

业绩持续高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 预计2020年第一季度实现归母净利润1.49~1.53亿元, 同比增长256.5%~266.5%, 环比增长-15.6%~-13.2%。考虑到疫情及市场季节性影响, 公司一季度业绩增长较快主要受益于国产替代进程, 且产品获客户高认可, 进一步深入对下游客户的渗透率, 持续推进与客户的深度合作。
- **疫情期间, 公司全力保证生产经营活动正常进行以减轻对业绩的影响。** 而下游需求仍将持续受到疫情影响, 下游三大客户面临不同挑战: **1、华为高库存情况将影响手机产业链的供求关系。** 据集微网消息称, 华为2020年3月库存量大于2000万部, 远高于同类厂商1000万部左右的库存水平。在疫情期, 库存高企将更难处理, 势必会影响公司订单情况。**2、印度疫情未看到拐点, 三星、小米在印度生产产品及销售业绩均将受到影响。** 印度在3.25~4.14封城期间仅能维持城市基本运作, 而印度19年智能手机出货量1.5亿部, 占全球市场11.1%, 是全球第二大智能手机市场, 这将导致直接公司订单量萎缩。如果未来疫情仍无法得到有效控制, 进一步导致下游需求衰退, 2020年业绩存在较大不确定性。
- **拓展新品类, 积极布局射频前端。** 公司当前产品份额稳步提升, 并坚持自主研发, 成功推出多款新型产品满足客户需求, 包括适用于5G通信标准的sub-6GHz频段产品, 并已量产出货。公司对关键技术和资源持续投入, 募投项目中除了对原有射频开关和LNA进行技术升级外, 还布局PA、SAW以及IoT等产品, 加快WiFi FEM研究, 提前占领5G射频前端优质赛道。新品类拓展, 完善产品线。在高研发投入的驱动因素下, 募投项目新产品放量有望刺激业绩高速增长, 保持业绩高弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到国产化替代加速公司份额提升、5G手机渗透率的提升带来射频芯片行业的景气上行, 以及疫情等多重影响, 我们维持预测不变, 卓胜微2019-2021年归母净利润为5.0亿、7.0亿和10.3亿, EPS分别为5.0元、7.0元和10.3元, 对应PE分别为106X、75X和51X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 因疫情下游需求不达预期; 海外因疫情停工影响产业链供应; 募投项目建成与达产进度不及预期的风险; 客户依赖度较高影响营收稳定性的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	560.19	1515.03	2042.23	2881.92
增长率	-5.32%	170.45%	34.80%	41.12%
归属母公司净利润(百万元)	162.33	499.00	700.67	1033.57
增长率	-4.45%	207.39%	40.42%	47.51%
每股收益EPS(元)	1.62	4.99	7.01	10.34
净资产收益率ROE	33.95%	28.04%	28.95%	30.67%
PE	325	106	75	51
PB	110.88	29.57	21.75	15.63

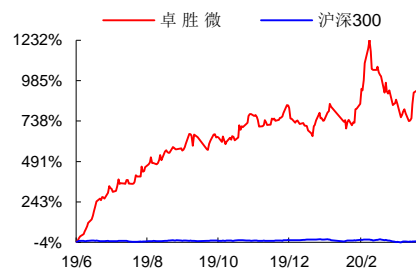
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 仇文妍
执业证号: S1250519010003
电话: 021-68415409
邮箱: cwz@swsc.com.cn

联系人: 曹辉
电话: 15821937706
邮箱: caoh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通A股(亿股)	0.25
52周内股价区间(元)	50.82-675.12
总市值(亿元)	527.00
总资产(亿元)	17.46
每股净资产(元)	15.29

相关研究

1. 卓胜微(300782): 业绩持续超高速增长 (2019-10-14)
2. 卓胜微(300782): 业绩超高速增长, 新客户导入顺利 (2019-08-30)
3. 卓胜微(300782): 业绩大超预期, 未来成长可期 (2019-07-15)
4. 卓胜微(300782): 射频稀缺标的, 5G助力腾飞 (2019-07-03)

关键假设：

假设 1：考虑到华为等国内主流客户对射频国产化替代进程加快，同时，5G 手机渗透率也将在 2019-2021 年间大幅提升，因此公司的开关将迎来爆发式增长。而 2020 年受到疫情持续影响，或将造成 2020 年增速减缓，预计 2019-2021 年出货量增速分别为 180%、35% 和 40%。公司天线调谐开关 tuner 也进入主流客户验证，预计后续会在 5G 手机方面大规模出货，由于 tuner 单价远高于一般的通路开关，因为我们预计公司开关产品毛利率会有小幅提升态势，预计 19-21 年毛利率保持在 53.5% 左右。

假设 2：考虑到华为等国内主流客户对射频国产化替代进程加快，同时，5G 手机渗透率也将在 2019-2021 年间大幅提升，因此公司的 LNA 将迎来爆发式增长，期间考虑疫情影响，预计 2019-2021 年出货量增速分别为 145%、35% 和 50%，毛利率保持在 52% 左右。

假设 3：考虑到公司募投项目中对于 SAW 滤波器、功率放大器等器件的研发与产业化将带来专利授权收入与其他类型业务的增量，预计未来公司的 IP 授权及其他业务将保持稳定增长态势，未来三年出货量增速分别为 20%、18%、16%，ASP 与毛利率保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
射频开关	收入	460.85	1290.38	1742.01	2438.82
	增速	-0.51%	180.00%	35.00%	40.00%
	毛利率 (%)	51.31%	53.50%	53.50%	53.50%
射频低噪声放大器	收入	84.35	206.66	278.99	418.48
	增速	-26.25%	145.00%	35.00%	50.00%
	毛利率 (%)	51.82%	52.00%	52.00%	52.00%
IP 授权及其他	收入	14.99	17.99	21.23	24.62
	增速	6.48%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率 (%)	64.43%	64.43%	64.43%	64.43%
合计	收入	560.2	1515.0	2042.2	2881.9
	增速	-5.32%	170.45%	34.80%	41.12%
	毛利率 (%)	51.74%	53.43%	53.41%	53.38%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	560.19	1515.03	2042.23	2881.92	净利润	160.38	499.00	700.67	1033.57
营业成本	270.36	705.62	951.50	1343.68	折旧与摊销	8.34	3.72	2.51	2.51
营业税金及附加	3.87	7.58	10.21	14.41	财务费用	-15.25	-18.41	-24.81	-35.02
销售费用	27.14	60.60	85.77	121.04	资产减值损失	8.98	24.20	164.00	180.00
管理费用	27.78	45.45	71.48	100.87	经营营运资本变动	-45.30	-202.42	-130.88	-205.35
财务费用	-15.25	-18.41	-24.81	-35.02	其他	17.14	-24.20	-162.00	-181.00
资产减值损失	8.98	24.20	164.00	180.00	经营活动现金流净额	134.28	281.88	549.50	794.72
投资收益	-0.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.84	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-42.38	-10.00	-10.00	-10.00
营业利润	176.21	558.18	784.08	1156.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.43	0.75	0.75	0.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	179.64	558.93	784.82	1157.70	股权融资	0.00	828.86	0.00	0.00
所得税	19.26	59.93	84.15	124.13	支付股利	0.00	-19.48	-59.88	-84.08
净利润	160.38	499.00	700.67	1033.57	其他	-3.59	17.08	24.81	35.02
少数股东损益	-1.96	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3.59	826.46	-35.07	-49.06
归属母公司股东净利润	162.33	499.00	700.67	1033.57	现金流量净额	98.35	1098.34	504.43	735.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	265.43	1363.78	1868.21	2603.86	成长能力				
应收和预付款项	49.24	140.44	187.81	263.71	销售收入增长率	-5.32%	170.45%	34.80%	41.12%
存货	134.60	303.68	415.20	597.84	营业利润增长率	-8.88%	216.77%	40.47%	47.55%
其他流动资产	27.00	73.02	98.43	138.89	净利润增长率	-5.35%	211.14%	40.42%	47.51%
长期股权投资	23.99	23.99	23.99	23.99	EBITDA 增长率	-17.18%	221.02%	40.16%	47.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	30.22	28.29	26.36	24.43	毛利率	51.74%	53.43%	53.41%	53.38%
无形资产和开发支出	5.33	4.75	4.17	3.59	三费率	7.08%	5.78%	6.48%	6.48%
其他非流动资产	5.67	14.47	24.47	34.47	净利率	28.63%	32.94%	34.31%	35.86%
资产总计	541.49	1952.42	2648.63	3690.79	ROE	33.95%	28.04%	28.95%	30.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	29.62%	25.56%	26.45%	28.00%
应付和预收款项	56.08	149.34	198.77	281.86	ROIC	70.17%	126.06%	109.42%	117.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.22%	35.87%	37.30%	39.02%
其他负债	12.96	23.57	29.57	39.13	营运能力				
负债合计	69.04	172.91	228.33	321.00	总资产周转率	1.24	1.21	0.89	0.91
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	25.80	51.78	74.73	113.49
资本公积	135.65	939.51	939.51	939.51	应收账款周转率	11.48	17.59	13.73	14.04
留存收益	263.33	742.84	1383.64	2333.13	存货周转率	2.41	3.22	2.64	2.64
归属母公司股东权益	475.30	1782.35	2423.15	3372.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.86%	—	—	—
少数股东权益	-2.85	-2.85	-2.85	-2.85	资本结构				
股东权益合计	472.45	1779.50	2420.30	3369.79	资产负债率	12.75%	8.86%	8.62%	8.70%
负债和股东权益合计	541.49	1952.42	2648.63	3690.79	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.60	11.29	11.58	11.46
					速动比率	5.45	9.47	9.71	9.56
					股利支付率	0.00%	3.90%	8.55%	8.13%
					每股指标				
					每股收益	1.62	4.99	7.01	10.34
					每股净资产	4.75	17.82	24.23	33.73
					每股经营现金	1.34	2.82	5.49	7.95
					每股股利	0.00	0.19	0.60	0.84
业绩和估值指标									
EBITDA	169.30	543.49	761.78	1124.44					
PE	324.64	105.61	75.21	50.99					
PB	110.88	29.57	21.75	15.63					
PS	94.08	34.78	25.81	18.29					
EV/EBITDA	231.87	94.43	66.70	44.52					
股息率	0.00%	0.04%	0.11%	0.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn