

卓胜微 (300782.SZ)

自建滤波器产线小批量生产，短期业绩承压

买入

核心观点

上半年收入同比减少 5%，归母净利润同比减少 26%。公司 1H22 营收 22.35 亿元 (YoY -5%)，归母净利润 7.52 亿元 (YoY -26%)，扣非归母净利润 7.57 亿元 (YoY -24%)。其中 2Q22 营收 9.05 亿元 (YoY -23%，QoQ -32%)，归母净利润 2.93 亿元 (YoY -44%，QoQ -36%)，扣非归母净利润 2.95 亿元 (YoY -39%，QoQ -36%)。从盈利能力看，上半年毛利率下降 5.08pct 至 52.55%，净利率下降 9.33pct 至 33.63%；2Q22 毛利率为 52.73% (YoY -4.72pct，QoQ 0.30pct)，净利率为 32.36% (YoY -12.00pct，QoQ -2.14pct)。公司短期业绩承压主要是由于 1) 手机市场需求不景气，2) 产品销售结构和竞争格局变化导致的整体毛利率下降，3) 芯卓半导体产业化带来的费率提高，4) 存货减值损失。

分立器件收入因手机需求不振同比减少，模组产品收入占比进一步提升。上半年智能手机需求疲软，根据 IDC 的数据，1Q22 全球智能手机出货量同比下降 8.9% 至 3.14 亿部，预计全年同比下降 3.5% 至 13.1 亿部。上半年公司射频分立器件产品收入受此影响同比减少 8.7% 至 15.16 亿元，占比 68%，毛利率 53.51% (YoY -1.40pct)。在射频模组产品方面，公司完成了各类接收端模组产品布局，上半年新推出的采用 SiGe 工艺的 LFEM 产品已在客户端实现量产出货，同时上半年成功量产出货应用于 5G NR 频段的主集收发模组产品 L-PAMiF，在持续的产品推出和优化下，上半年公司射频模组收入 6.88 亿元 (YoY +3.90%)，占比 31%，毛利率 51.21% (-13.92pct)。

芯卓半导体产业化项目如期推进，自建滤波器产线已小批量生产。上半年芯卓半导体产业化建设项目按计划如期推进，在量产的基础上不断提升产品性能和良率。目前公司自建产线的滤波器产品已包括 SAW 滤波器、高性能滤波器、双工器和四工器等，其中 SAW 滤波器已小批量生产，将于 3Q22 进入规模量产阶段；高性能滤波器已小批量生产，即将进入规模量产阶段；双工器和四工器已进行晶圆流片，初步验证结果达到设计指标。预计下半年 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中所集成的射频滤波器均会逐步采用自产的滤波器，同时将积极向市场推广分立滤波器产品。

投资建议：自建滤波器产线将提升公司竞争力，维持“买入”评级

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 17.6/21.6/25.5 亿元，同比增速 -18%/+23%/+18%；EPS 为 3.30/4.05/4.78 元，对应 2022 年 8 月 26 日股价的 PE 分别为 28/23/19x。公司已形成射频前端产品平台，自建滤波器产线将提升竞争力，维持“买入”评级。

风险提示：产线量产不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,792	4,634	4,942	6,161	7,425
(+/-%)	84.6%	66.0%	6.7%	24.7%	20.5%
归母净利润(百万元)	1073	2135	1760	2162	2553
(+/-%)	115.8%	99.0%	-17.6%	22.9%	18.1%
每股收益(元)	5.96	6.40	3.30	4.05	4.78
EBIT Margin	43.8%	49.0%	40.7%	38.9%	37.9%
净资产收益率 (ROE)	40.3%	27.9%	19.0%	19.3%	18.8%
市盈率 (PE)	15.6	14.5	28.2	22.9	19.4
EV/EBITDA	13.7	13.7	23.8	19.4	16.6
市净率 (PB)	6.29	4.06	5.36	4.42	3.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

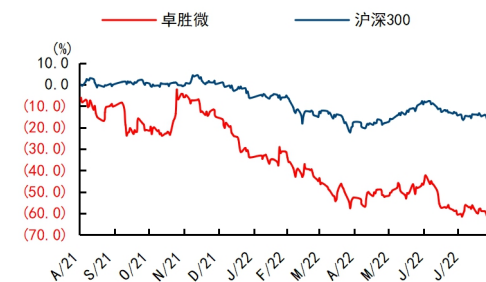
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	92.96 元
总市值/流通市值	49641/39043 百万元
52 周最高价/最低价	408.00/92.61 元
近 3 个月日均成交额	838.43 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《卓胜微 (300782.SZ) -1Q22 收入创新高，主集收发模组批量出货》——2022-04-28

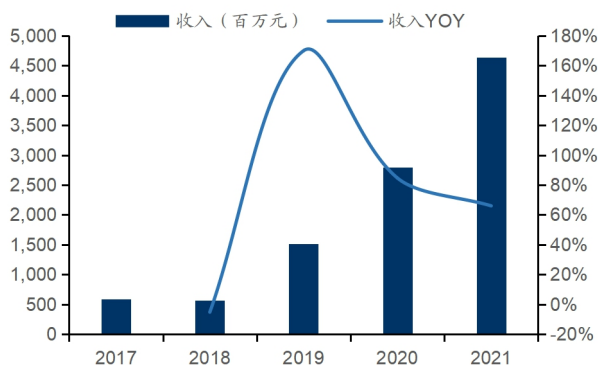
《卓胜微-300782-2021 年三季度点评：毛利率环比提升，SAW 产线顺利推进》——2021-10-22

《卓胜微-300782-2021 年三季度业绩预告：射频芯片龙头，持续高增长》——2021-10-11

《卓胜微-300782-2021 年中报：5G 模组放量，主集新产品推出》——2021-08-24

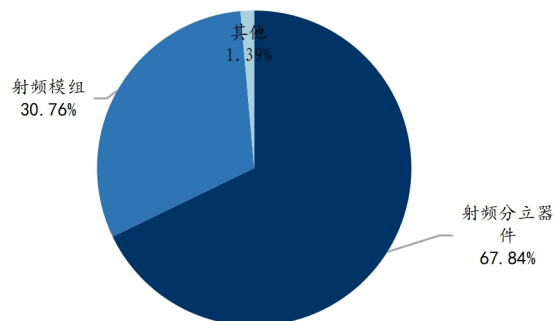
《卓胜微-300782-2021 年半年度业绩预告：5G 射频模组，迎来收获期》——2021-07-13

图1：公司营业收入及增速



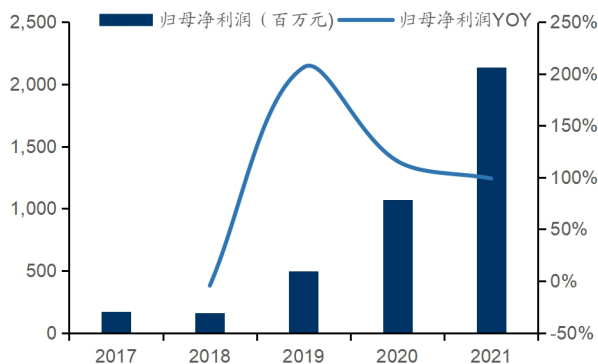
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 2022 上半年收入构成



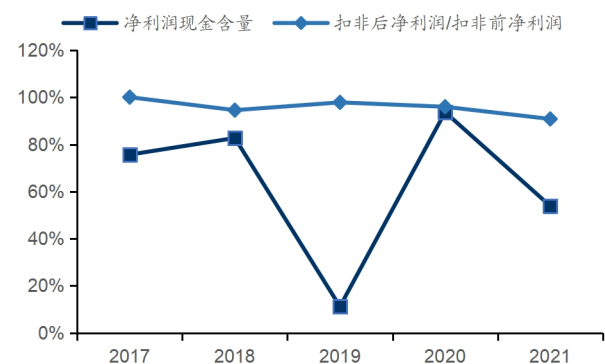
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



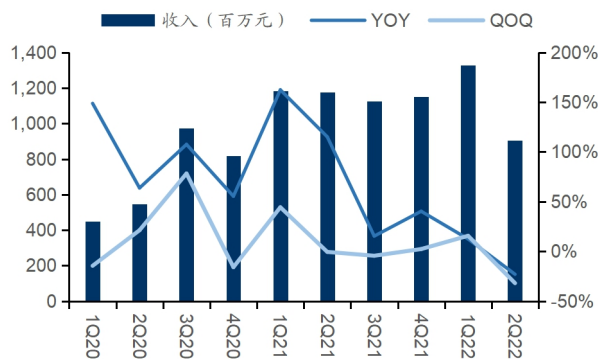
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润质量



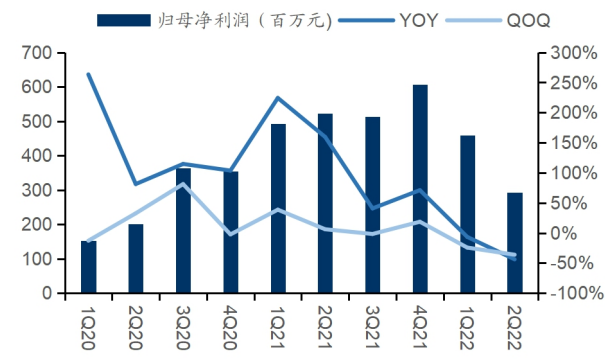
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季收入及增速



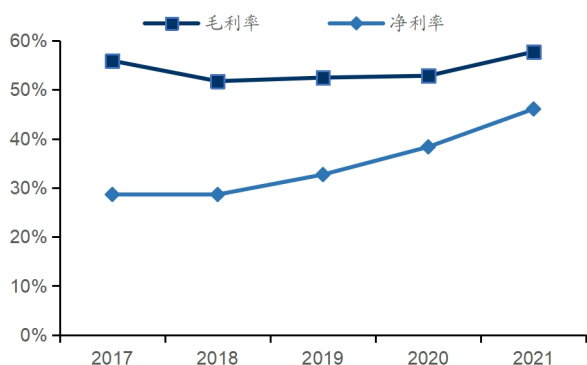
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季归母净利润及增速



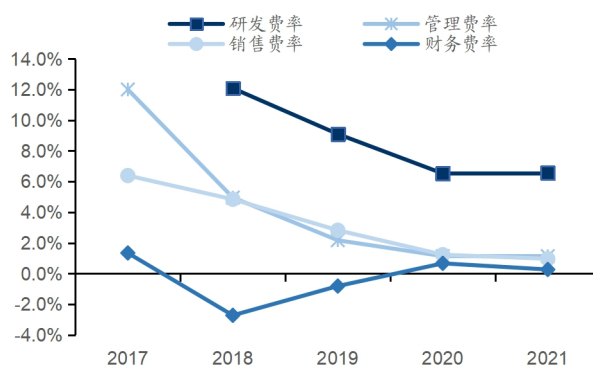
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



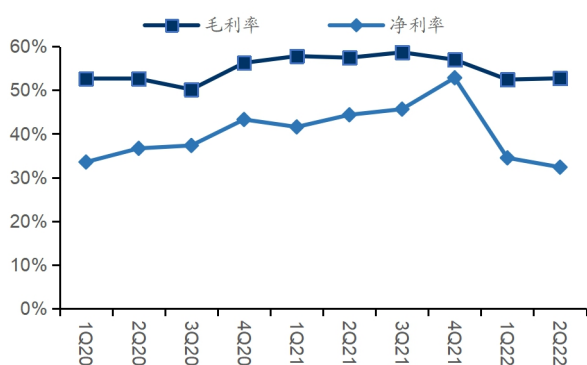
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率



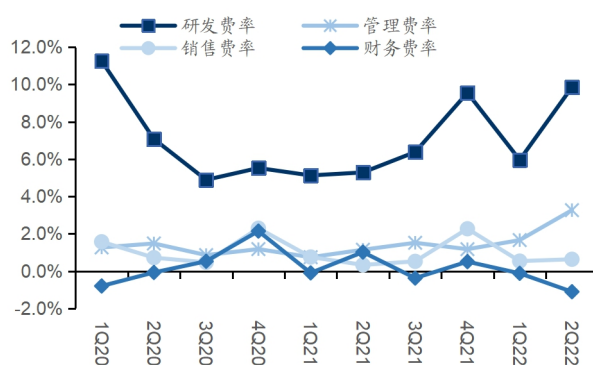
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1475	2661	2976	4402	6284	营业收入	2792	4634	4942	6161	7425
应收款项	354	578	616	768	926	营业成本	1317	1959	2384	3101	3823
存货净额	632	1476	1757	2225	2755	营业税金及附加	4	4	14	10	13
其他流动资产	190	266	297	374	449	销售费用	34	45	35	43	52
流动资产合计	2652	4980	5647	7770	10413	管理费用	32	53	114	135	155
固定资产	115	1013	2098	2178	2122	研发费用	182	304	385	474	564
无形资产及其他	62	75	72	69	66	财务费用	19	12	(70)	(92)	(134)
其他长期资产	236	2343	2343	2343	2343	投资收益	5	23	10	12	15
长期股权投资	26	38	47	60	75	资产减值及公允价值变动	(4)	(55)	(159)	(133)	(179)
资产总计	3090	8448	10207	12419	15018	其他	13	(3)	(4)	(8)	(13)
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	1	营业利润	1218	2221	1926	2360	2773
应付款项	224	376	447	566	701	营业外净收支	(1)	194	64	86	114
其他流动负债	180	374	452	570	703	利润总额	1217	2415	1991	2446	2888
流动负债合计	403	752	900	1137	1406	所得税费用	147	280	231	284	335
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	35	62	62	62	62	归属于母公司净利润	1073	2135	1760	2162	2553
长期负债合计	35	62	62	62	62	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	438	813	961	1199	1468	净利润	1071	2135	1760	2162	2553
少数股东权益	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	资产减值准备	39	79	176	154	195
股东权益	2660	7642	9254	11228	13559	折旧摊销	29	48	117	223	259
负债和股东权益总计	3090	8448	10207	12419	15018	公允价值变动损失	(37)	(9)	(17)	(21)	(15)
						财务费用	10	9	(70)	(92)	(134)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(266)	(2906)	(185)	(439)	(478)
每股收益	5.96	6.40	3.30	4.05	4.78	其他	160	1794	(105)	(61)	(61)
每股红利	0.56	0.56	0.29	0.35	0.42	经营活动现金流	1005	1150	1675	1926	2318
每股净资产	14.78	22.91	17.34	21.04	25.40	资本开支	(153)	(2858)	(1200)	(300)	(200)
ROIC	67%	45%	28%	31%	34%	其它投资现金流	284	(497)	(10)	(12)	(15)
ROE	40%	28%	19%	19%	19%	投资活动现金流	130	(3356)	(1210)	(312)	(215)
毛利率	53%	58%	52%	50%	49%	权益性融资	0	2972	4	0	0
EBIT Margin	44%	49%	41%	39%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	50%	43%	43%	41%	支付股利、利息	(100)	(185)	(153)	(188)	(222)
收入增长	85%	66%	7%	25%	21%	其它融资现金流	(1)	(7)	(1)	0	0
净利润增长率	116%	99%	-18%	23%	18%	融资活动现金流	(101)	2780	(150)	(187)	(221)
资产负债率	14%	10%	9%	10%	10%	现金净变动	998	545	316	1426	1882
息率	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	477	1475	2020	2335	3761
P/E	15.6	14.5	28.2	22.9	19.4	货币资金的期末余额	1475	2020	2335	3761	5643
P/B	6.3	4.1	5.4	4.4	3.7	企业自由现金流	685	(3710)	509	1603	2071
EV/EBITDA	13.7	13.7	23.8	19.4	16.6	权益自由现金流	684	(3718)	570	1685	2189

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032