

卓胜微 (300782.SZ)

优于大市

短期盈利能力承压，L-PAMiD 产品进入量产交付阶段

核心观点

2025 收入环比增长 25%，盈利能力承压。公司 2025 上半年实现收入 17.04 亿元 (YoY -25.42%)，归母净利润-1.47 亿元 (YoY -141.59%)，扣非归母净利润-1.51 亿元 (YoY -142.77%)，受芯卓固定资产转固及市场竞争影响，毛利率下降 13.4pct 至 28.75%，研发费用同比减少 17.5%至 4.07 亿元，研发费率同比提高 2.3pct 至 23.86%。其中 2025 营收 9.48 亿元 (YoY -13.43%，QoQ +25.43%)，归母净利润-1.01 亿元 (YoY -164%，QoQ -116%)，毛利率 26.95% (YoY -14.4pct，QoQ -4.1pct)。

两大产品线均收入同比减少，毛利率同比下降。分产品线来看，2025 上半年公司射频分立器件收入 8.99 亿元 (YoY -29.01%)，占比 53%，毛利率同比下降 15.0pct 至 28.25%；射频模组收入 7.56 亿元 (YoY -21.79%)，占比 44%，毛利率同比下降 12.0pct 至 28.74%。

降本拐点陆续出现，预计毛利率将企稳回升。2024 年下半年，芯卓产能爬坡初期产能利用率不足导致单片实际成本异常，该部分成本较高的晶圆经后道加工成产品在上半年销售给客户，对上半年毛利率和盈利能力影响较大。目前 12 英寸线已步入稳定生产阶段，目前产能规模基本达成 5000 片/月。随着芯卓产品持续上量，产线运转效率提升，降本拐点等迹象陆续出现，预计后期相关产品毛利将企稳回升。

L-PAMiD 产品进入量产交付阶段，WiFi7 模组产品规模化量产出货。公司 L-PAMiD 产品系列是目前业界首次实现全国产供应链的系列产品，集成公司 6 英寸滤波器晶圆生产线自产 MAX-SAW 滤波器，产品已成功通过部分主流客户的产品验证，进入量产交付阶段。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 WiFi 无线连接领域，公司 WiFi7 模组产品已实现规模化量产并保持稳定出货态势。同时，公司积极打造基于短距通信感知一体的 SoC 芯片技术体系，在未来力争拓展到 IoT、智能家居、健康监控、汽车电子等应用场景。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“优于大市”评级

由于下游需求复苏较弱，及产能爬坡初期产品成本较高拉低毛利率，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 4.44/7.49/9.55 亿元（前值为 7.09/10.48/12.76 亿元），对应 2025 年 8 月 26 日股价的 PE 分别为 102/60/47x。公司已形成射频前端产品平台，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，竞争加剧的风险，产能利用率不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,378	4,487	4,494	5,248	5,954
(+/-%)	19.1%	2.5%	0.1%	16.8%	13.4%
归母净利润(百万元)	1122	402	444	749	955
(+/-%)	5.0%	-64.2%	10.4%	68.9%	27.4%
每股收益(元)	2.10	0.75	0.83	1.40	1.78
EBIT Margin	27.2%	11.6%	11.2%	16.4%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	3.9%	4.2%	6.7%	7.9%
市盈率 (PE)	40.1	112.0	101.6	60.1	47.2
EV/EBITDA	32.9	45.0	42.3	26.4	22.1
市净率 (PB)	4.59	4.41	4.26	4.01	3.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	84.22 元
总市值/流通市值	45053/37751 百万元
52 周最高价/最低价	131.00/58.61 元
近 3 个月日均成交额	591.28 百万元

市场走势

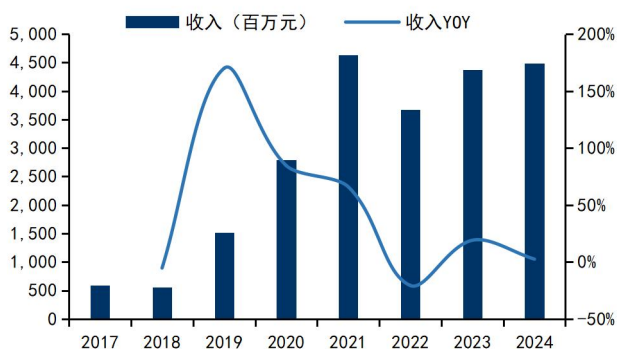


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

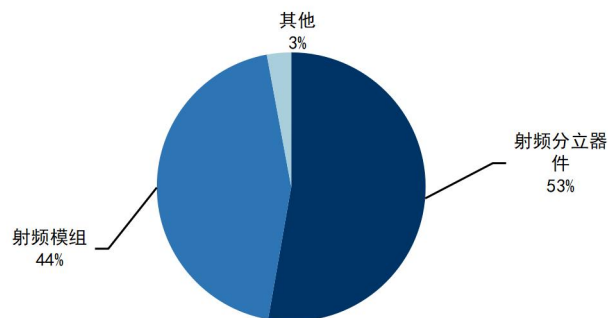
《卓胜微 (300782.SZ) -短期盈利能力承压，拟通过定增扩充产能》——2025-04-02
《卓胜微 (300782.SZ) -前三季度收入同比增长 10%，短期利润承压》——2024-10-31
《卓胜微 (300782.SZ) -L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过，短期利润承压》——2024-08-30
《卓胜微 (300782.SZ) -一季度收入同比增长 67%，12 英寸 IPD 平台转入量产阶段》——2024-04-30
《卓胜微 (300782.SZ) -三季度收入创季度新高，自有高端滤波器品牌规模量产》——2023-10-31

图1: 公司营业收入及增速



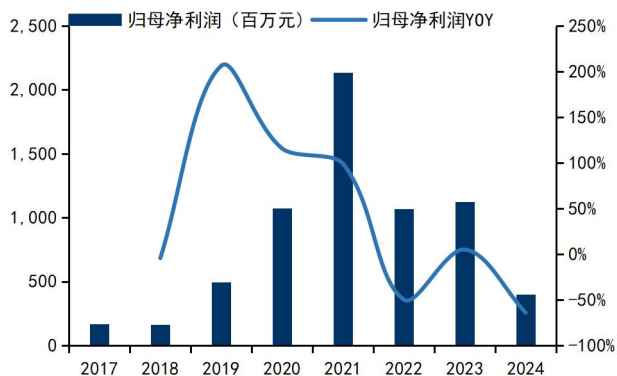
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2025 上半年收入构成



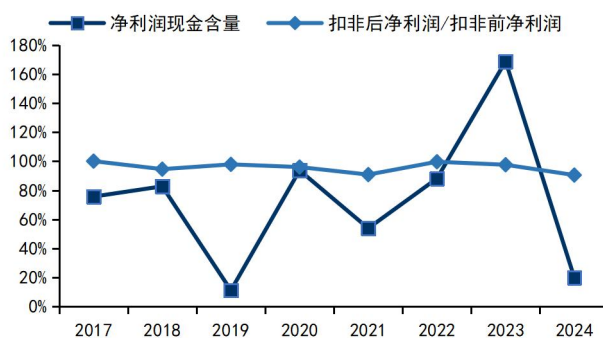
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



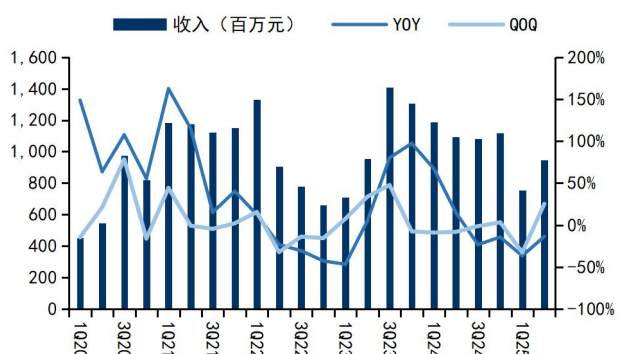
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



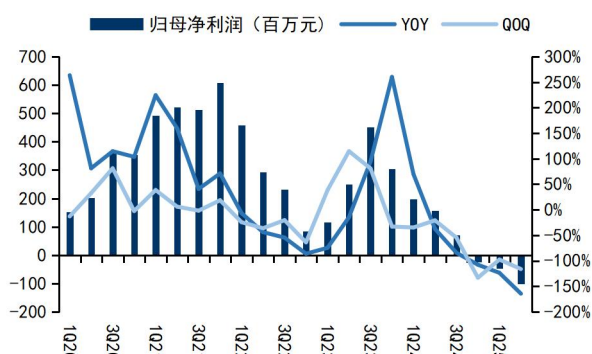
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



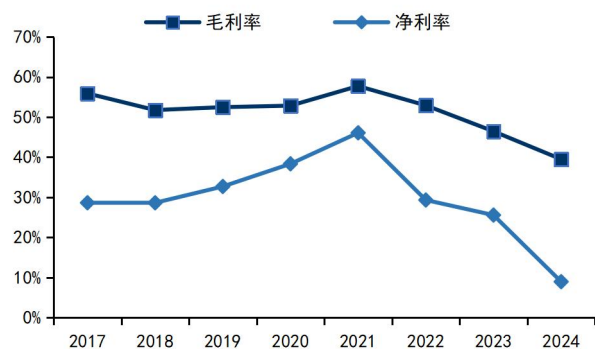
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



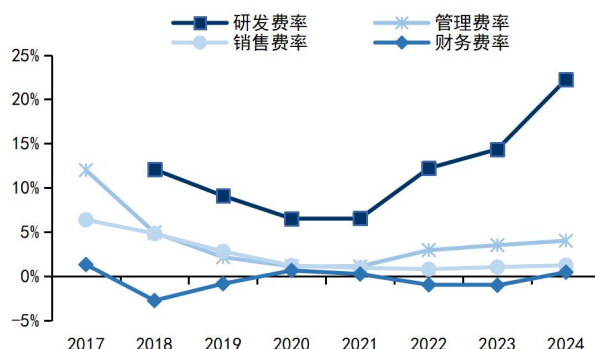
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



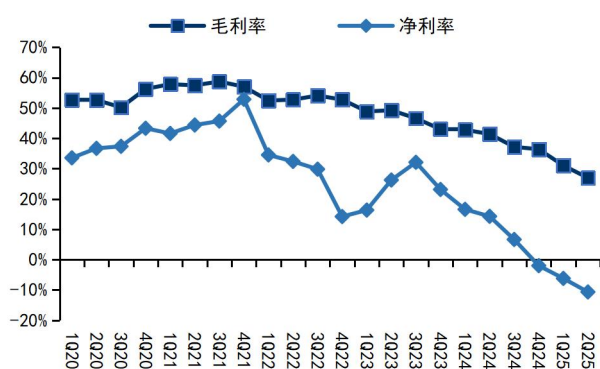
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



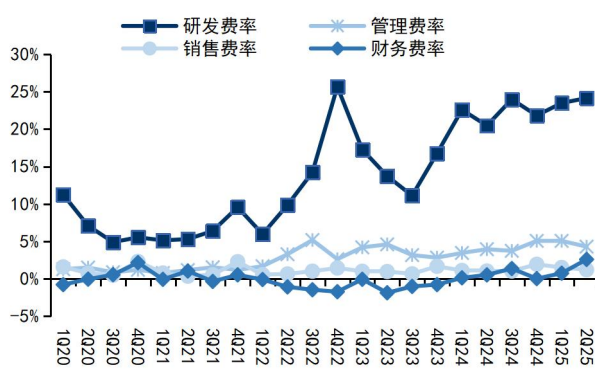
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1008	1411	1232	1217	2565	营业收入	4378	4487	4494	5248	5954
应收款项	552	621	622	726	824	营业成本	2345	2715	3027	3360	3726
存货净额	1493	2521	1969	1979	2033	营业税金及附加	11	17	12	16	19
其他流动资产	216	464	470	551	624	销售费用	47	57	54	58	65
流动资产合计	3269	5016	4293	4474	6046	管理费用	155	181	154	169	185
固定资产	5602	8238	9095	9127	8533	研发费用	629	997	741	787	863
无形资产及其他	122	152	146	140	134	财务费用	(44)	21	76	60	34
其他长期资产	1874	743	743	743	743	投资收益	7	1	3	4	3
长期股权投资	91	84	87	91	94	资产减值及公允价值变动	(77)	(167)	(93)	(91)	(98)
资产总计	10958	14233	14364	14574	15550	其他	9	30	70	40	40
短期借款及交易性金融负债	9	1905	1547	1102	1132	营业利润	1175	364	409	751	1007
应付款项	635	880	968	973	1071	营业外净收支	(4)	17	(5)	0	0
其他流动负债	237	186	202	204	225	利润总额	1171	381	404	751	1007
流动负债合计	881	2971	2717	2279	2427	所得税费用	52	(21)	(40)	0	50
长期借款及应付债券	0	633	633	633	633	少数股东损益	(3)	1	1	2	2
其他长期负债	274	428	428	428	428	归属于母公司净利润	1122	402	444	749	955
长期负债合计	274	1061	1061	1061	1061	现金流量表（百万元）					
负债合计	1154	4032	3778	3340	3489	净利润	1119	403	444	751	957
少数股东权益	0	2	2	4	6	资产减值准备	96	165	98	99	102
股东权益	9803	10199	10583	11231	12056	折旧摊销	211	569	649	974	1100
负债和股东权益总计	10958	14233	14364	14574	15550	公允价值变动损失	(19)	1	(5)	(8)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	7	30	76	60	34
每股收益	2.10	0.75	0.83	1.40	1.78	营运资本变动	(321)	94	654	(181)	(102)
每股红利	0.22	0.10	0.11	0.19	0.24	其他	801	(1181)	(174)	(159)	(136)
每股净资产	18.36	19.08	19.78	20.99	22.54	经营活动现金流	1894	80	1742	1536	1951
ROIC	13%	5%	4%	7%	8%	资本开支	(2122)	(1868)	(1500)	(1000)	(500)
ROE	11%	4%	4%	7%	8%	其它投资现金流	(171)	56	(3)	(4)	(3)
毛利率	46%	39%	33%	36%	37%	投资活动现金流	(2292)	(1812)	(1503)	(1004)	(503)
EBIT Margin	27%	12%	11%	16%	18%	权益性融资	18	46	0	0	0
EBITDA Margin	32%	24%	26%	35%	37%	负债净变化	0	633	0	0	0
收入增长	19%	2%	0%	17%	13%	支付股利、利息	(91)	(152)	(60)	(102)	(130)
净利润增长率	5%	-64%	10%	69%	27%	其它融资现金流	(21)	1880	(357)	(445)	30
资产负债率	11%	28%	26%	23%	22%	融资活动现金流	(94)	2407	(417)	(547)	(100)
息率	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	现金净变动	(494)	677	(179)	(15)	1348
P/E	40.1	112.0	101.6	60.1	47.2	货币资金的期初余额	1214	720	1398	1219	1204
P/B	4.6	4.4	4.3	4.0	3.7	货币资金的期末余额	720	1398	1219	1204	2552
EV/EBITDA	32.9	45.0	42.3	26.4	22.1	企业自由现金流	(1092)	(656)	358	651	1539
						权益自由现金流	(1112)	1857	(83)	146	1536

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032