

卓胜微 (300782)

L-PAMiD 国产替代提速，成长空间加速释放

买入 (维持)

2025 年 09 月 23 日

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 李雅文

执业证书: S0600125020002

liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,378	4,487	4,599	5,450	6,349
同比 (%)	19.05	2.48	2.50	18.50	16.50
归母净利润 (百万元)	1,122.34	401.83	302.55	722.53	1,117.31
同比 (%)	4.95	(64.20)	(24.71)	138.81	54.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.10	0.75	0.57	1.35	2.09
P/E (现价&最新摊薄)	38.15	106.57	141.54	59.27	38.33

投资要点

■ **射频行业展现显著增长与深刻变革：**市场空间方面，中研普华产业研究院的报告预测 2025 年全球射频前端市场规模将突破 300 亿美元，其中中国因 5G 基站建设的驱动，需求占比超过 40%。行业变化主要体现在三方面：一是技术材料演进，GaN（氮化镓）技术因其高效率特性在基站和国防航天领域加速渗透，2025 年国内 GaN 射频器件市场规模预计达 106 亿元；同时，SAW 滤波器因成本与性能优势，逐步取代 FBAR 和 BAW 成为主流技术。二是国产替代加速，本土企业如唯捷创芯、卓胜微、昂瑞微等通过技术创新打破国际垄断，在 LPAMiD 模组、滤波器等产品上实现性能突破并进入主流供应链。三是应用领域持续扩展，除 5G 手机外，射频技术在汽车 ADAS、卫星通信、低空经济、AI 端侧等新兴市场快速落地，推动行业向高性能、高集成度方向演进。

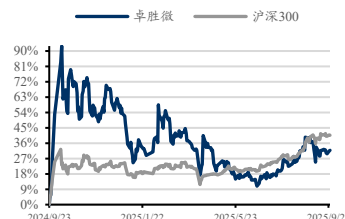
■ **L-PAMiD 全链国产与性能迭代注入增长潜力，推动卓胜微量产交付拓展新空间：**卓胜微的 L-PAMiD 产品已经成功通过部分主流客户的产品验证，进入量产交付阶段。L-PAMiD 是承载公司未来营收增长的明珠型产品，主集收发模组，集成射频低噪声放大器、射频功率放大器、射频开关、双工器/四工器等器件的射频前端模组，是目前业界首次实现全国产供应链的系列产品。该系列产品集成公司 6 英寸滤波器晶圆生产线自产 MAX-SAW 滤波器，采用 POI 衬底，具有高频应用、高性能等特性，性能在 sub-3GHz 以下应用可达到 BAW 和 FBAR 的水平的能力。公司针对 L-PAMiD 的研发覆盖全频段，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。该产品目前在部分客户开始小批量交付，预计下半年将进入起量阶段，有望为公司打开新的增长空间。

■ **6/12 英寸产线稼动率提升与成本优化注入盈利动能，助力卓胜微毛利率企稳回升：**公司芯卓 6/12 英寸产线进展顺利，稼动率提升，毛利率有望企稳回升。6 英寸产线已实现产品品类的全面布局，并在集成化产品上取得突破，L-PAMiD 产品完成了从小批量供货到正式量产交付的跨越，进一步夯实了产线的盈利基础。12 英寸产线以硅基技术平台为核心，重点发力异质材料与特种工艺，产能快速释放并进入稳定生产阶段，随着产能利用率稳步上升，产品成本即将迎来下降拐点，有望推动公司毛利率逐步修复并重回上升通道。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司公告，射频前端芯片产业链整体市场需求呈现淡季，我们下调公司 2025-2026 年营业收入至 45.99/54.50 亿元（前值：57.75/66.94 亿元），新增 2027 年营收预测为 63.49 亿元，下调公司 2025-2026 年归母净利润至 3.03/7.23 亿元（前值：10.07/13.49 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 11.17 亿元，我们看好公司作为行业领军者未来的增长潜力，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求波动风险，行业竞争风险，技术迭代风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	80.05
一年最低/最高价	59.88/131.00
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	35,882.21
总市值(百万元)	42,822.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.74
资产负债率(%,LF)	30.04
总股本(百万股)	534.94
流通 A 股(百万股)	448.25

相关研究

卓胜微三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,016	5,688	5,978	6,339	营业总收入	4,487	4,599	5,450	6,349
货币资金及交易性金融资产	1,411	2,376	2,588	2,637	营业成本(含金融类)	2,715	2,946	3,270	3,483
经营性应收款项	610	598	719	835	税金及附加	17	12	16	20
存货	2,521	2,227	2,175	2,347	销售费用	57	48	61	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	181	161	201	214
其他流动资产	475	488	497	519	研发费用	997	828	992	1,236
非流动资产	9,216	9,801	10,255	10,967	财务费用	21	33	19	14
长期股权投资	84	84	84	84	加:其他收益	26	18	23	30
固定资产及使用权资产	5,240	5,832	6,260	6,948	投资净收益	1	3	5	4
在建工程	3,066	3,066	3,066	3,066	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	152	136	163	188	减值损失	(168)	(285)	(176)	(196)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	7	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	364	308	743	1,156
其他非流动资产	646	654	654	654	营业外净收支	17	(1)	(2)	(3)
资产总计	14,233	15,489	16,233	17,306	利润总额	381	306	742	1,152
流动负债	2,971	3,722	3,841	3,947	减:所得税	(21)	3	19	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,905	2,582	2,582	2,582	净利润	403	303	723	1,119
经营性应付款项	880	855	965	1,056	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	5	6	7	8	归属母公司净利润	402	303	723	1,117
其他流动负债	182	280	287	302	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.57	1.35	2.09
非流动负债	1,061	1,299	1,299	1,299	EBIT	379	339	760	1,166
长期借款	633	633	633	633	EBITDA	979	1,688	2,289	2,894
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.49	35.94	40.00	45.15
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	8.96	6.58	13.26	17.60
其他非流动负债	373	610	610	610	收入增长率(%)	2.48	2.50	18.50	16.50
负债合计	4,032	5,021	5,140	5,246	归母净利润增长率(%)	(64.20)	(24.71)	138.81	54.64
归属母公司股东权益	10,199	10,465	11,090	12,055					
少数股东权益	2	2	3	5					
所有者权益合计	10,201	10,468	11,093	12,060					
负债和股东权益	14,233	15,489	16,233	17,306					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	80	2,078	2,358	2,709	每股净资产(元)	19.08	19.56	20.73	22.54
投资活动现金流	(1,812)	(1,912)	(1,980)	(2,440)	最新发行在外股份(百万股)	535	535	535	535
筹资活动现金流	2,407	801	(166)	(220)	ROIC(%)	3.53	2.53	5.28	7.63
现金净增加额	677	965	212	50	ROE-摊薄(%)	3.94	2.89	6.52	9.27
折旧和摊销	600	1,349	1,529	1,728	资产负债率(%)	28.33	32.42	31.66	30.31
资本开支	(1,808)	(1,927)	(1,985)	(2,444)	P/E(现价&最新股本摊薄)	106.57	141.54	59.27	38.33
营运资本变动	(1,124)	75	(135)	(401)	P/B(现价)	4.20	4.09	3.86	3.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>