

2023年07月27日

卓胜微 (300782.SZ)

公司快报

射频模组持续突破，自建滤波器产线构建长期竞争优势

电子 | 集成电路III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-07-27)

114.65 元

交易数据

总市值(百万元)	61,200.47
流通市值(百万元)	48,413.98
总股本(百万股)	533.80
流通股本(百万股)	422.28
12个月价格区间	137.50/81.79

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.15	16.12	22.37
绝对收益	17.58	14.68	14.28

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号: S0910523020006
 wangchenfu@huajinsec.cn

相关报告

◆ **2023 年 Q2 营收环比、净利润环比增长：** 公司专注于射频集成电路领域的研究、开发、生产与销售，主要向市场提供射频开关、射频低噪声放大器、射频滤波器、射频功率放大器等射频前端分立器件及各类模组产品解决方案，同时公司还对外提供低功耗蓝牙微控制器芯片。公司射频前端分立器件和射频模组产品主要应用于智能手机等移动智能终端产品，客户覆盖全球主要安卓手机厂商，同时还可应用于智能穿戴、通信基站、汽车电子、蓝牙耳机、VR/AR 设备及网通组网设备等需要无线连接的领域。公司低功耗蓝牙微控制器芯片主要应用于智能家居、可穿戴设备等电子产品。2022 年，由于下游智能手机市场消费需求疲软，短期内对公司经营业绩造成一定压力，公司 2022 年度实现营业收入 36.77 亿元，较 2021 年同期下降 20.63%，归属于上市公司股东的净利润 10.69 亿元，较 2021 年同期下降 49.92%。根据公司发布的 2023 年半年度业绩预告显示，报告期内，公司坚定以 Fab-Lite 经营模式推动公司业务转型，以高端射频模组为成长引擎，加强射频模组创新及产品研发力度，深挖射频滤波器及模组市场潜力，不断提升射频模组市场份额。公司预计 2023 年半年度实现营业收入 16.65 亿元，较去年同期下降 25.48%，其中 2023 年二季度营业收入环比提升 34.02%，净利润环比增长。预计 2023 年半年度归属于上市公司股东的净利润较去年同期下降 55.06%~50.01%。其主要原因系：（1）全球经济增速放缓使得公司主要下游应用智能手机市场需求疲软；（2）自 2020 年四季度以来，公司持续推动芯卓半导体产业化项目建设，不断加大研发投入和人才储备力度，本报告期研发费用、管理费用等较去年同期上升。（3）随着产品销售结构及市场竞争格局的变化，产品整体毛利率同比有所下降。

◆ **射频模组不断突破，自建滤波器产线构筑长期竞争优势：** 根据公司 2023 年 5 月 11 日发布的投资者关系活动记录表显示，公司此前已推出集成 IPD 滤波器并适用于 5G NR 频段的模组产品，如 LFEM（分集接收模组，集成射频开关、低噪声放大器和 IPD 滤波器），L-PAMiF（主集收发模组，集成射频功率放大器、射频开关、IPD 滤波器、低噪声放大器），均已在品牌客户量产出货。与此同时，截至 2022 年末，公司自建产线进展顺利，其中集成自产的高性能滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品已通过品牌客户稽核，并已开始逐步量产交付；自产的 IPD 滤波器产品也已完成工艺通线进入小批量生产阶段。目前公司自建的滤波器产线顺利推进，公司高性能滤波器已具备量产能力，同时已推出双工器和四工器产品。我们认为，滤波器是射频模组中的重要器件，也是价值量较高的部分，自建产线虽然短期会带来一定的费用压力，但是中长期来看，一方面可以保证技术迭代的自主性，另一方面也能享有射频模组中高价价值量器件的增量，为公司的中长期发展构筑竞争优势。

◆ **投资建议：** 我们预测 2023 年至 2025 年公司分别实现营收 42.07 亿元、52.95 亿元、69.70 亿元，分别实现归属于上市公司股东的净利润 11.06 亿元、14.92 亿元、20.20 亿元，每股收益分别为 2.07 元、2.79 元、3.78 元，对应的 PE 分别为 55.4 倍、41.0



倍、30.3 倍，考虑到公司自建滤波器产线全面量产，射频模组不断突破未来具备较广的成长空间，首次覆盖，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**下游需求不景气、同业竞争加剧、新品研发及导入不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,634	3,677	4,207	5,295	6,970
YoY(%)	66.0	-20.6	14.4	25.9	31.6
净利润(百万元)	2,135	1,069	1,106	1,492	2,020
YoY(%)	99.0	-49.9	3.4	34.9	35.4
毛利率(%)	57.7	52.9	46.6	47.3	47.3
EPS(摊薄/元)	4.00	2.00	2.07	2.79	3.78
ROE(%)	28.0	12.4	11.4	13.8	16.2
P/E(倍)	28.7	57.2	55.4	41.0	30.3
P/B(倍)	8.0	7.0	6.3	5.7	4.9
净利率(%)	46.1	29.1	26.3	28.2	29.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

公司持续在推动射频模组的研究和导入，射频模组具备更加大的市场空间，目前公司 LFEM、L-PAMiF 均在品牌客户量产出货，此外，公司集成自产的高性能滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品已通过品牌客户稽核，并已开始逐步量产交付，公司 L-PAMiD 产品也处于研发过程中，预计 2023 年至 2025 年公司射频模组营收同比实现 35.00%、45.00%、55.00%的增速，预计 2023 年至 2025 年分立器件同比实现 5.00%、15.00%、15.00%的增速，毛利率考虑到产品结构的变化和一定程度上市场的竞争压力，预计 2023 年至 2025 年公司分立器件毛利率分别为 45.00%、48.00%、50.00%，公司射频模组毛利率分别为 50.00%、47.00%、45.00%。

表 1：卓胜微业务收入预测（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
射频分立器件	2462.24	3351.93	2491.43	2616.00	3008.40	3459.66
同比		36.13%	-25.67%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	51.22%	55.52%	53.27%	45.00%	48.00%	50.00%
射频模组	277.50	1200.70	1118.82	1510.41	2190.09	3394.64
同比		332.68%	-6.82%	35.00%	45.00%	55.00%
毛利率	67.24%	64.45%	53.03%	50.00%	47.00%	45.00%
营收合计	2792.15	4633.57	3677.49	4207.10	5295.32	6970.49
同比		65.95%	-20.63%	14.40%	25.87%	31.64%
毛利率	52.84%	57.72%	52.91%	46.60%	47.35%	47.31%

资料来源：聚源，华金证券研究所（没有包括非主营业务）

我们选取国内已上市的 IC 设计公司作为可比公司，其中唯捷创芯主要提供 2G 至 5G 射频功率放大器模组产品，艾为电子是一家专注于高性能数模混合信号、电源管理、信号链的集成电路设计企业，韦尔股份半导体产品设计业务主要由图像传感器解决方案、触控与显示解决方案和模拟解决方案三大业务体系构成，圣邦股份是一家专注于高性能、高品质模拟集成电路芯片设计及销售的高新技术企业。

表 2：可比公司估值（亿元）

	总市值	归母净利润			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
唯捷创芯	261	2.16	5.11	6.55	120.61	51.04	39.82
艾为电子	156	0.75	2.90	4.04	207.10	53.74	38.52
韦尔股份	1194	21.56	34.99	45.59	55.38	34.12	26.19
圣邦股份	399	7.51	10.15	13.49	53.07	39.29	29.56
均值					109.04	44.55	33.52
卓胜微	612	11.06	14.92	20.20	55.4	41.0	30.3

资料来源：Wind 一致预期，卓胜微盈利预测来自华金证券研究所，注：股价为 2023 年 7 月 27 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4980	3588	4781	5841	7446
现金	2661	1277	1517	2208	2055
应收票据及应收账款	572	400	713	688	1156
预付账款	12	35	19	50	41
存货	1476	1720	2425	2719	4057
其他流动资产	259	156	107	177	139
非流动资产	3468	5915	5903	6064	6486
长期投资	38	91	146	201	256
固定资产	246	2043	2389	2714	3093
无形资产	75	123	141	162	188
其他非流动资产	3109	3659	3228	2988	2949
资产总计	8448	9504	10684	11905	13932
流动负债	752	721	886	996	1343
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	376	476	629	743	1064
其他流动负债	376	245	257	254	279
非流动负债	62	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	98	98	98	98
负债合计	813	819	984	1094	1441
少数股东权益	-8	3	3	6	11
股本	334	534	534	534	534
资本公积	3689	3523	3523	3523	3523
留存收益	3595	4511	5461	6767	8559
归属母公司股东权益	7642	8682	9697	10806	12480
负债和股东权益	8448	9504	10684	11905	13932

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1150	942	537	1538	1004
净利润	2135	1078	1106	1494	2025
折旧摊销	49	99	262	330	403
财务费用	12	-35	-29	-3	6
投资损失	-23	-1	-7	-9	-10
营运资金变动	-1075	-495	-782	-260	-1411
其他经营现金流	51	295	-12	-14	-8
投资活动现金流	-3356	-1619	-230	-468	-806
筹资活动现金流	2780	-233	-66	-380	-351

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	4.00	2.00	2.07	2.79	3.78
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.77	1.01	2.88	1.88
每股净资产(最新摊薄)	14.32	16.26	18.17	20.24	23.38

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4634	3677	4207	5295	6970
营业成本	1959	1732	2246	2788	3672
营业税金及附加	4	6	11	9	12
营业费用	45	30	61	59	76
管理费用	53	109	118	127	153
研发费用	304	449	505	556	627
财务费用	12	-35	-29	-3	6
资产减值损失	-79	-301	-142	-194	-295
公允价值变动收益	9	-2	12	14	8
投资净收益	23	1	7	9	10
营业利润	2221	1096	1173	1588	2147
营业外收入	200	1	50	50	50
营业外支出	7	8	5	6	6
利润总额	2415	1089	1218	1632	2191
所得税	280	11	112	138	166
税后利润	2135	1078	1106	1494	2025
少数股东损益	-0	9	0	2	5
归属母公司净利润	2135	1069	1106	1492	2020
EBITDA	2385	1150	1438	1907	2530

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	66.0	-20.6	14.4	25.9	31.6
营业利润(%)	82.3	-50.6	7.0	35.4	35.2
归属于母公司净利润(%)	99.0	-49.9	3.4	34.9	35.4
获利能力					
毛利率(%)	57.7	52.9	46.6	47.3	47.3
净利率(%)	46.1	29.1	26.3	28.2	29.0
ROE(%)	28.0	12.4	11.4	13.8	16.2
ROIC(%)	27.0	12.0	11.0	13.3	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	9.6	8.6	9.2	9.2	10.3
流动比率	6.6	5.0	5.4	5.9	5.5
速动比率	4.3	2.4	2.5	3.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	10.2	7.6	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	6.5	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	28.7	57.2	55.4	41.0	30.3
P/B	8.0	7.0	6.3	5.7	4.9
EV/EBITDA	24.5	52.1	41.5	30.9	23.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn