

卓胜微 (300782.SZ)

三季度收入创季度新高，自有高端滤波器品牌规模量产

买入

核心观点

前三季度收入同比增长 1.9%，三季度收入创新高。公司前三季度实现收入 30.74 亿元 (YoY +1.90%)，归母净利润 8.19 亿元 (YoY -16.85%)，扣非归母净利润 8.14 亿元 (YoY -17.37%)。其中 3Q23 营收 14.09 亿元 (YoY +80.22%，QoQ +47.71%)，归母净利润 4.52 亿元 (YoY +94%，QoQ +81%)，扣非归母净利润 4.48 亿元 (YoY +96%，QoQ +80%)。前三季度公司研发投入 4.10 亿元，同比增长 46.76%，研发费率为 13.35%，同比提高 4.1pct。

三季度毛利率环比下降，存货环比微降。从盈利能力来看，公司前三季度毛利率同比下降 5.0pct 至 47.92%，期间费率同比提高 4.7pct 至 16.91%，其中研发费率提高 4.1pct，管理费率提高 0.8pct，销售费率提高 0.1pct，财务费率下降 0.3pct。三季度毛利率为 46.57% (YoY -7.5pct，QoQ -2.7pct)，期间费率为 13.86% (YoY -5.0pct，QoQ -3.5pct)。截至 2023 年 9 月底，公司存货为 13.91 亿元，相比 6 月底的 14.31 亿元略有下降。

自有高端滤波器品牌 MAX-SAW 规模量产，芯卓半导体产业化项目效果显现。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，目前自建滤波器产线稳定有序规模量产，其中自有品牌的 MAX-SAW 已具备稳定、规模量产能力，MAX-SAW 是高端 SAW 滤波器，采用 POI 衬底，具有高频应用、高性能等特性，性能在 sub-3GHz 以下应用可达到 BAW 和 FBAR 的水平，由此公司成为本土率先量产高端 SAW 滤波器的厂家。目前集成自产滤波器的相关产品在客户端逐步放量提升，双工器和四工器已在个别客户实现量产导入，芯卓项目提升公司综合竞争能力的效果逐步显现。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 11.86/14.57/17.72 亿元，同比增速 +11/+23/+22%；EPS 为 2.22/2.73/3.32 元，对应 2023 年 10 月 30 日股价的 PE 分别为 65/53/43x。公司已形成射频前端产品平台，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,634	3,677	4,345	5,268	6,160
(+/-%)	66.0%	-20.6%	18.1%	21.2%	16.9%
归母净利润(百万元)	2135	1069	1186	1457	1772
(+/-%)	99.0%	-49.9%	10.9%	22.9%	21.6%
每股收益(元)	6.40	2.00	2.22	2.73	3.32
EBIT Margin	49.0%	36.7%	29.9%	29.3%	29.7%
净资产收益率 (ROE)	27.9%	12.3%	12.3%	13.6%	14.6%
市盈率 (PE)	22.5	71.8	64.7	52.7	43.3
EV/EBITDA	21.1	53.7	49.8	39.4	33.3
市净率 (PB)	6.28	8.84	7.99	7.14	6.33

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

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezhi3@guosen.com.cn
S0980522100003

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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	143.86 元
总市值/流通市值	76793/63990 百万元
52 周最高价/最低价	144.16/85.70 元
近 3 个月日均成交额	587.20 百万元

市场走势

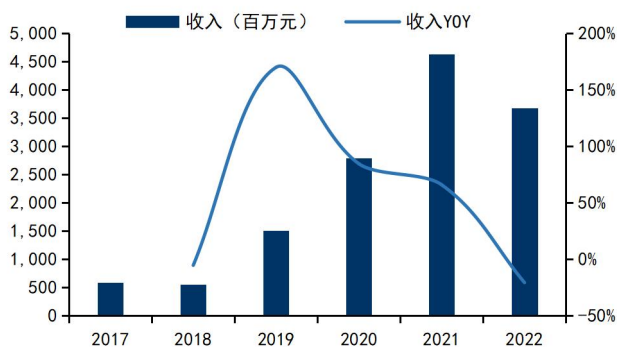


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

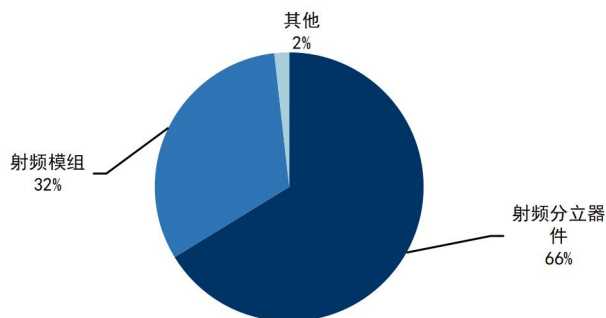
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 二季度收入同比环比均实现增长》——2023-08-31
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 一季度收入环比增长，自建滤波器产线全面量产》——2023-05-01
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 三季度毛利率回升，滤波器项目进展顺利》——2022-10-28
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 自建滤波器产线小批量生产，短期业绩承压》——2022-08-29
- 《卓胜微 (300782.SZ) - 1Q22 收入创新高，主集收模组批量出货》——2022-04-28

