

科技

收盘价

人民币 80.15

目标价

人民币 86.00↓

潜在涨幅

+7.3%

2025 年 4 月 1 日

卓胜微 (300782 CH)

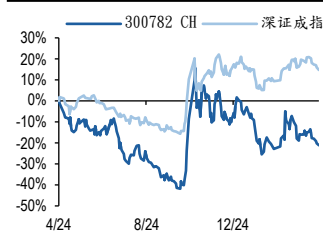
利润压力高于预期，下调至中性；期待 2H25 后利润回升

- 上市以来首次季度亏损，芯卓 12 寸产线对利润端的压力大于预期。4Q24 和 2024 年收入分别为 11.2/44.9 亿元，基本符合我们和市场的预期。2024 全年净利润 4.02 亿元，低于之前指引中位数 4.37 亿元。4Q24 为公司上市以来首次单季亏损（亏损 0.24 亿元）。一方面，芯卓产线转固之后折旧压力进一步加大，单季毛利率 36.4%略低于我们预期。另一方，用于光罩（mask）等的研发费用仍然处于高位。展望 1H25，管理层预计芯卓产线上量过程继续推高折旧压力，但折旧同比增幅或收窄，而用于光罩的研发费用或在 2025 年同比下降，符合我们预期。综合看，管理层预计 2025 年前两季度继续亏损。毛利率在 2H25 之后随着芯卓产线的稼动率上升（预计在 70-75%，1.5 万片/月 12 寸产能）开始企稳，总体盈利能力好于 1H25。
- 管理层关注长期收入端增长机会。管理层提到生成式 AI 带来的可穿戴、机器人等低功耗短距离通信的机会，并强调 WiFi-7 标准上线后公司独立 FEM 产品的市场机会（之前 WiFi-6 为集成 SoC 模式）。管理层提到进一步打入韩国大客户的进度受到竞争对手村田通过专利手段打压而受阻，公司已通过法律方式无效化竞对的一系统专利权益。我们认为，公司开拓短距通信和局域网产品或是公司在移动网络产品基础上多样化产品矩阵的尝试。产品多样化或帮助公司芯卓上线后维持较高的稼动率，但我们对短距通信和局域网产品的单价没有能见度。我们认为投资者或应继续关注 L-PAMiD 等有发射功能的产品，特别是在移动网络市场的竞争力。
- 下调评级至中性。我们认为，公司自建芯卓产线特色工艺平台是射频前端产品国产化的必经之路，但芯卓带来的成本和研发费用的压力高于我们之前的预期。与此同时，公司在总体射频前端市场需求温和上升的条件下受到海外大厂和国产竞对的竞争压力。因此，我们把评级从买入下调到中性。我们下调 2025/26 年收入预测至 48.6/60.2 亿元，下调 EPS 预测至 0.65/1.86 元（前值 1.42/1.98 元），基于 68 倍（较前值不变）2025/26 年平均市盈率，下调目标价至 86 元。

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	117.29
52周低位 (人民币)	59.10
市值 (百万人民币)	42,844.18
日均成交量 (百万)	5.13
年初至今变化 (%)	(10.65)
200天平均价 (人民币)	89.92

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	4,378	4,487	4,862	6,019	6,971
同比增长 (%)	19.1	2.5	8.4	23.8	15.8
净利润 (百万人民币)	1,122	402	348	992	1,168
每股盈利 (人民币)	2.10	0.75	0.65	1.86	2.19
同比增长 (%)	4.9	-64.2	-13.4	185.3	17.7
前EPS预测值 (人民币)			1.42	1.98	
调整幅度 (%)			-54.0	-6.1	
市盈率 (倍)	38.1	106.5	123.0	43.1	36.6
每股账面净值 (人民币)	18.36	19.11	19.80	21.71	23.89
市账率 (倍)	4.36	4.19	4.05	3.69	3.36

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>

图表 1：卓胜微 4Q24 财务概览

人民币百万	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	1,119	1,304	(14%)	1,083	3%	1,119	1,124	(0%)	1,142	(2%)
毛利润	407	561	(27%)	402	1%	407	413	(1%)	428	(5%)
营业利润	81	281	(71%)	86	(6%)	81	11	604%	103	(21%)
净利润	(24)	303	NM	71	NM	(24)	11	NM	58	NM
基本 EPS (人民币)	(0.04)	0.57	NM	0.13	NM	(0.04)	0.02	NM	0.10	NM
利润率	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	36.4%	43.0%	(6.6)	37.1%	(0.8)	36.4%	36.7%	(0.3)	37.5%	(1.1)
营业费用率	29.2%	21.5%	7.7	29.2%	(0.0)	29.2%	35.7%	(6.5)	28.5%	0.7
营业利润率	7.2%	21.5%	(14.3)	7.9%	(0.7)	7.2%	1.0%	6.2	9.0%	(1.8)
净利率	(2.1%)	23.3%	NM	6.6%	NM	(2.1%)	0.9%	NM	5.1%	NM

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2：卓胜微盈利预测变动

	2025E			2026E			2027E
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测
营业收入	4,862	5,454	(11%)	6,019	6,446	(7%)	6,971
毛利润	1,752	2,070	(15%)	2,334	2,493	(6%)	2,711
营业利润	551	785	(30%)	1,032	1,099	(6%)	1,215
净利润	348	756	(54%)	992	1,057	(6%)	1,168
基本 EPS (人民币)	0.65	1.42	(54%)	1.86	1.98	(6%)	2.19
利润率							
毛利率	36.0%	38.0%	(1.9)	38.8%	38.7%	0.1	38.9%
营业费用率	24.7%	23.6%	1.1	21.6%	21.6%	0.0	21.5%
营业利润率	11.3%	14.4%	(3.1)	17.1%	17.1%	0.1	17.4%
净利率	7.2%	13.9%	(6.7)	16.5%	16.4%	0.1	16.8%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 卓胜微 (300782 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 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	中性	46.10	48.00	4.1%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	31.05	32.00	3.1%	2025 年 02 月 17 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	108.38	168.00	55.0%	2025 年 02 月 27 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	102.74	141.00	37.2%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	132.72	133.00	0.2%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	80.15	86.00	7.3%	2025 年 04 月 01 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,378	4,487	4,862	6,019	6,971
主营业务成本	(2,345)	(2,715)	(3,110)	(3,685)	(4,260)
毛利	2,034	1,772	1,752	2,334	2,711
销售及管理费用	(201)	(237)	(236)	(184)	(223)
研发费用	(629)	(997)	(951)	(1,101)	(1,255)
其他经营净收入/费用	(11)	(17)	(14)	(17)	(18)
经营利润	1,192	521	551	1,032	1,215
财务成本净额	44	(21)	(4)	0	0
其他非经营净收入/费用	(65)	(118)	(108)	0	0
税前利润	1,171	381	439	1,032	1,215
税费	(52)	21	(90)	(37)	(43)
非控股权益	3	(1)	(1)	(3)	(4)
净利润	1,122	402	348	992	1,168
作每股收益计算的净利润	1,122	402	348	992	1,168

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	720	1,398	1,609	2,679	3,906
应收账款及票据	518	579	627	777	899
存货	1,493	2,521	2,887	3,421	3,955
其他流动资产	538	519	561	692	799
总流动资产	3,269	5,016	5,685	7,568	9,560
物业、厂房及设备	5,602	8,238	8,298	8,172	7,979
无形资产	122	152	134	119	105
长期应收收入	222	276	221	177	141
其他长期资产	1,743	550	550	550	550
总长期资产	7,689	9,216	9,204	9,018	8,775
总资产	10,958	14,233	14,889	16,586	18,335
短期贷款	0	1,895	2,054	2,543	2,945
应付账款	635	880	1,007	1,194	1,380
其他短期负债	246	195	195	195	195
总流动负债	881	2,971	3,257	3,932	4,520
长期贷款	0	633	633	633	633
其他长期负债	274	428	428	428	428
总长期负债	274	1,061	1,061	1,061	1,061
总负债	1,154	4,032	4,318	4,993	5,582
股本	534	535	580	626	627
储备及其他资本项目	9,269	9,665	9,989	10,965	12,125
股东权益	9,803	10,199	10,569	11,591	12,752
非控股权益	0	2	2	2	2
总权益	9,803	10,201	10,570	11,593	12,753

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,119	403	349	995	1,172
折旧及摊销	211	569	739	809	886
营运资本变动	237	(844)	(287)	(497)	(470)
利息调整	7	30	30	30	30
其他经营活动现金流	320	(76)	(42)	(130)	(107)
经营活动现金流	1,894	80	788	1,206	1,510
资本开支	(2,010)	(1,808)	(781)	(667)	(679)
投资活动	(1)	(54)	55	44	35
其他投资活动现金流	(282)	51	0	0	0
投资活动现金流	(2,292)	(1,812)	(726)	(623)	(644)
负债净变动	0	2,527	158	489	402
权益净变动	18	46	46	46	1
股息	(91)	(120)	(55)	(48)	(42)
其他融资活动现金流	(21)	(46)	0	0	0
融资活动现金流	(94)	2,407	149	486	361
汇率收益/损失	(2)	2	0	0	0
年初现金	1,214	720	1,398	1,609	2,679
年末现金	720	1,398	1,609	2,679	3,906

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.103	0.753	0.652	1.859	2.189
每股账面值	18.365	19.107	19.799	21.714	23.889
利润率分析(%)					
毛利率	46.4	39.5	36.0	38.8	38.9
EBITDA利润率	29.5	22.1	22.4	29.9	29.5
EBIT利润率	24.6	9.4	7.2	16.5	16.8
净利率	25.6	9.0	7.2	16.5	16.8
盈利能力(%)					
ROA	11.0	3.2	2.4	6.3	6.7
ROE	12.1	4.0	3.3	9.0	9.6
ROIC	11.6	4.3	3.3	6.7	7.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	11.1	10.2	4.3	净现金
流动比率	3.7	1.7	1.7	1.9	2.1
存货周转天数	250.0	269.8	317.4	312.4	316.0
应收账款周转天数	38.3	44.6	45.3	42.6	43.9
应付账款周转天数	86.5	101.8	110.7	109.0	110.3

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 4 月 1 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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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，或可能以委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。