

卓胜微 (300782)

公司研究/点评报告

从分立到模组，射频龙头迈向第二成长曲线

点评报告/电子

2021 年 08 月 24 日

一、事件概述

2021 年 8 月 23 日公司公告，21H1 实现营收 24 亿元，同比+136%。

二、分析与判断

➤ 实现分立向模组跨越，21Q2 延续高增长

1) 21H1: 实现营收 24 亿元，同比+136%，主要系 5G 带来射频需求高增长以及公司射频模组产品获得突破；其中，射频分立器件占营收的 70%，射频模组约占 28%；毛利率 58%，同比+5.0pct；归母净利润 10 亿元，位于业绩预告区间中部，同比+187%。

2) 21Q2: 实现营收 11.8 亿元，同比+116%，环比-0.5%；归母净利润 5.2 亿元，同比+159%，环比+6%。

➤ 模组产品：新一代“拳头产品”

1) 迈向第二曲线：公司为大陆 LNA\射频开关龙头。现通过自研已可量产 SAW（用于 4G）、IPD（用于 5G）滤波器，具备接收端模组量产能力；并正在研发布局 PA，未来将适时推出发射端模组。LNA\开关市场空间仅占射频前端的 10%，通过布局 PA、滤波器，公司有能力进入另 90% 市场，第二增长曲线打开。

2) 接收端模组：公司于 2020 年进入手机大客户，20H2 进入放量期，21H1 实现营业收入 6 亿元，环比+129%；毛利率 66%，较 20H2 下降 1.2pct。目前提供模组涵盖 DiFEM、LFEM、LNA bank，主要系开关、LNA、滤波器三者交叉组合，在 4G/5G 手机均有应用，其中采用差异化 IPD 滤波器的 LFEM（适用于 5G）性能比肩国际先进水平；今年最新推出适用于 5G 频段的 LDIFEM，已在部分客户量产出货。

3) WiFi 模组：主要集成 LNA、PA、开关，21H1 实现营业收入 0.5 亿元，环比+458%；毛利率 50%。

4) 将与 foundry 合作修建产线，调整为自建产线：公司 2021/8/23 公告，将原与 foundry 合作修建的“滤波器+基站射频”项目，改为自建，其中总投资额 47 亿、募资 30 亿。

➤ 分立器件：天线开关仍有增长空间

1) 天线开关：天线开关无法被集成，同时由于①手机轻薄化需求、②5G 手机天线需求量翻倍带动开关需求增长，天线开关市场规模仍有增长空间，根据 Yole 预测，2025 天线开关市场规模达 10 亿美元，2019-2025 CAGR 为 10%。21H1 公司出货量有所上升，营收 7 亿元，而 2020 年全年为 12 亿元。

2) 其他分立器件：包括 LNA、传导开关等，由于成本优势，分立器件在中低端手机中仍有一定市场，21H1 传到开关、LNA 分别实现营收 7.6、1.9 亿元，而 2020 年全年分别为 9.9、2.7 亿元。

三、投资建议

预计公司 21-22 年归母净利润 22/29 亿元，对应 PE 为 65/48x，参考 SW 半导体 2021/8/23 PE (2021) 估值 80 倍，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

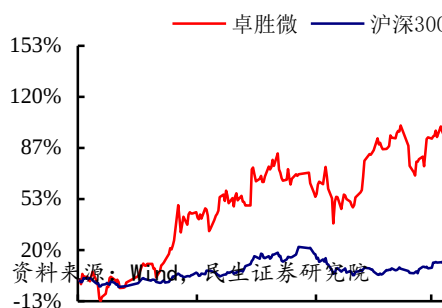
中美贸易摩擦加剧，大客户出货量不及预期。

推荐

维持评级

当前价格： 412.59 元
交易数据 2021-8-23

近 12 个月最高/最低(元)	756.56/331.71
总股本(百万股)	334
流通股本(百万股)	201
流通股比例(%)	60.16
总市值(亿元)	1,376
流通市值(亿元)	828

