

科技	收盘价 人民币 72.72	目标价 人民币 72.00↓	潜在涨幅 -1.0%
----	------------------	-------------------	---------------

2025 年 4 月 28 日

卓胜微 (300782 CH)

期待长期增长机会；维持中性评级

① **1Q25 收入同比下降，净利润亏损 0.47 亿元**：1Q25 收入 7.56 亿元（人民币，下同，Visible Alpha（VA）一致预期为 10.9 亿元），同比下降 36.5%，主要由于 2024 年季节性变化较弱，使得本期季节性因素更加明显。净利润亏损 0.47 亿元（VA 一致预期盈利 0.47 亿元），同比由盈转亏，扣非净利润亏损 0.54 亿元。毛利率 31.0%，环比下降 540bps。研发费用 1.78 亿元，同比下降 33.9%，主要由于 12 英寸产线工艺量产后研发费用下降，以及通过资源转换等方式优化费用所致。另外，公司 2025 年 1-3 月计提资产减值准备 1.09 亿元，均为计提的存货跌价准备金额，而反映在 1Q25 业绩上为利润总额减少 0.46 亿元。1Q25 经营性现金净流入 0.77 亿元，同比上升 1.3%。管理层提到 2H25 收入水平或较 1H25 有大幅提升。我们认为，一方面季节因素或使下半年下游对射频产品需求上升，另一方面新产品 L-PAMiD 产品上线或帮助贡献收入增量。

② **转型进行时，关注公司中长期产品落地**：管理层认为公司产品研发和芯卓产线进展顺利，基本面没有发生结构性变化。我们认为，公司季度业绩或受到短期季节性影响，而公司建设自主知识产权的芯卓特色工艺产线，提高产品差异化或在复杂贸易条件下帮助公司更好做到国产替代。我们认为投资者或在下半年重点关注 L-PAMiD 等高端模组产品上量进度，同时关注 3D 先进封装的变现进展及芯卓产线稼动率爬坡和对利润水平的变化作用。

③ **维持中性评级**：基于公司 2025 年业绩前低后高的特点，我们下调公司 2025/26 年收入预测至 46.0/53.5 亿元（前值 48.6/60.2 亿元）。我们同时下调 EPS 预测至 0.61/1.51 元（前值 0.65/1.86 元）。考虑到公司处于转型期，虽然短期近期**媒体报道**对于海外射频芯片的进口政策存在不确定性，但我们认为公司长期仍然在射频领域具备进一步实现国产替代的潜力。我们基于 68 倍（较前值不变）2025/26 年平均市盈率，下调目标价至 72.0 元人民币（原目标价 86.00 元），并维持**中性**评级。

财务数据一览

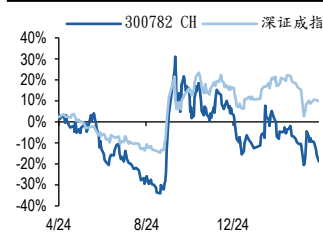
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	4,378	4,487	4,603	5,346	6,250
同比增长(%)	19.1	2.5	2.6	16.1	16.9
净利润(百万人民币)	1,122	402	325	804	1,006
每股盈利(人民币)	2.10	0.75	0.61	1.51	1.88
同比增长(%)	4.9	-64.2	-19.1	147.5	25.1
前EPS预测值(人民币)			0.65	1.86	2.19
调整幅度(%)			-6.6	-19.0	-13.9
市盈率(倍)	34.6	96.6	119.5	48.3	38.6
每股账面净值(人民币)	18.36	19.11	19.76	21.32	23.19
市账率(倍)	3.96	3.81	3.68	3.41	3.14

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	38,872.48
日均成交量(百万)	8.89
年初至今变化(%)	(18.93)
200天平均价(人民币)	89.57

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

图表 1：卓胜微 1Q25 财务概览

人民币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	756	1,190	(36%)	1,119	(32%)	756	1,082	(30%)	1,087	(30%)
毛利润	234	509	(54%)	407	(42%)	234	370	(37%)	394	(41%)
营业利润	4	183	(98%)	81	(95%)	4	62	(93%)	94	(95%)
净利润	(47)	198	NM	(24)	NM	(47)	(27)	NM	47	NM
基本 EPS (人民币)	(0.09)	0.37	NM	(0.04)	NM	(0.09)	(0.05)	NM	0.12	NM
利润率	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	31.0%	42.8%	(11.8)	36.4%	(5.4)	31.0%	34.2%	(3.2)	36.3%	(5.3)
营业费用率	30.4%	27.4%	3.0	29.2%	1.3	30.4%	28.5%	1.9	27.6%	2.8
营业利润率	0.6%	15.4%	(14.8)	7.2%	(6.6)	0.6%	5.7%	(5.2)	8.6%	(8.1)
净利率	(6.2%)	16.6%	NM	(2.1%)	(4.1)	(6.2%)	(2.5%)	(3.7)	4.3%	(10.5)

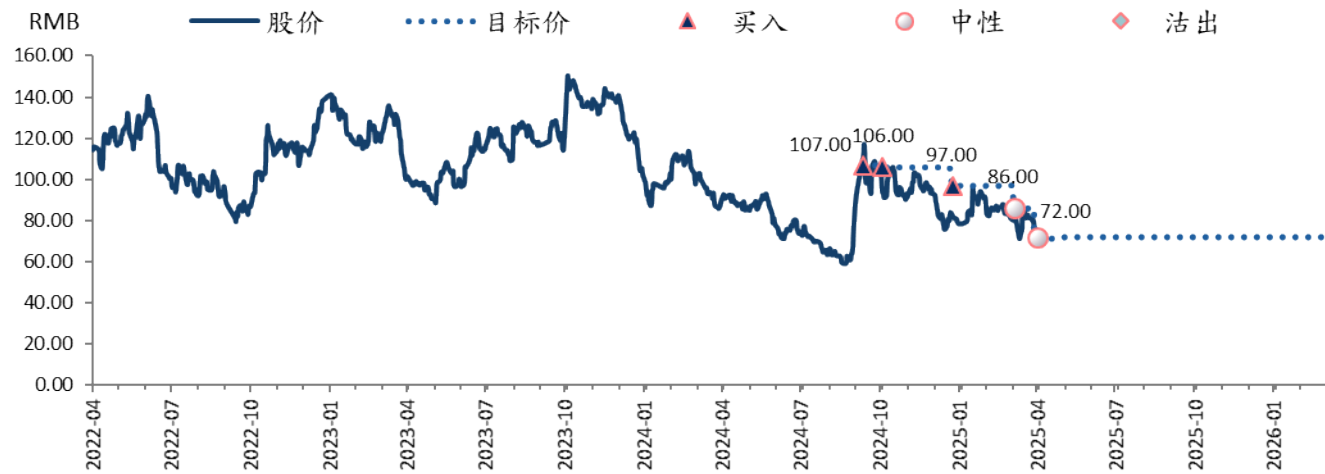
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2：卓胜微盈利预测变动

	2025E			2026E			2027E		
百万人民币	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	4,603	4,862	(5%)	5,346	6,019	(11%)	6,250	6,971	(10%)
毛利润	1,624	1,752	(7%)	1,993	2,334	(15%)	2,389	2,711	(12%)
营业利润	489	551	(11%)	836	1,032	(19%)	1,046	1,215	(14%)
净利润	325	348	(7%)	804	992	(19%)	1,006	1,168	(14%)
基本 EPS (人民币)	0.61	0.65	(7%)	1.51	1.86	(19%)	1.88	2.19	(14%)
<u>利润率</u>									
毛利率	35.3%	36.0%	(0.8)	37.3%	38.8%	(1.5)	38.2%	38.9%	(0.7)
营业费用率	24.6%	24.7%	(0.1)	21.6%	21.6%	(0.0)	21.5%	21.5%	0.0
营业利润率	10.6%	11.3%	(0.7)	15.6%	17.1%	(1.5)	16.7%	17.4%	(0.7)
净利率	7.1%	7.2%	(0.1)	15.0%	16.5%	(1.4)	16.1%	16.8%	(0.7)

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: 公司资料, 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	45.40	48.00	5.7%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	34.55	32.00	-7.4%	2025 年 02 月 17 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	111.01	152.00	36.9%	2025 年 04 月 23 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	96.65	141.00	45.9%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	122.28	133.00	8.8%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	72.72	72.00	-1.0%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 数据截至 2025 年 4 月 28 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	4,603	5,346	6,250
主营业务成本	(2,345)	(2,715)	(2,979)	(3,353)	(3,861)
毛利	2,034	1,772	1,624	1,993	2,389
销售及管理费用	(201)	(237)	(217)	(163)	(200)
研发费用	(629)	(997)	(903)	(976)	(1,125)
其他经营净收入/费用	(11)	(17)	(14)	(17)	(18)
经营利润	1,192	521	489	836	1,046
财务成本净额	44	(21)	(7)	0	0
其他非经营净收入/费用	(65)	(118)	(93)	0	0
税前利润	1,171	381	389	836	1,046
税费	(52)	21	(63)	(30)	(37)
非控股权益	3	(1)	(1)	(2)	(3)
净利润	1,122	402	325	804	1,006
作每股收益计算的净利润	1,122	402	325	804	1,006

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	1,618	2,546	3,645
应收账款及票据	518	579	594	690	806
存货	1,493	2,521	2,766	3,113	3,585
其他流动资产	538	519	532	616	718
总流动资产	3,269	5,016	5,510	6,965	8,754
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	14,714	15,982	17,529
短期贷款	0	1,895	1,945	2,258	2,640
应付账款	635	880	965	1,086	1,251
其他短期负债	246	195	195	195	195
总流动负债	881	2,971	3,105	3,540	4,087
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	4,167	4,602	5,148
股本	534	535	580	626	627
储备及其他资本项目	9,269	9,665	9,965	10,753	11,753
股东权益	9,803	10,199	10,546	11,379	12,380
非控股权益	0	2	2	2	2
总权益	9,803	10,201	10,547	11,381	12,381

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	326	807	1,009
折旧及摊销	211	569	739	809	886
营运资本变动	237	(968)	(175)	(322)	(424)
利息调整	7	30	30	30	30
其他经营活动现金流	320	48	(13)	(84)	(102)
经营活动现金流	1,894	80	906	1,239	1,399
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	49	314	382
权益净变动	18	46	46	46	1
股息	(91)	(120)	(55)	(48)	(39)
其他融资活动现金流	(21)	(46)	0	0	0
融资活动现金流	(94)	2,407	40	311	344
汇率收益/损失	(2)	2	0	0	0
年初现金	1,214	720	1,398	1,618	2,546
年末现金	720	1,398	1,618	2,546	3,645

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	0.609	1.506	1.885
每股账面值	18.365	19.107	19.756	21.317	23.192
利润率分析(%)					
毛利率	46.4	39.5	35.3	37.3	38.2
EBITDA利润率	29.5	22.1	23.3	30.2	30.3
EBIT利润率	24.6	9.4	7.2	15.0	16.1
净利率	25.6	9.0	7.1	15.0	16.1
盈利能力(%)					
ROA	11.0	3.2	2.2	5.2	6.0
ROE	12.1	4.0	3.1	7.3	8.5
ROIC	11.6	4.3	3.1	5.7	6.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	11.1	9.1	3.0	净现金
流动比率	3.7	1.7	1.8	2.0	2.1
存货周转天数	250.0	269.8	323.8	320.0	316.6
应收账款周转天数	38.3	44.6	46.5	43.8	43.7
应付账款周转天数	86.5	101.8	113.0	111.7	110.5

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**

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、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、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、北京赛目科技股份有限公司及滴普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，而并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。