

卓胜微 (300782.SZ)

射频模组量产投放，乘5G东风业绩大幅增长

投资要点

- ◆ **公司发布2020年年报：**实现营业总收入27.92亿元，同比增长84.62%；归母净利润10.73亿元，同比增长115.78%；整体毛利率52.84%，同比增加0.37%。受益于5G通信技术的发展，公司天线开关产品进一步获得市场的高度认可，同时射频模组产品被众多知名厂商逐步采用进入量产，全年业绩创历史新高。单四季度实现营业收入8.20亿元，同比增长55.39%，较前三季度增速有一定的下滑，预计受公司智能应用端四季度客户结构变化影响。
- ◆ **主业分立器件持续保持优势，射频开关增速明显。**分立器件包含射频开关和射频低噪声放大器，是公司的拳头产品，比肩国际先进水平。2020年，分立器件实现营收24.62亿元，同比增长68.12%。其中射频开关实现营收21.91亿元，同比增长81.45%，营收占比78.49%，基本与去年同期持平；射频低噪声放大器实现营收2.70亿元，同比增长5.86%，营收占比9.68%，下滑7.19pct。2020年5G商用已开始在全球范围逐步落地，对射频前端行业带来新的增长机遇，叠加国产替代需求，是公司主营业务快速增长的主因。
- ◆ **深化射频模组产品布局，助推业绩新一轮增长。**射频模组产品在2020年首次产生效益，2020年射频模组实现营收2.77亿元，约占全年营业收入的9.93%，其中接收端射频模组实现营收2.68亿元，产品包括LFEM、LNABANK、DiFEM，此外还有WiFi连接模组产品，是公司在射频领域的技术延伸。2020年射频模组产品均已逐步被众多知名厂商采用进入量产，有望成为未来增长新动能。
- ◆ **定增约30亿，完善产品布局。**2021年2月8日，公司向特定对象发行A股股票5,311,544股，募集资金约30亿元，用于投资高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化项目、5G通信基站射频器件研发及产业化项目、补充流动资金。定增项目抢占高端滤波器和5G通信基站射频器件的国产化发展先机，借助5G时代和国产替代趋势的东风，有望为公司现有业务带来协同提升效应。
- ◆ **投资建议：首次覆盖“买入”。**我们预计公司2021、2022、2023年EPS分别是8.72元、11.05元、12.14元，对应PE分别为70倍、55倍、50倍。随着5G通信技术和国产替代趋势的加强，公司作为国内少数对标国际领先企业的射频器件龙头和推进射频接收端模组市场化的先行者，业绩有望持续释放。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**5G推行不及预期，模组产品进展不及预期，国产化替代不及预期，原材料供应短缺及外协加工风险。

投资评级

买入

首次评级

基本数据 (2021-03-31)

所属行业	电子 集成电路
股价(元)	609.00
总市值(百万元)	112854.73
流通市值(百万元)	64657.04
总股本(百万股)	185.31
流通股本(百万股)	106.17
12个月价格区间(元)	330.15/718.40

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	5.53	6.40	121.45
绝对收益	-2.17	5.12	158.85

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

朱琳 分析师
 SAC 执业证书：S0380521010001
 联系电话：0755-82830333(121)
 邮箱：zhulin@wanhesec.com

相关报告

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	2,792	4,476	5,687	6,286
YoY(%)	170.0	84.6	60.3	27.1	10.5
净利润(百万元)	497	1,073	1,616	2,048	2,250
YoY(%)	206.3	115.8	50.6	26.7	9.9
毛利率(%)	52.5	52.8	54.0	52.8	51.6
EPS(摊薄/元)	2.68	5.79	8.72	11.05	12.14
ROE(%)	29.2	40.3	22.8	22.9	20.5
P/E(倍)	227.0	105.2	69.8	55.1	50.2
P/B(倍)	66.3	42.4	15.9	12.6	10.3
净利率(%)	32.9	38.4	36.1	36.0	35.8

资料来源：Wind，万和证券研究所

正文目录

一、 国内射频龙头，业绩大幅增长	3
(一) 5G 赋能射频前端，产品布局持续完善	3
(二) 射频模组支撑毛利水平维持	4
二、 盈利预测和投资建议	5
(一) 收入预测及假设	5
(二) 投资建议：首次覆盖“买入”	6
风险提示：	6

图表目录

图 1 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 营业收入分析	3
图 2 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 归母净利润分析	3
图 3 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 毛利率	4
图 4 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 净利率	4
图 5 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 期间费用率	4
图 6 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 研发费用率	4
表 1 定增募投项目明细 (万元)	4
表 2 卓胜微 (300782.SZ) 主营业务收入假设表	5

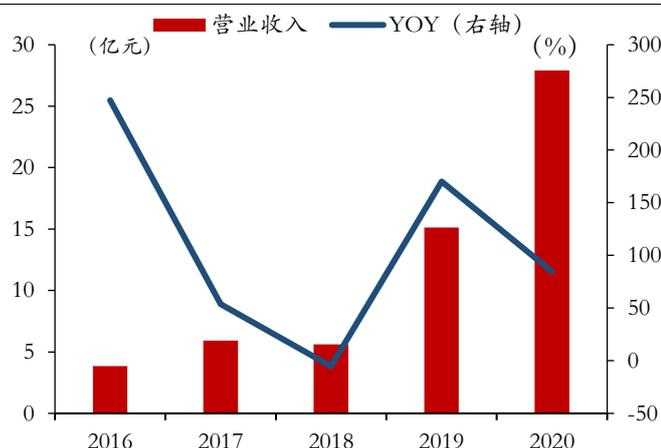
一、国内射频龙头，业绩大幅增长

卓胜微成立于 2006 年，以研发手机电视芯片起家，随着手机电视芯片市场的萎缩，精准切换至射频芯片赛道，深耕十数年发展成为国内射频前端细分领域龙头，2019 年 6 月 18 日，公司在创业板上市。公司业务专注射频前端领域，主要向市场提供射频开关、射频低噪声放大器、射频滤波器等射频前端分立器件及各类模组的应用解决方案，同时公司还对外提供低功耗蓝牙微控制器芯片。

(一) 5G 赋能射频前端，产品布局持续完善

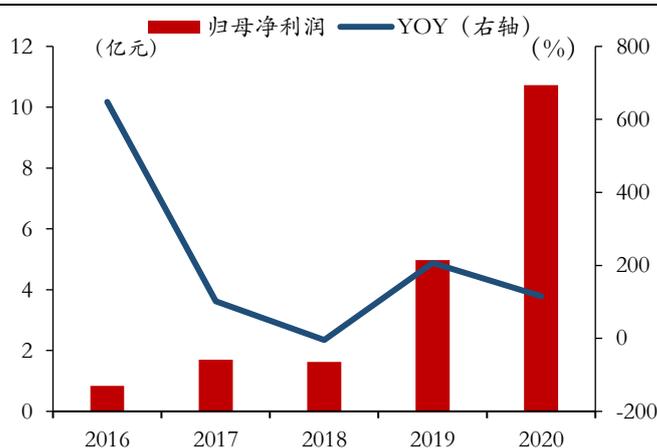
卓胜微(300782.SZ)2020 年年报显示:公司实现营业总收入 27.92 亿元,同比增长 84.62%;归母净利润 10.73 亿元,同比增长 115.78%;整体毛利率 52.84%,同比增加 0.37%。受益于 5G 通信技术的发展,公司天线开关产品进一步获得市场的高度认可,同时射频模组产品被众多知名厂商逐步采用进入量产,全年业绩创历史新高。单四季度实现营业收入 8.20 亿元,同比增长 55.39%,较前三季度增速有一定的下滑,预计受公司智能应用端四季度客户结构变化影响。

图 1 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 营业收入分析



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 2 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 归母净利润分析



资料来源: Wind, 万和证券研究所

主业分立器件持续保持优势，射频开关增速明显。分立器件包含射频开关和射频低噪声放大器，是公司的拳头产品，比肩国际先进水平。2020 年，分立器件实现营收 24.62 亿元，同比增长 68.12%。其中射频开关实现营收 21.91 亿元，同比增长 81.45%，营收占比 78.49%，基本与去年同期持平；射频低噪声放大器实现营收 2.70 亿元，同比增长 5.86%，营收占比 9.68%，下滑 7.19pct。2020 年 5G 商用已开始在全球范围逐步落地，对射频前端行业带来新的增长机遇，叠加国产替代需求，是公司主营业务快速增长的主因。

深化射频模组产品布局，助推业绩新一轮增长。射频模组产品在 2020 年首次产生效益，2020 年，射频模组实现营收 2.77 亿元，约占全年营业收入的 9.93%，其中接收端射频模组实现营收 2.68 亿元，产品包括 LFEM、LNABANK、DiFEM，另还有 WiFi 连接模组产品，是公司在射频领域的技术延伸。2020 年射频模组产品均已逐步被众多知名厂商采用进入量产，有望成为未来增长新动能。

定增约 30 亿，完善产品布局。2021 年 2 月 8 日，公司向特定对象发行的 A 股股票 5,311,544 股，在深交所创业板上市，募集资金约 30 亿元，用于投资高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化项目、5G 通信基站射频器件研发及产业化项目、补充流动资金。募投项目抢位高端滤波器和 5G 通信基站射频器件的国产化发展先机，借助 5G 时代和国产替代趋势的东风，

有望为公司现有业务带来协同提升效应。

表 1 定增募投项目明细 (万元)

序号	项目名称	总投资金额	募集资金投入金额
1	高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化项目	227,430.12	141,760.77
2	5G 通信基站射频器件研发及产业化项目	163,801.33	83,793.00
3	补充流动资金	75,000.00	75,000.00
	合计	466,231.45	300,553.77

资料来源：公司公告，万和证券研究所

(二) 射频模组支撑毛利水平维持

2020 年，公司毛利率为 52.84%，略微高于 2019 年的 52.47%。净利润 38.34%，远高于 2019 年 32.69% 的水平。主业分立器件毛利率受市场竞争加剧及新产品推出时间影响，毛利率呈长期下降态势，但受益于射频模组产品投放量产和较高的毛利率，整体毛利水平略有上升，随着模组产品销量的提升，后续两年整体毛利水平有望继续提升或维持现状。

2020 年公司管理费用率为 7.67%，低于 2019 年的 11.27%，销售费用率为 1.23%，低于 2019 年的 2.83%，财务费用率为 0.67%，高于 2018 年的 -0.81%。整体而言，2020 年公司三项期间费用率合计 9.57% 与 2019 年的 13.29% 有大幅下降。这也是公司净利率上涨的原因。

图 3 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 毛利率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 4 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 净利率



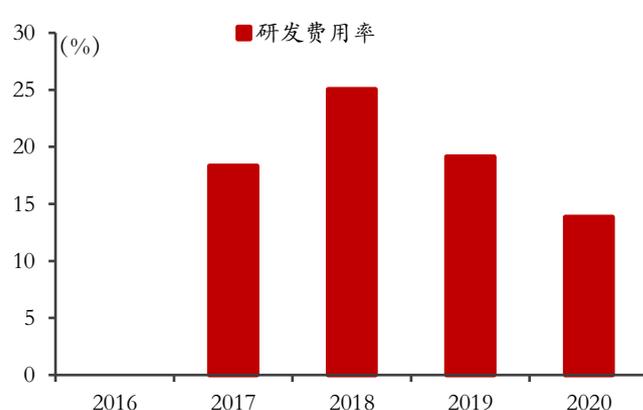
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 5 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 期间费用率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 6 2016-2020 年卓胜微 (300782.SZ) 研发费用率



资料来源：Wind，万和证券研究所

2020 年公司研发投入 1.82 亿元，同比增长 32.43%，研发费用率 13.84%。公司专注于集成

电路设计，采用 Fabless 经营模式，产品均为自主研发，并着眼于国内领先、国际先进的定位，持续的研发投入是保障公司行业竞争力的基础。目前公司已在射频开关、射频低噪声放大器领域已经取得了较强的竞争优势，随着募投项目在射频滤波器、功率放大器、及模组领域的投入，未来研发费用还将维持在较高水平。

二、盈利预测和投资建议

(一) 收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入假设如下：

1. 射频开关：公司射频开关以天线开关为主，位于天线附近，以分立器件的形式存在，无法集成于射频前端模组，5G 通信技术对天线数量和复杂度提出更高要求，需要越来越多的天线开关以提高天线对不同频段信号的接收能力，随着 5G 智能手机应用的拓展，射频开关需求还会持续上升，预计 2021-2023 年公司射频开关营收增速分别为 50%、20%、10%，毛利率每年下降 1-2 个百分点；
2. 射频低噪声放大器：2020 年公司开发新推出多增益低噪声放大器系列产品，覆盖所有 sub-6GHz 频率范围，受到知名手机厂商的高度认可并已量产导入，有望在 2021 年进入批量生产和供货，我们预计 2021-2023 年公司射频低噪声放大器营收增速分别为 20%、5%、3%，毛利率每年下降 1-2 个百分点；
3. 射频模组：射频模组产品自 2019 年 IPO 募投项目投入，2020 年已被众多知名厂商逐步采用进入量产，并产生业绩。随着 IPO 募投项目及定增募投项目的陆续落地，模组产品有望助推业绩新一轮增长，我们预计 2021-2023 年公司射频模组营收增速分别为 350%、50%、35%，毛利率每年下降 2-3 个百分点。

表 2 卓胜微 (300782.SZ) 主营业务收入假设表

分类		2019	2020	2021E	2022E	2023E
射频开关	营业收入 (亿元)	12.1	21.9	28.5	34.2	33.5
	同比增长	162.0%	81.4%	50.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	53.3%	51.8%	50.2%	48.2%	46.2%
	毛利 (亿元)	6.4	11.3	14.3	16.5	15.5
射频低噪声放大器	营业收入 (亿元)	2.6	2.7	3.2	3.4	3.5
	同比增长	203.6%	5.9%	20.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	47.5%	46.6%	45.6%	43.6%	41.6%
	毛利 (亿元)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
射频模组	营业收入 (亿元)	-	2.8	12.5	18.8	25.3
	同比增长	-	-	350.0%	50.0%	35.0%
	毛利率	-	67.2%	65.0%	63.0%	60.0%
	毛利 (亿元)	-	1.9	8.1	11.8	15.2
其他	营业收入 (亿元)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	同比增长	-	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	56.5%	52.4%	52.4%	52.4%	52.4%
	毛利 (亿元)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
合计	营业收入 (亿元)	15.1	27.9	44.8	56.9	62.9
	同比增长	170.0%	84.7%	60.3%	27.1%	10.5%
	毛利率	52.5%	52.8%	54.0%	52.8%	51.6%
	毛利 (亿元)	7.9	14.8	24.2	30.0	32.4

资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 投资建议：首次覆盖“买入”

我们预计公司 2021、2022、2023 年 EPS 分别是 8.72 元、11.05 元、12.14 元，对应 PE 分别为 70 倍、55 倍、50 倍。随着 5G 通信技术的发展和国产替代趋势的加强，公司作为国内少数对标国际领先企业的射频器件龙头和推进射频接收端模组市场化的先行者，业绩有望持续释放。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

5G 推行不及预期，模组产品进展不及预期，国产化替代不及预期，原材料供应短缺及外协加工风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5% 之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>