

卓胜微 (300782.SZ)

三季度毛利率回升，滤波器项目进展顺利

买入

核心观点

手机市场需求不景气，三季度收入同比环比均减少。公司前三季度实现收入30.17亿元(YoY-13.4%)，归母净利润9.85亿元(YoY-35.5%)，扣非归母净利润9.85亿元(YoY-34.6%)。其中3Q22营收7.82亿元(YoY-30.5%，QoQ-13.6%)，归母净利润2.33亿元(YoY-54.6%，QoQ-20.5%)，扣非归母净利润2.29亿元(YoY-55.4%，QoQ-22.4%)。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(前三季度计提2.27亿元)。

三季度毛利率环比回升，期间费率有所提高。从盈利能力来看，公司前三季度毛利率同比下降5.0pct至52.9%，期间费率同比提高4.8pct至12.2%，主要由于研发费率提高3.7pct至9.3%，管理费率提高1.9pct至3.0%。其中三季度毛利率为54.1%(YoY-4.6pct，QoQ+1.3pct)，期间费率为18.9%(YoY+10.9pct，QoQ+6.3pct)。为了推进芯卓半导体产业化建设项目，公司前三季度研发费用逐季走高，分别为0.79/0.89/1.11亿元，研发费率分别为5.96%、9.85%、14.23%。

滤波器工艺研发平台建设完成，分立滤波器和集成自产滤波器的模组产品即将量产出货。公司持续投入资源，将技术发展演进和制造工艺相结合，积极推动滤波器相关产品的研发及配套的先进生产制造能力。前三季度公司SAW滤波器产品的工艺研发平台建设已全部完成，一方面，自产的SAW滤波器和高性能滤波器已具备量产能力；另一方面，双工器和四工器已通过产品级验证，并开始向客户送样推广。同时，公司分立滤波器和集成自产滤波器的DiFEM、L-DiFEM、GPS模组等产品已积极向市场推广，并已有部分产品在品牌客户端验证通过，即将实现量产出货。

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13.9/15.5/20.7亿元，同比增速-35%/+12%/+33%；EPS为2.60/2.91/3.88元，对应2022年10月27日股价的PE分别为33/30/22x。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	3,959	4,393	6,007
(+/-%)	84.6%	66.0%	-14.6%	11.0%	36.7%
归母净利润(百万元)	1073	2135	1385	1552	2070
(+/-%)	115.8%	99.0%	-35.1%	12.0%	33.4%
每股收益(元)	5.96	6.40	2.60	2.91	3.88
EBIT Margin	43.8%	49.0%	39.0%	37.7%	37.3%
净资产收益率(ROE)	40.3%	27.9%	15.5%	15.0%	16.9%
市盈率(PE)	14.5	13.5	33.3	29.8	22.3
EV/EBITDA	12.8	12.8	28.3	25.0	19.0
市净率(PB)	5.86	3.78	5.18	4.47	3.78

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

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

86.55元

总市值/流通市值

46218/36351百万元

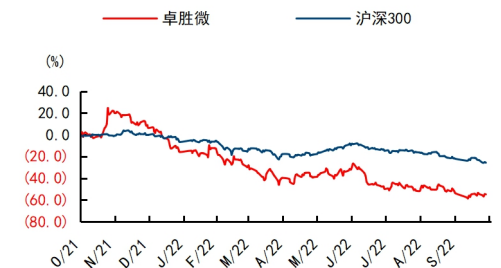
52周最高价/最低价

385.00/78.25元

近3个月日均成交额

646.35百万元

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)-自建滤波器产线小批量生产，短期业绩承压》——2022-08-29

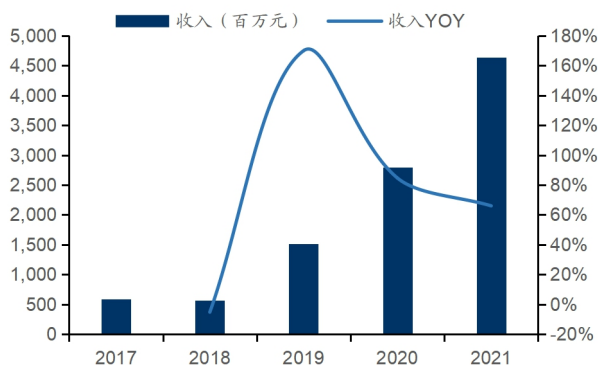
《卓胜微(300782.SZ)-1Q22收入创新高，主集收发模组批量出货》——2022-04-28

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

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

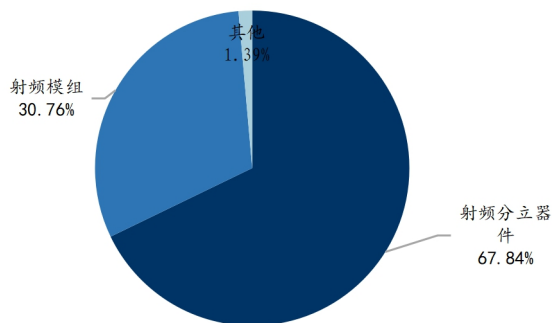
《卓胜微-300782-2021年中报：5G模组放量，主集新产品推出》——2021-08-24

图1：公司营业收入及增速



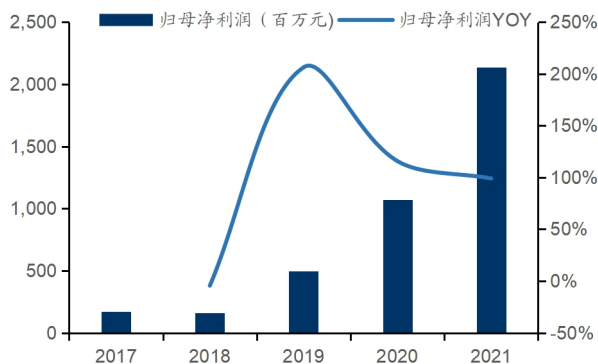
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 2022 上半年收入构成



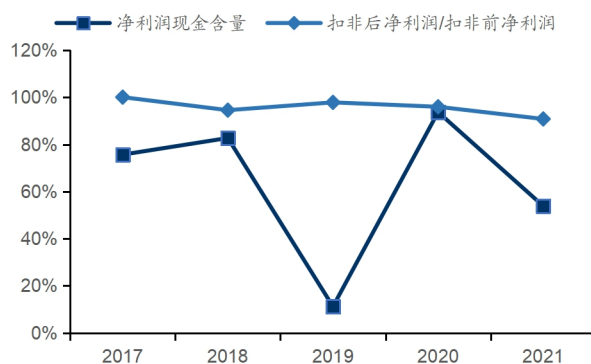
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



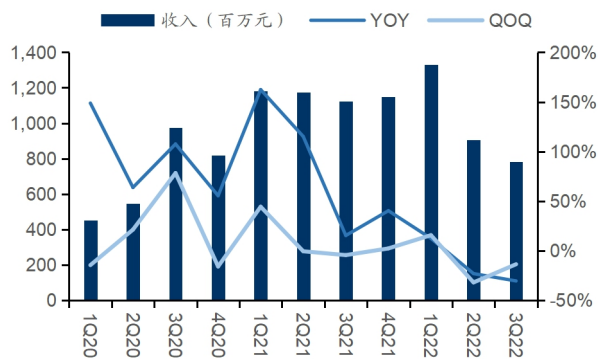
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润质量



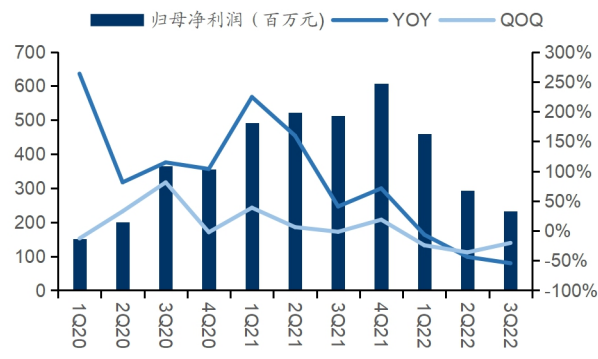
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季收入及增速



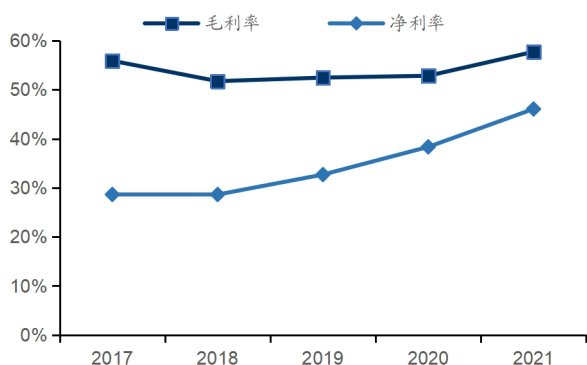
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季归母净利润及增速



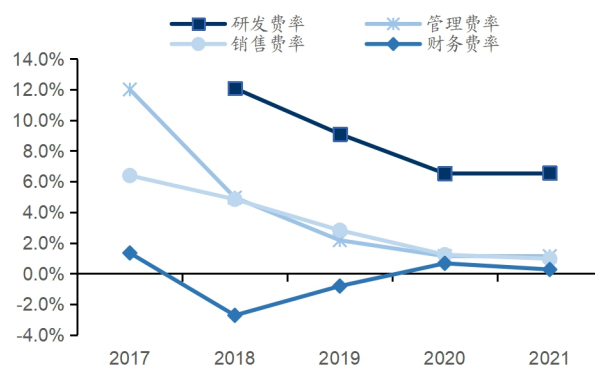
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



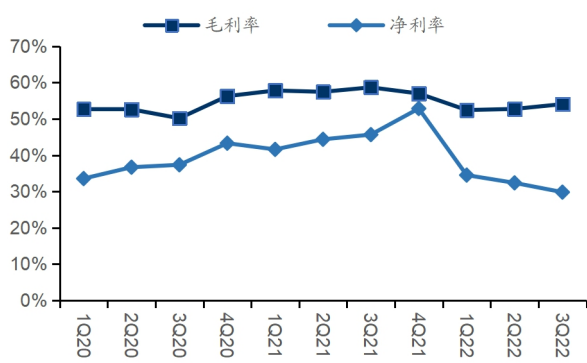
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率



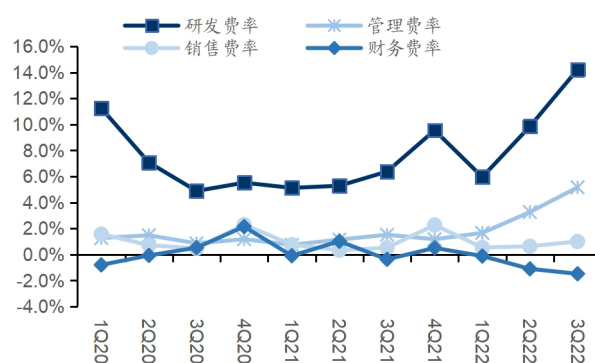
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1475	2661	2993	4155	5483	营业收入	2792	4634	3959	4393	6007
应收款项	354	578	494	548	749	营业成本	1317	1959	1897	2196	3065
存货净额	632	1476	1380	1526	2170	营业税金及附加	4	4	11	7	10
其他流动资产	190	266	251	292	383	销售费用	34	45	28	31	42
流动资产合计	2652	4980	5118	6521	8785	管理费用	32	53	122	130	171
固定资产	115	1013	2098	2178	2122	研发费用	182	304	356	373	481
无形资产及其他	62	75	72	69	66	财务费用	19	12	(71)	(89)	(120)
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)	(121)	(85)	(138)
资产总计	3090	8448	9678	11170	13390	其他	13	(3)	(1)	(3)	(8)
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	1	营业利润	1218	2221	1503	1670	2227
应付款项	224	376	351	388	552	营业外净收支	(1)	194	64	86	114
其他流动负债	180	374	361	398	563	利润总额	1217	2415	1567	1756	2342
流动负债合计	403	752	713	787	1117	所得税费用	147	280	182	204	272
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	1385	1552	2070
长期负债合计	35	62	62	62	62	现金流量表 (百万元)					
负债合计	438	813	774	849	1178	净利润	1071	2135	1385	1552	2070
少数股东权益	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	资产减值准备	39	79	138	105	153
股东权益	2660	7642	8912	10329	12220	折旧摊销	29	48	117	223	259
负债和股东权益总计	3090	8448	9678	11170	13390	公允价值变动损失	(37)	(9)	(17)	(21)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	10	9	(71)	(89)	(120)
每股收益	5.96	6.40	2.60	2.91	3.88	营运资本变动	(266)	(2906)	173	(145)	(591)
每股红利	0.56	0.56	0.23	0.25	0.34	其他	160	1794	(67)	(16)	(33)
每股净资产	14.78	22.91	16.70	19.35	22.89	经营活动现金流	1005	1150	1659	1609	1722
ROIC	67%	45%	23%	24%	29%	资本开支	(153)	(2858)	(1200)	(300)	(200)
ROE	40%	28%	16%	15%	17%	其它投资现金流	284	(497)	(10)	(12)	(15)
毛利率	53%	58%	52%	50%	49%	投资活动现金流	130	(3356)	(1210)	(312)	(215)
EBIT Margin	44%	49%	39%	38%	37%	权益性融资	0	2972	4	0	0
EBITDA Margin	45%	50%	42%	43%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	85%	66%	-15%	11%	37%	支付股利、利息	(100)	(185)	(120)	(135)	(180)
净利润增长率	116%	99%	-35%	12%	33%	其它融资现金流	(1)	(7)	(1)	0	0
资产负债率	14%	10%	8%	8%	9%	融资活动现金流	(101)	2780	(117)	(134)	(179)
息率	0.3%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	现金净变动	998	545	332	1162	1328
P/E	14.5	13.5	33.3	29.8	22.3	货币资金的期初余额	477	1475	2020	2352	3514
P/B	5.9	3.8	5.2	4.5	3.8	货币资金的期末余额	1475	2020	2352	3514	4842
EV/EBITDA	12.8	12.8	28.3	25.0	19.0	企业自由现金流	685	(3710)	457	1241	1446
						权益自由现金流	684	(3718)	517	1321	1553

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提及的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