

公司研究

发射端模组开辟中国射频前端龙头第三增长曲线

——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之七

要点

第三增长曲线发射端模组将成中国发射端模组最强音：（1）卓胜微目前已顺利推出应用于5G NR频段的主集发射端模组产品L-PAMiF，其中PA采用的是GaAs工艺，滤波器采用的是IPD工艺。我们判断卓胜微L-PAMiF将在明年上半年出货起量，且毛利率较高，从出货量到盈利水平将超过市场预期。（2）展望未来，集成双工器、滤波器、PA的4G发射端模组PAMiD已在2022年打样测试，我们将密切关注该产品的进展。射频发射端模组将为卓胜微打开广阔空间，射频前端平台型公司初长成。

第二增长曲线射频接收端模组虽受制于行业去库存，但龙头地位不可撼动，2022年静待大客户放量：（1）LFEM：目前双频占比已趋于提升，双频放量将成趋势。（2）DiFEM：目前代工滤波器的快速放量已支撑2021年的大量出货，未来自建滤波器IDM将支撑DiFEM进一步快速放量，考虑到该产品竞品生产商主要为海外企业，我们积极看待未来出货情况。（3）LNA BANK：核心客户获得重要突破，接收端完整解决方案已成型。

第一（射频分立器件）和第二增长曲线受制于智能机出货波动不足为惧：由于2020年华为制裁后的供应链过度备货导致的高基数，今年供应链同比增速承压。以舜宇为例，舜宇21年6月~10月连续五个月手机镜头出货量同比下滑20%+，市场担心智能机景气度偏低对公司的不利影响。我们认为卓胜微业绩成长三要素（智能机出货量、份额、单机价值量）中，智能机出货量仅季度扰动因素，卓胜微成长核心动能依然是从分立器件到滤波器、PA、5G接收端模组、4G接收端模组、5G发射端模组，从1美金（分立）到7美金（分立+模组）的单机价值量提升，和国产替代的份额提升。

盈利预测、估值与评级：公司股价大跌由于第一增长曲线（分立器件，开关/LNA）和第二增长曲线（接收端模组）受制于智能机影响，但公司第三增长曲线已现变化（发射端模组未来销售可期），我们积极看待卓胜微发射端模组在2022年的销售，也积极看待公司分立器件和接收端模组待智能机行情反转后的向上趋势。1500亿元射频前端市场中，卓胜微收入占比仅约2%。我们维持卓胜微2021~2023年归母净利润预测为22.2、31.7和41.1亿元，对应PE分别为51/36/28X，我们仍长期看好卓胜微在中国射频前端行业的布局，持续重点推荐，维持“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。

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	2,215	3,168	4,106
净利润增长率	206.27%	115.78%	106.47%	43.04%	29.59%
EPS（元）	4.97	5.96	6.63	9.49	12.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.19%	40.33%	47.18%	42.70%	37.15%
P/E	68	57	51	36	28
P/B	19.9	22.9	24.1	15.3	10.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-24

买入（维持）

当前价：338.91元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

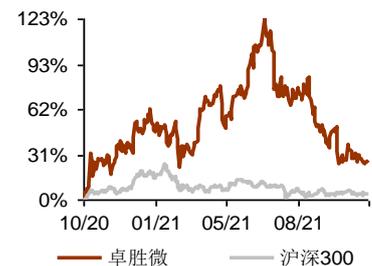
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.34
总市值(亿元)	1130.47
一年最低/最高(元)	260.77/544.68
近3月换手率	81.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.02	-23.39	-36.87
绝对	4.75	-23.02	14.01

资料来源：Wind

相关研报

21Q3业绩符合预期，Fablite模式推进射频产业链布局——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之六(2021-10-27)

GF砍单导致开关和LNA现缺货潮，分立器件业务有望深度受益——卓胜微（300782.SZ）跟踪报告之五（2021-06-10）

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（2021-04-12）

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	2,517	3,520	4,562
利润总额	563	1,217	2,517	3,520	4,562
所得税	68	147	302	352	456
净利润	494	1,071	2,215	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	2,215	3,168	4,106
EPS(元)	4.97	5.96	6.63	9.49	12.29

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	56	1,005	1,925	3,110	3,917
净利润	497	1,073	2,215	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	-1,247	-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	-383	-384
股本变化	25	80	154	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	1,668	2,273	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%	46.2%	44.4%	43.1%
税前净利润率	37.2%	43.6%	46.2%	44.1%	44.0%
归母净利润率	32.9%	38.4%	40.6%	39.7%	39.6%
ROA	25.7%	34.6%	41.9%	38.8%	34.4%
ROE (摊薄)	29.2%	40.3%	47.2%	42.7%	37.2%
经营性 ROIC	48.8%	70.6%	81.4%	84.3%	72.8%

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	9.79	11.44
速动比率	6.79	5.01	7.00	8.70	10.43
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,923	3,090	5,282	8,176	11,947
货币资金	477	1,475	3,143	5,416	7,899
交易性金融资产	505	95	100	100	100
应收账款	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	4,765	7,263	10,085
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	517	913	1,862
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	4,687	7,412	11,043
股本	100	180	334	334	334
公积金	990	950	873	873	873
未分配利润	610	1,556	3,513	6,239	9,869
归属母公司权益	1,703	2,660	4,695	7,420	11,050
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	1.33	1.42	1.84
每股经营现金流	0.56	5.59	5.76	9.31	11.73
每股净资产	17.03	14.78	14.06	22.22	33.09
每股销售收入	15.12	15.51	16.33	23.88	31.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	68	57	51	36	28
PB	19.9	22.9	24.1	15.3	10.2
EV/EBITDA	54.3	46.1	43.8	30.6	23.6
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	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