

2024年09月03日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

fangji@longone.com.cn

数据日期	2024/09/02
收盘价	63.15
总股本(万股)	53,439
流通A股/B股(万股)	44,743/0
资产负债率(%)	23.05%
市净率(倍)	3.34
净资产收益率(加权)	3.55
12个月内最高/最低价	152.49/61.77



相关研究

- 卓胜微 (300782.SZ): 十年磨剑成就射频龙头, 自主可控构建强大内核——公司深度报告
- 5G主推射频前端高速发展, 国内厂商产品升级扶摇直上——半导体行业深度报告 (七)

卓胜微 (300782): 芯卓产能稳步爬坡, L-PAMiD已通过部分品牌客户验证

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述:** 卓胜微发布2024年半年度报告, 2024Q2公司实现营业收入10.95亿元 (yoy+14.84%, qoq-7.95%), 实现归母净利润1.57亿元 (yoy-37.39%, qoq-20.82%), 实现扣非归母净利润1.60亿元 (yoy-35.81%, qoq-17.97%), 综合毛利率41.40% (yoy-7.83pcts, qoq-1.38pcts)。2024年上半年, 公司实现营业收入22.85亿元 (yoy+37.20%), 实现归母净利润3.54亿元 (yoy-3.32%), 实现扣非归母净利润3.54亿元 (yoy-3.43%), 综合毛利率42.12% (yoy-6.94pct)。
- **射频模组占比稳步提升, 叠加芯卓产线前期折旧与部分细分市场竞争对手压力影响, 毛利率短期承压。** 在安卓市场步入平台期的背景下, 公司二季度毛利率虽然仍维持在公司目标毛利率区间内, 但同环比均有所下滑, 一方面受成熟产品市场竞争加剧影响, 另一方面公司射频模组营收近年来占比持续提升, 2024上半年占比已达42.29%, 而模组产品的复杂程度和较高的封装成本导致其毛利率通常低于分立器件毛利率, 公司上半年分立器件毛利率为43.25%, 模组毛利率为40.71%。此外, 芯卓项目仍处于建设阶段, 前期折旧较大, 2024年上半年公司固定资产折旧变动金额约2.6亿元, 预计全年折旧金额约为5.2亿元, 短期内给公司盈利端带来较大压力, 但随着后续产能利用率的逐渐上升, 规模优势有望凸显, 毛利率将回升至更高水位。
- **强化Fab-Lite生产模式, 6英寸与12英寸产线产能逐步爬坡, 产品中自产滤波器比例已达到较高水平, 逐步构建资源平台护城河。** (1) 公司6英寸滤波器产线的产品品类已实现全面布局, 具备双工器/四工器、单芯片多频段滤波器等分立器件的规模量产能力, 同时集成自产滤波器的DiFEM、L-DiFEM、GPS模组等产品已成功导入多家品牌客户并持续放量。上半年, 公司6英寸滤波器晶圆生产线自稳定规模量产以来实际发货已超过10万片。(2) 12英寸产线方面, 公司12英寸IPD平台已正式进入规模量产阶段, L-PAMiF、LFEM等相关模组产品中采用自产IPD滤波器的比例已达到较高水平。此外, 公司12英寸射频开关和低噪声放大器的第一代工艺生产线已实现工艺通线, 并于第二季度进入量产阶段, 产能开始持续爬坡, 目前自产的射频开关已实现量产出货, 已覆盖多家品牌客户以及绝大部分ODM客户。与此同时, 公司正在建设高端先进模组技术能力, 通过3D堆叠封装形式实现更好的性能和面积优势, 产品已经进入验证阶段。
- **L-PAMiD模组系列已在部分品牌客户验证通过, 实现供应链全国产, 打造高端产品自主可控能力。** 作为射频前端模组中集成度最高, 技术难度最复杂的明珠型产品, 公司L-PAMiD模组集成6英寸滤波器晶圆生产线自产的高端滤波器MAX-SAW, 产品工艺水平国内领先。目前该模组系列已在部分品牌客户验证通过, 公司研发覆盖全频段, Phase7和Phase8系列架构方案也在同步推进, 未来有望依靠自主可控能力不断提高市占率。
- **投资建议:** 盈利预测维持“买入”评级。公司为国内首家拥有自主晶圆产线并实现供应链全国产化的射频前端公司, 未来随着产线规模效应凸显后有望实现成熟产品的降本和高端产品国产替代的率先突破。我们预计公司2024、2025、2026年营收分别为52.59、62.54、73.33亿元 (2024、2025、2026年原预测值分别是53.48、64.88、81.89亿元), 预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为8.39、10.83、14.55亿元 (2024、2025、2026年原预测值分别是11.77、13.21、15.95亿元), 当前市值对应2024、2025、2026年PE为40、31、23倍。

➤ 风险提示：1) 产品研发及验证不及预期；2) 产能扩张不及预期；3) 市场竞争加剧。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4633.57	3677.49	4378.24	5259.17	6254.08	7333.17
同比增速(%)	65.95%	-20.63%	19.06%	20.12%	18.92%	17.25%
归母净利润(百万元)	2134.83	1069.20	1122.34	839.38	1083.46	1454.90
同比增速(%)	99.00%	-49.92%	4.97%	-25.21%	29.08%	34.28%
每股盈利(元)	3.99	2.00	2.10	1.57	2.03	2.72
ROE(%)	27.9%	12.3%	11.4%	7.9%	9.5%	11.5%
PE(倍)	15.81	31.57	30.08	40.21	31.16	23.20

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 9 月 2 日）

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,378	5,259	6,254	7,333
%同比增速	19%	20%	19%	17%
营业成本	2,345	3,047	3,631	4,205
毛利	2,034	2,212	2,624	3,129
%营业收入	46%	42%	42%	43%
税金及附加	11	16	17	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	47	53	63	73
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	155	184	219	257
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	629	947	1,063	1,173
%营业收入	14%	18%	17%	16%
财务费用	-44	7	36	16
%营业收入	-1%	0%	1%	0%
资产减值损失	-96	-160	-140	-140
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	12	16	19	22
投资收益	7	1	3	7
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0
资产处置收益	1	11	13	15
营业利润	1,175	874	1,120	1,495
%营业收入	27%	17%	18%	20%
营业外收支	-4	-3	-3	-3
利润总额	1,171	871	1,117	1,492
%营业收入	27%	17%	18%	20%
所得税费用	52	33	34	37
净利润	1,119	838	1,083	1,455
%营业收入	26%	16%	17%	20%
归属于母公司的净利润	1,122	839	1,083	1,455
%同比增速	5%	-25%	29%	34%
少数股东损益	-3	-2	0	0
EPS (元/股)	2.10	1.57	2.03	2.72

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.10	1.57	2.03	2.72
BVPS	18.34	19.78	21.43	23.60
PE	30.08	40.21	31.16	23.20
PEG	6.07	—	1.07	0.68
PB	3.44	3.19	2.95	2.68
EV/EBITDA	55.69	23.79	19.38	15.05
ROE	11%	8%	9%	12%
ROIC	11%	7%	8%	10%

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 9 月 2 日

资产负债表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,008	1,511	2,374	3,255
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	518	482	521	509
存货	1,493	2,668	2,744	2,800
预付账款	48	37	36	34
其他流动资产	202	423	525	626
流动资产合计	3,269	5,121	6,200	7,224
长期股权投资	91	91	91	91
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,418	4,879	5,121	5,382
无形资产	122	157	192	217
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	84	84	84	84
其他非流动资产	4,974	3,302	3,210	3,117
资产总计	10,958	13,634	14,899	16,115
短期借款	0	1,600	2,000	2,000
应付票据及应付账款	635	1,058	1,008	1,051
预收账款	2	0	0	0
应付职工薪酬	97	76	84	88
应交税费	121	42	63	73
其他流动负债	25	24	28	30
流动负债合计	881	2,801	3,182	3,243
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	65	62	62	62
其他非流动负债	209	199	199	199
负债合计	1,154	3,062	3,443	3,504
归属母公司所有者权益	9,803	10,574	11,457	12,612
少数股东权益	0	-1	-1	-1
股东权益	9,803	10,573	11,456	12,611
负债及股东权益	10,958	13,634	14,899	16,115

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,894	473	1,598	2,209
投资	-37	0	0	0
资本性支出	-2,010	-757	-840	-928
其他	-246	-693	-5	-1
投资活动现金流净额	-2,292	-1,450	-845	-929
债权融资	0	1,595	400	0
股权融资	18	63	0	0
支付股利及利息	-91	-172	-289	-399
其他	-21	-4	0	0
筹资活动现金流净额	-94	1,481	111	-399
现金净流量	-494	503	863	881

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089