卓胜微（300782.SZ）

射频前端龙头，厚积方可薄发

射频全品类布局，Fab-Lite 夯实壁垒。卓胜微成立于 2012 年 8 月，2019 年 6 月登陆创业板，专注于射频前端芯片的研发与产业化，核心产品包括射频开关、低噪声放大器、滤波器及功率放大器等分立器件与模组，并布局低功耗蓝牙 MCU 芯片，覆盖智能手机、智能穿戴、通信基站、汽车电子及 VR/AR 设备等应用领域。近年来公司积极由 Fabless 向 Fab-Lite 经营模式转型，大力投入芯卓项目建设，体现出公司对技术革新、供应链优化、市场拓展等多维度的战略布局。虽然短期面临行业竞争和折旧费用的压力，但随着产能利用率的不断提升，我们判断公司有望在 25H2 扭亏为盈。

射频前端千亿市场，国产替代加速进行。从市场规模来看，根据 Yole 的预测数据，全球移动终端的射频前端市场规模将从 2022 年的 192 亿美金成长至 2028 年的 269 亿美金，CAGR 达到 5.8%。从竞争格局来看，根据 Yole 对 2022 年的统计数据，全球前五大厂商分别为博通（19%）、高通（17%）、Qorvo（15%）、Skyworks（15%）和村田（14%）。我们看到，今年 4 月中美贸易冲突的发生再一次加强了终端客户对上游供应链全面进行国产替代的决心，目前国产厂商在滤波器和 L-PAMiD 模组领域仍有较大成长空间，我们坚定看好新一轮国产替代带来的成长机遇。

芯卓项目稳步推进，定增加码全面扩产。芯卓项目自 2020 年 11 月启动建设至今，已经步入中期交付阶段，6 英寸滤波器产线的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；12 英寸 IPD 平台正式进入规模量产阶段，射频开关和 LNA 的第一代工艺生产线已实现工艺通线进入量产阶段，截止 2024 年末，公司 12 英寸晶圆生产线重要工艺实现从工艺稳定定型至产能逐步提升，目前可实现 5000 片/月的产能规模。此外，公司在今年 1 月正式启动新一轮定增项目，募集资金总额不超过 35 亿元以投入射频芯片制造扩产项目，我们认为经过此次扩产，未来公司在定制化产品性能以及自主可控的成本方面都将领先竞争对手，从而在下一轮行业上行周期占据更加有利的竞争地位。

盈利预测与投资建议：我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 49.1/56.1/66.7 亿元，同比增长 9.5%/14.2%/19.0%，实现归母净利 3.8/8.6/12.9 亿元，同比增长-5.6%/126.8%/50.3%。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 107/47/32X，考虑到公司在国内射频前端领域的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；产能利用率提升不及预期；产品推广不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,378	4,487	4,911	5,607	6,670
增长率 yoy（%）	19.1	2.5	9.5	14.2	19.0
归母净利润（百万元）	1,122	402	380	861	1,294
增长率 yoy（%）	5.0	-64.2	-5.6	126.8	50.3
EPS 最新摊薄（元/股）	2.10	0.75	0.71	1.61	2.42
净资产收益率（%）	11.4	3.9	3.6	7.6	10.4
P/E（倍）	36.3	101.5	107.4	47.4	31.5
P/B（倍）	4.2	4.0			3.3

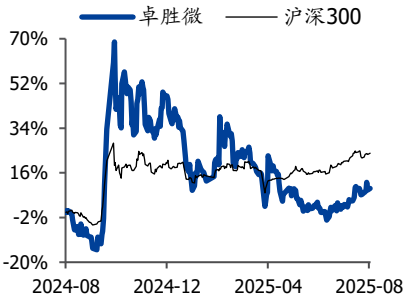
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 08 月 11 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	半导体
08 月 11 日收盘价（元）	76.21
总市值（百万元）	40,768.02
总股本（百万股）	534.94
其中自由流通股（%）	83.79
30 日日均成交量（百万股）	7.40

股价走势



作者

分析师　郑震湘
执业证书编号：S0680524120005
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com
分析师　余凌星
执业证书编号：S0680525010004
邮箱：shelingxing1@gszq.com
分析师　肖超
执业证书编号：S0680525070010
邮箱：xiaochao@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**3269**	**5016**	**5450**	**4515**	**5531**
现金	1008	1411	1719	1089	2133
应收票据及应收账款	518	579	578	644	739
其他应收款	33	42	48	55	65
预付账款	48	31	37	40	47
存货	1493	2521	2435	2154	1964
其他流动资产	168	433	633	533	583
非流动资产	**7689**	**9216**	**10996**	**12465**	**12142**
长期投资	91	84	79	69	89
固定资产	2418	5172	7021	8235	8559
无形资产	122	152	168	174	173
其他非流动资产	5058	3809	3729	3988	3322
资产总计	**10958**	**14233**	**16446**	**16980**	**17673**
流动负债	**881**	**2971**	**4351**	**4195**	**3822**
短期借款	0	1895	2895	2695	2195
应付票据及应付账款	635	880	937	976	1082
其他流动负债	246	195	518	523	545
非流动负债	**274**	**1061**	**1556**	**1470**	**1368**
长期借款	0	633	1133	1033	933
其他非流动负债	274	428	423	437	434
负债合计	**1154**	**4032**	**5907**	**5665**	**5190**
少数股东权益	0	2	2	4	7
股本	534	535	535	535	535
资本公积	3573	3633	3633	3633	3633
留存收益	5538	5820	6162	6937	8101
归属母公司股东权益	9803	10199	10537	11311	12476
负债和股东权益	**10958**	**14233**	**16446**	**16980**	**17673**

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**1894**	**80**	**1495**	**2516**	**2884**
净利润	1119	403	380	862	1296
折旧摊销	231	600	923	1153	1297
财务费用	7	30	130	154	137
投资损失	-7	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	481	-1124	-71	294	135
其他经营现金流	63	173	133	54	21
投资活动现金流	**-2292**	**-1812**	**-2725**	**-2619**	**-972**
资本支出	-2010	-1808	-2559	-2557	-1019
长期投资	-37	-14	-65	-40	60
其他投资现金流	-246	10	-101	-22	-13
筹资活动现金流	**-94**	**2407**	**1539**	**-526**	**-868**
短期借款	0	1895	1000	-200	-500
长期借款	0	633	500	-100	-100
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	50	60	0	0	0
其他筹资现金流	-144	-183	39	-226	-268
现金净增加额	**-494**	**677**	**308**	**-630**	**1044**

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**4378**	**4487**	**4911**	**5607**	**6670**
营业成本	2345	2715	3066	3347	3894
营业税金及附加	11	17	15	17	20
营业费用	47	57	59	62	67
管理费用	155	181	192	207	233
研发费用	629	997	1031	1009	1000
财务费用	-44	21	88	102	104
资产减值损失	-96	-165	-120	-50	-30
其他收益	12	26	25	28	33
公允价值变动收益	19	-1	0	0	0
投资净收益	7	1	1	1	1
资产处置收益	1	7	1	1	1
营业利润	**1175**	**364**	**362**	**837**	**1365**
营业外收入	6	26	0	0	0
营业外支出	10	9	0	0	0
利润总额	**1171**	**381**	**362**	**837**	**1365**
所得税	52	-21	-18	-25	68
净利润	**1119**	**403**	**380**	**862**	**1296**
少数股东损益	-3	1	1	2	3
归属母公司净利润	**1122**	**402**	**380**	**861**	**1294**
EBITDA	1335	979	1373	2092	2765
EPS（元/股）	2.10	0.75	0.71	1.61	2.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	2.5	9.5	14.2	19.0
营业利润(%)	7.2	-69.0	-0.5	131.2	63.0
归属母公司净利润(%)	5.0	-64.2	-5.6	126.8	50.3
获利能力					
毛利率(%)	46.4	39.5	37.6	40.3	41.6
净利率(%)	25.6	9.0	7.7	15.3	19.4
ROE(%)	11.4	3.9	3.6	7.6	10.4
ROIC(%)	10.7	3.1	3.2	6.3	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	10.5	28.3	35.9	33.4	29.4
净负债比率(%)	-9.6	11.6	24.6	26.0	10.3
流动比率	3.7	1.7		1.1	1.4
速动比率	1.8	0.7	0.5	0.4	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	9.5	8.2	8.5	9.2	9.6
应付账款周转率	4.2	3.6	3.4	3.5	3.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.10	0.75	0.71	1.61	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	3.54	0.15	2.79	4.70	5.39
每股净资产(最新摊薄)	18.33	19.07	19.70	21.14	23.32
估值比率					
P/E	36.3	101.5	107.4	47.4	31.5
P/B	4.2	4.0	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	55.7	50.2	31.6	20.9	15.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 08 月 11 日收盘价

内容目录

一、射频全品类布局，Fab-Lite 夯实壁垒 5
1.1 国产射频龙头，自建芯卓积极转型 5
1.2 股权结构稳定，管理层背景深厚 6
1.3 业绩短期承压，坚定投入研发 7
二、射频前端千亿市场，国产替代加速进行 9
2.1 滤波器与 PAMiD 模组成长可期 9
2.2 加速替代 Qorvo&Skyworks 份额 12
三、芯卓项目稳步推进，定增加码全面扩产 17
3.1 6 寸线持续优化，12 寸线量产顺利 17
3.2 新一轮定增启动，加码芯卓全面扩产 18
四、盈利预测与投资建议 20
4.1 盈利预测 20
4.2 投资建议 21
风险提示 22

图表目录

图表 1: 公司发展历程 5
图表 2: 公司业务拆分 6
图表 3: 公司股权结构 6
图表 4: 公司部分高管背景 7
图表 5: 公司营收情况 7
图表 6: 公司利润情况 7
图表 7: 公司毛利率及净利率 8
图表 8: 公司期间费用率 8
图表 9: 公司分产品营收 8
图表 10: 公司分产品毛利率 8
图表 11: 公司研发费用及占比 8
图表 12: 公司研发人员数量及占比 8
图表 13: 全球移动终端射频前端市场规模 9
图表 14: 全球射频前端竞争格局 9
图表 15: 国产射频厂商营收对比 10
图表 16: 射频前端市场竞争态势 10
图表 17: 5G 射频模组中滤波器的分类 11
图表 18: 5G 射频模组中不同滤波器的对比 11
图表 19: Sub-3GHz 和 Sub-6GHz 频段对滤波器要求的对比 11
图表 20: 射频前端中分立方案与模组方案的对比 12
图表 21: Qorvo FY2021-FY2024 分业务营收（亿美元） 13
图表 22: Qorvo FY2018-FY2024 在中国大陆营收情况 13
图表 23: Qorvo FY2022-FY2024 分地区营收（亿美元） 13
图表 24: Qorvo 晶圆制造厂分布 14
图表 25: Qorvo 封测及模组制造厂分布 14
图表 26: Qorvo 制造与封测基地所在地区 14
图表 27: Skyworks FY2018-FY2024 营收 15
图表 28: Skyworks FY2018-FY2024 分地区营收 15
图表 29: Skyworks FY2018-FY2024 在中国大陆营收情况 15
图表 30: Skyworks 晶圆制造与封测厂分布 16
图表 31: Skyworks 制造基地所在地区 16
图表 32: 芯卓项目进展梳理 17
图表 33: 定增募集资金金额及投向 18

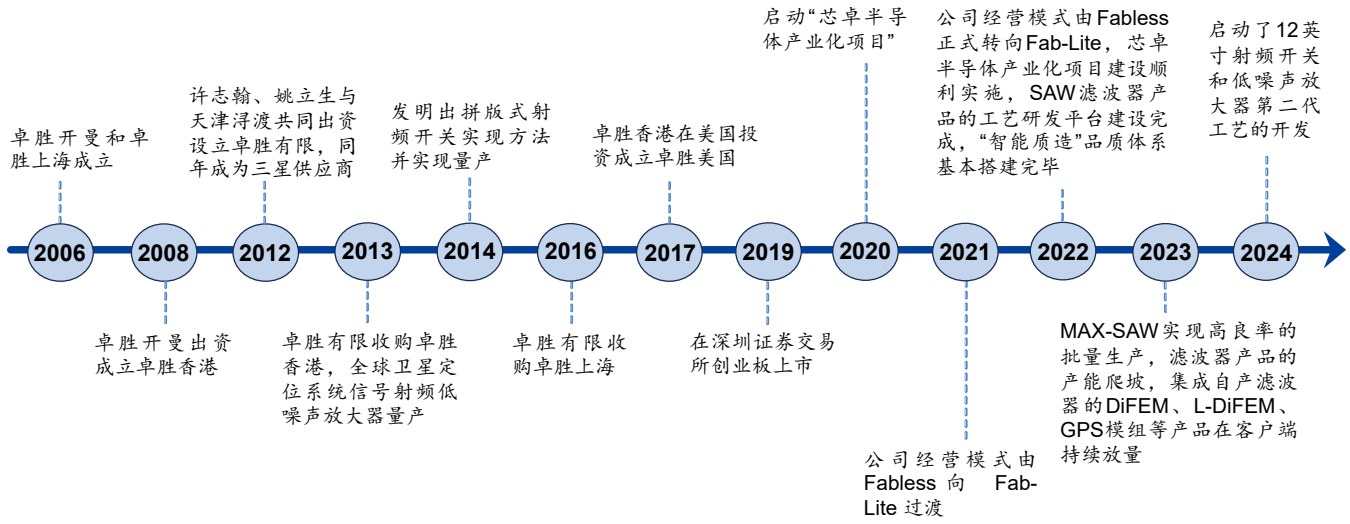
图表 34: 射频芯片制造扩产项目基本情况 18
图表 35: 公司主要产品 19
图表 36: 公司主要产品的产销情况 19
图表 37: 卓胜微分业务拆分及预测 20
图表 38: 卓胜微主要费用预测 21
图表 39: 可比公司估值分析 21

一、射频全品类布局，Fab-Lite 夯实壁垒

1.1 国产射频龙头，自建芯卓积极转型

国产射频龙头，Fab-Lite 转型顺利。卓胜微成立于 2012 年 8 月，2019 年 6 月登陆深交所创业板，专注于射频前端芯片的研发与产业化，核心产品包括射频开关、低噪声放大器、滤波器及功率放大器等分立器件与模组，并布局低功耗蓝牙微控制器芯片，覆盖智能手机、智能穿戴、通信基站、汽车电子及 VR/AR 设备等应用领域，蓝牙芯片重点服务智能家居与可穿戴市场。近年来，公司着重建设芯卓半导体产业化能力，仅用时 14 个月，便以超出预期规划的速度完成了从厂区建设至工艺通线各项进度节点的规划，成功搭建国际先进的 6 英寸 SAW 滤波器晶圆生产线，目前该产线已进入规模量产阶段。与此同时，公司逐步推进打造 12 英寸 IPD 滤波器产品的生产制造能力，目前该产线已完成工艺通线进入小批量生产阶段，也为公司后续拓展其他的产品品类提供了更多可能性。

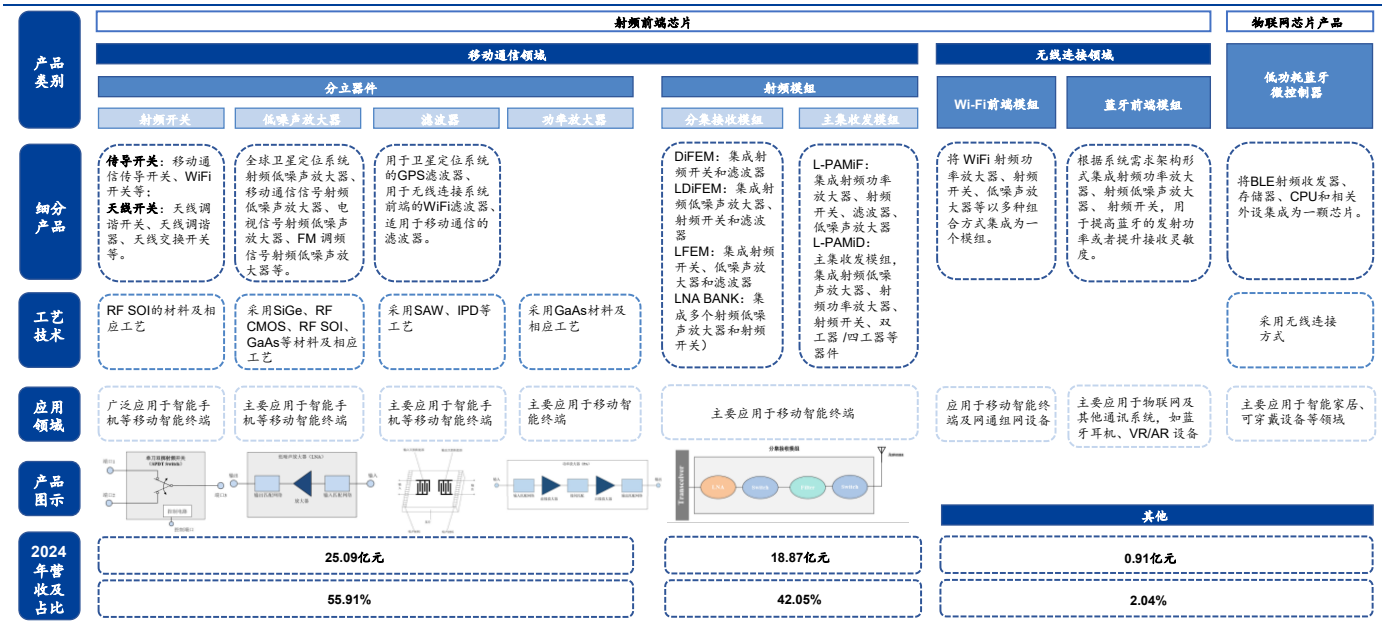
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

模组占比持续提升，芯卓建设稳步推进。从业务结构来看，公司模组产品营收已经从 2020 年的 2.78 亿元增长至 2024 年的 18.87 亿元，营收占比相应从 9.93%提升至 42.05%，后续有望继续提升。从芯卓进展来看，截至 2024 年末，6 英寸滤波器产线的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。12 英寸方面，IPD 平台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，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，重要工艺实现从工艺稳定定型至产能逐步提升，目前可实现 5000 片/月的产能规模，同时公司也启动了第二代工艺的开发，目前进展顺利。

图表2：公司业务拆分

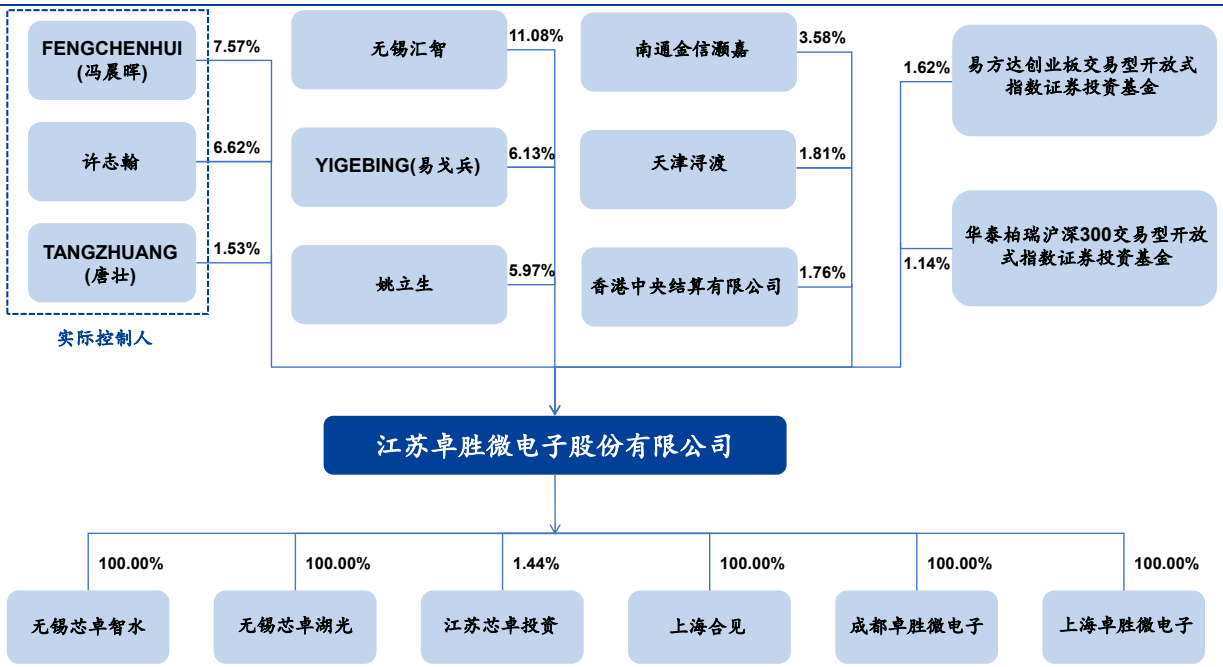


资料来源：公司官网，公司公告，iFinD，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理层背景深厚

三位联合创始人为公司实际控制人。股权方面，截至 2025 年一季报，公司前十大股东合计持股 47.67%，其中公司三位联合创始人冯晨晖、许志翰、唐壮作为实际控制人和一致行动人，分别持股 7.57%、6.62%、1.53%，合计持股 15.72%。其他股东如无锡汇智持股 11.08%，易戈兵持股 6.13%，董事姚立生持股 5.97%，以及机构投资者如易方达基金持股 1.62%、华泰柏瑞基金持股 1.14%。

图表3：公司股权结构



资料来源：iFind，公司公告，国盛证券研究所；注：截至 2025 年 3 月 31 日

管理层经验丰富，有望带领公司穿越行业周期。聚焦管理层背景，我们看到董事长兼总经理许志翰与副总经理冯晨晖均毕业于清华大学，另一位副总经理唐壮则毕业于北京大学，三人在 2006 年共同创立卓胜微以来，一直任职至今，凭借过硬的专业知识、敏锐的行业洞察力，以及敢打敢拼的进取精神，一路带领公司成长为国内射频领域的龙头企业。现如今，三位联合创始人正在利用自身丰富的行业资源和管理经验，赋能卓胜微向 Fab-Lite 企业成功转型，并将业务触角向射频之外的领域继续延伸。

图表4：公司部分高管背景

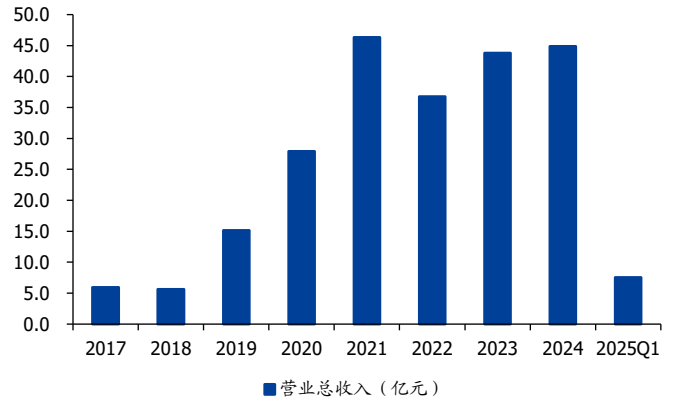
姓名	性别	年龄	学历	职位	履历
许志翰	男	53	硕士	董事长，总经理，董事	中国籍，清华大学计算机科学与技术专业学士、硕士研究生，美国圣克拉拉大学电子工程专业硕士研究生，中欧工商学院工商管理EMBA。现任卓胜微电子（上海）有限公司董事长、总经理，Maxscend Technologies（HK）Limited（卓胜香港）董事，江苏卓胜微电子股份有限公司董事长，成都市卓胜微电子有限公司执行董事、经理，江苏芯卓投资有限公司执行董事、总经理，Maxscend Technology JAPAN株式会社（卓胜日本）董事。
冯晨晖	男	59	硕士	副总经理，董事	美国籍，清华大学电子工程专业学士、硕士研究生。任江苏卓胜微电子股份有限公司首席技术官，曾任江苏卓胜微电子股份有限公司董事会秘书，北京长城华冠汽车科技股份有限公司董事。现任卓胜微电子（上海）有限公司董事，江苏卓胜微电子股份有限公司副总经理、董事，Maxscend Technology Singapore Pte.Ltd.（卓胜新加坡）董事，无锡芯卓湖光半导体有限公司董事。
唐壮	男	52	博士	副总经理，董事	美国籍，北京大学物理学专业学士，美国伊利诺伊大学香槟分校电子工程专业硕士、博士研究生。曾任卓胜微电子（上海）有限公司工程副总裁。现任江苏卓胜微电子股份有限公司副总经理，江苏卓胜微电子股份有限公司董事，无锡芯卓湖光半导体有限公司董事长。
姚立生	男	55	硕士	董事	中国籍，清华大学计算机专业本科，中国科学院计算机软件专业硕士研究生。曾任职联想（北京）有限公司，创立北京华夏电通科技有限公司、飞图科技（北京）有限公司、小石头软件（北京）有限公司等企业并分别任董事长、总裁和首席执行官等职务。现任飞图创业投资（北京）有限公司和火花创业投资（北京）有限公司执行董事、总经理与江苏卓胜微电子股份有限公司董事。
朱华燕	女	43	本科	财务总监	中国籍，南京工程学院会计学专业，本科学历。曾任无锡市震球集团有限公司会计、财务主管，无锡市当代石油企业会议会展服务有限公司财务经理，江苏卓胜微电子股份有限公司财务经理。现任江苏卓胜微电子股份有限公司财务总监。
刘丽琼	女	45	本科	董事会秘书	中国籍，本科学历。曾任卓胜微电子（上海）有限公司客服，江苏卓胜微电子股份有限公司监事，历任江苏卓胜微电子股份有限公司客服主管、生产运营部经理、证券投资部经理，现任江苏卓胜微电子股份有限公司董事会秘书。

资料来源：iFinD，国盛证券研究所

1.3 业绩短期承压，坚定投入研发

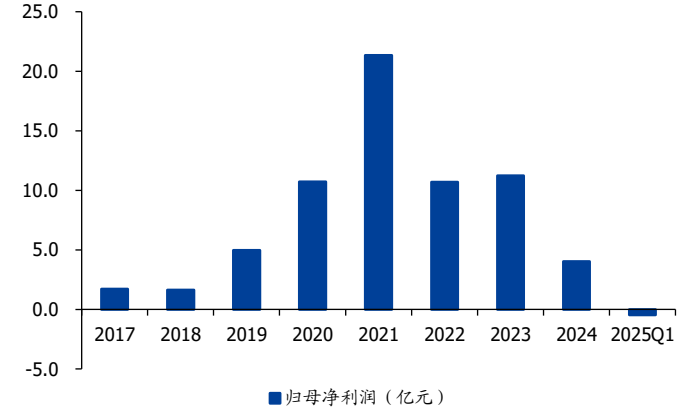
复盘公司财务，我们看到在 2018-2021 年，公司营收从 5.6 亿元大幅提升至 46.3 亿元，归母净利相应从 1.6 亿元攀升至 21.3 亿元，主要得益于产品拓展带来的客户突破，以及下游 5G 智能手机需求的较高景气度；2022 年营收及利润出现下滑主因行业进入去库存阶段，随着 23H2 行业补库周期的开启，2023 年营收开始回升并在 2024 年保持稳定，但利润端由于行业价格竞争和自建芯卓产线面临的高额投入，以及投产爬坡阶段折旧费用的上升，公司归母净利承压明显，25Q1 单季度利润已经进入亏损。但我们判断，随着公司芯卓产线产能利用率的不断提升，公司有望在 25H2 扭亏为盈。

图表5：公司营收情况



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

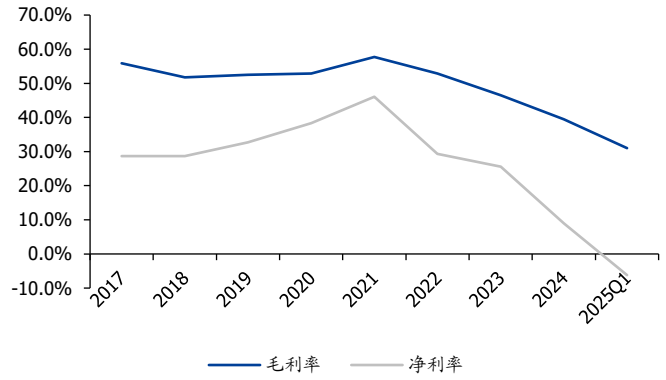
图表6：公司利润情况



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

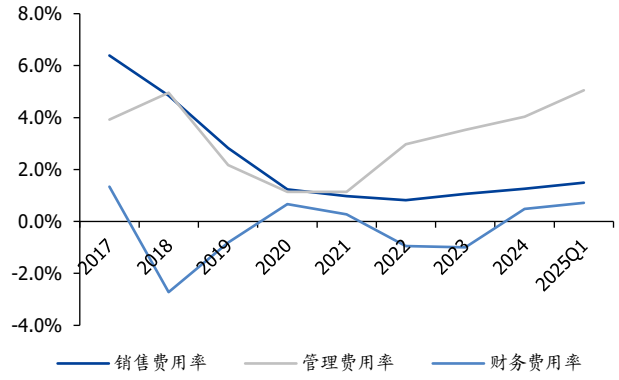
持续加大研发投入，产品结构逐步改善。费用端来看，公司销售费用和财务费用基本趋于稳定，管理费用上升主要是受到自建芯卓产线带来的人员增加等影响。而在研发上，可以看到公司持续加大研发投入，2024 年研发费用高达近 10 亿元，占营收比例提升至 22%。虽然行业竞争仍然存在，但公司积极转型 Fab-Lite 打造上下游一体化，同时改善产品结构，模组营收已经从 2020 年的 2.78 亿元增长至 2024 年的 18.87 亿元，营收占比相应从 10%提升至 42%。公司在短期因为费用投入对利润率造成较大压力，但我们相信经历过阵痛期转型之后，未来在行业上行期有望凭借更加灵活自主的供应链优势和成本控制力，获得更快的成长速度。

图表7：公司毛利率及净利率



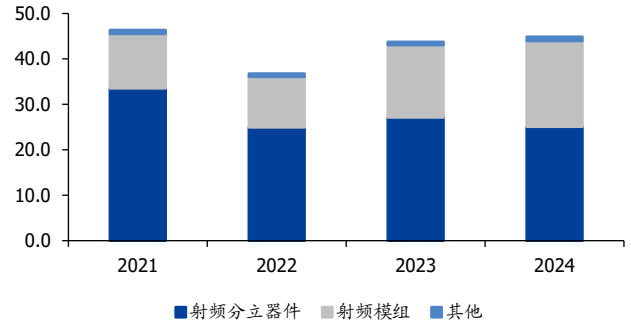
资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表8：公司期间费用率



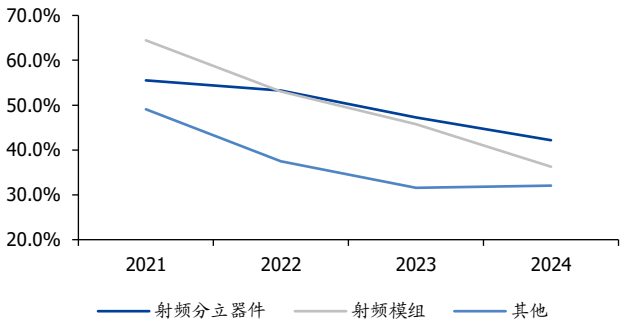
资料来源：iFinD，Wind，国盛证券研究所

图表9：公司分产品营收



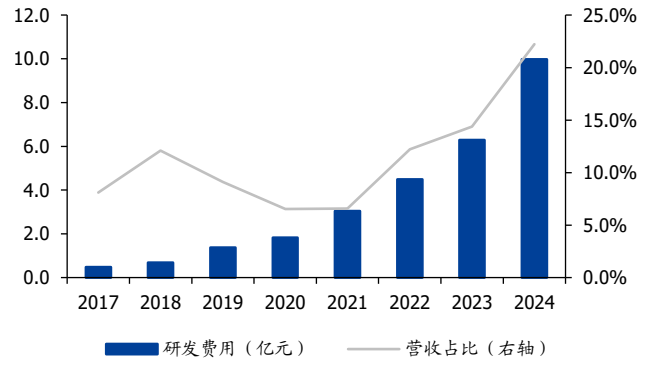
资料来源：iFinD，国盛证券研究所；注：单位为亿元人民币

图表10：公司分产品毛利率



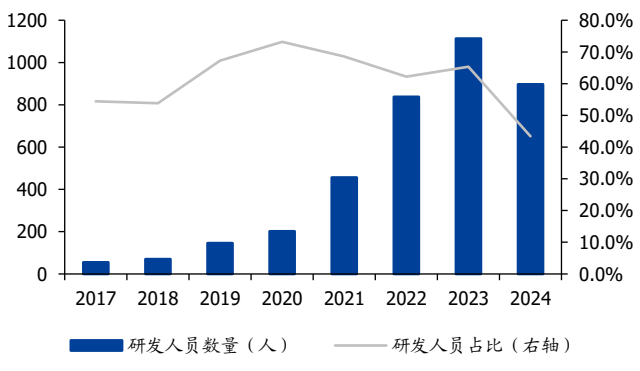
资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表11：公司研发费用及占比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表12：公司研发人员数量及占比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

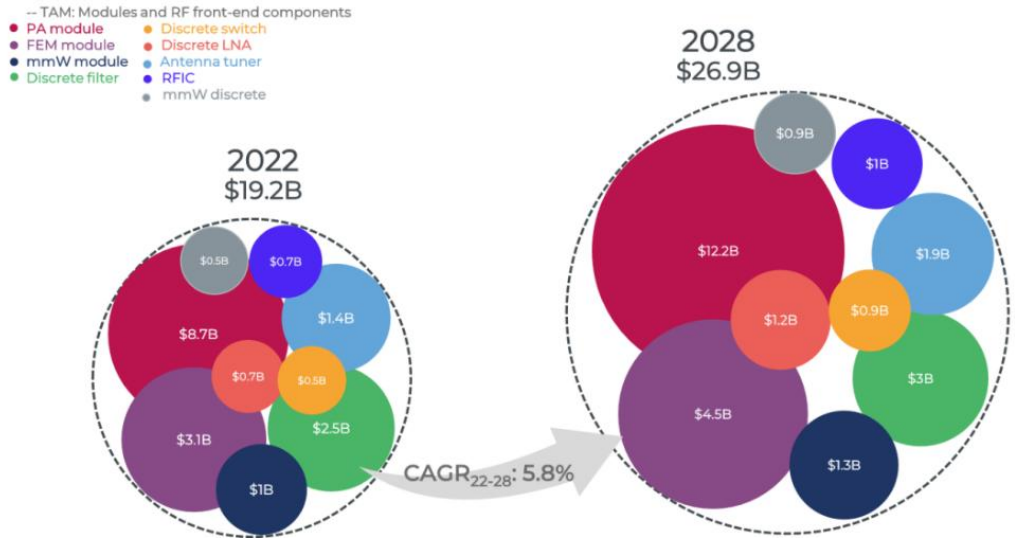
二、射频前端千亿市场，国产替代加速进行

2.1 滤波器与 PAMiD 模组成长可期

从市场规模来看，根据 Yole 的预测数据，全球移动终端的射频前端市场规模将从 2022 年的 192 亿美金成长至 2028 年的 269 亿美金，CAGR 达到 5.8%。从 2022 年的市场规模细分来看，排名靠前的主要为：1）发射端 PA 模组 87 亿美金，占比 45%；2）接收端 FEM 模组 31 亿美金，占比 16%；3）分立滤波器：25 亿美金，占比 13%；4）天线开关：14 亿美金，占比 7%；5）毫米波模组：10 亿美金，占比 5%；6）分立 LNA：7 亿美金，占比 4%；7）分立 switch 开关：5 亿美金，占比 3%。

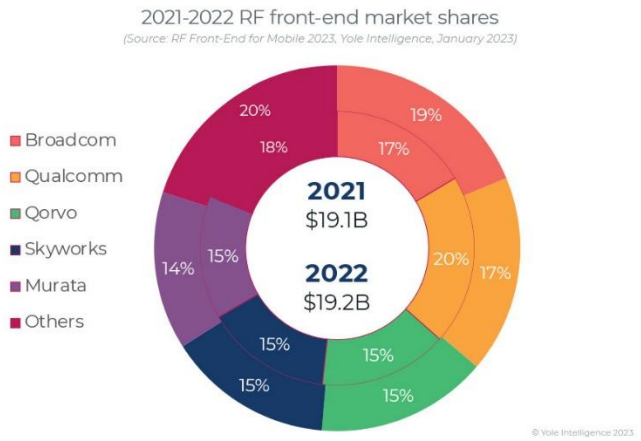
从竞争格局来看，根据 Yole 对 2022 年的统计数据，全球前五大厂商分别为博通（19%）、高通（17%）、Qorvo（15%）、Skyworks（15%）和村田（14%）。目前国内已经上市的三家射频厂商 2024 年合计营收达到 71.1 亿元，其中卓胜微、唯捷创芯、慧智微分别为 44.9、21.0、5.2 亿元，相比海外龙头仍有较大的成长空间。

图表13：全球移动终端射频前端市场规模



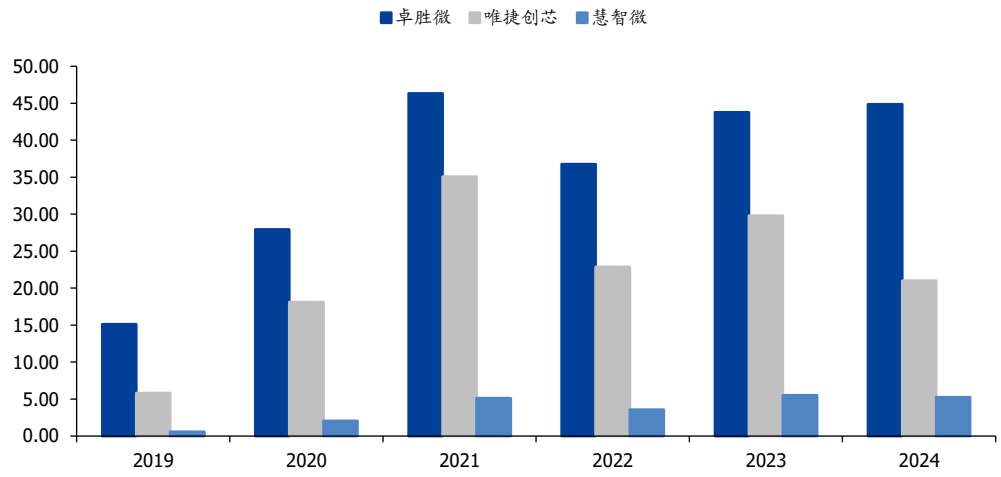
资料来源：Yole，国盛证券研究所

图表14：全球射频前端竞争格局



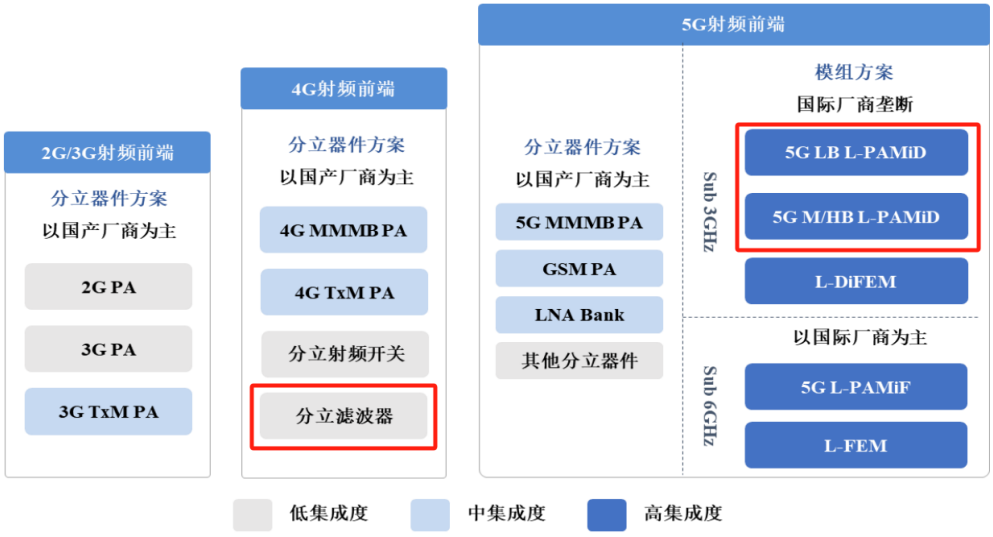
资料来源：Yole，国盛证券研究所

图表15：国产射频厂商营收对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：单位亿元人民币

图表16：射频前端市场竞争态势



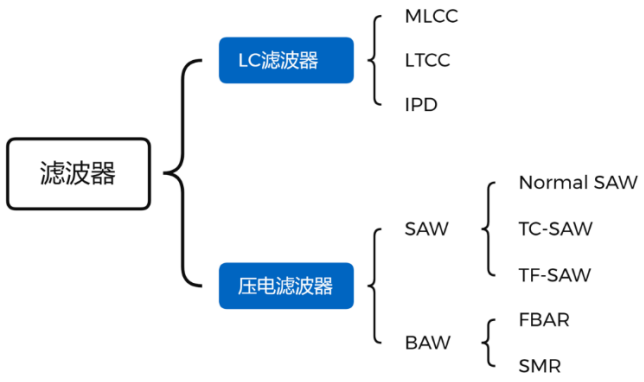
资料来源：昂瑞微招股书，国盛证券研究所

滤波器可以分为 LC 滤波器和压电滤波器两类：LC 滤波器是基于电感/电容的频率响应特性来进行滤波器设计，压电滤波器则利用材料的压电特性进行设计。在特性上，二者最大的区别就是带外抑制的区别，压电滤波器可以做到陡峭的带外抑制，适合于频谱拥挤、对 T/Rx 抑制有需要的 FDD 频段。

细分来看，LC 滤波器根据制造工艺的不同又可分为：1）MLCC 滤波器：采用 MLCC 工艺（多层陶瓷工艺）制造的分立 SMD 器件滤波器，是指将目标电容值与电感值以分立 SMD 的方式进行实现，优点是设计灵活，易于调试；缺点是所占面积大，寄生效应影响明显；2）LTCC 滤波器：采用 LTCC 工艺（低温共烧陶瓷工艺）制造，相比 MLCC 有所类似，都是利用陶瓷和导体材料共同烧结形成的物理器件，但 LTCC 工艺可以一次性集成更多的电感、电容器件；3）IPD 滤波器：采用 IPD 工艺（集成无源器件）制造，即利用大规模制造的半导体工艺只做无源器件，而舍弃有源器件。

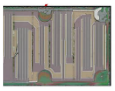
压电滤波器可分为：1）SAW（Surface Acoustic Wave，声表面波器件）：声波在材料的表面传播，并由叉指换能器(IDT)产生和接收，优点在于易于制造，成本相对较低，适用于较低频率的应用，缺点是在高频和高温环境下，性能不如 BAW 滤波器；2）BAW（Bulk Acoustic Wave，体声波器件）：声波在材料内部传播，并由两个金属电极之间的压电薄膜产生和反射，优点是具有更高的频率、更窄的带宽、更高的功率处理能力和更好的温度稳定性，缺点在于制造工艺更为复杂，成本相对较高。

图表17：5G 射频模组中滤波器的分类



资料来源：慧智微电子，国盛证券研究所

图表18：5G 射频模组中不同滤波器的对比

滤波器类型	特点	类型细分	实现方式	实物照片
LC滤波器	1.宽带 2.易实现 3.无法形成窄带高抑制	SMD分立	分立器件搭建	
		LTCC	LTCC一体实现	
		IPD	半导体工艺实现	
压电滤波器	1.窄带 2.声学器件实现 3.可形成窄带高抑制	SAW（包含TC-SAW、TF-FAW等）	声表面波器件实现	
		BAW（包含FBAR、SMR等）	体声波器件实现	

资料来源：慧智微电子，国盛证券研究所

相比 Sub-6GHz 频段，Sub-3GHz 频段对滤波器性能要求更高。目前 5G 大规模商用的主要是 5G 6GHz 以下频段，主要分为：1）Sub-3GHz：频率位于 3GHz 频率以下，是 4G LTE 频段的升级重新使用，所以又称重耕频段，这部分频段的特点是频谱众多、带宽较窄、存在较多 FDD 频段，需要对信号进行精准过滤才能够满足正常通信需求，因此对滤波器的性能要求更高，通常采用 SAW 或者 BAW 滤波器；2）Sub-6GHz：一般指 6GHz 以下、3GHz 以上的新频段部分，目前主要有 n77（包含 n78）、n79 两个频段，这部分频段的特点是带宽宽、旁边基本无干扰频段，并且是 TDD 频段，不需要考虑发射和接收之间的干扰，可以减轻对滤波器带外抑制的需求，因此较多使用 LTCC 或者 IPD 滤波器。

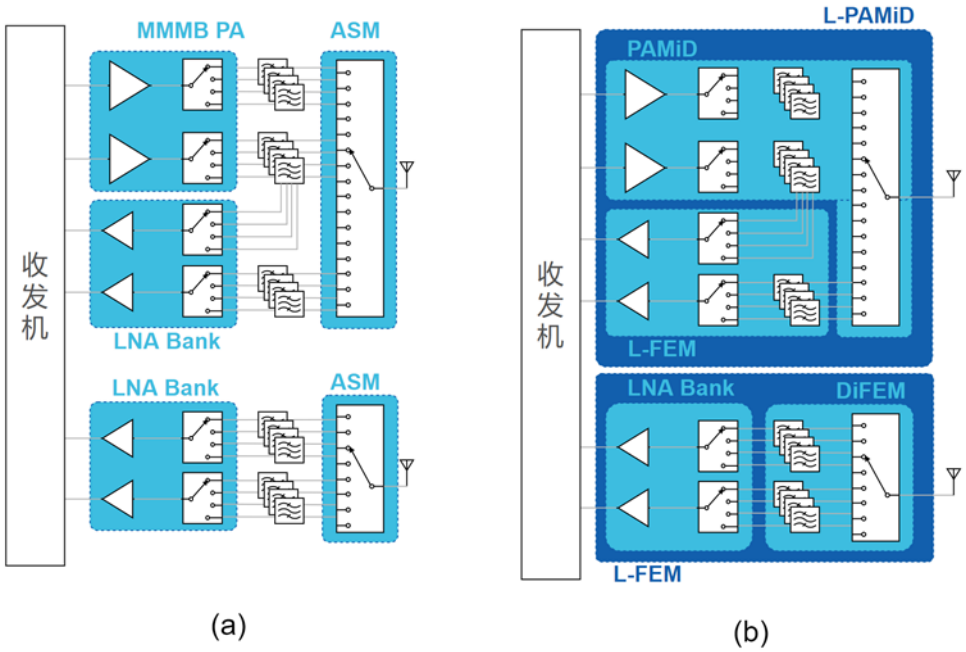
图表19：Sub-3GHz 和 Sub-6GHz 频段对滤波器要求的对比

	Sub-6GHz 频段		Sub-3GHz频段	
	单频	双频	Low-band	Mid/High-band
集成发射滤波器数目	1	2	4	8
集成滤波器频段	n77/78	n77/78 n79	Band8 Band12 Band20 Band26	Band1 Band25(2) Band3 Band34 Band39 Band40 Band7 Band41
集成滤波器技术	LTCC或IPD	LTCC或IPD	SAW、BAW或FBAR	SAW、BAW或FBAR

资料来源：慧智微电子，国盛证券研究所

射频前端模组化大势所趋。射频前端是指天线后，收发机之前的部分，主要由 PA（功率放大器）、Switch（开关）、LNA（低噪声放大器）及 Filter（滤波器）构成。在 3G 及 4G 的早期时代，手机需要覆盖的频段不多，射频前端一般采用分立方案，但到了 4G 多频多模时代，手机需要众多器件才能满足全球频段的支持需求，射频前端也变的越来越复杂，因此分立方案在一定程度上无法满足高集成度、高性能的需求，而集成化的模组方案开始得到规模化采用。发射通路中的模组化是指将 PA 与 Switch 及滤波器(或双工器）做集成，构成 PAMiD 等方案；接收通路的模组化是指将接收 LNA 和开关，与接收滤波器集成，构成 L-FEM 等方案。

图表20：射频前端中分立方案与模组方案的对比



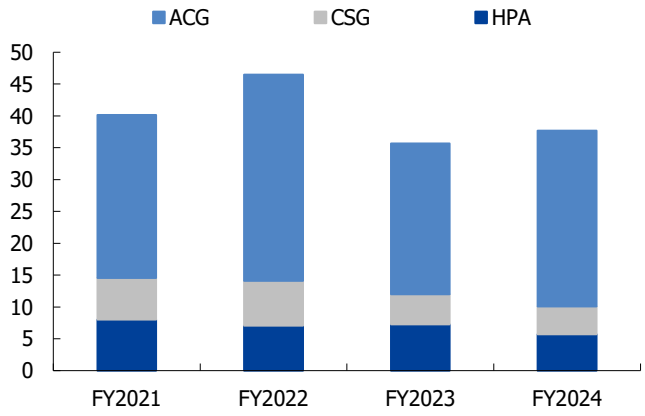
资料来源：慧智微电子，国盛证券研究所

2.2 加速替代 Qorvo&Skyworks 份额

中美关税冲突再次升级，新一轮国产替代刻不容缓。我们看到，自今年 4 月中美贸易冲突发生以来，全球电子产品供应链都处于较大的不确定性之中，对于国内智能手机客户如小米、荣耀、OPPO、vivo 等，在手机的核心器件如射频前端芯片领域，仍对海外厂商存在较高依赖度。虽然后续关税谈判有所缓和，但此次国际形势的变化再一次加强了终端客户对上游供应链全面进行国产替代的决心。针对目前的海外供应商，由于美国企业 Qorvo 和 Skyworks 的产业链主要位于美国本土，在现有的关税背景下被替代的迫切性较高，因此我们详细梳理了以上两家企业的供应链分布，以及在中国大陆的销售情况，从而更好地把握国产厂商的替代机遇。

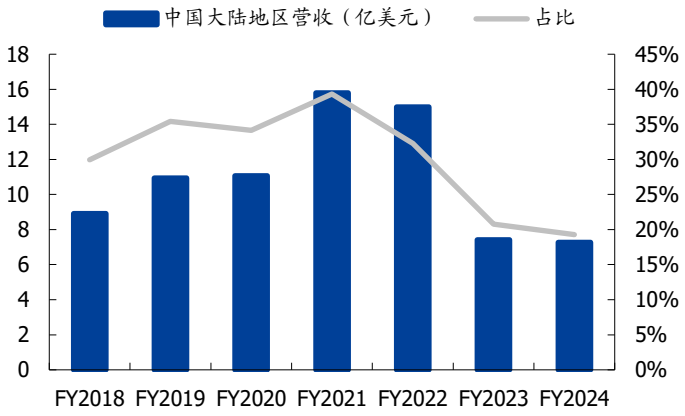
Qorvo：中国大陆为第二大营收来源市场，FY2024 中国大陆营收 7.3 亿美元，占比 19.3%。Qorvo 分为三个业务部，其中 HPA（高性能模拟）供应射频、模拟混合信号和电源管理解决方案，CSG（连接和传感器）产品涵盖超宽带、蓝牙低功耗、Wi-Fi、蜂窝物联网和基于 MEMS 的传感器，应用于消费电子、工业自动化、汽车等领域；ACG（高级蜂窝组）为智能手机、可穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑和其他设备提供蜂窝射频解决方案。公司 HPA/CSG/ACG 三个业务在 FY2024 的营收占比分别为 15.2%/11.5%/73.3%，可以看到，其中 ACG 业务从 FY2021 以来保持较高的占比。分地区来看，中国大陆为公司第二大营收来源市场，FY2024 中国大陆营收为 7.3 亿美元，占比达 19.3%。

图表21：Qorvo FY2021-FY2024 分业务营收（亿美元）



资料来源：Qorvo，国盛证券研究所

图表22：Qorvo FY2018-FY2024 在中国大陆营收情况



资料来源：Qorvo，国盛证券研究所

图表23：Qorvo FY2022-FY2024 分地区营收（亿美元）

国家/地区	FY2024		FY2023		FY2022	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
美国	21.76	57.72%	18.18	50.93%	19.28	41.51%
中国大陆	**7.27**	**19.28%**	**7.41**	**20.77%**	**14.99**	**32.27%**
其他亚洲国家	5.18	13.73%	4.99	13.98%	6.21	13.36%
中国台湾	2.61	6.92%	3.09	8.65%	3.46	7.44%
欧洲	0.88	2.34%	2.02	5.67%	2.52	5.42%
总营收	37.70	/	35.69	/	46.46	/

资料来源：Qorvo，国盛证券研究所

Qorvo 核心的晶圆制造主要位于美国本土。大部分射频前端模组（FEMs）、功率放大器（PAs）和滤波器的原产地为美国，具体包括：1）在北卡罗来纳州格林斯伯勒（Greensboro, North Carolina）的核心晶圆厂，采用 GaAs、GaN 和 BAW 工艺，生产 5G 基站、智能手机射频前端模组（如 iPhone 的 PA 模组），并拥有主导开发毫米波射频芯片和国防通信技术的研发中心；2）在德克萨斯州理查森（Richardson, Texas）拥有 BAW 滤波器和汽车电子芯片生产基地；3）在佛罗里达州阿波普卡（Apopka, Florida）拥有 GaN 晶圆厂，在 2024 年新增产线以扩大 5G 基础设施芯片产能。

图表24：Qorvo 晶圆制造厂分布

所在地	具体生产内容
北卡罗来纳州格林斯伯勒 (Greensboro, North Carolina)	**核心晶圆厂**：采用 GaAs、GaN 和 BAW（体声波）工艺，生产 5G 基站、智能手机射频前端模组（如 iPhone 的 PA 模组）； **研发中心**：主导毫米波（mmWave）射频芯片和国防通信技术的开发。
德克萨斯州理查森 (Richardson, Texas)	**BAW 滤波器生产基地**：专注于高性能滤波器（如 UltraBAW™），用于 5G 手机和物联网设备； **汽车电子芯片**：生产车规级 V2X 通信模组和雷达射频芯片。
佛罗里达州阿波普卡 (Apopka, Florida)	**GaN 晶圆厂**：制造高功率射频器件，服务于国防和航空航天领域（如相控阵雷达），2024 年新增产线以扩大 5G 基础设施芯片产能。

资料来源：Qorvo，芯存社，国盛证券研究所

相关封测及模组产品制造则主要依赖海外工厂，分布在美国本土、哥斯达黎加、中国大陆和德国。美国本土方面，在德克萨斯州理查森设有先进的微波模块组装（AMMA）工厂；海外工厂方面，哥斯达黎加埃雷迪亚承担约 70%的封装任务，在中国北京、中国德州以及菲律宾比尼安均分布组装、封装、可靠性测试工厂。其中，2023 年 12 月，Qorvo 与立讯精密达成协议，将位于北京和山东德州的组装与测试工厂出售给立讯。

图表25：Qorvo 封测及模组制造厂分布

所在地	具体封测内容
哥斯达黎加埃雷迪亚（Heredia, Costa Rica）	承担约 70%的封装任务（如 LGA、QFN 封装）
中国北京（Beijing, China）	曾为重要封装基地，2020 年后逐步缩减产能，目前主要为区域客户提供支持
中国德州（Dezhou, China）	与本地企业合作生产低端消费级射频芯片
德国慕尼黑（Nuremberg, Germany）	负责车规级射频芯片的可靠性验证，不涉及制造环节

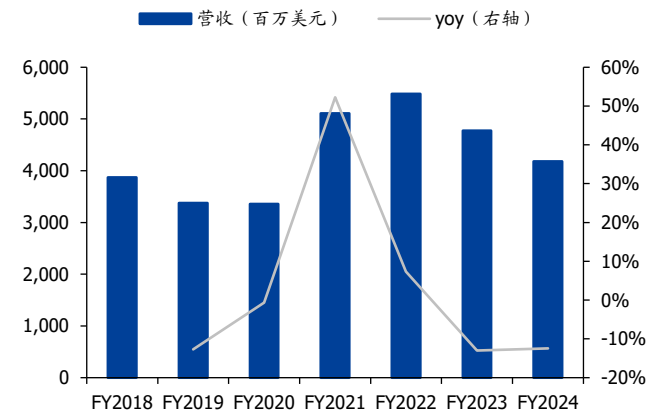
资料来源：Qorvo，芯存社，国盛证券研究所

图表26：Qorvo 制造与封测基地所在地区

资料来源：Qorvo 公告，国盛证券研究所

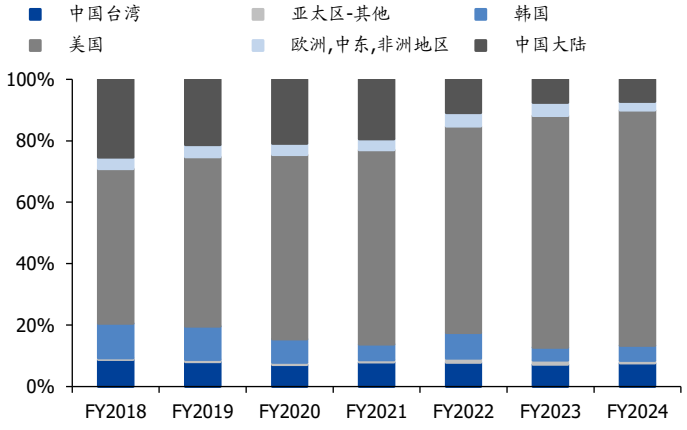
Skyworks：FY2024 中国大陆营收 3.0 亿美元，占比 7.3%。Skyworks FY2024 实现营收 41.78 亿美元，分地区来看，FY2018-FY2023，中国大陆为公司第二大营收来源市场，FY2024 中国大陆营收为 3.0 亿美元，占比达 7.3%，为第三大收入来源。

图表27：Skyworks FY2018-FY2024 营收



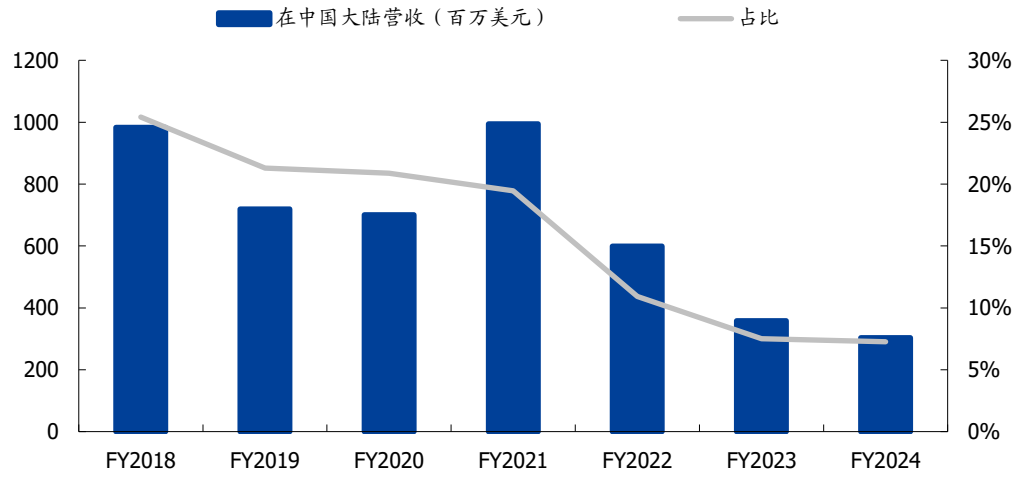
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表28：Skyworks FY2018-FY2024 分地区营收



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表29：Skyworks FY2018-FY2024 在中国大陆营收情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

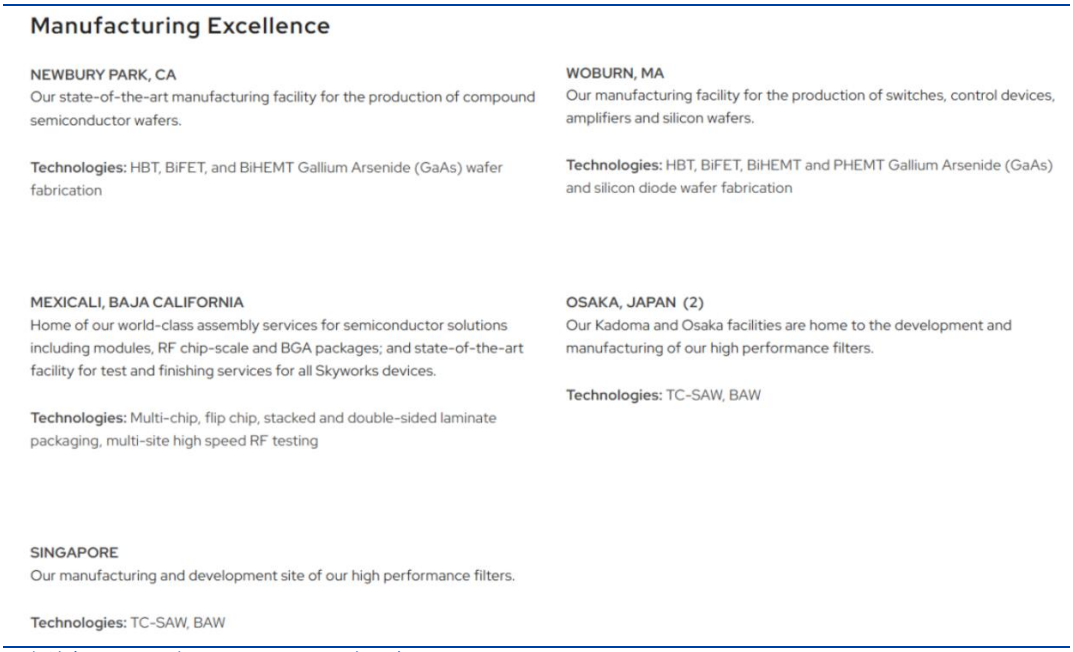
Skyworks 晶圆制造以美国为主。Skyworks 的晶圆制造主要位于美国本土，其中麻萨诸塞州沃本主导射频芯片设计与先进技术开发（如 5G 毫米波、Wi-Fi 6E），生产高频 GaAs 和 SiGe 工艺的射频器件，用于高端智能手机和基站；加州尔湾专注于混合信号与滤波器生产；亚利桑那州钱德勒则专注于生产 GaN 功率放大器，用于 5G 基站和国防应用的射频前端模组。公司的海外封测产能主要为墨西哥、哥斯达黎加和中国苏州。

图表30：Skyworks 晶圆制造与封测厂分布

	所在地	具体生产内容
晶圆制造厂	麻萨诸塞州沃本	主导射频芯片设计与先进技术开发（如5G毫米波、Wi-Fi 6E），生产高频GaAs和SiGe工艺的射频器件，用于高端智能手机和基站。
	加州尔湾	专注于BAW（体声波）和SAW（表面声波）滤波器制造，以及生产用于汽车雷达和V2X通信的射频模块。
	亚利桑那州钱德勒	用于5G基站和国防应用的射频前端模组
封测厂	墨西哥	承担低成本封装（如QFN、LGA）
	哥斯达黎加	负责部分消费级射频芯片的最终测试与分销
	中国苏州	2020年后逐步缩减产能，目前以支持区域客户为主

资料来源：芯存社，国盛证券研究所

图表31：Skyworks 制造基地所在地区



资料来源：芯世相，Skyworks，国盛证券研究所

三、芯卓项目稳步推进，定增加码全面扩产

3.1 6 寸线持续优化，12 寸线量产顺利

作为公司从 Fabless 向 Fab-Lite 经营模式转型的关键，芯卓项目的建设历程体现出公司对技术革新、供应链优化、市场拓展等多维度的战略布局。从 2020 年 11 月启动建设至今，芯卓项目已由前期投入步入中期交付阶段，分产线来看：

1）6 英寸晶圆生产线：6 英寸滤波器产线的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。截止 2024 年末，通过芯卓资源平台实现的供应、生产制造、工艺等能力成功在 6 英寸滤波器晶圆生产线上得到体现，产品良率稳中有进、国产化方案全面推进、工艺流程与操作规范进一步优化、自动化率达到行业头部水平。

图表32：芯卓项目进展梳理

时间	进展
2020.11	同意与江苏省无锡蠡园经济开发区管理委员会签署《战略合作协议书》，在无锡市滨湖区胡埭东区投资建设半导体产业化生产基地。**该项目预计总投资金额8亿元，用于建设滤波器生产和射频模组封装测试生产线**，及厂房的配套设施建设及软硬件设备购置，开展关键技术和工艺的研发及产品的产业化生产。
2021.3	**同意对芯卓半导体产业化建设项目追加投资27亿元**，以进一步扩充SAW滤波器晶圆制造和射频模组封装测试产能及厂房及配套设施建设。
2021.6	芯卓半导体产业化建设项目各栋主体结构已于2021年6月底顺利封顶，计划于年底前投入使用。
2022.12	**6英寸：**2022年第一季度6英寸滤波器产线进入工艺通线阶段，第二季度进入小批量生产阶段。截止2022年末，自建的滤波器产线已经全面进入规模量产阶段； **12英寸：**IPD滤波器产品已完成工艺通线及产品级验证进入小批量生产阶段。
2023.12	**6英寸：**截至2023年末，6英寸滤波器产线实际发货已超过8000片/月，**6英寸滤波器产线第一期产能规划为1万片/月，第二期产能增加至1.6万片/月**。 **12英寸：**IPD平台处于研发到量产转化阶段，集成自产IPD滤波器的L-PAMiF、LFEM等相关模组产品，已在多家客户端完成验证。
2024.6	**6英寸：**截至2024H1，6英寸滤波器晶圆生产线自稳定规模量产以来实际发货已超过10万片，**集成6英寸滤波器晶圆生产线自产MAX-SAW的L-PAMiD产品性能已达到行业主流水平，该产品系列已在部分品牌客户验证通过**。 **12英寸：**IPD平台已正式进入规模量产阶段，L-PAMiF、LFEM等相关模组产品中采用自产IPD滤波器的比例已达到较高水平。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，并于2024年第二季度进入量产阶段，产能开始持续爬坡。
2024.12	**6英寸：**截至2024年末，通过芯卓资源平台实现的供应、生产制造、工艺等能力成功在6英寸滤波器晶圆生产线上得到体现，产品良率稳中有进、国产化方案全面推进、工艺流程与操作规范进一步优化、自动化率达到行业头部水平。 **12英寸：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，同时启动了第二代工艺的开发，目前进展顺利**。截至2024年末，12英寸晶圆生产线重要工艺实现从工艺稳定定型至产能逐步提升，**目前可实现5000片/月的产能规模**。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2）12 英寸晶圆生产线：12 英寸 IPD 平台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。此外，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，同时启动了第二代工艺的开发，目前进展顺利。截止 2024 年末，公司 12 英寸晶圆生产线重要工艺实现从工艺稳定定型至产能逐步提升，目前可实现 5000 片/月的产能规模。

3）先进封装生产线：公司前瞻性地规划了射频前端行业领先的先进封装工艺技术能力，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。例如通过 3D 堆叠封装形式实现更好的性能和面积优势，最终达成公司产品快速迭代需求及模组化、系统化的高端产品规划，截止 2024 年末，公司已有部分产品采用先进封装技术并获得客户的验证通过。

3.2 新一轮定增启动，加码芯卓全面扩产

定增扩产投资超 40 亿元，助力定制化能力再上新台阶。2025 年 1 月 24 日，公司正式启动新一轮定增项目，募集资金总额不超过 35 亿元，除补充流动资金项目外，本次募集资金将全部用于射频芯片制造扩产项目的资本性支出部分，其余部分由公司通过自有或自筹资金解决。我们看到，受益于公司自主产线定制化产品的量产优势，射频前端模组收入比例逐年增长，2024 年度射频前端模组收入占营业收入的比例已超过 40%，我们判断未来几年模组产品收入占比还将持续上升，随着更加定制化的发射端模组产品的陆续推出，公司的制造能力亟需通过此次扩产迈上新台阶，这也是此轮定增的重要背景。

图表33：定增募集资金金额及投向

序号	项目名称	总投资金额(亿元)	募集资金拟投入金额(亿元)
1	射频芯片制造扩产项目	41.8	30.0
2	补充流动资金	5.0	5.0
合计		46.8	35.0

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表34：射频芯片制造扩产项目基本情况

项目名称	射频芯片制造扩产项目
实施主体	无锡芯卓湖光半导体有限公司
项目总投资金额(亿元)	41.8
拟使用募集资金(亿元)	30.0
项目建设期	4年
项目建设内容	扩建射频芯片生产线
项目建设地点	江苏省无锡市胡埭工业区钱胡路以北、刘闾路以东、洋溪河以南地块

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们认为，经过此次产能扩充，未来**在工艺技术方面，**公司能够更深入地掌握核心技术和生产工艺，更高效地响应市场需求和技术变化，加速产品的迭代升级，亦可突破标准化制造工艺的局限，将晶圆制造与晶圆级先进封装有机结合，在成本、性能和效率等方面有所提升；**在产品方面，**公司生产环节得以充分匹配设计需求实现专属设计的定制化工艺，从而进一步提升产品的市场竞争力，实现模组化、定制化的产品布局。

图表35：公司主要产品

产品分类	产品名称	产品简介
分立器件	射频开关	可分为传导开关和天线开关，其中传导开关主要有移动通信传导开关、WiFi开关等，采用RF SOI的材料及相应工艺，广泛应用于智能手机等移动智能终端；天线开关根据功能的不同，分为天线调谐开关、天线调谐器、天线交换开关等，主要采用RF SOI的材料及相应工艺，广泛应用于智能手机等移动智能终端
	射频低噪声放大器	根据适用频率的不同，分为全球卫星定位系统射频低噪声放大器、移动通信信号射频低噪声放大器、电视信号射频低噪声放大器、FM调频信号射频低噪声放大器等，主要采用SiGe、RF CMOS、RF SOI、GaAs等材料及相应工艺，主要应用于智能手机等移动智能终端。
	射频滤波器	分为用于卫星定位系统的GPS滤波器、用于无线连接系统前端的WiFi滤波器、适用于移动通信的滤波器等，公司现阶段主要采用SAW、IPD等工艺，主要应用于智能手机等移动智能终端。
	射频功率放大器	公司目前推出的射频功率放大器产品，主要采用GaAs材料及相应工艺实现，主要应用于移动智能终端
射频模组	LFEM	接收模组，集成射频开关、低噪声放大器和滤波器
	DiFEM	接收模组，集成射频开关和滤波器
	L-DiFEM	接收模组，集成射频低噪声放大器、射频开关和滤波器
	LNA BANK	接收模组，集成多个射频低噪声放大器和射频开关
	L-PAMiF	主集收发模组，集成射频功率放大器、射频开关、滤波器、低噪声放大器
	L-PAMiD	主集收发模组，集成射频低噪声放大器、射频功率放大器、射频开关、双工器/四工器等器件
无线连接	WiFi连接模组（WiFi FEM）	将WiFi射频功率放大器、射频开关、低噪声放大器等以多种组合方式集成为一个模组，用于无线信号发射和接收，实现WiFi数据传输。公司的WiFi前端模组产品主要应用于移动智能终端及网通组网设备。
	蓝牙前端模组（BT FEM）	根据系统需求架构形式集成射频功率放大器、射频低噪声放大器、射频开关，用于提高蓝牙的发射功率或者提升接收灵敏度。公司目前推出的蓝牙前端模组产品主要应用于物联网及其他通讯系统，如蓝牙耳机、VR/AR设备等。
物联网芯片	低功耗蓝牙微控制器芯片是将BLE射频收发器、存储器、CPU和相关外设集成为一颗芯片，形成具有蓝牙收发射频信号功能的微控制器。采用无线连接方式，使其能够快速接入手机、平板、电视等智能终端，实现数据共享和智能控制。公司的低功耗蓝牙微控制器产品主要应用于智能家居、可穿戴设备、无线充电等领域。	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表36：公司主要产品的产销情况

产品类别	项目	2024年度	2023年度	2022年度
射频前端芯片	产量(亿颗)	86.91	77.98	65.69
	销量(亿颗)	78.43	78.46	65.02
	产销率	90.24%	100.62%	98.97%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基于以上分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

一、射频分立器件

该业务在经历 2024 年的下滑后，我们判断后续有望重回增长轨道，因此预计该业务在 2025-2027 年分别实现营收 25.8/27.1/29.3 亿元；毛利率方面，由于 2025 年行业仍存在一定程度的价格竞争，叠加公司自身产能利用率逐步爬升带来的前期费用压力，我们认为 2025 年毛利率仍有压力，后续伴随竞争趋缓以及稼动率稳定，毛利率有望逐步回暖，因此我们预计该业务毛利率在 2025-2027 年分别达到 40.0%/43.0%/44.0%。

二、射频模组

该业务作为公司后续的重点战略方向，我们认为增长速度将显著快于分立器件业务，因此预计在 2025-2027 年分别实现营收 22.3/27.8/36.2 亿元，毛利率趋势将与分立器件保持一致，预计在 2025-2027 年分别达到 35.0%/38.0%/40.0%。

图表37：卓胜微分业务拆分及预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
射频分立器件				
营收(亿元)	**25.1**	**25.8**	**27.1**	**29.3**
yoy	*-7.6%*	*3.0%*	*5.0%*	*8.0%*
占比	*55.9%*	*52.6%*	*48.4%*	*43.9%*
毛利率	*42.2%*	*40.0%*	*43.0%*	*44.0%*
射频模组				
营收(亿元)	**18.9**	**22.3**	**27.8**	**36.2**
yoy	*18.6%*	*18.0%*	*25.0%*	*30.0%*
占比	*42.1%*	*45.3%*	*49.6%*	*54.2%*
毛利率	*36.3%*	*35.0%*	*38.0%*	*40.0%*
其他				
营收(亿元)	**0.9**	**1.0**	**1.1**	**1.2**
yoy	*25.2%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
占比	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*1.8%*
毛利率	*32.0%*	*32.0%*	*32.0%*	*32.0%*
合计				
营收(亿元)	**44.9**	**49.1**	**56.1**	**66.7**
yoy	*2.5%*	*9.5%*	*14.2%*	*19.0%*
综合毛利率	**39.5%**	**37.6%**	**40.3%**	**41.6%**

资料来源：Wind，国盛证券研究所

费用端来看，我们认为随着公司收入规模的提升，经营杠杆效应将逐步显现，因此费用率主要呈现下降趋势，但费用规模仍在上升，其中主要是研发费用维持在较高水位。因此我们预计 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 1.2%/1.1%/1.0%，管理费用率分别为 3.9%/3.7%/3.5%，研发费用率分别为 21.0%/18.0%/15.0%。

图表38：卓胜微主要费用预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用	56.6	58.9	61.7	66.7
营收占比	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
管理费用	180.8	191.5	207.5	233.4
营收占比	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%
研发费用	997.1	1,031.3	1,009.2	1,000.5
营收占比	22.2%	21.0%	18.0%	15.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：单位为百万元人民币

4.2 投资建议

我们认为，公司在短期虽然面临行业的价格竞争以及自身产能爬坡带来的费用压力，但展望后续，行业竞争在国产替代加速的背景下有望逐步趋缓，公司自身的产能利用率也正在逐步提升；更为重要的是，公司自 2020 年开始自建代工厂打造供应链一体化，多年投入已经逐步迎来收获期，我们认为未来公司在定制化的产品性能以及自主可控的成本方面都将领先竞争对手，从而在下一轮行业上行周期中占据更加有利的竞争地位。综上，我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 49.1/56.1/66.7 亿元，同比增长 9.5%/14.2%/19.0%，实现归母净利 3.8/8.6/12.9 亿元，同比增长-5.6%/126.8%/50.3%。

我们选取同为模拟芯片设计企业的圣邦股份、南芯科技、思瑞浦作为可比公司，计算出 2025/2026/2027 年可比公司平均 PE 分别为 90/51/38X。卓胜微 2025 年 PE 高于可比公司平均值，主因今年利润仍有下滑压力，但随着利润重回增长轨道，叠加公司 Fab-Lite 经营模式理应获取一定估值溢价，因此 2026/2027 年 PE 相比可比公司平均值仍有一定提升空间。考虑到公司在国内射频前端领域的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值分析

代码	证券简称	总市值(亿元人民币)	归母净利(亿元人民币)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300661.SZ	圣邦股份	461	6.5	9.1	11.7	71.1	50.9	39.4
688536.SH	思瑞浦	195	1.3	3.0	4.4	146.0	66.2	44.4
688484.SH	南芯科技	192	3.7	5.2	6.6	51.9	37.2	28.8
平均值		**283**	**3.8**	**5.7**	**7.6**	**89.6**	**51.4**	**37.5**
300782.SZ	卓胜微	408	3.8	8.6	12.9	107.4	47.4	31.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：总市值选取 2025/8/11 收盘价，可比公司归母净利及 PE 选取 Wind 一致预测

风险提示

1）行业竞争加剧：目前射频前端仍处价格竞争之中，若后续行业竞争进一步加剧，将对公司产品价格带来较大压力。

2）产能利用率提升不及预期：公司芯卓产线正处产能利用率爬坡的关键阶段，若利用率提升不及预期，公司产品成本将持续承压。

3）产品推广不及预期：目前公司在模组领域的关键产品 L-PAMiD 仍处早期的起量阶段，若后续在客户端的推广不及预期，将对放量节奏带来显著影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com