

# 卓胜微（300782.SZ）

## Q3 亏损收窄，Fab-Lite 高端射频优势凸显

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,378	4,487	4,138	5,189	6,019
增长率 yoy（%）	19.1	2.5	-7.8	25.4	16.0
归母净利润（百万元）	1,122	402	-22	257	611
增长率 yoy（%）	5.0	-64.2	-105.5	1259.6	138.2
ROE（%）	11.4	3.9	-0.2	2.5	5.7
EPS 最新摊薄（元）	2.10	0.75	-0.04	0.48	1.14
P/E（倍）	32.9	91.9	-1667.8	143.8	60.4
P/B（倍）	3.8	3.6	3.6	3.6	3.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

### 25 年前三季度业绩承压，Q3 亏损环比大幅收窄，符合市场预期

2025 年前三季度公司营收 27.69 亿元，同比下降 17.8%；归母净利润-1.71 亿元，同比下降 140.1%。扣非归母净利润-2.05 亿元，同比下降 149.5%；业绩承压主要系新产线投产初期成本较高所致。

单季度 25Q3 营收 10.65 亿元，环比增长 12.4%；归母净利润-0.23 亿元；扣非归母净利润-0.54 亿元，亏损环比收窄 44.4%。毛利率 23.37%，环比-3.58pct，净利率-2.22%，环比+8.45pct，扣非净利率-5.07%，环比+5.16pct。Q3 净利润亏损环比大幅收窄，主要系资产减值损失收入比环比下降 3.34pct。

### 射频模组业务上半年占比已提升至 44%，公司产品结构显现持续优化。

2025 年上半年，公司射频分立器件营收 8.99 亿元；射频模组营收 7.56 亿元。得益于公司持续推进产品高端化、集成化，射频模组收入占比从上年度 42% 提升至 25H1 的 44%，产品结构显现持续优化，

### 25Q3 末存货环比增长 9.4%，为保障高端模组交付增加原材料备货

截至 25Q3 末，公司存货金额为 30.16 亿元，较 25Q2 末的 27.57 亿元环比增长 9.4%。存货增加主要为保障重要模组产品的交付放量而适当增加储备。

### 前三季度研发费用 6.44 亿元，高端 L-PAMiD 模组已导入多家品牌客户

2025 年前三季度公司研发费用为 6.44 亿元，同比下降 14.4%，研发费用率 23.3%。公司持续进行技术积累和储备，已具备全品类射频前端解决方案能力，高端产品 L-PAMiD 模组已在多家品牌客户导入并交付，并已收入贡献。

### 逆势定增扩产，强化高端模组定制化能力

公司逆势推进定增扩产计划，旨在更好地满足客户旺盛的定制化和高端化模组产品需求。随着公司自建产线优势逐步凸显，Fab-Lite 模式将助力公司把握国产替代机遇，获取更多高端市场份额。

### 国内射频前端领先企业，维持“增持”评级

我们看好公司作为国内射频前端领域领先企业的长期价值。公司通过自建产线深入 Fab-Lite 模式，在高端射频模组领域构筑核心壁垒。预计公司 2026~2027 年归母净利润分别为 2.57/6.11 亿元，对应 PE 为 144/60 倍，给予“增持”评级。

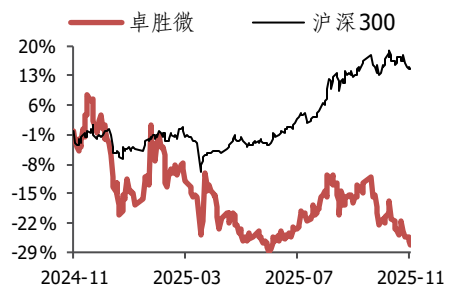
**风险提示：**经济增速放缓和行业发展波动的风险；市场竞争及利润空间缩小的风险；国际政治形势发生变化的风险；供应链交付风险等

## 增持（维持评级）

### 股票信息

行业	电子
2025 年 11 月 20 日收盘价（元）	69.00
总市值（百万元）	36,911.08
流通市值（百万元）	30,929.08
总股本（百万股）	534.94
流通股本（百万股）	448.25
近 3 月日均成交额（百万元）	814.45

### 股价走势



### 作者

分析师 唐泓翼

执业证书编号：S1070521120001

邮箱：tanghongyi@cgws.com

### 相关研究

- 《Q2 营收环比+25%，6/12 英寸产线产能利用率提升，毛利率有望企稳回升—卓胜微 2025 年半年报点评》2025-08-25
- 《25Q1 营收环比下降 32%，发射端模组 L-PAMiD 进入量产，25 年放量可期—卓胜微 2024 年年报及 2025 年一季报点评》2025-04-29
- 《拟募集不超过 35 亿元扩建射频制造产线，25 年发射端模组 L-PAMiD 放量可期—卓胜微动态点评》2025-02-07

2025 年前三季度公司营收 27.69 亿元，同比下降 17.80%；归母净利润-1.71 亿元，同比下降 140.10%，扣非归母净利润-2.05 亿元，同比下降 149.50%。业绩承压主要系行业竞争加剧及新产线投产初期成本较高所致。

图表 1：卓胜微-季度摘要(单位：亿元)

报告期 科目	2024-09-30 三季报	2024-12-31 年报	2025-03-31 一季报	2025-06-30 半年报	2025-09-30 三季报
<b>利润表摘要</b>					
营业总收入	33.67	44.87	7.56	17.04	27.69
营业总成本	30.30	41.56	8.07	18.62	30.12
营业利润	3.62	3.64	-0.38	-1.49	-1.89
利润总额	3.58	3.81	-0.38	-1.49	-1.92
归属母公司股东的净利润	4.25	4.02	-0.47	-1.47	-1.71
扣非后归属母公司股东的净利润	4.14	3.64	-0.54	-1.51	-2.05
<b>资产负债表摘要</b>					
流动资产	47.01	50.16	49.30	51.12	54.89
资产总计	136.74	142.33	141.03	143.29	147.26
流动负债	29.59	29.71	27.64	29.21	28.24
非流动负债	5.05	10.61	11.84	13.82	18.83
负债合计	34.64	40.32	39.48	43.04	47.07
归属母公司股东权益	102.10	101.99	101.53	100.24	100.17
股东权益合计	102.10	102.01	101.55	100.25	100.18
应收账款	6.58	5.79	4.89	6.27	6.87
存货	26.62	25.21	25.17	27.57	30.16
固定资产		51.72		53.79	
<b>现金流量表摘要</b>					
销售商品提供劳务收到的现金	33.83	48.38	8.63	17.71	28.09
经营活动现金净流量	-3.66	0.80	0.77	2.57	0.56
购建固定无形长期资产支付现金	17.77	18.68	1.36	3.48	4.56
投资支付的现金	0.15	0.15	0.01	0.11	0.26
投资活动现金净流量	-15.74	-18.12	-1.64	-3.78	-5.32
吸收投资收到的现金	0.44	0.46		0.24	0.24
取得借款收到的现金	22.73	28.96	5.66	13.97	22.77
筹资活动现金净流量	20.06	24.07	0.51	-0.79	2.00
现金净增加额	0.76	6.77	-0.35	-2.03	-2.84
期末现金余额	7.97	13.98	13.63	11.95	11.14
ROE(摊薄)(%)	4.17	3.94	-0.46	-1.47	-1.70
ROE(加权)(%)	4.17	3.94	-0.46	-1.47	-1.70
扣非后 ROE(摊薄)(%)	4.06	3.56	-0.54	-1.51	-2.05
ROE(TTM)	4.17	3.94	-0.46	-1.47	-1.70
销售毛利率(%)	40.52	39.49	31.01	28.75	26.68
销售净利率(%)	12.63	8.96	-6.17	-8.65	-6.17
扣非后销售净利率(%)	12.31	8.10	-7.20	-8.89	-7.41

资料来源：2024 年 3 季度报告~2025 年 3 季度报告，Wind，长城证券产业金融研究院

单季度来看，25Q3 营收 10.65 亿元，环比增长 12.40%；归母净利润-0.23 亿元，亏损环比收窄 76.80%，扣非归母净利润-0.54 亿元，亏损环比收窄 44.50%。25Q3 毛利率为 23.37%，

环比下降 3.58pct; 归母净利率为 -2.19%，环比提升 8.44pct。Q3 净利润亏损环比大幅收窄，经营情况逐渐向好。

图表 2: 卓胜微-季度摘要(单季度)(单位: 亿元)

报告期 科目	2024-09-30 第三季度	2024-12-31 第四季度	2025-03-31 第一季度	2025-06-30 第二季度	2025-09-30 第三季度
<b>利润表摘要</b>					
营业总收入	10.83	11.19	7.56	9.48	10.65
营业总成本	10.74	11.26	8.07	10.55	11.51
营业利润	0.24	0.02	-0.38	-1.10	-0.40
利润总额	0.24	0.23	-0.38	-1.11	-0.43
归属母公司股东的净利润	0.71	-0.24	-0.47	-1.01	-0.23
扣非后归属母公司股东的净利润	0.60	-0.51	-0.54	-0.97	-0.54
EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表摘要</b>					
销售商品提供劳务收到的现金	9.42	14.56	8.63	9.08	10.38
经营活动现金净流量	-0.77	4.47	0.77	1.80	-2.01
购建固定无形长期资产支付的现金	4.08	0.91	1.36	2.12	1.08
投资支付的现金	0.00	0.00	0.01	0.10	0.15
投资活动现金净流量	-3.18	-2.38	-1.64	-2.15	-1.54
吸收投资收到的现金	0.00	0.02		0.24	0.00
取得借款收到的现金	5.00	6.23	5.66	8.31	8.80
筹资活动现金净流量	4.88	4.01	0.51	-1.30	2.79
现金流量净额	1.05	6.01	-0.35	-1.67	-0.82
ROE(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
扣非后 ROE(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率(%)	37.14	36.39	31.01	26.95	23.37
销售净利率(%)	6.56	-2.11	-6.17	-10.63	-2.22
显示单位	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
原始单位	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
转换比率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
审计类型	期末未审	期末未审	期末未审	期末未审	期末未审

资料来源: 2024 年 3 季度报告~2025 年 3 季度报告, Wind, 长城证券产业金融研究院

## 风险提示

### （1）经济增速放缓和行业发展波动的风险

全球正面临经济景气度下行等带来的经济压力，公司主营的射频前端芯片主要应用于智能手机等移动智能终端，因此不可避免地受到宏观经济波动的影响。同时，由于智能手机创新放缓和换机周期拉长，市场需求不振。因此，若未来全球范围内宏观经济不能如期复苏，智能手机需求不能提振，将对公司的经营业绩造成影响。公司将密切关注国内外经济形势的变化，加强对宏观经济环境以及产业的研究，相应调整公司的经营战略，进一步增强公司市场竞争力和经营能力，提高抗风险能力。

### （2）市场竞争及利润空间缩小的风险

射频前端芯片行业正快速发展，良好的前景吸引了诸多企业试图进入这一领域，市场竞争日益加剧。国际方面，Skyworks、Qorvo 等公司拥有较强的资金及技术实力、较高的品牌知名度和市场影响力，与之相比，公司在整体实力和品牌知名度方面还存在差距。国内方面，同质化的产品竞争导致市场价格下降、行业利润缩减等状况。同时，随着智能手机、平板电脑的性能差异逐渐缩小，下游市场竞争激烈，下游企业毛利率出现下降趋势，也可能导致行业内利润空间随之缩小，从而影响公司的盈利水平。

### （3）国际政治形势发生变化的风险

国际贸易政策的变化以及贸易摩擦给全球商业环境带来了一定的不确定性，部分国家通过加征关税、技术禁令等方式，对贸易双方造成了一定阻碍。同时，全球地缘政治风险加大，局部战争冲突时有发生，给全球经济带来诸多不稳定、不确定影响。虽然目前国际政治形势尚未对公司的正常经营造成直接影响，但国际政治形势趋向复杂化，未来如果出现变化，可能导致国内外集成电路产业需求不确定，并可能对公司的产品研发、销售和采购等持续经营带来不利影响。同时公司存在境外业务，国际形势可能会导致公司物流时效性降低、成本上涨等风险，公司将面临经营成本压力上升的风险。此外，未来如果公司或客户产品受国际贸易、关税等政策影响，可能对公司的经营及持续业绩增长带来不利影响。公司将密切关注和研究国际政治形势走势，积极灵活调整市场策略和经营管理策略，增强公司抗风险能力。

### （4）供应链交付风险

近年来，随着国际化分工与产业格局的深化调整，国际贸易摩擦不断，已有部分国家通过贸易保护等手段，限制向中国出口半导体技术和晶圆制造及其配套设备，并具有层层加码的趋势。公司作为集成电路企业，采用垂直一体化经营的 Fab-Lite 模式。报告期内，公司主要向上游采购基础原材料、生产设备和配件、材料等，部分来源于海外供应商。虽然公司的供应商具有一定可替代性，但若贸易政策发生不利变化，或主要供应商的供货因各种原因出现中断或减少，或限制日趋严格且长期延续，将会对公司的生产经营能力造成不利影响。公司积极通过预先储备、异地布局、多元化推动等手段，增强供应链的稳定性和风险防范能力。同时，公司通过芯卓半导体产业化建设项目能够实现公司对关键制造环节的灵活控制和自主供给，提高协同能力并加强公司对产业链各环节的自主控制力度，契合整体行业发展趋势，有助于公司在集成电路行业资源有限的情况下，构建自身核心竞争力。

**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
<b>流动资产</b>	3,268.73	5,016.43	4,884.73	5,550.94	5,357.84
现金	1,008.33	1,410.84	1,924.69	1,933.48	2,910.31
应收票据及应收账款	518.12	578.98	524.43	772.79	468.33
其他应收款	33.44	41.66	37.52	55.13	56.07
预付账款	47.81	31.04	44.55	48.40	60.49
存货	1,492.67	2,520.88	2,052.83	2,374.28	1,528.86
其他流动资产	168.36	433.03	300.70	366.87	333.78
<b>非流动资产</b>	7,688.97	9,216.42	9,251.45	9,570.18	10,077.49
长期股权投资	91.47	83.83	81.91	78.00	75.20
固定资产	2,418.54	5,171.74	7,692.90	7,714.49	7,720.64
无形资产	121.63	152.07	174.29	190.07	207.02
其他非流动资产	5,057.33	3,808.78	1,302.34	1,587.62	2,074.63
<b>资产总计</b>	10,957.70	14,232.84	14,136.18	15,121.12	15,435.32
<b>流动负债</b>	880.57	2,970.57	3,069.44	3,878.97	3,666.29
短期借款	-	1,895.49	2,085.04	2,293.54	2,522.90
应付票据及应付账款	634.84	879.60	643.66	1,247.99	793.42
其他流动负债	245.73	195.48	340.74	337.44	349.98
<b>非流动负债</b>	273.85	1,061.46	862.14	790.70	669.73
长期借款	-	633.47	511.22	401.25	299.54
其他非流动负债	273.85	427.99	350.92	389.45	370.19
<b>负债合计</b>	1,154.42	4,032.04	3,931.58	4,669.67	4,336.02
少数股东权益	0.35	1.58	1.54	2.06	3.31
股本	533.82	534.53	534.53	534.53	534.53
资本公积	3,573.18	3,633.34	3,633.34	3,633.34	3,633.34
留存收益	5,538.13	5,820.38	5,798.20	6,037.92	6,629.80
归属母公司股东权益	9,802.92	10,199.22	10,203.06	10,449.38	11,096.00
<b>负债和股东权益</b>	10,957.70	14,232.84	14,136.18	15,121.12	15,435.32

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1,894.1	80.3	1,085.8	1,057.6	2,247.0
净利润	1,119.5	402.6	-22.2	257.2	612.7
折旧摊销	221.6	587.9	574.8	735.1	786.4
财务费用	-43.8	21.4	36.2	32.4	23.3
投资损失	-7.4	-1.3	-8.1	-5.3	-5.7
营运资金变动	448.0	-1,138.4	430.9	-66.0	715.0
其他经营现金流	156.3	208.2	74.2	104.3	115.3
<b>投资活动现金流</b>	-2,292.4	-1,811.9	-603.0	-1,044.6	-1,285.4
资本支出	2,121.8	1,868.1	53.2	1,337.0	1,156.8
长期投资	-36.6	-13.9	1.9	3.9	2.8
其他投资现金流	-134.0	70.2	-551.7	288.5	-131.3
<b>筹资活动现金流</b>	-93.6	2,407.1	31.0	-4.2	15.2
短期借款	-	1,895.5	189.5	208.5	229.4
长期借款	-	633.5	-122.3	-110.0	-101.7
普通股增加	0.1	0.7	-	-	-
资本公积增加	50.0	60.2	-	-	-
其他筹资现金流	-143.7	-182.8	-36.3	-102.8	-112.5
<b>现金净增加额</b>	-493.7	677.3	513.8	8.8	976.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4,378.24	4,486.93	4,137.79	5,188.88	6,019.40
营业成本	2,344.67	2,715.20	2,972.91	3,541.69	3,903.13
营业税金及附加	11.32	16.64	15.72	19.72	22.87
销售费用	46.59	56.61	50.89	60.63	60.80
管理费用	154.54	180.80	186.20	228.83	260.15
研发费用	628.94	997.07	870.59	986.92	1,038.35
财务费用	-43.84	21.38	36.16	32.44	23.34
资产和信用减值损失	-100.37	-168.25	-85.77	-101.75	-121.13
其他收益	12.16	26.34	25.63	24.04	20.82
公允价值变动收益	18.81	-1.32	-1.39	-1.25	-1.13
投资净收益	7.41	1.32	8.10	5.31	5.65
资产处置收益	1.10	6.77	3.06	3.71	4.51
<b>营业利润</b>	1,175.13	364.09	-45.06	248.71	619.49
营业外收入	5.52	26.13	30.45	28.29	29.37
营业外支出	9.68	8.74	8.59	8.00	8.00
<b>利润总额</b>	1,170.97	381.48	-23.20	269.00	640.87
所得税	51.51	-21.16	-1.02	11.84	28.20
<b>净利润</b>	1,119.46	402.65	-22.18	257.16	612.67
少数股东损益	-2.88	0.82	-0.05	0.52	1.25
<b>归属母公司净利润</b>	1,122.34	401.83	-22.13	256.64	611.42
EBITDA	1,349.01	989.10	588.19	1,037.06	1,451.15
EPS (元/股)	2.10	0.75	-0.04	0.48	1.14

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	19.1	2.5	-7.8	25.4	16.0
营业利润 (%)	7.2	-69.0	-112.4	652.0	149.1
归属母公司净利润 (%)	5.0	-64.2	-105.5	1259.6	138.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	46.4	39.5	28.2	31.7	35.2
净利率 (%)	25.6	9.0	-0.5	5.0	10.2
ROE (%)	11.4	3.9	-0.2	2.5	5.7
ROIC (%)	10.8	3.3	0.1	2.2	4.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	10.5	28.3	27.8	30.9	28.1
净负债比率 (%)	-8.7	13.8	10.0	11.1	2.6
流动比率	3.7	1.7	1.6	1.4	1.5
速动比率	1.8	0.7	0.8	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	9.5	8.2	7.5	8.0	9.7
应付账款周转率	4.2	3.6	3.9	3.7	3.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.10	0.75	-0.04	0.48	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.54	0.15	2.03	1.98	4.20
每股净资产 (最新摊薄)	18.33	19.07	18.92	19.20	20.19
<b>估值比率</b>					
P/E	32.9	91.9	-1667.8	143.8	60.4
P/B	3.8	3.6	3.6	3.6	3.4
EV/EBITDA	26.7	38.7	64.4	36.7	25.6



### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033  
 传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126  
 传真：021-31829681  
 网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
 邮编：100031  
 传真：86-10-88366686