2020 年 08 月 28 日
证券研究报告•2020 年半年报点评

卓 胜 微（300782）电子

买入（维持）
当前价：392.51 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

公司业绩持续攀升，5G 时代射频加速

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年半年度业绩报告，2020H1 营收 10.0 亿元，同比增长 93.6%；归母净利润 3.5 亿元，同比增长 131.0%。位于业绩预告上限水平，业绩符合预期。
- **2020H1 业绩增长显著，Q2 同比及环比均有显著提升。营收：**公司 2020H1 实现营收 10.0 亿元，其中 Q2 单季营收 5.5 亿元，同比增长 63.8%，环比增长 21.3%；**归母净利润：**2020H1 预计归母净利润 3.5 亿元，其中 Q2 单季 2.0 亿元，同比增长 81.1%，环比增长 32.2%。公司 Q2 营收及归母净利润同比及环比增长提升显著。同时，公司自 2019Q1 起已连续实现 6 季度盈利同比增长。
- **5G 落地与新客户开发，助力公司 2020H1 盈利快速增长。**公司 2020H1 业绩增长抢眼，我们认为主要为以下因素共同作用：1）**需求因素：**下游 5G 加速应用和国内手机厂商加速出货，拉动了公司的业绩增幅。2）**运营高效：**报告期内公司三费占营收比率下降，公司 Q1 净利率小幅提升。3）**客户合作：**报告期内公司继续发展客户并进行更加深度的合作，除公司传统客户三星、小米等外，新客户华为、高通等也加速放量。
- **5G 换机潮叠加国产替代加速，物联网趋势下将持续带动公司增长。5G 射频模组：**2020 年为 5G 换机大年，公司目前已推出符合 5G 通信标准的 sub-6GHz 射频器件，并且已基本覆盖 sub-6GHz 频段开关产品；同时公司对于高技术射频模组 LNA bank 等的研发已经初见成效，并准备逐步量产，有望成为公司新的增长点。**半导体国产替代加速：**集成电路是我国目前最大额的进口商品，中美贸易摩擦的不确定性更加速了集成电路产业链向国内的回归。公司作为射频前端芯片细分领域的龙头，更有望在这一波浪潮中实现快速增长。**物联网蓝海市场：**公司凭借 WIFI-PA 的多年经验，凭借低功耗蓝牙微控制器产品，跟随大客户切入物联网赛道，应用于智能家居及可穿戴设备等领域。
- **定向增发，布局基站射频赛道：**公司近期发公告拟定增 30 亿元，主要用于高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化项目、5G 通信基站射频器件研发及产业化项目。5G 基站市场空间巨大，且当前国产基站对供应链稳定越加重视，公司凭借多年在射频领域的技术积累，切入基站端的市场，有望与当前移动终端市场产品形成平台协同效应，进一步稳固公司业绩发展。
- **盈利预测与投资建议。**上调公司 2020-2022 年营收至 23.1/32.6/41.9 亿元，对应归母净利润 8.2/11.6/15.2 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**5G 商用化进展不及预期；公司新产品研发进度不及预期；国外疫情影响 3C 端消费；大客户产品迭代升级不及预期等。

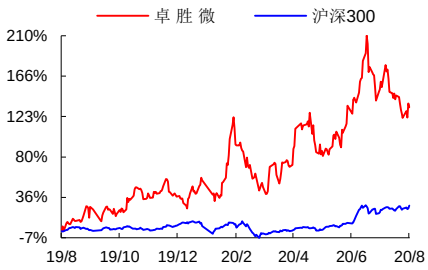
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1512.39	2305.81	3255.52	4193.90
增长率	169.98%	52.46%	41.19%	28.82%
归属母公司净利润（百万元）	497.17	818.45	1163.82	1517.62
增长率	206.27%	64.62%	42.20%	30.40%
每股收益 EPS（元）	4.97	4.55	6.47	8.43
净资产收益率 ROE	29.13%	33.51%	33.41%	31.45%
PE	79	86	61	47
PB	23.05	28.91	20.27	14.63

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.80
流通 A 股(亿股)	1.06
52 周内股价区间(元)	304.0-712.85
总市值(亿元)	706.52
总资产(亿元)	21.85
每股净资产(元)	10.89

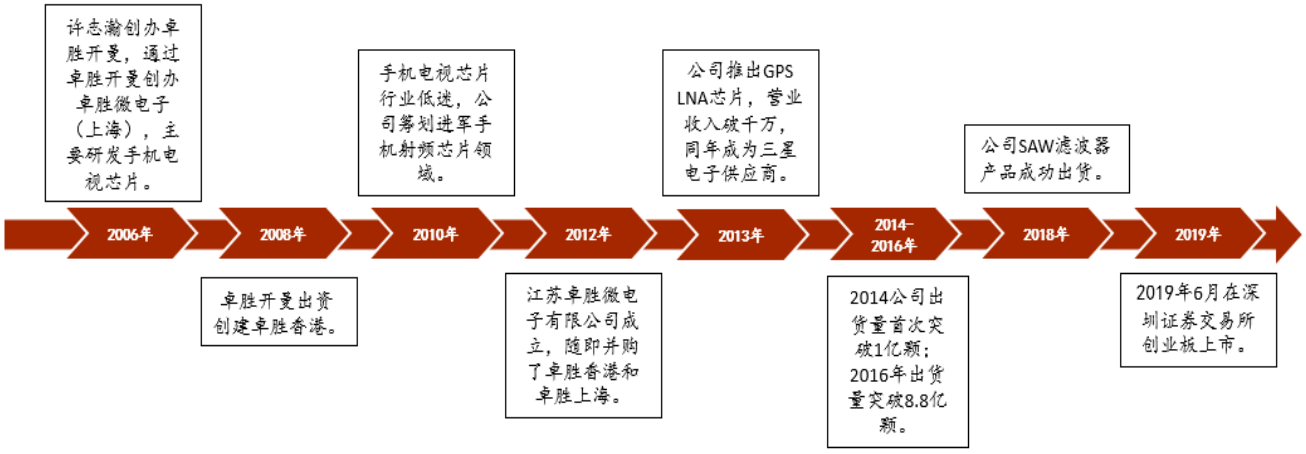
相关研究

1. 卓胜微（300782）：业绩持续高增长 (2020-04-09)
2. 卓胜微（300782）：业绩持续超高速增长 (2019-10-14)
3. 卓胜微（300782）：业绩超高速增长，新客户导入顺利 (2019-08-30)

1 公司为行业领先的射频前端分立器件龙头公司

江苏卓胜微电子股份有限公司创始于 2012 年，其前身为许志瀚，冯晨晖及唐壮于 2006 年通过卓胜开曼创办的卓胜微电子（上海），公司于 2019 年 6 月深交所创业板挂牌上市。公司是一家专注于射频集成电路领域的细分领域龙头公司，主营业务包括射频开关、射频低噪声放大器（LNA）、射频滤波器等射频前端分立器件及各类模组的应用解决方案，同时公司还对外提供低功耗蓝牙微控制器芯片。

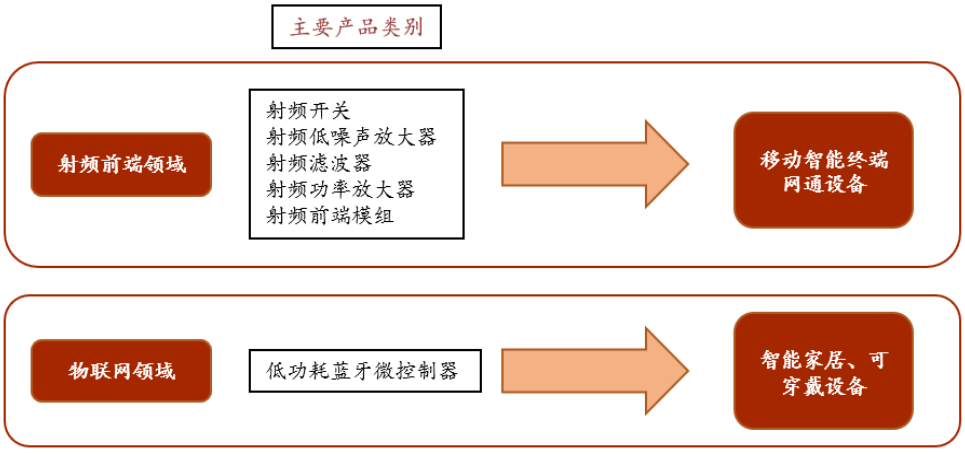
图 1：公司发展历程回顾



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司当前产品主要应用于智能手机等移动智能终端及智能家居、可穿戴等电子产品，依托长期以来的技术积累，产品正逐渐拓展到更多终端市场和客户，预期将覆盖通信基站、汽车电子等领域。当前营收贡献主力为一线消费电子品牌：三星、华为、小米、OPPO、VIVO 等。

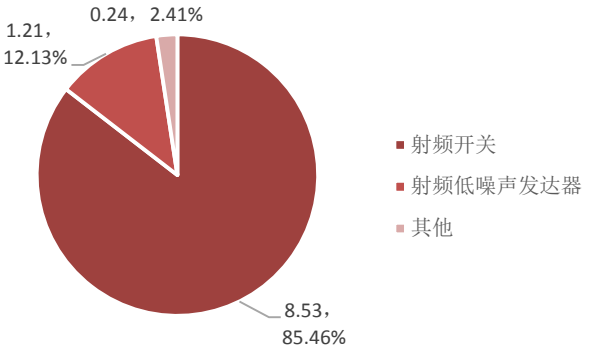
图 2：公司当前产品布局情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

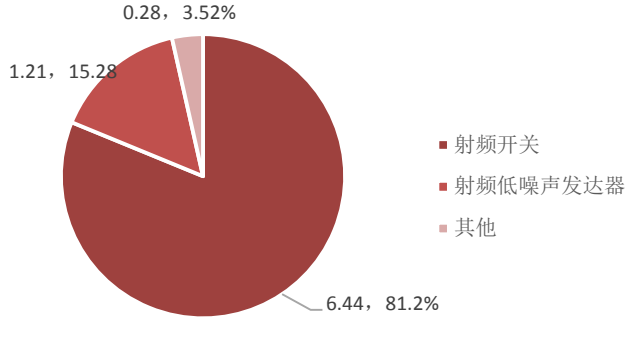
公司业务结构：公司当前营收主要两大块为：射频开关和射频低噪声放大器（LNA）。营收结构：2020H1 公司射频开关业务收入为 8.5 亿元，同比增长 110.6%，占总营收 85.5%，为公司当前营收的主要来源；射频低噪声放大器收入为 1.2 亿元，同比增长 21%，营收占比为 12.1%。毛利占比：2019 年公司射频开关业务毛利为 6.4 亿元，毛利占比 81.2%，为公司毛利大头；射频低噪声放大器业务毛利为 1.2 亿元。占比 15.3%，由于两项业务毛利率水平相近，因此毛利占比较营收占比差别不大。伴随其他下游场景的延伸，公司其他项业务营收贡献将会逐步提升。

图 3：2020H1 公司各业务营收占比情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

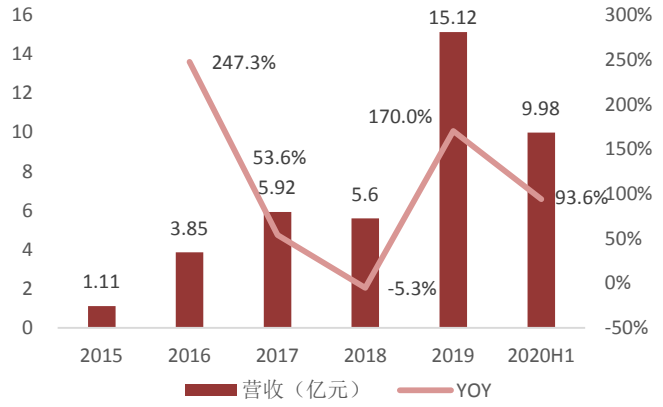
图 4：公司 2019 各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

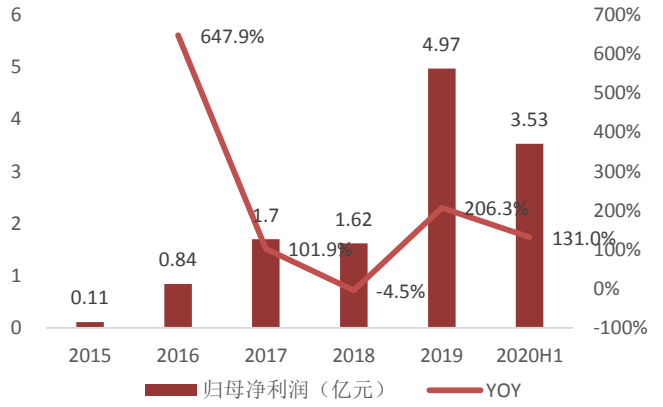
公司业绩情况：2015 以来，公司营收及归母净利润整体保持强劲增长态势，归母净利润增速显著高于营收增速，盈利质量不断提升。公司营收自 2015 年的 1.1 亿到 2019 年的 15.1 亿，CAGR 达到 92.5%，营收增长迅速。公司归母净利润从 2015 年的 0.1 亿元到 2019 年的 5.0 亿元，CAGR 为 165.9%，归母净利润整体呈现爆发性增长趋势。2018 年营收及归母净利润短暂下滑主要系受贸易战影响，下游市场应用需求呈现短期疲软态势，但公司 2019 年营收及归母净利润便重拾升势，恢复较高增长。公司营收及归母净利润强劲增长主要系下游应用市场需求持续旺盛增长及国产替代进程的持续深化，同时公司不断拓展产品应用场景，后续将切入基站通信及汽车电子领域，预期公司的营收及归母净利润的高增长有望保持延续。

图 5：公司 2015 年至今营收增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

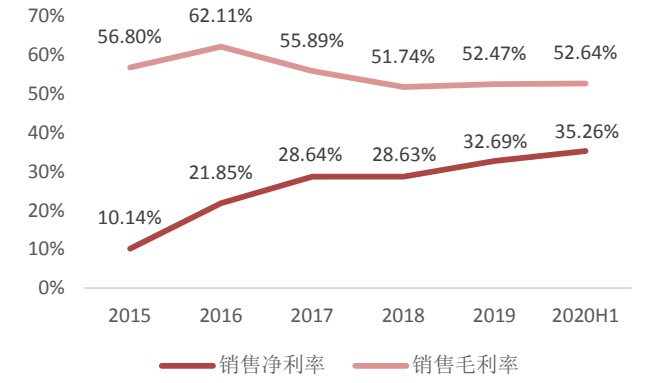
图 6：公司 2015 年至今归母净利润增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

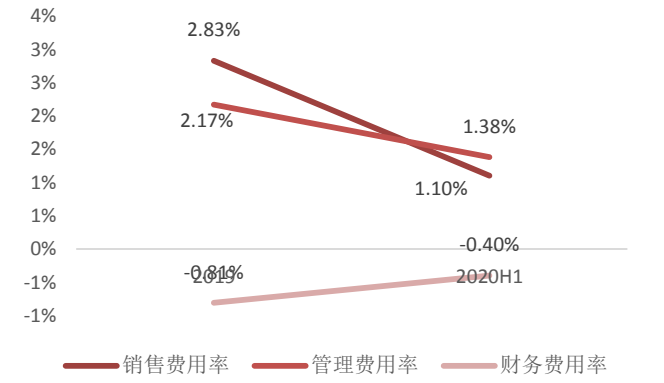
公司盈利能力：自 2015 年来毛利率整体平稳，净利率整体保持上升趋势。公司毛利率水平近几年整体保持平稳态势，净利率水平由 2015 年 10.1%提升至 2020H1 的 35.3%，净利率提升较为显著，主要系公司运营管理效率的提升带动净利率相应提升。从三费率来看，公司销售费用率整体保持向下趋势，从 2019 年 2.8%下降到到 2020H1 的 1.1%，财务费用率上市以来一直为负，说明公司在手现金充沛、资金管理一直保持良好状态，公司管理费用率从 2019 年 2.2%下降到 2020H1 的 1.4%，管理费用率整体保持下降情况。

图 7：公司 2015 年至今毛利率及净利率情况



数据来源：Wind、西南证券整理

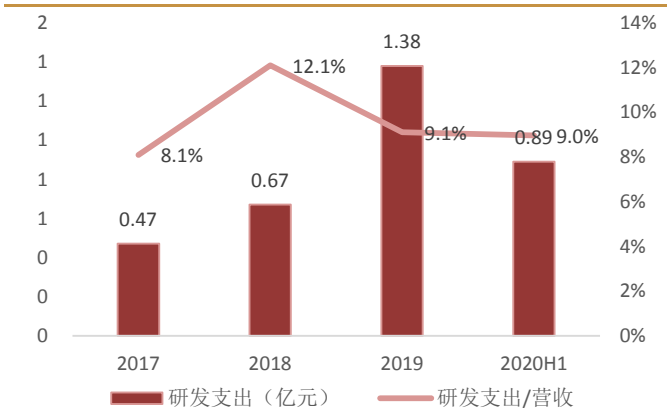
图 8：公司 2019 年至今三费比例情况



数据来源：Wind、西南证券整理

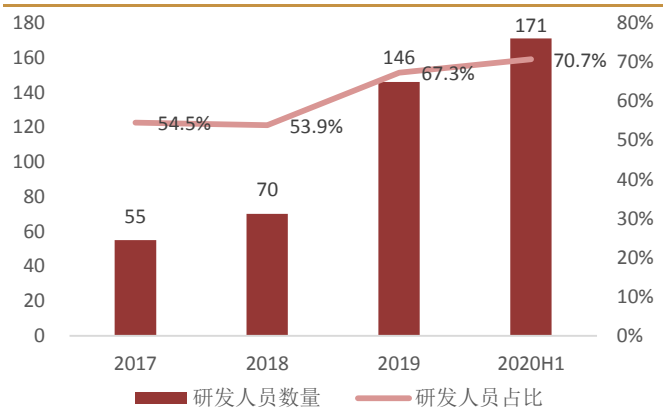
公司重视研发，不断持续投入：公司自 2017 年以来研发支出不断增长， 2020H1 研发支出 0.9 亿元，研发支出营收占比为 9.0%，略低于去年同期 9.9%。随着公司业务规模的不断增长，公司扩充研发队伍，持续加大对研发的投入。公司研发团队不断壮大，截至 2020H1，公司研发人员数量 171 人，研发人员数量占比首次达到 70%以上。研发人员学历中，博士学历占比研发人员数量的 5.3%，硕士占比 36.8%，本科占比 50.9%。截至 2019 年底，公司累计共取得 62 项专利，其中国内专利 61 项（包含发明专利 50 项）、国际专利 1 项（同为发明专利）；10 项集成电路布图设计。

图 9：公司 2017 年至今研发支出情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：公司 2017 年至今研发人员数量及占比情况



数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

假设 1：射频开关：公司射频开关下游应用产品当前主要为移动智能终端（手机），业务受益 5G 换机潮影响下新机销量增长（主要为安卓系手机），下游厂商对高规格产品需求增多，公司产品有望迎来量价齐升，预期公司未来射频开关订单需求将有较快增长，但受公司整体基数较大而逐渐放缓，2020-2022 年订单增速将保持 60%/45%/30%，2020-2022 年毛利率水平维持在 53.50%的水平。

假设 2：射频低噪声放大器：公司的射频 LNA 下游应用产品当前主要为移动智能终端（手机），主要作用为将天线收到的微弱信号进行放大，同时减少噪声的引入，提升手机信号并且减少通话干扰。与射频开关增长逻辑相同，5G 换机潮会给 LNA 产品带来量价齐升，预期 2020-2022 订单需求将保持 25%/20%/20%，假设 2020-2022 年毛利率水平维持在 47.50%。

假设 3：其他业务中当前应主要包括蓝牙、滤波器和 FEM 模组、WIFI-PA、IP 授权等业务。预期公司后续产品导入后将保持一定增长，预期 2020-2022 年其他业务合计订单额增长保持 10%/30%/30%，毛利率水平维持在 50%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
射频开关	收入	1207.79	1932.46	2802.07	3642.69
	增速	162.08%	60.00%	45.00%	30.00%
	毛利率	53.35%	53.50%	53.50%	53.50%
射频低噪声放大器	收入	255.18	318.98	382.77	459.32
	增速	202.53%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	47.53%	47.50%	47.50%	47.50%
其他业务	收入	49.42	54.36	70.67	91.87
	增速	-	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	56.50%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	1,512.39	2,305.80	3,255.51	4,193.89
	增速	169.98%	52.46%	41.19%	28.82%
	毛利率	52.47%	52.59%	52.72%	52.77%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取半导体相关设计企业韦尔股份、兆易创新、澜起科技等作为可比公司，可比公司 2020 年平均 PE 为 79 倍，由于公司为射频领域前端分立器件的龙头企业，行业竞争优势明显，应享受一定的估值溢价。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 4.55/6.47/8.43 元，对应 PE 分别为 86/61/47 倍，未来三年归母净利润将保持 45.1%的复合增长率。考虑到公司上下游不断延伸，产业链布局逐渐完善、协同效应逐渐加强，后续将能为客户提供一站式解决方案，有望发展成为平台型智能制造公司，长期看好公司发展，维持“买入”评级 。

表 2：可比公司估值（取 8 月 28 日公司收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
603501	韦尔股份	175.31	0.54	2.63	3.65	266	67	48
603986	兆易创新	196.92	1.89	2.25	2.93	108	88	67
688008	澜起科技	83.16	0.83	1.03	1.36	87	81	61
平均							79	59

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1512.39	2305.81	3255.52	4193.90
营业成本	718.91	1093.24	1539.26	1980.94
营业税金及附加	9.28	13.80	20.15	25.64
销售费用	42.74	230.58	319.04	398.42
管理费用	32.87	50.73	71.62	92.27
财务费用	-12.31	-21.86	-39.45	-58.63
资产减值损失	-15.65	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	562.65	939.31	1344.90	1755.27
其他非经营损益	0.01	10.00	5.00	5.00
利润总额	562.66	949.31	1349.90	1760.27
所得税	68.20	132.90	188.99	246.44
净利润	494.46	816.41	1160.92	1513.84
少数股东损益	-2.71	-2.04	-2.90	-3.78
归属母公司股东净利润	497.17	818.45	1163.82	1517.62

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	494.46	816.41	1160.92	1513.84
折旧与摊销	19.96	5.25	5.25	5.25
财务费用	-12.31	-21.86	-39.45	-58.63
资产减值损失	-15.65	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-471.88	46.33	-214.14	-285.64
其他	41.03	-8.95	2.98	-0.99
经营活动现金流净额	55.62	837.17	915.56	1173.81
资本支出	-48.03	-150.00	-150.00	-150.00
其他	-533.83	158.38	-66.13	8.71
投资活动现金流净额	-581.86	8.38	-216.13	-141.29
短期借款	0.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	828.86	0.00	0.00	0.00
支付股利	-100.00	-74.58	-122.77	-174.57
其他	1.55	19.64	40.45	60.03
筹资活动现金流净额	730.41	-53.93	-81.31	-113.54
现金流量净额	211.48	791.62	618.11	918.98

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	476.91	1268.53	1886.65	2805.63
应收和预付款项	412.42	316.42	458.79	629.64
存货	366.11	490.76	673.16	893.16
其他流动资产	528.52	397.57	466.89	474.60
长期股权投资	24.27	24.27	24.27	24.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	72.12	67.47	62.82	58.17
无形资产和开发支出	5.12	154.66	304.21	453.75
其他非流动资产	37.66	47.52	57.38	67.24
资产总计	1923.13	2767.21	3934.17	5406.46
短期借款	0.00	1.00	2.00	3.00
应付和预收款项	199.28	293.72	414.78	537.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	26.35	36.26	43.00	52.21
负债合计	225.63	330.98	459.78	592.81
股本	100.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	939.51	859.51	859.51	859.51
留存收益	660.50	1404.37	2445.43	3788.47
归属母公司股东权益	1703.11	2443.88	3484.93	4827.98
少数股东权益	-5.60	-7.65	-10.55	-14.33
股东权益合计	1697.50	2436.23	3474.39	4813.65
负债和股东权益合计	1923.13	2767.21	3934.17	5406.46

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	169.98%	52.46%	41.19%	28.82%
营业利润增长率	219.30%	66.95%	43.18%	30.51%
净利润增长率	208.31%	65.11%	42.20%	30.40%
EBITDA 增长率	236.86%	61.79%	42.05%	29.85%
获利能力				
毛利率	52.47%	52.59%	52.72%	52.77%
三费率	4.19%	11.25%	10.79%	10.30%
净利率	32.69%	35.41%	35.66%	36.10%
ROE	29.13%	33.51%	33.41%	31.45%
ROA	25.71%	29.50%	29.51%	28.00%
ROIC	92.94%	87.71%	92.13%	85.49%
EBITDA/销售收入	37.71%	40.02%	40.26%	40.58%
营运能力				
总资产周转率	1.23	0.98	0.97	0.90
固定资产周转率	29.55	33.04	49.97	69.33
应收账款周转率	7.14	6.99	9.47	8.69
存货周转率	2.73	2.43	2.56	2.47
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.57%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	11.73%	11.96%	11.69%	10.96%
带息债务/总负债	0.00%	0.57%	0.85%	1.06%
流动比率	8.54	7.87	7.87	8.34
速动比率	6.79	6.31	6.35	6.79
股利支付率	20.11%	9.11%	10.55%	11.50%
每股指标				
每股收益	4.97	4.55	6.47	8.43
每股净资产	17.03	13.58	19.36	26.82
每股经营现金	0.56	4.65	5.09	6.52
每股股利	1.00	0.41	0.68	0.97

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	570.30	922.70	1310.70	1701.89
PE	78.95	86.32	60.71	46.55
PB	23.05	28.91	20.27	14.63
PS	25.95	30.64	21.70	16.85
EV/EBITDA	67.04	74.78	52.12	39.61
股息率	0.25%	0.11%	0.17%	0.25%

数据来源：Wind，西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn