下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

卓胜微（300782）

芯卓产线构筑核心壁垒，射频全栈布局持续兑现

2026 年 06 月 23 日

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,487	3,726	4,096	5,001	6,183
同比（%）	2.48	(16.96)	9.93	22.09	23.63
归母净利润（百万元）	401.83	(292.88)	(3.47)	261.63	487.24
同比（%）	(64.20)	(172.89)	98.81	7,631.84	86.23
EPS-最新摊薄（元/股）	0.70	(0.51)	(0.01)	0.46	0.85
P/E（现价&最新摊薄）	151.82	(208.30)	(17,562.29)	233.17	125.21

投资要点

- **射频龙头强势回归，L-PAMiD 放量驱动业绩拐点确立。**公司作为国内率先实现射频前端全链条自主可控的龙头企业，射频开关、LNA 全球市占率稳居行业前列，6 英寸 SAW 滤波器产线已实现 1.5 万片/月的产能目标，构筑坚实业绩基本盘。2026 年起公司 L-PAMiD 高端模组正式进入放量周期，该产品打破海外厂商长期垄断，是业界首次实现全国产供应链的系列产品，叠加海外龙头企业退出中国市场、地缘摩擦催化国产替代加速，公司有望承接市场份额，驱动该产品实现数倍增长。

- **硅光 IDM 平台凸显技术稀缺性，先进制程构筑技术领先壁垒。**公司率先实现 Fab-Lite 转型，2026 年 3 月发布 MaxExplore 湖光源启工艺平台，向特色工艺迭代，在 Fab-Lite 转型过程中逐步积累了 IPD、SAW、SOI、BCD、异构集成及其他高频材料及特色高频器件等核心技术矩阵和生产制造能力，深度储备了面向高端射频、卫星通信、光通信等前沿领域的基础工艺技术底蕴，适配 800G/1.6T/3.2T 超高速光模块核心芯片需求，受益于 AI 算力驱动下硅光芯片国产替代的历史性机遇。

- **射频+硅光双轮驱动打开千亿成长空间，底部反转开启长期成长新周期。**公司以射频主业为基本盘，依托 IDM 全链条能力实现高端射频产品国产替代突破，同时依托“设计+工艺”双轮驱动的核心优势，前瞻布局硅光黄金赛道。AI 算力爆发驱动全球硅光芯片市场规模 2024-2030 年复合增速高达 46%，公司硅光全栈技术布局持续落地，IDM 平台可充分承接国产替代转单需求，有望在光通信赛道打开新增长曲线，当前业绩底部反转趋势明确，长期成长空间广阔。

- **投资预测与评级测评：**射频格局优化、模组成势放量、硅光蓄力进阶，双轮驱动业绩与估值共振。公司深度受益海外巨头退出带来的份额迁移，我们基于测算，射频业务模组收入占比 2028 年有望升高至 6 成，硅光业务逐步贡献收入，消费电子加光通信成长结构渐显。我们预计 26-28 年营业收入为 40.96/50.01/61.83 亿元，归母净利润-0.03/2.62/4.87 亿元，27-28 年对应 PE 分别为 233/125 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**核心业务市场需求不及预；高端产品放量不及预期；产线爬坡不及预期；研发迭代与专利诉讼；地缘政治与供应链波动；行业竞争加剧风险；光通信业务研发与商业化不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	112.38
一年最低/最高价	67.11/144.90
市净率(倍)	6.19
流通 A 股市值(百万元)	50,374.06
总市值(百万元)	64,617.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.17
资产负债率(%,LF)	35.80
总股本(百万股)	574.99
流通 A 股(百万股)	448.25

相关研究

《卓胜微(300782)：L-PAMiD 国产替代提速，成长空间加速释放》

2025-09-23

《卓胜微(300782)：2024 年中报点评：研发与折旧使利润承压，看好公司新品放量》

2024-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公司概括：国内射频龙头，IDM+硅光双轮驱动战略成型 4
1.1. 发展历程：深耕射频，从 Fabless 到 IDM 的战略跨越 4
1.2. 公司业绩：短期承压，研发投入构筑长期壁垒 5
1.3. 股权结构：实控人持股稳定，核心团队绑定长期发展 6
2. 射频业务：基本盘持续向好，业绩拐点确立 7
2.1. 核心产品矩阵：全品类覆盖，高端模组实现国产突破 7
2.2. 客户结构：深度绑定安卓头部厂商，新兴领域拓展 10
2.3. 未来规划明确：高端化+泛场景化，打开长期成长空间 10
3. Fab-Lite 转型：IDM 构筑核心壁垒，硅光切入 AI 黄金赛道 12
3.1. IDM 晶圆厂：国内首座射频特色工艺平台，构筑核心制造壁垒 12
3.2. 硅光芯片：AI 算力爆发驱动需求，IDM 优势凸显 14
3.3. 供应链体系：双轨布局筑牢产能安全与产业链协同壁垒 20
4. 盈利预测与投资建议 20
4.1. 盈利预测 20
4.2. 投资建议 21
5. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4
图 2: 公司下游产品体系.....5
图 3: 公司技术积累与知识产权布局.....5
图 4: 公司营收柱状图.....6
图 5: 公司利润柱状图.....6
图 6: 公司研发费用及占比.....6
图 7: 公司研发人员数量及占比.....6
图 8: 公司股权结构（截至 2025 年底）.....7
图 9: 公司高管履历.....7
图 10: 公司分产品营收占比.....8
图 11: 公司分产品毛利率.....8
图 12: 射频开关与 LNA 工作原理.....8
图 13: 射频前端中的滤波器.....9
图 14: 射频前端模组主要产品.....9
图 15: 射频前端模组发展.....10
图 16: 公司客户结构（2025 年）.....10
图 17: 6G 标准化与商用化路线图.....11
图 18: 2024-2030 年全球射频前端市场规模预测.....11
图 19: 公司 2026 年度经营计划.....12
图 20: 公司未来战略布局.....13
图 21: 公司员工结构（2025 年）.....13
图 22: 6、8、12 英寸晶圆.....14
图 23: 硅光光模块内部构造.....15
图 24: 全球硅光产业链.....15
图 25: 硅光技术优势.....16
图 26: 2018-2024 年全球硅光芯片行业市场规模.....17
图 27: 2024-2030 年 PIC 收入增长预测.....17
图 28: 硅光子产品三个层次.....18
图 29: 2025 年 Q4 全球前十大晶圆代工厂营收排名及市占情况.....19
图 30: 2021-2031 年中国硅光芯片产量及需求量预测.....20
图 31: 收入拆分.....21
图 32: 可比公司估值表.....22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

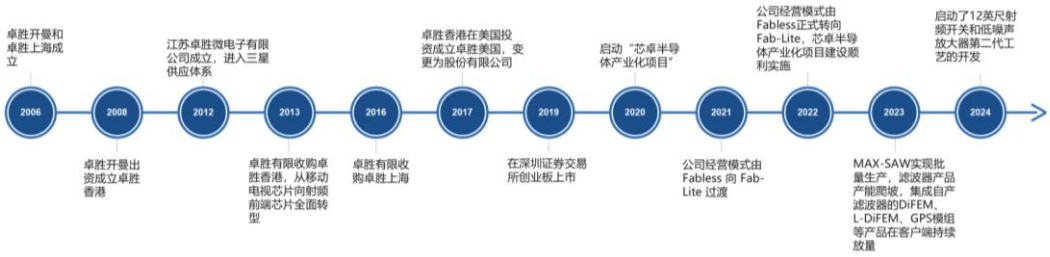
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司概括：国内射频龙头，IDM+硅光双轮驱动战略成型

1.1. 发展历程：深耕射频，从 Fabless 到 IDM 的战略跨越

国内射频芯片领域的龙头企业，实现 Fab-Lite 转型，多品类协同布局。公司 2012 年于无锡成立，2019 年登陆深交所创业板，深耕射频前端研发，2022 年公司经营模式由 Fabless 模式正式转向 Fab-Lite 模式。公司通过构建射频全品类覆盖能力与多元资源平台的协同机制，逐步形成“技术聚合-能力协同-价值释放”的立体化发展框架，公司成为国内率先实现射频分立器件、集成模组、芯片自产制造全链条自主可控的企业。伴随转型持续深化，公司以射频主业为核心，多款 L-PAMiD 产品已在客户端实现大规模量产出货，同步布局晶圆代工、硅光芯片、车规级射频、低轨卫星通信射频等多新兴业务，形成多品类协同发展格局，为 6G 时代的智能化场景重塑射频前端奠定了基础。

图1：公司发展历程



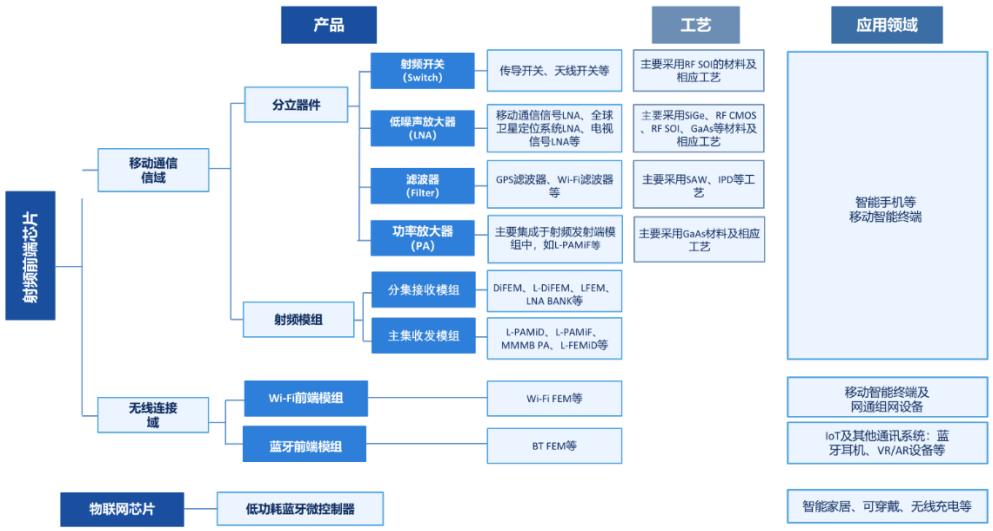
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司核心竞争力集中于全栈技术闭环、IDM 模式壁垒、高端产品突破三大维度，构筑完善行业护城河。技术端，公司在 RFSOI、滤波器、IPD、先进封装等领域形成完整技术闭环，是国内唯一实现射频全链条自主可控的企业；模式端，Fab-lite 模式实现设计与制造深度协同，芯卓产线通过实时监测和控制生产过程，有效提升产品良率，成本优势进一步凸显，形成差异化成本与技术优势；产品端，公司产品形成覆盖多技术领域和应用场景的射频前端全线产品体系，从分立器件到射频模组逐步丰富，L-PAMiD 高端模组打破海外厂商垄断，完成从低端到高端的全梯度产品矩阵覆盖。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：公司下游产品体系



数据来源：公司官网，公司公告，iFinD，东吴证券研究所

图3：公司技术积累与知识产权布局



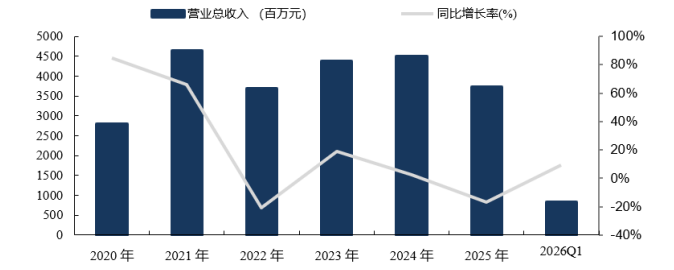
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.2. 公司业绩：短期承压，研发投入构筑长期壁垒

公司业绩短期承压，长期具备充足可持续性。根据 2025 年报，2025 年公司实现营收 37.3 亿元，公司在向 Fab-Lite 模式转型过程中，因能力建设持续投入增加、行业竞争加剧、供应链交付波动及下游客户库存调整等因素，导致短期业绩承压。随着需求景气度提升，公司经营情况持续向好，26 年 Q1 实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 9.49%；同时芯卓自产晶圆成本对毛利的负面影响随产能利用率提升逐步减弱，多款核心模组产品有望实现快速增长，前期转型布局已完成高端射频、卫星通讯、光通信等高景气领域的核心工艺技术储备，为公司长期盈利能力改善与可持续发展筑牢基础。

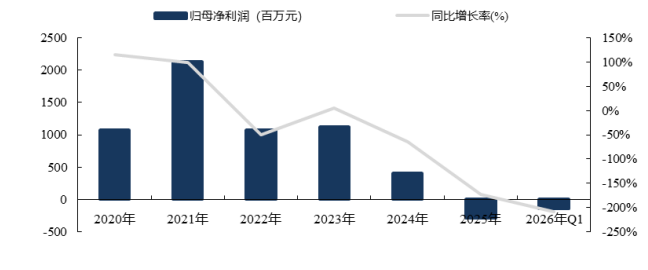
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：公司营收柱状图



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

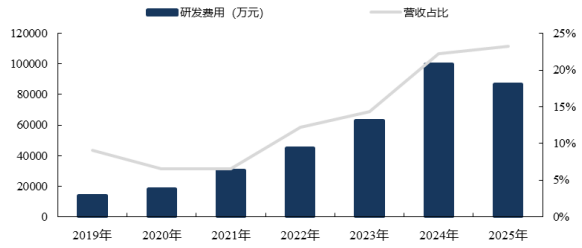
图5：公司利润柱状图



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

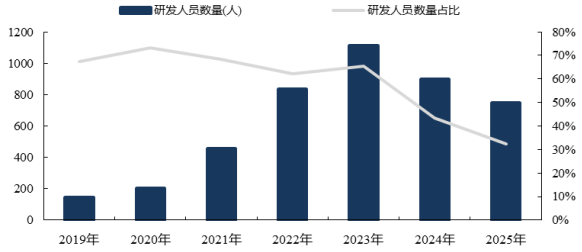
公司持续加大研发投入，深化技术布局，为长期成长构建核心竞争壁垒。基于 Fab-Lite 模式转型的长期能力建设目标，公司持续加码研发投入，2025 年研发费用投入近 8.7 亿元，占营收 23%。2025 年公司新增专利申请 152 项，其中发明专利 109 项、实用新型专利 43 项，未来公司将以持续的研发投入推进芯卓平台的能力建设，积极拓展高端工艺的市场布局，不断丰富核心技术与产品的应用领域。

图6：公司研发费用及占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：公司研发人员数量及占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：实控人持股稳定，核心团队绑定长期发展

公司实控人持股比例稳定，股权结构清晰。据 2025 年年报，公司三位联合创始人冯晨晖、许志翰、唐壮作为实际控制人分别持股 7.27%、6.41%、1.53%，合计持股 15.21%；前十大股东中机构投资者合计持股约 46.11%，股权结构分散且稳定，为公司长期战略实施提供保障。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图8：公司股权结构（截至 2025 年底）



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

高管团队经验丰富，在公司发展中起关键作用。公司董事长、总经理许志翰毕业于清华大学计算机科学与技术专业，副总经理唐壮、冯晨晖分别毕业于北京大学物理学专业、清华大学电子工程专业，三位联合创始人具备丰富的半导体行业经验以及敏锐的市场洞察力。高管团队的稳定性和专业性赋能公司实现 Fab-Lite 转型与业务升级，为公司在市场竞争提供了有力支持，推动公司的持续发展和战略实施。

图9：公司高管履历

姓名	职务	年龄	性别	学历	经历
许志翰	总经理	54	男	硕士	中国籍，清华大学计算机科学与技术专业学士、硕士研究生，美国圣克拉拉大学电子工程专业硕士研究生，中欧工商学院工商管理EMBA。2006年7月至今任卓胜微电子（上海）有限公司董事长、总经理，2012年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司总经理，2013年3月至今任Maxscend Technologies（HK）Limited（卓胜香港）董事，2017年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司董事长，2019年11月至今任成都市卓胜微电子有限公司执行董事、经理，2020年3月至今任江苏芯卓投资有限公司执行董事、总经理，2022年2月至今任Maxscend Technology JAPAN株式会社（卓胜日本）董事。
冯晨晖	副总经理	60	男	硕士	美国籍，清华大学电子工程专业学士、硕士研究生。2006年7月至今任卓胜微电子（上海）有限公司董事，2012年8月至2016年9月任江苏卓胜微电子股份有限公司首席技术官，2012年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司副总经理，2017年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司董事，2017年8月至2021年8月任江苏卓胜微电子股份有限公司董事会秘书，2022年7月至2024年7月任北京长城华冠汽车科技股份有限公司董事，2023年1月至今任Maxscend Technology Singapore Pte.Ltd.（卓胜新加坡）董事，2023年12月至今任无锡芯卓湖光半导体有限公司董事。
唐壮	副总经理	53	男	博士	美国籍，北京大学物理学专业学士，美国伊利诺伊大学香槟分校电子工程专业硕士、博士研究生。2006年7月至2012年8月任卓胜微电子（上海）有限公司工程副总裁。2012年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司副总经理，2017年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司董事，2023年12月至今任无锡芯卓湖光半导体有限公司董事长。
刘丽琼	董事会秘书	46	女	本科	中国籍，本科学历。2010年1月至2012年12月任卓胜微电子（上海）有限公司客服，2017年8月至2020年8月任江苏卓胜微电子股份有限公司监事，2012年12月至今历任江苏卓胜微电子股份有限公司客服主管、生产运营部经理、证券投资部经理，现任江苏卓胜微电子股份有限公司董事会秘书。
朱华燕	财务总监	44	女	本科	中国籍，南京工程学院会计学专业，本科学历。2006年4月至2010年5月先后任无锡市震球集团有限公司会计、财务主管，2010年6月至2014年6月任无锡市当代石油企业会议会展服务有限公司财务经理，2014年6月至2017年8月任江苏卓胜微电子股份有限公司财务经理。2017年8月至今任江苏卓胜微电子股份有限公司财务总监。

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 射频业务：基本盘持续向好，业绩拐点确立

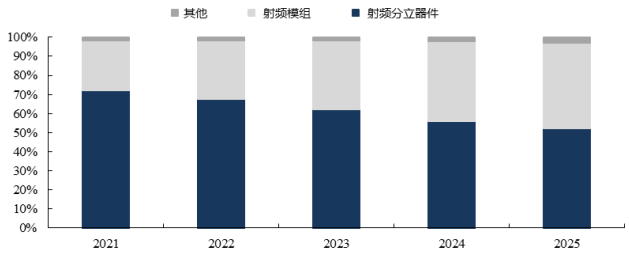
2.1. 核心产品矩阵：全品类覆盖，高端模组实现国产突破

射频业务构筑基本盘，集成化模组竞争力加强。2025 年，卓胜微射频主营业务收入 37.26 亿元，其中射频分立器件收入 19.45 亿元，总营收占比 52%；射频模组收入 16.76 亿元，总营收占比 45%。公司逐年突破高端产品市场，公司射频模组收入比例逐年增长，营收占比从 2024 年度 42%提升至 2025 年度的 45%，未来有望成为收入的新增长板块。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

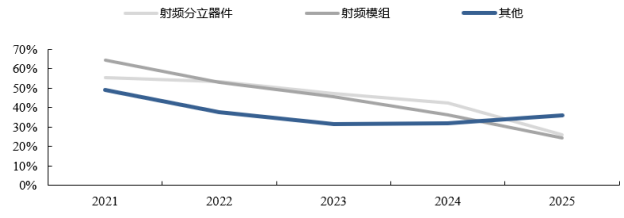
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：公司分产品营收占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

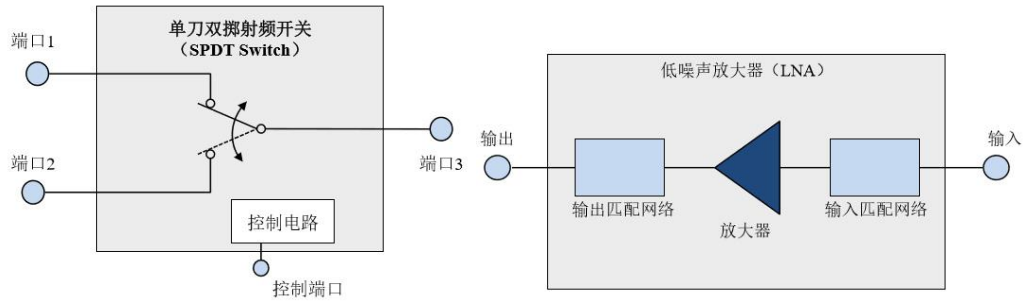
图11：公司分产品毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

分立器件技术国内领先，为公司提供稳定现金流与客户基础。公司在射频开关、射频低噪声放大器等射频器件相关产品的技术研发领域处于国内领先地位，凭借高性价比与稳定供货能力深度绑定三星、小米等主流手机厂商，广泛应用于智能手机、物联网设备等。据 Yole，2022 年公司在全球射频传导开关市场营收份额约 51%、在全球分立低噪声放大器（LNA）市场营收份额约 13%，分别位列全球第一、第三，分立器件业务为公司提供了稳定的现金流与客户渠道。

图12：射频开关与 LNA 工作原理



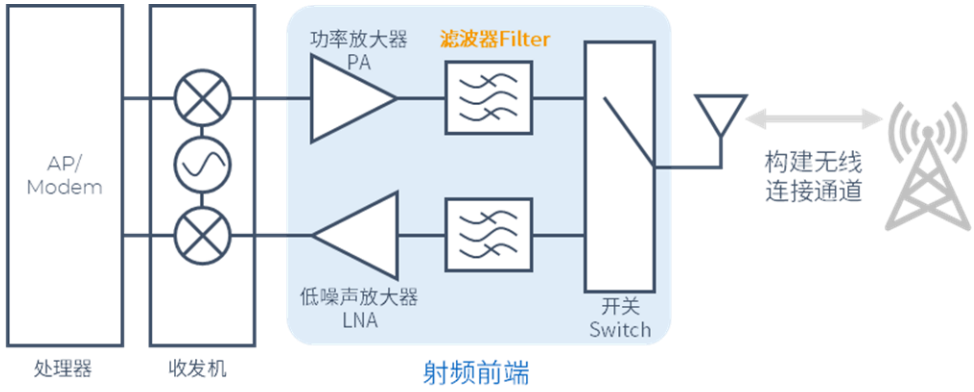
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司率先实现高端 SAW 滤波器量产，打破国际垄断。滤波器作为射频前端价值量最高、技术壁垒最强的核心器件，长期被海外厂商垄断。公司自主研发的 SAW 滤波器 2024 年出货量超 10 亿颗，实现大规模量产，BAW 滤波器研发持续布局中；公司在产能布局上取得了显著进展，截至 2025 年末，6 英寸晶圆生产线已实现单月 15,000 片的产能目标，产品良率和产线良率双双达到行业内较高水平。公司与村田的中国区专利诉讼于 2026 年 2 月全部撤诉，对公司业务未造成实质性影响，截至 2025 年 9 月 30 日，公司累计申请滤波器相关国内专利 177 件，凭借自身 IDM 全链条布局已形成国产替代的先发优势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：射频前端中的滤波器



数据来源：慧智微电子，东吴证券研究所

高端发射端模组 L-PAMiD 成功导入头部客户，成为业界首次实现全国产供应链的系列产品，2026 年进入放量期。L-PAMiD 为集成功率放大器、开关、滤波器的高端发射端模组，技术门槛高，市场长期被村田、Qorvo 等头部企业垄断。作为公司射频前端最高集成度的模组产品，L-PAMiD 产品已成功通过部分主流客户验证并进入量产交付阶段，该产品集成了公司自产的 MAX-SAW 滤波器，标志着公司在高端射频前端领域的全链能力再获突破。2026Q1 开始进入放量周期，受益于海外企业退出中国市场，公司有望承接潜在份额，成长空间广阔。

图14：射频前端模组主要产品

型号	主要功能
LFEM	接收模组，集成射频开关、低噪声放大器和滤波器
DiFEM	接收模组，集成射频开关和滤波器
L-DiFEM	接收模组，集成射频低噪声放大器、射频开关和滤波器
LNA BANK	接收模组，集成多个射频低噪声放大器和射频开关
L-PAMiF	主集收发模组，集成射频功率放大器、射频开关、滤波器、低噪声放大器
L-PAMiD	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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：射频前端模组发展

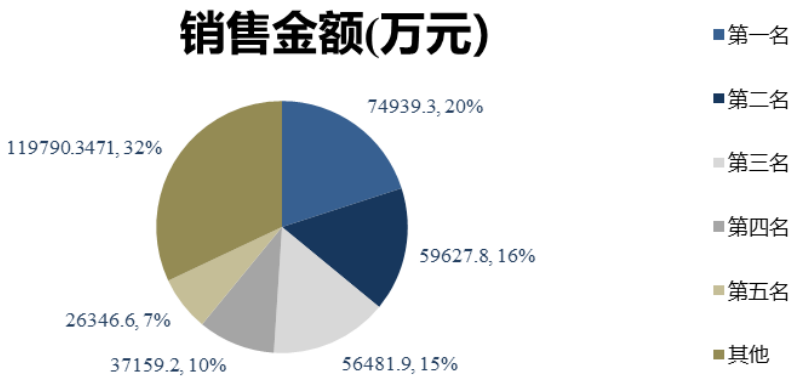
射频前端模组行业发展历程		
萌芽起步阶段	20 世纪末-2009 年，1G-3G 初期	该阶段射频前端以分立的模拟器件为主，核心满足基础语音和简单数据传输需求。
成长发展阶段	2010-2018 年，4G 时代	行业转向数字化、集成化，载波聚合技术推动多频段需求激增。
快速突破阶段	2019-2024 年，5G 规模化阶段	高集成模组成为主流，国产厂商开始突围。
布局革新阶段	2025 年至今，5G 深化与 6G 预研阶段	行业向高频化、可重构方向发展，聚焦 6G 技术储备。

数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

2.2. 客户结构：深度绑定安卓头部厂商，新兴领域拓展

公司客户覆盖全球主流安卓厂商，客户结构集中。公司与三星、华为、小米、OPPO、vivo 等全球主流智能手机厂商建立长期稳定合作关系，2025 年前五大客户销售占比 68.32%，头部客户集中度高，合作关系稳定。公司在保持并深入拓展手机等移动智能终端领域的同时，深入挖掘通信基站、汽车电子、网通组网设备、物联网、人工智能相关领域等应用领域的市场机会。

图16：公司客户结构（2025 年）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2.3. 未来规划明确：高端化+泛场景化，打开长期成长空间

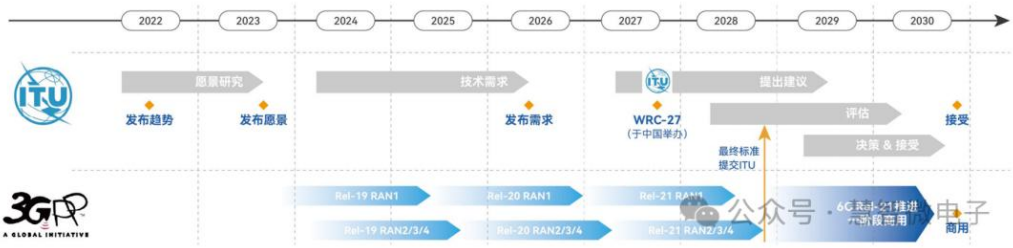
全球射频前端市场增长空间广阔，卓胜微具备打破海外垄断、实现高端射频领域国产替代的核心能力。根据 Yole 数据预测，2030 年全球射频前端市场规模将进一步增长到 175 亿美元，2024 年至 2030 年预计年均复合增长率为 2.15%。6G 推进、商用深化、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

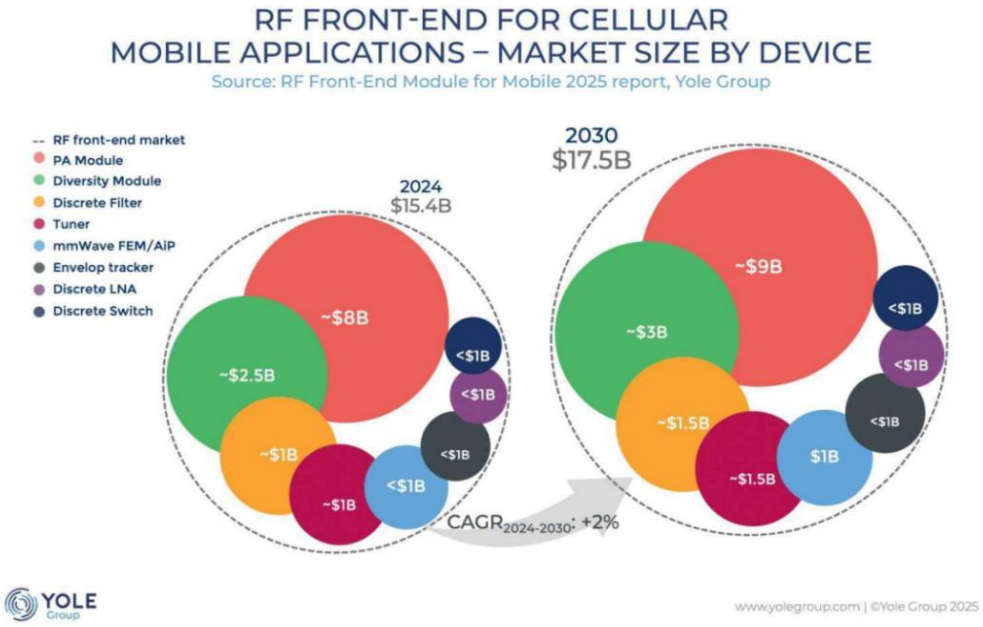
物联网、汽车电子等新兴场景的持续爆发，为行业带来长期增长动能。据 Yole 数据，全球射频前端市场长期由国际厂商主导，呈现头部集中特征，2024 年前五大国际厂商合计占据超 70%的市场份额。卓胜微作为国内射频前端领域产业链布局领先的核心企业，率先采用 Fab-Lite 经营模式，通过自建产线实现了产品设计研发与制造的全链条统筹，为核心产品技术突破与规模化量产奠定了坚实基础，有望持续突破国际头部企业市场垄断，在行业扩容与国产替代的浪潮中充分释放成长潜力。

图17：6G 标准化与商用化路线图



数据来源：国际电信联盟（ITU），东吴证券研究所

图18：2024-2030 年全球射频前端市场规模预测



数据来源：Yole，东吴证券研究所

公司未来长期推动芯卓产业项目的可持续经营战略，深化核心技术壁垒。公司通过深化 Fab-Lite 经营模式，以“技术聚合-能力协同-价值释放”为核心发展框架，产品维度，持续深耕高性能射频前端芯片及模组的研发迭代与先进架构搭建；技术维度，延展“异质+异构”核心技术路线，协同优化材料、工艺、器件与封装全产业链环节，持续推进具备国际竞争力的射频前端全场景解决方案。未来，卓胜微将继续推动从传统 Fabless

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

模式向 Fab-Lite 与平台生态转型，以应对 AI 终端、6G 通信与万物互联逐渐到来的背景。这种从技术到产品的全方位布局，将为其在射频业务领域的持续增长和市场竞争力的提升提供有力支持。

图19：公司 2026 年度经营计划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. Fab-Lite 转型：IDM 构筑核心壁垒，硅光切入 AI 黄金赛道

3.1. IDM 晶圆厂：国内首座射频特色工艺平台，构筑核心制造壁垒

深耕 Fab-lite 经营模式，产能持续爬坡。公司于 2020 年第四季度末启动芯卓半导体产业化项目建设，旨在通过打造射频“智能质造”平台，获取长期可持续发展优势。该项目通过前瞻性战略规划，专注研发与技术布局，对标国际头部企业构建核心竞争力。6 英寸滤波器晶圆生产线当前已满产，实现研发与工艺结合能力及供应链自主可控的战略布局。12 英寸晶圆生产线方面，公司 12 英寸 IPD 平台已于 2025 年 9 月 30 日进入规模量产阶段，相关模组产品已全部采用自产 IPD 滤波器，月产能已实现 5000 片/月。12 英寸生产线综合产能和利用率稳步提升，量产稳定，产线良率和产品良率均已达到行业第一梯队水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

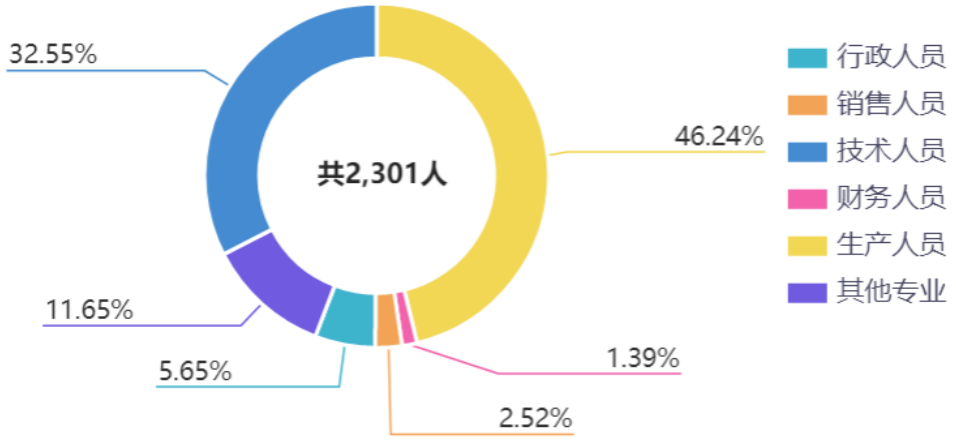
图20：公司未来战略布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

IDM 模式实现设计+制造深度协同，显著优化产品良率与成本结构，构筑长期核心壁垒。公司研发团队建设已形成专业化、规模化、国际化的体系，由行业资深专家领衔，海内外高层次人才为骨干，形成稳定的技术梯队。公司对标 Skyworks、Qorvo 等国际头部厂商，推进 IDM 模式经营，具备射频开关、LNA、SAW/BAW 滤波器全系列射频器件制造能力。与传统 Fabless 模式相比，IDM 模式可实现设计与制造环节的深度协同，在产品设计阶段即匹配工艺要求，大幅提升产品性能与良率，显著降低生产成本，技术壁垒持续强化。

图21：公司员工结构（2025 年）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

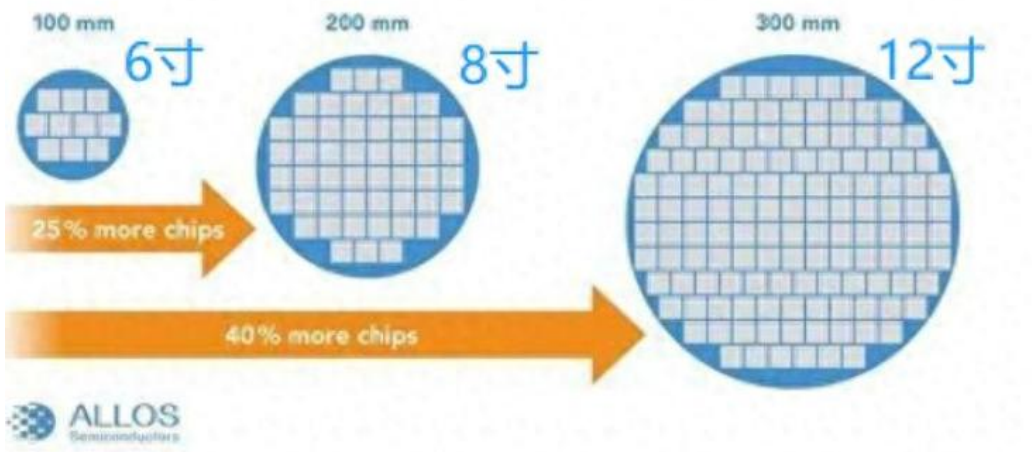
“射频+硅光双轮驱动”转型，持续深化光通信布局。全链路协同创新，形成了设计与工艺深度耦合的一体化研发能力。公司产品已覆盖 RF CMOS、RF SOI、SiGe、GaAs、IPD、SAW、压电晶体，SiGe 工艺是硅光 TIA/Driver 等核心电芯片的技术底座，可实现

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

高效光电转换；SOI 工艺对标国际领先水平，可实现低损耗光信号传输，与 SiGe 工艺形成硅光芯片“黄金组合”。公司在 Fab-Lite 转型过程中逐步积累了 IPD、SAW、SOI、BCD、异构集成及其他高频材料及特色高频器件等核心技术矩阵和生产制造能力，深度储备了面向高端射频、卫星通信、光通信等前沿领域的基础工艺技术底蕴。技术力对标国际企业开始追赶，目前 Tower 以 8 英寸产能为主，12 英寸尚处小批量阶段，卓胜微的 12 英寸平台适配下一代高端光模块需求。

图22：6、8、12 英寸晶圆



数据来源：ALLOS，东吴证券研究所

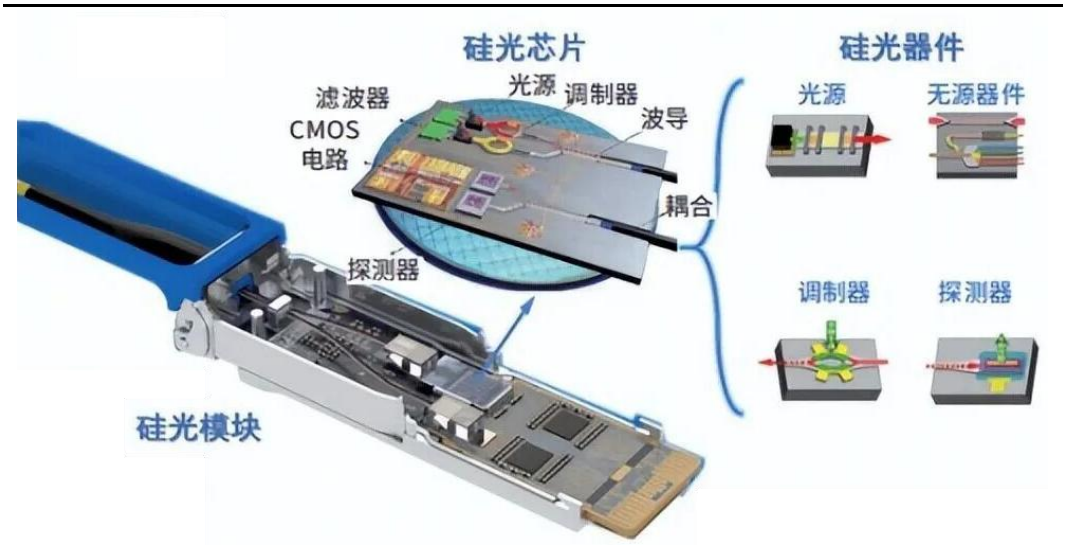
3.2. 硅光芯片：AI 算力爆发驱动需求，IDM 优势凸显

2026 将成为硅光芯片放量关键转折点。硅光即硅基光电子技术，是将成熟的硅基 CMOS 半导体制造工艺与光通信技术深度融合的核心技术，也是突破传统电互联物理瓶颈、实现超高速率数据传输的核心解决方案。一个完整的传统光模块采用分立器件封装架构，激光器（光源）、调制器、光电探测器等光芯片，以及配套的信号处理电芯片等有源器件，光学透镜、对准组件、光纤端面、波分复用器等无源器件。其中，电芯片作为核心组件主要包含激光驱动芯片（Driver/LD）、跨阻放大器（TIA）、时钟数据恢复电路（CDR）、主放大器（MA）、数字信号处理芯片（DSP），对光芯片提供相应支撑。从材料体系来看，光模块电芯片以硅基材料为核心基底，与公司 12 英寸异质硅基工艺平台高度适配，公司具备技术迁移基础。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

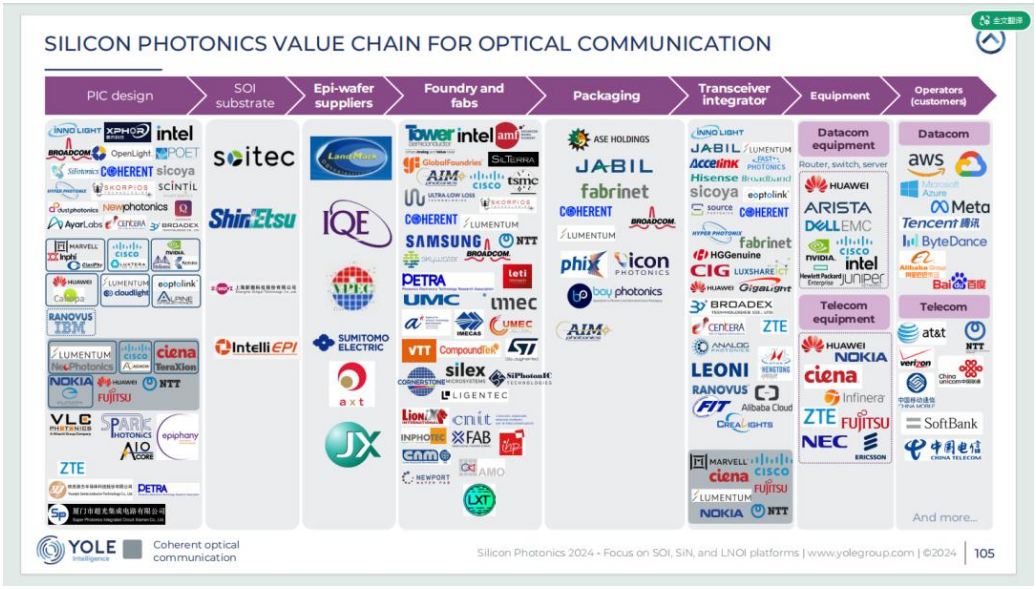
下载日志已记录，仅供内部参考

图23：硅光光模块内部构造



数据来源：集微咨询，东吴证券研究所

图24：全球硅光产业链



数据来源：Yole，东吴证券研究所

硅光芯片为 AI 高速互联核心方案，具备高带宽、低延迟、低功耗、低成本的核心优势。在电信网络中，硅光相干技术已实现规模化应用，大幅降低成本和功耗；在数据中心互连领域，硅光芯片通过单芯片集成的波分复用器和变换调谐器，实现了高速率、中长距离的光通信，替代传统光模块的潜力巨大。这些应用展示了硅光芯片在现代通信系统中的重要性和广阔前景，未来硅光芯片将在量子计算、航空航天、智驾等更多领域释放潜力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图25：硅光技术优势

	传统光模块	硅光模块
优点	1、耦合效率高； 2、低速传输有成本优势； 3、易于和其他光传输系统集成。	1、高集成：基于 CMOS 工艺，调制器和无源光路高度集成； 2、突破单通道光芯片速率瓶颈，高速传输有性能优势； 3、硅基衬底成本下降空间大。
缺点	1、III-V 族光芯片成本高； 2、分立式结构，封装成本高，分立式集成度低。	1、硅波导和光纤耦合效率低，损耗较大，适合中短距离传输场景； 2、硅基上集成 III-V 族化合物材料，两种材料兼容性较差，硅光芯片晶圆良率较低； 3、400G 前无成本优势。

数据来源：集微咨询，东吴证券研究所

AI 大模型爆发驱动硅光需求指数级增长，全球市场空间广阔。随着 GPT-4、Gemini 等大模型迭代升级，AI 算力需求呈指数级增长，AI 服务器内部 CPU 与 GPU、GPU 与 GPU 之间的数据传输量急剧提升，传统电互联已无法满足带宽需求，硅光互联成为行业标配。国内龙头中际旭创 800G/1.6T 产品双放量带动 2026Q1 归母净利润同比高增 262.28%，全年硅光方案占比持续上升；海外市场方面，英伟达斥资 20 亿美元战略投资 Marvell 强化高速互联布局，当下全球龙头企业正加速抢占硅光产业技术与产能制高点，全方位卡位 AI 光互联赛道。抢占下一代高速光互联技术制高点。据 Yole 预测，硅光市场规模将从 2024 年的 2.78 亿美元激增至 2030 年的 27 亿美元，预计实现 46%的复合年增长率，未来市场广阔。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

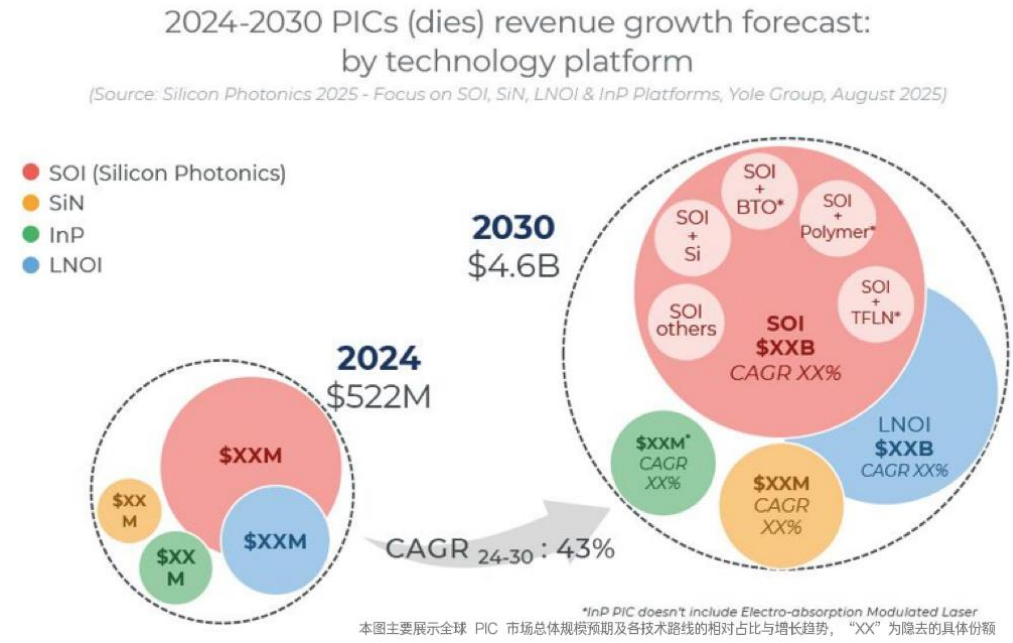
下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2018-2024 年全球硅光芯片行业市场规模



