

2020年业绩超预期，接收端模组加速放量

——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之一

事件：

2021年1月12日晚，卓胜微发布2020年全年业绩预告，预计2020年全年将实现归母净利润10.0-10.50亿元，同比增长101%-111%；对应20Q4净利润为2.82-3.32亿元，同比增长61%-97%。

点评：

传统分立器件业务：卓胜微以分立射频开关及LNA起家，不足十年间凭借优异的设计工艺和强有力的供应链话语权，建立了稳固的成本优势，毛利率超过50%，在竞争中脱颖而出。受益5G带来的天线数量增长，开关、调谐器、LNA的数量及价格均有望进一步增长，分立器件设计、生产能力以及优异的成本控制工艺将成为公司发展的压舱石。2020年卓胜微开关、tuner和LNA将实现收入25亿元以上，并获益于国产替代需求，在安卓系客户取得全面突破，同比实现快速增长。

接收端模组产品：5G时代射频器件数量快速增长，而终端PCB布线面积约束将驱动模组渗透率快速提升。在接收端模组中，高性能的SAW、BAW滤波器决定了接收信号质量；而在发射端模组上，PA工艺以及双工器的设计能力则是关键，国内厂商在两类模组中尚处于起步阶段。卓胜微凭借传统开关和LNA业务切入射频前端的接收端模组部分，在20年底封测、代工产能紧张的背景下，通过与封测厂商的密切合作，自购封装机台投入封测流程，保证了接收端模组产品的快速放量节奏。2020Q4公司低噪放模组LFEM已实现批量出货、分集接收模组DiFEM出货也处于加速状态。接收端模组产品单机价值量在传统分立开关、LNA的十倍以上，预计2021年将为公司贡献可观的营收及利润增量

自建IDM卡位中国射频前端第一龙头，募投+定增布局全力攻克SAW滤波器、PA、模组的核心技术工艺。卓胜微在2019年上市募集资金8.8亿元建立无锡研发中心，开始进行Rx、Tx模组布局；2020年10月，公司定增30亿元，细化布局自建SAW产线（23亿）及基站射频产品（16亿）的开发；2020年11月，公司公告无锡滨湖产线（芯卓半导体）项目的投资建设方案，一期SAW滤波器预计产能为35亿颗/年，有力支撑接收端模组产品快速放量。

公司接收端模组产品量产进展顺利，下游终端品牌客户渗透率持续提升，模组产品的高售价高毛利率将持续优化公司产品结构，同时将打开在射频接收端部分的广阔成长空间。展望未来，公司通过自建IDM有望逐步突破滤波器、PA、模组三座大山，相较全球射频前端约2%市占率，卓胜微仍有巨大成长空间。优秀的公司管理层能力及强大的技术研发实力有望驱动公司快速成长，维持半导体领域核心推荐。

买入（维持）

当前价：644.37元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

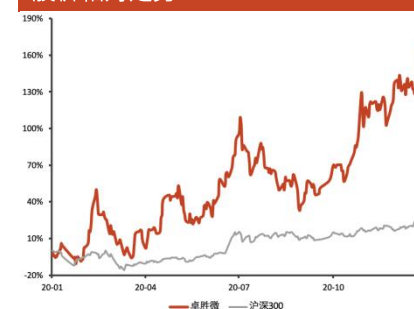
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.80
总市值(亿元):	1159.87
一年最低/最高(元):	204.53/678.26
近3月换手率:	156.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	34.48	82.56	152.73
绝对	22.93	65.82	122.01

资料来源：Wind

盈利预测、估值与评级

作为射频前端领域细分龙头，我们预计公司将深度受益 5G 需求带来的模组化及国产化进程，加强工艺技术和成本优势的同时，积极整合 SAW、PA 及模组化核心技术。公司 2020 年传统分立器件业务保持快速成长，接收端模组高速起量，我们上调公司 20-22 年营业收入为 29.12、42.43 和 56.54 亿元，上调归母净利润预期为 10.20、16.32 和 21.93 亿元，当前市值 1160 亿元对应 PE 为 114x、71x 和 53x。公司逐渐从分立器件向接收端模组乃至整体射频模组的快速发展，实现单机射频器件价值量的快速提升，打开射频前端模组市场广阔成长空间，继续维持“买入”评级

图表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	560.19	1,512.39	2,912.42	4,242.77	5,653.53
营业收入增长率	-5.32%	169.98%	92.57%	45.68%	33.25%
净利润（百万元）	162.33	497.17	1,019.70	1,632.44	2,192.72
净利润增长率	-4.45%	206.27%	105.10%	60.09%	34.32%
EPS（元）	2.16	4.97	5.66	9.07	12.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.15%	29.19%	38.88%	40.29%	36.55%
P/E	298	130	114	71	53

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2021-01-12。

风险提示：模组化关键技术进展不及预期；下游国产替代需求不及预期。

附录：卓胜微历史报告汇总

行业深度报告

- 1、《5G 渗透、模组趋势和国产替代驱动中国射频前端平台型龙头的崛起——卓胜微投资价值分析报告》2020-12-14
- 2、《射频前端行业报告二之厂商篇 Skyworks——射频前端领先企业全面深耕 5G 模组化》2020-11-23
- 3、《5G 已至，趋势渐起——射频前端行业报告一之概览篇》2020-10-27
- 4、《聚焦射频升级和光学创新，海外疫情短空长多——电子通信行业 2020 年 3 月投资策略》2020-03-02
- 5、《产业逻辑，依然供不应求——射频前端行业专题报告》2020-02-20

公司深度报告

- 1、《国内射频芯片龙头，5G 升级+国产替代双轮驱动成长——卓胜微（300782.SZ）首次覆盖报告》2019-08-13

动态点评

- 1、《5G+国产替代助力单季度业绩再创历史新高——卓胜微（300782.SZ）2020 年前三季度业绩预告点评》2020-10-13
- 2、《业绩高速增长，定增 30 亿元布局滤波器，射频模组和基站射频——卓胜微（300782.SZ）2020 年半年度报告点评》2020-08-31
- 3、《全面进入一流终端客户，多个 5G 产品进展超预期——卓胜微（300782.SZ）2019 年年报和 2020 年一季报点评》2020-04-28
- 4、《20Q1 持续高增长，国产替代+5G 需求双轮驱动——卓胜微（300782.SZ）2020 年一季报业绩预告点评》2020-04-08
- 5、《单 Q4 收入利润环比增长，国产化+5G 需求双轮驱动——卓胜微（300782.SZ）2019 年业绩快报点评》2020-02-26

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	560	1,512	2,912	4,243	5,654
营业成本	270	719	1,396	2,009	2,680
折旧和摊销	8	19	17	44	103
税金及附加	4	9	17	19	23
销售费用	27	43	44	64	73
管理费用	28	33	52	64	85
财务费用	-15	-12	-21	-28	-41
研发费用	68	138	233	297	424
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	176	563	1,159	1,814	2,436
利润总额	180	563	1,159	1,814	2,436
所得税	19	68	139	181	244
净利润	160	494	1,020	1,632	2,193
少数股东损益	(2)	(3)	0	0	0
归属母公司净利润	162	497	1,020	1,632	2,193
EPS(按最新股本计, 元)	2.16	4.97	5.66	9.07	12.18

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	134	56	664	1524	2018
净利润	162	497	961	1540	2069
折旧摊销	8	19	17	44	103
净营运资金增加	37	683	617	344	446
其他	-73	-1144	-931	-403	-600
投资活动产生现金流	-42	-582	-205	-535	-1010
净资本支出	-29	-96	-210	-510	-1010
长期投资变化	24	24	0	0	0
其他资产变化	-38	-510	5	-25	0
融资活动现金流	-4	730	-79	-164	-191
股本变化	0	25	80	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	16	157	118	72	71
净现金流	98	211	380	825	817

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	51.7%	52.5%	52.1%	52.7%	52.6%
EBITDA 率	30.3%	40.6%	43.3%	44.3%	44.2%
EBIT 率	28.8%	39.2%	42.7%	43.3%	42.4%
税前净利润率	32.1%	37.2%	39.8%	42.8%	43.1%
归母净利润率	29.0%	32.9%	35.0%	38.5%	38.8%
ROA	29.6%	25.7%	34.2%	36.4%	33.7%
ROE (摊薄)	34.2%	29.2%	38.9%	40.3%	36.6%
经营性 ROIC	44.6%	48.8%	55.7%	59.1%	51.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	12.75%	11.73%	12.14%	9.76%	7.89%
流动比率	7.60	8.54	7.83	8.84	9.75
速动比率	5.45	6.79	6.61	7.87	8.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	541	1,923	2,902	4,321	6,230
货币资金	265	477	857	1,682	2,500
交易性金融资产	0	505	500	500	500
应收帐款	45	378	680	792	950
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	2	3	4	5
存货	135	366	386	373	405
其他流动资产	27	23	23	23	23
流动资产合计	476	1,784	2,580	3,508	4,510
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	24
固定资产	30	72	200	569	1,294
在建工程	0	0	45	109	232
无形资产	5	5	10	19	28
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	29	29	29	29
非流动资产合计	65	139	322	813	1,720
总负债	69	226	344	415	487
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	33	130	197	227	253
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	2	3	8	20	27
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	63	209	322	393	465
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债合计	6	17	22	22	22
股东权益	472	1,698	2,560	3,910	5,750
股本	75	100	180	180	180
公积金	164	990	950	950	950
未分配利润	235	610	1,431	2,779	4,617
归属母公司权益	475	1,703	2,564	3,911	5,749
少数股东权益	-3	-6	-6	-6	-6

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.8%	2.8%	1.5%	1.5%	1.3%
管理费用率	5.0%	2.2%	1.8%	1.5%	1.5%
财务费用率	-2.7%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
研发费用率	12.1%	9.1%	8.0%	7.0%	7.5%
所得税率	10.7%	12.1%	12.0%	10.0%	10.0%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	1.00	1.13	1.36	1.83
每股经营现金流	1.79	0.56	3.69	8.97	11.86
每股净资产	6.34	17.03	14.57	22.51	33.33
每股销售收入	7.47	15.12	16.18	23.57	31.41

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	298	130	114	71	53
PB	101.7	37.8	44.2	28.6	19.3
EV/EBITDA	285	104	91	61	46
股息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