

2024年11月07日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

**证券分析师**

方霁 S0630523060001

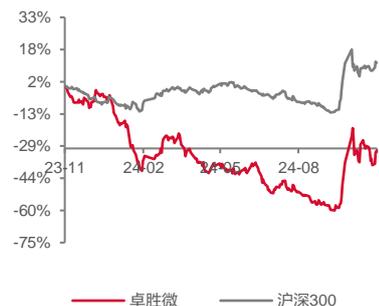
fangji@longone.com.cn

**联系人**

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2024/11/07
收盘价	104.68
总股本(万股)	53,439
流通A股/B股(万股)	44,743/0
资产负债率(%)	25.33%
市净率(倍)	5.48
净资产收益率(加权)	4.25
12个月内最高/最低价	148.29/58.61

**相关研究**

- 卓胜微 (300782)：芯卓产能稳步爬坡，L-PAMiD已通过部分品牌客户验证——公司简评报告
- 卓胜微 (300782)：十年磨剑成就射频龙头，自主可控构建强大内核——公司深度报告
- 5G主推射频前端高速发展，国内厂商产品升级扶摇直上——半导体行业深度报告（七）

# 卓胜微 (300782)：L-PAMiD迭代完成，折旧短期拖累不改长期向好

——公司简评报告

**投资要点**

- 事件概述：**卓胜微发布2024年三季度报告。2024Q1-Q3，公司实现营业收入33.67亿元（yoy+9.55%），实现归母净利润4.25亿元（yoy-48.05%），实现扣非归母净利润4.14亿元（yoy-49.11%），综合毛利率40.52%（yoy-7.40pcts）。2024Q3，公司实现营业收入10.83亿元（yoy-23.13%，qoq-1.13%），实现归母净利润0.71亿元（yoy-84.29%，qoq-54.63%），实现扣非归母净利润0.60亿元（yoy-86.51%，qoq-62.14%），综合毛利率37.14%（yoy-9.43pcts，qoq-4.26pcts）。
- 三季度营收规模稳步扩大，毛利率持续承压，主要系芯卓产线折旧、产品结构变化以及汇率波动影响，长远看在芯卓规模优势凸显后有望边际改善。**2024年第三季度毛利率37.14%，环比下降4.26个百分点，同比下降9.43个百分点，主要原因在于：（1）自建芯卓产线前期大幅折旧拖累毛利表现，2024年前三季度公司固定资产折旧变动金额约为4.13亿元。（2）产品结构变化，2024年前三季度，公司射频分立器件营收同比减少6.42%，模组类产品营收同比增加38.82%，目前模组的整体占比达到43%，后续随着模组的进一步市场化推进，其占比预计仍将持续提升。未来公司在芯卓产线产能利用率提升形成规模经济后，有望凭借国内领先的自主可控能力实现毛利率的边际改善。
- 6英寸SAW滤波器和12英寸IPD滤波器已达到较高自产比例。**公司6英寸滤波器产线的产品包含Normal-SAW滤波器、MAX-SAW滤波器等，目前集成自产滤波器的DiFEM、L-DiFEM、GPS模组等产品已成功导入多家品牌客户并持续放量。12英寸IPD平台目前已正式进入规模量产阶段，公司L-PAMiF、LFEM等相关产品中采用自产IPD滤波器的比例已达到较高水平。此外，公司12英寸射频开关和LNA的第一代工艺生产线已实现工艺通线，于2024年第二季度进入量产阶段，并于三季度逐步形成产出和产能爬坡。目前自产的射频开关产品在客户端逐步放量提升，已覆盖多家品牌客户以及绝大部分ODM客户。与此同时，射频开关产品在三季度已集成至模组开始量产出货。
- 研发投入大幅增加，L-PAMiD进展顺利，三季度已完成新一轮的产品迭代，实现了性能的提升。**公司目前处于研发的高峰期，截至2024年前三季度，公司研发费用7.53亿元，同比增长83.50%，主要来自于芯卓产线导入大批量产品时产生的相应模具费。公司产品中的L-PAMiD作为射频前端领域最复杂、最明珠的产品，已于二季度推出并已在部分品牌客户验证通过，也是国内是业界首次实现全国产供应链的系列产品。在三季度，公司已完成L-PAMiD的新一轮产品迭代，进一步提升了产品性能。展望未来，L-PAMiD产品有望在2025年及以后成为公司营收增长的重要发力点。
- 投资建议：**短期内受市场竞争及产线折旧拖累，业绩有所承压，但未来随着产线规模效应凸显后有望实现成熟产品的降本和高端产品国产替代的率先突破。我们略微下调了未来预期，预计公司2024、2025、2026年营收分别为46.67、52.42、59.92亿元（2024、2025、2026年原预测值分别是52.59、62.54、73.33亿元），预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为5.70、7.90、12.04亿元（2024、2025、2026年原预测值分别是8.39、10.83、14.55亿元），当前市值对应2024、2025、2026年PE为95、69、45倍。盈利预测维持“买入”评级。
- 风险提示：**1) 产品研发不及预期；2) 产能利用率提升不及预期；3) 客户导入不及预期。

## 盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4633.57	3677.49	4378.24	4667.40	5242.40	5991.95
同比增速(%)	65.95%	-20.63%	19.06%	6.60%	12.32%	14.30%
归母净利润(百万元)	2134.83	1069.20	1122.34	569.56	790.48	1203.72
同比增速(%)	99.00%	-49.92%	4.97%	-49.25%	38.79%	52.28%
每股盈利(元)	3.99	2.00	2.10	1.07	1.48	2.25
ROE(%)	27.9%	12.3%	11.4%	5.5%	7.2%	10.2%
PE(倍)	25.36	50.64	48.25	95.07	68.50	44.98

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 11 月 7 日）

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,378	4,667	5,242	5,992
%同比增速	19%	7%	12%	14%
营业成本	2,345	2,801	3,149	3,554
毛利	2,034	1,866	2,093	2,438
%营业收入	46%	40%	40%	41%
税金及附加	11	19	18	19
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	47	49	52	60
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	155	173	183	204
%营业收入	4%	4%	4%	3%
研发费用	629	1,048	996	959
%营业收入	14%	22%	19%	16%
财务费用	-44	19	78	65
%营业收入	-1%	0%	1%	1%
资产减值损失	-96	-80	-80	-80
信用减值损失	-4	-7	0	0
其他收益	12	28	31	36
投资收益	7	1	3	6
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0
资产处置收益	1	4	5	6
营业利润	1,175	505	724	1,100
%营业收入	27%	11%	14%	18%
营业外收支	-4	-6	-6	-6
利润总额	1,171	499	719	1,094
%营业收入	27%	11%	14%	18%
所得税费用	52	-70	-72	-109
净利润	1,119	569	790	1,204
%营业收入	26%	12%	15%	20%
归属于母公司的净利润	1,122	570	790	1,204
%同比增速	5%	-49%	39%	52%
少数股东损益	-3	-1	0	0
EPS (元/股)	2.10	1.07	1.48	2.25

## 主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.10	1.07	1.48	2.25
BVPS	18.34	19.37	20.47	22.17
PE	48.25	95.07	68.50	44.98
PEG	9.74	—	1.77	0.86
PB	5.52	5.23	4.95	4.57
EV/EBITDA	55.69	50.91	39.52	29.62
ROE	11%	6%	7%	10%
ROIC	11%	5%	6%	9%

## 资产负债表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,008	1,027	1,670	2,233
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	518	641	648	659
存货	1,493	2,685	2,712	2,764
预付账款	48	42	31	28
其他流动资产	202	447	547	649
流动资产合计	3,269	4,842	5,609	6,333
长期股权投资	91	91	91	91
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,418	5,055	5,350	5,615
无形资产	122	157	192	217
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	84	123	123	123
其他非流动资产	4,974	3,524	3,425	3,323
资产总计	10,958	13,792	14,791	15,703
短期借款	0	2,010	2,410	2,410
应付票据及应付账款	635	778	787	790
预收账款	2	0	0	0
应付职工薪酬	97	76	72	75
应交税费	121	23	26	30
其他流动负债	25	47	46	46
流动负债合计	881	2,934	3,342	3,350
长期借款	0	100	100	100
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	65	69	69	69
其他非流动负债	209	336	336	336
负债合计	1,154	3,439	3,847	3,855
归属母公司所有者权益	9,803	10,354	10,944	11,848
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	9,803	10,353	10,944	11,848
负债及股东权益	10,958	13,792	14,791	15,703

## 现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,894	-320	1,462	1,927
投资	-37	0	0	0
资本性支出	-2,010	-2,417	-900	-940
其他	-246	592	-5	-2
投资活动现金流净额	-2,292	-1,825	-906	-942
债权融资	0	2,106	400	0
股权融资	18	72	0	0
支付股利及利息	-91	-184	-314	-423
其他	-21	161	0	0
筹资活动现金流净额	-94	2,155	86	-423
现金净流量	-494	19	643	563

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 11 月 7 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089