

卓胜微 (300782.SZ)

一季度收入环比增长，自建滤波器产线全面量产

买入

核心观点

2022 年收入同比减少 21%，归母净利润同比减少 50%。公司 2022 年营收为 36.77 亿元 (YoY -20.63%)，归母净利润为 10.69 亿元 (YoY -49.92%)，扣非归母净利润 10.65 亿元 (YoY -45.05%)，计提存货减值 3.09 亿元。全年毛利率下降 4.8pct 至 52.91%，其中 4Q22 毛利率为 52.74% (YoY -4.2pct, QoQ -1.3pct)，研发费用增长 47.66% 至 4.49 亿元，研发费率提高 5.7pct 至 12.22%，管理费率提高 1.8pct 至 2.97%，销售费率基本持平为 0.82%，净利率下降 16.7pct 至 29.32%。

一季度收入和利润均环比增长，存货有所下降。公司 1Q23 营收 7.12 亿元 (YoY -46.50%, QoQ +7.67%)，归母净利润 1.16 亿元 (YoY -74.64%, QoQ -38.25%)，扣非归母净利润 1.18 亿元 (YoY -74.45%, QoQ +47.68%)，计提存货减值 0.71 亿元。1Q23 毛利率为 48.83% (YoY -3.6pct, QoQ -3.9pct)，期间费率同比提高 14.3pct 至 22.36%，存货相比 2022 年底下降 1.6 亿元至 15.55 亿元。

射频模组收入占比提高，分立器件和模组产品毛利率均下降。2022 年公司射频分立器件收入 24.91 亿元 (YoY -25.67%)，占比 68%，毛利率 53.27% (-2.3pct)；射频模组收入 11.19 亿元 (YoY -6.82%)，占比提高 4.5pct 至 30%，毛利率 53.03% (-11.4pct)。分立器件和模组产品收入下降主要由于手机需求疲软；毛利率下降主要由于竞争格局及产品销售结构变化。

自产滤波线进入规模量产阶段，IPD 滤波器产品进入小批量生产阶段。公司自 4Q20 启动芯卓项目，搭建先进的 6 英寸滤波器产线，1Q22 工艺通线，2Q22 小批量生产，4Q22 全面进入规模量产阶段，集成自产的 SAW 滤波器和高性能滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品已通过大部分品牌客户稽核，开始小批量交付。同时，分立滤波器产品已面向市场推广，并已有产品在部分品牌客户验证通过。在 6 英寸滤波器产线的基础上，公司通过添置先进设备，构建专业技术人才团队，逐步打造 12 英寸 IPD 滤波器产品的生产制造能力，已完成工艺通线及产品级验证，进入小批量生产阶段。

投资建议：自建滤波器产线全面量产，维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 10.85/14.04/16.94 亿元，同比增速 +1.5/+29.4/+20.7%；EPS 为 2.03/2.63/3.17 元，对应 2023 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 50/39/32x。公司自建滤波器产线全面量产，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，产品研发不及预期，客户导入不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,634	3,677	3,926	4,916	5,938
(+/-%)	66.0%	-20.6%	6.8%	25.2%	20.8%
归母净利润(百万元)	2135	1069	1085	1404	1694
(+/-%)	99.0%	-49.9%	1.5%	29.4%	20.7%
每股收益(元)	6.40	2.00	2.03	2.63	3.17
EBIT Margin	49.0%	36.7%	28.6%	28.8%	29.0%
净资产收益率 (ROE)	27.9%	12.3%	11.4%	13.2%	14.2%
市盈率 (PE)	15.9	50.7	50.0	38.6	32.0
EV/EBITDA	15.0	38.0	36.5	28.3	24.1
市净率 (PB)	4.43	6.24	5.69	5.10	4.53

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

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

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	101.53 元
总市值/流通市值	54197/42874 百万元
52 周最高价/最低价	218.00/78.25 元
近 3 个月日均成交额	878.91 百万元

市场走势

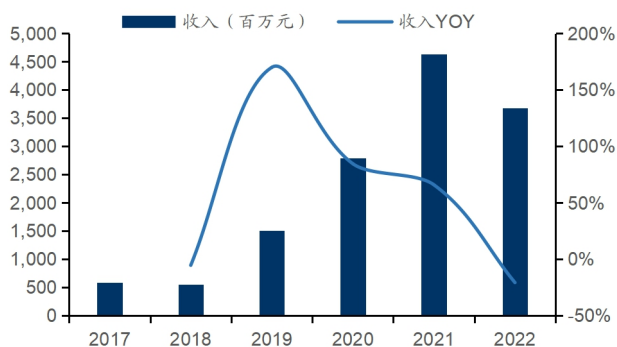


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

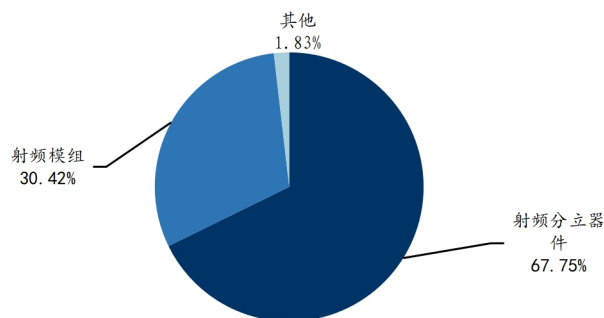
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 三季度毛利率回升，滤波器项目进展顺利》——2022-10-28
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 自建滤波器产线小批量生产，短期业绩承压》——2022-08-29
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 1Q22 收入创新高，主集收发模组批量出货》——2022-04-28
- 《卓胜微-300782-2021 年三季报点评：毛利率环比提升，SAW 产线顺利推进》——2021-10-22
- 《卓胜微-300782-2021 年三季报业绩预告：射频芯片龙头，持续高增长》——2021-10-11

图1：公司营业收入及增速



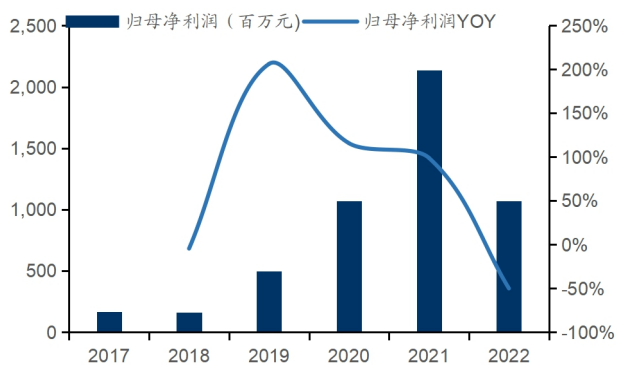
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司2022年收入构成



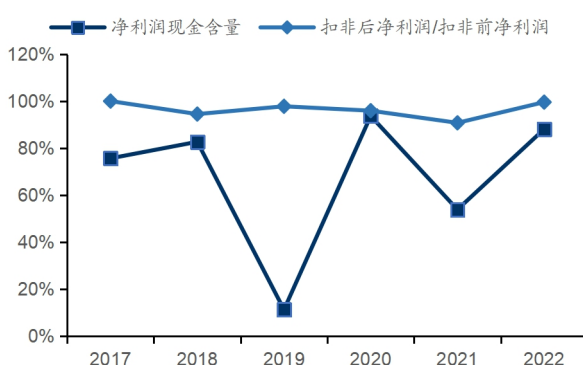
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



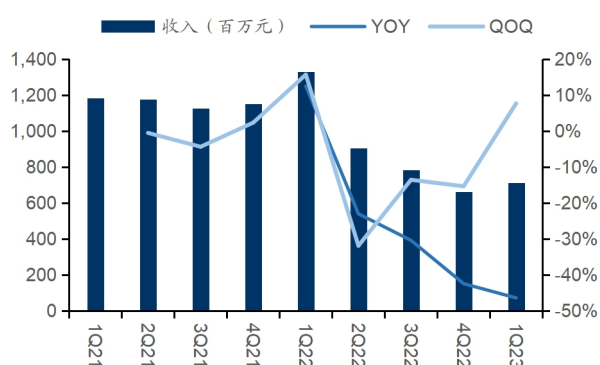
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润质量



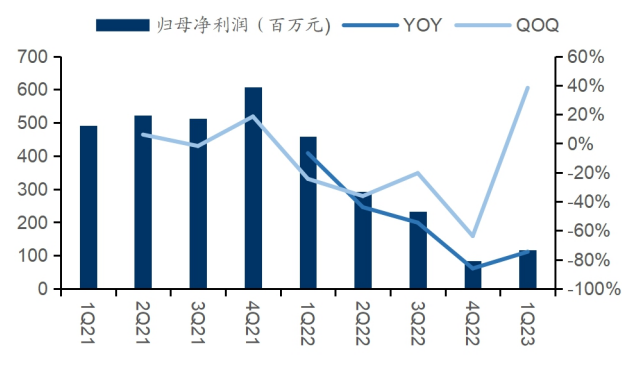
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季收入及增速



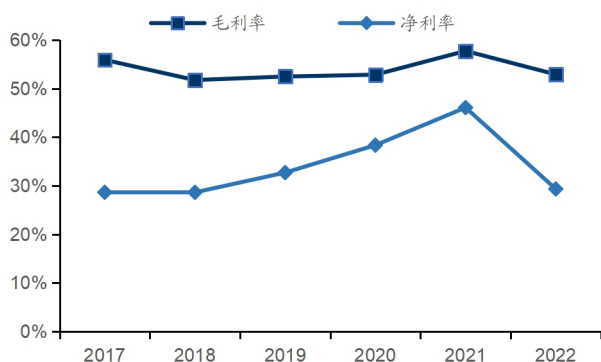
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季归母净利润及增速



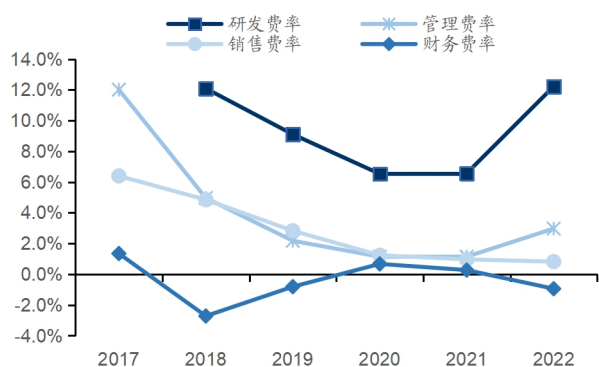
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



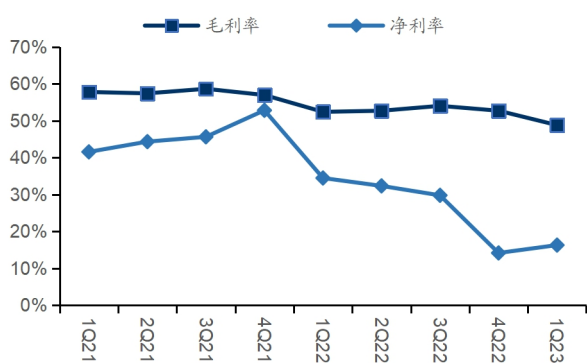
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率



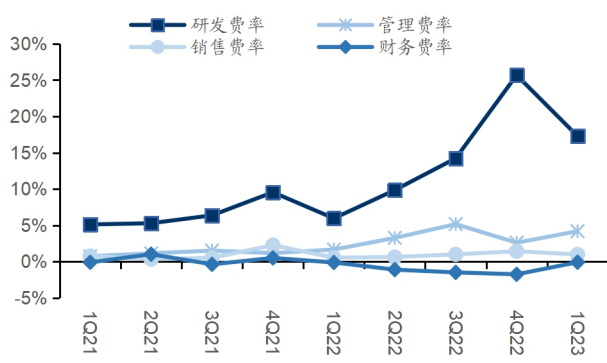
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2661	1277	2406	3814	5586	营业收入	4634	3677	3926	4916	5938
应收款项	578	465	496	621	751	营业成本	1959	1732	2062	2627	3224
存货净额	1476	1720	1388	1442	1460	营业税金及附加	4	6	5	6	9
其他流动资产	266	127	146	172	198	销售费用	45	30	35	44	53
流动资产合计	4980	3588	4436	6049	7995	管理费用	53	109	112	135	156
固定资产	1013	4539	4559	4232	3865	研发费用	304	449	589	688	772
无形资产及其他	75	123	118	113	108	财务费用	12	(35)	(46)	(78)	(117)
其他长期资产	2343	1163	1163	1163	1163	投资收益	23	1	10	11	7
长期股权投资	38	91	100	111	119	资产减值及公允价值变动	(55)	(311)	(96)	(108)	(110)
资产总计	8448	9504	10377	11669	13249	其他	(3)	21	9	12	14
短期借款及交易性金融负债	2	4	2	3	3	营业利润	2221	1096	1090	1408	1753
应付款项	376	476	488	608	770	营业外净收支	194	(7)	62	83	46
其他流动负债	374	240	247	307	387	利润总额	2415	1089	1152	1491	1799
流动负债合计	752	721	737	918	1160	所得税费用	280	11	58	75	90
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	9	10	13	15
其他长期负债	62	98	98	98	98	归属于母公司净利润	2135	1069	1085	1404	1694
长期负债合计	62	98	98	98	98	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	813	819	835	1016	1258	净利润	2135	1078	1094	1416	1709
少数股东权益	(8)	3	13	25	40	资产减值准备	79	301	111	115	117
股东权益	7642	8682	9530	10627	11951	折旧摊销	48	95	384	533	572
负债和股东权益总计	8448	9504	10377	11669	13249	公允价值变动损失	(9)	2	(15)	(7)	(7)
						财务费用	9	(32)	(46)	(78)	(117)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2906)	1190	314	(17)	75
每股收益	6.40	2.00	2.03	2.63	3.17	其他	1794	(1692)	(65)	(38)	1
每股红利	0.56	0.44	0.44	0.57	0.69	经营活动现金流	1150	942	1778	1925	2349
每股净资产	22.91	16.27	17.85	19.91	22.39	资本开支	(2858)	(1711)	(400)	(200)	(200)
ROIC	40%	17%	12%	16%	20%	其它投资现金流	(497)	92	(10)	(11)	(7)
ROE	28%	12%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(3356)	(1619)	(410)	(211)	(207)
毛利率	58%	53%	47%	47%	46%	权益性融资	2972	6	0	0	0
EBIT Margin	49%	37%	29%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	50%	39%	38%	40%	39%	支付股利、利息	(185)	(234)	(237)	(307)	(370)
收入增长	66%	-21%	7%	25%	21%	其它融资现金流	(7)	(5)	(2)	1	0
净利润增长率	99%	-50%	1%	29%	21%	融资活动现金流	2780	(233)	(239)	(306)	(370)
资产负债率	10%	9%	8%	9%	10%	现金净变动	545	(806)	1129	1408	1772
息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	1475	2020	1214	2344	3752
P/E	15.9	50.7	50.0	38.6	32.0	货币资金的期末余额	2020	1214	2344	3752	5524
P/B	4.4	6.2	5.7	5.1	4.5	企业自由现金流	(3710)	912	1364	1661	2085
EV/EBITDA	15.0	38.0	36.5	28.3	24.1	权益自由现金流	(3718)	907	1405	1736	2197

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