

公司研究

21Q1 业绩大超预期，模组产品量价齐升

——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之四

买入（维持）

当前价：738.00 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

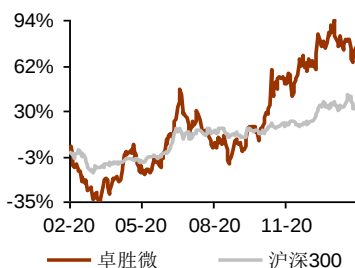
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.85
总市值(亿元):	1367.59
一年最低/最高(元):	253.52/790.30
近 3 月换手率:	62.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	33.48	27.36	155.34
绝对	31.32	17.33	189.50

资料来源：Wind

相关研报

分立器件高速增长，射频模组加速放量——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之三（2021-04-01）

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（300782.SZ）投资价值分析报告（2020-12-13）

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）

要点

事件：4 月 11 日，卓胜微发布 2021 年第一季度业绩预告，预计 21Q1 实现归母净利润 4.81-4.96 亿元，20Q1 归母净利润为 1.52 亿元，同比增长 216.85%到 226.73%。

点评：

模组&分立器件量价齐升，21Q1 大超预期。受益 5G 带来的天线、频段数量增长，分立器件下游需求持续增长，价格节节攀升。卓胜微在分立器件上的设计、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。展望 2021 年全年，公司产品出货量将大幅增长，封测芯片月均出货量相较 2020 年有望翻倍，而 LFEM、DIFEM 等模组相较分立器件的高单价有望进一步驱动模组业务高速增长。

分立器件：安卓客户全线渗透，天线开关累计出货 28 亿颗。2020 年，获益于安卓客户全线国产替代需求，公司分立器件业务合计达到 24.62 亿元，同比增长 88.19%；其中天线开关 tuner 在 2020 年出货近 20 亿颗，贡献收入 12.09 亿元，占总营收的 43%。

（1）手机分立器件：由于 MIMO 标准的要求，2021 年 5G 手机参考设计中 tuner 单机使用量快速上涨，海外市场需求有望进一步推动公司分立器件业务快速发展；

（2）基站射频器件：基站射频器件与手机器件不同，对性能、可靠性、稳定性要求更高，单机价值量更高。公司目前高功率开关机 LNA 产品已在客户端开始小批量试产，后续将实现基站射频 PA、滤波器等器件的全方位产品供货。

射频模组：LFEM 打破外厂模组产品垄断，DIFEM、WIFI FEM 实现量产。手机接收模组领域，公司作为国内领军者，2020 年在品牌端实现批量出货，渗透率快速提升；同时公司 WIFI 连接模组也已经在通信客户处实现量产出货。2020 年射频模组实现收入 2.78 亿元，毛利率 67.24%；其中接收端模组实现收入 2.69 亿元，毛利率 67.44%，盈利能力大幅优于分立器件业务。

（1）LFEM 方面，公司拥有丰富开关+LNA 结合设计经验，与品牌客户合作密切，采用差异化 IPD 滤波器方案，同步推出 LFEM 新品，抢占射频模组国产化先机。公司 5G LFEM 产品整体性能指标能够比肩一线大厂水平，未来有望占据安卓端较多市场份额，成为 5G 接收端模组的主要供货商。

（2）DiFEM 及 LNA Bank 方面，公司已经完成了与大部分品牌客户射频参数设计上的磨合，SAW 滤波器封装技术进展顺利，未来自建滤波器 IDM 也将支撑 DiFEM 快速放量，配套 LNA Bank 性能稳定，21H2 有望实现出货量提升。

（3）WIFI FEM：公司拓展射频技术边界，整合 WIFI PA、开关及 LNA 技术，推出 WIFI 连接模组产品。2020 年上半年，公司 WIFI 5 FEM 已经开始在通信客户中实现量产出货，21 年 WIFI 6 模组已经送样通过，下游品牌客户即将加速放量，有望继续推动公司在射频模组领域的全面发展。

盈利预测、估值与评级：

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。

21Q1 开始，公司接收端模组逐步发力，分立器件业务稳健成长。我们因此上调公司 21-23 年收入预测分别为 54.53 亿元(+12.6%)、79.76 亿元(+21.9%) 和 103.79 亿元(+21.9%)，上调公司 21-22 年净利润预测至 22.11 亿元(+20.9%)、31.68 亿元(+23.0%)和 41.06 亿元(+17.7%)。5G 模组和国产替代将驱动卓胜微步入高速成长通道，维持半导体行业核心推荐，继续给予“买入”评级。

风险提示：关键技术进展不及预期；下游国产替代需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,512	2,792	5,453	7,976	10,379
营业收入增长率	169.98%	84.62%	95.31%	46.25%	30.14%
净利润（百万元）	497	1,073	2,211	3,168	4,106
净利润增长率	206.27%	115.78%	106.06%	43.32%	29.59%
EPS（元）	4.97	5.96	12.28	17.60	22.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.19%	40.33%	47.13%	42.72%	37.17%
P/E	148	124	60	42	32
P/B	43.3	49.9	28.3	17.9	12.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-12；注 2019/2020 年股本分别为 1.00/1.80 亿股，2021 年 2 月 18 日增发后股本变为 1.85 亿股。

卓胜微历史报告汇总

公司跟踪与公告点评

1. 《分立器件高速增长，射频模组加速放量——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之三》 2021-04-01
2. 《20 年业绩超出指引上限，接收模组快速放量——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之二》 2021-02-26
3. 《射频前端高速增长正在进行时，运营商黄金时代的开启——光大通信电子每周观点之一（210220）》 2021-02-20
4. 《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》 2021-01-13
5. 《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
6. 《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
7. 《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
8. 《20Q1 持续高速增长，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
9. 《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

行业深度与公司深度

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（300782.SZ）投资价值分析报告》 2020-12-13
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. 《产业逻辑，依然供不应求——射频前端行业专题报告》 2020-02-20
5. 《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

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,512	2,792	5,453	7,976	10,379
营业成本	719	1,317	2,378	3,653	4,930
折旧和摊销	19	29	20	44	101
税金及附加	9	4	33	48	42
销售费用	43	34	82	120	104
管理费用	33	32	60	96	104
研发费用	138	182	436	598	778
财务费用	-12	19	-39	-60	-91
投资收益	1	5	0	0	0
营业利润	563	1,218	2,512	3,520	4,562
利润总额	563	1,217	2,512	3,520	4,562
所得税	68	147	301	352	456
净利润	494	1,071	2,211	3,168	4,106
少数股东损益	-3	-2	0	0	0
归属母公司净利润	497	1,073	2,211	3,168	4,106
EPS(按最新股本计)	4.97	5.96	12.28	17.60	22.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	56	1,005	1,926	3,110	3,917
净利润	497	1,073	2,211	3,168	4,106
折旧摊销	19	29	20	44	101
净营运资金增加	683	405	936	687	799
其他	-1,144	-502	-1,242	-789	-1,089
投资活动产生现金流	-582	130	-116	-455	-1,050
净资本支出	-96	-153	-220	-430	-1,050
长期投资变化	24	26	0	0	0
其他资产变化	-510	258	104	-25	0
融资活动现金流	730	-101	-141	-382	-384
股本变化	25	80	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	157	213	156	169	140
净现金流	211	998	1,669	2,274	2,483

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	52.5%	52.8%	56.4%	54.2%	52.5%
EBITDA 率	40.6%	46.7%	46.6%	45.0%	44.1%
EBIT 率	39.2%	45.7%	46.3%	44.4%	43.1%
税前净利润率	37.2%	43.6%	46.1%	44.1%	44.0%
归母净利润率	32.9%	38.4%	40.5%	39.7%	39.6%
ROA	25.7%	34.6%	41.9%	38.8%	34.4%
ROE (摊薄)	29.2%	40.3%	47.1%	42.7%	37.2%
经营性 ROIC	48.8%	70.6%	81.7%	84.4%	72.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	12%	14%	11%	9%	8%
流动比率	8.54	6.57	8.33	9.80	11.44
速动比率	6.79	5.01	7.00	8.70	10.43

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,923	3,090	5,277	8,173	11,943
货币资金	477	1,475	3,144	5,417	7,900
交易性金融资产	505	95	100	100	100
应收帐款	378	338	648	790	1,028
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	17	5	8	10
存货	366	632	757	813	886
其他流动资产	23	64	64	64	64
流动资产合计	1,784	2,652	4,766	7,265	10,086
其他权益工具	0	58	58	58	58
长期股权投资	24	26	26	26	26
固定资产	72	103	234	527	1,254
在建工程	0	12	52	84	213
无形资产	5	62	73	99	143
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	29	55	55	55	55
非流动资产合计	139	439	512	908	1,857
总负债	226	438	595	764	904
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	130	224	357	438	493
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3	0	16	40	52
其他流动负债	0	3	3	3	3
流动负债合计	209	403	572	742	882
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	2	2	2	2	2
非流动负债合计	17	35	22	22	22
股东权益	1,698	2,652	4,683	7,409	11,039
股本	100	180	185	185	185
公积金	990	950	950	950	950
未分配利润	610	1,556	3,586	6,312	9,943
归属母公司权益	1,703	2,660	4,690	7,417	11,047
少数股东权益	-6	-8	-8	-8	-8

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.83%	1.23%	1.50%	1.50%	1.00%
管理费用率	2.17%	1.14%	1.10%	1.20%	1.00%
财务费用率	-0.81%	0.67%	-0.71%	-0.76%	-0.88%
研发费用率	9.10%	6.53%	8.00%	7.50%	7.50%
所得税率	12%	12%	12%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	1.00	2.46	2.64	3.42
每股经营现金流	0.56	5.59	10.70	17.28	21.76
每股净资产	17.03	14.78	26.06	41.20	61.37
每股销售收入	15.12	15.51	30.30	44.31	57.66

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	148	124	60	42	32
PB	43.3	49.9	28.3	17.9	12.0
EV/EBITDA	114.5	97.0	49.3	34.5	26.7
股息率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%

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、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

原点资产