图1: 公司营业收入及增速



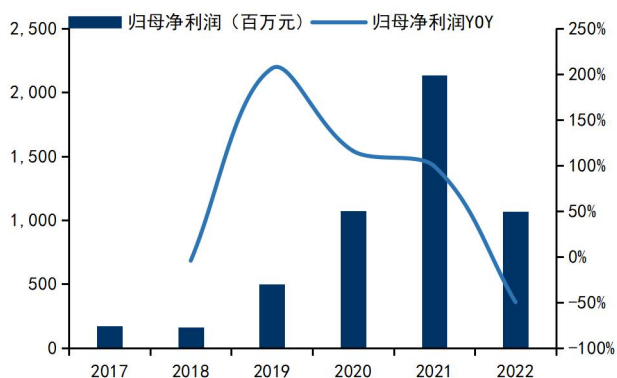
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2023 上半年收入构成



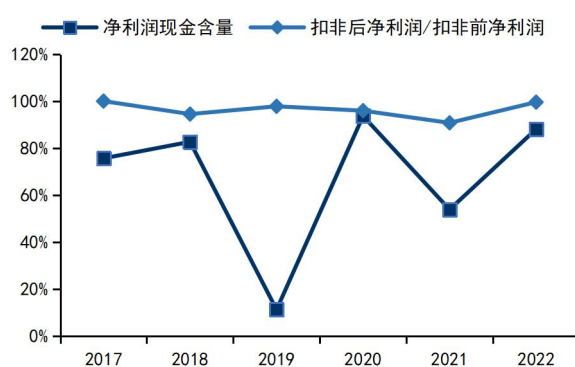
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



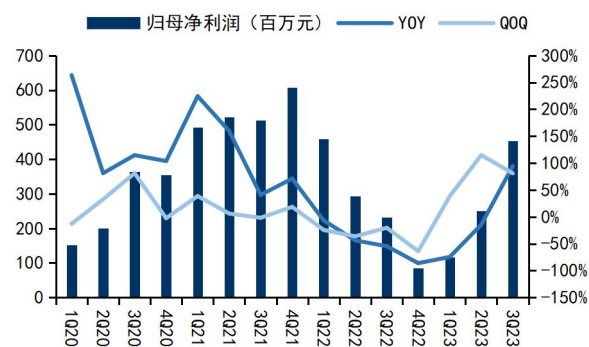
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



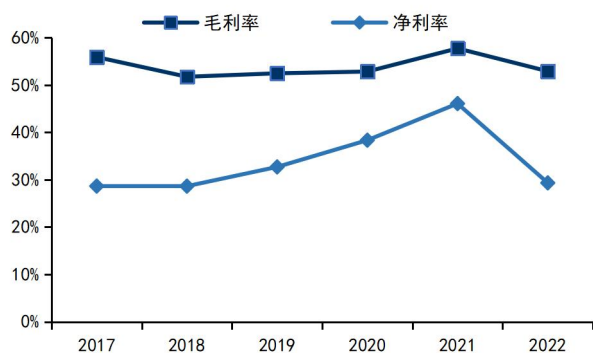
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



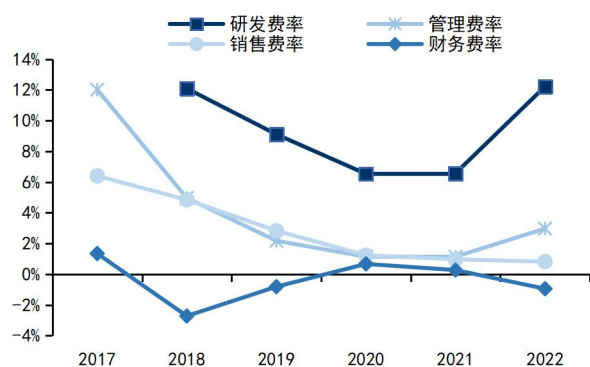
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



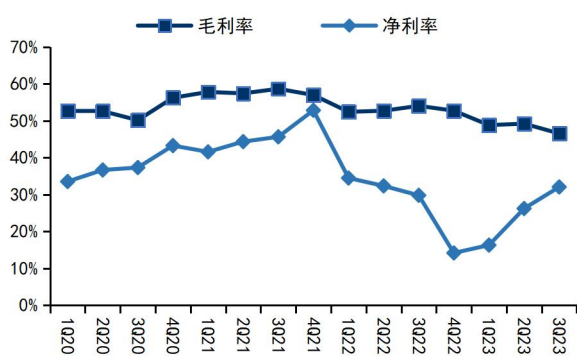
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



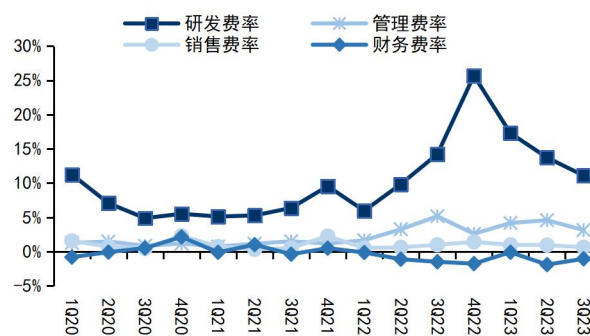
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2661	1277	1855	2526	3904	营业收入	4634	3677	4345	5268	6160
应收款项	578	465	549	666	779	营业成本	1959	1732	2285	2844	3335
存货净额	1476	1720	1390	1325	1399	营业税金及附加	4	6	6	7	9
其他流动资产	266	127	154	178	202	销售费用	45	30	35	42	49
流动资产合计	4980	3588	3949	4695	6283	管理费用	53	109	157	173	196
固定资产	1013	4539	5278	5846	5838	研发费用	304	449	565	658	739
无形资产及其他	75	123	118	113	108	财务费用	12	(35)	(39)	(55)	(80)
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)	(104)	(86)	(63)
资产总计	8448	9504	10608	11929	13510	其他	(3)	21	22	24	26
短期借款及交易性金融负债	2	4	2	3	3	营业利润	2221	1096	1265	1548	1882
应付款项	376	476	587	699	819	营业外净收支	194	(7)	(5)	0	0
其他流动负债	374	240	299	354	415	利润总额	2415	1089	1260	1548	1882
流动负债合计	752	721	888	1056	1237	所得税费用	280	11	63	77	94
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	9	11	13	16
其他长期负债	62	98	98	98	98	归属于母公司净利润	2135	1069	1186	1457	1772
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	985	1154	1335	净利润	2135	1078	1197	1470	1788
少数股东权益	(8)	3	14	27	42	资产减值准备	79	301	118	93	70
股东权益	7642	8682	9609	10748	12133	折旧摊销	48	95	266	437	513
负债和股东权益总计	8448	9504	10608	11929	13510	公允价值变动损失	(9)	2	(15)	(7)	(7)
关键财务与估值指标						财务费用	9	(32)	(39)	(55)	(80)
每股收益	6.40	2.00	2.22	2.73	3.32	营运资本变动	(2906)	1190	402	99	(22)
每股红利	0.56	0.44	0.49	0.60	0.72	其他	1794	(1692)	(79)	(38)	10
每股净资产	22.91	16.27	18.00	20.14	22.73	经营活动现金流	1150	942	1849	1999	2272
ROIC	40%	17%	14%	15%	18%	资本开支	(2858)	(1711)	(1000)	(1000)	(500)
ROE	28%	12%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(497)	92	(10)	(11)	(7)
毛利率	58%	53%	47%	46%	46%	投资活动现金流	(3356)	(1619)	(1010)	(1011)	(507)
EBIT Margin	49%	37%	30%	29%	30%	权益性融资	2972	6	0	0	0
EBITDA Margin	50%	39%	36%	38%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	66%	-21%	18%	21%	17%	支付股利、利息	(185)	(234)	(259)	(318)	(387)
净利润增长率	99%	-50%	11%	23%	22%	其它融资现金流	(7)	(5)	(2)	1	0
资产负债率	10%	9%	9%	10%	10%	融资活动现金流	2780	(233)	(261)	(318)	(387)
息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	545	(806)	578	671	1378
P/E	22.5	71.8	64.7	52.7	43.3	货币资金的期初余额	1475	2020	1214	1792	2463
P/B	6.3	8.8	8.0	7.1	6.3	货币资金的期末余额	2020	1214	1792	2463	3841
EV/EBITDA	21.1	53.7	49.8	39.4	33.3	企业自由现金流	(3710)	912	900	1003	1731
						权益自由现金流	(3718)	907	935	1055	1808

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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