

科技	收盘价 人民币 99.62	目标价 人民币 87.00个	潜在涨幅 -12.7%
----	------------------	-------------------	----------------

2026年5月5日

卓胜微 (300782 CH)

1Q26 亏损同比扩大

④ **4Q25 收入同比下滑，1Q26 收入同比恢复增长，利润端承压：**4Q25/1Q26 营收分别为 9.57/8.28 亿元（人民币，下同），低于 VA 一致预期的 11.53/10.41 亿元。1Q26 营收同比增 9.5%，我们认为 L-PAMiD 产品从小批量出货顺利进入大规模交付阶段，加上无线连接（Wifi）产品，短距通信感知系统产品等新产品在 2025 年上线，或对收入有正面作用。总体从 RF 行业的需求看，AI 技术发展带动全球存储芯片需求和价格激增，引发上游基板等原材料供需紧张，进而对下游智能手机行业市场结构与周期规律产生影响。从利润端来看，公司毛利率 3Q25/4Q25/1Q26 分别为 23.4%/22.8%/18.5%，我们认为公司主要业务处于 Fab Lite 模式转型期间，利润端受到折旧带动成本费用增加、行业竞争持续激烈、供给侧部分原材料价格波动、产品结构变化等因素影响。我们认为公司短期毛利或继续承压。公司 4Q25/1Q26 净利率分别为 -1.22/-1.44 亿元，均不及市场预期。同时，近期公司计划向激励对象定向发行限制性股票 162.6 万股，占总股本的 0.2828%。之前公司向特定对象以 86.78 元/股发行超 4000 万股。

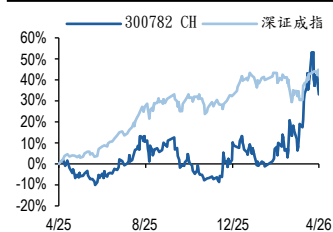
④ **探索新赛道：**我们认为，公司或利用其 6 英寸特种工艺、12 英寸异质硅基工艺平台积极探索 RF 之外领域。公司或依托 MaxExplore 湖光源启工艺平台，释放芯卓 RF SOI、化合物半导体技术等特色工艺能力，赋能工艺平台向光通信、低功耗智能等领域延伸，培育新增长曲线。

④ **维持中性评级：**我们认为存储和衬底涨价或在 2026 年持续抑制终端消费电子需求。我们下调 2026/27 年收入预测到 40.3/46.2 亿元（前值 49.7/57.7 亿元）。我们认为芯卓平台折旧或持续对公司利润端造成压力。我们下调公司 2026/27 年毛利率预测到 19.3%/22.7%（前值 31.9%/35.0%），下调 2026/27 年净利润到 -4.0 亿元/-1.1 亿元（前值 3.7/5.8 亿元）。我们以 12 倍 2026 年市销率调整目标价至 87 元，维持**中性**评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	114.59
52周低位(人民币)	67.33
市值(百万人民币)	57,280.50
日均成交量(百万)	21.92
年初至今变化(%)	22.26
200天平均价(人民币)	80.41

资料来源：FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	4,487	3,726	4,032	4,623	5,408
同比增长(%)	2.5	-17.0	8.2	14.7	17.0
净利润(百万人民币)	402	(293)	(394)	(114)	(3)
每股盈利(人民币)	0.75	(0.55)	(0.69)	(0.20)	(0.01)
同比增长(%)	-64.2	-172.8	26.8	-71.5	-97.4
前EPS预测值(人民币)			0.69	1.09	
调整幅度(%)			-200.8	-118.1	
市盈率(倍)	132.4	ns	ns	ns	ns
每股账面净值(人民币)	19.09	18.46	16.78	16.57	16.79
市账率(倍)	5.22	5.40	5.94	6.01	5.93

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：卓胜微盈利预测调整

百万人民币	2026E			2027E			2028E
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测
营业收入	4,032	5,174	(22%)	4,623	6,123	(25%)	5,408
毛利润	778	1,941	(60%)	1,049	2,377	(56%)	1,331
营业利润	(323)	634	NA	(117)	748	NA	(3)
净利润	(394)	612	NA	(114)	723	NA	(3)
基本 EPS (人民币元)	(0.69)	1.15	NA	(0.20)	1.35	NA	(0.01)
利润率			百分点			百分点	
毛利率	19.3%	37.5%	(18.2)	22.7%	38.8%	(16.1)	24.6%
营业费用率	27.3%	25.3%	2.1	25.2%	26.6%	(1.4)	24.7%
营业利润率	(8.0%)	12.3%	NA	(2.5%)	12.2%	NA	(0.1%)
净利率	(9.8%)	11.8%	NA	(2.5%)	11.8%	NA	(0.1%)

资料来源：交银国际预测

图表 2：卓胜微 (300782 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	中性	30.98	37.00	19.4%	2026年03月12日	消费电子
TSM US	台积电	买入	401.61	468.00	16.5%	2026年04月20日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	121.00	120.00	-0.8%	2026年02月23日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	72.15	91.00	26.1%	2026年02月12日	晶圆代工
600 HK	爱芯元智	买入	23.62	36.00	52.4%	2026年04月30日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	198.48	260.00	31.0%	2026年02月27日	半导体设计
AVGO US	博通	买入	416.50	460.00	10.4%	2025年12月15日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	98.30	115.00	17.0%	2026年04月01日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	341.54	275.00	-19.5%	2025年11月06日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	99.62	87.00	-12.7%	2026年05月04日	半导体设计
000660 KR	SK海力士	买入	1447000.00	1650000.00	14.0%	2026年04月24日	存储芯片
002371 CH	北方华创	买入	536.99	500.00	-6.9%	2025年11月04日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	376.30	416.00	10.6%	2026年05月04日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年5月4日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	4,487	3,726	4,032	4,623	5,408
主营业务成本	(2,715)	(2,770)	(3,254)	(3,574)	(4,076)
毛利	1,772	957	778	1,049	1,331
销售及管理费用	(237)	(217)	(246)	(284)	(344)
研发费用	(997)	(867)	(849)	(878)	(987)
其他经营净收入/费用	(17)	(15)	(7)	(4)	(4)
经营利润	521	(142)	(323)	(117)	(3)
财务成本净额	(21)	(52)	(24)	0	0
其他非经营净收入/费用	(118)	(165)	(56)	0	0
税前利润	381	(359)	(403)	(117)	(3)
税费	21	66	9	4	0
非控股权益	(1)	0	0	0	0
净利润	402	(293)	(394)	(114)	(3)
作每股收益计算的净利润	402	(293)	(394)	(114)	(3)

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,398	1,530	888	658	389
应收账款及票据	579	601	650	745	872
存货	2,521	3,322	3,903	4,287	4,890
其他流动资产	519	722	771	867	994
总流动资产	5,016	6,175	6,213	6,557	7,145
物业、厂房及设备	8,238	8,286	8,260	8,238	8,209
无形资产	152	171	154	138	125
长期应收收入	276	276	221	177	141
其他长期资产	550	561	561	561	561
总长期资产	9,216	9,294	9,195	9,114	9,036
总资产	14,233	15,469	15,408	15,672	16,181
短期贷款	1,895	738	799	916	1,071
应付账款	880	1,263	1,484	1,630	1,859
其他短期负债	195	1,077	1,077	1,077	1,077
总流动负债	2,971	3,079	3,360	3,623	4,008
长期贷款	633	1,748	1,748	1,748	1,748
其他长期负债	428	769	769	769	769
总长期负债	1,061	2,516	2,516	2,516	2,516
总负债	4,032	5,595	5,877	6,140	6,524
股本	535	535	564	565	567
储备及其他资本项目	9,665	9,337	8,966	8,965	9,088
股东权益	10,199	9,872	9,530	9,531	9,655
非控股权益	2	1	1	1	1
总权益	10,201	9,874	9,532	9,532	9,656

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	403	(293)	(395)	(114)	(3)
折旧及摊销	569	709	710	716	721
营运资本变动	(968)	(617)	(409)	(333)	(500)
利息调整	30	78	78	78	78
其他经营活动现金流	48	228	(50)	(96)	(127)
经营活动现金流	80	104	(65)	251	169
资本开支	(1,808)	(783)	(667)	(679)	(678)
投资活动	(54)	(1)	55	44	35
其他投资活动现金流	51	(26)	0	0	0
投资活动现金流	(1,812)	(810)	(612)	(635)	(643)
负债净变动	2,527	960	61	117	156
权益净变动	46	29	29	1	2
股息	(120)	(120)	(55)	35	47
其他融资活动现金流	(46)	(30)	0	0	0
融资活动现金流	2,407	839	35	153	205
汇率收益/损失	2	(12)	0	0	0
年初现金	720	1,398	1,530	888	658
年末现金	1,398	1,530	888	658	389

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.752	(0.548)	(0.694)	(0.198)	(0.005)
每股账面价值	19.092	18.461	16.779	16.575	16.791
利润率分析(%)					
毛利率	39.5	25.7	19.3	22.7	24.6
EBITDA利润率	22.1	12.6	8.4	13.0	13.3
EBIT利润率	9.4	(6.5)	(9.2)	(2.5)	(0.1)
净利率	9.0	(7.9)	(9.8)	(2.5)	(0.1)
盈利能力(%)					
ROA	3.2	(2.0)	(2.6)	(0.7)	(0.0)
ROE	4.0	(2.9)	(4.1)	(1.2)	(0.0)
ROIC	4.3	(0.9)	(2.6)	(0.9)	(0.0)
其他					
净负债权益比(%)	11.1	9.7	17.4	21.0	25.2
流动比率	1.7	2.0	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	269.8	385.0	405.2	418.2	410.8
应收账款周转天数	44.6	57.8	56.6	55.1	54.6
应付账款周转天数	101.8	141.2	154.1	159.0	156.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年5月5日

卓胜微 (300782 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司及广东云徙智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。