	0	(2)	(5)	(8)	资产减值准备	301	96	60	71	73
股东权益	8682	9803	10664	11750	13130	折旧摊销	95	211	441	770	896
负债和股东权益总计	9504	10958	13271	13073	14598	公允价值变动损失	2	(19)	(9)	(9)	(12)
关键财务与估值指标						财务费用	(32)	7	(3)	(11)	(62)
每股收益	2.00	2.10	1.71	2.27	2.89	营运资本变动	1190	(321)	(483)	500	(36)
每股红利	0.17	0.22	0.18	0.24	0.31	其他	(1692)	801	(58)	(61)	(11)
每股净资产	16.27	18.36	19.95	21.98	24.56	经营活动现金流	942	1894	861	2474	2389
ROIC	17%	13%	9%	11%	14%	资本开支	(1711)	(2122)	(1500)	(1000)	(500)
ROE	12%	11%	9%	10%	12%	其它投资现金流	92	(171)	(10)	(6)	(8)
毛利率	53%	46%	42%	42%	43%	投资活动现金流	(1619)	(2292)	(1510)	(1006)	(508)
EBIT Margin	37%	27%	20%	23%	24%	权益性融资	6	18	44	0	0
EBITDA Margin	39%	32%	29%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-21%	19%	12%	18%	15%	支付股利、利息	(234)	(91)	(97)	(129)	(164)
净利润增长率	-50%	5%	-19%	33%	27%	其它融资现金流	(5)	(21)	1343	(1346)	1
资产负债率	9%	11%	20%	10%	10%	融资活动现金流	(233)	(94)	1290	(1475)	(164)
息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	(806)	(494)	640	(7)	1717
P/E	32.0	30.5	37.4	28.2	22.2	货币资金的期初余额	2020	1214	720	1361	1354
P/B	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6	货币资金的期末余额	1214	720	1361	1354	3071
EV/EBITDA	24.2	25.2	25.6	17.1	14.3	企业自由现金流	912	(1092)	(596)	1520	1886
						权益自由现金流	907	(1112)	749	184	1946

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032