该股与沪深 300 走势比较

分析师: 王芳 20-11 21-2 21-

执业证号: S0100519090004

电话: 021-60876730

邮箱: wangfang@mszq.com

分析师: 杨旭

执业证号: S0100521050001

电话: 021-60876730

邮箱: yangxu_yj@mszq.com

研究助理: 赵晗泥

执业证号: S0100120070021

电话: 021-60876730

邮箱: zhaohanni@mszq.com

相关研究

1.【民生电子】卓胜微(300782)业绩预告: 21Q2 延续高增长, 5G 红利助力未来发展

2.卓胜微(300782):21Q1 业绩大增, 5G 红利助力未来发展

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,792	5,682	7,671	10,355
增长率 (%)	84.6	103.5	35.0	35.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,073	2,172	2,903	3,727
增长率 (%)	115.8	102.5	33.6	28.4
每股收益 (元)	5.96	6.51	8.70	11.17
PE (现价)	70.5	64.5	48.2	37.6
PB	28.4	17.6	12.9	9.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,792	5,682	7,671	10,355
营业成本	1,317	2,614	3,605	5,074
营业税金及附加	4	8	11	15
销售费用	34	100	122	170
管理费用	32	84	105	146
研发费用	182	443	598	808
EBIT	1,223	2,432	3,229	4,142
财务费用	19	(11)	(43)	(63)
资产减值损失	(40)	0	0	0
投资收益	5	3	3	3
营业利润	1,218	2,456	3,286	4,219
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	1,217	2,456	3,285	4,218
所得税	147	296	396	508
净利润	1,071	2,160	2,889	3,710
归属于母公司净利润	1,073	2,172	2,903	3,727
EBITDA	1,253	2,478	3,286	4,212
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1475	5685	8363	11073
应收账款及票据	338	894	1233	1584
预付款项	32	81	103	149
存货	632	1296	1388	2377
其他流动资产	64	64	64	64
流动资产合计	2652	8122	11273	15366
长期股权投资	26	28	32	35
固定资产	103	137	170	204
无形资产	62	95	133	167
非流动资产合计	439	642	676	694
资产合计	3090	8765	11949	16060
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	224	432	611	853
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	403	780	1075	1476
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	438	815	1110	1511
股本	180	334	334	334
少数股东权益	(8)	(20)	(33)	(50)
股东权益合计	2652	7949	10839	14549
负债和股东权益合计	3090	8765	11949	16060

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	84.6	103.5	35.0	35.0
EBIT 增长率	114.2	98.9	32.8	28.3
净利润增长率	115.8	102.5	33.6	28.4
盈利能力				
毛利率	52.8	54.0	53.0	51.0
净利润率	38.4	38.2	37.8	36.0
总资产收益率 ROA	34.7	24.8	24.3	23.2
净资产收益率 ROE	40.3	27.3	26.7	25.5
偿债能力				
流动比率	6.6	10.4	10.5	10.4
速动比率	5.0	8.7	9.2	8.8
现金比率	3.9	7.4	7.9	7.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	46.2	47.6	47.1	47.3
存货周转天数	136.5	132.8	134.0	133.6
总资产周转率	1.1	1.0	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	6.0	6.5	8.7	11.2
每股净资产	14.8	23.9	32.6	43.8
每股经营现金流	5.6	4.0	8.3	8.4
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	70.5	64.5	48.2	37.6
PB	28.4	17.6	12.9	9.6
EV/EBITDA	96.5	46.0	33.9	25.7
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,071	2,160	2,889	3,710
折旧和摊销	71	46	57	70
营运资金变动	(116)	(884)	(178)	(981)
经营活动现金流	1,006	1,319	2,765	2,796
资本开支	153	79	88	85
投资	295	0	0	0
投资活动现金流	130	(79)	(88)	(85)
股权募资	0	2,970	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(101)	2,970	0	0
现金净流量	1,036	4,210	2,678	2,711

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

杨旭，电子行业分析师，曾供职于东方证券股份有限公司，复旦大学理学博士。

赵晗泥，赵晗泥，电子行业研究助理，2020年加入民生电子，曾就职于外资行业研究，爱丁堡大学经济学硕士，复旦大学经济学学士。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。