

卓胜微 (300782)

证券研究报告

2021年04月01日

分立+模组持续布局, 5G 机遇下掘金前端射频大赛道

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	609 元
目标价格	835 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	185.31
流通 A 股股本(百万股)	106.17
A 股总市值(百万元)	112,854.73
流通 A 股市值(百万元)	64,657.04
每股净资产(元)	14.78
资产负债率(%)	14.18
一年内最高/最低(元)	718.40/330.15

作者

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

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《卓胜微-公司点评: 射频赛道产品迭代升级, 龙头地位巩固加强》2021-01-14
- 《卓胜微-公司点评: 2020Q3 大超预期, 国产替代持续渗透》2020-10-13
- 《卓胜微-公司点评: 2020Q2 同比续高增, 国产替代持续渗透》2020-07-11

事件: 公司发布 2020 年年度报告, 2020 年公司实现营业收入 27.9 亿, 同比增长 84.6%; 实现归母净利 10.73 亿, 同比增长 115.78%。

公司透过高投入的研发持续提升产品竞争力, 带动经营业务规模不断扩大, 主营业务的市占率稳步提升; 围绕年度经营目标, 在 5G 通信技术不断发展以及公司拳头产品开关/LNA 的积累下, 天线调谐开关进一步获得市场认可, 射频模组被众多知名厂商逐步采用进入量产; 使得公司产品结构得到进一步的优化。我们坚定看好公司在 5G 持续落地以及国产替代逻辑推动下的成长动能。

完善产品形态战略部署, 实现分立到模组的衍生。公司持续研发投入, 不断升级和开发更具竞争力的产品, 2020 年公司研发投入 1.8 亿, 同比增长 32.43%。公司成功实现了从分立器件产品向射频模组产品的延伸, 获得了客户的广泛认可, 并持续拓展产品在品牌客户的深度和广度。此外 2020 年公司透过定增布局高端滤波器芯片和模组产业化项目, 瞄准射频滤波器芯片和射频模组产品, 从设计研发、晶圆制造到封装测试的所有环节, 形成射频滤波器和射频模组的工艺技术能力和规模化量产能力, 这也将会使公司进一步完善产业化布局。

射频模组产品从小批量到贡献收入, 启动新一轮增长。(1) 接收端模组: 公司进一步拓展接收端射频模组, 实现业绩快速增长, 2020 年接收端射频模组收入达到 2.69 亿, 占整体营收的 9.62%; 毛利率达到 67.4%, 相较于分立器件 51.2% 的毛利率, 高出 16.2%; 其中 LEFM 工艺推成出新, 采用差异化 IPD 滤波器方案, 使得产品性能指标比肩国际先进水平, 有望成为公司另一款拳头产品;(2) WiFi 链接模组: 2020 年上半年推出应用于移动智能终端及网通组网设备的相关 WiFi FEM 产品, 满足 WiFi5 连接标准并实现量产出货, 目前产品已迈向 WiFi6 标准并开始为送样。在抢占国产化发展先机的背景下, 随着公司射频模组产品不断在市场推广上进行突破, 有望启动公司新一轮增长。

拳头产品技术不断迭代, 推动分立器件持续发力。2020 年分立器件收入达到 24.6 亿, 同比增长 68.3%。(1) 天线开关: 公司采用 12 寸 65nm RF SOI 工艺, 产品具备低插损、良好的电压承载, 因此能应用在更宽的频率范围, 公司目前处于国际先进、国内领先的地位, 2020 年实现收入 12.05 亿, 占整体营收的 43.15%;(2) 多增益 LNA: 公司采用 RF SOI 工艺, 覆盖所有 sub-6GHz 频率范围, 具备超低噪声、超高增益、超高动态范围等特性, 提升产品的接收性能, 目前该产品已收到知名手机厂商的高度认可且量产导入, 有望在下年度进入批量生产和供货。

盈利预测与投资建议: 基于公司在 5G 时代和国产替代逻辑下的成长动能, 以及新产品导入及市场推广持续推进, 我们上调盈利预测, 将 2021-2022 年净利润预测由 15.51/25.00 调整为 17.84/25.01, 并新增 2023 年净利润预测为 32.16 亿, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 贸易战不确定性; 5G 商用进度不及预期; 新产品研发不及预期; 客户拓展不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512.39	2,792.15	4,315.89	6,224.41	8,475.89
增长率(%)	169.98	84.62	54.57	44.22	36.17
EBITDA(百万元)	749.41	1,516.53	2,024.25	2,838.26	3,639.45
净利润(百万元)	497.17	1,072.79	1,783.63	2,501.16	3,216.08
增长率(%)	206.27	115.78	66.26	40.23	28.58
EPS(元/股)	2.68	5.79	9.63	13.50	17.36
市盈率(P/E)	239.30	110.90	66.70	47.57	36.99
市净率(P/B)	69.86	44.73	28.09	18.92	12.97
市销率(P/S)	78.66	42.61	27.57	19.11	14.04
EV/EBITDA	53.39	66.52	57.34	40.29	30.81

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	476.91	1,474.93	2,577.72	4,198.98	6,474.39
应收票据及应收账款	378.30	337.71	573.42	706.04	989.14
预付账款	32.14	31.61	52.43	80.93	100.50
存货	366.11	632.16	879.60	1,240.01	1,762.46
其他	530.51	175.24	238.29	328.95	238.08
流动资产合计	1,783.96	2,651.65	4,321.47	6,554.92	9,564.56
长期股权投资	24.27	25.76	25.76	25.76	25.76
固定资产	72.12	102.79	106.90	105.20	85.50
在建工程	0.00	12.41	12.25	11.55	6.93
无形资产	5.12	61.95	59.91	57.86	55.82
其他	37.66	235.72	93.07	120.29	147.51
非流动资产合计	139.17	438.64	297.89	320.66	321.52
资产总计	1,923.13	3,090.29	4,619.36	6,875.58	9,886.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	130.19	223.55	236.68	458.58	523.50
其他	78.73	179.83	148.08	135.93	212.95
流动负债合计	208.92	403.37	384.76	594.51	736.45
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	16.71	34.85	19.31	23.62	25.92
非流动负债合计	16.71	34.85	19.31	23.62	25.92
负债合计	225.63	438.22	404.07	618.13	762.38
少数股东权益	(5.60)	(7.78)	(19.50)	(31.31)	(45.72)
股本	100.00	180.00	185.31	185.31	185.31
资本公积	939.51	859.51	859.51	859.51	859.51
留存收益	1,600.00	2,505.02	4,049.48	6,103.45	8,984.11
其他	(936.40)	(884.66)	(859.51)	(859.51)	(859.51)
股东权益合计	1,697.50	2,652.08	4,215.29	6,257.45	9,123.71
负债和股东权益总计	1,923.13	3,090.29	4,619.36	6,875.58	9,886.08

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	494.46	1,070.50	1,783.63	2,501.16	3,216.08
折旧摊销	19.96	30.39	21.10	25.44	26.36
财务费用	(5.50)	9.61	(9.62)	(16.09)	(25.35)
投资损失	(0.77)	(4.98)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(457.87)	(231.80)	(353.47)	(358.65)	(696.69)
其它	5.34	131.72	93.34	54.87	(93.88)
经营活动现金流	55.62	1,005.43	1,534.97	2,206.72	2,426.53
资本支出	50.85	112.55	38.54	16.69	(2.30)
长期投资	0.28	1.49	0.00	0.00	0.00
其他	(632.99)	16.19	(271.64)	(171.05)	161.25
投资活动现金流	(581.86)	130.23	(233.10)	(154.37)	158.94
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	842.94	(46.92)	40.09	16.09	25.35
其他	(112.53)	(53.69)	(239.17)	(447.18)	(335.42)
筹资活动现金流	730.41	(100.61)	(199.08)	(431.09)	(310.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	204.17	1,035.05	1,102.79	1,621.26	2,275.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,512.39	2,792.15	4,315.89	6,224.41	8,475.89
营业成本	718.91	1,316.84	1,985.31	2,869.45	3,966.72
营业税金及附加	9.28	4.13	20.90	25.85	29.60
营业费用	42.74	34.38	77.69	105.81	135.61
管理费用	32.87	31.78	64.74	87.14	110.19
研发费用	137.65	182.29	284.85	413.92	567.88
财务费用	(12.31)	18.66	(9.62)	(16.09)	(25.35)
资产减值损失	(15.65)	(40.41)	(15.69)	(23.92)	(26.67)
公允价值变动收益	5.15	36.84	105.05	66.68	(79.47)
投资净收益	0.77	4.98	0.00	0.00	0.00
其他	30.35	(15.64)	(210.10)	(133.37)	158.94
营业利润	562.65	1,218.29	2,012.78	2,828.92	3,638.44
营业外收入	1.86	2.20	2.55	2.20	2.32
营业外支出	1.85	3.34	1.78	2.32	2.48
利润总额	562.66	1,217.15	2,013.54	2,828.80	3,638.27
所得税	68.20	146.65	241.62	339.46	436.59
净利润	494.46	1,070.50	1,771.92	2,489.34	3,201.68
少数股东损益	(2.71)	(2.29)	(11.71)	(11.81)	(14.40)
归属于母公司净利润	497.17	1,072.79	1,783.63	2,501.16	3,216.08
每股收益(元)	2.68	5.79	9.63	13.50	17.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	169.98%	84.62%	54.57%	44.22%	36.17%
营业利润	219.30%	116.53%	65.21%	40.55%	28.62%
归属于母公司净利润	206.27%	115.78%	66.26%	40.23%	28.58%
获利能力					
毛利率	52.47%	52.84%	54.00%	53.90%	53.20%
净利率	32.87%	38.42%	41.33%	40.18%	37.94%
ROE	29.19%	40.33%	42.12%	39.77%	35.07%
ROIC	240.19%	160.51%	208.26%	184.11%	190.23%
偿债能力					
资产负债率	11.73%	14.18%	8.75%	8.99%	7.71%
净负债率	-28.09%	-55.61%	-61.15%	-67.10%	-70.96%
流动比率	8.54	6.57	11.23	11.03	12.99
速动比率	6.79	5.01	8.95	8.94	10.59
营运能力					
应收账款周转率	7.14	7.80	9.47	9.73	10.00
存货周转率	6.04	5.59	5.71	5.87	5.65
总资产周转率	1.23	1.11	1.12	1.08	1.01
每股指标(元)					
每股收益	2.68	5.79	9.63	13.50	17.36
每股经营现金流	0.30	5.43	8.28	11.91	13.09
每股净资产	9.19	14.35	22.85	33.94	49.48
估值比率					
市盈率	239.30	110.90	66.70	47.57	36.99
市净率	69.86	44.73	28.09	18.92	12.97
EV/EBITDA	53.39	66.52	57.34	40.29	30.81
EV/EBIT	54.80	67.83	57.95	40.65	31.03

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