

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	118.25
总股本/流通股本(亿股)	5.34 / 4.45
总市值/流通市值(亿元)	631 / 526
52 周内最高/最低价	141.35 / 79.40
资产负债率(%)	8.6%
市盈率	59.03
第一大股东	无锡汇智联合投资企业 (有限合伙)

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

卓胜微(300782)

业绩改善，持续创新

● 事件

2023 年 8 月 29 日，公司发布 2023 年半年度报告，2023 年 1-6 月，公司实现营业收入 16.65 亿元，同比下降 25.49%；归母净利润 3.67 亿元，同比下降 51.26%。

● 投资要点

Q2 毛利率环比止跌，终端库存改善。公司公布 2023 年半年报，2023 年上半年公司实现营业收入 16.65 亿元，同比下降 25.49%；归母净利润 3.67 亿元，同比下降 51.26%。其中，Q2 实现营收 9.54 亿元，同比增长 5.39%，环比增长 34.00%，Q2 归母净利润为 2.50 亿元，同比下降 14.58%，环比下降 114.66%。公司净利润下降主要原因为公司主要下游应用智能手机市场需求疲软，且研发费用、管理费用等较去年同期上升。上半年，公司期间费用合计 3.25 亿元，同比增长 46.82%，其中研发费用 2.54 亿元，同比增长 50.79%。随着产品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，23H1 实现毛利率 49.06%，同比下降 3.49 个 pcts；Q2 单季毛利率止跌回升至 49.23%，环比提升 0.4 个 pcts。23Q2 营业收入环比有所提升，主要受到终端库存改善、国内手机市场的消费促销活动提振以及集成自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM 等产品在客户端出货逐步放量等因素影响。随着公司存货水位逐步改善，Q2 公司存货减值金额 0.55 亿元，环比减少 22.76%，存货减值压力环比略有减少。

深耕模组化发展，依托长期积累和自建产线优势，持续布局创新产品线。公司射频模组产品收入占总营收的比重呈现逐年提升的趋势。2023 年上半年，射频模组销售占比为 31.98%，较去年同期提升 1.22 个百分点。(1) 射频滤波器及其模组产品：上半年，DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中已交付的集成自产的滤波器超 1.6 亿颗，其他相关产品稳定规模量产，在客户端逐步放量提升，并成功研发出 L-FEMiD 产品，助推高端模组更全面的产品覆盖。(2) 射频功率放大器及其模组产品：公司不断提升射频滤波器、射频功率放大器及其模组能力，助推射频前端中技术复杂度、集成度最高的“明珠型”产品 L-PAMiD 研发。未来，公司将持续加大应用于 5G NR 频段的主集收发模组 L-PAMiF 产品在客户端的渗透与覆盖，并加强资源平台建设，为高价值化、差异化发展奠定基石。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 41.02/51.33/61.36 亿元，实现归母净利润分别为 10.90/14.56/18.27 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 58 倍、43 倍、35 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

市场需求恢复不及预期；新产品进度不及预期；市场竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3677	4102	5133	6136
增长率(%)	-20.63	11.54	25.13	19.54
EBITDA（百万元）	1165.73	2063.44	2676.26	3346.81
归属母公司净利润（百万元）	1069.20	1090.40	1456.03	1826.91
增长率(%)	-49.92	1.98	33.53	25.47
EPS（元/股）	2.00	2.04	2.73	3.42
市盈率（P/E）	59.04	57.89	43.35	34.55
市净率（P/B）	7.27	6.52	5.67	4.87
EV/EBITDA	51.25	29.93	23.58	18.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3677	4102	5133	6136	营业收入	-20.6%	11.5%	25.1%	19.5%
营业成本	1732	2098	2669	3202	营业利润	-50.6%	0.8%	33.6%	25.5%
税金及附加	6	8	10	12	归属于母公司净利润	-49.9%	2.0%	33.5%	25.5%
销售费用	30	33	41	49	获利能力				
管理费用	109	119	144	166	毛利率	52.9%	48.9%	48.0%	47.8%
研发费用	449	492	590	675	净利率	29.1%	26.6%	28.4%	29.8%
财务费用	-35	-19	-20	0	ROE	12.3%	11.3%	13.1%	14.1%
资产减值损失	-309	-280	-240	-200	ROIC	12.1%	13.9%	15.0%	15.6%
营业利润	1096	1106	1478	1855	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	8.6%	7.2%	9.9%	8.1%
营业外支出	8	0	0	0	流动比率	4.98	4.63	3.03	3.71
利润总额	1089	1106	1478	1855	营运能力				
所得税	11	11	15	19	应收账款周转率	7.56	8.32	8.29	8.17
净利润	1078	1095	1463	1836	存货周转率	2.30	3.07	2.95	2.76
归母净利润	1069	1090	1456	1827	总资产周转率	0.41	0.41	0.45	0.46
每股收益(元)	2.00	2.04	2.73	3.42	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.00	2.04	2.73	3.42
货币资金	1277	1368	32	941	每股净资产	16.26	18.14	20.87	24.29
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	400	586	652	850	PE	59.04	57.89	43.35	34.55
预付款项	35	34	43	54	PB	7.27	6.52	5.67	4.87
存货	1720	952	2526	1919	现金流量表				
流动资产合计	3588	3014	3428	3853	净利润	1078	1095	1463	1836
固定资产	2043	2367	2561	2510	折旧和摊销	103	697	980	1293
在建工程	2496	3606	4864	6151	营运资本变动	-485	316	-1509	191
无形资产	123	160	197	236	其他	246	280	239	199
非流动资产合计	5915	7425	8956	10276	经营活动现金流净额	942	2388	1173	3520
资产总计	9504	10439	12384	14129	资本开支	-1711	-2176	-2476	-2577
短期借款	0	0	0	0	其他	92	-30	-34	-35
应付票据及应付账款	476	347	750	590	投资活动现金流净额	-1619	-2206	-2510	-2612
其他流动负债	245	303	382	450	股权融资	6	0	0	0
流动负债合计	721	651	1132	1040	债务融资	0	0	0	0
其他	98	98	98	98	其他	-238	-91	0	0
非流动负债合计	98	98	98	98	筹资活动现金流净额	-233	-91	0	0
负债合计	819	748	1230	1138	现金及现金等价物净增加额	-806	92	-1336	909
股本	534	534	534	534					
资本公积金	3523	3523	3523	3523					
未分配利润	4334	5171	6410	7964					
少数股东权益	3	7	14	24					
其他	291	455	673	947					
所有者权益合计	8685	9690	11154	12992					
负债和所有者权益总计	9504	10439	12384	14129					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048