

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	人民币 83.90	人民币 97.00↓	+15.6%

2025年1月20日

卓胜微 (300782 CH)

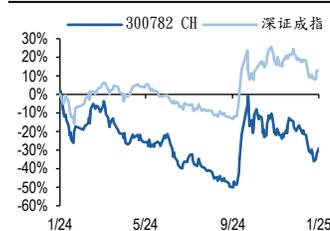
芯卓产线上线或影响公司利润水平

- 卓胜微公布 2024 全年业绩预告。公司预计 2024 全年营业收入 44.91 亿元（人民币，下同），同比增长 2.6%，略低于我们预期的 45.95 亿元。公司预计归母净利润 3.80-4.93 亿元，同比下降 66.14%-56.07%，中位数 4.37 亿元低于我们此前预期的 5.42 亿元，我们认为主要是公司继续推进 12 寸 IPD 产线上量和 L-PAMiD 新产品导致研发费用上升所致。公司预计 4Q24 毛利率水平与 3Q24（37.1%）基本持平。我们推算，公司 4Q24 研发费用率或有一定上升，营业利润率或环比下降，我们预测公司 4Q24 营业利润率或在个位数，低于我们此前预期。
- 芯卓产线上线或影响公司利润水平。公司表示，2024 年射频前端芯片产业链仍处于寻求库存水位与市场需求保持平稳波动的周期中。1H24，公司在不断巩固并提升原有优势产品市场份额的同时，积极扩大射频模组产品的市场开拓力度，如 L-PAMiF 和 L-FEMiD 等新模组产品，帮助公司收入同比回升。2H24，受到下游需求趋向保守和终端更平稳的库存策略影响，收入同比回落。而公司产品结构变化，芯卓产线加大研发投入和人才储备力度等因素导致全年盈利能力下降。
- 下调目标价。我们认为，全球射频前端市场温和复苏，略微下调公司 2025 年营业收入到 54.5 亿元（前值 56.2 亿元）。我们维持公司毛利率 2025 年见底的想法，略微上调 2024/25/26 年毛利率至 39.6%/38.0%/38.7%（前值 39.3%/37.8%/38.6%）。由于公司 IPD 产线和 L-PAMiD 产品所产生研发费用率或高于我们此前预测，我们下调 2024/25/26 年营业利润率到 10.0%/14.4%/17.1%（前值 11.9%/15.3%/17.3%），下调 2024/25/26 年基本每股收益到 0.81/1.42/1.98 元（前值 1.01/1.55/2.06 元）。基于 68 倍 2025 年市盈率（较前值不变），下调公司目标价到 97 元。考虑到市场对于国产龙头半导体设计公司短期内或有较大关注度，我们认为公司股票或有战术性机会，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	120.10
52周低位(人民币)	59.10
市值(百万人民币)	44,847.07
日均成交量(百万)	12.54
年初至今变化(%)	(6.47)
200天平均价(人民币)	83.70

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	3,677	4,378	4,491	5,454	6,446
同比增长(%)	-20.6	19.1	2.6	21.4	18.2
净利润(百万人民币)	1,069	1,122	433	756	1,057
每股盈利(人民币)	2.00	2.10	0.81	1.42	1.98
同比增长(%)	-50.0	4.9	-61.4	74.5	39.7
前EPS预测值(人民币)			1.01	1.55	2.06
调整幅度(%)			-20.0	-8.5	-3.7
市盈率(倍)	41.9	39.9	103.4	59.2	42.4
每股账面净值(人民币)	16.27	18.36	18.98	20.17	22.07
市账率(倍)	5.16	4.57	4.42	4.16	3.80

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2025 年 1 月 20 日

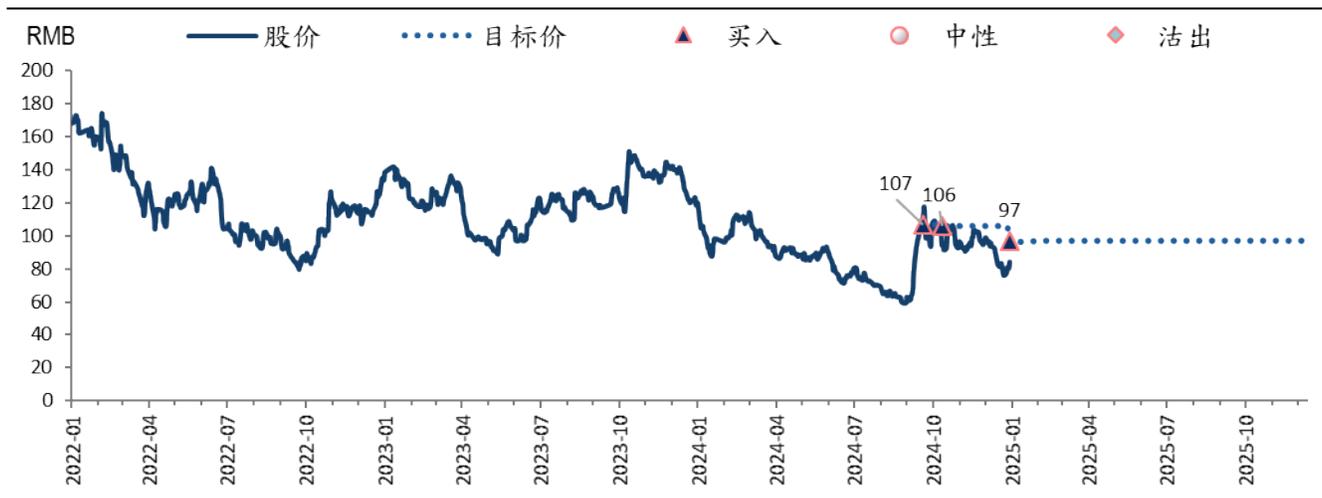
卓胜微 (300782 CH)

图表 1: 卓胜微盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	4,491	4,595	(2%)	5,454	5,616	(3%)	6,446	6,596	(2%)
毛利润	1,777	1,804	(1%)	2,070	2,121	(2%)	2,493	2,545	(2%)
营业利润	449	548	(18%)	785	858	(8%)	1,099	1,141	(4%)
净利润	433	542	(20%)	756	827	(9%)	1,057	1,097	(4%)
基本 EPS (人民币)	0.81	1.01	(20%)	1.42	1.55	(9%)	1.98	2.06	(4%)
利润率									
毛利率	39.6%	39.3%	0.3ppt	38.0%	37.8%	0.2ppt	38.7%	38.6%	0.1ppt
营业费用率	29.6%	27.3%	2.2ppts	23.6%	22.5%	1.1ppt	21.6%	21.3%	0.3ppt
营业利润率	10.0%	11.9%	-1.9ppt	14.4%	15.3%	-0.9ppt	17.1%	17.3%	-0.2ppt
净利率	9.6%	11.8%	-2.1ppt	13.9%	14.7%	-0.9ppt	16.4%	16.6%	-0.2ppt

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 卓胜微 (300782 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	买入	39.45	32.00	-18.9%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	24.40	30.00	23.0%	2025 年 01 月 06 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	137.71	170.00	23.4%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	83.90	97.00	15.6%	2025 年 01 月 20 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	121.46	183.00	50.7%	2024 年 11 月 27 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	102.64	133.00	29.6%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 17 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,677	4,378	4,491	5,454	6,446
主营业务成本	(1,732)	(2,345)	(2,714)	(3,384)	(3,954)
毛利	1,946	2,034	1,777	2,070	2,493
销售及管理费用	(139)	(201)	(223)	(173)	(197)
研发费用	(449)	(629)	(1,090)	(1,098)	(1,180)
其他经营净收入/费用	(6)	(11)	(15)	(14)	(17)
经营利润	1,351	1,192	449	785	1,099
财务成本净额	35	44	(14)	0	0
其他非经营净收入/费用	(296)	(65)	(55)	0	0
税前利润	1,089	1,171	380	785	1,099
税费	(11)	(52)	63	(26)	(39)
非控股权益	(9)	3	(10)	(2)	(3)
净利润	1,069	1,122	433	756	1,057
作每股收益计算的净利润	1,069	1,122	433	756	1,057

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,214	720	2,269	2,704	3,720
应收账款及票据	400	518	531	645	763
存货	1,720	1,493	1,728	2,154	2,517
其他流动资产	254	538	544	599	655
总流动资产	3,588	3,269	5,072	6,103	7,655
物业、厂房及设备	4,539	5,602	6,293	6,557	6,655
无形资产	123	122	109	98	88
长期应收收入	221	222	178	142	114
其他长期资产	1,033	1,743	1,743	1,743	1,743
总长期资产	5,915	7,689	8,322	8,540	8,600
总资产	9,504	10,958	13,395	14,642	16,255
短期贷款	0	0	2,007	2,437	2,881
应付账款	476	635	735	916	1,070
其他短期负债	245	246	246	246	246
总流动负债	721	881	2,988	3,599	4,197
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	98	274	274	274	274
总长期负债	98	274	274	274	274
总负债	819	1,154	3,261	3,873	4,471
股本	534	534	534	534	534
储备及其他资本项目	8,148	9,269	9,599	10,235	11,250
股东权益	8,682	9,803	10,133	10,769	11,784
非控股权益	3	0	0	0	0
总权益	8,685	9,803	10,133	10,769	11,784

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,078	1,119	443	759	1,060
折旧及摊销	95	211	410	528	579
营运资本变动	(255)	237	(149)	(359)	(326)
利息调整	(32)	7	7	7	7
其他经营活动现金流	56	320	(6)	(55)	(57)
经营活动现金流	942	1,894	705	880	1,263
资本开支	(1,711)	(2,010)	(1,088)	(781)	(667)
投资活动	29	(1)	44	36	28
其他投资活动现金流	63	(282)	0	0	0
投资活动现金流	(1,619)	(2,292)	(1,044)	(745)	(639)
负债净变动	0	0	2,007	430	443
权益净变动	6	18	0	0	0
股息	(234)	(91)	(120)	(129)	(52)
其他融资活动现金流	(5)	(21)	0	0	0
融资活动现金流	(233)	(94)	1,887	301	391
汇率收益/损失	104	(2)	0	0	0
年初现金	2,020	1,214	720	2,269	2,704
年末现金	1,214	720	2,269	2,704	3,720

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	2.004	2.103	0.812	1.416	1.979
每股账面值	16.266	18.365	18.977	20.168	22.068
利润率分析 (%)					
毛利率	52.9	46.4	39.6	38.0	38.7
EBITDA利润率	30.7	29.5	19.1	23.6	25.4
EBIT利润率	28.1	24.6	10.0	13.9	16.4
净利率	29.1	25.6	9.6	13.9	16.4
盈利能力 (%)					
ROA	11.9	11.0	3.6	5.4	6.8
ROE	13.1	12.1	4.3	7.2	9.4
ROIC	15.4	11.6	4.3	5.7	7.2
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	5.0	3.7	1.7	1.7	1.8
存货周转天数	336.7	250.0	216.6	209.4	215.6
应收账款周转天数	48.3	38.3	42.7	39.4	39.9
应付账款周转天数	89.8	86.5	92.1	89.0	91.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年1月20日

卓胜微 (300782 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。