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图27：2024-2030 年 PIC 收入增长预测



数据来源：Yole，东吴证券研究所

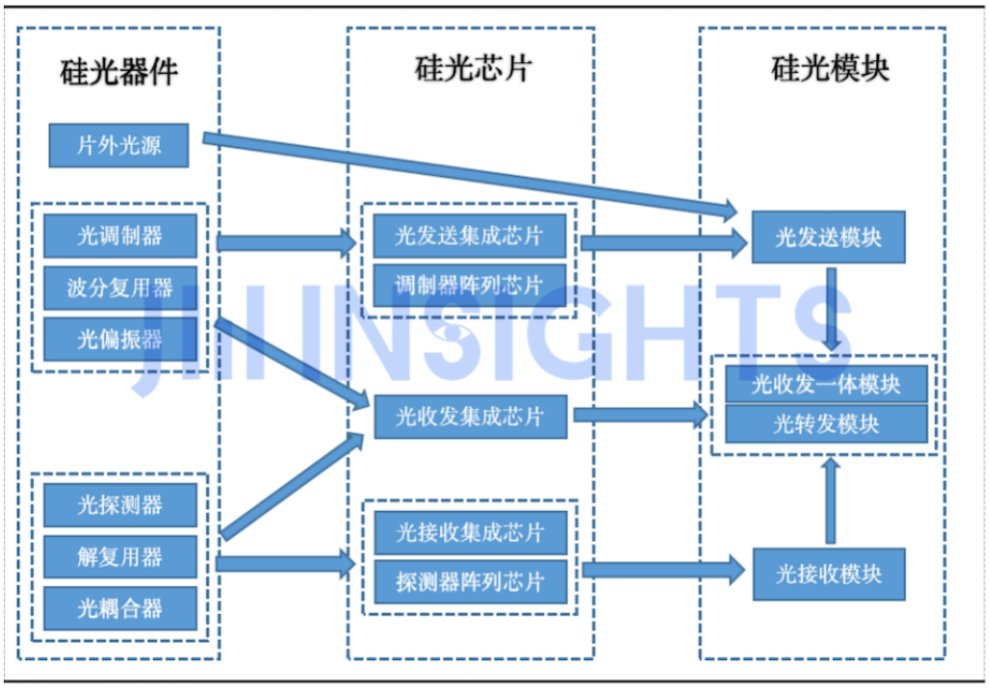
切入硅光黄金赛道布局明显，逐步推进兑现成长价值。InP 作为 CW/EML 激光器、高速调制器的关键材料，公司现有产 InP 工艺成熟，有望实现垂直整合；2026 年公司进行人才招聘完善光赛道布局，适配 1.6T/3.2T 与 CPO 需求。目前公司相关光通信领域产品能力及工艺能力处于早期研发阶段，未来公司将加速落地资源平台建设，专注布局和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

投资新的前沿技术。

图28：硅光子产品三个层次



数据来源：集微咨询，东吴证券研究所

海外硅光代工厂产能紧张，国内 IDM 能力稀缺。目前全球硅光芯片制造产能主要集中于 Tower、GlobalFoundries 等厂商，Tower 官方确认已与核心客户签订 2027 年$1.3B 硅光长协，并收到$290M 预付款专用于产能预留，2028 年更大框架已锁定；到 2026 年 12 月，硅光晶圆的月投产能力将达到 2025 年第四季度实际月均出货量的 5 倍以上。高端产能已被海外龙头锁定至 2028 年，国内厂商难以获取稳定代工配额，国内光模块产业链面临显著的供给约束与地缘风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图29：2025 年 Q4 全球前十大晶圆代工厂营收排名及市占情况

2025 年 Q4 全球前十大晶圆代工厂营收 & 排名一览表（芯榜）

排名		2025 年 Q4 营收	环比增长	核心亮点 & 市占情况
tsmc	台积电	337 亿美元	2%	市占 70.4%，3nm、AI 芯片驱动，ASP 提升
SAMSUNG	三星晶圆	34 亿美元	6.70%	市占 7.1%，2nm、HBM4 逻辑晶圆
SMIC 中芯国际	中芯国际	24.9 亿美元	4.50%	大陆第一，本土化红利，出货 &ASP 增长
UMC	联电	20 亿美元	0.90%	8/12 吋订单稳定，市占第四
GLOBALFOUNDRIES	格罗方德	18 亿美元	8.40%	数据中心需求带动
华虹 HUAHONG	华虹	12.2 亿美元	0.10%	MCU、PMIC 驱动，大陆第二
Tower Semiconductor	高塔	4.4 亿美元	11.10%	硅光子、硅锗利基产品成长
VIS 世界先进	世界先进	4.06 亿美元	-1.60%	DDIC、PMIC 订单偏弱
Nexchip	晶合集成	3.88 亿美元	-5.30%	部分订单延后至 2026Q1
PSMC	力积电	3.7 亿美元	2%	记忆体代工需求强劲

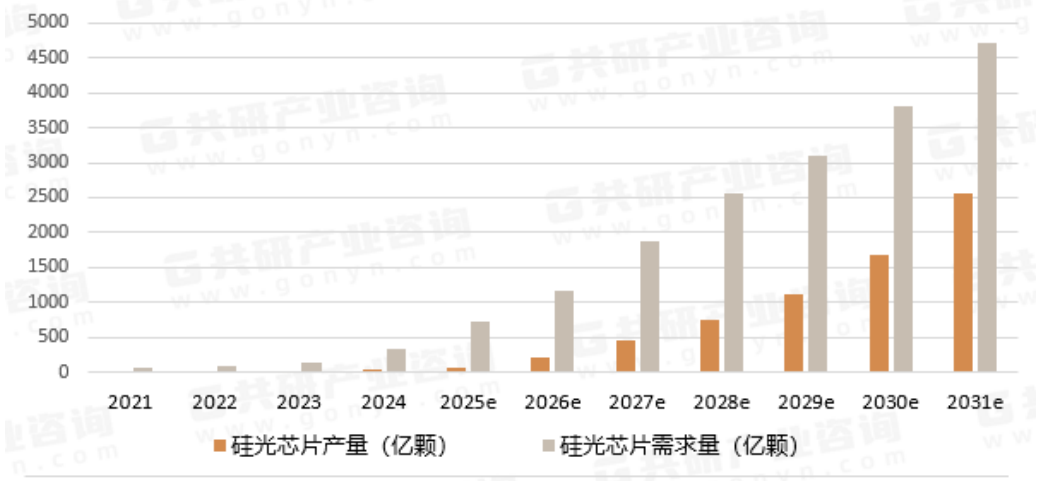
数据来源：芯榜，东吴证券研究所

依托 IDM 模式构筑深厚护城河，成为硅光芯片国产替代的稀缺核心标的。公司产品已覆盖 RF CMOS、RF SOI、SiGe、GaAs、IPD、SAW、压电晶体等各种材料及工艺，并在 Fab-Lite 转型过程中逐步积累了 IPD、SAW、SOI、BCD、异构集成及其他高频材料及特色高频器件等核心技术矩阵和生产制造能力，依托关键工艺环节深度受益于地缘供应链风险加剧背景下的国产替代机遇；卓胜微 12 英寸产线主力向先进节点迭代，带宽、功耗、抖动等核心指标优于 8 英寸老工艺，天然适配 1.6T/3.2T 超高速光模块 Driver/TIA 芯片需求，采用的 SOI 衬底契合下一代光互联技术标配要求，依托设计-制造-封测全链路自主可控的 IDM 模式，叠加 InP 光源、薄膜铌酸锂调制器的全栈工艺布局，公司良率和交付能力远超纯代工模式，可灵活承接国内 AI 算力爆发带来的光芯片需求。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图30：2021-2031 年中国硅光芯片产量及需求量预测



数据来源：共研产业咨询，东吴证券研究所

3.3. 供应链体系：双轨布局筑牢产能安全与产业链协同壁垒

卓胜微以“自主 IDM+全球生态协同”的双轨供应链体系，筑牢产能安全与产品竞争力根基。公司晶圆制造端与 Tower、台积电、台联电等全球头部厂商建立长期合作，封测环节深度绑定苏州日月新等国内龙头，有效稳定公司产能供给，降低了行业产能波动对公司产品产量、供货周期的影响；同时与 EDA 龙头广立微达成深度战略合作，其三款核心产品为公司搭建全流程良率管控体系，进一步夯实了制造端核心能力。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

射频前端行业格局重塑、国产替代红利持续释放，公司作为国内龙头显著受益国际巨头战略收缩带来的份额迁移；射频业务结构持续优化，分立器件与模组收入占比由 2025 年的 55:45，逐步反转为模组成为射频业务的核心收入来源；同时硅光业务卡位 AI 光互联赛道，有望逐步实现规模化出货，形成“消费电子为基、光通信为翼”的双轮驱动格局。

我们基于测算，预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 **40.96/50.01/61.83 亿元**，归母净利润分别为**-0.47/2.90/4.01 亿元**，核心业务假设如下：

（1）**射频分立器件**：作为公司传统基本盘，深度受益国际巨头退出中低端市场带来的份额修复，预计 2026-2028 年实现收入 **22.39/17.91/14.78 亿元**，构筑业绩安全底座。

（2）**射频模组**：行业进入结构性提质阶段，公司高端模组产品持续放量，客户覆盖全球主流终端品牌，预计 2026-2028 年实现收入 **18.43/26.87/34.48 亿元**；随着产品结构向高附加值 L-PAMiD 等模组升级，毛利率持续修复，收入占比我们预测由 2026 年的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

45% 提升至 2028 年的 60%，成为射频业务的核心增长引擎，推动公司整体盈利能力回升。

（3）**硅光业务**：公司前瞻布局 AI 光互联核心环节，产品覆盖 TIA/Driver 等，预计 2026 年处于客户验证阶段无收入贡献，我们预计 2027-2028 年将实现收入 **4.98/12.32 亿元**。随着产品逐步导入头部 CSP 客户，光通信业务收入占比将逐步提升，具体贡献取决于技术落地节奏，为公司打开第二成长空间。

图31：收入拆分

收入成本表							
成分	单位：百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
射频分立器件	营业收入	2714.09	2508.75	1944.55	2239.21	1791.37	1477.88
	YOY	9%	-8%	-22%	33%	-20%	-18%
	毛利率	47%	42%	26%	35%	26%	26%
射频模组	营业收入	1591.22	1886.86	1675.60	1843.30	2687.06	3448.39
	YOY	42%	19%	-11%	26%	42%	44%
	毛利率	47%	42%	26%	25.2%	18.0%	9.0%
硅光业务	营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00	497.60	1231.57
	YOY	0%	0%	0%	0%	100%	148%
	毛利率	0%	0%	0%	0.0%	35.0%	35.0%
其它	营业收入	72.93	91.32	105.94	13.70	24.91	240.83
合计	营业收入	4378.24	4486.93	3726.09	4096.21	5000.95	6182.75
	YOY	9%	2%	-17%	10%	22%	24%
	毛利	2033.57	1771.73	956.59	1050.73	1328.45	1699.25
	综合毛利率	46.45%	39.49%	25.67%	25.65%	26.56%	27.48%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

基于公司传统射频业务和硅光产线新业务结构，我们选取射频前端领域的唯捷创芯及硅光领域的长光华芯作为可比上市公司，采用唯捷创芯、长光华芯两家企业测算行业估值中枢，2026-2028 年可比公司平均 PE 倍数分别为 **514/248/143**。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为**-0.03/2.62/4.87 亿元，27-28 年**对应 PE 分别为 **233/125 倍。**

当前股价尚未充分反映公司两大业务的成长价值：考虑到公司射频前端业务充分受益行业格局改善，分立器件份额修复逻辑清晰，模组高端化放量推动盈利能力回升；同时硅光业务卡位 AI 光互联高景气赛道，高毛利、高增长特性赋予公司显著估值溢价，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图32：可比公司估值表

截止时间		2026/6/23						
公司代码	名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688153.SH	唯捷创芯	133.2679	1.18	2.52	3.91	112.77	52.90	34.12
688048.SH	长光华芯	691.1055	0.76	1.56	2.88	915.37	443.02	252.84
均值						514.07	247.96	143.48
300782.SZ	卓胜微	646.1704	(0.03)	2.62	4.87	-	233.17	125.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：收盘价信息截至 2026 年 6 月 23 日，除卓胜微采用东吴预测外，其他 A 股上市公司均采用 6 月 23 日 Wind 一致预期。

5. 风险提示

核心业务市场需求不及预期：公司射频前端核心收入高度依赖智能手机市场，下游手机终端品牌出货量持续疲软，新品导入节奏与订单交付不及预期。

高端产品放量不及预期：公司主力突破的 L-PAMiD 等高端射频模组，客户验证进度、量产爬坡节奏或供应链自主化进程不及预期。

产线爬坡不及预期：公司自建产线产能释放节奏不及预期，导致产能利用率偏低、折旧摊销成本高企，对公司整体毛利率与利润表现形成持续压制。

研发迭代与专利诉讼：射频前端行业技术迭代速度快、海外龙头专利壁垒高，公司与村田专利诉讼纠纷或对公司市场拓展造成不利影响。

地缘政治与供应链波动：全球贸易摩擦加剧、关税政策调整或地缘冲突升级，影响公司海外供应链合作、产品出口及全球供应链稳定性。

行业竞争加剧风险：全球射频前端市场长期被海外龙头垄断，国内同业厂商加速布局导致行业竞争白热化，同行价格战加剧、核心客户争夺激烈。

光通信业务研发与商业化不及预期风险：公司硅光相关业务尚处于早期研发阶段，核心产品技术研发、工艺落地进度不及预期；高速光芯片行业客户认证壁垒高、验证周期长，后续订单获取与规模化量产节奏存在不确定性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

卓胜微三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**6,175**	**6,026**	**6,555**	**6,937**
货币资金及交易性金融资产	1,649	1,906	1,610	946
经营性应收款项	614	542	699	907
存货	3,322	2,961	3,570	4,359
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	590	617	675	725
非流动资产	**9,294**	**9,628**	**10,094**	**10,812**
长期股权投资	74	68	63	60
固定资产及使用权资产	6,318	6,492	6,744	7,155
在建工程	2,029	2,129	2,329	2,629
无形资产	171	179	192	196
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	23	23	23	22
其他非流动资产	680	738	744	751
资产总计	**15,469**	**15,654**	**16,648**	**17,749**
流动负债	**3,079**	**2,981**	**3,390**	**3,679**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,570	1,688	1,688	1,688
经营性应付款项	1,263	1,057	1,275	1,557
合同负债	3	5	26	30
其他流动负债	242	232	401	405
非流动负债	**2,516**	**2,832**	**3,187**	**3,569**
长期借款	1,748	2,098	2,448	2,823
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	49	54	60	66
其他非流动负债	719	680	680	680
负债合计	**5,595**	**5,813**	**6,577**	**7,248**
归属母公司股东权益	9,872	9,840	10,070	10,498
少数股东权益	1	1	2	3
所有者权益合计	**9,874**	**9,841**	**10,072**	**10,501**
负债和股东权益	**15,469**	**15,654**	**16,648**	**17,749**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**3,726**	**4,096**	**5,001**	**6,183**
营业成本(含金融类)	2,770	3,045	3,672	4,484
税金及附加	15	12	16	18
销售费用	45	46	55	68
管理费用	172	151	185	228
研发费用	867	791	775	958
财务费用	52	(16)	(19)	(16)
加:其他收益	81	17	24	27
投资净收益	0	4	3	5
公允价值变动	(3)	0	0	0
减值损失	(243)	(100)	(100)	0
资产处置收益	5	3	5	5
营业利润	**(354)**	**(9)**	**249**	**479**
营业外净收支	(5)	5	8	5
利润总额	**(359)**	**(3)**	**257**	**484**
减:所得税	(66)	0	(5)	(4)
净利润	**(293)**	**(3)**	**262**	**488**
减:少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	**(293)**	**(3)**	**262**	**487**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.51)	(0.01)	0.46	0.85
EBIT	(298)	(20)	238	468
EBITDA	443	739	1,120	1,486
毛利率(%)	25.67	25.65	26.56	27.48
归母净利率(%)	(7.86)	(0.08)	5.23	7.88
收入增长率(%)	(16.96)	9.93	22.09	23.63
归母净利润增长率(%)	(172.89)	98.81	7,631.84	86.23

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	104	1,032	812	734
投资活动现金流	(810)	(1,183)	(1,432)	(1,722)
筹资活动现金流	851	428	324	323
现金净增加额	133	256	(297)	(666)
折旧和摊销	740	759	882	1,018
资本开支	(783)	(1,122)	(1,423)	(1,711)
营运资本变动	(521)	191	(416)	(757)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	18.45	17.11	17.51	18.26
最新发行在外股份（百万股）	575	575	575	575
ROIC(%)	(1.87)	(0.15)	1.74	3.22
ROE-摊薄(%)	(2.97)	(0.04)	2.60	4.64
资产负债率(%)	36.17	37.13	39.50	40.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	(208.30)	(17,562.29)	233.17	125.21
P/B（现价）	5.75	6.20	6.06	5.81

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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