

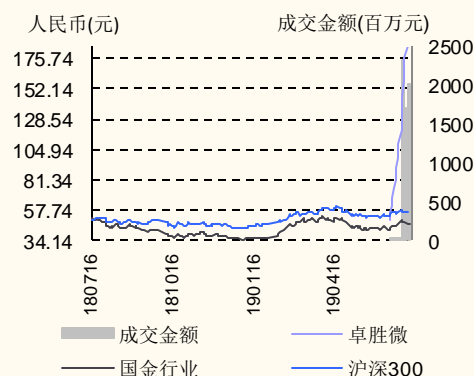
卓胜微 (300782.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 185.19 元
 目标价格 (人民币): 286.00-286.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 25.00
 总市值 (百万元) 18,519.00
 年内股价最高最低 (元) 185.19/50.82
 沪深 300 指数 3802.79



相关报告

1. 《国内射频开关龙头, 深度受益 5G 需求倍增及国产替代-国内射频开...》, 2019.7.8

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人
 luyangyang@gjzq.com.cn

张纯 联系人
 zhang_chun@gjzq.com.cn

新产品放量, 二季度业绩大幅增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	2.265	2.164	3.727	5.212	6.968
每股净资产 (元)	4.14	6.34	15.68	18.81	22.99
每股经营性现金流 (元)	1.71	1.79	3.57	4.48	6.66
市盈率 (倍)	0.00	0.00	49.47	35.38	26.46
净利润增长率 (%)	101.86%	-4.45%	129.60%	39.82%	33.70%
净资产收益率 (%)	54.71%	34.15%	23.77%	27.71%	30.31%
总股本 (百万股)	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布业绩预告: 预计 2019 年上半年属于公司股东的净利润为 1.48-1.55 亿元, 同比增长 112.59%-122.64%, 本报告期非经常性损益对归属于公司股东的净利润影响额约为 408 万元。

经营分析

- 二季度业绩大幅超预期, 新产品放量、新客户导入及份额提升是主要驱动力。按照预测的中值测算, 二季度单季净利润为 1.097 亿元, 环比一季度增长 162.7%, 同比大幅增长。我们认为驱动公司二季度业绩大幅增长的主要因素有: 第一是新产品放量, 公司天线调谐开关 (Tuner) 经过几年的布局与市场开拓, 今年订单快速增长, 不论是国外客户还是国内客户都实现了超预期发展, 此外公司在大客户三星新料号的导入明显加快; 第二是新客户导入, 公司在今年上半年导入了大客户华为, 华为需求量较大, 预计 Switch+LNA+Tuner 需求超过 1.5 亿美元; 第三是份额提升, 公司在三星、小米、vivo、OPPO 等客户的份额在不断提升, 公司第一大客户是三星, 2018 年射频开关供货 6.61 亿颗, LNA 供货 1.39 亿颗, 但是公司占三星采购比例还不高, 预计 2018 年占比不足 15% (含 Switch、LNA、Tuner), 此外在其他客户的采购也比较低, 整体来看, 份额提升还具有较好的发展空间。
- 积极布局模组化产品, 有望取得突破, 将打开新的增长空间。手机射频前端模组产品包括: ASM、FEM、Div FEM、FEMiD、PAiD、SMMB PA、MMMB PA、TX Module、RX Module、PAMiD、LNA Div FEM, 模组产品类别较多, 难度较大, 目前基本被国外公司垄断。我们从产业链调研得知, 公司通过射频开关产品切入分集接收模组 (Switch+Rx filter), 有望在国产机型上取得突破。模组化产品要求更高, 单价也较射频开关高出好多倍, 有望打开新的增长空间。
- 5G 手机频段增加, 射频开关和 Tuner 需求大幅增长。5G 手机需要采用更多天线, 数量从 4-6 个增加到 6-10 个。与此同时, 天线的空间缩小, 导致天线效率降低。使用天线调谐, 可以将每根天线都调谐到工作频段, 恢复一些损失性能, 使它更加高效。综合来看, 5G 手机射频开关和 Tuner 需求将大幅增长, 公司正在积极开发 5G 相关产品, 培育新的增长动力。

投资建议

■ 我们上调 2019 年净利润至 3.73 亿元, 较原来的 2.7 亿上调幅度为 37.9%, 2020 年净利润上调至 5.21 亿元, 较原来的 3.9 亿上调幅度为 33.6%, 2021 年净利润上调至 6.97 亿元, 较原来的 5.58 亿上调幅度为 24.9%, 现价对应 PE 分别为 49.4、35.3 及 26.5 倍, 维持“买入”评级, 给予 2020 年 55 倍估值, 2020 年目标价从 242 元上调至 286 元。

风险

■ 价格下降, 毛利率下滑, PA、滤波器及模组产品难度较大, 进展低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	385	592	560	1,030	1,515	2,070
增长率		53.6%	-5.3%	83.9%	47.1%	36.6%
主营业务成本	-146	-261	-270	-457	-707	-985
%销售收入	37.9%	44.1%	48.3%	44.4%	46.6%	47.6%
毛利	239	331	290	573	808	1,085
%销售收入	62.1%	55.9%	51.7%	55.6%	53.4%	52.4%
营业税金及附加	0	-2	-4	-4	-7	-9
%销售收入	0.0%	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%
销售费用	-31	-38	-27	-41	-53	-68
%销售收入	8.0%	6.4%	4.8%	4.0%	3.5%	3.3%
管理费用	-53	-23	-28	-41	-61	-87
%销售收入	13.7%	3.9%	5.0%	4.0%	4.0%	4.2%
研发费用	-59	-48	-68	-82	-121	-166
%销售收入	15.3%	8.1%	12.1%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	97	220	163	404	567	755
%销售收入	25.1%	37.1%	29.2%	39.2%	37.4%	36.5%
财务费用	3	-8	15	16	25	25
%销售收入	-0.7%	1.3%	-2.7%	-1.5%	-1.7%	-1.2%
资产减值损失	-5	-19	-9	-9	-18	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	193	176	410	574	768
营业利润率	24.4%	32.7%	31.5%	39.8%	37.9%	37.1%
营业外收支	2	0	3	4	5	6
税前利润	96	193	180	414	579	774
利润率	24.9%	32.6%	32.1%	40.2%	38.2%	37.4%
所得税	-12	-24	-19	-41	-58	-77
所得税率	12.1%	12.2%	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	84	169	160	373	521	697
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	84	170	162	373	521	697
净利率	21.8%	28.7%	29.0%	36.2%	34.4%	33.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	84	169	160	373	521	697
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	7	22	17	14	32	40
非经营收益	-2	10	-5	38	-7	-8
营运资金变动	6	-73	-38	-68	-98	-63
经营活动现金净流	95	129	134	357	448	666
资本开支	-5	-16	-29	-101	-301	-300
投资	0	-24	-14	0	0	0
其他	-8	-2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-42	-42	-101	-301	-300
股权募资	1	0	0	869	0	0
债权募资	-2	-7	0	0	0	0
其他	-16	-6	6	-149	-208	-279
筹资活动现金净流	-17	-13	6	720	-208	-279
现金净流量	65	74	98	976	-62	88

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	94	167	265	1,242	1,180	1,268
应收账款	33	53	46	80	127	173
存货	59	90	135	178	244	285
其他流动资产	14	10	30	37	51	66
流动资产	199	319	476	1,538	1,602	1,792
%总资产	95.7%	88.0%	88.0%	90.2%	77.7%	70.8%
长期投资	0	24	24	24	24	24
固定资产	5	14	30	126	414	687
%总资产	2.3%	3.8%	5.6%	7.4%	20.1%	27.1%
无形资产	1	3	7	12	16	20
非流动资产	9	44	65	167	461	740
%总资产	4.3%	12.0%	12.0%	9.8%	22.3%	29.2%
资产总计	208	363	541	1,705	2,063	2,532
短期借款	7	0	0	0	0	0
应付款项	36	30	41	53	81	113
其他流动负债	18	19	21	36	53	73
流动负债	61	49	63	90	135	186
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	4	6	50	50	50
负债	64	53	69	140	185	236
普通股股东权益	144	311	475	1,568	1,881	2,299
其中：股本	12	75	75	100	100	100
未分配利润	-4	88	235	459	772	1,190
少数股东权益	0	0	-3	-3	-3	-3
负债股东权益合计	208	363	541	1,705	2,063	2,532

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.122	2.265	2.164	3.727	5.212	6.968
每股净资产	11.787	4.140	6.337	15.683	18.810	22.991
每股经营现金净流	7.733	1.714	1.790	3.574	4.476	6.665
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.491	2.085	2.787
回报率						
净资产收益率	58.43%	54.71%	34.15%	23.77%	27.71%	30.31%
总资产收益率	40.45%	46.80%	29.98%	21.86%	25.27%	27.52%
投入资本收益率	55.21%	61.44%	30.47%	22.50%	26.45%	28.95%
增长率						
主营业务收入增长率	247.25%	53.59%	-5.32%	83.87%	47.09%	36.63%
EBIT 增长率	1012.45%	127.34%	-25.64%	147.29%	40.30%	33.16%
净利润增长率	647.94%	101.86%	-4.45%	129.60%	39.82%	33.70%
总资产增长率	185.65%	74.46%	49.17%	214.88%	20.98%	22.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	25.9	31.8	28.0	30.0	30.0
存货周转天数	105.3	103.7	151.4	150.0	140.0	120.0
应付账款周转天数	42.9	30.7	36.6	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	4.3	8.1	19.7	27.1	63.5	77.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.10%	-53.88%	-56.18%	-79.33%	-62.83%	-55.21%
EBIT 利息保障倍数	-36.4	27.6	-10.7	-25.9	-22.6	-29.8
资产负债率	30.77%	14.58%	12.75%	8.18%	8.95%	9.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	6	6	6
增持	1	2	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.33	1.33	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

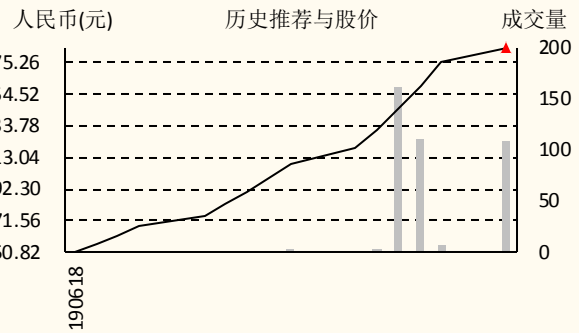
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-08	买入	175.42	242.00~242.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH