

卓胜微 (300782)

证券研究报告

2019年07月13日

业绩超预期 迎戴维斯双击机遇

事件: 公司发布 2019H1 业绩预告, 预计 2019H1 归母净利润 1.48-1.55 亿元, 较去年同期的 0.7 亿元上升 112.59%-122.64%, 其中非经常性损益有 408.37 万元; 相较于此前招股书披露的 2019H1 归母净利润区间 1.2-1.33 亿元, 盈利指引有所上修。

点评: 公司归母净利润预告的下/上限分别较此前披露的指引上升 23%/17%, 上调幅度较大, 下游客户拉货动能显著。我们估计是公司今年加强对已有大客户 (如三星、小米) 的渗透及积极拓展国内其他客户 (华为、OPPO 等) 的成果, 在贸易战加速推动国产替代的主题下, 结合 5G 商用下新产品广阔的前景, 上修对公司的盈利预测, 持续推荐。

三星订单恢复, 挹注公司上半年业绩成长。 2018 年, 三星电子由于产品结构调整, 减少对公司 CMO LTE LNA 的采购, 以及严格控制对新产品的导入, 导致公司对三星的收入下滑。在 2019H1, 随着三星对新产品导入, 公司订单修复, 为公司业绩注入增长动能。

国内客户渗透率提升, 预计进入新客户 AVL。 小米在 2018 年已是公司的第二大客户, 我们预计公司今年在加强对已有客户渗透的同时, 进入国内新客户的 AVL (合格供应商名单), 积极拓展下游客户, 华为/OPPO/VIVO 等主要厂商的份额提升带动成长。在全球出货前 20 名中, 国内智能手机品牌商席位过半, 贸易战下“国产替代”的加速进展为公司打开新的成长空间。

供应链管理能力强, 运营质量高。 在市场竞争激烈, 产品单价有下降趋势的情况下, 公司保持 50% 以上的毛利率, 公司对供应链优秀的管理能力可见一斑, 同时新产品的推出带来产品结构的优化调整, 提升公司的整体运营质量。

卡位射频前端优质赛道, “行业红利+国产替代”双重效应积聚。 根据我们测算, 预计 2020 年射频前端市场将达到 242.6 亿美元, CAGR 达 18.79%, 显著高于半导体行业增速, 赛道优质。公司积极布局射频前端, 在已有射频开关和 LNA 基础上, 布局 SAW 和 PA, 完善产品线布局。我们预计公司新产品线积极拓展, 在国产替代加持下进度超预期, 有望在 5G 带动下推动量价齐升。

我们根据公司在国内厂商产品渗透率的提升超预期, 修正此前盈利预测, 将 2019-2021EPS 由 2.92、4.19、6.76 元/股上调至 3.43、4.91、7.86 元/股; 公司业绩超预期带来戴维斯双击, 同时考虑到公司作为射频赛道的稀缺标的, 给予明年 60XPE, 上调目标价至 294.6 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 贸易战不确定性; 5G 商用进度不及预期; 新产品研发进度不及预期

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	184.4 元
目标价格	294.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	25.00
A 股总市值(百万元)	18,440.00
流通 A 股市值(百万元)	4,610.00
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	16.68
一年内最高/最低(元)	193.79/42.35

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
陈俊杰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009	
chenjunjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《卓胜微-首次覆盖报告:躬耕射频芯片研制 与时代共振 携 5G 齐飞》
2019-06-24

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	591.65	560.19	950.48	1,429.80	2,289.38
增长率(%)	53.59	(5.32)	69.67	50.43	60.12
EBITDA(百万元)	248.09	229.50	371.74	537.16	855.37
净利润(百万元)	169.89	162.33	343.39	491.20	785.59
增长率(%)	101.86	(4.45)	111.53	43.05	59.93
EPS(元/股)	1.70	1.62	3.43	4.91	7.86
市盈率(P/E)	108.54	113.59	53.70	37.54	23.47
市净率(P/B)	59.39	38.80	21.89	13.83	8.70
市销率(P/S)	31.17	32.92	19.40	12.90	8.05
EV/EBITDA	0.00	0.00	48.05	32.68	19.78

资料来源: wind, 天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	167.08	265.43	570.82	875.67	1,503.52
应收票据及应收账款	52.14	45.44	90.66	48.77	174.49
预付账款	5.21	2.87	11.16	9.13	22.63
存货	89.75	134.60	153.25	281.89	391.33
其他	5.15	27.93	15.87	17.18	22.91
流动资产合计	319.35	476.27	841.77	1,232.65	2,114.87
长期股权投资	24.38	23.99	23.99	23.99	23.99
固定资产	13.21	30.22	52.36	94.58	135.85
在建工程	0.48	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	2.14	5.33	4.50	3.67	2.84
其他	3.45	5.67	4.06	3.65	3.92
非流动资产合计	43.66	65.22	120.92	195.49	238.37
资产总计	363.00	541.49	962.69	1,428.15	2,353.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	21.57	32.61	55.31	65.20	134.69
其他	27.28	30.07	65.15	32.19	108.07
流动负债合计	48.84	62.68	120.46	97.39	242.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.08	6.36	4.41	4.95	5.24
非流动负债合计	4.08	6.36	4.41	4.95	5.24
负债合计	52.92	69.04	124.87	102.34	248.00
少数股东权益	(0.43)	(2.85)	(4.54)	(7.75)	(13.92)
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	135.65	135.65	135.65	135.65	135.65
留存收益	236.64	398.98	742.36	1,233.56	2,019.15
其他	(136.78)	(134.32)	(135.65)	(135.65)	(135.65)
股东权益合计	310.08	472.45	837.82	1,325.81	2,105.24
负债和股东权益总	363.00	541.49	962.69	1,428.15	2,353.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	169.45	160.38	343.39	491.20	785.59
折旧摊销	3.08	8.34	2.69	5.01	7.40
财务费用	8.26	(7.00)	(3.75)	(6.48)	(10.67)
投资损失	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(64.11)	(57.90)	(2.67)	(108.15)	(108.99)
其它	11.89	30.19	(1.69)	(3.21)	(6.16)
经营活动现金流	128.57	134.28	337.97	378.37	667.18
资本支出	36.56	24.78	61.95	79.46	49.71
长期投资	24.38	(0.38)	0.00	0.00	0.00
其他	(102.55)	(66.78)	(121.95)	(159.46)	(99.71)
投资活动现金流	(41.62)	(42.38)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	53.39	17.71	27.42	6.48	10.67
其他	(61.80)	(21.30)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(8.41)	(3.59)	27.42	6.48	10.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	78.54	88.31	305.39	304.85	627.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	591.65	560.19	950.48	1,429.80	2,289.38
营业成本	260.96	270.36	437.22	634.83	1,014.20
营业税金及附加	2.18	3.87	0.33	0.52	0.83
营业费用	37.82	27.14	28.51	56.08	89.79
管理费用	26.81	27.78	28.51	59.53	92.51
研发费用	787.61	67.70	85.54	141.55	228.94
财务费用	7.95	(15.25)	(3.75)	(6.48)	(10.67)
资产减值损失	18.64	8.98	1.31	5.15	15.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(743.71)	(6.32)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	193.39	176.21	372.79	538.63	858.63
营业外收入	0.06	3.58	3.58	3.58	3.58
营业外支出	0.46	0.15	0.01	0.21	0.12
利润总额	192.98	179.64	376.36	542.00	862.09
所得税	23.54	19.26	34.66	54.02	82.66
净利润	169.45	160.38	341.70	487.98	779.43
少数股东损益	(0.44)	(1.96)	(1.69)	(3.21)	(6.16)
归属于母公司净利润	169.89	162.33	343.39	491.20	785.59
每股收益(元)	1.70	1.62	3.43	4.91	7.86

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	53.59%	-5.32%	69.67%	50.43%	60.12%
营业利润	105.78%	-8.88%	111.56%	44.49%	59.41%
归属于母公司净利润	101.86%	-4.45%	111.53%	43.05%	59.93%
获利能力					
毛利率	55.89%	51.74%	54.00%	55.60%	55.70%
净利率	28.71%	28.98%	36.13%	34.35%	34.31%
ROE	54.71%	34.15%	40.76%	36.83%	37.07%
ROIC	329.43%	102.98%	166.40%	182.22%	171.71%
偿债能力					
资产负债率	14.58%	12.75%	12.97%	7.17%	10.54%
净负债率	-53.88%	-56.18%	-68.13%	-66.05%	-71.42%
流动比率	6.54	7.60	6.99	12.66	8.71
速动比率	4.70	5.45	5.72	9.76	7.10
营运能力					
应收账款周转率	14.10	11.48	13.97	20.51	20.51
存货周转率	7.98	4.99	6.60	6.57	6.80
总资产周转率	2.07	1.24	1.26	1.20	1.21
每股指标(元)					
每股收益	1.70	1.62	3.43	4.91	7.86
每股经营现金流	1.29	1.34	3.38	3.78	6.67
每股净资产	3.11	4.75	8.42	13.34	21.19
估值比率					
市盈率	108.54	113.59	53.70	37.54	23.47
市净率	59.39	38.80	21.89	13.83	8.70
EV/EBITDA	0.00	0.00	48.05	32.68	19.78
EV/EBIT	0.00	0.00	48.40	32.99	19.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com