

## 公司研究

## 产线爬坡导致 25Q1 业绩阶段承压，自建产线夯实长期竞争力

## ——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之十二

## 买入（维持）

当前价：74.85 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：何昊

执业证书编号：S0930522090002

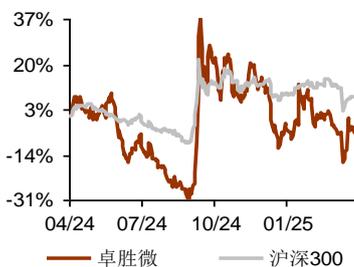
021-52523869

hehao1@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.35
总市值(亿元)	400.11
一年最低/最高(元)	58.61/131.00
近3月换手率	119.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.20	-5.26	-22.04
绝对	-7.13	-5.91	-18.96

资料来源：Wind

## 相关研报

产线相关研发&折旧使得 24Q1 净利率下降，L-PAMiD 实现 0-1 突破——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之十一（2024-05-06）

模组化布局和滤波器自建驱动中国射频龙头拐点将至——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之十（2023-06-12）

股权激励彰显信心，关注下游需求复苏和新产品放量——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之九（2023-04-15）

## 要点

## 事件：

(1) 公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 44.87 亿元，同比增长 2.48%，实现归母净利润 4.02 亿元，同比减少 64.20%；实现 EBITDA 9.79 亿元，同比减少 26.67%；实现毛利率 39.49%，同比减少 6.96pcts；实现归母净利率 8.97%，同比减少 16.60pcts。其中 2024Q4 单季度公司实现营收 11.19 亿元，同比减少 14.18%，环比增加 3.40%；实现归母净利润-0.24 亿元，同比减少 107.78%，环比减少 0.95 亿元；实现毛利率 36.39%，同比减少 6.59pcts，环比减少 0.75pct；实现归母净利率-2.00%，同比减少 25.11pcts，环比减少 8.63pcts。

(2) 公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 7.56 亿元，同比减少 36.47%；实现归母净利润-0.47 亿元，同比减少 123.57%；实现毛利率 31.01%，同比减少 11.77pcts，环比减少 5.38pcts；实现归母净利率-6.20%，同比减少-22.76pcts，环比减少 4.20pcts。

## 点评：

**射频模组营收占比持续提升，经营现金流改善明显。**24Q1 消费电子行业季节性变化规律弱，高基数效应下导致 25Q1 收入同比下降幅度较大；同时，公司 24Q4 和 25Q1 毛利率下降主要系产品结构变化、新产线固定资产转固及市场竞争等因素影响。得益于芯卓产线量产优势，公司逐年突破高性能产品市场，公司射频前端模组收入占比逐年增长，销售占比从 23 年的 36.34% 提升至 2024 年的 42.05%。现金流方面，通过经营管理优化，第四季度单季度实现经营性现金流净额 4.47 亿元，环比大幅转正，25Q1 经营现金流净额 7700 万元，同比 24Q1 基本持平。

**基本完成从 Fabless 向 Fab-Lite 转型，打开长期成长空间。**公司着力构建先进射频前端芯片及模组的产研能力和先进架构，集聚平台化资源为客户创造价值，为未来拓展更多的产品品类和行业应用领域提供了更多的可能性：（1）6 寸滤波器产线：SAW 滤波器工艺研发平台已搭建完毕，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分立器件的规模量产能力，同时集成自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品成功导入多家品牌客户并持续放量，产线良率稳中有升、自动化率达到行业头部水平，目前已实现一期 1 万片/月的产能目标，第二期产能规划增加至 1.6 万片/月；（2）12 寸产线：正式进入规模量产阶段，L-PAMiF、LFEM 等相关模组产品已全部采用自产 IPD 滤波器。公司 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进入量产阶段。同时公司启动了第二代工艺的开发，目前进展顺利。公司 12 英寸射频开关和低噪声放大器的工艺生产线产品已分别在射频开关、射频低噪声放大器及相应模组集成，覆盖多家品牌客户以及绝大部分 ODM 客户；（3）先进封装产线：通过领先的异构集成模组化解决方案，满足下一代器件性能、成本需求，目前公司已有部分产品采用先进封装技术并获客户验证通过。

**全国供应链 L-PAMiD 产品进入量产，WIFI 7 模组已实现规模量产出货。**公司推出了集成 6 英寸滤波器晶圆生产线自产 MAX-SAW 的 L-PAMiD，并基于芯卓平台，未来可快速迭代、以及时响应客户需求，加速产品的市场化进程。该产品是目前业界首次实现全国供应链的系列产品，作为承载公司未来营收增长的明珠型产品，L-PAMiD 产品已成功通过部分主流客户的产品验证，目前第一代产品进入量产阶段，

第二代产品完成技术升级。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。在无线连接方面，公司的 WiFi 7 模组产品已成功实现规模量产，未来公司将加强 WiFi7 模组产品的市场推广，推动公司在射频领域的技术延伸，力争成为主流的 WiFi7 模组供应商。

**维持“买入”评级：**考虑消费电子下游复苏不及预期，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测为 4.24/7.37 亿元（下调比例为 68%/56%），新增 2027 年归母净利润预测为 12.17 亿元，对应当前 PE 估值分别为 94x/54x/33x。卓胜微是国内射频前端龙头企业，我们看好公司的模组化布局以及自建产线带来的长期竞争力，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品研发或客户导入进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,378	4,487	4,810	5,706	6,624
营业收入增长率	19.05%	2.48%	7.20%	18.63%	16.08%
归母净利润（百万元）	1,122	402	424	737	1,217
归母净利润增长率	4.97%	-64.20%	5.56%	73.84%	65.04%
EPS（元）	2.10	0.75	0.79	1.38	2.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.45%	3.94%	4.01%	6.55%	9.81%
P/E	36	100	94	54	33
P/B	4.1	3.9	3.8	3.6	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30，注：公司 23 年股本为 5.34 亿股，24-27 年股本为 5.35 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,378	4,487	4,810	5,706	6,624
营业成本	2,345	2,715	3,158	3,489	3,893
折旧和摊销	211	569	699	856	946
税金及附加	11	17	19	23	26
销售费用	47	57	48	57	66
管理费用	155	181	241	257	265
研发费用	629	997	866	913	927
财务费用	-44	21	125	111	49
投资收益	7	1	0	0	0
营业利润	1,175	364	471	819	1,352
利润总额	1,171	381	471	819	1,352
所得税	52	-21	47	82	135
净利润	1,119	403	424	737	1,217
少数股东损益	-3	1	0	0	0
归属母公司净利润	1,122	402	424	737	1,217
EPS(元)	2.10	0.75	0.79	1.38	2.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,894	80	1,726	1,908	2,503
净利润	1,122	402	424	737	1,217
折旧摊销	211	569	699	856	946
净营运资金增加	4	1,183	-343	66	-16
其他	556	-2,074	945	248	356
投资活动产生现金流	-2,292	-1,812	-2,075	-555	-350
净资本支出	-2,010	-1,808	-2,020	-530	-350
长期投资变化	91	84	0	0	0
其他资产变化	-374	-87	-55	-25	0
融资活动现金流	-94	2,407	382	-1,084	-1,631
股本变化	0	1	0	0	0
债务净变化	5	2,529	497	-1,109	-1,692
无息负债变化	331	349	-110	284	310
净现金流	-494	677	32	269	522

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	46.4%	39.5%	34.3%	38.9%	41.2%
EBITDA 率	34.8%	29.0%	22.8%	32.9%	37.1%
EBIT 率	29.7%	15.9%	8.3%	17.9%	22.8%
税前净利润率	26.7%	8.5%	9.8%	14.4%	20.4%
归母净利润率	25.6%	9.0%	8.8%	12.9%	18.4%
ROA	10.2%	2.8%	2.8%	5.0%	8.3%
ROE (摊薄)	11.4%	3.9%	4.0%	6.5%	9.8%
经营性 ROIC	12.8%	6.1%	2.7%	7.1%	11.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	11%	28%	29%	24%	15%
流动比率	3.71	1.69	1.33	1.81	4.07
速动比率	2.02	0.84	0.73	1.13	2.96
归母权益/有息债务	1078.63	4.02	3.48	5.85	53.14
有形资产/有息债务	1180.88	5.50	4.88	7.62	61.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10,958	14,233	14,990	14,859	14,620
货币资金	1,008	1,411	1,443	1,712	2,234
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	518	579	531	630	731
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	33	42	48	57	66
存货	1,493	2,521	2,066	1,768	1,396
其他流动资产	102	408	440	530	622
流动资产合计	3,269	5,016	4,561	4,732	5,089
其他权益工具	130	192	192	192	192
长期股权投资	91	84	84	84	84
固定资产	2,417	5,172	6,701	6,944	6,786
在建工程	3,185	3,066	2,750	2,137	1,648
无形资产	122	152	164	185	225
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,419	202	364	364	364
非流动资产合计	7,689	9,216	10,429	10,128	9,531
总负债	1,154	4,032	4,419	3,594	2,211
短期借款	0	1,895	2,402	1,492	0
应付账款	635	880	789	872	973
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	2	0	0	0	0
其他流动负债	0	26	26	26	26
流动负债合计	881	2,971	3,419	2,615	1,249
长期借款	0	633	633	433	233
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	149	282	346	526	709
非流动负债合计	274	1,061	1,000	979	963
股东权益	9,803	10,201	10,570	11,265	12,409
股本	534	535	535	535	535
公积金	3,840	3,901	3,901	3,901	3,901
未分配利润	5,271	5,553	5,923	6,618	7,761
归属母公司权益	9,803	10,199	10,569	11,264	12,407
少数股东权益	0	2	2	2	2

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.06%	1.26%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	3.53%	4.03%	5.00%	4.50%	4.00%
财务费用率	-1.00%	0.48%	2.60%	1.95%	0.73%
研发费用率	14.37%	22.22%	18.00%	16.00%	14.00%
所得税率	4%	-6%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.22	0.10	0.08	0.14	0.23
每股经营现金流	3.55	0.15	3.23	3.57	4.68
每股净资产	18.36	19.08	19.77	21.07	23.21
每股销售收入	8.20	8.39	9.00	10.68	12.39

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	36	100	94	54	33
PB	4.1	3.9	3.8	3.6	3.2
EV/EBITDA	26.6	33.1	39.1	22.3	16.2
股息率	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP