

分析师：邹臣
 登记编码：S0730523100001
 zouchen@ccnew.com 021-50581991

国内平台型射频前端领导者强劲复苏

——卓胜微(300782)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

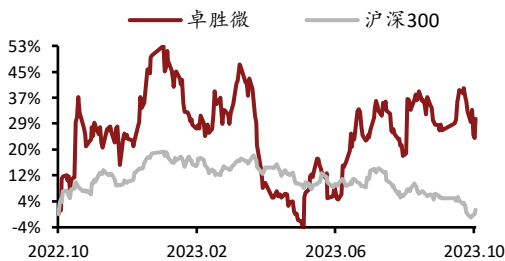
市场数据(2023-10-27)

收盘价(元)	119.88
一年内最高/最低(元)	141.35/88.64
沪深 300 指数	3,562.39
市净率(倍)	6.75
流通市值(亿元)	533.23

基础数据(2023-09-30)

每股净资产(元)	17.75
每股经营现金流(元)	2.49
毛利率(%)	49.06
净资产收益率_摊薄(%)	8.64
资产负债率(%)	10.19
总股本/流通股(万股)	53,380.26/44,480.40
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《卓胜微(300782)中报点评：分立器件保持高增速，射频模组放量》 2021-08-27

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 10 月 30 日

事件：近日公司发布 2023 年第三季度报告，2023 年公司前三季度实现营收 30.74 亿元，同比+1.90%；归母净利润 8.19 亿元，同比-16.85%；扣非归母净利润 8.14 亿元，同比-17.37%；23Q3 单季度公司实现营收 14.09 亿元，同比+80.22%，环比+47.71%；归母净利润 4.52 亿元，同比+94.29%，环比+80.92%；扣非归母净利润 4.48 亿元，同比+95.73%，环比+80.15%。

投资要点：

- **23Q3 业绩强劲复苏，净利率环比显著改善。** 受益于消费电子进入旺季及需求回暖，公司 23Q3 实现营收同比和环比高速增长，单季度营收创历史新高；由于产品结构变化等因素影响，公司 23Q3 毛利率环比下降 2.66%至 46.57%，同比下降 7.49%；由于过去一年公司存货水位处于相对较高水平，公司计提大量的存货跌价准备，随着存货水位逐步恢复到正常水平，23Q3 公司资产减值损失转回 1800 万元，同时受到期间费用率下降等因素影响，23Q3 净利率环比提升 5.84%至 32.07%，同比提升 2.27%。
- **全球射频前端市场空间广阔，主要被海外厂商占据，未来国产替代空间巨大。** 射频前端芯片是移动终端通信的核心组件，可以实现对信号进行变频、放大和过滤等，主要包括射频前端模组和分立器件产品。根据 Yole 的数据，2022 年移动终端射频前端市场规模为 192 亿美元，预计到 2028 年将达到 269 亿美元，2022-2028 年复合增速为 5.8%，其中发射端模组市场规模预计 122 亿美元，接收端模组预计 45 亿美元。根据 Yole 的数据，2022 年全球前五大射频器件供应商占据射频前端市场约 80% 的份额，其中 Broadcom 市场份额为 19%、Qualcomm 占比 17%、Skyworks 占比 15%、Qorvo 占比 15%、Murata 占比 14%，以卓胜微为代表的国产厂商目前市场份额相对较小，未来国产替代空间巨大。
- **公司不断丰富射频模组产品矩阵，建立射频前端平台。** 模块化是射频前端领域顺应技术和产品复杂化的必然趋势，公司产品从分立器件向射频模组逐步布局，射频模组产品营收占比持续提升，23H1 射频模组营收占比达 31.98%，同比提升 1.22%。公司的射频模组产品主要包括 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组、LFEM、LNA BANK、L-PAMiF 等，23H1 公司成功研发 L-FEMiD 产品，推出 MMB PA 模组产品已处于向客户送样推广阶段，并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、集成度最高的产品 L-PAMiD 研发。公司基于在分立

器件产品上的优势地位，不断丰富射频模组产品矩阵，建立射频前端平台。

- **滤波器业务采用 Fab-Lite 模式，夯实核心竞争力。** Fab-Lite 模式是由 IDM 模式演变而来，对于部分特殊工艺的滤波器通过自建产线进行生产。自建滤波器产线可以确保产能稳定供给，加快产品迭代速度，优化成本结构，进一步提升公司核心竞争力。公司自建产线已具备稳定、规模量产高端 SAW 滤波器的能力，23H1 公司交付的 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中集成自产的滤波器超 1.6 亿颗，集成自产滤波器相关产品稳定规模量产，在客户端逐步放量提升。
- **中国智能手机市场需求或将迎来复苏，公司有望恢复成长。** 根据 IDC 的数据，2023 年第三季度，中国智能手机市场出货量约 6705 万台，同比下降 6.3%。IDC 中国手机月度 sale out 零售数据显示，今年第三季度中国智能手机实际零售量已实现同比增长 0.4%，10 月上半月依然延续同比增长趋势；随着主要智能手机厂商大量新产品集中上市以及年终电商平台的促销推动，中国智能手机市场出货量有望在 2023 年第四季度迎来拐点，实现季度出货量同比增长。公司作为国内平台型射频前端领导者，客户覆盖全球主要安卓手机厂商，随着下游需求复苏，有望恢复成长。
- **盈利预测与投资建议。** 全球射频前端市场空间广阔，主要被海外厂商占据，未来国产替代空间巨大，公司基于在分立器件产品上的优势地位，不断丰富射频模组产品矩阵，建立射频前端平台，并自建滤波器产线，夯实核心竞争力，中国智能手机市场需求或将迎来复苏，公司有望恢复成长，我们预计公司 23-25 年营收为 45.17/56.41/68.59 亿元，预计公司 23-25 年归母净利润为 13.04/16.46/19.03 亿元，对应的 EPS 为 2.44/3.08/3.56 元，对应 PE 为 49.08/38.88/33.63 倍。考虑公司为国内平台型射频前端领导者，射频模组产品拓展顺利，首次覆盖给予“买入”评级。

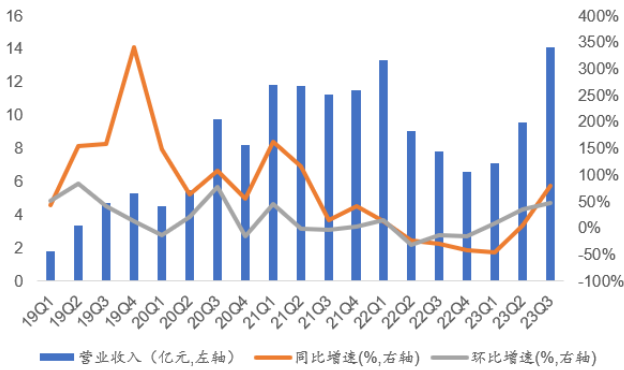
风险提示：行业竞争加剧风险，下游需求复苏不及预期，新产品研发进展不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,634	3,677	4,517	5,641	6,859
增长比率（%）	65.95	-20.63	22.83	24.88	21.59
净利润（百万元）	2,135	1,069	1,304	1,646	1,903
增长比率（%）	99.00	-49.92	21.94	26.23	15.61
每股收益(元)	4.00	2.00	2.44	3.08	3.56
市盈率(倍)	29.98	59.85	49.08	38.88	33.63

资料来源：Wind，中原证券

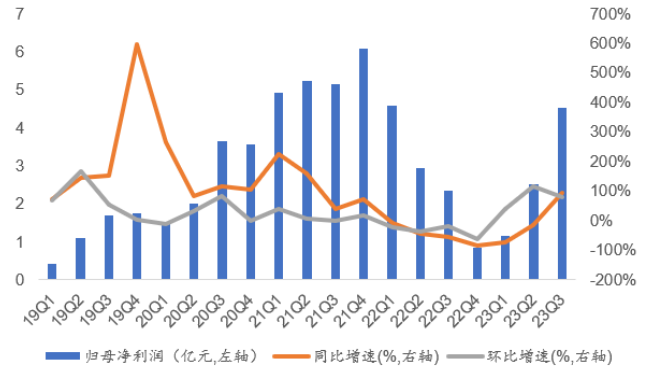
单击或点击此处输入文字。

图 1：公司单季度营收及增速情况



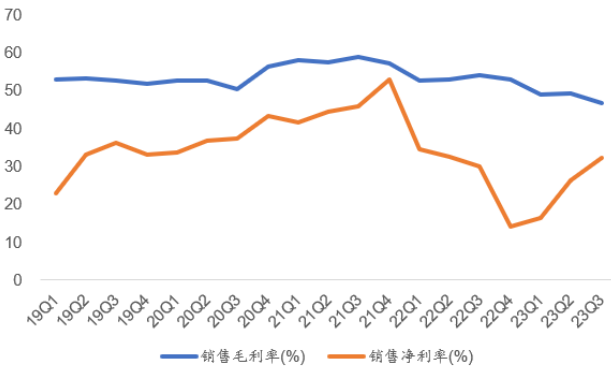
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



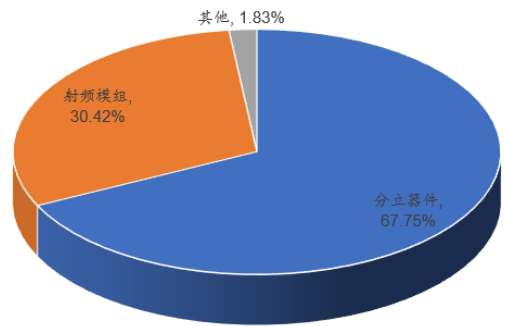
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司单季度毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司 2022 年产品结构情况



资料来源：Wind，中原证券

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	4,980	3,588	3,589	4,330	5,264
现金	2,661	1,277	1,427	1,629	1,939
应收票据及应收账款	572	400	502	627	760
其他应收款	5	64	73	86	105
预付账款	12	35	43	51	64
存货	1,476	1,720	1,412	1,769	2,180
其他流动资产	254	92	132	168	217
非流动资产	3,468	5,915	7,473	8,620	9,860
长期投资	38	91	101	114	129
固定资产	246	2,043	2,187	2,419	2,629
无形资产	75	123	160	197	236
其他非流动资产	3,109	3,659	5,024	5,889	6,866
资产总计	8,448	9,504	11,062	12,950	15,124
流动负债	752	721	905	1,136	1,393
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	376	476	599	754	924
其他流动负债	376	245	305	382	469
非流动负债	62	98	168	168	168
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	98	168	168	168
负债合计	813	819	1,072	1,304	1,561
少数股东权益	-8	3	14	25	39
股本	334	534	534	534	534
资本公积	3,689	3,523	3,567	3,567	3,567
留存收益	3,595	4,511	5,738	7,384	9,287
归属母公司股东权益	7,642	8,682	9,976	11,621	13,524
负债和股东权益	8,448	9,504	11,062	12,950	15,124

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,150	942	1,858	1,610	1,851
净利润	2,135	1,078	1,314	1,657	1,917
折旧摊销	52	103	218	259	300
财务费用	9	-32	0	0	0
投资损失	-23	-1	-4	-6	-7
营运资金变动	-1,083	-485	329	-308	-367
其他经营现金流	59	279	0	7	8
投资活动现金流	-3,356	-1,619	-1,747	-1,408	-1,541
资本支出	-2,858	-1,711	-1,200	-1,397	-1,528
长期投资	66	78	-11	-12	-15
其他投资现金流	-563	14	-537	2	2
筹资活动现金流	2,780	-233	26	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	154	200	0	0	0
资本公积增加	2,830	-166	43	0	0
其他筹资现金流	-203	-267	-18	0	0
现金净增加额	545	-806	151	202	310

资料来源: Wind, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,634	3,677	4,517	5,641	6,859
营业成本	1,959	1,732	2,397	3,032	3,737
营业税金及附加	4	6	11	13	15
营业费用	45	30	36	45	55
管理费用	53	109	158	175	220
研发费用	304	449	578	677	823
财务费用	12	-35	-34	-29	-33
资产减值损失	-64	-309	0	0	0
其他收益	12	13	15	18	22
公允价值变动收益	9	-2	0	0	0
投资净收益	23	1	4	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,221	1,096	1,390	1,752	2,070
营业外收入	200	1	0	0	0
营业外支出	7	8	6	7	8
利润总额	2,415	1,089	1,383	1,744	2,061
所得税	280	11	69	87	144
净利润	2,135	1,078	1,314	1,657	1,917
少数股东损益	0	9	11	11	14
归属母公司净利润	2,135	1,069	1,304	1,646	1,903
EBITDA	2,255	1,166	1,567	1,975	2,328
EPS (元)	4.00	2.00	2.44	3.08	3.56

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	65.95	-20.63	22.83	24.88	21.59
营业利润 (%)	82.34	-50.64	26.76	26.02	18.17
归属母公司净利润 (%)	99.00	-49.92	21.94	26.23	15.61
获利能力					
毛利率 (%)	57.72	52.91	46.93	46.25	45.51
净利率 (%)	46.07	29.07	28.86	29.18	27.74
ROE (%)	27.93	12.32	13.07	14.16	14.07
ROIC (%)	25.49	12.09	12.80	13.97	13.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.63	8.61	9.69	10.07	10.32
净负债比率 (%)	10.65	9.42	10.74	11.19	11.51
流动比率	6.62	4.98	3.97	3.81	3.78
速动比率	4.31	2.42	2.21	2.06	2.01
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.41	0.44	0.47	0.49
应收账款周转率	10.18	7.56	10.01	10.00	9.89
应付账款周转率	6.54	4.07	4.46	4.48	4.46
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.00	2.00	2.44	3.08	3.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.15	1.77	3.48	3.02	3.47
每股净资产 (最新摊薄)	14.32	16.26	18.69	21.77	25.34
估值比率					
P/E	29.98	59.85	49.08	38.88	33.63
P/B	8.37	7.37	6.41	5.51	4.73
EV/EBITDA	47.17	51.25	39.94	31.59	26.66

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。