

卓胜微 (300782.SZ)

加大特种工艺线投入，短期盈利能力承压

优于大市

核心观点

2025 年业绩承压，1Q26 收入恢复同比增长。公司 2025 年实现收入 37.26 亿元 (YoY -16.96%)，归母净利润-2.93 亿元 (YoY -172.89%)，扣非归母净利润-3.48 亿元 (YoY -195.62%)，受卓卓固定资产转固及市场竞争影响，毛利率同比下降 13.8pct 至 25.67%，研发费用同比减少 13.1% 至 8.67 亿元，研发费率同比提高 1.0pct 至 23.26%。1Q26 营收 8.28 亿元 (YoY +9.49%，QoQ -13.53%)，归母净利润-1.44 亿元 (YoY -210%，QoQ -18%)，毛利率 18.45% (YoY -12.56pct，QoQ -4.3pct)。

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 年公司射频分立器件收入 19.45 亿元 (YoY -22.49%)，占比 52%，毛利率同比下降 16.0pct 至 26.23%；射频模组收入 16.76 亿元 (YoY -11.20%)，占比 45%，毛利率同比下降 11.9pct 至 24.37%。

6 英寸晶圆生产线单月产能达 15000 片，12 英寸线步入稳定生产阶段。公司持续深耕 6 英寸特种工艺、12 英寸异质硅基工艺平台及先进异构集成三大核心技术平台，延展“异质+异构”技术路线。其中 6 英寸滤波器产线的产品品类已实现全面布局，2025 年底实现单月 15000 片的产能目标，对滤波器工艺有高度要求的 L-PAMiD 产品从小批量出货顺利进入大规模交付阶段。12 英寸实现产能快速爬坡并步入稳定生产阶段，基于自有产线能力设计并产出的射频传导开关、天线调谐开关、低噪声放大器及集成的相关模组等已陆续通过客户导入验证，终端产品基于自有产线的产出占比逐季度快速增长。

布局特种工艺线，已储备面向光通信等前沿领域的基础工艺技术。公司加大高性能射频及半导体特色工艺的研发投入与产业化推进，在高端封装、高频材料及特色高频器件等关键工艺方向逐步实现突破与规模化应用，相关技术可广泛适配移动通信、智能终端、高频通信、高压模拟等领域。具体来说，公司在 BCD 工艺、GaAs 工艺、异构集成工艺均取得进展，其中先进集成工艺已实现技术落地和闭环，为未来光电共封等高集成度产品提供核心支撑。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“优于大市”评级

由于手机需求较弱，价格竞争激烈及产线折旧增加，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 5.01/6.86/7.62 亿元 (2026-2027 年前值为 7.49/9.55 亿元)，对应 2026 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 120/88/79x。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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,487	3,726	4,172	4,664	5,172
(+/-%)	2.5%	-17.0%	12.0%	11.8%	10.9%
归母净利润(百万元)	402	-293	501	686	762
(+/-%)	-64.2%	-172.9%	270.9%	37.0%	11.1%
每股收益(元)	0.75	-0.55	0.87	1.19	1.33
EBIT Margin	11.6%	-3.8%	12.9%	14.0%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	-3.0%	3.6%	4.8%	5.0%
市盈率 (PE)	139.3	-191.2	120.3	87.8	79.0
EV/EBITDA	55.1	108.7	55.7	44.5	38.6
市净率 (PB)	5.49	5.67	4.36	4.18	3.99

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

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	104.69 元
总市值/流通市值	60195/46927 百万元
52 周最高价/最低价	118.58/66.90 元
近 3 个月日均成交额	1732.88 百万元

市场走势

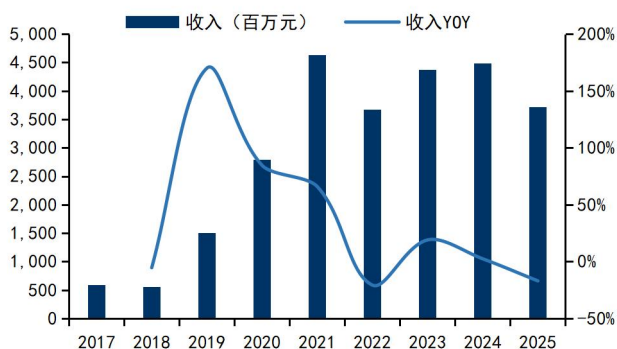


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

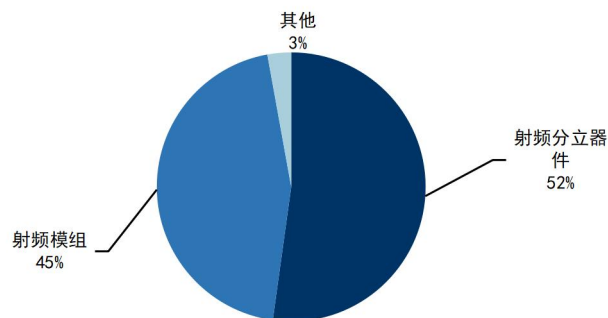
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 短期盈利能力承压，L-PAMiD 产品进入量产交付阶段》——2025-08-27
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 短期盈利能力承压，拟通过定增扩充产能》——2025-04-02
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 前三季度收入同比增长 10%，短期利润承压》——2024-10-31
- 《卓胜微 (300782.SZ) - L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过，短期利润承压》——2024-08-30
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 一季度收入同比增长 67%，12 英寸 IPD 平台转入量产阶段》——2024-04-30

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 年收入构成



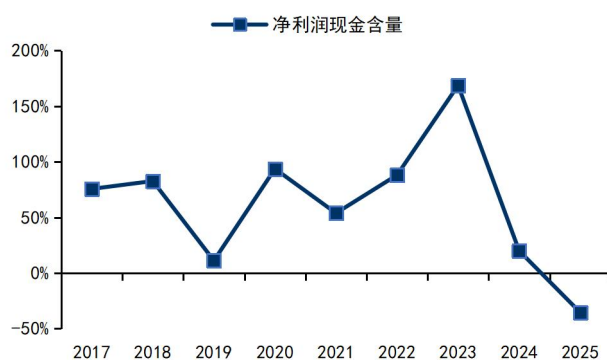
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



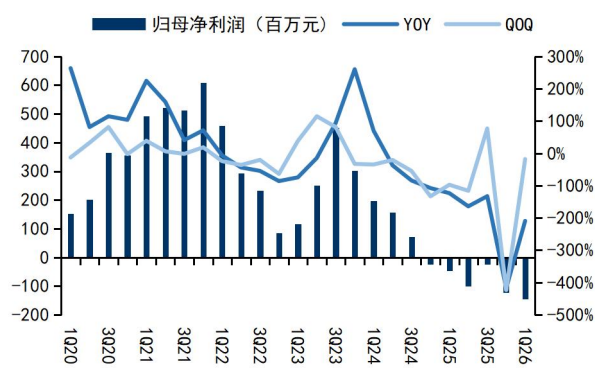
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



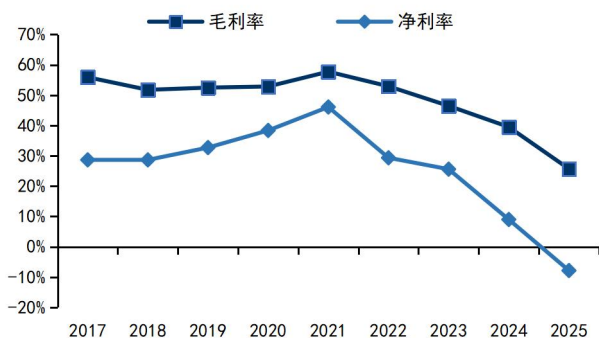
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



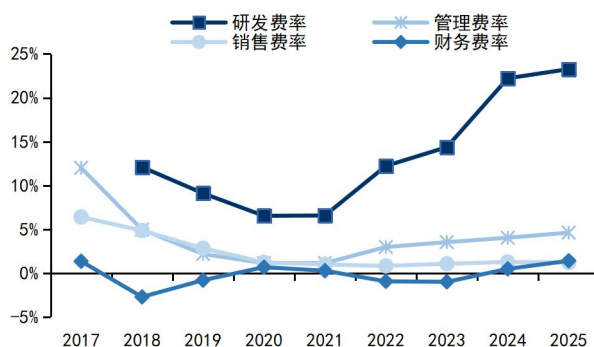
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



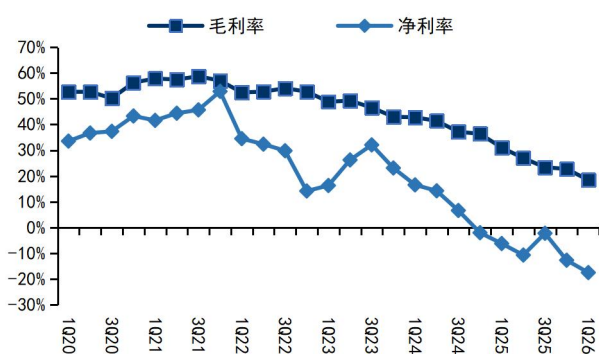
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



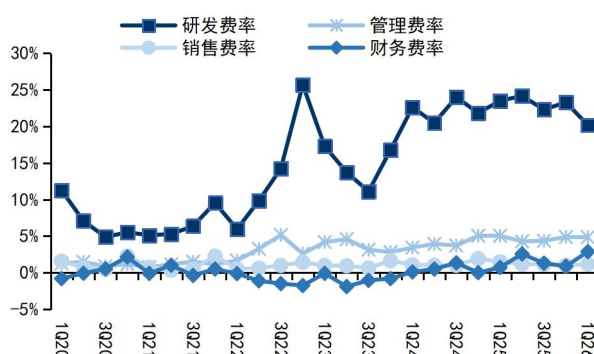
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E		
现金及现金等价物	1411	1648	6007	7716	8631	营业收入	4487	3726	4172	4664	5172
应收款项	621	664	744	832	922	营业成本	2715	2770	2630	2949	3258
存货净额	2521	3322	2208	1762	1821	营业税金及附加	17	15	14	17	19
其他流动资产	464	541	610	682	756	销售费用	57	45	46	51	57
流动资产合计	5016	6175	9570	10991	12130	管理费用	181	172	153	156	162
固定资产	8238	8286	8357	8035	7632	研发费用	997	867	793	840	879
无形资产及其他	152	171	164	157	150	财务费用	21	52	51	(25)	(52)
其他长期资产	743	763	763	763	763	投资收益	1	0	3	2	2
长期股权投资	84	74	77	78	80	资产减值及公允价值变动	(167)	(244)	(150)	(88)	(90)
资产总计	14233	15469	18931	20025	20755	其他	30	84	102	83	42
短期借款及交易性金融负债	1905	1570	1161	1545	1426	营业利润	364	(354)	440	672	802
应付款项	880	1263	1217	1295	1434	营业外净收支	17	(5)	(5)	0	0
其他流动负债	186	245	236	251	277	利润总额	381	(359)	435	672	802
流动负债合计	2971	3079	2615	3092	3137	所得税费用	(21)	(66)	(65)	(13)	40
长期借款及应付债券	633	1748	1748	1748	1748	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
其他长期负债	428	769	769	769	769	归属于母公司净利润	402	(293)	501	686	762
长期负债合计	1061	2516	2516	2516	2516	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	4032	5595	5131	5608	5653	净利润	403	(293)	501	686	762
少数股东权益	2	1	1	1	2	资产减值准备	165	241	155	88	91
股东权益	10199	9872	13798	14415	15101	折旧摊销	569	709	636	829	910
负债和股东权益总计	14233	15469	18931	20025	20755	公允价值变动损失	1	3	(5)	(0)	(1)
						财务费用	30	78	51	(25)	(52)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	94	(176)	915	380	(58)
每股收益	0.75	(0.55)	0.87	1.19	1.33	其他	(1181)	(457)	(206)	(63)	(39)
每股红利	0.10	0.00	0.09	0.12	0.13	经营活动现金流	80	104	2047	1894	1613
每股净资产	19.08	18.45	24.00	25.07	26.26	资本开支	(1868)	(806)	(700)	(500)	(500)
ROIC	5%	-1%	5%	6%	7%	其它投资现金流	56	(4)	(3)	(2)	(2)
ROE	4%	-3%	4%	5%	5%	投资活动现金流	(1812)	(810)	(703)	(502)	(502)
毛利率	39%	26%	37%	37%	37%	权益性融资	46	29	3475	0	0
EBIT Margin	12%	-4%	13%	14%	15%	负债净变化	633	1114	0	0	0
EBITDA Margin	24%	15%	28%	32%	33%	支付股利、利息	(152)	(112)	(50)	(69)	(76)
收入增长	2%	-17%	12%	12%	11%	其它融资现金流	1880	(180)	(409)	384	(120)
净利润增长率	-64%	-173%	271%	37%	11%	融资活动现金流	2407	851	3016	315	(196)
资产负债率	28%	36%	27%	28%	27%	现金净变动	677	133	4360	1708	915
息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	720	1398	1530	5890	7598
P/E	139.3	(191.2)	120.3	87.8	79.0	货币资金的期末余额	1398	1530	5890	7598	8514
P/B	5.5	5.7	4.4	4.2	4.0	企业自由现金流	(656)	(389)	1468	1373	1109
EV/EBITDA	55.1	108.7	55.7	44.5	38.6	权益自由现金流	1857	545	1000	1782	1038

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 ±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 ±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提及的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